

百胜中国 (9987.HK)

品牌优势筑长期壁垒，西式快餐王者归来

百胜中国是中国最大的餐饮企业，旗下肯德基、必胜客两大核心品牌并形成了包括西式快餐、休闲餐饮、咖啡和零售在内的多元化业务布局。得益于先发优势，公司在品牌力、数字化、供应链、创新力等多方面领跑同业竞争优势显著，长期来看，肯德基依旧为拓店主力，年均千店开业及同店增长有望成为未来业绩增长的主要驱动力。目前公司处于估值底部，且管理层重视股东回报及派息，我们看好公司长期业绩维持双位数以上增长，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 59.4/ 69.3 /76.5 亿元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

百胜中国：西式快餐王者归来，穿越周期韧性增长，RGM2.0 重启扩张征程。

百胜中国是中国最大的餐饮企业，旗下有肯德基、必胜客两大核心品牌并形成了包括西式快餐、西式休闲餐饮、中式餐饮、咖啡和零售在内的多元化业务布局。截至 23H1，公司共拥有 13602 家餐厅，覆盖 1900 多座城镇，拥有超过 4.5 亿会员。疫后公司复苏显著，23Q2 的收入和利润均创同期历史新高。今年 9 月，百胜中国提出 RGM2.0 战略，宣布未来三年公司将加速开店、提升盈利、回馈股东，将战略重心重新调整回到增长上。

西式快餐行业长期稳健增长，下沉市场前景广阔。西式快餐具有高标准化、易连锁的特征，行业长期稳健增长，2022 年我国西式快餐的市场规模同比增长 14.3%，达到 3201 亿元。先发优势奠定肯德基、麦当劳双寡头的竞争格局，新型本土品牌通过低价抢占下沉市场错位竞争。目前一二线城市相对饱和，西式快餐下沉趋势明显，市场渗透率有望持续提升，为行业贡献增量。

品牌力+数字化+供应链+创新力领跑同业，百胜中国竞争优势显著。肯德基是国内西式快餐行业的领军者，得益于先发优势，公司于数字化、产品端、供应链、营销等多方面均具备竞争优势。目前肯德基同店约恢复 19 年同期 90%，长期来看，肯德基依旧为拓店主力，年均千店开业及同店增长有望成为未来业绩增长核心驱动力。

投资建议：百胜中国作为国内餐饮龙头企业，先发优势明显，在行业拥有强大的竞争优势和品牌影响力。疫情期间，公司业绩彰显出了经营韧性，得益于西式快餐行业在疫情后的显著复苏，未来肯德基拓店有望加速，品牌力、数字化、供应链、创新力多重竞争优势保障肯德基未来同店稳定增长。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别达到 59.4/ 69.3 /76.5 亿元，对应 24 年 20 倍 PE，给予目标价 369.9 港元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：拓店速度不及预期；拓店稀释单店收入；宏观经济下行风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	62820	66644	77846	87679	96059
同比增长	17%	6%	17%	13%	10%
营业利润(百万元)	4680	4583	8370	9216	9739
同比增长	-2%	-2%	83%	10%	6%
归母净利润(百万元)	6312	3078	5944	6927	7651
同比增长	23%	-51%	93%	17%	10%
每股收益(元)	15.46	7.54	14.56	16.97	18.75
PE	18.6	38.1	19.7	16.9	15.3
PB	2.1	2.6	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券。注：人民币/美元汇率取 0.1395。

强烈推荐 (首次)

消费品/商业

当前股价：312.8 港元

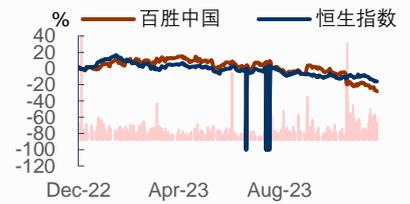
目标股价：369.9 港元

基础数据

总股本 (百万股)	40817
香港股 (百万股)	3097
总市值 (十亿港元)	127
香港股市值 (十亿港元)	10
每股净资产 (港元)	125.96
ROE (TTM)	6.82
资产负债率	39.5%
主要股东	BlackRock, Inc.
主要股东持股比例	6.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8.8	-33.3	-30.8
相对表现	-2.1	-17.5	-12.9



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 丁浙川 S1090519070002
 dingzhechuan@cmschina.com.cn
 李秀敏 S1090520070003
 lixiumin1@cmschina.com.cn
 潘威全 研究助理
 panweiqian@cmschina.com.cn

正文目录

一、百胜中国：西快龙头重启扩张征程，穿越周期韧性增长.....	5
1.1 稳健增长的西式快餐龙头，RGM 2.0 再启程	5
1.2 股权结构市场化，高管团队专业化	6
1.3 经营：疫后门店复苏，特许经营模式助力肯德基高速扩张.....	8
1.4 财务：疫情期间经营彰显韧性，疫后业绩复苏显著	9
1.5 股价复盘：估值稳定在 25-30PE 区间，同店增长驱动股价增长.....	11
二、行业概况：疫后重启扩张，西快龙头角逐下沉市场	13
2.1 高标准化兼高集中度，西快行业长期稳健增长.....	13
2.2 西式快餐格局集中，本土平价品牌错位竞争	15
2.3 下沉市场尚未饱和，西快品牌角力下沉市场	17
三、竞争优势：品牌力+数字化+供应链，百胜中国竞争优势领跑同业.....	20
3.1 肯德基 vs 麦当劳：先发优势、本土化策略、拓店方式助力中国市场肯德基领先20	
3.2 产品矩阵：本土化和持续推新增强肯德基品牌实力	22
3.3 数字化：多元化数字生态领跑行业	23
3.4 供应链：多元化数字生态赋能运营	26
3.5 营销创新：“疯狂星期四”与宝可梦联名成出圈典范.....	28
3.6 开业空间&单店模型：肯德基仍然有约 50%的开店空间，UE 成熟稳定利于后续扩张30	
四、投资建议及盈利预测.....	31

图表目录

图 1：百胜中国发展历史	5
图 2：百胜中国股权结构图.....	7
图 3：门店数构成（按品牌）	8
图 4：营业收入构成（按品牌）	8
图 5：门店数构成（按加盟方式）	8
图 6：营业收入构成（按类型）	8
图 7：肯德四种新门店模式.....	9
图 8：2018-2023H1 营收变化（单位：百万美元）	10
图 9：2018-2023H1 营收结构（单位：百万美元）	10

图 10: 2018-2023H1 营业利润变化 (单位: 百万美元)	10
图 11: 2018-2023H1 净利润变化 (单位: 百万美元)	10
图 12: 2018-2023H1 成本变化 (单位: 百万美元)	11
图 13: 2018-2023H1 费用变化 (单位: 百万美元)	11
图 14: 百胜中国股价复盘	12
图 15: 百胜及肯德基同店变化	13
图 16: 港股通持股比例持续提升	13
图 17: 2016-2025 年西式快餐行业规模	14
图 18: 2018-2022 年肯德基/必胜客外卖渠道占比	14
图 19: 2022 年 7 月-2023 年 8 月社零餐饮收入	15
图 20: 肯德基宣布开启 RGM2.0 战略	15
图 21: 西快龙头品牌价格对比	16
图 22: 西快龙头品牌各线城市门店数	16
图 23: 西快龙头品牌功能区分布对比	17
图 24: 塔斯汀汉堡胚、馅料、门店设计三重创新	17
图 25: 互联网用户不断下沉	17
图 26: 小镇青年画像	17
图 27: 2020 年肯德基首家小镇模式餐厅开业	18
图 28: 肯德基各线城市门店密度	18
图 29: 塔斯汀快速拓店	18
图 30: 塔斯汀、华莱士功能区分布对比	18
图 31: 汉堡龙头品牌三线及以下门店增长季度数据	19
图 32: 汉堡龙头品牌三线及以下门店增速季度数据	19
图 33: 汉堡龙头品牌三线及以下城市门店数	19
图 34: 汉堡龙头品牌三线及以下门店数量占比	19
图 35: 肯德基&麦当劳全球营收对比	20
图 36: 肯德基&麦当劳全球门店数对比	20
图 37: 肯德基&麦当劳分线城市门店分布	21
图 38: 肯德基&麦当劳门店分布对比	21
图 39: 肯德基本土化爆品嫩牛五方	22
图 40: 肯德基本土化产品卤辣辣卤鸭鸭风味鸡腿堡/卷	22
图 41: 百胜中国数字化布局	25

图 42: 百胜中国供应链数字化质量管理体系	25
图 43: eQA/QA Time 系统自动撰写餐厅画像&食安报告	26
图 44: IoT 冷链全天候实时监测与全网化管理	26
图 45: 百胜中国智慧供应链	28
图 46: 2022 年百胜中国供应链管理中心项目开工	28
图 47: 2022 年南宁智慧供应链运营中心开工	28
图 48: 肯德基主动营销“疯狂星期四”	29
图 49: 肯德基月度客单价保持稳定	29
图 50: “疯狂星期四”百度搜索指数	29
图 51: 肯德基从多维度营销渗透 Z 世代圈层 (游戏、音乐、动漫、追星等)	30
表 1: 百胜中国品牌矩阵	6
表 2: 公司高管团队经验丰富	7
表 3: 餐饮业各子赛道对比	13
表 4: 2019 年中国快餐市场前十大公司的排名及市场份额	15
表 5: 目前快餐市场主要品牌	16
表 6: 肯德基&麦当劳管理层变迁	21
表 7: 对比麦当劳, 肯德基在产品本土化与推陈出新上做得更好	22
表 8: 肯德基、麦当劳相比本土新兴品牌定价更高	23
表 9: 百胜中国数字化历程	23
表 10: 对比麦当劳、星巴克, 肯德基通过 app 为入口搭建多维度、多元化的数字化生态系统	24
表 11: 肯德基、麦当劳部分供应商对比	26
表 12: 百胜中国供应商管理	27
表 13: 肯德基疯狂星期四产品及折扣力度	29
表 14: 肯德基开店空间	31
表 15: 肯德基及同业单店模型对比	31
表 16: 百胜中国盈利预测	32
附: 财务预测表	34

一、百胜中国：西快龙头重启扩张征程，穿越周期韧性增长

1.1 稳健增长的西式快餐龙头，RGM 2.0 再启程

百胜中国是中国最大的餐饮企业，旗下有肯德基、必胜客两大核心品牌。截至2023年6月30日，公司共拥有13602家餐厅，覆盖1900多座城镇，拥有超过4.45亿会员。公司2023年上半年营收55.71亿美元，其中肯德基、必胜客2023年上半年收入占比分别为75.1%与20.7%。

第一阶段（1987-2001）：作为最早进入中国西式连锁餐饮企业之一，1987年公司便于北京开设了第一家肯德基，1990年在北京开设第一家必胜客，随后门店逐步扩张，建立起完善的管理和供应链体系；

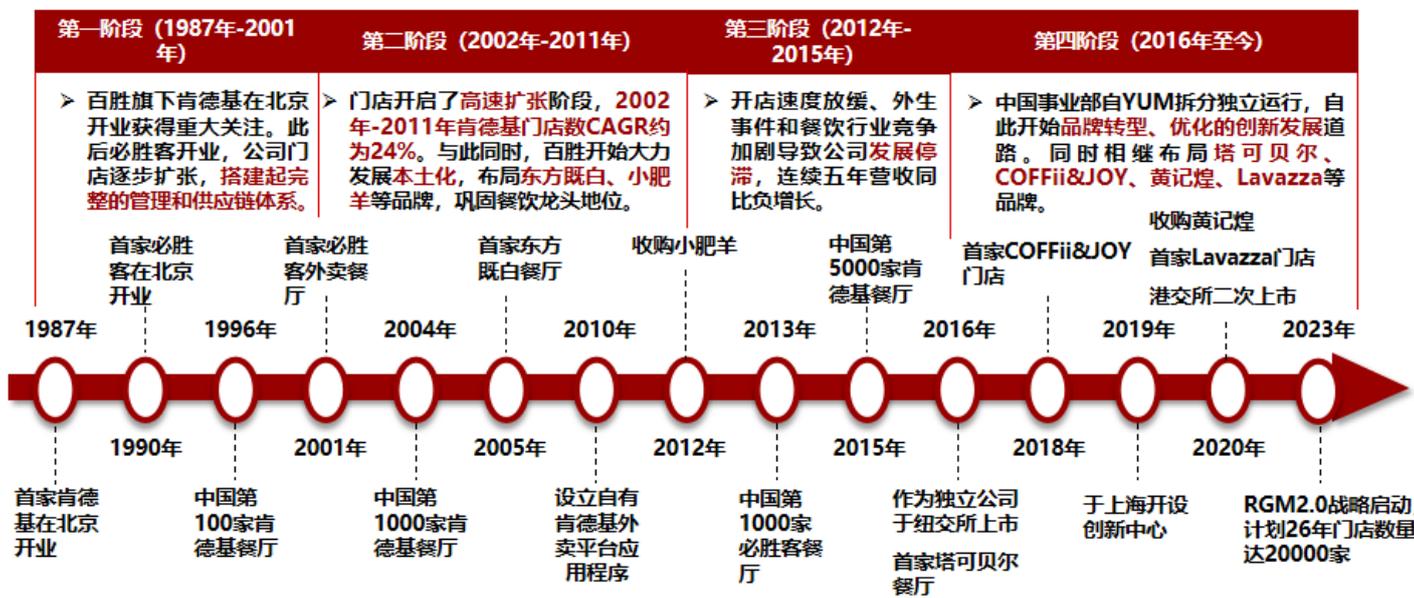
第二阶段（2002-2011）：门店开启了高速扩张阶段，肯德基以每年上百家的速度扩张。与此同时，百胜开始大力发展本土化，布局多品牌，包括东方既白、小肥羊等品牌，涉及西式快餐、火锅、中餐等多条赛道，巩固餐饮龙头地位。

第三阶段（2012-2015）：开店速度放缓、外部事件和行业竞争加剧导致公司发展停滞，连续五年营收同比负增长。

第四阶段（2016-）：中国事业部自百胜集团（YUM! Brands）拆分独立运行，自此开始品牌转型、优化的创新发展道路（包括品牌年轻化转型、数字化建设等），同时相继布局塔可贝尔、COFFii&JOY、黄记煌、Lavazza 等品牌。2020年9月，百胜中国于港交所二次上市。

23年9月百胜宣布将启动RGM 2.0战略：计划到2026年门店数量达20000家；力争在2024至2026年，每股盈利实现双位数年均复合增长，向股东回馈30亿美元。

图 1：百胜中国发展历史



资料来源：公司公告，极海数据，招商证券

先发优势奠定了百胜中国成为西快龙头的基础。作为中国最早的连锁餐饮品牌，肯德基是现代中国餐饮业的拓荒者与领头羊。1987 年中国餐饮行业还处于起步阶段，肯德基的出现于中国餐饮行业来说，带来的除了一个成熟的连锁化餐饮品牌以及纯正的西式快餐文化以外，更为中国餐饮行业引进了两个崭新的概念：连锁经营与西式快餐。在中国餐饮行业经营模式还是以单体作坊式为主的年代，肯德基却拥有了经历过全球化市场考验的标准化体系、供应链管控能力以及先进的连锁经营与管理理念，巨大的先发优势使得肯德基在早年通过高速扩店取得了在中国快餐市场的领先地位，并很早在国人心目中树立下西式快餐龙头的品牌印象。

截至目前，百胜中国已经形成了包括西式快餐、西式休闲餐饮、中式餐饮、咖啡和零售在内的多元化业务布局。塔可贝尔 2016 年进入中国，是全球领先的西式快餐品牌（专门提供墨西哥风味食品），预计 2025 年扩展至 225 家门店；小肥羊和黄记煌是行业领先的火锅品牌和焖锅品牌；Lavazza 定位客单价 30 元以上的高端咖啡市场；按 2022 年系统销售额计，肯德基是中国最大的快餐品牌，必胜客是中国最大的休闲餐饮品牌。

表 1: 百胜中国品牌矩阵

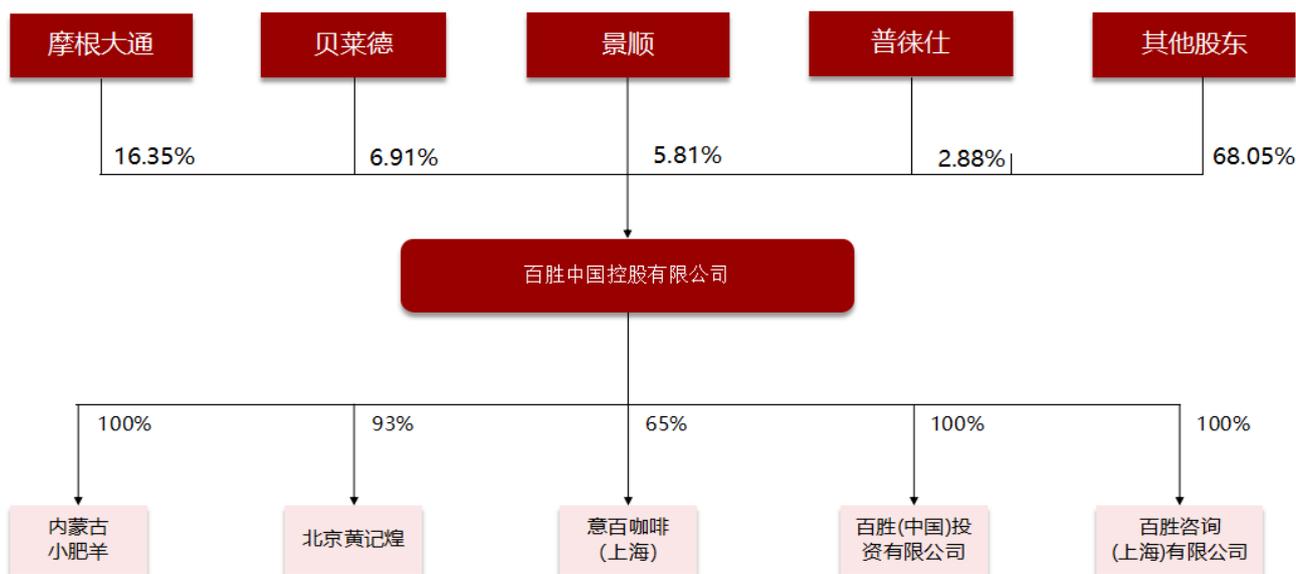
	品牌名	品类	进入中国时间	现有门店	客单价	经营模式	营收占比
	肯德基	西式快餐	1987	9733	34.43	独家运营&授权经营	71%
	必胜客	西式休闲	1990	3157	73.09	独家运营&授权经营	19%
	塔可贝尔	西式快餐	2016	115	33.47	独家运营&授权经营	7%
	小肥羊	火锅	1999	136	87.2	完全拥有	
	黄记煌	中式休闲	2004	616	78.28	完全拥有	
	Lavazza	咖啡	2020	110	32.05	持股 65%	
	烧范儿	零售品牌	2018				

注：数据截止 2023 年 10 月 8 日。资料来源：公司公告、窄门餐眼、招商证券

1.2 股权结构市场化，高管团队专业化

公司股权结构市场化。公司前三大股东摩根大通/贝莱德/景顺均为财务投资者，大股东摩根大通持股比例较低，大部分股份则由其他公众股东所持有。公司在 2016 年和 2022 年相继推出了股权激励计划，截至 2022 年末，高管团队共持股 3.61%。

图 2: 百胜中国股权结构图



资料来源: 公司公告, 招商证券

管理层专业背景深厚, 从业经验丰富。公司高管团队平均年龄约 50 岁, 均为海内外名校硕士及以上学历, 且具有多年行业实战经验。**CEO 屈翠容**曾在麦肯锡、屈臣氏任职, 任职于屈臣氏期间带领旗下两个濒临破产的品牌扭亏为盈。2014 年加入公司以来, 带领肯德基中国于 2016 年实现同店收入增速由负转正, 并在 2017-19 年保持同店正增长。

表 2: 公司高管团队经验丰富

姓名	年龄	职务	经历
胡祖六	59	董事长兼独立董事	哈佛大学经济学博士, 春华资本董事长兼创始人, 兼任百胜中国非执行董事长; 曾任高盛大中华区合伙人兼主席; 现为中国工商银行股份有限公司及瑞银集团的董事会成员; 蚂蚁集团的独立非执行董事及清华大学中国经济研究中心联执主任兼教授。
屈翠容	51	首席执行官兼董事	美国西北大学凯洛格管理学院管理硕士, 曾任职于麦肯锡香港办公室 (2000-2003); 曾任屈臣氏欧洲战略主管 (2004-2007)、屈臣氏 Savers 董事总经理 (2007-2014)、屈臣氏 Superdrug 董事总经理 (2012-2014); 2014.9 加入百胜中国, 任肯德基中国总裁 (2014.9-2015.8)、肯德基中国 CEO (2015.8-2016.10)、肯德基 CEO (2016.10-2017.2)、百胜中国总裁兼首席运营官 (2017.2-2018.2)、百胜中国 CEO (2018.3 起)
杨家威	50	首席财务官	耶鲁大学工商管理硕士, 曾任 Thomas Weisel Partners 证券分析师 (2004-2009); 曾任 Oppenheimer & Co. Inc 董事、执行董事及董事总经理 (2009-2013); 曾任猎豹移动 CFO (2014.1-2017.3); 曾任智融国际 CFO (2017.4-2019.8); 现任百胜中国 CFO (2019.10 起)。
汪涛	49	肯德基总经理	辽宁师范大学生命科学学士。1998 年加入肯德基担任营运管理培训生。曾任肯德基市场总经理 (2007)、肯德基区域营运副总裁 (2015)、百胜中国首席开发官 (2020.7)。现任肯德基总经理 (2022.5 起)。
蒯俊	42	必胜客总经理	上海交通大学信息技术硕士, 芝加哥大学布斯商学院工商管理硕士。2003 年加入百胜中国, 曾在百胜餐饮中国的信息技术部门任职九年, 曾任百胜餐饮中国外送支持中心总监 (2012.3-2013.8)、必胜客宅急送品牌总经理 (2016.10-2017.3)、必胜客宅急送总经理 (2017.3-2017.10), 现任必胜客总经理 (2017.11 起)。

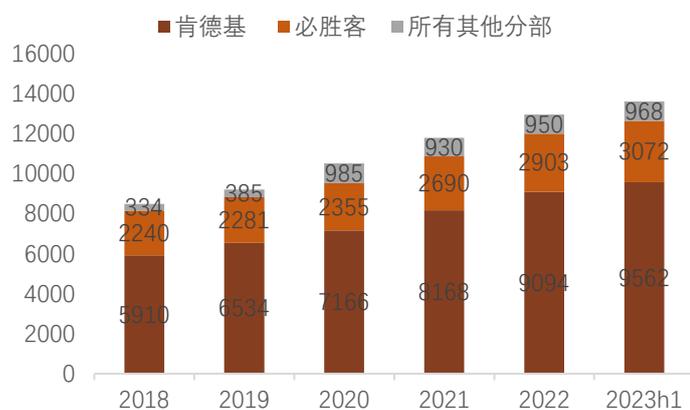
资料来源: 公司公告, 招商证券

1.3 经营：疫后门店复苏，特许经营模式助力肯德基高速扩张

门店增速：胜长期门店增速接近 10%，疫后重回扩张轨道。截至 2022 年底，百胜中国门店数总计 12947 家，2016-2022 年 CAGR 为 9.4%。截至 2023 年 6 月，百胜门店数达到 13602 家餐厅，覆盖 1900 多个城镇，仅在 2023 年上半年就净新增了 655 家门店。这一数据显示，公司的门店数量在疫后呈现出快速增长的趋势。

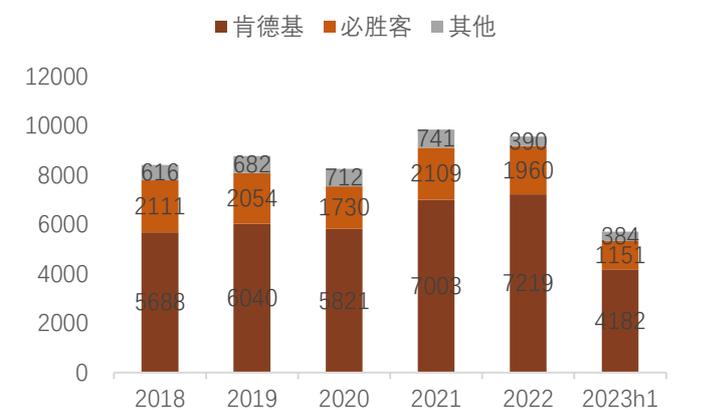
品牌构成：肯德基+必胜客门店数和营收合计均超九成。从门店构成来看，截至 2022 年底，肯德基/必胜客/其他品牌分别为 9094/2903/950 家，占比 70%/22%/7%，肯德基+必胜客门店数合计超九成。从营业收入构成来看，截至 2022 年底，肯德基/必胜客/其他品牌分别为 72.2/19.6/3.9 亿美元，占比 75%/20%/5%，肯德基+必胜客营收合计达 95%。

图 3：门店数构成（按品牌）



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：营业收入构成（按品牌）



资料来源：公司公告、招商证券

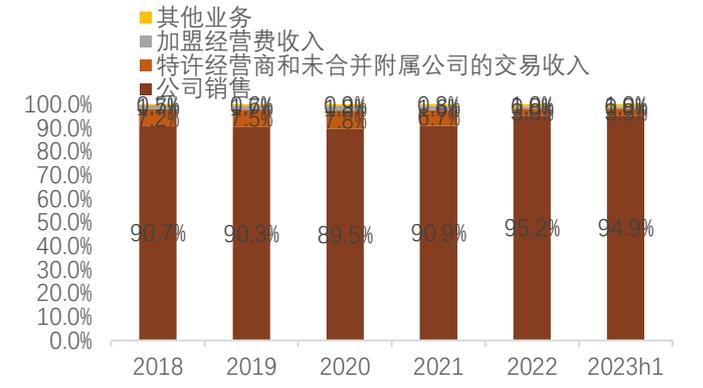
拓店方式：百胜拓店方式以直营为主，后续加盟模式占比有望提升。百胜中国拥有肯德基、必胜客和塔可贝尔三大品牌在中国市场的独家运营和授权经营权，获得了长达 50 年的主特许经营权，并可自动续期 50 年。作为特许经营商，公司每年需要向品牌所有者 YUM 支付直营餐厅及加盟餐厅系统销售净额 3% 的特许经营费用。加盟模式下，加盟商需要向百胜中国支付前期加盟费用，并每年支付特许经营使用费（占系统销售额的 6%）。

图 5：门店数构成（按加盟方式）



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：营业收入构成（按类型）



资料来源：公司公告、招商证券

肯德基在扩展新店方面极具创新和灵活性，四大店型满足扩张需求。肯德基提供四种新店模式，包括标准店、Future store、Mini 店及下沉市场餐厅，以满足不同市场的需求。四种门店模式的差异不仅仅是以面积大小作为划分标准，更是考虑到了市场情况，比如同样是投资低的门店，Mini 店主打面积小，主要用于高线城市的门店加密，下沉市场餐厅则通过设备及装修的优化在保障足够大面积的情况下，降低投资成本，保证小城市节假日的高峰堂食用餐需求。这种灵活多变的门店策略，不仅可以帮助品牌在很短的时间内快速拓展市场，降低投资成本，保持良好的投资回报周期，更因为其对于市场消费的洞察，让品牌可以因地制宜的调整门店结构，最大程度提升同店销售。截至 2023 年前三季度，肯德基新店中有三分之二都是小店型，与普通店型相比，这种小店型平均面积不到 200 平方米，收入不如普通店型，但在成本端如人工成本和租金方面有较大的降低，使肯德基在向一二线城市社区加密门店时更具有优势。

在今年投资者日活动中，肯德基计划使未来新店中加盟店的占比目标达到 15%-20%。在加盟方面，肯德基也有着宏大的规划。管理层首次提出了未来新店中加盟店的占比目标，即达到 15%-20%。肯德基的加盟方式主要有两种，一种是渠道加盟，如在高校、加油站、景区和医院等地方开设餐厅；另一种则是针对小镇和偏远地区的加盟。通过这些加盟方式，肯德基在偏远地区和小镇的管理效率和开店速度都得到了进一步的提升。目前，肯德基门店中已有超过 1000 家加盟门店，虽然离目标仍有一定距离，但可以看出加盟门店将会成为肯德基未来快速拓展的重要手段之一。

图 7： 肯德基四种新门店模式



资料来源：公开资料，招商证券

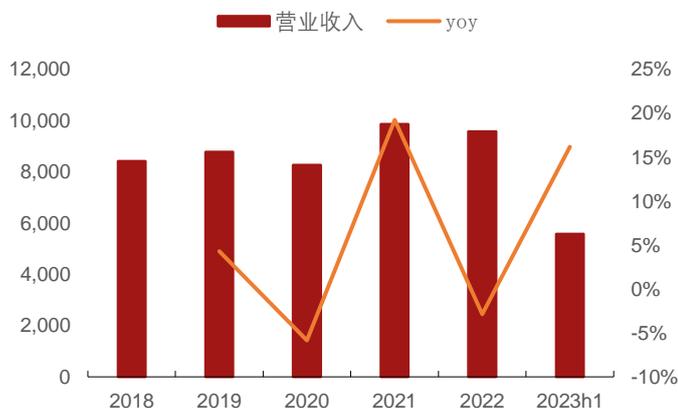
1.4 财务：疫情期间经营彰显韧性，疫后业绩复苏显著

疫情期间业绩彰显经营韧性，2022 年同比 2019 年营收增长 9%。自 2020Q1 新

冠疫情对公司业务造成巨大冲击以来，公司的经营经历了较大的波动。然而，得益于生产的标准化和数字化技术优势，以及外卖业务的占比提升，与其它餐饮公司相比，公司的业绩表现更具韧性。2020-2022 年，公司分别实现了 82.6/98.5/95.7 亿美元的收入，同比变化-5.8%/19.2%/-2.9%，净利润分别为 8.1/10.2/4.8 亿美元，同比变化 9.4%/25.8%/-53.3%。

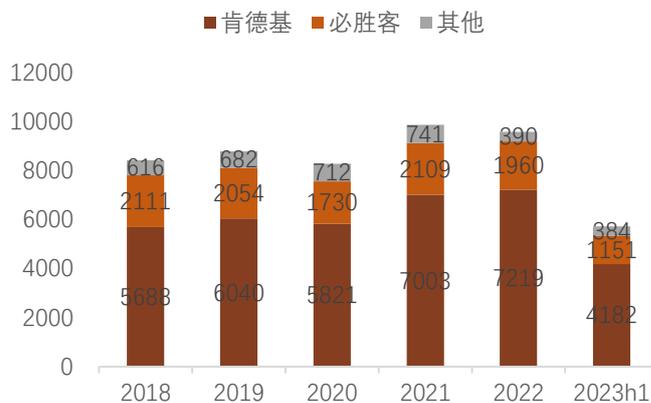
百胜疫后复苏显著，23Q2 的收入和利润均创二季度历史新高。23H1，公司的经营利润达到 6.73 亿美元，超过 2022 年全年的 6.29 亿美元。今年 Q2，百胜中国成功开设了 422 家新门店，23H1 总共新增 655 家门店，创下了历史新高。其中，肯德基新增了 468 家门店，而必胜客也新增了 169 家门店。截至 2023 年 6 月 30 日，百胜中国的总门店数量已达到 13602 家，其中肯德基门店数量为 9562 家。尽管门店数量不断增加，但百胜中国的经营目标仍旧保持不变。公司计划在今年净新增约 1100 至 1300 家新店。2023H1 公司实现收入 55.7 亿美元，同比增加 16.2%，同店销售额同比增长 11%。同时，得益于成本费用的改善，公司的净利润恢复超预期。在 2023H1，公司实现净利润 4.9 亿美元，同比增长 165.6%。

图 8: 2018-2023H1 营收变化 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 2018-2023H1 营收结构 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 2018-2023H1 营业利润变化 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 2018-2023H1 净利润变化 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

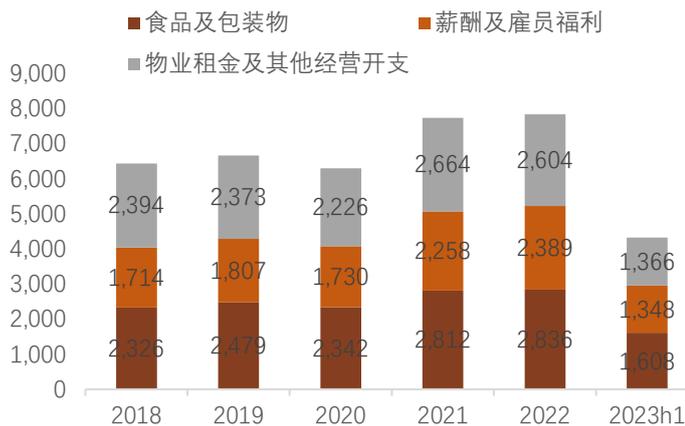
受益于营收复苏，成本占比恢复至疫情前水平。成本方面，疫情期间公司的总成本比例从 2019 年的 75.9% 增加到 2022 年的 81.8%。然而，随着 2023 年 H1 营收修复，总成本比例降至 77.6%，迅速回落到疫情前水平。2023H1，公司的食品及包装物占比下降，占比为 28.9%，接近疫情前水平；人工成本占比仍处于相对较高的水平，但同比 2022 年已有回落，同比减少 0.7pct；物业租金及其他经营开支比例为 24.5%，远低于 2019 年的 27.0%，这体现了公司在租赁条款和门

店模式等方面的优化。

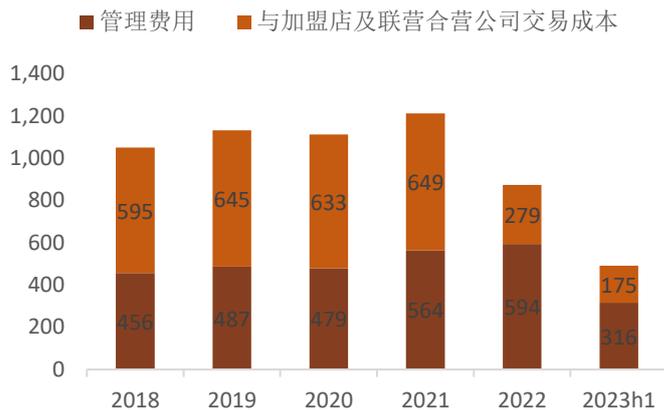
公司费用主要包括与加盟店及联营合营公司的交易成本和管理费用。22 年及 23H1，与加盟店及联营合营公司交易成本占比下降，主要系公司 2021 年 9 月收购杭州餐饮服务集团 28% 的股权后，其直接及间接拥有杭州肯德基的股份达到了约 60%：原本联营形式的杭州肯德基被纳入到自营体系。管理费用：23H1 增长 9% 至 1.5 亿美元，占餐厅收入比例 6.1%，同比减少 0.9pct，主要系营收复苏所致。

图 12: 2018-2023H1 成本变化 (单位: 百万美元)

图 13: 2018-2023H1 费用变化 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

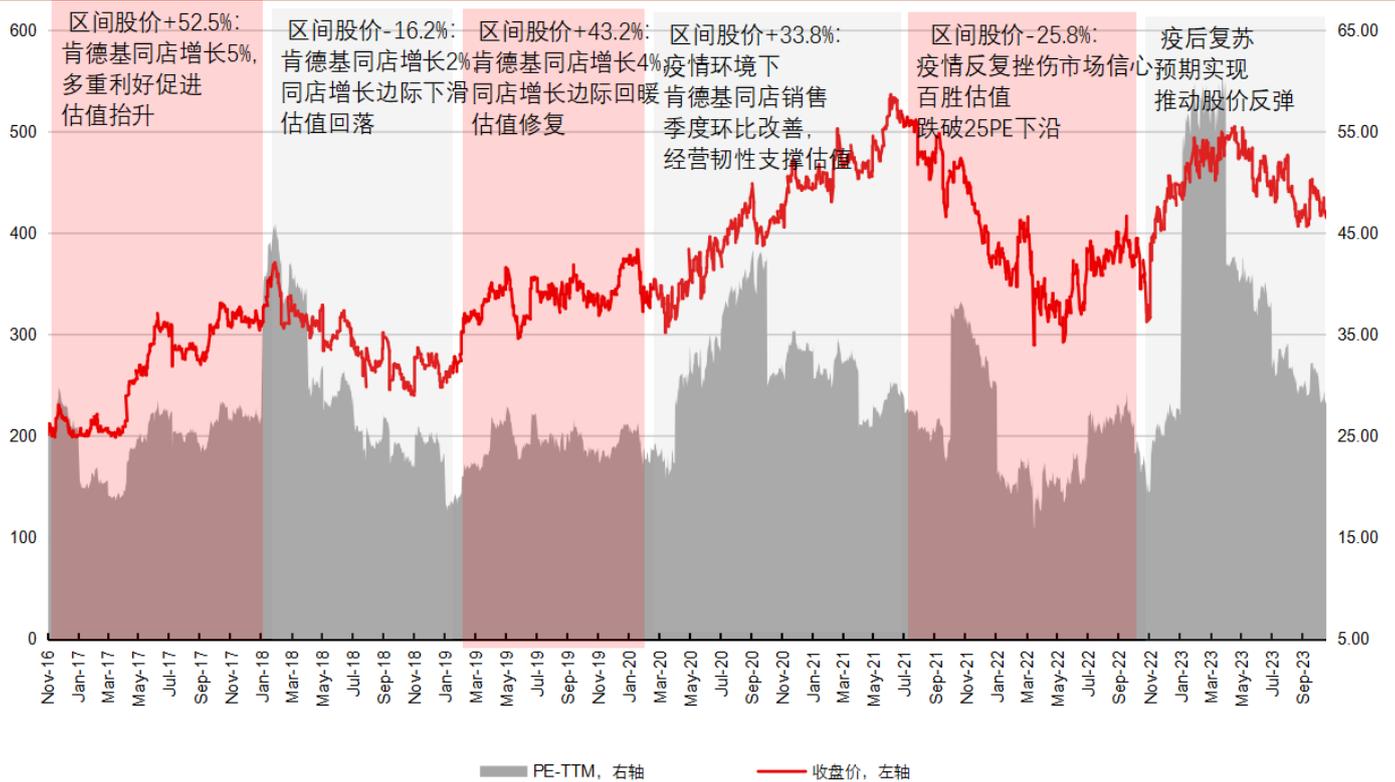


资料来源: 公司公告、招商证券

1.5 股价复盘: 估值稳定在 25-30PE 区间, 同店增长驱动股价增长

百胜估值长期稳定在 25-30PE 区间, 同店增长为股价增长的核心驱动力。百胜中国的前身为 Yum! Brands 中国事业部, 于 2016 年 11 月 1 日通过分拆, 独立在纽约证券交易所上市; 百胜于 2020 年 9 月在港股二次发行上市, 22 年 10 月改为双重主要上市, 同时进入港股通。通过股价复盘, 发现公司上市以来估值波动小, 长期稳定在 25-30PE 范围, 同店增长为影响公司股价增长的核心要素。

图 14: 百胜中国股价复盘



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，招商证券

第一阶段（2017-2019）：基本面驱动下股价震荡上行。

1) 2017 年，区间股价+52.5%：肯德基同店销售增长 5%，多重利好促进估值抬升。2016 年 11 月 1 日公司在纽交所上市，上市后肯德基经营业绩稳定，数字化进程持续推进，2017 年同店销售额增长 5%；屈翠容升任公司总裁兼首席运营官后，必胜客推出“振兴计划”；百胜开设墨西哥风味餐厅品牌塔可贝尔。多重利好之下，百胜估值区间小有抬升，从上市初的 25PE 提升到 28PE。

2) 2018 年，区间股价-16.2%：肯德基同店销售增长 2%，同店增长边际下滑估值回落。肯德基同店增长 2% 边际下滑，必胜客仍在调整期，同店销售下降 5%，尚未看到明显的修复，这给整体经营带来了拖累。2018 年公司的同店销售额增长仅为 1%，估值稳定在上市初的 25PE 左右。

3) 2019 年，区间股价+43.2%：肯德基同店销售增长 4%，同店增长边际回暖估值修复。肯德基同店增长 4% 边际回暖，必胜客振兴计划初见成效同店增长 1%，公司业绩改善带动估值抬升股价走强。

第二阶段（2020-22Q3）：疫情反复影响业绩和估值。

1) 20Q1-21Q2，区间股价+33.8%：疫情环境下肯德基同店销售季度环比改善，经营韧性支撑估值。2020 年肯德基同店销售减少 8%，但从 Q2 以后环比改善。由于公司司外卖和数字订单占比较高，受疫情影响小，估值中枢上升到 30PE。

2) 21Q2-22Q3，区间股价-25.8%：疫情反复挫伤市场信心，百胜估值跌破 25PE 下沿。受到疫情反复的影响，21 年公司同店销售继续降低，2021-2022 年肯德基同店销售额同比减少 3%/7%。市场情绪低迷之下公司估值一度跌落到 20PE。

第三阶段（22Q4-23Q2）：疫后复苏预期实现推动股价反弹。

1) 22Q4-23Q1, 区间股价+31.4%: 复苏预期实现, 股价戴维斯双击。22Q4 开始疫后复苏预期走强带动估值抬升到 28PE; 23Q1 公司实现业绩修复预期, 同店销售额增长 8%, 利润创季度新高, 戴维斯双击效应推动股价上涨。

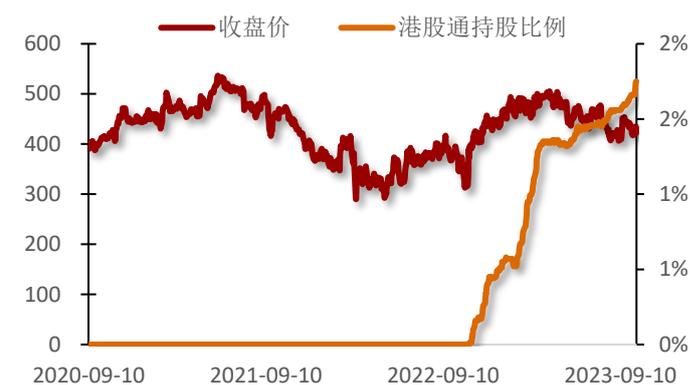
2) 23Q2-23Q3, 区间股价-10.5%: 宏观经济波动, 估值冲高回落。受宏观因素影响, Q3 公司同店 (同比 19 年恢复 90%) 及客单价均出现小幅下滑, 使得 Q3 公司业绩略低于市场预期, 叠加下调 Q4 同店恢复度指引, 以及餐饮板块整体景气度下行, 造成股价大幅回落, 目前公司整体估值位于底部。

图 15: 百胜及肯德基同店变化



资料来源: 艾媒咨询数据、招商证券

图 16: 港股通持股比例持续提升



资料来源: 同花顺 iFinD、招商证券

港股通持股比例持续提升。百胜 2020 年 9 月在港股二次发行上市, 22 年 10 月改为双重主要上市, 同时进入港股通。截止 2023 年 10 月 13 日, 按总市值口径, 港股通持股比例达到 1.75%; 按港股市值口径, 港股通持股比例达到 19.5%。

二、行业概况: 疫后重启扩张, 西快龙头角逐下沉市场

2.1 高标准化兼高集中度, 西快行业长期稳健增长

西式快餐具有高标准化、易连锁的特征。1) 西式快餐标准化程度较高。西式快餐的食品种类相对较少, 主要集中在汉堡、炸鸡、披萨等少数几种食品上。这些食品的制作方式相对简单, 经过标准化培训后大部分普通人就能熟练掌握半成品的烹调和搭配过程, 不需要中央厨房与专业化的厨师, 在节约人力成本的同时, 也具有较高的标准化程度和较强的可复制性。2) 西式快餐连锁门店管理体系较为成熟。作为舶来的餐饮品类, 西式快餐有较为成熟的餐饮经营理念, 更利于门店复制和品牌快速扩张。

表 3: 餐饮业各子赛道对比

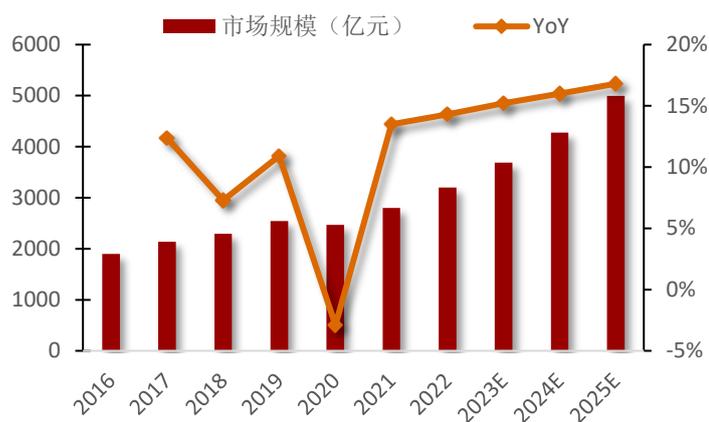
	正餐	西式快餐	中式快餐	现制咖啡
代表品牌	全聚德、海底捞	肯德基、麦当劳、塔斯汀、华莱士	老乡鸡、乡村基	瑞幸咖啡、星巴克、星巴克、幸运咖
客单价 (元)	100 元+	20-40 元	20-30 元	10-40 元
用餐场景	堂食、社交聚餐属性强	堂食、外带和外卖全场景	堂食、外带和外卖全场景	休闲社交空间、外带、外卖

标准化 较低 高 较高 高

资料来源：窄门餐眼，公司公告，招商证券

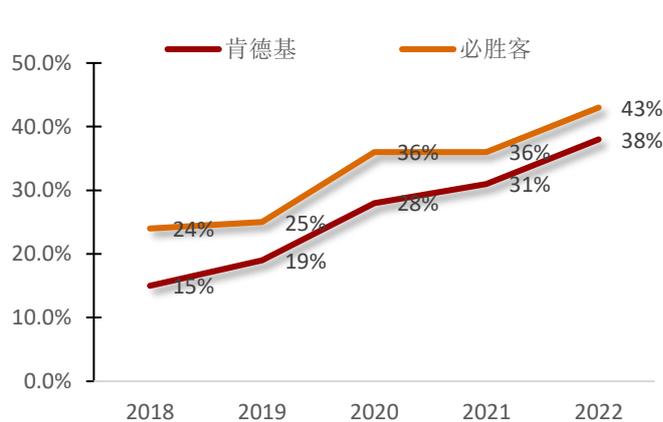
西式快餐受疫情影响较小，疫情期间外卖渠道增长迅速。根据艾媒咨询数据，2020年西式快餐行业受疫情影响出现了负增长。但由于西式快餐标准化程度高，适合外带外卖，进入2021年后市场逐步回温，市场规模达到2801亿元，同比增长了13.5%。2022年我国西式快餐的市场规模进一步增长14.3%，达到3201亿元。百胜中国公告显示，疫情期间肯德基&必胜客外卖渠道占比增长迅速。肯德基/必胜客外卖销售额比例分别为19%和25%；而在2022年，这一比例已经分别提升至38%和43%。

图 17：2016-2025 年西式快餐行业规模



资料来源：艾媒咨询数据、招商证券

图 18：2018-2022 年肯德基/必胜客外卖渠道占比



资料来源：公司公告、招商证券

23年上半年餐饮消费稳步增长，西式快餐疫后复苏明显。据国家统计局发布2023年上半年居民消费数据显示，上半年社会消费品零售总额22.8万亿元，同比增长8.2%，其中餐饮收入2.4万亿元，增长21.4%。西式快餐龙头业绩好转：上半年百胜中国实现总收入55.7亿美元，同比增加16%；净利润为4.86亿美元，同比增加166%；麦当劳财报披露，以中国为首的国际开发特许市场，同店销售额增长14%。

得益于西式快餐行业的快速复苏，西式快餐龙头开始加码开店。2023年上半年，麦当劳财报显示，截至6月份门店数已超5400家，麦当劳中国在媒体沟通会上表示，5年之后要达成“万店”目标；2023年10月，肯德基共有门店9733家，百胜中国在9月14日全球投资日大会上宣布RGM战略升级至“RGM2.0”，未来三年肯德基将保持每年1200家以上净增数加速扩店；本土汉堡品牌“塔斯汀”门店也呈现出爆发式的增长态势，极海数据显示，截至2023.10.14，品牌门店数已达5626家，近90天净开店552家。

图 19: 2022 年 7 月-2023 年 8 月社零餐饮收入



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 20: 肯德基宣布开启 RGM2.0 战略



资料来源: 公司公告、招商证券

2.2 西式快餐格局集中，本土平价品牌错位竞争

先发优势奠定龙头地位，肯德基、麦当劳双寡头领跑同业。根据公司招股书披露，从整个快餐行业的统计口径（包含中式快餐和其他快餐），以企业的整体性营业收入为衡量指标，19 年时肯德基的市场份额达到了 4.9%，而公司 A（即麦当劳）的市场份额为 2.7%，两家公司遥遥领先于其他品牌。1）不同品类相比：除炸鸡汉堡外，其他品类品牌本土化较差，受众小，难形成大型连锁；2）同类相比：以肯德基、麦当劳为代表的外来品牌和同类华莱士等低价本土品牌，两者客单价、定位客群均不同，而肯德基和麦当劳从盈利能力、产品品质和品牌力上均远高于后者。

表 4: 2019 年中国快餐市场前十大公司的排名及市场份额

	19 年系统销售额 (十亿元)	19 年市场份额	19 年底餐厅数量
百胜中国(KFC)	52.2	4.9%	6,534
麦当劳	29.0	2.7%	3,300
快乐星汉堡	10.7	1.0%	2,600
华莱士	9.9	0.9%	10,000
汉堡王	5.4	0.5%	1,300

资料来源: 公司招股书，招商证券

华莱士、塔斯汀等本土平价品牌通过价格定位、市场布局、产品差异化、功能区选址差异化错位竞争，在下沉市场拓店领先。

1) 价格定位: 华莱士、塔斯汀等品牌通常采用平价策略，定位 20 元附近价格带，提供性价比更高的产品，以满足下沉市场消费者的需求。而肯德基、麦当劳则更注重品质和品牌形象，价格相对较高，客单价 30 元左右；

2) 市场布局: 华莱士、塔斯汀等品牌在下沉市场布局较多，主要面向二、三线及以下城市的消费者。而肯德基、麦当劳则更侧重于一线城市和高端市场。根据窄门餐眼数据，截至 23 年 10 月 4 日，华莱士、肯德基、麦当劳和塔斯汀三线及以下城市占比分别为 47.97%/ 37.08%/ 32.05%/ 54.65%；

3) 产品差异化: 本土汉堡以塔斯汀为例，产品方面: 塔斯汀的汉堡胚是手擀的，

现烤现做，与传统的汉堡胚有所不同，更接近于“肉夹馍”的形态。此外，塔斯汀在馅料上也进行了创新，推出了北京烤鸭堡、梅菜扣肉堡、麻婆豆腐堡等具有中国特色的汉堡。这些汉堡不仅在口感上有所创新，同时也将中国元素融入到汉堡中，满足了消费者的本土化需求。门店方面：塔斯汀在门店形象上进行了升级，采用了中国红的色调、中国传统元素和毛笔字的运用，在众多西式快餐中别具一格。

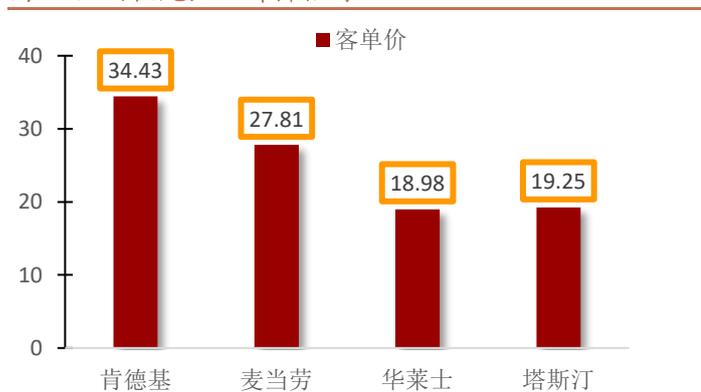
4) 功能区：肯德基和麦当劳商圈/住宅/办公场所多点发力，华莱士定位住宅区，塔斯汀定位学校/住宅两大场所。肯德基和麦当劳在商圈、住宅和办公场所等多个方面发力，提供了丰富多样的产品和服务，以满足不同消费者的需求。华莱士选址方面通常选择居民区附近，方便居民购买和享用美食。塔斯汀则主要定位在学校和住宅两大场所，满足学生和居民的需求。与华莱士有所区别的门店选址体现了对客户画像的不同定位，助力塔斯汀门店在下沉市场快速拓店。

表 5: 目前快餐市场主要品牌

	经营模式	中国大陆 开业时间	门店总数	客单价	主要分布城市线级	品牌特征
百胜中国 (KFC)	直营	1987	9733	34.43	一线及新一线(40.73%)、二线(22.19%)、 三线及以下(37.08%)	高端、知名的西式快餐
麦当劳	加盟	1990	6205	27.81	一线及新一线(49.54%)、二线(18.40%)、 三线及以下(32.06%)	高端、针对年轻人的西式快餐
华莱士	加盟	2001	20172	18.98	一线及新一线(24.69%)、二线(20.81%)、 三线及以下(54.50%)	低端、便捷的国产西式快餐
德克士	加盟	1994	2385	30.55	一线及新一线(23.19%)、二线(15.93%)、 三线及以下(60.88%)	中高端、脆皮炸鸡为特色的西式快餐
汉堡王	加盟	2005	1554	30.62	一线及新一线(56.18%)、二线(23.81%)、 三线及以下(20.01%)	高价、火烤特色的汉堡
塔斯汀	加盟	2012	5804	19.25	一线及新一线(30.10%)、二线(22.07%)、 三线及以下(47.83%)	低价的中国汉堡

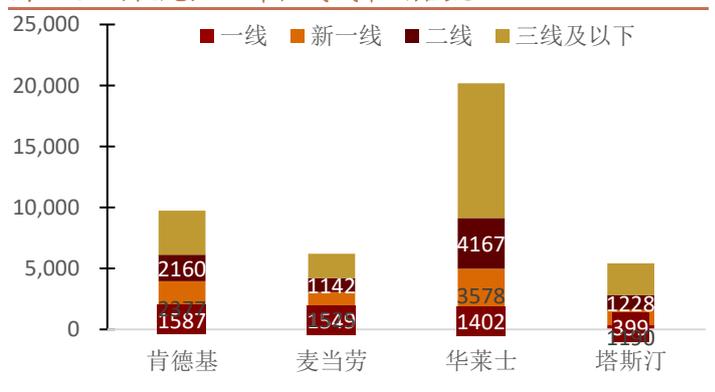
资料来源：窄门餐眼（数据截至 23/10/26），招商证券

图 21: 西快龙头品牌价格对比



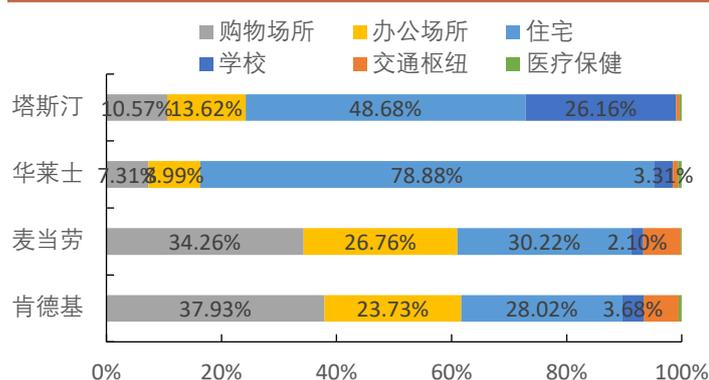
资料来源：窄门餐眼、招商证券

图 22: 西快龙头品牌各线城市门店数



资料来源：窄门餐眼、招商证券

图 23: 西快龙头品牌功能区分布对比



资料来源: 极海数据、招商证券

图 24: 塔斯汀汉堡胚、馅料、门店设计三重创新

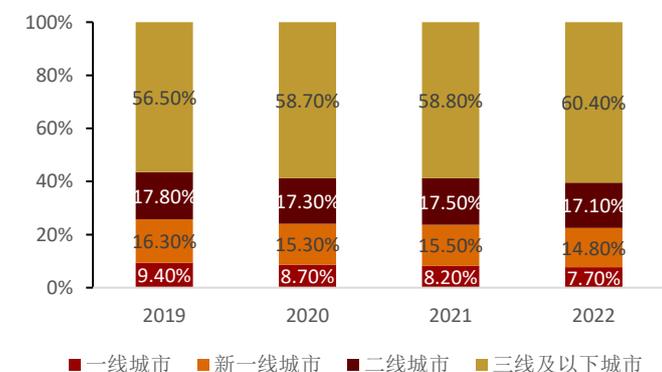


资料来源: 公开资料、招商证券

2.3 下沉市场尚未饱和, 西快品牌角力下沉市场

随着互联网用户不断下沉、城镇居民收入不断增长、小镇青年“脱域”, 西式快餐下沉趋势明显, 市场渗透率有望持续提升, 为行业增长贡献增量。据 QuestMobile 数据, 2022 年我国移动网民进一步下沉, 三线及其以下城市移动网民占达到 60.4%, 且用户规模维持在 7 亿量级, 互联网有效地缩小不同级别城市信息差, 小镇青年们也开始“脱域”, 追求现代都市人群的现代生活方式, 下沉市场的消费者对于西式快餐的需求逐渐增加。

图 25: 互联网用户不断下沉



资料来源: QuestMobile、招商证券

图 26: 小镇青年画像



资料来源: CBNdate、招商证券

一二线城市相对饱和, 下沉市场是未来的争夺重点。西式快餐龙头在一、二线城市的门店布局已经相对饱和, 近几年逐步发力发力三线及以下城市市场, 寻求新的增量。下沉市场逐渐成为餐饮品牌竞争的新焦点。随着消费升级和城市化进程的加速, 下沉市场的消费者需求逐渐得到满足, 而餐饮品牌也开始关注这一市场。在这个市场中, 价格和性价比成为重要的竞争因素, 因此塔斯汀和华莱士等本土品牌得以迅速崛起。此外, 下沉市场的消费者群体也有着独特的特征。他们通常对品牌的忠诚度不高, 更注重价格和性价比。因此, 对于餐饮品牌来说, 如何满足这一消费群体的需求, 成为他们在下沉市场取得成功的关键。

2020 年, 肯德基首家小镇模式餐厅在河南封丘县开业。肯德基的小镇模式是一种针对中国县域市场的特殊经营策略。在这种模式下, 肯德基会在一些较小的城

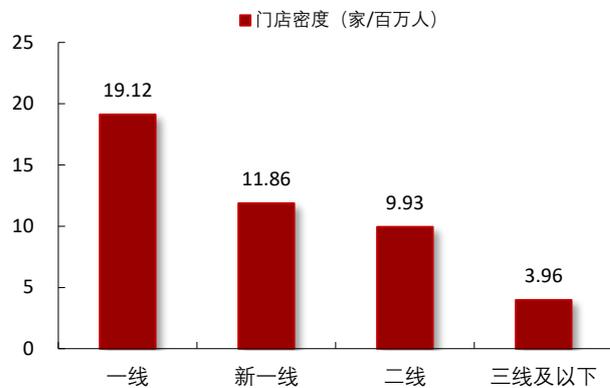
市或县城开设店铺，提供精选的常规菜单以及一些独有的菜品。这些店铺的装修风格简约时尚，通常设有儿童游乐互动区，以吸引家庭客户。小镇模式的店铺也会针对当地市场需求进行个性化的市场推广和产品定价，以更好地满足县域消费者的需求。

图 27: 2020 年肯德基首家小镇模式餐厅开业



资料来源: 公司公告、招商证券

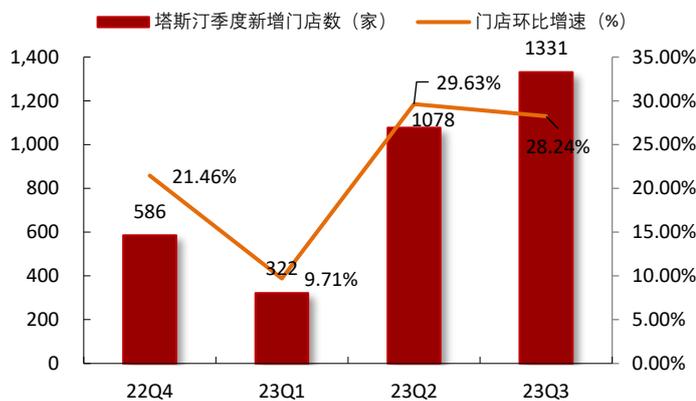
图 28: 肯德基各线城市门店密度



资料来源: 窄门餐眼、招商证券

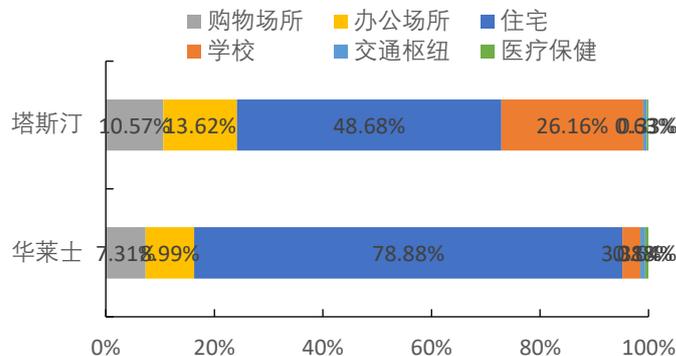
下沉市场竞争激烈，华莱士门店数率先破 20000，塔斯汀快速拓店抢占学生客源。在总门店数上，据极海的数据，华莱士率先突破 20000 大关，塔斯汀 2021 年有 454 家门店，到 2022 年四季度门店就达到了 3274 家，增长超 6 倍，2023 年二季度门店总数达到了 4694 家，单季度门店增长破千。从功能区分布上，同为本土平价品牌，塔斯汀更多的门店分布在学校周围。

图 29: 塔斯汀快速拓店



资料来源: 极海数据、招商证券

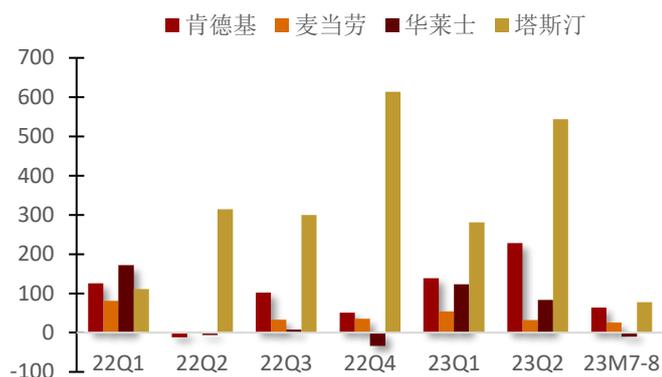
图 30: 塔斯汀、华莱士功能区分布对比



资料来源: 窄门餐眼、招商证券

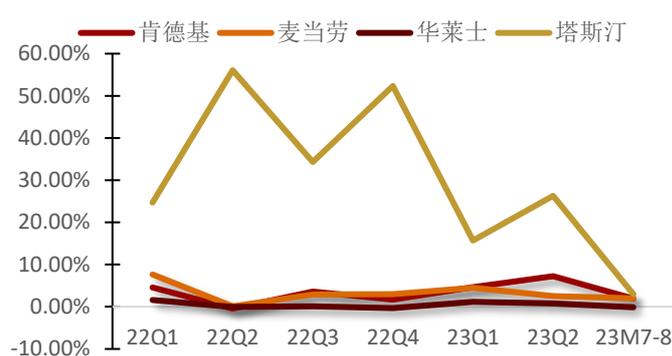
22 年以来，下沉市场拓店速度塔斯汀最快，肯德基其次，麦当劳拓店进度较为缓慢。塔斯汀在三线及以下城市布局了 2000 余家门店，成为 22 年以来下沉市场拓店速度最快的品牌，肯德基紧随其后，相比之下，麦当劳在下沉市场的拓店速度相对较慢。而华莱士经过了在下沉市场早期的快速布局之后，门店数已较为饱和，增长空间有限，因此门店拓展陷入停滞。

图 31: 汉堡龙头品牌三线及以下门店增长季度数据



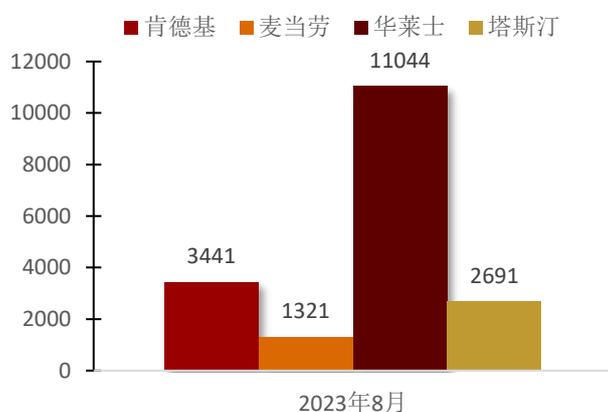
资料来源: 久谦中台、招商证券

图 32: 汉堡龙头品牌三线及以下门店增速季度数据



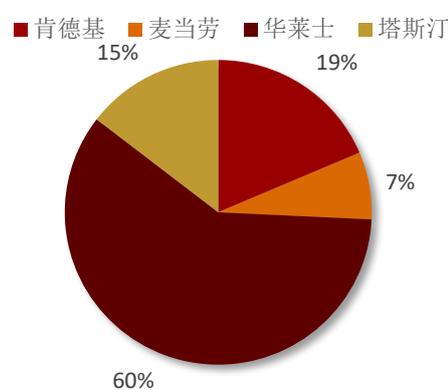
资料来源: 久谦中台、招商证券

图 33: 汉堡龙头品牌三线及以下城市门店数



资料来源: 久谦中台、招商证券

图 34: 汉堡龙头品牌三线及以下门店数量占比



资料来源: 久谦中台、招商证券

四大优势助力肯德基在下沉市场完成拓店目标。肯德基在下沉市场竞争优势在于品牌影响力、供应链管理、产品创新、营销策略和渠道拓展四大方面。

1) 品牌影响力和规模效应: 肯德基作为全球知名的连锁餐饮品牌, 具有强大的品牌影响力和规模效应。这使得肯德基在采购、物流、营销等方面具有优势。相比之下, 华莱士等本土品牌在这些方面难以与肯德基相竞争。

2) 供应链管理和品质控制: 肯德基拥有完善的供应链管理系统和品质控制体系, 能够确保在全球范围内提供一致的高品质产品。这些系统使得肯德基能够更好地应对市场需求的变化, 并确保食品安全和质量。相比于肯德基世界级的供应链管理, 华莱士等本土品牌在供应链管理和品质控制方面略显逊色。

3) 产品创新和差异化: 肯德基在产品创新和差异化方面具有优势。他们不断推出新品, 以满足不同消费者的口味和需求。此外, 肯德基的产品种类繁多, 并且定期会推出新品, 能够满足不同消费者的选择。相比之下, 华莱士等本土品牌的产品种类和创新能力难以与肯德基相媲美, 推新速度远逊于肯德基。

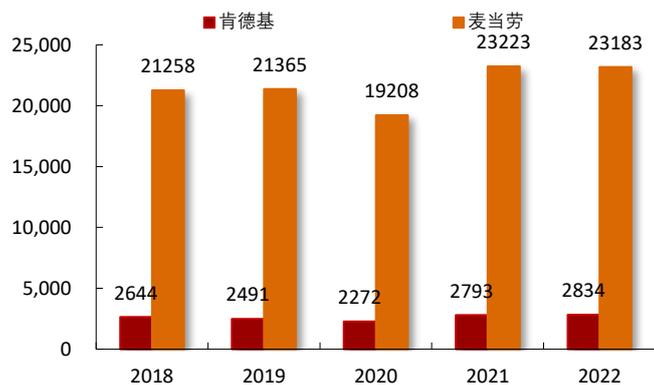
4) 营销策略和渠道拓展: 肯德基在营销策略和渠道拓展方面也具有优势。他们通过广告、促销、代言人等方式提高品牌知名度和影响力。此外, 肯德基在拓展新市场方面具有丰富的经验, 能够快速适应不同地区的文化和消费习惯。

三、竞争优势：品牌力+数字化+供应链，百胜中国竞争优势领跑同业

3.1 肯德基 vs 麦当劳：先发优势、本土化策略、拓店方式助力中国市场肯德基领先

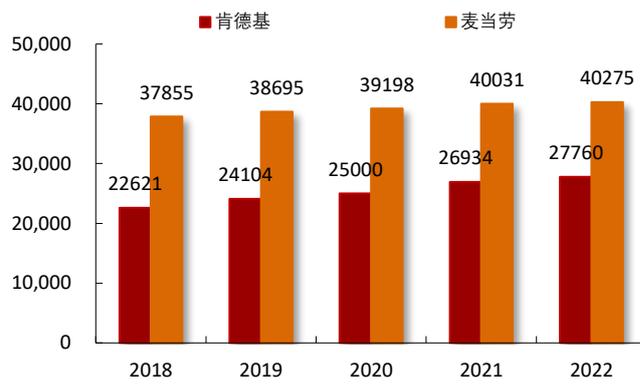
从门店数量和营收来看，麦当劳在全球范围领先。麦当劳由 Richard McDonald 于 1940 年创建，起初是一家出售汉堡、薯条和汽水的简餐店。经过多年的发展，麦当劳已成为全球最大的快餐连锁品牌之一。而肯德基则由 Harland Sanders 于 1930 年创立，起初是一家经营炸鸡的餐厅。通过多次扩展和变革，肯德基逐渐发展成为全球规模最大的炸鸡连锁店之一。截至 2022 财年末，麦当劳在全球拥有 40275 家门店，而肯德基为 27760 家。主要原因包括：主打产品的市场规模不同(麦当劳-汉堡, 肯德基-炸鸡), 麦当劳的特许经营费用率较低(麦当劳 4.6%, 百胜餐饮 5.6%)，以及标准化能力差异。

图 35: 肯德基&麦当劳全球营收对比



资料来源：公司公告、招商证券

图 36: 肯德基&麦当劳全球门店数对比



资料来源：公司公告、招商证券

先发优势、产品定位、本土化管理、积极开放特许经营使肯德基在中国市场领先麦当劳。

1) **先发优势。** 肯德基作为全球主要餐饮品牌之一，于 1987 年进入中国市场，成为第一家在中国开展业务的全球连锁餐厅。相比之下，麦当劳在 3 年后才进入中国市场，错过了与肯德基竞争的先发优势。由于肯德基在中国市场上的成功经营，麦当劳在进入中国市场时面临着更大的挑战。从历史发展来看，肯德基中国门店数持续领先麦当劳。截至 2023 年 6 月，肯德基在中国共有 9562 家餐厅，麦当劳仅有 5400 多家。

2) **本土化管理。** 肯德基管理团队本土化，创新能力更强。百胜大胆使用本土化管理团队：百胜最初进入中国便开始使用本土团队。而麦当劳中国区高管团队长达十九年均为美国人。从世界范围内来看，麦当劳营收和门店数均保持领先，因此在进入国内市场时选择了使用外籍团队管理，并且外籍高层同意后仍需提交文件通过总部审批，导致缺乏快速响应市场的能力。相比之下，肯德基在中国市场初期就提出了“立足中国，融入生活”和“打造新快餐，为中国而改变”的口号，建立了以华人、华裔为主的管理团队，并对本地分公司授予了极大的自主权。

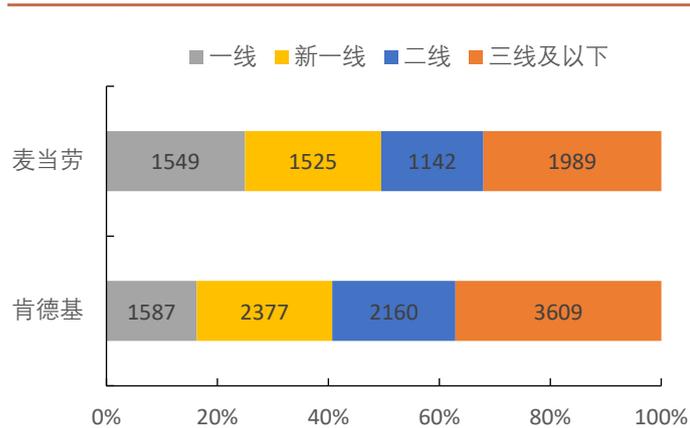
表 6: 肯德基&麦当劳管理层变迁

肯德基			麦当劳		
时间	CEO	国籍	时间	CEO	国籍
1998-2015	苏敬轼	中国	2005-2009	Jeffrey Schwartz	美国
2015-2016	Micky Pant	美国	2009-2015	曾啓山	新加坡
2016 至今	屈翠容	中国	2015 至今	张家茵	中国

资料来源: 公司公告, 招商证券

3) 扩张策略: 加盟助力扩张, 肯德基下沉、区域拓展领先: 肯德基入华之初便重视下沉和全国开拓。在新一线及以下城市和中西部地区拥有领先的品牌势能和供应链布局。据窄门餐眼数据, 截至 2023 年 10 月 4 日, 肯德基三线及以下城市门店数占比达到 37.1%, 对比麦当劳高出 5pct。 **特许经营模式主力肯德基高速扩张:** 2016 年以来麦当劳关闭了特许经营通道; 肯德基目前仍以直营为主, 未来会进一步开放加盟, 提升扩张速度。根据公司 RGM 2.0 战略的规划, 未来新店中加盟店的占比目标达到 15%-20%。

图 37: 肯德基&麦当劳分线城市门店分布



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 38: 肯德基&麦当劳门店分布对比



资料来源: 窄门餐眼, 招商证券

综合来看, 肯德基依然是中国本土化和创新的领先者: 目前肯德基在门店拓展、产品创新、数字化创新等方面仍然领先麦当劳。1) 门店拓展: 肯德基在中国市场的门店数量已经超过了麦当劳, 而且肯德基还在不断扩大其门店规模。在中国市场, 肯德基的门店拓展策略更加灵活和多样化, 可以在不同城市和地区开设不同类型的门店, 以满足当地消费者的需求。2) 产品创新: 肯德基在中国市场上的产品创新也比麦当劳更加出色。肯德基一直致力于推出新产品, 以满足中国消费者的口味和需求。例如, 肯德基最早推出了豆浆油条、鸡肉卷等中式早餐和快餐, 这些产品深受中国消费者的喜爱。3) 数字化创新: 肯德基在中国市场上的数字化创新也比麦当劳更加领先, 现在已经形成了一套完整的数字化运营体系。

3.2 产品矩阵：本土化和持续推新增强肯德基品牌实力

本土化产品提高品牌吸引力助力肯德基打开中国市场。自肯德基进入中国市场开始，产品本土化就一直一直是肯德基的一个重要战略。由于西式快餐口味与中国人的消费偏好具有一定差异性，肯德基迅速放弃了“洋快餐”的战略，而是采用中西结合的方式针对中国消费者的口味偏好进行新产品设计，推出了老北京鸡肉卷、十全如意沙拉、香菇鸡蛋粥、猪柳蛋汉堡等多款本土化产品，中西结合的产品矩阵使得肯德基在早年快速获得了中国消费者的认可，有效地增强了品牌的吸引力。2008 年，肯德基推出本土化的经典爆品川辣嫩牛五方，获得了消费者的青睐，如今，肯德基仍在持续推出本土化产品以吸引中国消费者。

图 39：肯德基本土化爆品嫩牛五方



资料来源：公司官网，招商证券

图 40：肯德基本土化产品卤辣辣卤鸭鸭风味鸡腿堡/卷



资料来源：公司官网，招商证券

产品持续推陈出新，提高创新研发能力保持品牌竞争力。除了本土化以外，肯德基还通过对产品的持续推陈出新持续制造热点并保持品牌生命力。目前百胜中国在上海拥有 2.7 万平米的研发中心以及超 40 人的研发团队，2019 年所有品牌开发新品原型超 1900 道，推出新品约 400 款，2020 年-2022 年所有品牌年均推出超过 500 款新型及相关改良的产品。此外，肯德基于 21 年推出的新品汁汁牛肉汉堡和 22 年推出的新品蜜汁全鸡销售增长强劲，目前收入均超过 1 亿美金，两者合计占肯德基收入超 6%。对比肯德基与麦当劳 2019-2022 年的部分新品，可以发现肯德基的新品的品类更多，本土化做的更好，通过持续推出了多款诸如热干面、螺蛳粉、小龙虾、小笼包、烧饼等符合本土口味的新菜品，有效提高了品牌的吸引力。

表 7：对比麦当劳，肯德基在产品本土化与推陈出新上做得更好

时间	肯德基	麦当劳
2019 年	干煸风味小龙虾烤鸡堡、碳烤鸡腿帕尼尼、咸蛋黄流心可颂、泡菜肥牛鸡腿堡、榴莲爆浆鸡块	安格斯菠萝厚牛堡、椒盐金脆鸡翅、抹茶口味华夫桶
2020 年	星级厚作和牛堡、酸奶奶冻牛乳茶、厚蛋烧帕尼尼、植培黄金鸡块、榴莲芝士鸡腿堡	双层黑椒牛肉堡、鳕鱼金砖、热带果果气泡饮
2021 年	百利甜酒、肯德基小笼堡、柠檬精算算气泡饮、香辣红油小串桶、热干面、螺蛳粉、汁汁牛堡	安格斯厚牛堡（意式黑醋烧烤）、金菠萝雪芭
2022 年	黑椒牛排法风烧饼、小笼包、黄金 spa 鸡排堡、小龙虾汉堡、鸭架	珍珠奶茶派、芭比 Q 脆汁鸡、浓浓高达芝士双层芝士堡

2023 年

香辣小龙虾塔可、糯辣辣糯鸭鸭川香鸡腿堡/卷、
川辣口水鸡汉堡、湘辣小炒牛肉汉堡

麦麦脆鸡球、椒麻江湖脆汁鸡、
麻酱芝士板烧鸡腿堡

资料来源：公司官网，招商证券

肯德基、麦当劳定价更高，塔斯汀以平价的中国汉堡定位差异化竞争。目前西式快餐主要分为两种定位差异化竞争，第一种是以肯德基、麦当劳为代表的国际品牌，它们于上个世纪进入中国市场，主要布局于高线城市，因此客单价相对较高；第二种定位是以华莱士、塔斯汀为代表的本土品牌，它们起步于二线及以下城市，通过相对较低的价格抢占下沉市场，与肯德基、麦当劳竞争。其中，塔斯汀以创新的手擀中国汉堡与前两者差异化竞争，根据公开资料，塔斯汀汉堡的饼胚传承自中国传统面食制作的冷发工艺，塔斯汀汉堡的每一个堡胚，都是由手擀制成，从和面到制胚擀胚再到送入烤箱现烤，整体制作过程秉承了中国传统面点的制作工艺，使得制作出来的饼胚口感劲道柔韧，成为塔斯汀的独特竞争优势。

表 8: 肯德基、麦当劳相比本土新兴品牌定价更高

产品	肯德基	麦当劳	塔斯汀	华莱士
香辣鸡腿汉堡	19.5	22.0	16.0	15.0
薯条	12.5	13.0	10.0	10.0
可乐	10.0	9.5	6.0	7.0
鸡翅	12.5	13.5	10.0	12.0
单人套餐	31.0	33.0	23.9	15.8
多人套餐（三人份）	96.0	99.0	70.0	45.9
整体	34.0	28.0	18.0	18.5

资料来源：公司官网，招商证券，产品价格以上海地区堂食为例

3.3 数字化：多元化数字生态领跑行业

百胜中国在餐饮数字化多方面均是行业的领先者。以肯德基为例，早在 2007 年就上线了宅急送服务。此后，他们不断在数字化领域进行探索和创新。2013 年起，百胜中国率先启动手机自助点餐的探索，2015 年全线接入移动支付，2016 年整合超级 APP。近年来，他们更是加大了数字化的力度，通过大数据与 AI 技术对接，提高运营效率，提升消费者体验。如今，数字化已经成为百胜中国的重要战略之一，为企业的发展提供了强大的支持。根据公司财报，截至 2023 年第二季度末，肯德基和必胜客的会员数量已超过 4.45 亿，会员销售额约占系统销售额的 66%；同时，数字订单的比例已经达到了约 90%。

表 9: 百胜中国数字化历程

时间	事件
2007 年	开始布局外卖，中国餐饮业外卖领军企业
2015 年	成为最早与美团和饿了么等 O2O 外卖平台合作的餐饮企业之一
2015 年	中国首家推出自有 APP 的快餐品牌（麦当劳 APP2017 年上线）
2015 年	最早接入支付宝移动支付的餐饮品牌之一
2016 年	首个引入人工智能的餐厅，与百度合作开设机器人点餐服务以及人工智能概念店

2017 年	全球范围内首个人脸支付商用试点
2018 年	最早推出扫码桌边付的餐厅（必胜客）
2020 年	疫情期间率先推出无接触配送
2021 年	上海、南京、西安三地的数字化研发中心正式启用
2022 年	推出智能点餐系统，通过缩短顾客等待时间及显示实时订单状态改善客户体验

资料来源：公司官网，公司公告，招商证券

数字化提高品牌服务水平与运营效率。自 2015 年起公司开展了多项数字化业务有效地提升了品牌的运营效率，涉及全方位虚拟餐厅、数字点餐、数字化人脸识别支付、会员体系以及外卖配送等多项业务。在这之中肯德基以 APP 为入口搭建多维度、多元的数字化生态系统，在开展针对性营销的同时，延伸各类消费场景与渠道以优化消费者体验，有效提升用户粘性、付费率并深度挖掘用户价值。基于海量的会员数据以及交易数据，肯德基得以将数字化技术运用在门店服务、精准营销、经营决策等多种业务场景中，有效地提升了运营效率。

表 10：对比麦当劳、星巴克，肯德基通过 app 为入口搭建多维度、多元化的数字化生态系统

品牌	功能	介绍
肯德基	点餐	外卖及线上点餐服务
	付费会员	包括大神卡、咖啡包月卡、百胜会通吃卡等卡片权益
	卡券中心	包含优惠券、充值卡
	囤囤券	会员优惠产品券售卖
	V 金福利社	通过消费积分（V 金）兑换优惠券或实物权益
	KFC 在家做	自在厨房产品售卖
	商城	生鲜水果、方便速食、休闲零食、厨房用品等售卖
	企业专送	为企业提供团餐
	APP 专享福利	包括省钱红包、新品小红盒等优惠活动
	麦当劳	点餐
麦金会员		付费会员
卡券中心		包含到店券、外送券等
麦麦商城		消费积分兑换和卡券售卖
星巴克	点餐	线上点餐、外卖
	星会员	付费会员
	卡券中心	包含好礼券、星礼卡、星礼包

资料来源：各品牌 APP，招商证券

1) 前端数字化布局：助力门店降本增效，提高客单价

百胜中国在前端的数字化布局主要体现在点餐、支付和会员运营等方面。他们通过推出手机自助点餐服务、桌边扫码点餐以及微信专属小程序等方式，为消费者提供了方便快捷的数字化点餐选项。此外，百胜中国还与支付宝、微信支付等数字化支付平台合作，丰富了消费者数字化支付的途径。这些数字化手段不仅提升了公司的运营效率，也改善了客户体验，增加了客户粘性。

前端数字化布局助力门店降本增效。具体来说，数字点餐及支付技术在减少客户等待时间的同时，也减少了公司现金管理所需的人员，降低了点餐及现金管理的相关成本并降低了与现金管理相关的潜在风险。而超级 APP 的平台化设计则充分提升了用户的停留时长和使用场景，对提高顾客忠诚度、改善用餐体验发挥重要作用。截至 2022 年 12 月，数字化订单占肯德基及必胜客总的餐厅收入约 89%。

外卖占比提升带动肯德基客单价提升。1) 菜单价格上调：涨价幅度每年约为

2%-3%，反映在产品单价上。2) 外卖业务占比增加：19 年外卖业务仅占 20%，但去年已接近 40%。这个变化实际上导致了肯德基客单价的提高：对于线下点餐，客单价大约为 30 元，但由于外卖服务需要收取 9 元的配送费，许多消费者会选择额外添加一些食物或与朋友合单，使得外卖的客单价往往达到 60-70 元。同时，配送费也会计入客单价中。

图 41：百胜中国数字化布局

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
全方位虚拟餐厅	肯德基超级APP (市场测试)	肯德基入驻天猫	必胜客超级APP 必胜客入驻天猫					
数字点餐		肯德基手机自助点餐		必胜客 桌边扫码点餐	肯德基自助点餐	必胜客外带自取		品牌间积分互通
数字化及人脸识别支付	支付宝首批连锁餐厅	微信支付	刷脸支付		神钱包			
会员		肯德基会员	必胜客会员	肯德基/必胜客付费专享会员	跨品类权益	网络直播	推出肯德基挚友卡	百胜会通吃卡
配送(自有及第三方)	与美团、饿了么合作			外送2.0 自动派单	外送3.0 商圈骑手共享	率先推出无接触 配送 多品牌平台		肯德基外带自取
营运				员工智能手表	员工口袋经理APP	店内物联网		

资料来源：公司公告，招商证券

2) 后端数字化布局：物流和库存管理数字化助力打造世界级供应链

百胜中国在后端的数字化布局主要体现在物流管理和库存管理等方面。他们通过建立一套量身定制的物流管理系统，实现了对产品的端到端追踪，优化了运输路线，运用了物联网及 GPS 技术实时追踪所有卡车并收集卡车的数 据，以确保产品质量及食品安全。此外，他们的数字化系统也可以做到对每家门店的库存、菜单产品等进行实时跟踪，通过优化存货管理来实现成本效益。

图 42：百胜中国供应链数字化质量管理体系



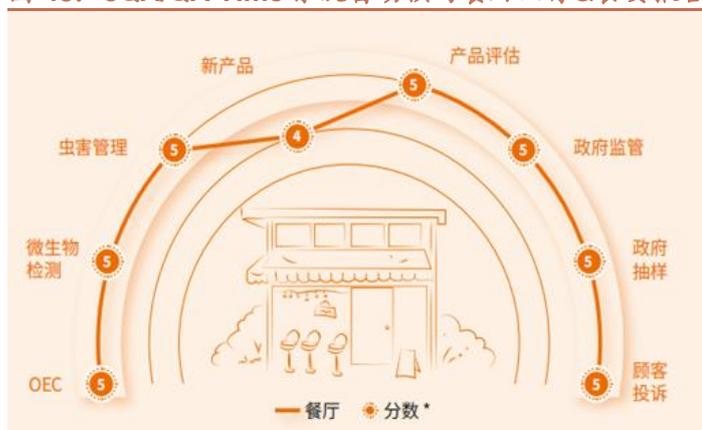
资料来源：公司公告，招商证券

百胜中国探索 AI 在餐饮行业应用的多种可能性。一方面，百胜中国积极利用 AI 技术重塑整个消费者旅程。通过决策式 AI，百胜中国已经实现了个性化 APP 和小程序用户体验的优化，从而推动销售收入的提升。在收集客户反馈方面，百胜公司利用客户体验调查系统 (GES) 作为其顾客反馈渠道之一，以便及时收集顾

客意见。该系统将顾客评分作为评估门店绩效的重要标准之一，以此激励门店不断提高服务质量。在 2022 年，百胜对 GES 系统进行了升级优化，引入了图片上传与分析功能。每月平均采集 2.5 万张图片，这些图片分析对文字留言形成了更好的补充与详细说明。此外，百胜还配套了人工智能（AI）分析系统，能够自动对产品问题进行归类分析。这样，百胜可以实现顾客问题的定制化解决，以及服务质量的精准化提升。

未来，私域运营、点餐履约和客服支持等领域也将逐步引入 AI 技术以进一步提高用户体验。另一方面，最新的 AI 技术已被用于创新业务场景和解决方案，例如数字人直播等，以此打造“智慧餐饮”的品牌形象。同时，百胜中国还运用当前流行的生成式人工智能技术（AIGC），全面提升一线员工的工作效能，在提升门店效率、赋能员工和发掘新的业务场景方面发挥作用。

图 43: eQA/QA Time 系统自动撰写餐厅画像&食安报告



资料来源：《百胜中国可持续发展报告 2022》，招商证券

图 44: IoT 冷链全天候实时监测与全网化管理



资料来源：《百胜中国可持续发展报告 2021》，招商证券

3.4 供应链：多元化数字生态赋能运营

与本土供应商长期合作锻造成本优势。供应链管理是餐饮业的生命线。对于百胜中国而言，打造世界级的供应链，不仅保障了其业务的稳定发展，更是其快速拓展门店的坚实护城河。百胜中国着力培养长期合作的本地供应商。对于关键食材，百胜中国通常会指定供应商并订立长期协议，构建独家专属供应条线，以确保原料供给的稳定与安全。

以鸡肉原材料供应商圣农为例，在 90 年代，肯德基和圣农发展建立了合作关系，肯德基提供了养殖观念、养殖标准、技术和订单；2009 年圣农成为了肯德基战略合作伙伴，2015 年成为了麦当劳鸡肉供应商；此外，2021 年，百胜中国更是收购了圣农发展 5% 的股权来强化供应链。截至 22 年底，百胜中国本土供应商比例达到 98.7%。面对近年来鸡肉价格上涨的挑战，百胜中国依然能够保持原材料成本的相对稳定，这背后少不了其灵活且强大的供应链的功劳。通过与上游供应链合作，以及充分利用原材料等创新解决方案，百胜中国成功克服了价格通胀带来的挑战。

表 11: 肯德基、麦当劳部分供应商对比

食品	肯德基	麦当劳
----	-----	-----

鸡肉	圣农、凤祥、大成亚洲、大用元盛、泰森、嘉吉蛋白	圣农、铭基、泰森、嘉吉蛋白
培根	荷美尔	荷美尔
薯条/土豆泥	辛普劳	辛普劳、麦肯 McCain
米面粮油	益海嘉里、千味央厨	嘉吉粮油、益海嘉里
面包	嘉顿 Garden、曼可顿（属于宾堡集团）	怡斯宝特
牛奶	三元、发喜、蒙牛	三元、光明
酱料	味可美、卡夫亨氏、宝立食品	味可美、宝立食品

资料来源：公司官网，窄门餐眼，招商证券

强化源头管理，打造全链条食品安全和质量管控体系。百胜要求供应商制定有效的上游供应商审批和监控程序，对其原材料食品安全相关风险进行全面辨识，有效管控。以主要原材料鸡肉为例，百胜中国通过运用电子化农场信息系统进行动态管理及追踪，实现了对兽药及百胜中国指定养殖场的电子化信息备案和监控。这种做法能够更好地追踪和监测鸡肉生产过程中的所有重要环节，从而确保食品质量安全可靠。同时，百胜中国还对养殖场进行飞行检查和原料食品安全检测，对其绩效进行评估，推动源头管理升级。通过这些措施，百胜中国确保了鸡肉的来源可靠性，并符合所有食品安全和质量标准。这也为百胜中国在中国的发展提供了坚实的保障，并使消费者对其品牌的信任度不断提高

表 12: 百胜中国供应商管理

食品	供应商
标准	百胜借鉴全球食品安全倡议（GFSI）认可的标准，优化升级了供应商追踪评估和认可（STAR）审核标准，同时鼓励供应商取得食品安全和质量管理体系类的认证。
培训	百胜每年针对所有食品供应商举办供应商 STAR 培训，帮助供应商了解和遵守百胜中国的最新相关要求。2022 年，百胜开发了共计 14 门面向食品供应商的 STAR 食品安全审核标准在线培训课程。
审核	百胜通过 STAR 审核验证供应商的食品安全和质量管理体系以符合百胜的要求。2022 年，百胜对供应商进行了 290 多次食品安全审核和 180 次质量飞行检查。
抽检	百胜制定原材料年度抽检计划，定期对供应商产品进行抽样检测，确保符合标准要求。2022 年，百胜对 350 多种关键原材料进行了食品安全抽样检测，涉及 154 家供应商
绩效评估	百胜建立了供应商综合绩效评估体系，按季度对供应商进行食品安全和质量绩效评估。百胜根据评估结果，对供应商实施分级管理，针对性制定改进措施，推动供应商优化改进。

资料来源：《百胜中国可持续发展报告 2022》，招商证券

数字化赋能供应链管理。另一方面，百胜中国也在通过智能网络规划和自动化技术提升供应链的敏捷性、高效性和可靠性。近年来，公司启动的多模式交付方法增加了供应链的灵活性。而自动化解决方案的引入则帮助整个物流体系的存储能力提高了 50%，交付时间缩短了一半，并提高了运营效率 45%。这一系列举措不仅进一步提升了百胜中国的运营效率，同时也开始为第三方提供物流、采购和质量咨询服务等新业务。

图 45: 百胜中国智慧供应链



资料来源: 公司公告, 招商证券

展望未来, 百胜中国将持续增强供应链基础设施和数字化能力。百胜中国首席财务官杨家威表示, 将在未来三年总资本支出约为 35 亿至 50 亿美元, 这些支出将用以发展和完善门店网络, 增强供应链基础设施和数字化能力。2022 年, 百胜中国供应链管理中心项目开工。该中心落户上海, 包括常温仓储区, 低温冷链区, 将作为从华东辐射 全国的重要冷链整合支点, 进一步升级物流网络。同年, 百胜中国南宁智慧供应链运营中心项目正式开工, 计划建设约 22,000 平米高标准仓储及现代物流配套设施, 引入最新冷链科技和智慧数字物流管理技术。目前, 百胜中国在全国拥有 33 个物流中心, 并计划在未来的 3-5 年内将这一数字增至 45-50 个。其中, 自有物流中心将占到约 30%。

图 46: 2022 年百胜中国供应链管理中心项目开工

图 47: 2022 年南宁智慧供应链运营中心开工



资料来源: 公司官网, 招商证券

资料来源: 公司官网, 招商证券

3.5 营销创新: “疯狂星期四” 与宝可梦联名成出圈典范

从意外走红到主动营销, “疯狂星期四” 为肯德基赢得长期流量。“疯狂星期四” 是肯德基发起的会员促销日, 在每周四, 肯德基会挑选部分产品以极低的价格在各个渠道出售, 以提高传统工作日销售额。2018 年肯德基起办“疯狂星期四” 一直反响平平, 直到 2021 年, “疯四文学” 在网络上自发兴起, 成功地吸引了年轻群体的关注, 让他们在自己的私域社群中分享和传播“疯狂星期四”。创作者们无意中成为了自发性、无偿性的品牌营销人员, 推动了“疯狂星期四” 的火

热，叠加肯德基官方亲自玩梗、主动营销“疯狂星期四”，成为了肯德基的一项重要营销策略。“疯狂星期四”与每周固定的星期四时间节点紧密结合，使得“疯狂四文学”具有可持续性的生命周期，能够为肯德基带来稳定的流量，这是其他竞争者难以复制的竞争优势。

表 13: 肯德基疯狂星期四产品及折扣力度

产品	原价	“疯狂星期四”折扣价	折扣力度
吮指原味鸡	12.5 元/块	29.9 元/4 块	-40.2%
黄金鸡块	12.5 元/5 块	19.9 元/20 块	-60.2%
热辣香骨鸡	12.5 元/3 块	19.9 元/15 块	-68.2%
老北京鸡肉卷	18.5 元/个	19.9 元/2 个	-46.2%
葡式蛋挞	8 元/只	29.9 元/8 只	-53.3%

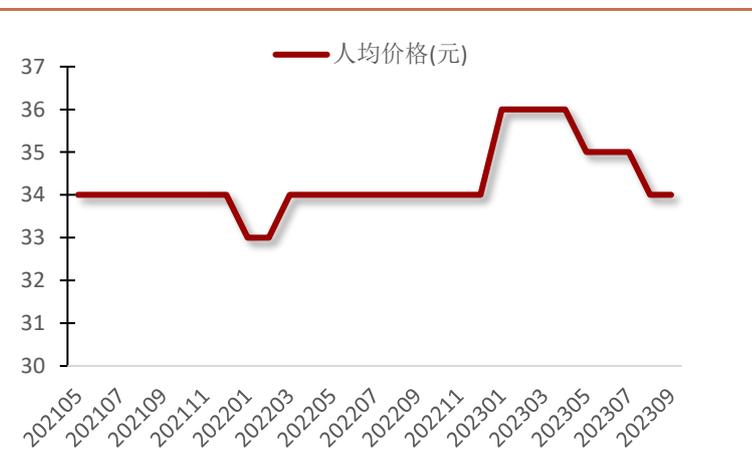
资料来源：公司官网，招商证券

图 48: 肯德基主动营销“疯狂星期四”



资料来源：公司微博，招商证券

图 49: 肯德基月度客单价保持稳定



资料来源：久谦中台，招商证券

图 50: “疯狂星期四”百度搜索指数



资料来源：百度指数，招商证券

联名营销打造年轻化品牌形象提升品牌热度，缩短了年轻用户与品牌的距离感。肯德基作为最早进入中国的西式快餐品牌，早年的先发优势使得肯德基在消费者心智中成为了西式快餐的代名词，通过多年的经营在广大消费者中建立起良好的声誉和广泛的知名度。例如，22 年推出的儿童节“可达鸭”玩具火爆市场，选中了具有童年回忆和呆萌形象的载体，吸引了儿童和成年人客户。23 年儿童节，

肯德基与三利鸥合作推出趣味玩具，订单量高达 850 万，创下单日历史新高。这种营销策略使得肯德基品牌历久弥新。2016 年以来，肯德基开展多维度营销创新，包括：更换 IP 形象，渗透游戏、音乐等圈层，签约流量明星等等，在使得肯德基拥有了更为年轻化的品牌形象的同时，也进一步提升了品牌热度，延缓了品牌老化。同时，肯德基通过与抖音等线上平台合作，实现肯德基的产品能力、线下门店规模与抖音平台的传播能力、线上内容生态的优势叠加，让货品与内容、实体经营与线上流量互为承接与支撑。

图 51：肯德基从多维度营销渗透 Z 世代圈层（游戏、音乐、动漫、追星等）



资料来源：官方微博，招商证券

3.6 开业空间&单店模型: 肯德基仍然有约 50%的开店空间，UE 成熟稳定利于后续扩张

根据分线城市测算，肯德基未来开店空间有望达到 16946 家，仍有约 50%以上的开业空间。

- 1) **一线城市**：门店数量趋于饱和，未来加密空间不大。目前肯德基基本已经实现商场全覆盖，未来计划往社区店加密。百胜假设未来渗透率达到 20 家/百万人，未来开店空间为 73 家。
- 2) **新一线和二线城市**：考虑经济发展情况，假设未来新一线和二线城市的门店密度有望追赶一线城市。中性估计下未来渗透率分别为 18 家/百万人和 16 家/百万人，开店空间分别为 713 家、1080 家。
- 3) **三线及以下城市**：渗透率远低于高线城市，提升空间较大。根据调研，公司认为中国有 3000 个左右城镇具备进入潜力，目前肯德基已经在 1900 余个城镇开设门店，仍有 1100 个城镇是完全空白的市场。中性估计下假设未来渗透率有望达到 9 家/百万人，开店空间为 3609 家。

综上，肯德基未来餐厅数量有望达到 16946 家，与当前 9733 家门店相比，仍然有约 50%以上的开店空间。2026 年公司计划开业门店达两万家，其中肯德基未来新店中加盟模式门店占比降达 15%-20%，加盟模式有望助力后续公司加速实现下沉市场门店拓展。

表 14: 肯德基开店空间

	门店数	占比	常住人口 (万人)	门店密度 (家/百万人)	未来密度 (家/百万人)	未来门店总数	开业空间
一线	1587	16.3%	8300	19.12	20	1660	73
新一线	2377	24.4%	20042	11.86	18.00	3608	1231
二线	2160	22.2%	21758	9.93	16.00	3481	1321
三线及以下	3609	37.1%	91075	3.96	9.00	8197	4588
总计	9733	100.0%	141175	6.89		16946	7213

资料来源: 公司官网, 招商证券

肯德基单店模型成熟稳定, 便于复制和扩张。参考 23 年数据进行测算, 肯德基日均收入约为 1.7 万元, 客单价 34 元。成本端方面, 原材料成本占 31.0%, 经营成本约占 51%, 其中, 人工/房租/其他成本分别占比 26%/9%/15.6%。综上所述, 公司单店 op margin 约为 18.9%, 盈利能力较强, 回报周期约为两年, 且具备较强的异地复制能力, 整体来看模型成熟且稳定。

表 15: 肯德基及同业单店模型对比

(单位: 万元)	肯德基	塔斯汀	瑞幸咖啡
前期投入 (万元)	250	70	50
营业收入 (万元/月)	51	30	19
日收入 (元)	17000	10000	6406
日单量	500.0	526	513
客单价 (元)	34.0	19	12.5
原料成本 (月)	31.0%	50%	38%
经营成本 (月)	50.7%	31.5%	38%
人工成本	25.5%	13.3%	14.0%
房租成本	9.0%	4.5%	8.2%
其他成本	15.6%	13.7%	16.3%
经营利润率 (月)	18.9%	18.5%	23.1%
营业利润 (万元/月)	9.6	1.8	4.4
投资回收期 (月)	25.9	12.6	11.2

资料来源: 公司公告、草根调研、招商证券测算。注: 其他成本主要包含配送费、折旧及摊销以及能源水电, 肯德基配送费计入人工成本, 模型仅供参考。

四、投资建议及盈利预测

基本面判断: 核心品牌肯德基拓店边际加速, 多重优势保障同店稳健增长。

1) **拓店加速:** 23 年 9 月百胜宣布将启动 RGM 2.0 战略: 计划到 2026 年门店数量达 20000 家。Q3 百胜净开 500 家门店, 环比+78 家 (KFC/必胜客: 355/130 家, vs23Q2: 323 家/89 家, vs19Q3: 145 家/3 家)。公司将全年开店计划从 1100-1300 家上调至 1400-1600 家。高线城市通过 Mini 店等小面积门店加密, 下沉市场则通过大面积门店降低投资成本。同时公司进一步开放加盟, 预计未来 15%-20% 的新门店将为加盟, 主要覆盖大学、高速公路服务中心、旅游景点和加油站等战略位置以及偏远地区。

2) **同店增长: 品牌力+数字化+供应链保障肯德基稳健经营, 创新力是未来同店**

增长核心动力源。

品牌力: 作为全球快餐龙头, 肯德基最先进入中国市场, 完成消费者教育, 成为西式快餐代名词, 牢牢占据用户心智。

数字化: 肯德基数字化体系贯穿前端和后端。前端来看, 截至 23Q3, 数字订单占肯德基&必胜客收入比重从 16Q4 的 17% 提升至 23Q3 的 89%; 后端来看, 数字化赋能供应链管理和运营决策, 通过对供应商管理、物流管理、库存管理、用户反馈收集等方面的数字化, 将后端全流程细致拆解做到精细化实时管控。

供应链: 公司着力培养长期合作的本地供应商并订立长期协议, 构建独家专属供应条线, 以确保原料供给的稳定与安全。

创新力: 产品创新+营销创新+模式创新。1) 行业领先的推新速度是维持客户黏性和引流新顾客的重要保障; 2) “疯四”+出圈联名活动, 肯德基将品牌营销成社交名片; 3) 门店模式和业务模式创新精准定位顾客需求提升店效。

投资建议: 百胜中国作为国内西式快餐龙头企业, 先发优势明显, 在行业拥有强大的竞争优势和品牌影响力。疫情期间, 公司业绩彰显出了经营韧性, 得益于西式快餐行业在疫情后的显著复苏, 未来肯德基拓店有望加速, 品牌力、数字化、供应链、创新力多重竞争优势保障肯德基未来同店稳定增长, 并且于下沉市场具备广泛开业空间。长期来看, 肯德基依旧为拓店主力, 年均千店开业及同店小幅增长有望成为未来业绩增长的主要驱动力, 我们看好公司长期业绩维持双位数以上增长, 目前公司处于估值底部, 且管理层重视股东回报及派息, 后续有望持续贡献稳定收益。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别达到 59.4/69.3/76.5 亿元, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 16: 百胜中国盈利预测

单位: 百万元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入		67623	66755	80125	90246	98871
	yoy	19.24%	-2.88%	16.81%	12.63%	9.56%
餐厅收入		61501	63553	75567	85552	93849
	yoy	27.26%	3.34%	18.90%	13.21%	9.70%
肯德基		48063	50361	60155	69792	77120
	yoy	20.31%	3.08%	16.24%	16.02%	10.50%
直营餐厅收入		46780	49671	59251	68641	75747
	yoy	21.00%	4.46%	16.09%	15.85%	10.35%
加盟&其他收入		1283	691	904	1151	1373
	yoy	4.48%	-46.19%	30.90%	27.31%	19.27%
必胜客		14474	13673	16513	17096	18303
	yoy	21.91%	-7.06%	17.53%	3.53%	7.06%
直营餐厅收入		14358	13527	16315	16911	18103
	yoy	21.56%	-7.31%	17.38%	3.65%	7.04%
加盟&其他收入		117	147	198	185	200
	yoy	98.40%	25.56%	34.99%	-6.58%	8.39%
其他品牌收入		5086	2721	3456	3358	3449
	yoy	9.31%	-46.50%	27.04%	-2.85%	2.70%
公司餐厅开支		53080	54617	62136	69930	76489
	%	86.31%	85.94%	82.23%	81.74%	81.50%
食品及包装物		19299	19785	23071	26264	29093
	%	31.38%	31.13%	30.53%	30.70%	31.00%
薪酬及雇员福利		15497	16666	19440	21816	23838
	%	25.20%	26.22%	25.73%	25.50%	25.40%

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
租金及其他经营开支	18284	18166	19624	21850	23558
%	29.73%	28.58%	25.97%	25.54%	25.10%
非餐厅开支	5031	7751	8552	9032	9032
%	7.44%	11.61%	10.67%	10.01%	9.14%
总成本及开支净额	58111	62367	69979	81186	87356
%	85.93%	93.43%	87.34%	89.96%	88.35%
经营利润	8421	8937	13431	15622	17361
经营利润率	12.45%	13.39%	16.76%	17.31%	17.56%
归母净利润	6795	3083	5944	6927	7651
yoy	26.28%	-55.35%	87.88%	15.95%	11.26%
归母净利率	10.05%	4.62%	7.43%	7.65%	7.77%

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 非餐厅开支包含管理费用、加盟开支、其他经营成本、其他收益等, 各项成本占比指的是占餐厅收入比重。人民币/美元汇率取 0.1395。

风险提示:

- 1) 拓店进度不及预期:** 塔斯汀、华莱士等先行进入下沉市场的品牌门店数较多且客单价较低, 具有一定先发优势, 可能影响百胜实现到 2026 年总门店数达到 20000 的目标。
- 2) 拓店稀释单店收入:** 随着高线城市门店加密和低线城市门店下沉, 新门店与旧门店或者其他品牌可能存在一定程度的区位重合, 以及高线城市新门店中小面积门店占比较高, 因此存在新门店店效不及老门店, 稀释单店收入的风险。
- 3) 宏观经济下行风险:** 若出现宏观消费力持续疲软、消费力降级等现象, 可能影响肯德基等品牌同店增速。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	30068	27441	38855	48932	58401
现金及现金等	7243	7870	18539	27832	36636
交易性金融资	0	0	0	0	0
其他短期投资	18235	14082	14082	14082	14082
应收账款及票	427	446	521	586	642
其它应收款	1409	2138	2498	2813	3082
存货	2754	2904	3215	3619	3958
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	54238	54923	51273	48674	46824
长期投资	2640	1853	1853	1853	1853
固定资产	14352	14751	11101	8502	6653
无形资产	32924	31264	31264	31264	31264
其他	4323	7055	7055	7055	7055
资产总计	84306	82363	90127	97606	105225
流动负债	15193	15085	16651	18680	20388
应付账款	5292	5063	5606	6309	6901
应交税金	325	474	474	474	474
短期借款	0	0	0	0	0
其他	9576	9548	10572	11898	13014
长期负债	18604	17412	17412	17412	17412
长期借款	255	293	293	293	293
其他	18349	17119	17119	17119	17119
负债合计	33798	32497	34063	36092	37799
股本	26	28	28	28	28
储备	49968	55201	45117	51053	56196
少数股东权益	5521	4722	4984	5290	5628
归属于母公司所	55226	45145	51080	56224	61798
负债及权益合计	94545	82363	90127	97606	105225

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7211	9841	10899	10699	9963
净利润	6312	3078	5944	6927	7651
折旧摊销	3290	4193	4250	3198	2450
财务费用	(2665)	(1170)	820	1245	1043
投资收益	274	3740	(115)	(671)	(1182)
营运资金变动	(5451)	(3636)	(205)	394	937
其它	(4393)	(4729)	(600)	(600)	(600)
投资活动现金流	0	0	0	0	0
资本支出	81749	73504	0	0	0
其他投资	(701)	(132)	395	994	1537
筹资活动现金流	(1996)	(5878)	(26)	(1801)	(2096)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	(478)	(3246)	0	0	0
资本公积增加	1294	1407	8	1783	2078
股利分配	(223)	(1226)	(18)	(18)	(18)
其他	(2589)	(2814)	(16)	(3566)	(4156)
现金净增加额	(140)	(42)	10669	9293	8804

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	62820	66644	77846	87679	96059
主营收入	62820	66644	77846	87679	96059
营业成本	49310	54526	60369	67942	74313
毛利	13510	12118	17478	19738	21746
营业支出	8830	7536	9108	10521	12007
营业利润	4680	4583	8370	9216	9739
利息支出	0	0	18	18	18
利息收入	383	585	792	1391	1934
权益性投资损	274	(14)	(14)	(14)	(14)
其他非经营性	(465)	(383)	(383)	(383)	(383)
非经常项目损	4004	0	0	0	0
除税前利润	8875	4771	8747	10193	11258
所得税	2353	1442	2541	2960	3269
少数股东损益	210	251	262	306	338
归母净利润	6312	3078	5944	6927	7651
EPS (元)	15.46	7.54	14.56	16.97	18.75

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	17%	6%	17%	13%	10%
营业利润	-2%	-2%	83%	10%	6%
归母净利润	23%	-51%	93%	17%	10%
获利能力					
毛利率	21.5%	18.2%	22.5%	22.5%	22.6%
净利率	10.0%	4.6%	7.6%	7.9%	8.0%
ROE	11.4%	6.8%	11.6%	12.3%	12.4%
ROIC	5.8%	6.6%	11.0%	11.7%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	40.1%	39.5%	37.8%	37.0%	35.9%
净负债比率	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
流动比率	2.0	1.8	2.3	2.6	2.9
速动比率	1.8	1.6	2.1	2.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	18.4	19.3	19.7	19.9	19.6
应收账款周转率	34.6	30.2	27.8	27.3	27.0
应付账款周转率	10.0	10.5	11.3	11.4	11.3
每股资料(元)					
EPS	15.46	7.54	14.56	16.97	18.75
每股经营净现金	17.67	24.11	26.70	26.21	24.41
每股净资产	135.30	110.60	125.15	137.75	151.40
每股股利	0.02	0.02	4.37	5.09	5.62
估值比率					
PE	18.6	38.1	19.7	16.9	15.3
PB	2.1	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.2	15.6	10.8	10.4	10.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。