

证券研究报告—深度报告

社会服务

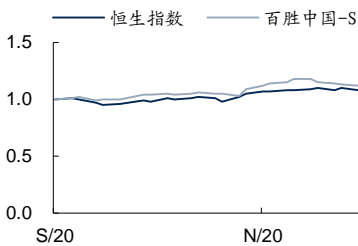
餐饮 II

百胜中国-S(09987)
增持

合理估值: 489-550 港元 昨收盘: 450 港元 (首次评级)

2020年12月16日

一年该股与恒生指数走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	419/42
总市值/流通(百万元)	1886/189
上证综指/深圳成指	3,367/13,751
12个月最高/最低(元)	481/385

证券分析师: 曾光

 电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

 电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 张鲁

 电话: 0755-81982991
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

餐饮巨头本土化典范 香港上市再谋新高度

● 餐饮行业: 连锁化发展为大势所趋, 需求日趋多元

发展趋势: 美团报告显示, 18年中国餐饮闭店率高达70%, 平均寿命仅508天, 单体经营再难适应行业环境, 竞争加剧更考验企业品牌与运营。2019年中国餐饮连锁化率20%, 同期美国为74%, 连锁化发展大势所趋。**竞争格局:** 餐饮需求日趋多元, 行业新进壁垒低, 19年CR5≈3.1%, 百胜中国规模居首。**快餐市场** CR10仅11%, 龙头领衔, 远期对标美国(39%); **休闲餐饮市场** 集中度较分散, 集中度提升或依赖行业整合提速。**疫情恢复:** 快餐、快时尚、火锅赛道复苏显著, 百胜中国Q1-3分别-20%、-4%、1%, 快于整体行业(-43%、-19%、-6%)。

● 百胜中国: 餐饮创新/本土化先锋, 规模优势马太效应渐显

公司拥有肯德基、必胜客、塔可贝尔、黄记煌、东方既白、小肥羊、COFFii & JOY及Lavazza八大品牌, 2020H1餐厅合计为9954家。**KFC/必胜客为核心**, 19年收入分别占69%/23%, 利润为82%/18%; 中餐品牌看整合, 咖啡业务正发力。门店模型上, KFC(约2年)现金回收期优于必胜客(约4年)。公司核心竞争力一看规模优势(会员体系+供应链优势), 二看创新能力(菜品研发+数字化转型优化成本)。

● 未来成长: 三大法宝——存量优化+下沉扩店+新品牌孵化

核心品牌未来一看存量餐厅经营优化, 外卖占比提升、推出午茶/宵夜提升经营坪效, 数字化赋能优化成本结构; 二看低线渗透+加盟提速, 集团远期目标2万家店体量翻倍, 根据我们测算, 肯德基加密+低线下沉门店空间约1.2万家, 仍约40%展店空间, 且加盟策略优化可进一步加密; 必胜客若优化到位展店将重新加速。三看中餐、咖啡等新品牌提供新动能, 新赛道布局接力公司成长, 但需关注孵化整合效果。

● 风险提示: 下沉扩张速度缓慢、收购孵化新品牌失败、食品安全等
● 本土化运营标杆, 二次上市助力发展, 首次覆盖给予“增持”

公司作为餐饮巨头本土化经营典范, 其中肯德基为西餐本土化打造标杆, 必胜客经营优化提供经营弹性, 新赛道持续孵化提供未来想象空间。预测公司20-22年EPS分别为11.60/13.13/15.07元人民币, 估算合理价格在489.4-550.2港元之间, 首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万人民币)	55,027	57,388	53,405	64,935	70,734
(+/-%)	17.8%	4.3%	-6.9%	21.6%	8.9%
净利润(百万人民币)	4,630	4,662	4,856	5,557	6,418
(+/-%)	75.7%	0.7%	4.2%	14.4%	15.5%
摊薄每股收益(人民币)	11.05	11.12	11.59	13.26	15.31
净资产收益率(ROE)	24.6%	23.2%	20.2%	19.5%	19.1%
市盈率(PE)	35.4	33.7	32.4	28.3	24.5
市净率(PB)	7.8	7.8	6.6	5.5	4.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

单位: 人民币元, 汇率 USD/CNY=6.54; 净利润未经过剔除非经常性项目调整

投资摘要

估值与投资建议

百胜中国系国内规模最大的餐饮企业，旗下肯德基为快餐行业绝对龙头，为公司业绩稳定增长的引擎，必胜客环比处于优化模型中，有望贡献经营弹性，新孵化收购的品牌提供想象空间，我们认为公司未来 6-12 个月股票价值在 489.4-550.2 港元之间，区间较最近收盘价有 8.8-22.3%溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级，未来需紧密跟踪同店增速以及扩张速度。

核心假设与逻辑

第一，国内消费者饮食习惯短期内不会剧变，2014-2019 年历史复合增长率休闲餐饮（11.6%）>快餐（11.4%）>餐饮行业（10.1%）>正式餐厅（9.5%），即未来休闲餐饮、快餐赛道仍会保持平稳快速增长。

第二，疫情催化下，未来的餐饮行业竞争中，单体经营的小餐企预计越来越难以突围，大型连锁餐饮企业具备品牌与管理运营优势，行业连锁率提升为大势所趋，头部餐饮龙头将引领行业集中度提升。

第三，百胜中国自身会员体系基数庞大，创新能力强，依托自身会员体系的挖潜以及持续的菜品出新，将持续有效地保持集团餐饮品牌的生命力。

与市场的差异之处

第一，目前百胜中国为国内规模最大的餐饮企业，历史悠久，部分投资者认为公司未来内生增速相对有限。结合本文对肯德基门店密度测算，我们认为核心品牌肯德基门店未来 8-10 年仍有约 40%扩张空间；随着门店模型的优化，必胜客经营环比也将改善，肯德基/必胜客两大主力品牌是公司短期内增长的核心驱动力。

第二，中式餐饮以及咖啡新品牌或将贡献增量。历史上小肥羊整合、东方既白孵化效果一般，市场对中餐战略存疑。目前公司已成立中餐事业部，中餐板块将发力整合，经营或有改观。此外，咖啡业务布局同样值得跟踪。

股价变化的催化因素

- 第一，肯德基经营数据、门店数量稳健或超预期增长
- 第二，必胜客经营数据、门店展店数据环比持续改善
- 第三，中餐品牌经营环比优化，贡献收入、业绩增量
- 第四，新孵化品牌如咖啡业务放量

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，食品安全风险
- 第二，收购整合效果不达预期
- 第三，新品牌孵化失败
- 第四，核心品牌竞争力下滑

内容目录

百胜中国赴港二次上市	7
公司沿革：国内餐饮行业巨头，二次上市再启程.....	7
募资分析：9成募集资金拟用于餐厅网络扩展与数字化及供应链投入.....	7
估值复盘：肯德基/必胜客同店增速系公司估值的锚.....	8
估值与投资建议	10
绝对估值：456.5-489.4 港元.....	10
绝对估值的敏感性分析.....	11
相对法估值：471.6-550.2 港元.....	11
投资建议：合理价格区间为 489.4-550.2 港元，首次覆盖“增持”评级.....	13
百胜中国：国内餐饮创新先锋，本土化运营标杆	14
品牌矩阵：肯德基、必胜客为核心品牌，不断收购孵化新品牌.....	14
单店拆解：肯德基模型盈利性优于必胜客，现金回收期短.....	18
管理层分析：高管团队深耕业界多年，激励绑定机制完善.....	20
商业模式：肯德基、必胜客自营为主，其余品牌加盟模式居多.....	21
护城河：规模马太效应渐显，不倦创新保鲜品牌热度.....	23
餐饮行业：龙头比较优势渐显，餐饮需求日趋多元	24
国内餐饮行业连锁化为大势所趋.....	24
行业格局：CR5 仅 3.1%，百胜中国规模称雄，业态百花齐放.....	26
商业模式：行业龙头运营模式各异，直营与加盟并存.....	27
疫情恢复：快时尚、火锅、快餐赛道复苏迅速，龙头逆势展店.....	29
成长分析：大象起舞，进入第二增长期	30
看点一：多维度优化现存门店经营效率.....	30
看点二：低线渗透+加盟战略组合拳展店，远期目标 20000 家店.....	32
看点三：关注潜在的外延收购机会以及孵化品牌进展.....	38
财务拆解：肯德基/必胜客双擎驱动，盈利性稳健	39
公司整体：肯德基/必胜客双擎驱动收入增长，租金成本逐年优化.....	39
品牌拆分：必胜客模型盈利边际有改善，肯德基为公司利润主要来源.....	40
盈利预测	42
假设前提.....	42
未来 3 年盈利预测.....	43
盈利预测的敏感性分析.....	43
风险提示	44
附表：财务预测与估值	46
国信证券投资评级	47
分析师承诺	47
风险提示	47
证券投资咨询业务的说明	47

图表目录

图 1: 百胜中国大事记.....	7
图 2: 百胜中国 (YUMC.N) 估值与同店增速 (整体、肯德基、必胜客)	9
图 3: 百胜中国 (YUMC.N) 估值以及门店增速 (肯德基、必胜客)	9
图 4: 麦当劳上市至今动态市盈率估值	12
图 5: 百胜餐饮上市至今动态市盈率估值	12
图 6: 星巴克上市至今动态市盈率估值	12
图 7: 百胜中国分拆上市至今动态市盈率估值.....	12
图 8: 百胜中国品牌架构及各品牌餐饮门店数 (2020H1)	14
图 9: 2017-2020H1 肯德基分部收入及餐厅利润占比	15
图 10: 2017-2020H1 肯德基分部期内新开/关闭及期末餐厅数.....	15
图 11: 2020H1 肯德基分部餐厅经营模式分类.....	15
图 12: 肯德基河南新乡封丘县“首家小镇模式店”.....	15
图 13: 2017-2020H1 必胜客分部收入及餐厅利润占比	16
图 14: 2017 至今分季度肯德基、必胜客同店销售额增速.....	16
图 15: 必胜客与竞品达美乐门店选址对比	17
图 16: 2016-2018 年间达美乐、棒约翰同店增速优于必胜客.....	17
图 17: 2017-2020H1 必胜客期内新开/关闭及期末餐厅数	17
图 18: 必胜客升级改造后的门店示意图	17
图 19: COFFii&JOY 门店数据	18
图 20: 三大咖啡品牌定位“低中高”不同客群	18
图 21: 肯德基/必胜客单季度餐厅利润率	19
图 22: 1-6 线肯德基/必胜客餐厅现金回收期.....	19
图 23: 公司紧随全球发售后股权结构	21
图 24: 公司加盟餐厅占比: 百胜餐饮 VS 百胜中国.....	22
图 25: 2020H1 百胜中国旗下餐厅按商业模式分类	22
图 26: 肯德基与必胜客品牌会员数	23
图 27: 肯德基与必胜客会员销售占比不断提高.....	23
图 28: 公司研发团队在创新中心-测试厨房开发色拉新品	24
图 29: 2017-2020H1 百胜中国研发支出.....	24
图 30: 2014-2024 年中国餐饮行业规模-按经营模式划分	25
图 31: 2018 年北上广深餐饮商户淘汰率极高.....	25
图 32: 2019 年中国餐饮业按服务类型细分	25
图 33: 2019 年中国与美国餐饮行业连锁比率.....	25
图 34: 中国不同餐饮业态复合增长率.....	26
图 35: 2019 年中国餐饮市场前五大公司市场份额	26
图 36: 2014-2024E 快餐市场规模及占比	27
图 37: 2019 年中国快餐市场前十公司市场份额排名	27
图 38: 2014-2024E 休闲餐饮市场规模及占比.....	27
图 39: 2019 年中国休闲餐饮市场前十公司市场份额排名	27
图 40: 麦当劳、百胜集团、百胜中国直营加盟占比	28

图 41: 百胜中国 20 年 Q1-3 各品牌开店数按直营/加盟分类.....	28
图 42: 麦当劳房地产盈利模式.....	29
图 43: 2019 财年麦当劳特许经营收入拆分.....	29
图 44: 龙头企业复工节奏明显高于行业均值水平.....	29
图 45: 2020 年国内餐饮企业数目明显下降.....	29
图 46: 2017H1 至今外卖用户规模及使用率.....	30
图 47: 中国在线外卖用户的城市分部重心向三四线城市移动.....	30
图 48: 肯德基、必胜客外卖收入占总收入比例.....	31
图 49: 2020Q2 肯德基/必胜客的外卖覆盖范围.....	31
图 50: 肯德基、必胜客会员销售额占比.....	32
图 51: 肯德基、必胜客电子点餐比例.....	32
图 52: 肯德基 3-6 线城市新开店及总门店占比.....	33
图 53: 必胜客 3-6 线城市新开店及总门店占比.....	33
图 54: 肯德基汽车穿梭餐厅模型.....	33
图 55: 2017 至今百胜中国计划展店以及实际展店数.....	34
图 56: 2017-2020H1 百胜中国新增/净增门店数.....	34
图 57: 2017-2020H1 百胜中国各品牌新增/净增门店数.....	34
图 58: 截止 11 月 17 日, 肯德基现有城市分布示意图.....	35
图 59: 肯德基现有餐厅在 1-5 线城市占比.....	35
图 60: 1-5 线城市肯德基单餐厅对应人口数.....	35
图 61: 2017-2020Q3 百胜中国资产负债率.....	38
图 62: 2017-2020Q3 百胜中国账面货币资金.....	38
图 63: 2013-2023 年中国咖啡市场规模.....	39
图 64: 2018 年中国咖啡行业各品牌市场份额统计.....	39
图 65: 2017-2020Q1-3 总营业收入按品牌拆分.....	39
图 66: 2017-2020Q1-3 总营业收入按收入类型拆分.....	39
图 67: 2017-2020Q1-3 各项成本占比.....	40
图 68: 2017-2020Q1-3 餐厅利润率及经调整归母净利率.....	40
图 69: 2017-2020Q1-3 肯德基成本结构及餐厅利润率.....	41
图 70: 2017-2020Q1-3 必胜客成本结构及餐厅利润率.....	41
图 71: 2017-2020Q1-3 肯德基、必胜客的经营利润.....	41
图 72: 2019 年百胜中国经营利润按品牌拆分.....	41
表 1: 百胜中国香港二次上市募资资金用途.....	7
表 2: 百胜中国 PE、EV/EBITDA 估值以及肯德基、必胜客同店增速、开店增速.....	8
表 3: 公司盈利预测假设条件 (%).....	10
表 4: 资本成本假设.....	10
表 5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元).....	11
表 6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元).....	11
表 7: 同类公司估值比较.....	13
表 8: 2 线城市肯德基餐厅单店模型 (直营店).....	19
表 9: 2 线城市必胜客餐厅单店模型 (直营店).....	20
表 10: 春华资本及蚂蚁金服所持有的的认股权证.....	21
表 11: 百胜中国高级管理团队概览.....	21

表 12: 百胜中国旗下品牌加盟政策概览	22
表 13: 自营连锁与加盟餐饮赛道复合增速高于行业整体水平	25
表 14: 三大汉堡餐厅品牌加盟条件	28
表 15: 肯德基、必胜客在一天不同时间点推出差异化套餐吸引顾客, 增加客户订餐频次	32
表 16: 肯德基未来展店空间测算	36
表 17: 必胜客未来展店空间保守/中性/乐观测算	37
表 18: 肯德基收入拆分预测	42
表 19: 未来 3 年盈利预测表	43

百胜中国赴港二次上市

公司沿革：国内餐饮行业巨头，二次上市再启程

百胜中国控股有限公司原为百胜餐饮集团(YUM! Brands, 纽交所代码: YUM)中国区事业部, 拥有肯德基、必胜客等品牌在中国的经营权, 于2016年11月自母公司分拆在纽交所上市(纽交所代码: YUMC), 同时引入春华资本及蚂蚁金服两大中资战略投资者, 春华资本创始人胡祖六出任公司董事长, 本土化进程再次提速。2020年9月10日, 百胜中国在香港交易所完成二次上市, 股票代码为09987.HK。截至2020年6月底, 百胜中国旗下拥有肯德基、必胜客、黄记煌(收购新增)、塔可贝尔、东方既白、小肥羊、COFFiI & JOY以及Lavazza八大品牌, 公司门店数合计达9954家, 其中肯德基门店数达6749家, 必胜客为2258家, 占比分别为67.8%、22.7%。

图 1: 百胜中国大事记



资料来源:百胜中国公司官网, 国信证券经济研究所整理

募资分析：9成募集资金拟用于餐厅网络扩展与数字化及供应链投入

本次百胜中国全球发行4191.07万股, 占发行后总股本的10.0%, 其中国际配售约4023万股, 香港公开发售约168万股, 发行价定为每股412港元, 募集资金总额约为172.67亿港元(未扣除发行等费用), 本次发行未行使超额配股权。

表 1: 百胜中国香港二次上市募资金用途

资金占比	资金用途
45%或约77.70亿港元	扩大及深化公司餐厅网络, 公司认为餐厅数目有潜力发展至20000家或以上, 同时将寻求核心及新兴品牌的加盟机会, 以丰富加盟店的门店组合
45%或约77.70亿港元	1) 数字化及供应链: 餐厅数字化能力以及外卖服务创新技术等; 2) 食品创新及价值定位, 如本土创新菜品、促销活动等; 3) 优质资产的潜在收购机会
10%或约17.27亿港元	运营资金以及一般公司用途

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

1、45%(约77.70亿港元)的募资资金将主要用于扩大和深化餐厅网络, 公司认为餐厅总数未来有潜力发展至20000家以上, 截至上市当日, 百胜中国门店数合计已突破万家, 本次募集资金将进一步用于支持餐厅网络扩张。

2、45%(约77.70亿港元)募资资金拟用于数字化及供应链、食品创新与价值定位以及优质资产。其中数字化及供应链预计为门店自助点餐、付款等设备更

新、库存与供应链实时连接等；食品创新与价值定位主要指本土化菜品的研发和更大力度的促销活动；优质资产指公司潜在的并购整合目标。此部分资金主要致力于提升现有门店经营效率及收购整合潜在的标的。

3、10%（17.27亿港元）募资资金拟用于**运营资金及一般公司用途**。

估值复盘：肯德基/必胜客同店增速系公司估值的锚

截至本次赴港二次上市，结合公司各品牌同店经营数据以及展店速度，我们对公司过去4年估值情况进行了较为系统的复盘，具体结论如下：

表 2：百胜中国 PE、EV/EBITDA 估值以及肯德基、必胜客同店增速、开店增速

时间	市值 (百万美元)	PE	EV/EBITDA	整体同店增速	肯德基-同店增速	必胜客-同店增速	肯德基-门店增速	必胜客-开店增速
2016Q1	-	-	-	6.0%	12.0%	-12.0%	-	-
2016Q2	-	-	-	0.0%	3.0%	-10.0%	-	-
2016Q3	-	-	-	-1.0%	-1.0%	-4.0%	-	-
2016Q4	10,008	17.90	8.43	0.0%	1.0%	-3.0%	-	-
2017Q1	10,453	18.70	8.81	1.0%	1.0%	3.0%	5.1%	31.9%
2017Q2	15,154	27.11	12.77	3.0%	4.0%	0.0%	5.7%	8.9%
2017Q3	15,322	27.41	12.91	8.0%	10.0%	1.0%	5.1%	7.5%
2017Q4	15,379	27.51	12.96	5.0%	7.0%	1.0%	5.1%	5.5%
2018Q1	16,009	26.42	12.31	3.0%	5.0%	-5.0%	6.2%	5.2%
2018Q2	14,849	24.50	11.42	-1.0%	0.0%	-4.0%	7.0%	4.1%
2018Q3	13,456	22.20	10.35	-1.0%	1.0%	-5.0%	8.5%	3.4%
2018Q4	12,710	20.97	9.78	2.0%	3.0%	-4.0%	7.7%	2.1%
2019Q1	17,023	23.35	9.44	4.0%	5.0%	1.0%	8.5%	1.6%
2019Q2	17,475	23.97	9.69	4.0%	5.0%	1.0%	8.5%	1.9%
2019Q3	17,119	23.48	9.49	2.0%	3.0%	1.0%	9.0%	1.8%
2019Q4	18,047	24.76	10.01	2.0%	3.0%	0.0%	10.6%	1.8%
2020Q1	16,020	26.01	12.79	-15.0%	-11.0%	-31.0%	9.6%	1.0%
2020Q2	18,095	29.38	14.45	-11.0%	-10.0%	-12.0%	9.2%	0.3%
2020Q3	22,192	36.03	17.72	-6.0%	-6.0%	-7.0%	9.5%	1.0%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

1、估值概览：暂不考虑20年疫情对估值水平的影响，2016-2019年百胜中国PE估值区间为18-26x, EV/EBITDA估值区间为8-13x, 与呷哺呷哺(2018-2019年动态PE估值为24-46x)、2018年9月在香港上市的海底捞(2018-2019年动态PE估值区间为48-68x)相比，估值水平存在较大差异，与不同市场风格偏好及公司自身发展阶段有关。

2、估值锚定：核心品牌肯德基、必胜客同店增速情况系公司估值变化核心。自百胜中国2016年末纽交所分拆上市以来，**2016Q4-2017Q1**与**2018Q2-Q4**系公司两大估值底时间段。2016Q4-2017Q1，肯德基同店销售增速大幅放缓，必胜客餐厅同店销售持续下滑，致公司整体同店增速分别0.0%/-1.0%，估值来到历史底部约18x；2018Q2-Q4，必胜客继续调整优化，同店增速同比-4.0%/-5.0%/-4.0%，同期肯德基同店销售低速增长，公司整体同店增速分别为0.0%/1.0%/3.0%，增速低于同期水平，公司阶段PE估值约21x，同样低于历史平均水平。

2017Q1公司披露季度经营数据，两年来必胜客同店销售增速首次转正，同期肯德基同店增速大幅上扬，核心品牌经营向好带动百胜中国3月底以来股价迎来较大一波上涨，估值由原来20x左右提升至27x左右；疫情背景下，**2020Q3**肯德基表现强韧，必胜客季度经营利率已转正，环比较20H1改善明显，受此影响公司整体估值来到历史高位36x（包括净利润下滑影响）。

总的来看，百胜中国目前业绩主要由肯德基与必胜客贡献，肯德基稳健快速增

长、必胜客经营的持续改善，进而带动公司整体同店销售高速增长，是公司估值保持以及进一步提升的关键！

图 2: 百胜中国 (YUMC.N) 估值与同店增速 (整体、肯德基、必胜客)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 3: 百胜中国 (YUMC.N) 估值以及门店增速 (肯德基、必胜客)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：456.5-489.4 港元

1、收入：主要由餐厅收入、加盟费收入、与加盟店及联营合营公司往来交易收入、其他收入构成：1) 餐厅收入：2020-2022 年收入餐厅收入分别同比 -7.78%/+23.76%/9.51%，其中肯德基、必胜客为收入主要来源。2020-2022 年，肯德基餐饮收入分别 -4.95%/+21.93%/9.85%；必胜客同期收入增速分别为 -16.07%/+30.24%/8.67%；包括中餐品牌、咖啡品牌在内的其他品牌预计增速平稳。2) 加盟费收入：2020-2022 年加盟费收入分别同比 +2.70%/+4.61%/5.03%，疫情下依旧实现正增长，展现成较高的抗风险属性，收入主要来自于肯德基品牌，其中肯德基 2020-2022 年收入分别同比 -3.68%/+3.05%/3.70%，必胜客同期分别 25.00%/20.00%/16.67%。3) 与加盟店及联营合营公司往来交易收入：预计 2020-2022 年收入分别同比 -1.38%/+3.10%/2.71%。4) 其他收入：此部分收入预测具有一定的不确定性，为保持预测的审慎中性，假设 2020-2022 年收入与 2019 年持平。

2、毛利率：随着餐厅门店数字化设备的普及应用，预计餐饮原材料、租金、人工成本未来将边际持续小幅优化，预计 2020-2022 年毛利率分别为 22.94%/23.83%/23.98%。

3、费用端：肯德基在低线城市的持续下沉中（低线城市存在华莱士、快乐星汉堡等竞品），部分地区需适度投入营销费用，但随着品牌口碑的建立，未来销售费用将逐渐优化；管理费用同样预计将小幅持续优化。

表 3：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	0.00%	17.79%	4.29%	-6.94%	21.59%	8.93%	8.52%	8.36%	8.17%
营业成本率	0.00%	76.46%	75.88%	77.06%	76.17%	76.02%	75.67%	75.21%	75.07%
管理费用/营业收入	8.31%	6.61%	6.78%	6.52%	5.43%	5.10%	5.00%	5.00%	5.00%
销售费用/销售收入	8.29%	7.07%	7.35%	7.06%	6.52%	6.28%	6.23%	6.20%	6.10%
所得税税率	47.04%	22.53%	25.92%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	0.00%	0.00%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 4：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	T	25.00%
无风险利率	2.00%	Ka	8.27%
股票风险溢价	6.40%	有杠杆 Beta	1.01
公司股份（港元）	444.8	Ke	8.49%
发行在外股数（百万）	419	E/(D+E)	95.64%
股票市值(E, 百万人民币)	157263	D/(D+E)	4.36%
债务总额(D, 百万人民币)	7170	WACC	8.26%
Kd	4.30%	永续增长率（10年后）	2.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE、FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 456.5-489.4 港元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.3%	7.8%	8.26%	8.8%	9.3%
永续 增 长 率 变 化	4.0%	799	689	605	539	486
	3.5%	715	628	559	503	457
	3.0%	651	579	521	473	433
	2.5%	600	539	489	448	412
	2.0%	559	507	463	426	394
	1.5%	525	479	441	408	379
	1.0%	497	456	421	391	365

资料来源：国信证券经济研究所分析

表 6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.49%	9.0%	9.5%
永续 增 长 率 变 化	4.0%	732	635	560	500	451
	3.5%	660	581	519	468	425
	3.0%	603	538	485	441	403
	2.5%	558	503	457	418	384
	2.0%	521	473	433	398	368
	1.5%	491	448	412	381	354
	1.0%	465	427	394	366	341

资料来源：国信证券经济研究所分析

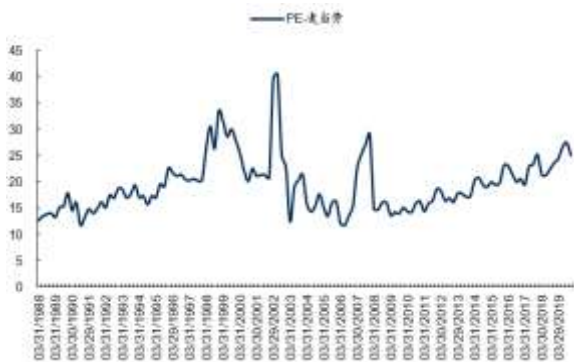
相对法估值：471.6-550.2 港元

行业对标角度看，百胜餐饮集团(YUM.N, 原百胜中国母公司)上市之初至 2013 年间，虽整体加盟比例不断提升(上市初为 50.8%，2013 年末为 78.1%)，但总营业收入结构中直营收入仍为最主要构成部分，其中 2013 年末百胜餐饮直营收入占比为 85.5%，故此阶段的百胜餐饮，与 2020 年回港二次上市、直营业务为收入主体的百胜中国发展阶段较为相近。反观行业另一可比公司麦当劳，收入构成中加盟商的加盟费以及租金是公司收入的重要构成(上市以来占比超过 20%)，即从商业模式来看，麦当劳与百胜中国存在较大差异，因此估值参考意义不及百胜餐饮。具体看百胜餐饮集团估值水平，上市初至 2013 年间，公司市盈率由 10x 稳步上升至 20x (08 年有外部扰动)。目前百胜中国估值中枢约 25x，高于对应阶段的百胜餐饮集团(20x)，主要系二者本身质地差异所致，具体分析如下：

在可比发展阶段内，二者估值差异主要来源于两点：**1) 市场不同带来竞争格局差异**：百胜餐饮主打全球化布局，而百胜中国则在中国发展，经营市场不同导致公司面临不同程度的外部竞争。从全球范围看(特指中国以外市场)，麦当劳快餐品牌认可度并不逊色于百胜餐饮旗下的肯德基，甚至在部分国家和地区经营更优；但在中国国内，百胜中国为中国规模最大的餐饮品牌，旗下快餐品牌肯德基(本土化优势)为国内快餐市场 NO.1，2019 年市占率达 4.9%，较同期麦当劳 2.7% 优势显著；旗下必胜客、黄记煌市场占有率，分列休闲餐饮市场前两位。故从所处市场的竞争格局来看，百胜中国明显优于百胜餐饮集团。此外，港股市场风格对优质餐饮股往往给予估值溢价。**2) 未来潜在放开加盟带来的估值提升**：在品牌良好的前提条件下，加盟模式的放开将极大增加公司抗风险能

力以及利润率水平。目前百胜中国在国内仍主要以直营为主，但主力品牌肯德基未来会逐渐放开加盟渠道，轻资产转型预期对公司估值提升也有一定促进作用。此外，新冠疫情下中国政府展现出极强的防控应变能力，百胜中国 Q3 以来恢复良好，更是直接增强公司信心。

图 4：麦当劳上市至今动态市盈率估值



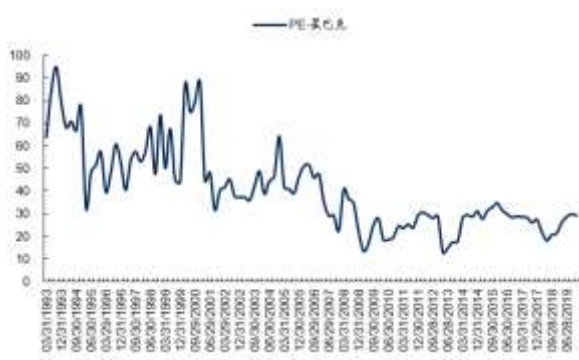
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 5：百胜餐饮上市至今动态市盈率估值



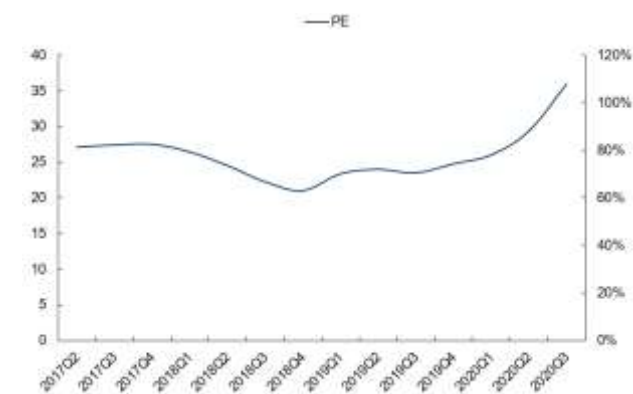
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 6：星巴克上市至今动态市盈率估值



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 7：百胜中国分拆上市至今动态市盈率估值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

前文百胜中国估值复盘提到，公司市盈率估值与两大核心品牌肯德基、必胜客同店销售增速直接锚定。整体来看，百胜中国历史估值中枢约为 25x 左右。而站在目前这个时间点，一方面，2021 年为必胜客更新改造收官之年，且 20Q3 疫情下的必胜客经营利润率环比大幅改善，在门店更新改造持续推进下，品牌持续的向好有望带来估值提升；另一方面，百胜中国回港二次上市，募集资金到位肯德基低线城市扩张进一步有支撑。此外，百胜中国为国内餐饮市场 NO.1，港股市场对优质餐饮愿意给予估值溢价（同期海底捞、九毛九、呷哺呷哺 21 年估值分别为 56/59/35x）。综上所述，暂给予百胜中国 2021 年 30-35x 市盈率估值水平，对应股价为 471.6-550.2 港元，后续需密切跟踪肯德基、必胜客两大核心品牌的同店经营情况。

表 7: 同类公司估值比较

代码	简称	股价		EPS (元)				PE				未来 3 年 PEG	总市值
		2020/12/16	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	(百万元)	
9987.HK	百胜中国-s	379.62	11.87	11.59	13.26	15.31	32	32	28	25	3.57	157,638	
餐饮上市公司													
YUMC.N	百胜中国	375.81	11.87	11.59	13.26	15.31	32	32	28	25	3.57	157,631	
6862.HK	海底捞	49.10	0.44	0.19	0.87	1.16	111	254	56	42	2.94	260,217	
9922.HK	九毛九	18.73	0.12	0.03	0.32	0.47	163	557	59	40	2.73	27,219	
0520.HK	呷哺呷哺	16.53	0.27	0.02	0.48	0.59	60	785	35	28	2.05	17,901	
SBUX.O	星巴克	681.25	20.93	8.24	18.37	22.02	33	83	37	31	19.06	799,588	
MCD.N	麦当劳	1,405.01	55.07	40.85	54.51	58.49	26	34	26	24	12.58	1,046,890	
YUM.N	百胜餐饮	702.18	25.45	23.13	26.18	27.98	28	30	27	25	8.60	211,825	
均值							64	254	38	31	7		

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注: 单位均为人民币元, 对应汇率 USD/CNY=6.54、HKD/CNY=0.84; 星巴克为对应财年数据; PEG 中的 G 取以 2019 年为基数, 未来三年的增速;

投资建议: 合理价格区间为 489.4-550.2 港元, 首次覆盖“增持”评级

综合上述绝对与相对估值结果, 我们认为公司股票价值在 489.4-550.2 港元之间, 区间较最近收盘价有 8.8-22.3% 溢价空间, 未来需紧密跟踪同店增速以及扩张速度。公司系国内餐饮行业规模 NO.1 企业, 旗下肯德基为快餐行业绝对龙头, 是公司业绩稳定增长的保证, 必胜客环比处于优化模型中, 有望为公司贡献边际弹性, 首次覆盖给予“增持”评级。

百胜中国：国内餐饮创新先锋，本土化运营标杆

品牌矩阵：肯德基、必胜客为核心品牌，不断收购孵化新品牌

品牌类型丰富，横跨中西式餐饮。如下图所示，目前百胜中国旗下拥有八大品牌，肯德基、必胜客以及塔克贝尔为典型的西式餐饮，截至 2020 年 H1 餐厅数合计为 9954 家。其中肯德基以及必胜客餐厅数分别为 6749、2258 家，餐厅数合计占公司整体比重达 90.5%，系公司最核心品牌；同时近年来公司积极通过收购以及内部孵化切入中餐赛道，百胜中国分别于 2012 年、2020 年收购小肥羊、黄记煌，而东方既白（2005 年推出）则来自于内部研发孵化。此外，公司亦在积极布局休闲饮品赛道，2018 年百胜中国推出精品手冲咖啡品牌 COFFii & JOY，2020 年 3 月公司再度加码咖啡战略，联手意大利咖啡巨头 Lavazza，以合资公司模式掘金中国高端咖啡市场。百胜中国本身系传统西式餐饮龙头，通过孵化收购积极切入中餐赛道，品牌矩阵目前横跨中西式餐饮，最大程度多元化公司发展路径。

图 8：百胜中国品牌架构及各品牌餐饮门店数（2020H1）

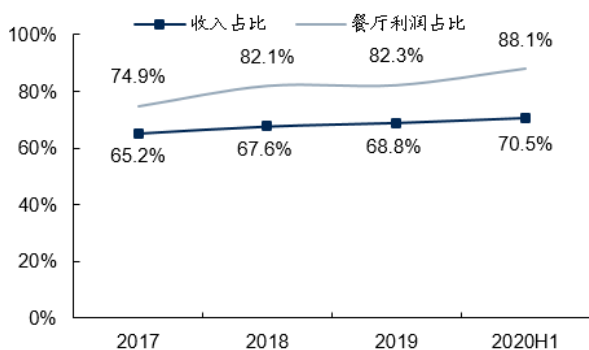


资料来源:聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

肯德基：中坚力量，西式快餐本土化典范，下沉市场将为主战场

品牌现状：品牌历久弥坚，短期仍为公司收入、利润主要来源。百胜中国虽体内品牌繁多，餐饮品类横跨中西式餐饮，但目前肯德基仍为公司最主要的收入、利润来源。公司聆讯后资料集显示，2017-2020H1 期间，肯德基分部收入占比呈现稳步提升的态势，如下图所示分别为 65.2%/67.6%/68.8%/70.5%，经营利润占比为 74.9%/82.1%/82.3%/88.1%。纵观过去 3 年展店数据，肯德基分部门店扩张速度维持在高位，且 2020H1 疫情背景下仍逆势新开 307 家门店，从各品牌发展情况看，短期内肯德基仍将为公司业绩增长的主要驱动力。

图 9: 2017-2020H1 肯德基分部收入及餐厅利润占比



资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2017-2020H1 肯德基分部期内新开/关闭及期末餐厅数

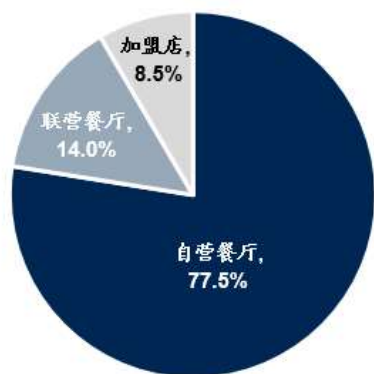


资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

品牌特点: 中国区肯德基为西式快餐品牌本土化的典范。结合招股书的数据, 截至 2020H1 肯德基门店为 6749 家, 门店体量为同期麦当劳 (约 3300 家) 的 2 倍+。从全球范围看, 麦当劳整体规模以及品牌资产均远领先于肯德基, 而在中国市场肯德基则相对更优于麦当劳, 差异背后源自双方在本土化战略与展店策略的不同侧重。肯德基对菜品本土化创新更为注重, 专门推出适合中国顾客口味的嫩牛五方、老北京鸡肉卷、小龙虾汉堡以及豆花系列早餐等, 而麦当劳则更注重产品的高度标准化, 本土化上略显不足; 其次展店方面, 肯德基以自营为主、联营+加盟为辅的多元化策略, 依托先发优势迅速占领市场, 而麦当劳进入中国市场初期则较为谨慎, 未开放特许经营。

关注品牌的下沉步伐。截至 2020Q3, 肯德基 3-6 线城市门店占比为 56%, 而前三季度累计新增开店中, 3-6 线城市门店占比为 61%, 从开店策略方面上肯德基仍持续加大对低线城市的渗透。2020 年 8 月 7 日, 肯德基在河南新乡市封丘县开出首家“小镇模式店”, 同时表示将陆续投资 8400 万元打造 28 个县级小镇餐厅, 更为轻便的门店模型预计为低线城市主流业态, 此外公司同时考虑在低线城市加大加盟力度。需要注意的是, 未来在下沉市场中肯德基可能与快餐品牌华莱士、快乐星汉堡直面竞争, 品牌的商品定价以及门店模型也需要作出相应调整。

图 11: 2020H1 肯德基分部餐厅经营模式分类



资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

图 12: 肯德基河南新乡封丘县“首家小镇模式店”

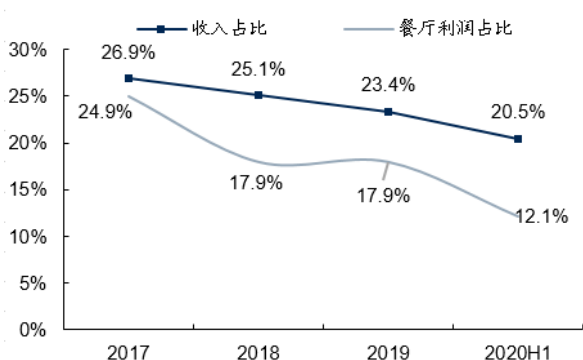


资料来源: 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

必胜客：同店增速略有放缓，赛道竞争加大，模型优化进行中

PK 肯德基，必胜客餐厅模型仍有待调整优化。除去肯德基，必胜客为百胜中国收入、业绩第二大来源，具体占比如下右图所示。如图 10 所示，对比来看，肯德基品牌经营韧性较强，2018-2020H1 同店销售额年增速分别为 2%、4%、-11%，优于公司整体水平（18-20H1 为 1%/3%/-13%），同期必胜客同店销售额增速分别为-5%、1%、-22%（2015、2016 年同店销售额分别同比下滑 5%、7%），其中 2018 年同店交易数目增速以及客单价增速均出现负增长。此外，2017-2020H1 期间，必胜客分部收入以及餐厅利润占公司整体比重逐年下滑，年新增门店数也呈现逐年下降的状态。综合来看，近年来必胜客餐厅整体增长有所放缓，餐厅模型有待进一步优化。

图 13：2017-2020H1 必胜客分部收入及餐厅利润占比



资料来源：聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理

图 14：2017 至今分季度肯德基、必胜客同店销售额增速



资料来源：百胜中国 IR 官网，国信证券经济研究所整理

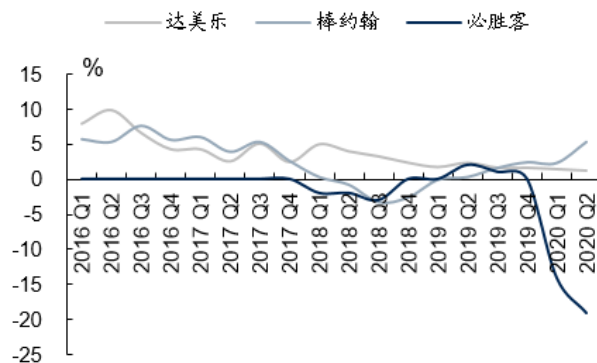
必胜客品牌面临的问题主要有二：1) 品牌定位略显模糊，性价比优势不显。必胜客初入中国时，主打“轻奢路线、小资情怀”，而彼时国内西餐市场尚未崛起，代表时尚、体面的西餐文化的必胜客迅速在中国一、二线城市铺开。随着国内消费水平的提高，以及诸多西餐品牌涌现，消费者对西餐的认知也更为理性，必胜客陷入“高端消费格调不够，性价比又有不足”的境地。事实上，招股书显示 2018-2020H1 必胜客同店客单价呈下降趋势（-2%/-6%/-8%），完成初步市场教育的必胜客，后续定位略显模糊致品牌认知受到影响。**2) 行业竞争趋于激烈。**公司大单品所处的披萨赛道，新进壁垒不高，以达美乐、棒约翰、乐凯撒、尊宝披萨为代表行业新进者主攻物美价廉、精品披萨店策略，推出本土化的榴莲味、椰子鸡披萨等爆款单品，市场份额提升较快；必胜客虽也保持较快的上新进度，推出包括“中华荟萃九合一披萨”、“鲍旺财披萨”和“中西融合四拼披萨”等，但市场反馈不够热烈，本土化研发营销方面略显滞后。

图 15: 必胜客与竞品达美乐门店选址对比



资料来源: 百度地图, 国信证券经济研究所整理

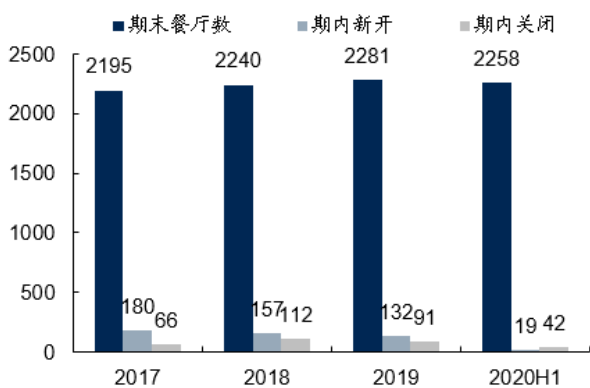
图 16: 2016-2018 年间达美乐、棒约翰同店增速优于必胜客



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理
注: 同店增速为系统销售额口径, 即同时包含加盟餐厅的销售额

必胜客振兴计划持续推进, 模型优化进行中。自 2017 年 2 月屈翠容升任百胜中国总裁兼首席运营官后, 即推出必胜客“振兴计划”: **1) 修复基本面:** 狠抓口味与性价比; **2) 加强数字化:** 提升体系内会员数, 向肯德基看齐; **3) 推外卖:** 升级系统, 实现全部订单自派送; **4) 门店升级:** 2019 年改造 500 家餐厅, 2021 年完成所有门店升级。如图 12 所示, 2019Q1 起必胜客结束连续四个季度的下滑, Q1-4 同店销售额分别增 1%/1%/1%/0%, 且盈利能力有所改善, 19 年经营利润率较 18 年同期提升 1.0pct。今年来, 受 2020 年初新冠疫情影响, 必胜客整体模型优化节奏难免受到影响, 但 Q3 单季必胜客经营利润率达 11.94%, 较 2020H1 (-1.74%)、2019Q3 (7.01%) 迅速回暖, 品牌展现出较强的疫情后恢复能力。

图 17: 2017-2020H1 必胜客期内新开/关闭及期末餐厅数



资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

图 18: 必胜客升级改造后的门店示意图



资料来源: 餐饮老板内参, 国信证券经济研究所整理

其他品牌: 跨界布局中式餐饮赛道, 咖啡布局加码

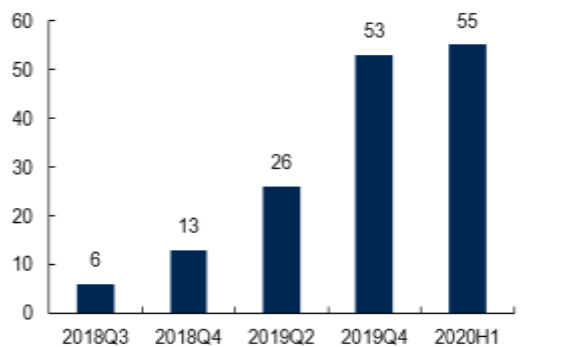
结合上文分析知, 截至 2020H1, 肯德基与必胜客收入占公司总收入比重合计达 91.0%, 餐厅利润合计占比为 100.3% (其余品牌合计亏损), 两家餐厅品牌基本贡献了公司绝大部分收入与净利润。除肯德基与必胜客外, 百胜中国体内虽还拥有塔可贝尔, 小肥羊、东方既白和黄记煌为代表的中餐品牌, 以及咖啡品牌 COFFii & JOY、Lavazza, 目前业务体量均不大, 2020H1 收入占比仅为 2.1% (20H1 与加盟、联合合营公司往来交易收入占 7.4%), 具体品牌介绍如下:

中餐品牌：小肥羊、黄记煌跟踪收购整合效果，东方既白展店放缓。东方既白为时任 CEO 苏敬轼推出的中式快餐品牌，2005 年在上海开出首家门店，据官网数据，2016 年末东方既白门店数为 15 家，且大多集中于上海，2020H1 东方既白门店为 11 家，**品牌近年来发展速度有所下降，预计与品牌定位相对模糊有关**；小肥羊火锅于 2008 年 6 月登陆港交所，2009 年百胜中国以 4.93 亿港元收购其 20% 股份，2011 年 5 月以近 46 亿港元现金私有化小肥羊，如今小肥羊为百胜中国全资控股子公司，原创始人张钢及创始团队均已退出。在百胜收购前，小肥羊全国门店共计 469 家（直营+加盟），而 2020H1 餐厅数为 260 家，**收购后公司对品牌的内部体系的整合改造（物流配送、员工培养等）很大程度上影响品牌的展店**；黄记煌（焖锅）于 2020 年 4 月并入百胜中国，2020H1 门店数为 611 家，品牌强调的产品可复制性、去厨师化、受众广泛三大运营模式，与百胜中国经营理念较为贴合，虽品牌近年来业绩增长略有放缓，公司希望双方能产生协同改善整体经营。如今百胜中国已成立中餐事业部，将小肥羊、东方既白和黄记煌纳入其中，预计未来会对上述三家中餐品牌持续发力整合优化。

咖啡品牌：品牌定位互补，K 咖啡主打便利与性价比，COFFii&JOY 定位精品咖啡。目前百胜中国旗下拥有三大咖啡品牌：K 咖啡、COFFii&JOY 以及 Lavazza，其中 K 咖啡为肯德基餐厅的爆款单品，2019 年合计售出 1.37 亿杯咖啡，同比增长 48%，便利与高性价比是品牌主要优势；COFFii&JOY 则采用精品咖啡馆模式，较之 K 咖啡，更强调咖啡品质、冲调工艺以及咖啡空间的体验。从展店节奏来看，截至最新 COFFii&JOY 门店数达到 55 家，其中 2019 年累计新开 40 家，保持相当强劲的开店节奏；此外，**2020 年 4 月公司与意大利咖啡巨头 Lavazza 成立合资子公司**，该品牌瞄准偏高端的咖啡客群（人均消费约 50 元），与上述两个品牌定位客群形成互补。总体来看，近年来百胜中国对咖啡业务逐渐加码，拟打造出定位高中低不同消费客群的咖啡品牌矩阵。

除上述品牌外，塔可贝尔为主打墨西哥风味的西式快餐品牌，提供包括塔可、布里特卷、芝士烤饼、沙拉等食品，2016 年 12 月在中国开出首家餐厅，截至 2020H1，中国共有 9 家塔可贝尔餐厅。受中国消费口味偏好影响，与同为快餐品牌的肯德基、必胜客相比，塔可贝尔门店扩张速度整体较为平稳。

图 19: COFFii&JOY 门店数据



资料来源：公司公告，公开电话纪要，国信证券经济研究所整理

图 20: 三大咖啡品牌定位“低中高”不同客群



资料来源：百度图片，国信证券经济研究所整理

单店拆解：肯德基模型盈利性优于必胜客，现金回收期短

两大主力品牌盈利稳健，肯德基利润率优于必胜客。根据我们对公司的持续跟踪，剔除 2020Q1 以来国内新冠疫情的影响，肯德基分部餐厅经营盈利性稳定，餐厅利润率中枢约 18% 左右，而必胜客近年来 2016-2019 年餐厅利润率分别为 13.4%/13.9%/10.3%/11.1%，19 年以来利润率呈现下滑趋势，一方面是由于必

胜客餐厅所处细分赛道竞争日趋激烈，另一方面近年来品牌正处于转型过程中，促销力度较大且菜品迭代较快，两大因素共同制约了餐厅利润率表现。

图 21: 肯德基/必胜客单季度餐厅利润率



资料来源: 百胜中国投资者关系官网, 国信证券经济研究所整理
注: 2017 年以前餐厅利润率口径略有不同, 故不作对比

图 22: 1-6 线城市肯德基/必胜客餐厅现金回收期

	1-2线城市	3-6线城市
肯德基	≈2-3年	≈2年
必胜客	~4-5年	~3-4年

资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理
注: 现金回收期: 税前现金回收, 且不考虑管理费用

肯德基、必胜客现金回收期优于业内平均水平。肯德基餐厅在 1-2 线城市现金回收期为 2-3 年, 3-6 线城市约 2 年, 品牌运营适应能力较强; 必胜客在 1-2 线城市现金回收期为 4-5 年, 3-6 线城市现金回收期为 3-4 年。从投资回收期横向对比看, 肯德基展现出更为优质的投资属性。为进一步透视公司经营表现, 基于公开第三方平台数据及合理假设, 我们对 2 线城市肯德基与必胜客直营店的单店模型测算如下:

肯德基: 单店初期投入为 200-300 万元, 根据测算, 前三年税前现金 (不考虑管理费用) 分别为 104/169/184 万元, 2 年左右即可收回初期投资现金; 截至运营 3 年这个时间点, 餐厅净利率约 12-13% 左右, 未来随着门店持续爬坡, 不排除餐厅利润率提升的可能性。

表 8: 2 线城市肯德基餐厅单店模型 (直营店)

	第一年	第二年	第三年	
一、门店收入	465.38	580.35	613.20	假设门店营业柜台数为 3 台
日均营业额 (万元)	1.28	1.59	1.68	
客流合计 (人)	510	530	560	
高峰时间段 (11:00-13:00/18:00-20:00)				假设运营前三年高峰营业时间段为 4h
人均出餐时间 (分钟)	2	2	2	
其他时间段接待客流	150	170	200	门店经营爬坡, 非高峰时间客流逐渐增多
客单价 (元/人)	25	30	30	客单价系不同营业时段估算平均所得
二、门店成本	381.83	430.92	449.02	
1、薪酬及员工福利	110.00	120.00	130.00	6 名前台服务人员、6 后厨工作人员、2 名保洁员 (轮班制); 3 名门店统筹管理人员
2、食材及原材料	144.27	179.91	187.03	假设原材料成本占比约为 30-31% 左右
3、租金及各项	93.6	93.6	93.6	假设餐厅面积 300 m ² ; 商场租金一般 10-20 元/天/m ² , 但考虑到长期租以及品牌的引流效应, 取 8 元/天/m ² ; 水电费 5000 元/月
4、折旧	20	20	20	折旧期按 10 年计算
5、特许经营费	13.96	17.41	18.40	特许经营费率按 3% 计算
毛利率	17.95%	25.75%	26.77%	
三、管理、销售费用	46.54	58.04	61.32	
四、经营利润	37.01	91.40	102.86	
所得税	9.25	22.85	25.71	餐厅所得税率 25%
五、净利润	27.76	68.55	77.14	
净利率	5.96%	11.81%	12.58%	
剔除管理费用, 回收现金	103.55	169.43	184.18	

资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

必胜客: 单店初期投入同样为 200-300 万, 前五年税前现金(不考虑管理费用) 分别为-90/-6/37/93/151 万元, 预计 5 年左右方可收回初期投资现金, 成熟期 餐厅净利率约 10%左右。

表 9: 2 线城市必胜客餐厅单店模型 (直营店)

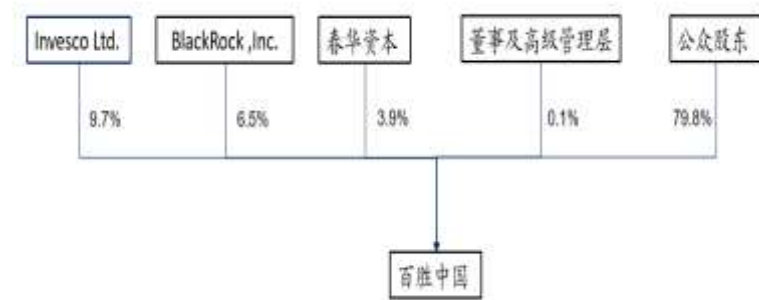
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	
一、门店收入	390.26	547.79	756.86	936.84	1051.20	
日均营业额 (万元)	1.07	1.50	2.07	2.57	2.88	
客流合计 (人)	162	214	288	352	384	
高峰期翻台率	1	1.2	1.5	1.8	2	11.30-13.30/18.30-20.30
其他时间段接待客流	50	80	120	150	160	
客单价 (元/人)	66	70	72	73	75	
二、门店成本	500.50	573.93	739.97	863.99	920.07	
1、薪酬及员工福利	180.00	200.00	248.00	272.00	272.00	6 前台、6 后厨、4 保洁
2、食材及原材料	136.59	175.29	227.06	271.68	294.34	原材料成本占比约为 30-31%左右
3、租金及各项	152.2	162.2	222.2	272.2	302.2	假设餐厅面积 400 m ² ; 商场租金一般 10-20 元/天/m ² , 但考虑到长期租以及品牌的引流效应, 取 7 元/天/m ² ;
4、折旧	20	20	20	20	20	折旧期 10 年
5、特许经营费	11.71	16.43	22.71	28.11	31.54	特许经营费率按 3% 计算
毛利率	-28.25%	-4.77%	2.23%	7.78%	12.47%	
三、各项费用	11.71	16.43	22.71	26.23	31.54	
四、经营利润	(121.95)	(42.57)	(5.81)	46.62	99.59	
所得税				11.65	24.90	
五、净利润	(121.95)	(42.57)	(4.36)	34.96	74.69	
净利率	-31.25%	-7.77%	-0.58%	3.73%	7.11%	

资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

管理层分析: 高管团队深耕业界多年, 激励绑定机制完善

股权结构整体分散, 春华资本及蚂蚁金服经营话语权较重。按照百胜中国在香港二次上市新发股份(4191.07 万股)测算, 前三大股东分别为 Invesco Ltd(景顺控股)、BlackRock, Inc(贝莱德)以及春华资本, 对应持股比例分别为 9.7%、6.5%以及 5.7%。其中景顺控股与贝莱德系财务投资人, 对公司没有实际控制权; 而春华资本与蚂蚁金服则拥有较强话语权, 蚂蚁金服可提名 1 名无表决权的董事会观察员(韩歆毅), 而春华资本创始人胡祖六现任百胜中国董事长, 同时拥有 2 名董事的提名权(胡祖六、汪洋), 且跟据百胜中国与二者签署的入股投资协议, 且春华资本、蚂蚁金服分别拥有 1502 万、183 万股认股权证, 认购后持股比例将进一步上升, 未来依托春华资本的资金优势、中国市场的洞察力以及蚂蚁金服便捷的移动支付, 百胜中国希望进一步深挖中国消费市场潜力。

图 23: 公司紧随全球发售后股权结构



资料来源:聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理
注: 超额配股权未行使, 且认股权证未行使。

表 10: 春华资本及蚂蚁金服所持有的认股权证

机构名称	认股批次	发行日期	认股价格	认购股份	到期日期
春华资本(子公司 Pollos Upside)	第一批认股权证	2017年1月9日	38.19	7,511,967	2021年10月31日
蚂蚁金服		2017年1月9日	30.55	916,093	2021年10月31日
春华资本(子公司 Pollos Upside)	第二批认股权证	2017年1月9日	38.19	7,511,967	2021年10月31日
蚂蚁金服		2017年1月9日	38.19	916,093	2021年10月31日

资料来源:聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

核心高管团队深耕业界多年, 利益激励机制完善。公司首席执行官屈翠容具有丰富的掌舵经验, 历任肯德基中国总裁、肯德基首席执行官、公司总裁及首席运营官, 2018年3月出任公司CEO, 在“福喜事件”后的肯德基营业回暖起到至关重要的作用; 肯德基总经理黄进栓、必胜客总经理蒯俊二者均在各自品牌子公司任职多年, 业务以及管理经验非常丰富。此外, 公司还通过设置股票期权、限制性股票以及现金激励等方式, 进一步调动员工积极性。

表 11: 百胜中国高级管理团队概览

姓名	年龄	职位	持股数	履历
屈翠容	49	首席执行官	213,224	2004-2014年曾于屈臣氏集团英国公司担任管理及战略相关的职位, 2014年9月加入百胜中国担任肯德基中国总裁, 2015年8月-2017年2月担任肯德基首席执行官, 2017年2月-2018年2月担任总裁兼首席运营官, 2018年3月起担任公司首席执行官
杨家威	47	首席财务官	-	曾任猎豹移动、智融国际的首席财务官, 2019年10月起担任公司首席财务官
陈永坚	51	首席法务官	-	曾任普盈律所、盛德律所合伙人, 2019年6月起担任首席法务官
黄进栓	58	肯德基总经理	84,008	2006年加入YUM, 历任信息技术部门副总裁、首席信息官, 黄先生一直是百胜餐饮于中国的数字化策略及信息技术发展规划的主要设计师, 2017年起担任肯德基总经理
蒯俊	40	必胜客总经理	30,892	2012年3月至2013年8月, 担任百胜餐饮中国外送支持中心总监, 负责线上点餐及电商功能方面, 在此之前, 在百胜中国信息技术部门任职9年; 2017年3月至10月任必胜客宅急送总经理, 同年11月起担任必胜客总经理

资料来源:聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

商业模式: 肯德基、必胜客自营为主, 其余品牌加盟模式居多

百胜中国拥有肯德基、必胜客和塔可贝尔在中国大陆的独家经营和授权经营权。公司自YUM分拆时与其订立为期50年的主特许经营协议, 百胜中国获授肯德基、必胜客以及塔可贝尔品牌在中国大陆的独家特许经营权, 与此同时, 公司需向YUM支付来自直营以及加盟餐厅的餐厅销售额的3%作为特许经营费, 且协议规定, 此主特许经营协议可自动续期(公司良好存续前提下), 每次可额外连续续期50年。

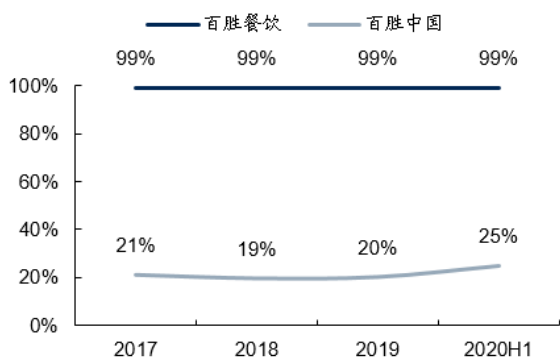
结合聆讯后资料集披露信息, 公司旗下餐厅业务模式可分为**自营餐厅、联营合管公司以及加盟店**三种形式:

1、自营餐厅：公司拥有并控制的餐厅，扣除相关销售税后的净额计入公司餐厅收入。此外，根据与 YUM 签订的主特许经营协议，公司自营餐厅需向 YUM 支付销售额的 3% 作为特许经营费，此部分支出将计入物业租金及其他经营开支。

2、联营/合营公司：该类餐厅由中国合资公司控股（百胜中国持有部分权益），即对此类餐厅拥有重大影响，主要采用权益法入账，即对应公司的盈利或者亏损按持股比例计入公司合并利润表其他收益净额（部分联营合营公司可并入合并报表，如苏州肯德基）。此外，公司与联营公司之间的食品及包装物销售、广告服务以及其他服务计入往来交易收入。目前，仅肯德基餐厅采用联营/合营模式经营，旨在帮助新开门店完成最初的业务布局。

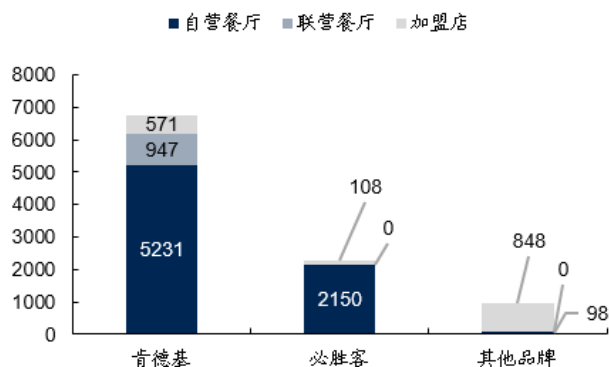
3、加盟店：公司特许经营的餐厅，需向公司支付预付加盟费用（初始费用、续期费用以及持续费用），其中持续费用按照加盟店收入的一定百分比确认。肯德基、必胜客的加盟协议一般为期 10 年，而小肥羊为 5 年或 10 年，黄记煌为 3 年或 10 年。

图 24：公司加盟餐厅占比：百胜餐饮 VS 百胜中国



资料来源：聆讯后资料集，百胜年报，国信证券经济研究所整理
注：百胜餐饮门店包括百胜中国体内餐厅；2020H1 数据若剔除收购黄记煌餐厅，加盟比例为 19.9%，与去年水平相当

图 25：2020H1 百胜中国旗下餐厅按商业模式分类



资料来源：聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理
注：仅肯德基餐厅采用联营模式经营，其他品牌为直营/加盟模式经营

肯德基与必胜客自营居多，小肥羊预估直营/加盟参半，黄记煌加盟为主。截至 2020H1，肯德基、必胜客餐厅数分别为 6749 家、2258 家，其中自营模式餐厅占比分别为 77.5%、95.2%。整体来看，肯德基与必胜客品牌虽均已开放加盟渠道，但整体加盟商准入审核相对谨慎，这一点与百胜餐饮（YUM.N）的极致的轻资产模式有所不同（2020H1 加盟餐厅数占比为 99%）；除去主力品牌肯德基与必胜客，门店数较多的品牌为黄记煌与小肥羊，其中小肥羊并入百胜中国以来，公司严控加盟商质量，截至 2020H1 小肥羊餐厅数为 260 家，我们预计直营/加盟门店参半；黄记煌餐厅则主要以加盟模式为主。

表 12：百胜中国旗下品牌加盟政策概览

	肯德基	必胜客	小肥羊	黄记煌
加盟方式	主要为渠道加盟，传统的“不从零开始”和“开新店”加盟模式，仅招募少量具有多店发展实力的加盟商	“不从零开始”多店打包转加盟模式和“渠道加盟”模式	单店加盟或区域加盟	“开新店”加盟模式
初期投资	初始加盟费 USD53300 元，以及门店初期投资		开店费用约 120 万左右（不含租金，面积约 150 m ² ），此外需缴纳首期费 15 万/店、保证金 10 万（合同结束返还）、开店服务费用 30 万/店	店面投资总额≥180 万，以及首期品牌使用费、经营保证金、开业保证金合计 30 万
持续加盟费	营业额的 6%，系统支持服务费及广告基金等		持续费营业额的 6%，广告额基金每月营业额的 1.2%，上限 2.5 万/店	品牌使用费收费比例为营业额的 6%（下限为 24 万元）
加盟年限	10 年	10 年	5 年或 10 年，期满可续约	3 年或 10 年

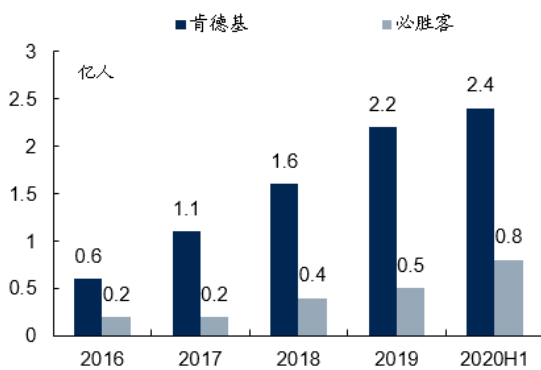
资料来源：聆讯后资料集、百胜中国官网、各品牌官网，国信证券经济研究所整理

护城河：规模马太效应渐显，不倦创新保鲜品牌热度

规模优势：会员基数庞大，供应链网络完善

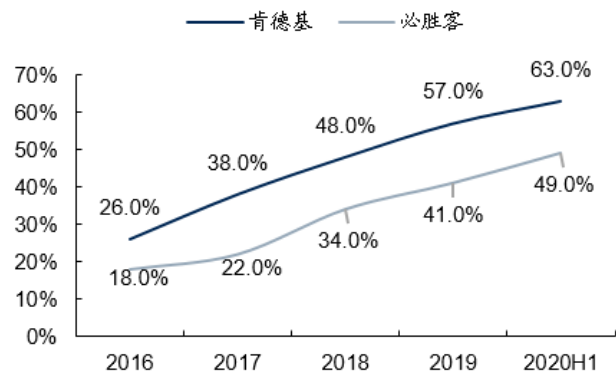
会员群体基数庞大，流量变现潜力巨大。根据聆讯后资料集披露，截至 2020 年 6 月 30 日，主力品牌肯德基与必胜客的会员计划分别有超过 2.4 亿与 7500 万名会员。且两家餐厅会员销售占比呈现逐年提升的趋势，截至 2020 年 6 月 30 日，肯德基会员销售额占整体销售额达到 63%，必胜客销售额 49% 由餐厅会员贡献。依托自身成熟的会员体系以及庞大的客户基数，百胜中国一可借助客户的消费大数据，充分了解会员的消费习惯与偏好，实现商品的精准推送营销，精细化运营模式下最大程度节约营销费用；其次，会员体系以积分、成长值等刺激和引导客户完成对应消费，增加消费的频次，提升客户的留存与活跃度，如 2018 年 5 月起，肯德基与必胜客的 K 金计划合并为 V 金计划，多个品牌的单一会员计划可进行交叉兑换，截至 2020H1，约 15% 会员积分为跨品牌兑换。简而言之，会员流量优势构筑起公司第一维度的规模优势。

图 26：肯德基与必胜客品牌会员数



资料来源：聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理

图 27：肯德基与必胜客会员销售占比不断提高



资料来源：聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理

供应链管控体系完善，支撑全国范围内扩张。聆讯后资料集披露，截至 2020 年 6 月 30 日，公司在国内拥有 25 个物流中心、6 个集散中心以及超过 2100 辆拥有冷链运输存储及运输能力的冷藏车。百胜中国供应链体系主要涉及**供应商管理与物流管理**两方面：**1) 供应商管理**：公司严格执行供应商资格认证流程，对供应商实施存优汰劣的审核模式，保证原材料的质量；**2) 物流管理**：公司定制仓库管理系统可对产品实现端对端的跟踪，同时可及时优化运输物流路线，实时跟踪卡车位置与食品温度，确保产品质量以及安全。截至 2020Q3，百胜中国门店数已累计达到 10150 家，系国内餐厅数目最多的餐饮企业，目前公司逐渐加大对低线城市的渗透，而完善的供应链体系，也是公司能够在全国扩张尤其是低线城市扩张的基础。

创新能力：内部研发+“跟随”策略打造爆款产品，数字化餐厅提升运营效率

2019 年 1 月公司在上海成立百胜中国创新中心，整体创新中心占地面积超过 2500 m²，兼有研究和开发功能，主要目的为推出新创意和新概念，将本土化的新产品迅速推向市场，内部设有测试厨房、感官测试区域、咖啡培训室及一整套实验室，涵盖了品质管理、设备与餐厅技术应用测试、包装创新、新餐厅模式样板间等多个范畴。百胜中国的创新基因主要体现于**菜品研发**和**餐厅运营**两大场景上：

1、菜品方面：内部+“跟随”研发创新策略。百胜中国在菜品创新方面的不懈尝

试，主要根植于集团本土化的战略。首先，对于**餐厅汉堡、炸鸡以及披萨等传统大单品**，结合国内消费口味偏好，公司先后研发推出小龙虾烤鸡堡、藤椒烤鸡披萨、海苔薯片脆皮鸡等单品；另外，针对**螺蛳粉、鸡肉卷、青团、豆浆油条等传统中国美食**，百胜中国采用“跟随”研发的策略，当公司观测到某类菜品有成为大单品潜力时，研发团队会迅速跟进，依托自身供应链优势以及强大的客户流量，更新推出新菜品。如 2019 年爆红的螺蛳粉，柳州预包装(袋装)螺蛳粉 2019 年产值超过 60 亿元，公司便在最新一期新菜品中推出螺蛳粉。

2、餐厅方面：数字化转型提升运营效率。公司近年来不断加强对餐厅的改进升级，尤其是数字化运营能力的提升。公司是业内推行数字化转型的企业之一，通过移动或者线上平台接获订单、接受数字支付、运营会员计划及开展数字化营销计划，持续改善顾客体验并推动销售增长。凭借公司较早的数字化布局，公司面对 2020H1 疫情，外卖与外带的存在一定程度上抵御了停业影响。公司本次香港二次上市，45%(约 77.70 亿港元)募资资金拟用于数字化及供应链、食品创新与价值定位以及优质资产，未来餐厅数字化转型持续推进，将持续提升餐厅的运营效率。

图 28: 公司研发团队在创新中心-测试厨房开发色拉新品



资料来源: 联商网, 国信证券经济研究所整理

图 29: 2017-2020H1 百胜中国研发支出



资料来源: 国信证券经济研究所整理

餐饮行业：龙头比较优势渐显，餐饮需求日趋多元

国内餐饮行业连锁化为大势所趋

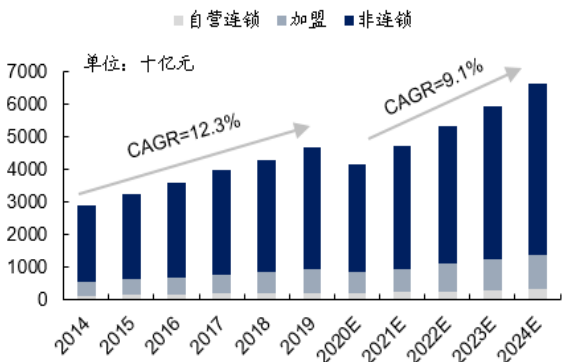
单枪匹马经营策略不再适应当今市场环境，连锁化经营为餐饮行业发展大趋势。从行业规模构成来看，2019 年连锁餐饮(自营连锁+加盟)规模占比仅为 19.6%，单体餐饮企业仍为行业内最主要的经营业态，而连锁化率低的现状与新进壁垒低的行业属性直接相关。但拉长时间维度，未来单枪匹马的经营策略预计越来越难以突围，取而代之，连锁化经营策略将扮演更为重要的角色。连锁化餐饮集团具备品牌认知、管理运营两大维度的竞争优势：**1) 品牌力**：与个体经营培育品牌相比，规模化连锁餐饮品牌的背书效应可极大程度地缩短新开门店的爬坡期，降低经营失败的风险；**2) 运营管理加持**：从门店选址、优质物业获取，到员工培训以及供应链共享，较之个体经营，连锁化餐饮集团均具备比较竞争优势。餐饮行业微观统计数据显示，非连锁化餐厅越来越难以应对行业日趋激烈的竞争环境，美团发布的《中国餐饮报告 2018》显示，餐饮行业近 300 万家餐厅倒闭，闭店率高达 70%，餐厅平均寿命只有 508 天，其中北京地区每新增 1 家店，便有 1.3 家店关闭，其中预计夫妻店、路边小店等业态为关店群体主要构成。

表 13: 自营连锁与加盟餐饮赛道复合增速高于行业整体水平

	14-19 年复合增长率	19-24E 复合增长率
自营连锁	12.3%	9.1%
加盟	10.8%	7.7%
非连锁	9.8%	7.0%
行业整体	10.1%	7.2%

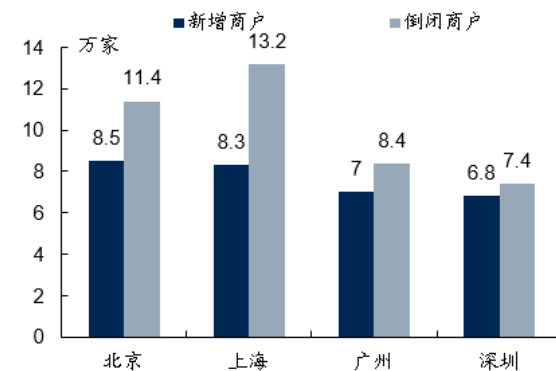
资料来源:弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 30: 2014-2024 年中国餐饮行业规模-按经营模式划分



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

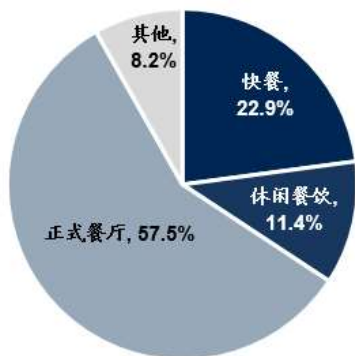
图 31: 2018 年北上广深餐饮商户淘汰率极高



资料来源: 美团点评、餐饮老板内参, 国信证券经济研究所整理

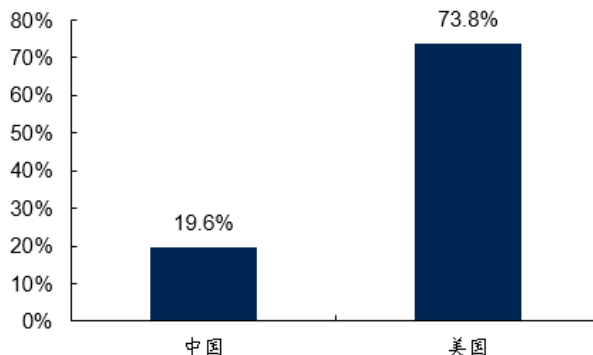
对比美国, 国内餐饮连锁化率居低位, 但提升也非一日之功。百胜中国招股书数据显示, 2019 年中国连锁化餐饮市场规模占比为 19.6%, 远低于美国同期的 73.6%, 简单对标来看, 中国餐饮连锁化率确实存在较大的提升空间, 但中美连锁化程度差异的深层原因, 则主要来自双方的饮食文化差异, 即美式餐饮中汉堡、三明治、披萨等业态居多, 易于标准化为主要特征, 赛道多年发展孕育出麦当劳、百胜餐饮、达美乐等连锁餐饮巨头。而中餐则强调厨师的作用, 制作工艺也更为繁琐, 行业发展初期更是以湘鄂情、全聚德等正餐类餐厅为主, 连锁化程度相对不高。但近年来火锅类、快时尚餐饮细分赛道异军突起, 依托自身易标准化、口味易上瘾等属性, 国内餐饮行业同样孕育出海底捞、呷哺呷哺、九毛九等大型连锁餐企, 短时间内国人饮食习惯虽难以根本性转变, 故直接将中国餐饮连锁化率与美国对标是不切实际的, 但未来在龙头餐企的带动下, 预计国内餐饮行业连锁化率也将持续提升。

图 32: 2019 年中国餐饮业按服务类型细分



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2019 年中国与美国餐饮行业连锁比率

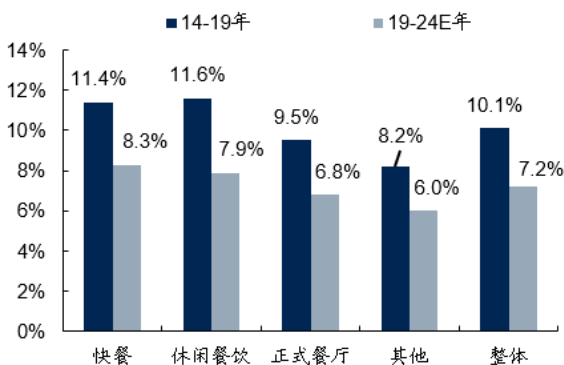


资料来源: 百胜中国招股书, 国信证券经济研究所整理

行业格局：CR5 仅 3.1%，百胜中国规模称雄，业态百花齐放

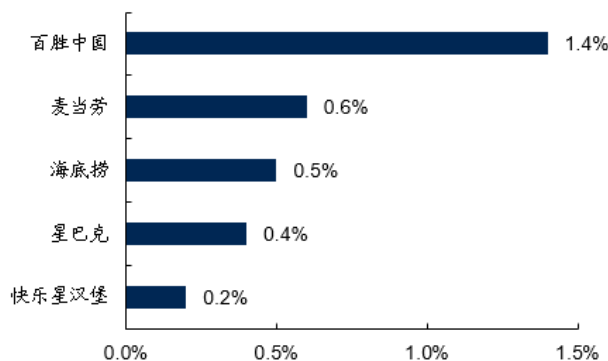
依照服务类型，中国餐饮业一般可分类为快餐、休闲餐饮、正式餐厅及其他，其中快餐只有少量或完全没有堂食服务且用餐环境简单，正式餐厅一般指传统餐厅，提供较为周到的餐桌服务，休闲餐饮则介于二者之间。根据弗若斯特沙利文统计数据，2019 年中国餐饮行业规模合计达 4.67 万亿，从规模构成看，正式餐厅（57.5%）>快餐（22.9%）>休闲餐饮（11.4%）>其他（8.2%），正式餐厅仍为行业最主要构成业态，快餐、休闲餐饮分列其后；但从细分业态增速着眼，2014-2019 年历史复合增长率休闲餐饮（11.6%）>快餐（11.4%）>行业整体（10.1%）>正式餐厅（9.5%），过去 5 年内休闲餐饮、快餐业态领涨行业。此外，据弗若斯特沙利文预测，2019-24 年快餐、休闲餐饮预计复合增速分别为 8.3%、7.9%，高于行业平均的 7.2%，未来快餐、休闲餐饮占比预计会进一步提升。

图 34：中国不同餐饮业态复合增长率



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 35：2019 年中国餐饮市场前五大公司市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

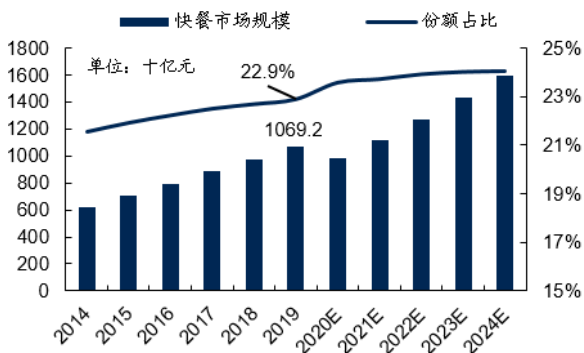
注：市场份额为系统销售额/市场规模所得，其中系统销售额反应全部餐厅（不论归属权）的经营收入

行业整体分散 CR5 仅 3.1%，百胜中国规模称雄。如上右图所示，以系统销售额为衡量基准，2019 年中国餐饮行业市场份额前 5 名分别为百胜中国、麦当劳、海底捞、星巴克以及快乐星汉堡。横向对标来看，2017 年美国餐饮市场 CR5 已达到 10.6%（NRA 数据），在国内餐饮行业连锁化率逐年提升大趋势下，大型连锁餐企仍处于快速成长阶段，我们预计行业整体集中度持续提升，仍是较为明确的方向。

快餐市场：2019 年 CR10 为 11.2%，关注龙头公司下沉步伐

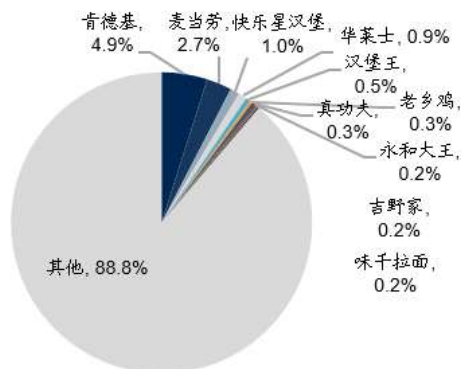
从市场份额来看，西餐业态相对主导。弗若斯特沙利文数据显示，2019 年中国快餐市场份额居前的企业分别为肯德基（4.9%，跨国品牌、汉堡）、麦当劳（2.7%，跨国品牌、汉堡）、快乐星汉堡（1.0%，本土品牌、汉堡）、华莱士（0.9%，本土品牌、汉堡）以及汉堡王（0.5%，跨国品牌、汉堡）等，上述公司主营均以汉堡为主，即西式餐饮目前在中国快餐市场占据主导地位。横向对标来看，2019 年美国快餐市场 CR10（系统销售额口径）市场份额达到 39%，集中度为国内快餐市场同期水平近 4 倍，考虑到国内快餐市场参与者与美国相似，且各家商品偏同质化，社会节奏的不断加快背景下，中国快餐市场有可能会复刻美国市场发展轨迹，且以肯德基、麦当劳为代表的西式快餐企业加大对下沉城市的渗透，预计未来国内快餐市场集中度仍有较大提升空间。

图 36: 2014-2024E 快餐市场规模及占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 37: 2019 年中国快餐市场前十公司市场份额排名



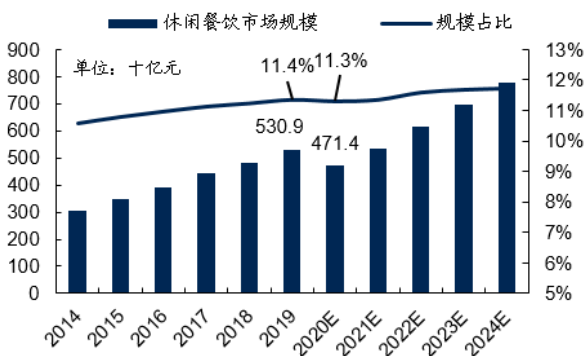
资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

注: 市场份额为系统销售额/市场规模所得, 其中系统销售额反应全部餐厅 (不论归属权) 的经营收入

休闲餐饮: 2019 年 CR10 仅 4.6%, 餐饮业态丰富

休闲餐饮市场业态丰富, 市场整体分散。2019 年休闲餐饮市场前 5 名分别为必胜客 (2.7%, 披萨、意面)、黄记煌 (0.5%, 中式焖锅)、豪亨来 (0.3%, 本地牛排餐厅)、萨莉亚 (0.3%, 意大利菜)、知位观 (0.2%, 本地点心品牌)。与快餐市场由西式汉堡快餐厅主导不同, 休闲餐饮市场餐厅业态更为丰富, 中式与西式主题餐饮品牌并存, 且每类主题餐厅均有一定的受众, 因而目前阶段市场整体集中度较分散, 未来行业集中度提升或更多来自于龙头收购整合机遇。

图 38: 2014-2024E 休闲餐饮市场规模及占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 39: 2019 年中国休闲餐饮市场前十公司市场份额排名



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

注: 市场份额为系统销售额/市场规模所得, 其中系统销售额反应全部餐厅 (不论归属权) 的经营收入

商业模式: 行业龙头运营模式各异, 直营与加盟并存

直营与加盟模式并存。对于某一特定餐饮企业, 商业模式的选取更多是基于公司的发展阶段以及商业策略综合考虑。截至 2020 年 9 月底, 国内餐饮大型餐饮企业百胜中国、麦当劳、海底捞、星巴克直营店占比分别为 78.0%、6.8%、100%、50.9%。具体来看, 火锅龙头海底捞处于业绩与门店快速成长期, 为规范门店经营以及服务水平, 短期内公司仍以直营经营模式为主; 百胜中国目前旗下近 8 成餐厅为直营模式 (不包括联营模式), 从 2020 年肯德基、必胜客展店策略来看, 仍是以直营店拓展为主, 短期内我们预计公司直营/加盟比例会相

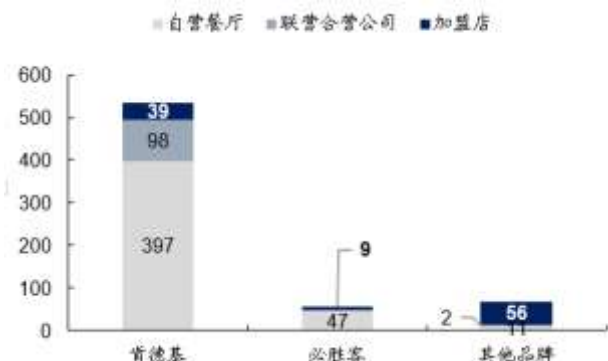
对稳定；麦当劳体内门店加盟比例已高达 93.2%，麦当劳初入中国时坚持直营模式，后因扩张节奏远低于竞品肯德基遂开放加盟通道，17 年麦当劳中国被中信资本收购后，中国区门店全部转为特许经营模式（但对于中信资本来说，体内直营模式占比预计较高）。

图 40: 麦当劳、百胜集团、百胜中国直营加盟占比



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理
注：数据截至均为 2020 年 9 月底；百胜中国旗下联营/合营企业归类为加盟店，但其中部分为控股餐厅

图 41: 百胜中国 20 年 Q1-3 各品牌开店数按直营/加盟分类



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

各品牌加盟模式略有不同，肯德基主张“不从零开始”，麦当劳以房产盈利。加盟模式指特许人将拥有的注册商标、专利及专有技术等经营资源的权利，以特许经营合同的形式授予被特许者使用，后者则支付一定金额的特许费。基于自身品牌溢价能力以及自身商业模式，不同品牌加盟条件存在较大差异。肯德基主打“不从零开始”加盟模式，将经营较为成熟的餐厅转让给加盟商，避免了加盟商开店失败的风险，此模式下肯德基的初始加盟投入（初始加盟费+一次性转让费 800 万元）远高于同业，特许加盟费率约为销售额的 11%（年金+广告费）；麦当劳初始加盟费低于肯德基，且特许加盟费率较低，约为销售额的 7%左右（年金+广告费），但在麦当劳新加盟模式下，加盟商需额外支付浮动计提的房产租金给麦当劳，最终合计抽成比例约为 16%左右，关于麦当劳的房地产模型下文会进一步阐述；汉堡王特许经营费率与肯德基相当，但初始投入较低，预计主要与加盟策略、品牌溢价能力有关。

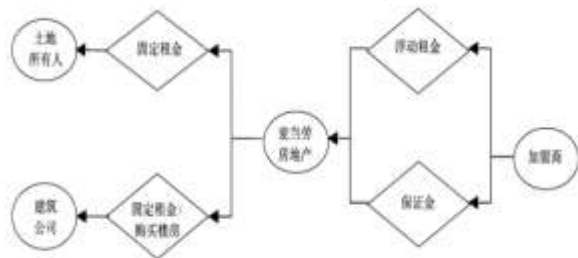
表 14: 三大汉堡餐厅品牌加盟条件

餐厅品牌	加盟条件
肯德基	1、初始加盟费 53300 美元，加盟商接收一家经营较为成熟的餐厅 2、经营权使用费（销售额*6%）、广告费（销售额*5%），且在 10 年内保持不变
麦当劳	1、初始特许费 22500 美元，一半现金支付，一半日后付清 2、年金（销售额*3%）、房产租金（浮动模式，见下文）以及广告费（年销售额*4%），合计抽成约 16%
汉堡王	1、初始加盟费约 10-15 万人民币 2、特许权使用费（销售额*6%）、广告专用资金（销售额*5%），抽成比例约 11%

资料来源：《全球两大快餐帝国的连锁餐饮秘诀-陈炳岐》、公司官网，国信证券经济研究所整理

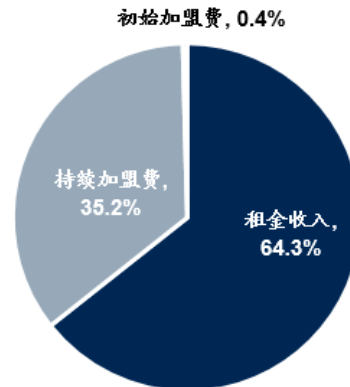
麦当劳房地产盈利模式：低特许经营费率+低销售分成比例+浮动租金。如下图所示，在麦当劳最新加盟模式下，麦当劳与上游（土地所有人/地产商）签署协议，以固定租金或按揭贷款获取门店的使用权，凭借自身品牌的引流能力，麦当劳的租金水平往往不高；在加盟协议下，加盟商从公司手中获得门店特许经营权，除去初始加盟费以及特许经营费外，需额外缴纳浮动租金，其中浮动租金取固定租金（麦当劳租金加价 2-4 成）和销售额比例提升（约 5%）中较高者，在此模式下，2019 财年麦当劳租金收入占特许经营收入比重高达 64.3%，是公司特许经营收入最主要来源。

图 42: 麦当劳房地产盈利模式



资料来源:《商业模式升级与持续发展: 麦当劳案例》, 国信证券经济研究所整理

图 43: 2019 财年麦当劳特许经营收入拆分



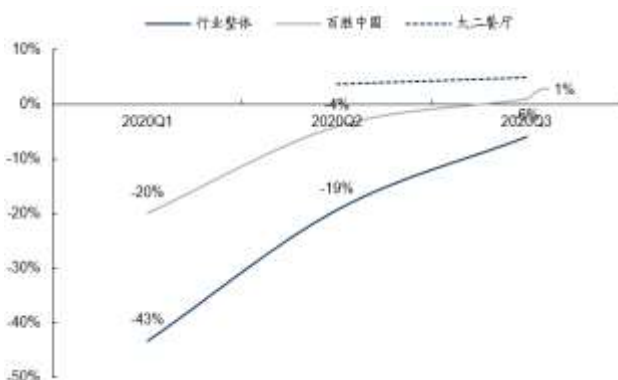
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

疫情恢复: 快时尚、火锅、快餐赛道复苏迅速, 龙头逆势展店

疫情下餐饮行业经营承压。1 月中下旬以来国内疫情爆发, 餐饮行业均关店停摆。根据国家统计局数据, 2-3 月餐饮行业收入均同比下降 40%+, 4 月初以来国内疫情形势逐渐稳定, 复工复产全面推进, 餐饮行业复苏进行中。4 月与 5 月餐饮收入分别恢复至去年同期的 70.3%、83.0%, 9 月已恢复至同期的 99%, 行业整体已逐渐步入上升通道, 但具体看各赛道表现略有差异。

赛道 PK: 火锅、快时尚餐饮、快餐经营复苏较快。2020 年前三季度, 餐饮行业收入分别同比-43%、-19%、-6%, 行业经营回暖带动降幅逐季收窄, 具体看各赛道表现, 快时尚餐饮、火锅及快餐赛道经营复苏节奏明显优于行业。依托自身的重油、酸辣口味的强烈感官刺激, 根据智通财经数据, **快时尚餐饮太二酸菜鱼餐厅**3 月中旬复工以来, 4 月中下旬堂食+外卖收入已恢复至 90-95%, 5-6 月同店营收可达 105-107%左右, Q3 预计基本转正; 同样重油重辣且兼具社交属性的火锅赛道同样恢复亮眼, **海底捞**5 月翻台率已恢复 80%左右; **百胜中国** Q1-Q3 系统销售额分别为-20%、-4%、1%, Q3 单季销售额已转正, 快餐弱化社交、强标准化等属性使快餐可在疫情背景下迅速复工, 美团研究院数据显示, 小吃快餐复工率位居行业次席。

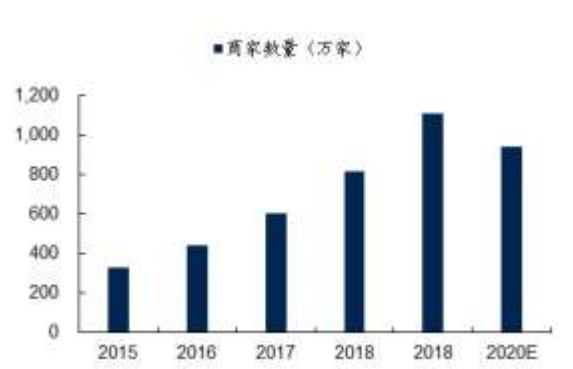
图 44: 龙头企业复工节奏明显高于行业均值水平



资料来源: 国家统计局、公司财报、公开电话会, 国信证券经济研究所整理

注: 百胜中国增速为系统销售; 太二餐厅 2020Q3 数据系估算数据

图 45: 2020 年国内餐饮企业数目明显下降



资料来源: 中国饭店协会、艾媒数据, 国信证券经济研究所整理

疫情促进餐饮业加速洗牌，部分龙头有望逆势扩张，加速展店。疫情下国内餐饮直接承压，参考企查查数据，2020年1-2月，国内餐饮业注销企业达到1.3万家。据2020年5月艾媒咨询报告，受到新冠疫情冲击，2020年餐饮商家预计从1107.5万家降至941.4万家（此前2015-2019年一直呈现上升趋势）。总体来看，疫情下餐饮企业承压明显，现金流压力以及租金、人工等刚性支出导致中小餐饮洗牌明显。

与此同时，龙头依托资金优势等，加之疫情特殊背景下的租金谈判优势+购物中心部分餐饮退出带来闲置物业资源增加，其强势品牌依然保持较快扩张步伐。以海底捞为例，其今年上半年逆势展店173家，净开店167家，开店指引从300家上调至400家，表现尤为突出。与此同时，九毛九旗下虽然九毛九餐厅部分关店，但太二酸菜鱼仍保持今年80家的扩张速度，扩张目标不变。据澎湃新闻报道，呷哺呷哺今年上半年展店31家，关店43家，净开店为负，主要由于其超40%的门店分布受疫情影响较大的北京、湖北地区，但其旗下凑凑品牌上半年表现更优，展店5家，预计20年新增20-30家左右。

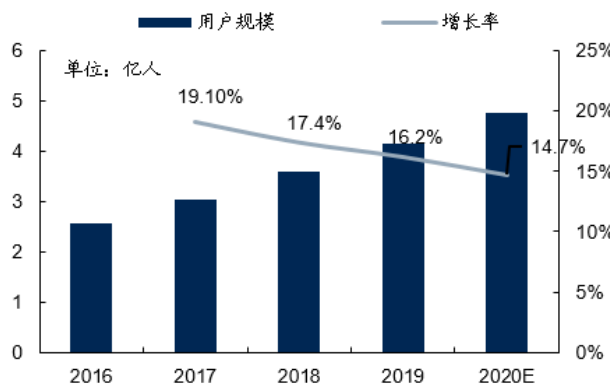
成长分析：大象起舞，进入第二增长期

看点一：多维度优化现存门店经营效率

截至2019年末，百胜中国体内餐厅数合计达9200家，同期餐饮行业竞争对手海底捞、九毛九、呷哺呷哺餐厅数分别为768家、336家、1124家，从餐厅数目来看，百胜中国体量远超餐饮同业。因而，公司体内现存成熟门店的经营效率的维持优化，是百胜中国未来成长的一大动力来源。而对于体内成熟门店经营的优化，公司主要围绕以下三个维度展开：

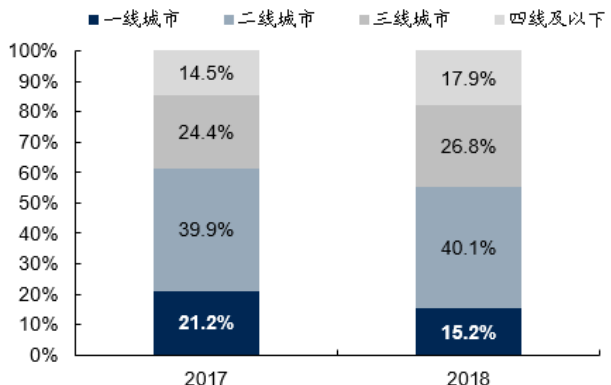
1、疫情催化下消费习惯演变，外卖渗透率提升。近年来，国内餐饮外卖市场保持高速发展态势，弗若斯特沙利文统计数据显示，预计2019年至2024年中国餐饮外卖服务市场交易金额将增加一倍。艾媒咨询数据显示，2016年以来国内餐饮外卖用户规模始终保持15%以上的增速，预计20年外卖用户规模将达到4.77亿人。且艾媒咨询数据显示，2018年以来中国在线外卖用户的城市分部重心向三四线城市移动，将成为外卖市场增长的新驱动力。尤其20H1国内疫情爆发，居民居家隔离，餐饮行业缓冲停业影响纷纷试水外卖布局，疫情催化消费者习惯演变，顾客对外卖接受程度进一步加速。

图 46：2017H1 至今外卖用户规模及使用率



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图 47：中国在线外卖用户的城市分部重心向三四线城市移动

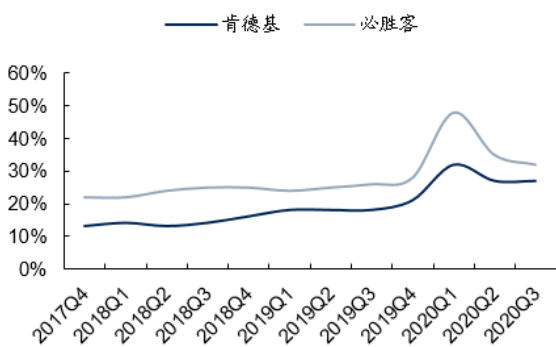


资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

外卖的兴起，将从两个维度对公司经营产生影响，一方面骑手送餐的模式节约了顾客往返餐厅的时间，顾客在公司、酒店中即可享受美食，多元化的就餐场景将提高顾客点餐频次；另一方面，外卖也是对堂食业务的有利补充，提高门店客流高峰期的接待上限，最大化门店经营坪效。

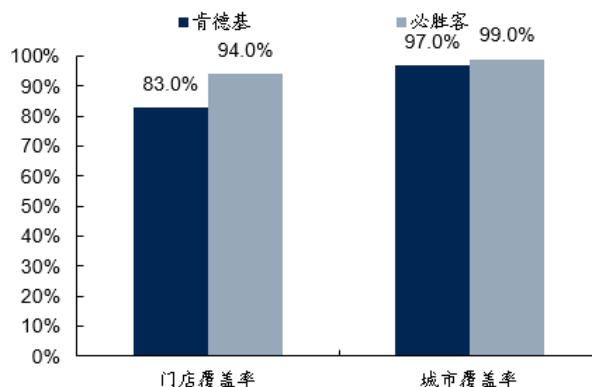
百胜中国预计将直接受益于外卖爆发的红利，主要原因有二：1) 布局最早、最完善：百胜中国目前自有外卖建设、第三方外卖合作平台同步发展。百胜中国旗下的宅急送，拥有垂直独立的物流配送团队，因只服务自身肯德基以及必胜客品牌，因此配送时间以及配送质量上优势较为突出。但随着美团、饿了么的崛起，公司亦通过第三方平台获取订单，且仍采用自有骑手送餐。截至 2019 年，百胜中国为中国外送销售额占比最高的连锁餐厅。截至 2020Q2，公司旗下肯德基、必胜客外卖门店覆盖率分别达到 83.0%、94.0%，外卖城市覆盖率达 97.0%、99.0%，外卖加持下门店服务半径进一步拓宽，将直接受益于外卖行业成长红利。2) 属性契合：公司为传统西式快餐厅，门店产品外卖口感与堂食差异不大，顾客更为看重的是用餐的便利性，而火锅、酸菜鱼等餐厅相比而言堂食效果更佳，且火锅更强调聚餐社交属性。综合来看，2020 半年报显示，海底捞、九毛九外卖收入占比分别为 4.2%、23.1%（太二外卖疫情后不排除会停止），同期肯德基、必胜客占比分别为 27.0%、35.0%。

图 48：肯德基、必胜客外卖收入占总收入比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 49：2020Q2 肯德基/必胜客的外卖覆盖范围



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、丰富不同时间段的用餐选择，提升顾客订餐频次。一般而言，肯德基、必胜客一天的营业高峰为午餐（11:00-14:00）与晚餐（17:00-20:00）两个时间段，其他时间段进店客流相比较少。为解决每天营业低谷期客流稀少问题，肯德基、必胜客积极探索推出差异化的套餐选择，如肯德基的 K-coffee、必胜客的下午茶（30 元免费续杯）优惠，以期提升顾客的订餐频次。根据我们对必胜客餐厅的跟踪数据，推出早餐以及下午茶产品的必胜客餐厅，前述两个时间段收入在餐厅总收入比重分别达到 8-10%、10-15%左右，是餐厅经营收入重要来源。在百胜不倦创新基因加持下，可预见的是新产品的陆续推出，顾客在不同时间段的选择会更加多元化，有助于保持顾客对餐厅品牌的就餐粘性及其订餐频次。

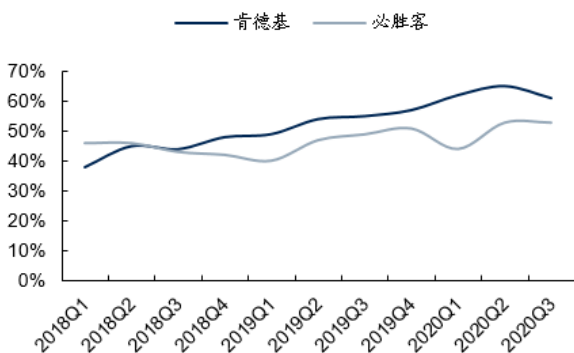
表 15: 肯德基、必胜客在一天不同时间点推出差异化套餐吸引顾客, 增加客户订餐频次

餐厅品牌	时间段	对应商品
肯德基	6:00-9:30	营养粥(皮蛋瘦肉粥、雪菜笋丁鸡肉粥等)、油条、豆浆、太阳蛋、法风烧饼、春卷、帕尼尼等
	11:00-14:00	汉堡、炸鸡、薯条、鸡肉卷、蛋挞、芙蓉鲜蔬汤、可乐、甜点及饮品等
	17:00-23:00	汉堡类、饭类(泡椒鸡块饭、岩烧鸡腿饭)、汤类(翡翠鱼丸汤、芙蓉鲜蔬汤)、玉米沙拉、可乐等饮品等
	其他时间段	K-coffee、奶茶、圣代等饮品小食
必胜客	7:30-10:30	营养粥类(皮蛋瘦肉粥、干贝鲜虾粥等)、华夫饼、鸡蛋、培根、煎饺、烧麦等
	10:30-14:00	披萨类(鸡肉披萨、培根披萨、至尊披萨)、各式焗饭、面类(肉酱面、鲜虾面、培根面)、沙拉(蔬菜、土豆沙拉)、汤类(培根土豆浓汤、意式香浓菜汤)等
	17:00-20:00	披萨、肉酱面、焗饭、烩饭、意面、各式汤类等
	下午茶	小吃拼盘+饮料免费续杯

资料来源:百胜中国官方网站, 国信证券经济研究所整理

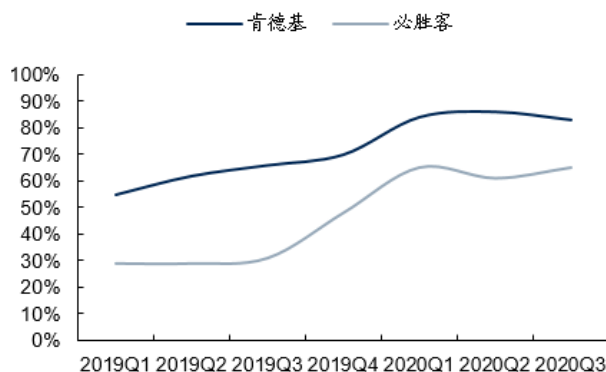
3、深挖会员体系消费潜力, 数字化布局优化成本。截至 2020Q3, 肯德基会员基数为 2.6 亿, 必胜客拥有 8000 万+会员, 会员基数极其庞大。根据公司 20Q3 公告, 肯德基、必胜客会员销售收入占比分别为 61%、53%, 占比环比不断上升。依托自身会员高基数, 公司可推出大神卡、宅神卡、亲子卡等会员权益项目, 20Q3 肯德基累计售出 1700 万张会员权益卡, 且公司将肯德基与必胜客会员积分兑换系统打通, 预计将进一步调动会员的复购积极性, 充分挖掘顾客消费潜力。成本端, 肯德基、必胜客亦在门店积极推行电子点餐系统, 一方面可提升顾客点餐效率, 缓解高峰期点餐难问题, 二可节约人力成本, 优化门店的员工成本结构, 提升餐厅利润率。

图 50: 肯德基、必胜客会员销售额占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 51: 肯德基、必胜客电子点餐比例

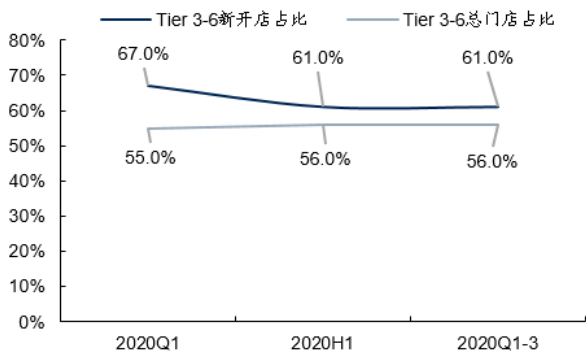


资料来源: 国信证券经济研究所整理
注: 必胜客 2019Q4 数据系估算数据

看点二: 低线渗透+加盟战略组合拳展店, 远期目标 20000 家店

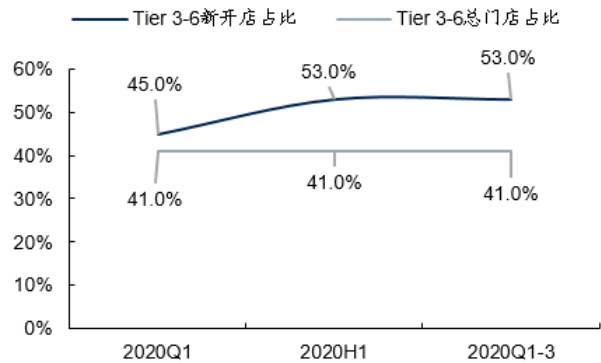
1、低线渗透: 低线城市整体渗透率仍较低, 尚有 800+个无肯德基、必胜客覆盖的城市。弗若斯特沙利文数据显示, 2019 年, 在中国每百万人口对应的连锁餐厅数为 332 家, 而美国同期为 891 家, 随着国内居民整体收入水平提高, 预计各线城市、尤其低线城市连锁餐厅数目仍有一定提升空间。从百胜中国历史展店分布来看, 公司亦极大对低线城市的渗透, 截至 2020 年 Q3, 肯德基、必胜客 3-6 线城市门店占比分别为 56%、41%, 而前三季度累计新增开店中, 3-6 线城市门店占比分别为 61%、53%, 未来公司加大对低线城市的覆盖趋势基本不变。

图 52: 肯德基 3-6 线城市新开店及总门店占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 53: 必胜客 3-6 线城市新开店及总门店占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2、目前餐厅直营为主, 未来轻资产模式或为新思路。20 年前三季度, 肯德基、必胜客及其他品牌分别新开店 534、56 及 69 家餐厅, 其中直营餐厅分别为 397、47 及 11 家, 公司在聆讯后资料集中表示, 公司未来会继续丰富加盟店的门店组合, 但从新开店结构上看, 公司短期内预计仍以直营模式经营为主。但复盘国际大型餐厅集团发展轨迹, 截至 2020 年 9 月底数据, 国际快餐龙头麦当劳、百胜集团 (百胜中国原母公司) 体内加盟店比重分别为 93.2%、97.8%。加盟模式经营下, 公司一方面通过加盟协议可以获取稳定的加盟费收入, 平滑直营店的经营波动, 其次加盟模式资金需求较低, 在快餐厅对加盟商有较强管控力模式下, 加盟模式的推广可迅速地占领市场。

加油站等特定场景以及低线城市预计将为加盟餐厅发力区域。根据 20Q3 公开电话会议交流日志, 公司表示未来会逐步推广加盟模式, 19 年公司中石化、中石油签署战略合作协议, 双方合作开设肯德基加盟店, 截至 2020H1 双方已合作开设 7 家加盟店, 目前中石化、中石油在中国累计拥有 5 万+家加油站, 潜在展店空间充足, 此外, 在国内低线城市市场中, 百胜中国同样考虑适当开放加盟渠道, 以加盟餐厅形式打入下沉市场。

图 54: 肯德基汽车穿梭餐厅模型



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

17 年以来, 百胜中国实际开店均超出年初计划, 且规模逐年提速, 疫情下开店速度依旧强韧。如下图所示, 2017-2019 年百胜中国新开餐厅数分别为 691 家、819 家、1006 家, 均大幅超出年初计划开店数。且从实际展店数据来看, 百胜

中国呈现逐年提速趋势，中国庞大的餐饮消费群体为公司门店扩张提供了强劲的支持。2020年国内疫情爆发，在标准规范运营能力以及品牌效应支撑下，公司在Q2餐饮行业普遍停业期间逆势展店169家（Q1-3分别新开179、169、312家），前三季度合计开店642家，预计可顺利完成全年的展店目标。且公司在港成功二次上市，所募资金的45%（约77.70亿港元）将用于扩大和深化餐厅网络，公司未来餐厅扩张依旧有较为强劲的资金支撑。

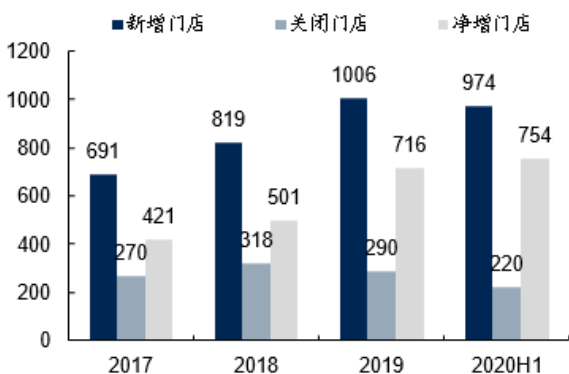
图 55：2017 至今百胜中国计划展店以及实际展店数



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

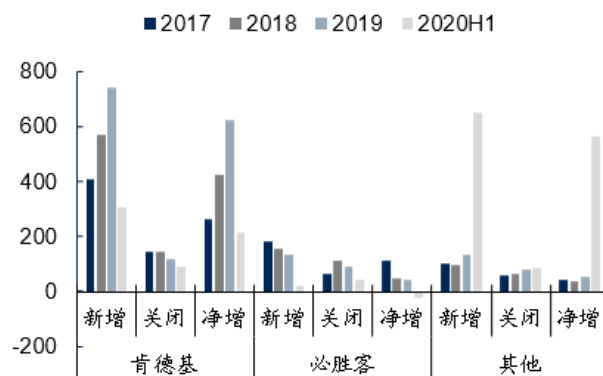
百胜中国远期目标为 20000 家门店。在 2016 年百胜中国分拆上市之际，公司前首席执行官潘伟奇曾对《第一财经日报》表示，未来 10-20 年，公司门店数将扩张至现在的三倍，即在百胜中国的规划中，在 2036 年公司门店将突破 2 万家。复盘分拆上市至今门店扩张数据，2017-2020 年净增餐厅数分别为 421、501、716 以及 900 家（2020 年为公司指引，包含新收购的黄记煌），年均净增餐厅数为 635 家，若保持历史平均扩张速度，公司将于 2036 年达到 2 万家餐厅的目标。分结构来看，2017-2019 年肯德基分别净增 264、422、624 家，必胜客对应净增 114、45、41 家，其他品牌对应新增 43、34、51 家。结合各餐厅展店节奏，预计未来肯德基餐厅仍将为百胜中国扩张的主动力；必胜客公司则致力于优化门店模型，未来若进展良好，预计也将贡献较大增量；此外，公司体内中餐、咖啡品牌以及潜在外延收购可能，也是公司门店潜在的增长点。

图 56：2017-2020H1 百胜中国新增/净增门店数



资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

图 57：2017-2020H1 百胜中国各品牌新增/净增门店数



资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

肯德基：未来 8-10 年内，保守估计肯德基仍有 40%+的展店空间

结合前文分析可知，肯德基目前仍为百胜中国成长的中坚力量，肯德基餐厅的展店空间，很大程度上决定着百胜中国的成长空间，依托现有较为成熟城市的门店密度数据，因我们对肯德基未来展店空间的进行了较为细致的测算，具体测算过程如下：

图 58：截止 11 月 17 日，肯德基现有城市分布示意图



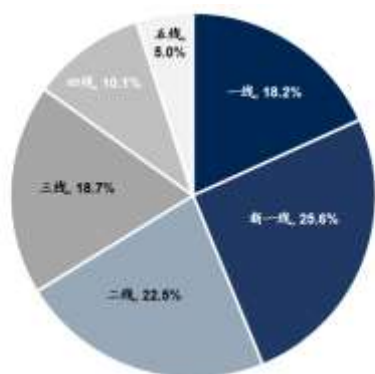
资料来源:高德地图, 国信证券经济研究所整理

根据第一财经城市分类标准，我们将现有城市分为一线城市（北上广深）、新一线（成都、杭州、重庆等）、二线（无锡、佛山、合肥等）、三线（汕头、湖州盐城等）、四线（韶关、常德、德州等）以及五线城市（张家界、呼伦贝尔等），同时对肯德基官网餐厅数据进行爬虫统计，结论如下：

1、门店分布：截至 2020 年 11 月 17 日，肯德基门店累计数为 7531 家，其中一线、新一线、二线、三线、四线以及五线城市餐厅占比分别为 18.2%（1371 家）、25.6%（1925 家）、22.5%（1692 家）、18.7%（1405 家）、10.1%（761 家）以及 5.0%（377 家），**1-2 线城市餐厅占比达 66.2%，为品牌重点布局区域，未来低线城市的扩张系肯德基展店核心。**

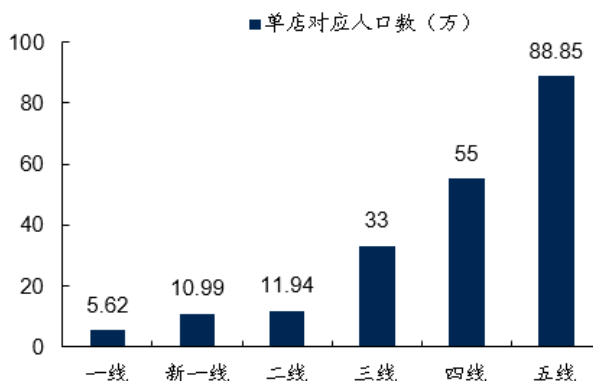
2、门店密度：以单餐厅对应人口数（城市常住人口/餐厅数）为衡量标准，一线、新一线、二线、三线、四线及五线城市对应的门店密度分别为 5.6、11.0、11.9、33.0、55.0、88.9 万人，考虑城市消费力水平，**未来新一线、二线城市有望向一线城市门店密度看齐，而三至五线城市餐厅新增布局以及存量加密均有较大潜力。**

图 59：肯德基现有餐厅在 1-5 线城市占比



资料来源：肯德基官网统计，国信证券经济研究所整理

图 60：1-5 线城市肯德基单餐厅对应人口数



资料来源：肯德基官网统计，wind，国信证券经济研究所整理

通过对肯德基现存门店布局的分析,我们认为肯德基未来成长主要依托**新一线、二线城市的存量加密(门店密度提升)**以及**低线城市(3-5线)新增布局**两大驱动力:

1、新一线、二线城市的门店加密:目前新一线、二线城市门店密度分别为 11.0、11.9 万人,肯德基人均消费介于 30-40 元/人,考虑到城市消费力水平,未来新一线、二线城市门店密度有望对标一线城市(北上广深)水平,我们假设新一线、二线撑死的门店密度有望加密至 7.5 万人/单餐厅,即新一线、二线城市新增门店空间分别为 898、993 家,占**总展店空间(4720 家)的 40.0%**。

2、低线城市新增覆盖与加密:截至目前 3-5 线城市门店密度分别为 33.0、55.0 及 88.9 万人/单餐厅,未来依托餐厅持续下沉战略以及存量城市门店的不断加密,未来门店密度有望持续提升,我们假设各线城市门店密度分别提升至 18.0、25.0、35.0 万人/单餐厅,对应新开餐厅空间分别为 1171、913 及 581 家,占**总展店空间的 56.5%**。

传统的肯德基餐厅模型(直营为主)下,依托存量市场加密以及低线城市持续渗透,根据模型测算结果,我们预计肯德基餐厅展店空间约 4700 家,即中线肯德基餐厅数预计将达到 12000 家+,即在现有餐厅数基础上仍有 40%的成长空间。需注意的是,为适应低线城市消费力,低线城市门店模型较在 SKU、设施等方面有所简化,单店模型可能与现有单店略有差异。

此外,在部分低线城市以及加油站、高速路收费点等特殊场所,公司正积极推行的加盟餐厅,目前中石油、中石化在中国合计拥有超过 5 万个加油站,而截至 2020H1 百胜中国与中石油、中石化仅合作开设 7 家加盟店,未来此类特定渠道加盟的放开,也将贡献餐厅门店边际增量。

表 16: 肯德基未来展店空间测算

	代表城市	现存餐厅数	餐厅占比	现在门店密度	目标门店密度	门店空间	新开空间
一线城市	北京、上海、广州、深圳	1371	18.2%	5.6	5.0	1536	165
新一线城市	成都、杭州、重庆、武汉等	1925	25.6%	11.0	7.5	2823	898
二线城市	无锡、佛山、合肥、大连等	1692	22.5%	11.9	7.5	2685	993
三线城市	汕头、湖州、盐城、潍坊等	1405	18.7%	33.0	18.0	2576	1171
四线城市	韶关、常德、六安、汕尾等	761	10.1%	55.0	25.0	1674	913
五线城市	防城港、玉溪、呼伦贝尔等	377	5.0%	88.9	35.0	958	581
合计		7531					4720

资料来源:肯德基官网爬虫统计, wind, 国信证券经济研究所整理

必胜客及其他品牌: 必胜客若改善良好门店有望放量, 其他品牌需持续跟踪

必胜客: 边际经营数据回暖, 门店扩张速度或回归正常, 但仍需跟踪餐厅改造优化进展。从历史展店速度来看, 2017-2020H1 必胜客分别新增 180、157、132 及 19 家, 但受门店改造升级影响(2017-2020H1 分别关店 66、112、91 及 42 家), 期间内分别仅净增 114、45、41、-23 家, 模型调整阶段的必胜客整体扩张速度大幅放缓。但必胜客复兴计划要求在 2021 年完成所有必胜客餐厅的改造升级, 随着必胜客门店改造需求的减少, 必胜客餐厅净增长速度有望回归正常。且 2019Q1 起必胜客结束连续四个季度的下滑, Q1-4 同店销售额分别增 1%/1%/1%/0%, 且盈利能力持续改善, 在新冠疫情影响下, 餐厅 Q3 必胜

客经营利润率达 11.94%，较 2020H1 (-1.74%)、2019Q3 (7.01%) 迅速回暖，展现出较强的恢复能力。

必胜客展店空间测算，须结合必胜客门店优化进度来测算更新。短期看，必胜客整体经营优化仍具有一定不确定，故对必胜客未来展店空间的测算，须分为保守、中性、乐观预测三种情形来分析。**在保守估计下**（每年新增 100 家，年关店率 3%），10 年后必胜客总门店数将达到 2542 家，较基期餐厅数（2019 年）增长 11.4%；**中性估计下**（每年新增 120 家，关店率为 2.5%），10 年后门店总数达到 2804 家，较基期门店（2019 年）增长 22.9%；**乐观预测下**（年新增 180 家，关店率为 2%），未来门店总数达 3408 家，较 19 年增长 49.4%。上述三种情形的预测整体偏谨慎中性，未来若必胜客品牌优化良好，开店空间不排除进一步上调的可能性。

表 17：必胜客未来展店空间保守/中性/乐观测算

假设情形	年份	每年新增	当年关店	每年净增	年末门店	较 2019 年增幅
保守估计(关店率 3%)	2020	80	68	12	2293	
	2021	100	69	31	2324	
	2022	100	70	30	2354	
	2023	100	71	29	2383	
	2024	100	72	28	2412	
	2025	100	72	28	2440	
	2026	100	73	27	2466	
	2027	100	74	26	2492	
	2028	100	75	25	2518	
	2029	100	76	24	2542	11.4%
中性预测(关店率 2.5%)	2020	80	68	12	2293	
	2021	120	57	63	2356	
	2022	120	59	61	2417	
	2023	120	60	60	2476	
	2024	120	62	58	2534	
	2025	120	63	57	2591	
	2026	120	65	55	2646	
	2027	120	66	54	2700	
	2028	120	68	52	2753	
	2029	120	69	51	2804	22.9%
乐观预测(关店率 2%)	2020	80	68	12	2293	
	2021	180	46	134	2427	
	2022	180	49	131	2559	
	2023	180	51	129	2687	
	2024	180	54	126	2814	
	2025	180	56	124	2937	
	2026	180	59	121	3059	
	2027	180	61	119	3177	
	2028	180	64	116	3294	
	2029	180	66	114	3408	49.4%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

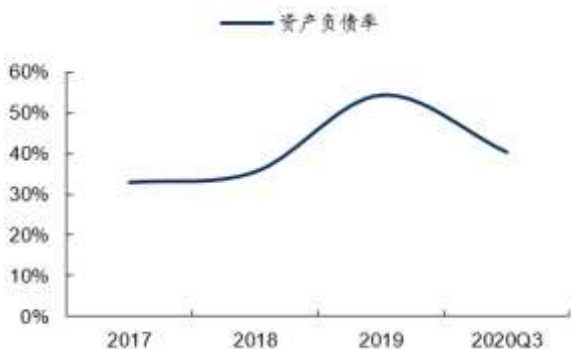
中餐、咖啡以及潜在收购品牌：中餐品牌小肥羊、东方既白整体仍处于持续优化阶段，新收购焖锅品牌黄记煌主推加盟模式，后续的展店空间值得期待；百胜中国同样看好咖啡市场的发展，推出定位高中低端三类目标群体的咖啡品牌，未来展店同样值得期待；此外，公司未来仍会推进优质的外延收购项目。**综合而言，中餐、咖啡品牌均为公司未来展店空间值得期待，但整体经营效果需要持续跟踪。**

看点三：关注潜在的外延收购机会以及孵化品牌进展

外延收购：以品牌或品牌赋能方为主要目标。品牌收购方面，公司积极收购易标准化的中式餐饮品牌，与现有快餐品牌形成互补。从过往两次收购看，是否可标准化运营系公司收购标的重要参考标准。公司于2009-2011年间分两次现金私有化火锅品牌小肥羊，2020年4月收购焖锅品牌黄记煌，火锅与焖锅均拥有标准化特点，如焖锅制作方式为把所有菜品直接放入锅中，倒入特制酱汁，直接在饭桌上开锅焖熟，其精髓在于酱汁，对厨师依赖度较低。**品牌赋能方**，公司于2017年5月收购“到家美食会”控股股权，后者为城市家庭用户提供知名餐厅的外卖服务，已与上千家知名餐企建立合作关系，本次收购到家进一步完善现有外卖配送体系，提升公司整体配送效率。**公司此次二次上市募集资金的45%将用于收购潜在的优质标的，目前公司账面资金充足，未来不排除收购整合的可能性。**

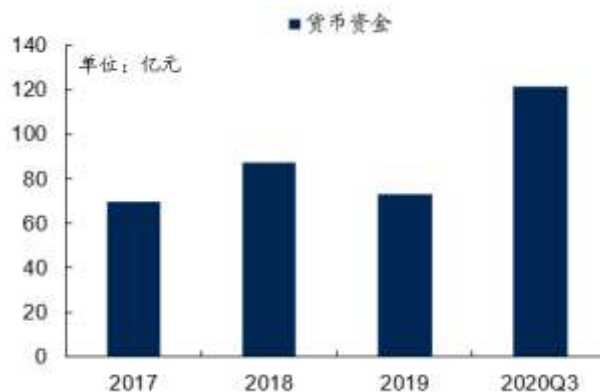
公司已成立中餐事业部，关注现有品牌整合效果。聆讯后资料集显示，2020H1小肥羊餐厅数为260家，较上市之初的469家（含直营+加盟）明显缩减，收购后百胜中国对小肥羊内部体系的整合改造（物流配送、员工培养等）一定程度上影响了展店步伐；黄记煌（主打焖锅）于2020年4月并入百胜中国，品牌强调的“可复制性、去厨师化”理念与百胜中国经营理念较为贴合，收购整合后，黄记煌上游供应链布局预计可与公司产生一定协同。**目前，百胜中国已成立中餐事业部，未来在集团更多资金与资源侧重下，各中餐品牌整合效果值得期待。**

图 61：2017-2020Q3 百胜中国资产负债率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 62：2017-2020Q3 百胜中国账面货币资金



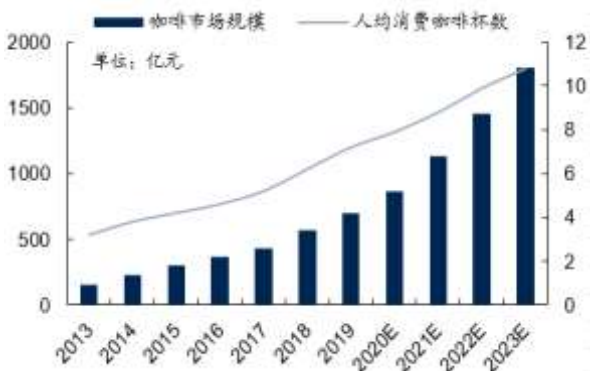
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

内部孵化：咖啡品牌定位互补，品牌矩阵多元。目前百胜旗下咖啡品牌有K咖啡、COFFii&JOY以及Lavazza三类，其中K咖啡主打性价比，COFFii&JOY定位精品，强调咖啡品质、冲调工艺以及咖啡空间的体验，2020年4月公司与意大利咖啡巨头合资开出的Lavazza品牌，则是瞄准偏高端的咖啡客群（人均消费约50元），三大品牌定位客群形成互补态势，低中高端咖啡市场均有品牌布局。

把握行业红利发展期，关注品牌展店进展。根据弗若斯特沙利文数据，中国咖啡市场未来4年CAGR（2019-2023年）可达到26.7%，一来中国咖啡市场处于快速成长阶段，人均收入水平的提高咖啡消费的提升，公司积极布局咖啡业务有利于分享行业成长的红利；二来，疫情影响下行业基本处于停业状态，中小咖啡厅经营尤其承压，而公司新孵化的咖啡品牌，依托集团的资金支持，可顺利度过停业艰难的阶段。此外，结合前文分析，肯德基、必胜客餐厅会员体系基数庞大，若未来会员体系可以打通，公司自有品牌之间的引流效果同样值

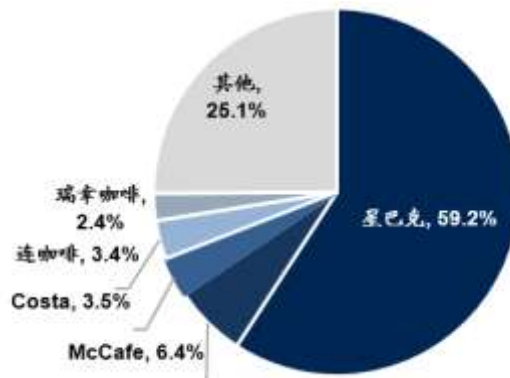
得期待。从竞争格局看，国内咖啡市场仍为星巴克一家独大局面，但百胜中国从低中高三个维度切入咖啡市场，后续可持续跟踪各品牌开店进展。

图 63: 2013-2023 年中国咖啡市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 64: 2018 年中国咖啡行业各品牌市场份额统计



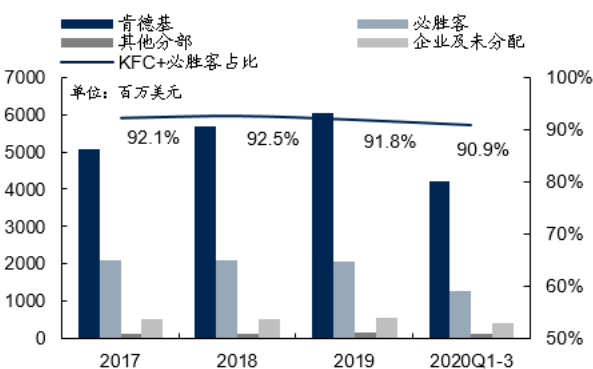
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

财务拆解: 肯德基/必胜客双擎驱动, 盈利性稳健

公司整体: 肯德基/必胜客双擎驱动收入增长, 租金成本逐年优化

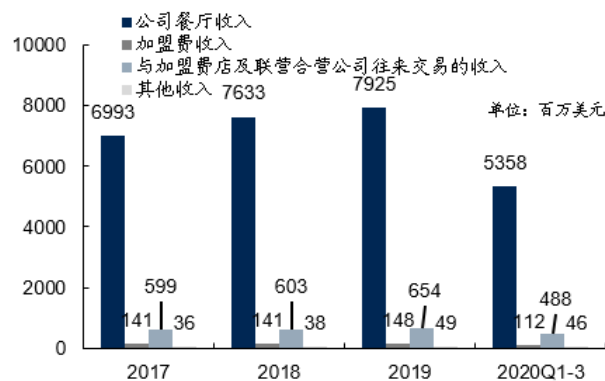
肯德基、必胜客贡献 9 成以上收入, 其他品牌收入占比较低。2017-2020Q3, 肯德基与必胜客收入占公司总营业收入比重分别为 92.1%、92.5%、91.8%及 90.9%, 两大主力品牌贡献公司 9 成以上收入, 企业及未分配收入 (中央采购模式产生的与加盟店、联营合营公司往来交易的收入) 占比约 6-7%, 其他分部 (黄记煌、塔可贝尔、东方既白、小肥羊、COFFii & JOY 以及 Lavazza) 收入目前占比较低, 主要与品牌商业模式 (黄记煌加盟为主) 差异、部分品牌处于孵化期 (咖啡品牌) 有关。

图 65: 2017-2020Q1-3 总营业收入按品牌拆分



资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

图 66: 2017-2020Q1-3 总营业收入按收入类型拆分



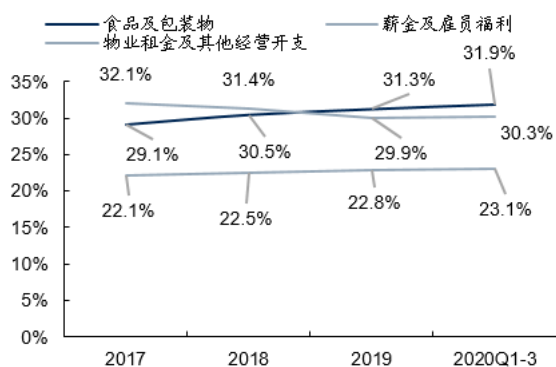
资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

直营收入为主, 加盟收入稳定。2017-2020Q3, 百胜中国餐厅收入 (直营) 分别为 69.93、76.33、79.25、53.58 亿美元, 占对应总收入比重分别为 90.0%、90.7%、90.3% 以及 89.2%, 主要系公司目前旗下 8 成餐厅为直营餐厅, 加盟策略较为谨慎。与之对应的, 公司加盟收入分别为 1.41、1.41、1.48 及 1.12 亿美元, 整体占比较为稳定约 2%。随着公司未来黄记煌餐厅业务的整合发展,

以及肯德基、必胜客传统品牌加盟策略的放松，不排除未来加盟收入占比提升的可能性。

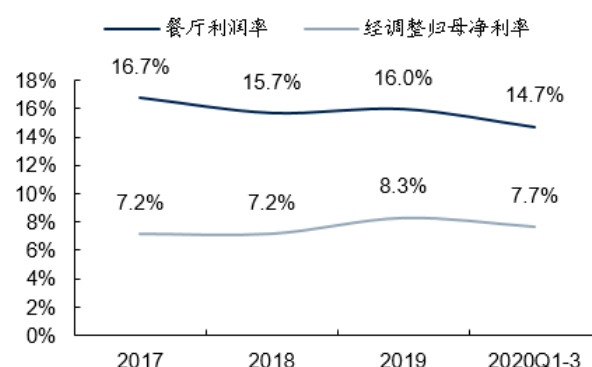
租金水平逐年优化，盈利能力相对稳定。公司成本主要由**食品及包装物、薪金及雇员福利与物业租金及其他经营开支**三项构成，由下图可知，2017 年至今，食品及包装物、薪金及雇员福利成本占比略有上升，物业租金及其他经营开支则呈现逐年优化趋势。以 2019 年为例，食品及包装物、薪金及雇员福利分别同比增 0.8、0.3pct，而物业租金及其他经营开支下降 1.4pct。**利润率方面**，2017-2020Q1-3 公司餐厅利润率为 16.7%、15.7%、16.0%以及 14.7%，经调整归母净利润率分别为 7.2%、7.2%、8.3%及 7.7%，公司整体盈利水平保持相对平稳。

图 67：2017-2020Q1-3 各项成本占比



资料来源：聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理

图 68：2017-2020Q1-3 餐厅利润率及经调整归母净利润率



资料来源：聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理

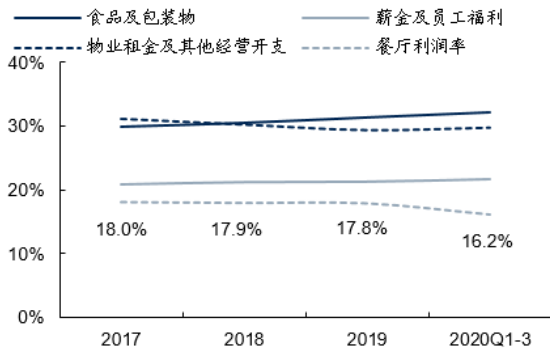
注：经调整净利润为扣除员工股权激励费用、过渡税非经营性影响的净利润

品牌拆分：必胜客模型盈利边际有改善，肯德基为公司利润主要来源

肯德基模型盈利性相对稳定，必胜客盈利模型边际有改善。结合上文分析可知，2017-2020Q1-3，公司餐厅整体利润率分别为 16.7%、15.7%、16.0%及 14.7%。分品牌来看，**必胜客**处于品牌转型阶段，餐厅利润率波动相对略大，17-20Q1-3 年餐厅利润率分别为 14.0%、10.2%、11.1%及 10.5%，其中 19 年以及 20 年前三季度，必胜客餐厅利润率较 18 年有所回升，考虑到上半年的疫情停业影响，必胜客餐厅模型盈利能力预计有较大改观；**肯德基**的餐厅利润率维持相对稳定，17-20Q1-3 年餐厅利润率分别为 18.00%、17.90%、17.80%和 16.2，作为公司最新核心品牌，肯德基餐厅利润率水平整体高于必胜客模型，主要系**员工薪酬及福利、租金及其他经营开支成本端具有优势**。

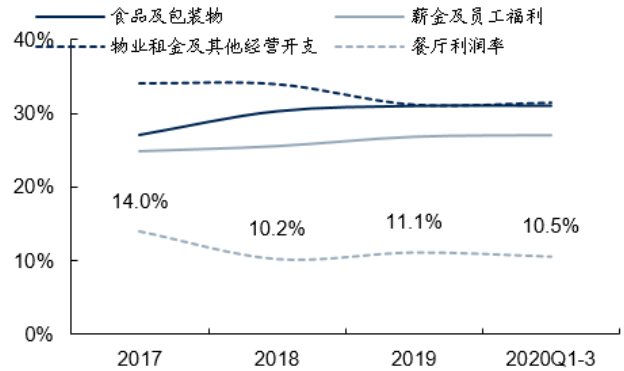
肯德基品牌为公司最主要利润来源，必胜客次之，其余品牌暂亏损。2017-2020Q1-3 肯德基品牌经营利润分别为 8.02、8.95、9.50 及 5.98 亿美元，整体保持稳定增长的态势，而必胜客同期经营利润分别为 1.57、0.97、1.15 及 0.48 亿美元，品牌处于转型期，利润端整体波动较大。2019 年百胜中国整体实现经营利润 9.01 亿美元，其中肯德基品牌贡献 9.49 亿美元，必胜客实现 1.14 亿美元经营利润，其余品牌分部暂时仍亏损，短期内肯德基为公司最主要利润来源。未来随着小肥羊等品牌的整合优化、以及新收购孵化品牌业务的开展，有望为公司贡献增量业绩。

图 69: 2017-2020Q1-3 肯德基成本结构及餐厅利润率



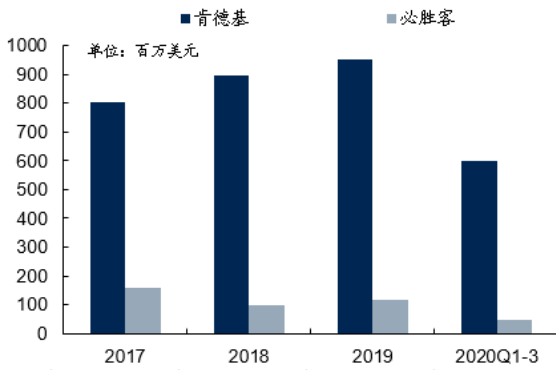
资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

图 70: 2017-2020Q1-3 必胜客成本结构及餐厅利润率



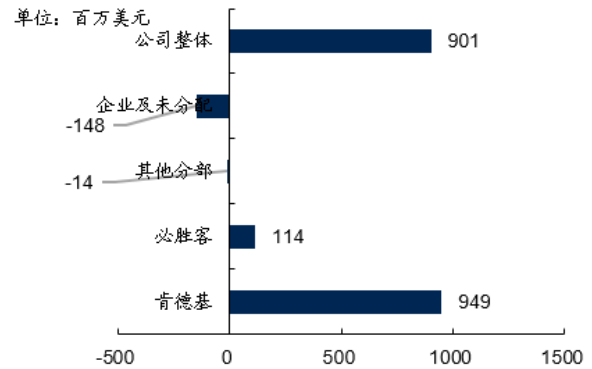
资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

图 71: 2017-2020Q1-3 肯德基、必胜客的经营利润



资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理

图 72: 2019 年百胜中国经营利润按品牌拆分



资料来源: 聆讯后资料集, 国信证券经济研究所整理
注: 企业及未分配项系估算所得

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

收入主要由餐厅收入、加盟费收入、与加盟店及联营合营公司往来交易收入、其他收入构成:

- 1) **餐厅收入:** 2020-2022 年收入餐厅收入分别同比-7.78%/+23.76%/9.51%，其中肯德基、必胜客为收入主要来源。2020-2022 年，肯德基餐饮收入分别 -4.95%/+21.93%/9.85%；必胜客同期收入增速分别为 -16.07%/+30.24%/8.67%；包括中餐品牌、咖啡品牌在内的其他品牌预计增速平稳。
- 2) **加盟费收入:** 2020-2022 年加盟费收入分别同比+2.70%/+4.61%/5.03%，疫情下依旧实现正增长，展现成较高的抗风险属性，收入主要来自于肯德基品牌，其中肯德基 2020-2022 年收入分别同比-3.68%/+3.05%/3.70%，必胜客同期分别 25.00%/20.00%/16.67%。
- 3) **与加盟店及联营合营公司往来交易收入:** 预计 2020-2022 年收入分别同比 -1.38%/+3.10%/2.71%。
- 4) **其他收入:** 此部分收入预测具有一定的不确定性，为保持预测的审慎中性，假设 2020-2022 年收入与 2019 年持平。

表 18: 肯德基收入拆分预测

单位: 百万美元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	7769	8415	8776	8167	9930	10817
yoy		8.32%	4.29%	-6.94%	21.59%	8.93%
1、餐厅收入	6993	7633	7925	7308	9044	9905
%	90.01%	90.71%	90.30%	89.48%	91.08%	91.57%
yoy		9.15%	3.83%	-7.78%	23.76%	9.51%
肯德基		13.00%	6.26%	-4.95%	21.93%	9.85%
必胜客		0.77%	-2.90%	-16.07%	30.24%	8.67%
2、加盟费收入	141	141	148	152	159	167
%	1.81%	1.68%	1.69%	1.86%	1.60%	1.54%
yoy		0.00%	4.96%	2.70%	4.61%	5.03%
肯德基增速		-1.49%	3.03%	-3.68%	3.05%	3.70%
必胜客增速		50.00%	33.33%	25.00%	20.00%	16.67%
3、与加盟店及联营合营公司往来交易收入	599	603	654	645	665	683
%	7.71%	7.17%	7.45%	7.90%	6.70%	6.31%
yoy		0.67%	8.46%	-1.38%	3.10%	2.71%
4、其他收入	0.46%	0.45%	0.56%	0.76%	0.62%	0.57%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

未来3年盈利预测

表 19: 未来3年盈利预测表

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	57388	53405	64935	70734
营业成本	(43545)	(41154)	(49461)	(53772)
毛利	13843	12251	15474	16962
销售费用	(4218)	(3770)	(4234)	(4442)
管理费用	(3891)	(3482)	(3523)	(3607)
其他净收入	0	0	0	0
经营利润	5735	4999	7718	8913
财务费用	0	0	0	0
营业外净收支	0	1745	0	0
税前利润	6559	6744	7718	8913
所得税费用	(1700)	(1686)	(1929)	(2228)
少数股东损益	196	202	231	267
归属于母公司净利润	4662	4856	5557	6418

资料来源:国信证券经济研究所整理
 注: 汇率 USD/CNY=6.5392,

按上述假设条件, 我们得到公司 20-22 年收入分别为 534.09、649.35、707.34 亿元, 归属母公司净利润 48.56、55.57、64.18 亿元, 对应每股收益 20-22 年分别为 11.59、13.26、15.31 元。

盈利预测的敏感性分析

表: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测				
营业收入(百万元)	57,388	53,286	65,135	71,126
(+/-%)	4.3%	-7.1%	22.2%	9.2%
净利润(百万元)	4,662	5,953	6,885	7,878
(+/-%)	0.7%	27.7%	15.7%	14.4%
摊薄 EPS	11.12	14.20	16.43	18.80
中性预测				
营业收入(百万元)	57,388	53,405	64,935	70,734
(+/-%)	4.3%	-6.9%	21.6%	8.9%
净利润(百万元)	4,662	4,856	5,557	6,418
(+/-%)	0.7%	4.2%	14.4%	15.5%
摊薄 EPS(元)	11.12	11.59	13.26	15.31
悲观的预测				
营业收入(百万元)	57,388	53,525	64,734	70,341
(+/-%)	4.3%	-6.7%	20.9%	8.7%
净利润(百万元)	4,662	3,777	4,263	5,001
(+/-%)	0.7%	-19.0%	12.9%	17.3%
摊薄 EPS	11.12	9.01	10.17	11.93
总股本(百万股)	419	419	419	419

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 43.3-45.8 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.4%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 31-35 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

短期内，我们预计肯德基、必胜客仍会保持较快的增速，未来 2-3 年仍为公司最主要的收入、业绩增长点。而目前肯德基业务体量相对较大，覆盖城市已相对完善，若低线城市扩张速度较慢，未来新增门店速度或低于预期，进而导致业务增长低于预期。必胜客现阶段处于模型调整阶段，未来新模型优化进展若低于预期，也会对盈利预测产生负面影响。

我们预计中餐品牌、新品牌布局如咖啡品牌未来经营会逐渐向好。目前公司已成立中餐事业部，且 20 年收购焖锅品牌黄记煌，我们预计公司未来中餐战略会持续发力，但历史看公司收购整合效果相对一般，此部分经营不达预期也会对公司盈利预测造成影响。咖啡品牌仍处于发展初期，也存在一定的不确定性。

经营风险

餐饮企业最大经营风险为食品安全风险。百胜中国作为国内规模最大的餐饮企业，供应链体系完善，食材品牌体系严格，整体食品安全风险预计相对可控。但公司旗下品牌肯德基历史上出现过福喜工厂事件，食材安全风险问题仍值得警惕。

原材料价格波动风险。2017-2019 年以来，食品及包装物成本占餐厅收入比重均在 30%以上，若公司所用的鸡、土豆等食材价格大幅上涨，而公司自身库存不足，则公司日常经营也会受到影响。

财务风险

公司过去几年收购小肥羊、黄记煌，布局中餐赛道，目前商誉占净资产比例为 13%，后续若经营不善，存在一定的减值风险；再者，未来商誉可能改变计价方式，若改为摊销计价，对公司未来盈利负面影响较大。

其它风险

疫情二次复发影响。目前来看国内疫情形式基本可控，秋冬季节若局部地区疫情二次复发，公司部分门店经营预计会受到影响。

网络安全漏洞风险。百胜中国目前会员基数庞大，若自身网络系统安全保障系数不高，则可能存在会员信息泄露的事件，对公司品牌产生较大的伤害。

税率风险。美国联邦所得税、税率更改、与税务机构意见不合或征收新税。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	6840	15681	19759	25700	营业收入	57388	53405	64935	70734
应收款项	1452	1463	2081	1780	营业成本	(43545)	(41154)	(49461)	(53772)
存货净额	2485	1899	3373	2351	毛利	13843	12251	15474	16962
其他流动资产	3995	3995	3995	3995	销售费用	(4218)	(3770)	(4234)	(4442)
流动资产合计	14772	23038	29209	33826	管理费用	(3891)	(3482)	(3523)	(3607)
固定资产	10581	12225	13670	14933	EBITDA	10750	6154	9073	10449
无形资产及其他	15256	14646	14035	13425	折旧摊销	(5016)	(1766)	(1966)	(2147)
投资性房地产	4839	4889	4889	4889	EBIT	5735	4388	7107	8302
长期股权投资	30675	31760	32594	33247	其他净收入	0	0	0	0
资产总计	45447	54798	61803	67073	经营利润	5735	4999	7718	8913
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
应付款项	4368	4735	6213	5675	营业外净收支	0	1745	0	0
其他流动负债	6984	4921	5818	6278	税前利润	6559	6744	7718	8913
流动负债合计	11352	9656	12031	11953	所得税费用	(1700)	(1686)	(1929)	(2228)
长期借款及应付债券	170	7170	7170	7170	归属于母公司净利润	4662	4856	5557	6418
其他长期负债	13163	13163	13163	13163					
长期负债合计	13333	20333	20333	20333	现金流量表 (百万元)				
负债合计	24685	29990	32364	32287	净利润	4662	4856	5557	6418
少数股东权益	641	802	987	1200	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	20121	24006	28452	33586	折旧摊销	5016	1766	1966	2147
负债和股东权益总计	45447	54798	61803	67073	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	0	0	0	0
					营运资本变动	(2008)	(1121)	282	1246
					其它	78	161	185	213
					经营活动现金流	7749	5662	7990	10024
					资本开支	(2845)	(2800)	(2800)	(2800)
					其它投资现金流	(3106)	(50)	0	0
					投资活动现金流	(5951)	(2850)	(2800)	(2800)
					权益性融资	(1733)	0	0	0
					负债净变化	0	7000	0	0
					支付股利、利息	(1184)	(971)	(1111)	(1284)
					其它融资现金流	(222)	0	0	0
					融资活动现金流	(3139)	6029	(1111)	(1284)
					现金净变动	(1380)	8841	4078	5940
					货币资金的期初余额	8279	6840	15681	19759
					货币资金的期末余额	6840	15681	19759	25700
					企业自由现金流	17516	1136	4778	6820
					权益自由现金流	4051	8136	4778	6820

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	11.12	11.59	13.26	15.31
每股红利	3.34	2.32	2.65	3.06
每股净资产	48.01	57.28	67.89	80.14
ROIC	24.5%	24.8%	41.0%	47.5%
ROE	23.2%	20.2%	19.5%	19.1%
毛利率	24.1%	22.9%	23.8%	24.0%
净利率	8.1%	9.1%	8.6%	9.1%
EBIT Margin	10.0%	8.2%	10.9%	11.7%
EBITDA Margin	18.7%	11.5%	14.0%	14.8%
收入增长率	4.3%	-6.9%	21.6%	8.9%
净利润增长率	0.7%	4.2%	14.4%	15.5%
资产负债率	55.7%	56.2%	54.0%	49.9%
息率	0.9%	0.6%	0.7%	0.8%
P/E	33.8	32.4	28.3	24.5
P/B	7.8	6.6	5.5	4.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032