

## 龙头再扬帆，迈向两万家新征程

2024年04月03日

➤ **百胜中国是国内餐饮龙头企业，截至 2023 年末门店数达 14644 家，覆盖超过 2000 个城镇。**公司在中国市场拥有肯德基、必胜客和塔可钟三个品牌的独家运营和授权经营权，并完全拥有小肥羊和黄记煌连锁餐厅品牌，同时，公司也在中国探索和发展 Lavazza 咖啡店。目前，公司以“直营+加盟”模式经营，截至 2023 年末直营门店占比达 86.4%。分品牌来看，肯德基及必胜客是公司两大支柱，2023 年末肯德基门店占比达 70.3%，必胜客门店占比达 22.6%。

➤ **营收&盈利稳定增长，UE 模型健康。**公司营收伴随门店扩张稳步增长，2023 年全年实现营收 109.78 亿美元；盈利能力稳健，2016-2023 年 Non-GAAP 净利率稳定在 7%-8% 之间，并实现了整体 15%-16% 左右的餐厅经营利润率（除了 2020-2022 年期间特殊年份）。UE 模型健康，2016 年以来肯德基门店经营利润率稳定维持在 17% 以上（除了 2020-2022 年期间），投资回收期 2 年左右；2023 年必胜客也实现 11% 以上的门店经营利润率，投资回收期在 3 年左右。

➤ **供应链&数字化构建核心竞争力；与时俱进年轻化&大众化，品牌保持生机活力。**我们认为，百胜中国取得如今行业领先的市场规模及品牌影响力主要表现在顺应时代和环境发展的机遇不断迭代，以本土化快速融入中国市场，同时持续打磨建供应链&数字化的核心竞争。与时俱进，大众化，年轻化让品牌持续焕发生机活力。

➤ **2026 年迈向 2 万家门店，持续回馈股东。**公司计划 2026 年门店数量达到 2 万家，服务中国 1/2 的人口（目前覆盖国内 1/3 人口）；肯德基未来 3 年年度净新开店数提高到 1200 家以上，必胜客未来 3 年净开店提升至 400-500 家。同时，公司持续通过“股息+回购”回馈股东，计划 2024 年将股息及回购规模升至 15 亿美金，约占截至 3 月 15 日港股市值的 9%。2024-2026 年公司目标回馈股东 30 亿美金。

➤ **持续迭代，积极应对行业竞争。**行业竞争日趋激烈，肯德基积一方面开店提速，持续推新吸引顾客，并拓宽价格带，同时也通过“疯四”营销、“KCOFFEE”等促进增长，积极应对行业挑战。必胜客“振兴计划”成效显著，产品性价比提升，并增加“卫星店”、“小店”等占比，积极应对比萨行业外送趋势。

➤ **投资建议：**百胜中国作为国内餐饮龙头，门店数过万，品牌优势深厚，供应链&数字化能力行业领先，公司朝着 2026 年 2 万家门店稳步迈进；旗下肯德基、必胜客门店加速拓展，有望驱动公司收入、利润持续增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 8.94 亿美元、10.20 亿美元、11.40 亿美元，EPS 分别为 2.27 美元、2.59 美元、2.90 美元，其港股对应 4 月 3 日收盘价 PE 分别为 17/15/14 倍。公司持续通过“股息+回购”回馈股东，盈利能力稳健增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 行业竞争加剧风险。2) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险。3) 消费复苏不及预期风险。4) 拓店不及预期风险。5) 食品安全风险。6) 单店模型等模型拆分和测算可能不准确风险。

## 盈利预测与财务指标

单位/百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,978	11,900	13,155	14,440
增长率 (%)	14.7	8.4	10.5	9.8
归母净利润	827	894	1,020	1,140
增长率 (%)	87.1	8.1	14.0	11.8
EPS	2.10	2.27	2.59	2.90
P/E	19	17	15	14
P/B	2.4	2.4	2.1	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 3 日收盘价, 汇率 1HKD = 0.1277USD)

推荐

首次评级

当前价格:

307.80 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

研究助理 李华熠

执业证书: S0100123090003

邮箱: lihuayi@mszq.com

# 目录

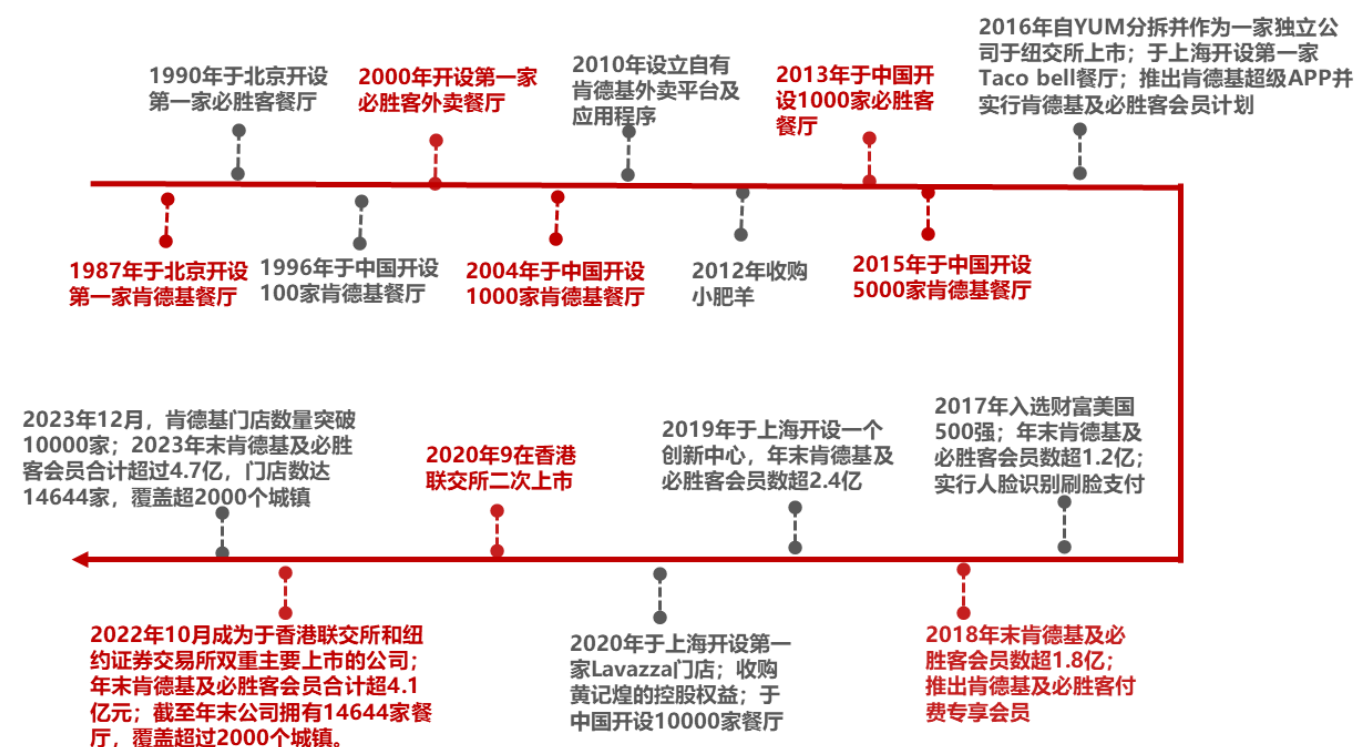
<b>1 百胜中国：餐饮龙头，行业标杆</b>	<b>3</b>
1.1 深耕中国三十余载，门店过万，覆盖超 2000 个城镇	3
1.2 直营模式为主，肯德基&必胜客为两大主力品牌	3
1.3 股价复盘：同店增长为股价主要驱动因素	7
1.4 股权结构较为分散，本土化管理团队经验丰富	8
<b>2 财务&amp;经营分析：营收&amp;盈利稳定增长，UE 模型优异</b>	<b>10</b>
2.1 财务指标：稳定的营收增长及盈利能力	10
2.2 经营指标：开店持续提速，餐厅整体盈利能力佳	11
2.3 UE 模型拆解：投资回收期保持健康水平，向店型更灵活，capex 更低方向发展	13
<b>3 先发优势&amp;本土化，持续修炼内功保持领先</b>	<b>16</b>
3.1 占据先发优势并教育市场，品牌深入人心	16
3.2 本土化融入中国	17
3.3 供应链&数字化，构建核心竞争力	20
3.4 与时俱进，持续焕发生机活力	24
<b>4 未来看点：2026 年迈向 2 万家门店，持续回馈股东</b>	<b>25</b>
4.1 肯德基：加密与下沉同步，进一步渗透	25
4.2 必胜客：“振兴计划”成效显现，加速扩张	27
4.3 关注其他品牌发展潜力	30
4.4 持续回馈股东	30
<b>5 行业分析&amp;发展挑战：竞争日趋激烈，关注门店经营变化</b>	<b>31</b>
5.1 QSR 行业竞争加剧，塔斯汀/麦当劳加速扩张	31
5.2 比萨赛道仍处发展期，进一步关注必胜客门店表现	34
<b>6 盈利预测与投资建议</b>	<b>37</b>
6.1 盈利预测假设与业务拆分	37
6.2 估值分析	38
6.3 投资建议	38
<b>7 风险提示</b>	<b>39</b>
<b>插图目录</b>	<b>41</b>
<b>表格目录</b>	<b>42</b>

# 1 百胜中国：餐饮龙头，行业标杆

## 1.1 深耕中国三十余载，门店过万，覆盖超 2000 个城镇

**百胜中国控股有限公司 (NYSE:YUMC 及 HKEX:9987) 是中国连锁餐饮龙头企业：**公司在中国市场拥有肯德基、必胜客和塔可钟三个品牌的独家运营和授权经营权，并完全拥有小肥羊和黄记煌连锁餐厅品牌，同时，公司也在中国探索和发展 Lavazza 咖啡店。公司 1987 年进入中国在北京开设第一家肯德基餐厅；2016 年从 Yum Brands 分拆出来在纽约证券交易所独立上市，并于 2020 年 9 月 10 日在香港联交所二次上市；2022 年 10 月 24 日百胜中国成为香港联交所和纽约证券交易所双重主要上市公司。截至 2023 年末公司拥有 14644 家餐厅，覆盖超过 2000 个城镇。

图1：百胜中国发展历程



资料来源：百胜中国官网，招股说明书，民生证券研究院

## 1.2 直营模式为主，肯德基&必胜客为两大主力品牌

**多品牌矩阵发力：**公司自 2016 年从 YUM 分拆后与 YUM 订立为期 50 年的特许经营协议，据此获得肯德基、必胜客及塔可钟品牌在中国大陆地区（不包括中国香港、中国台湾及中国澳门）的独家经营和授权经营权（仅在公司良好存续的情况下，主特许经营协议可自动续期，每次可额外连续续期 50 年，除非公司发出无

意续期的通知,则另作别论)。除了以上获得中国大陆独家经营权的3个品牌以外,公司于2012年收购小肥羊,2020年收购黄记煌,完全拥有小肥羊和黄记煌连锁餐厅品牌。公司也于2020年初与Lavazza集团成立合资公司在中国探索和发展Lavazza咖啡。目前公司主要在营品牌梳理见表1:

**表1: 百胜中国主要在营品牌**

品牌	Logo	品牌介绍
肯德基 (KFC)		1987年进入中国大陆,按2022年系统销售额计算,肯德基是中国领先及最大的快餐(QSR)品牌,截至2023年12月底,肯德基已在中国2,000多个城市开设了10,000余家餐厅。主打产品:原味鸡和其他鸡肉产品,以及牛肉堡、猪肉产品、海鲜、米饭、粥、新鲜蔬菜、甜品、咖啡、茶饮及多种其他产品为特色的丰富菜单。
必胜客 (Pizza Hut)		1990年进入中国大陆,按2022年的系统销售额及截至2022年12月31日的餐厅数目计算,必胜客是中国领先及最大的休闲餐饮(CDR)品牌,截至2023年12月底,必胜客在中国700多个城市开设了3,300多家餐厅。必胜客产品多元化,提供包括比萨、牛排、意大利面、米饭及其他主菜、小食、饮料及甜品,并为中国消费者提供早餐、午饭、下午茶等多时段用餐选择。
塔可钟 (taco bell)		2016年12月进入中国,截至2023年12月底,塔可钟在中国有120家餐厅。塔可钟专门提供墨西哥风味食品,包括塔可、布里特卷、芝士烤饼、沙拉、玉米片及类似产品。
小肥羊		1999年在内蒙古成立,是中国家喻户晓的火锅餐厅;2012年被百胜收购。截至2023年12月底,小肥羊已在中国和海外开设约163家门店。
黄记煌		黄记煌2004年成立,总部位于北京,以焖锅烹饪方式闻名遐迩。百胜于2020年4月完成对黄记煌的控股权收购,截至2023年12月底,黄记煌已在中国和海外开设约631家门店。
拉瓦萨 (LAVAZZA)		Lavazza拉瓦萨是世界闻名的意大利殿堂级家族经营咖啡品牌,于1895年创立。2020年初,百胜中国与Lavazza集团成立合资公司在中国探索和发展Lavazza拉瓦萨咖啡店品牌概念。Lavazza为消费者提供的高品质咖啡、纯正意式美食,以及独具意大利风情的咖啡店体验。截至2023年12月底,Lavazza拉瓦萨咖啡店在中国已拓展到122家。
烧范儿		烧范儿是百胜中国旗下新零售品牌,自2018年创立以来,通过线上和线下渠道提供半成品食材,包括牛排、炒饭和意面等等。

资料来源:百胜中国官网,民生证券研究院

**目前,百胜以“直营+加盟”模式经营:**

**1) 直营:** 直营使公司能够以更为严格的标准和更为灵活的方式对门店进行管理。截至2023年末公司直营门店占比高达86.4%,分品牌来看,获独家经营权的肯德基、必胜客及塔可钟更多以直营模式为主,截至2023年末肯德基/必胜客/塔可钟直营门店占比分别为89.7%/95.3%/99.2%;Lavazza咖啡目前全直营。

**2) 加盟:** 加盟模式下,公司可以借助在资金、渠道、资源等方面有实力的加盟商拓展门店,也可以借此模式渗透更多学校/景点/医院等特殊场景门店。公司自有品牌小肥羊及黄记煌更多以加盟模式为主,截至2023年末黄记煌/小肥羊加盟门店占比分别为99%/94.5%。加盟模式下,加盟协议根据不同品牌签约时间为3-10年不等,公司向加盟商收取前期加盟费用及持续费用。

**3) 联营合营模式 (2021年底已取得所有联营合营公司控制权):** 联营合营模式主要帮助肯德基在中国部分地区完成最初的业务布局,在后续的发展过程中,百胜也在不断收回联营公司的控制权,增强对市场的管控。2018Q1,公司完成无锡肯德基额外36%股权收购后,股权增至83%并将无锡肯德基合并报表入账;2020Q3完成苏州肯德基额外25%股权的收购,使公司股权增至72%并将苏州肯德基报表入账;于2022年12月,公司进一步收购苏州肯德基额外20%

股权，使对苏州肯德基股权增至 92%。2021Q4 公司完成收购杭州饮食服务集团 28%的股权（该公司持有杭州肯德基 45%的股权），交易完成后，公司间接持有杭州肯德基的股权增加至约 60%，使杭州肯德基合并报表入账。截至 2021 年末，公司已经取得所有过往联营公司的控制权。

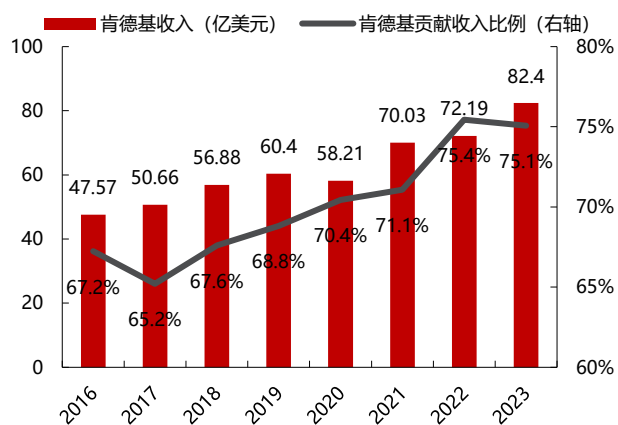
**表2：百胜中国主要经营模式梳理**

模式	截至 2023 年末门店占比	以该模式为主的品牌 (2023 年末)	业务模式
直营	86.4%	肯德基（直营店占 89.7%）、必胜客（直营店占 95.3%）、塔可钟（直营占 99.2%）、LAVAZZA（100%直营）。	<ul style="list-style-type: none"> <li>向 YUM 支付来自公司自营餐厅及加盟餐厅销售净额 3%的特许经营费。</li> </ul>
加盟	13.6%	黄记煌（加盟店占 99.0%）、小肥羊（加盟店占 94.5%）。	<ul style="list-style-type: none"> <li>肯德基及必胜客的加盟协议一般为 10 年，而小肥羊一般为 5 年，黄记煌为 3-10 年。</li> <li>加盟费收入主要包括前期加盟费用（如初始费用、续期费用）以及持续费用（按其系统销售额约 6%计费的加盟费收入）。同时，公司就向加盟店销售的食物及包装物销售，以及提供的广告服务、外送服务及其他服务确认收入。</li> </ul>
联营合营	0%	截至 2021 年末，公司已经取得所有过往联营合营公司的控制权。	<ul style="list-style-type: none"> <li>联营合营主要是帮助肯德基在中国部分地区最初布局建立。联营模式应用权益法对联营合营公司的投资入账，百胜占联营合营公司的盈利或亏损计入合并利润表的其他收益。</li> </ul>

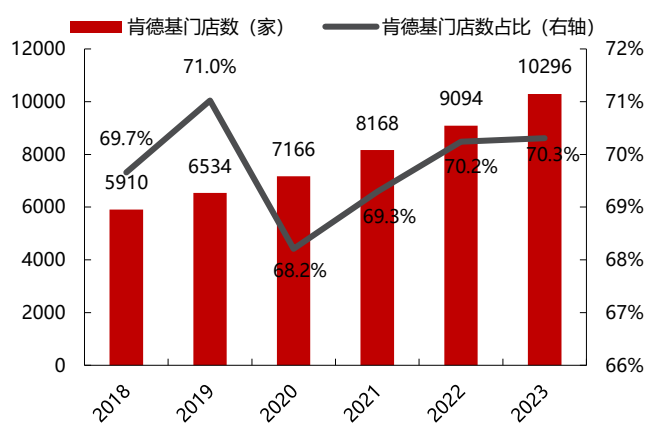
资料来源：公司财报，招股说明书，民生证券研究院

### 肯德基&必胜客为两大主力品牌：

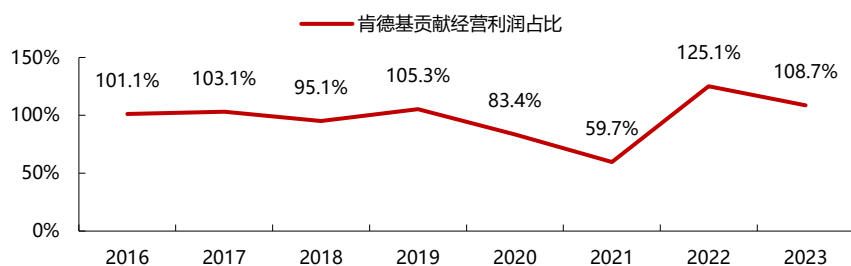
**肯德基：营收、利润贡献最大，公司拳头品牌。**肯德基于 1987 年在北京开设中国大陆的第一家门店，历经 30 余年发展，目前是中国领先及最大的快餐（QSR）品牌（按 2022 年系统销售额计算）。作为百胜中国的拳头餐饮品牌，截至 2023 年底，肯德基已在中国 2,000 多个城市开设了 10,296 家餐厅，占百胜中国餐厅数的 70.3%；2023 年肯德基实现营收 82.4 亿美元，贡献了公司 75.1%的营业收入；同时，肯德基也是公司盈利的主要来源之一，成为公司盈利的驱动性力量。

**图2：2016-2023 年肯德基收入及营收贡献比例**


资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

**图3：2018-2023 年肯德基门店数及门店占比**


资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

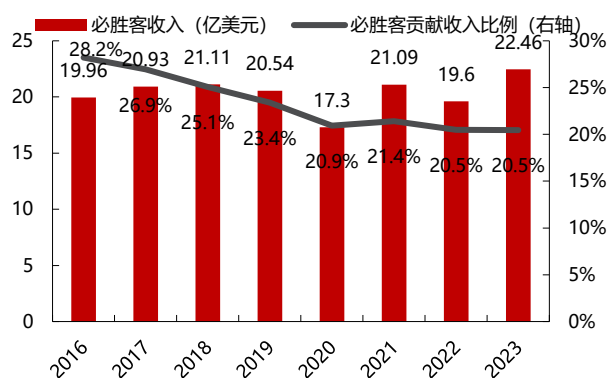
**图4：2016-2023 年肯德基经营利润贡献合并报表经营利润比例**


资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

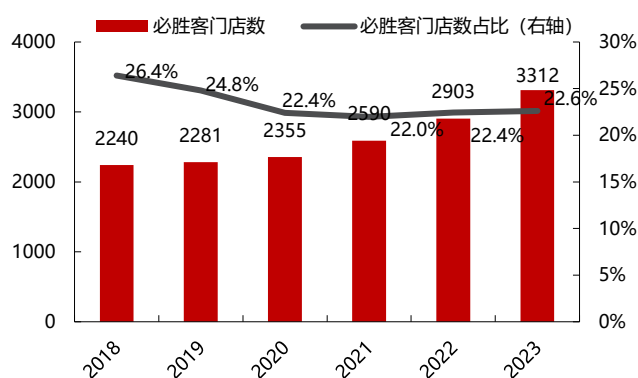
注：1) 公司其他餐厅亏损对公司经营利润产生负面影响，因此肯德基经营利润贡献比例可能超 100%，暂不考虑合并报表抵减项。

2) 2020 年及 2021 年肯德基经营利润贡献占比较低主要因 2021 年第四及第三季度与杭州肯德基及 Lavazza 合资公司合并入账，分别就按公允价值重新计量先前持有股权确认收益；2020 年第三季度，与苏州肯德基合并入账确认重新计量收益；而重新计量收益并无出于业绩报告目的而分配至任何分部。（图 7 同理）

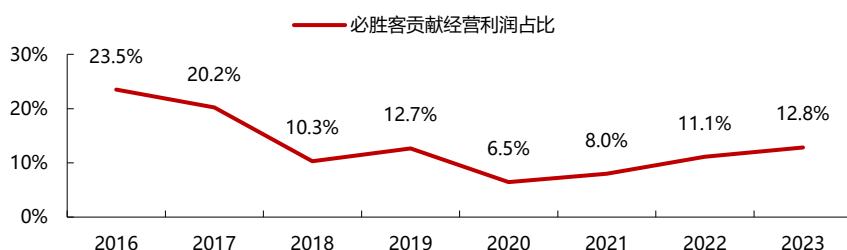
**必胜客：中国领先及最大的休闲餐饮品牌，公司第二大营收来源。**必胜客 1990 年在北京开出中国大陆第一家门店，按 2022 年的系统销售额及截至 2022 年末的餐厅数目计算，必胜客是中国领先及最大的休闲餐饮（CDR）品牌。截至 2023 年底，必胜客覆盖中国 700 多个城市，门店数达到 3,312 家，占百胜中国餐厅门店数的 22.6%；2023 年必胜客实现营收 22.46 亿美元，占百胜中国营收的 20.5%，并为百胜贡献了 12.8% 的营业利润。

**图5：2016-2023 年必胜客收入及营收贡献比例**


资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

**图6：2018-2023 年必胜客门店数及门店占比**


资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

**图7：2016-2023 年必胜客经营利润贡献合并报表经营利润比例**


资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

### 1.3 股价复盘：同店增长为股价主要驱动因素

公司 2016 年 11 月 1 日从 Yum Brands 分拆出来在纽约证券交易所独立上市，目前在香港和美国市场双重主要上市。考虑到百胜中国港股 (9987.HK) 历史交易时间周期相对较短，且港股与美股走势有联动，因此我们在复盘股价时采取美股 (YUMC) 股价作为公司历史复盘的参照。

图8：百胜中国 (YUMC) 股价复盘



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，民生证券研究院（注：股价及 PE 数据截至 2024 年 3 月 4 日。）

**2020 年以前：**百胜中国凭借在国内领先的规模及品牌优势，估值整体稳定在 20-30x (PE-TTM)，在这一阶段，公司同店增长及盈利能力提升，是驱动公司股价变化的主要动因。1) 2017 年，公司积极实施会员计划、数字化及外送平台业务，百胜中国实现 4%的同店增长 (肯德基+4%/必胜客+1%)，经营指标向上叠加门店的增长，公司股价持续上行。2) 2018 年竞争环境逐步激烈，整体同店增速趋缓，其中肯德基同店增速+2%，而必胜客同店-5%对整体增长有所拖累，公司股价有所回调。3) 2019 年，肯德基通过促销活动、会员计划、持续推新及外送等促进同店增长回升至+4%，必胜客通过“振兴计划”翻新门店装修，推广数字化，加强营销后，实现同店转正至+1%，两大拳头品牌的正向发展拉动 2019 年全年实现同店+3%的增长，公司股价开始上行。

**2020-2022 年：**公司股价 2020-2022 年期间波动较大，在这一阶段 PE-TTM 异常而失去参考意义，复苏的预期成为影响股价的重要因素。1) 2020 年-2021Q2，经营受到环境影响而同店承压，但是公司进一步提升开店速度抢占市场 (2020 年

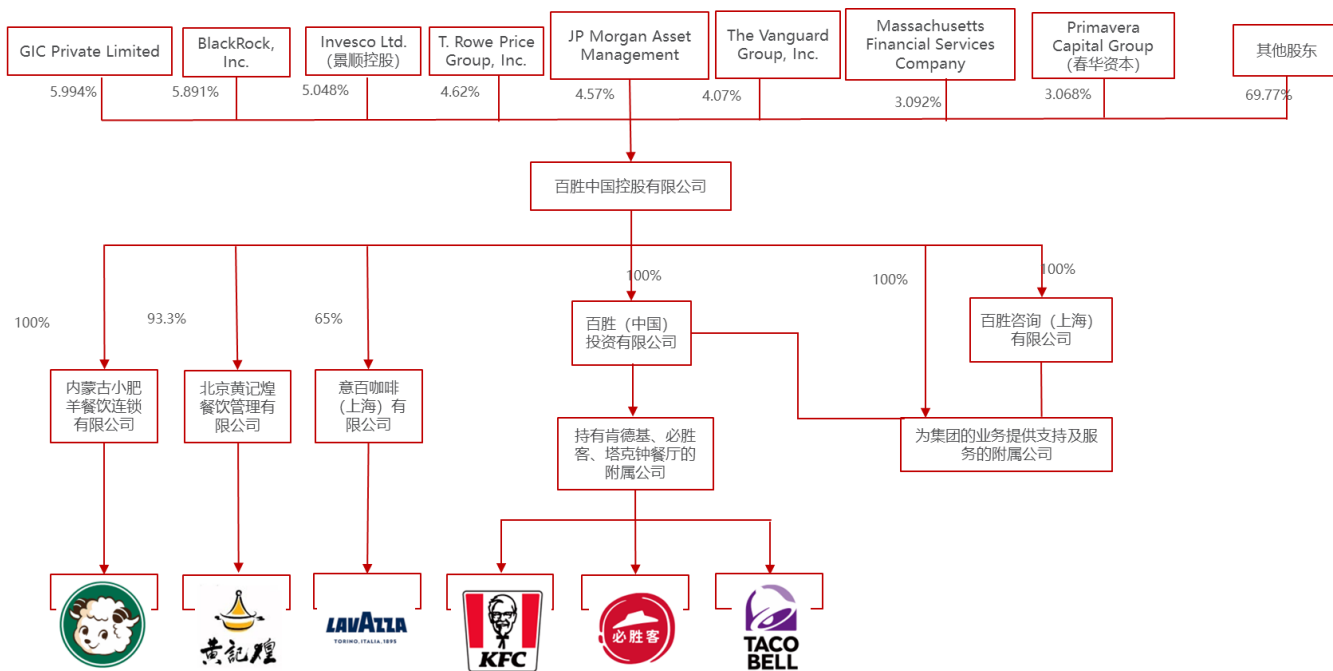
全年净增 1306 家，为当时开店数新高)，市场当时对于中小企业出清，龙头复苏预期强烈，公司股价持续走强。2) 2021Q3-2022 年，公司同店修复较弱，股价回调。3) 2022 年末 Reopen 后，复苏预期下公司股价走强。

**2023 年至今:** 2023 年上半年，市场对复苏预期较强，且公司同店率先恢复，股价相对稳健。但暑期之后，经营数据恢复不及预期，公司 23Q3 同店恢复至 2019 年 90%的水平，叠加竞争环境愈发激烈及消费复苏曲线平缓的影响下，公司估值回落至 15-20x (PE-TTM)。

### 1.4 股权结构较为分散，本土化管理团队经验丰富

公司股权结构相对分散，Top5 股东以财务投资机构为主。据 S&P Capital IQ 数据，截至 2024 年 3 月 14 日数据，百胜中国 Top5 股东分别为 GIC Private Limited (持股占比 5.994%)、BlackRock (贝莱德) (持股占比 5.891%)、Invesco Limited (景顺控股) (持股占比 5.048%)、T. Rowe Price Group, Inc. (持股占比 4.62%)、JP Morgan Asset Management (摩根资产管理) (持股占比 4.57%)，以财务投资机构为主。公司也在 2016 年及 2022 年发布长达 10 年股权激励计划，对管理层、非雇员董事及雇员进行激励 (“2022 年计划” 计划发行 3071 万股，占 2022 年末已经发行股份数的 7%，主要接替 “2016 年计划”)。

图9：百胜中国股权架构



资料来源：S&P Capital IQ，招股说明书，公司年报，民生证券研究院（注：截至 2024 年 3 月 14 日。）

本土化高管团队多为内部晋升，经验丰富。作为外资品牌，百胜中国本土化的管理团队保证了对中国市场的深刻理解，核心经营领域管理层均来源于内部晋升，

且在百胜任职时间较久。现 CEO 屈翠容女士 2014 年加入百胜，曾担任过百胜中国总裁兼首席运营官，肯德基首席执行官；现肯德基总经理汪涛先生 1998 年加入肯德基，现首席供应链官黄多多先生 1995 年加入百胜餐饮中国，现首席信息技术官张雷女士 1996 年加入百胜；现必胜客总经理蒯俊先生、现首席顾客官陈琦女士、现首席法务官刘莘莘女士也均在公司有较长的任职时间，管理团队经验丰富。

**表3：百胜中国董事长及高管团队梳理**

姓名	职务	年龄	经历
胡祖六	董事长兼独立董事	60 岁	春华资本董事长兼创始人，目前担任中国工商银行股份有限公司董事会成员。胡博士曾于高盛任职至大中华区合伙人兼主席、曾于华盛顿特区的国际货币基金组织担任经济学家，并曾在恒生银行、蚂蚁集团担任过独立非执行董事。胡博士为清华大学中国经济研究中心联执主任兼教授，持有哈佛大学经济学博士学位。
屈翠容	首席执行官兼董事	52 岁	自 2017 年 7 月起担任公司董事，并于 2018 年 3 月起担任公司 CEO。屈女士 2014 年 9 月加入百胜餐饮中国，曾任职过公司总裁兼首席运营官，肯德基首席执行官。加入百胜前，屈女士曾在屈臣氏英国担任管理及战略相关的职位，也曾任职麦肯锡。
杨家威	首席财务官	51 岁	自 2019 年 10 月起担任公司首席财务官。加入百胜中国前，曾在金融科技智融国际有限公司、猎豹移动担任首席财务官，也曾曾在 Oppenheimer & Co. Inc. 担任董事、执行董事及董事总经理。
汪涛	肯德基总经理	49 岁	自 2022 年 5 月起担任肯德基总经理。汪先生于 1998 年加入肯德基担任运营管理培训师，在 2007 年被提拔为肯德基市场总经理，并于 2015 年被提拔为肯德基区域营运副总裁，后也曾担任百胜中国首席开发官。
蒯俊	必胜客总经理	43 岁	自 2017 年 11 月起担任必胜客总经理，曾担任过必胜客宅急送总经理，百胜餐饮中国外送支持中心总监，此前也在百胜餐饮中国的信息技术部门任职九年。
黄多多	首席供应链官	51 岁	自 2021 年 11 月起担任公司首席供应链官。黄先生于 1995 年加入百胜餐饮中国，曾担任多个领导职位，包括肯德基南京和无锡市场的总经理、必胜客区域营运副总裁。
陈琦	首席顾客官	43 岁	自 2024 年 1 月起担任公司首席顾客官。陈女士于 2015 年加入肯德基担任肯德基营销总监，2019 年被提升为肯德基营销副总裁兼主管，2021 年起担任肯德基营销总经理。在加入 KFC 之前，陈女士曾在微软和欧莱雅，并拥有丰富的营销和广告经验。
张雷	首席信息技术官	55 岁	自 2018 年 3 月起担任公司首席信息技术官。张女士于 1996 年加入 YUM，曾在信息技术部门担任多个职位，2016 年 10 月至 2018 年 3 月曾任信息技术部门副总裁。
刘莘莘	首席法务官	50 岁	自 2024 年 1 月起担任公司首席法务官。刘女士于 2016 年 5 月加入百胜中国，曾任本公司高级法务总监，自 2019 年 5 月起担任公司秘书。刘女士拥有美国埃默里大学法学院法学博士学位，在法律和合规方面拥有近 20 年的经验，曾任职于 Shearman & Sterling LLP、Arnold & Porter LLP；也是哥伦比亚特区律师协会及纽约州律师协会会员。
丁时彦	首席人力资源官	38 岁	自 2024 年 1 月起担任公司首席人力资源官。丁先生于 2019 年 11 月至 2023 年 5 月期间担任公司战略主管，于 2021 年 11 月至 2023 年 5 月期间担任塔可钟品牌总经理。在加入百胜中国之前，丁先生在麦肯锡公司工作超过六年，专门从事制定企业级战略。
吕学玲	财务控制官兼首席会计师	59 岁	自 2018 年 1 月起担任公司财务控制官兼首席会计师，2016 年 11 月加入百胜中国后担任高级财务总监。加入公司前，吕女士曾担任过李尔公司亚太区财务总监，并在安永会计师事务所工作 10 年。吕女士是美国加利福尼亚州注册会计师及注册会计师美国协会会员。

资料来源：公司公告，公司官网，同花顺 iFind，民生证券研究院

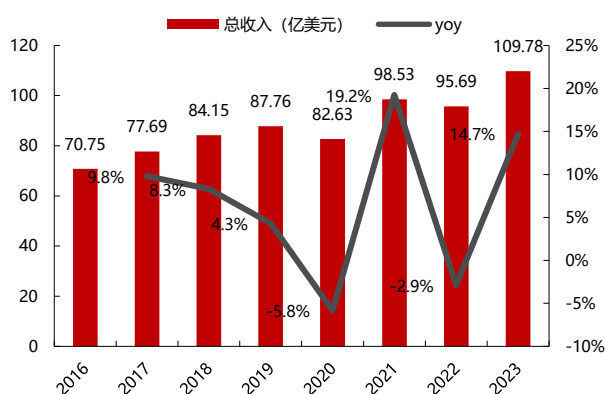
## 2 财务&经营分析：营收&盈利稳定增长，UE 模型

### 优异

#### 2.1 财务指标：稳定的营收增长及盈利能力

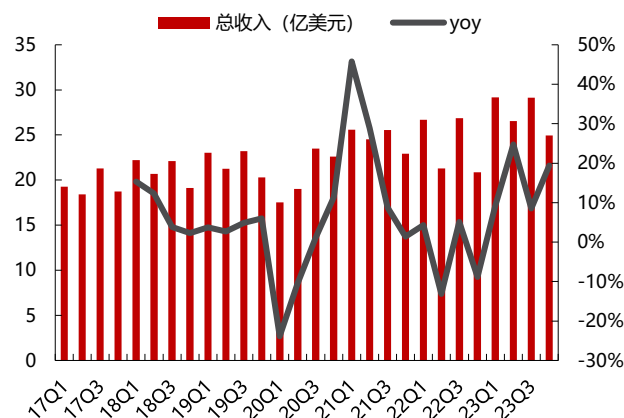
**营收增长持续稳健。**百胜中国目前发展已经进入稳定增长阶段，公司 2016-2019 年收入 CAGR 达 7.4%；2020-2022 年期间，covid-19 导致线下门店经营受影响，收入有所波动；2023 年进入疫后复苏，全年实现收入 109.78 亿美元。从季度收入来看，公司业务具有季节性，Q1 春节假期及 Q3 暑期往往为公司的业务旺季，收入表现更为强势。从收入结构来看，如同我们在 1.2 中分析，公司直营为主的模式下餐厅收入贡献了绝大部分比例，2023 年达 94.7%；2021 年末公司已经取得所有过往联营合营公司的控制权，联营合营公司收入并表后，自 2022 年开始，加盟及合营联营相关收入占比显著下降，而其他收入（电子商务&零售等）2023 年占比仅为 1.1%左右。分品牌来看，2023 年肯德基收入贡献超 75%，必胜客收入贡献超 20%，两大品牌仍是公司收入主要来源。

图10：百胜中国 2016-2023 年收入及增速



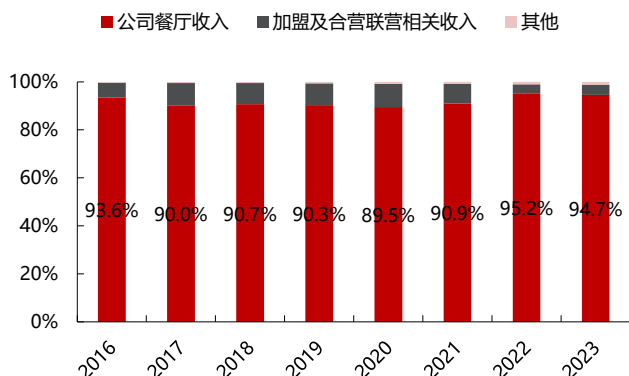
资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

图11：百胜中国 17Q1-23Q4 季度营收及增速



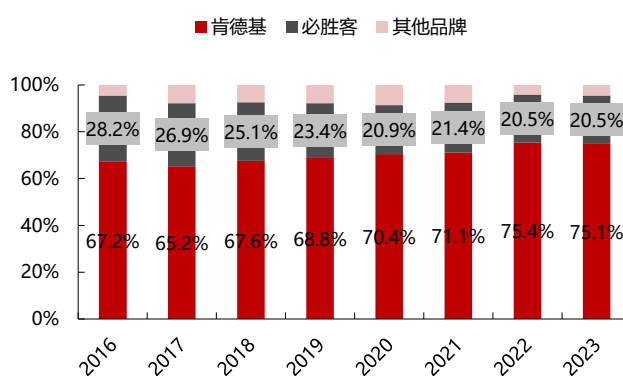
资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

图12：百胜中国 2016-2023 年收入结构(按模式划分)



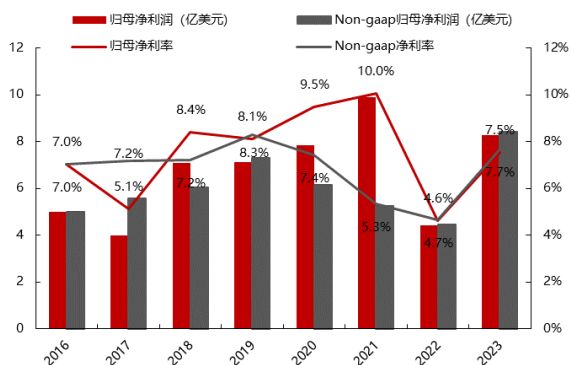
资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

图13：百胜中国 2016-2023 年收入结构(按品牌划分)

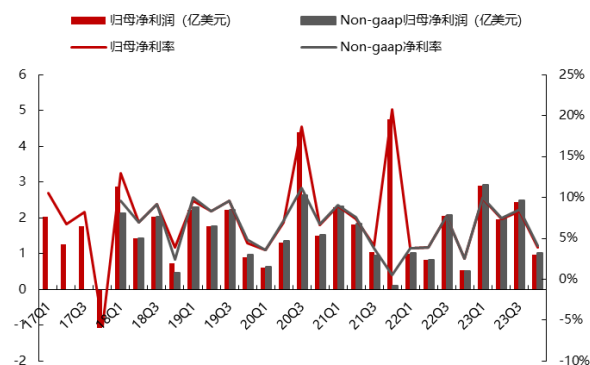


资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

**盈利能力稳健，年度 Non-GAAP 净利率为 7%-8%。**2017 年一次性税负影响及 2020 年及 2021 年合资公司并表重新计量收益对利润产生影响，导致净利率波动幅度较大，从 Non-GAAP 口径来看，公司在正常经营环境下，Non-GAAP 净利率能够达到 7%-8%；分季度来看，在门店经营杠杆下，Q1 及 Q3 旺季，Non-GAAP 净利率能够达到 9%-10%，而 Q2 及 Q4 淡季盈利水平略低。

**图14：百胜中国 2016-2023 年利润及利润率**


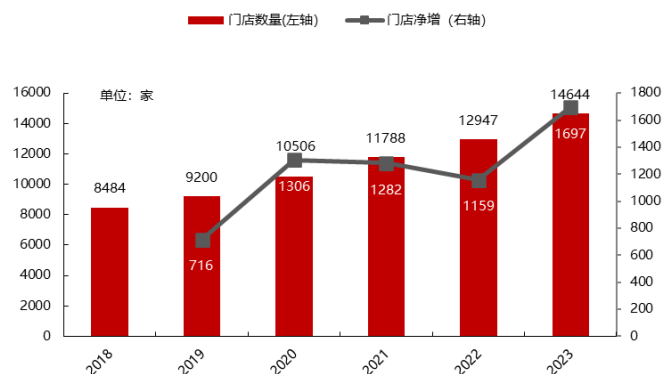
资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

**图15：百胜中国 17Q1-23Q4 利润及利润率**


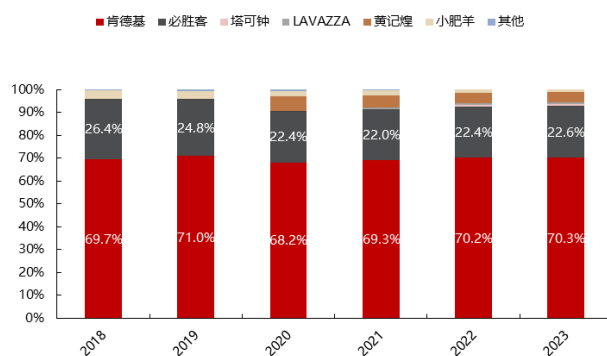
资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

## 2.2 经营指标：开店持续提速，餐厅整体盈利能力佳

**门店端：2020 年以来开店持续提速，肯德基仍是门店增量主力，2021 年起必胜客恢复加速扩张。**肯德基和必胜客贡献了超 90% 的门店数量，公司自 2020 年以来显著提升了开店速度，2023 年全年净增门店再创新高达到 1697 家。从新开店结构来看，肯德基拓店节奏持续提升，必胜客 2017 年启动“复兴计划”后，历经调整，2021 年起逐步恢复扩张节奏，2022-2023 年每年净增门店数达 300-400 余家。

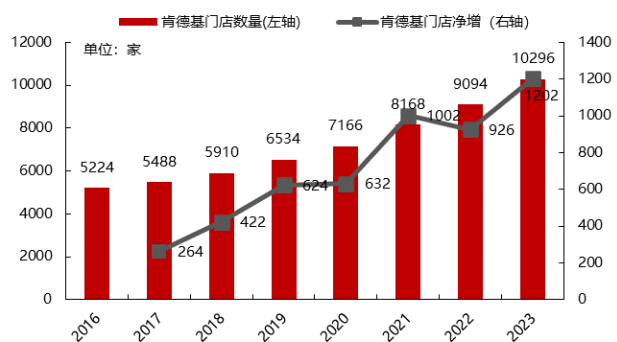
**图16：2018-2023 年百胜中国门店数及门店净增**


资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

**图17：2016-2023 百胜中国门店结构**


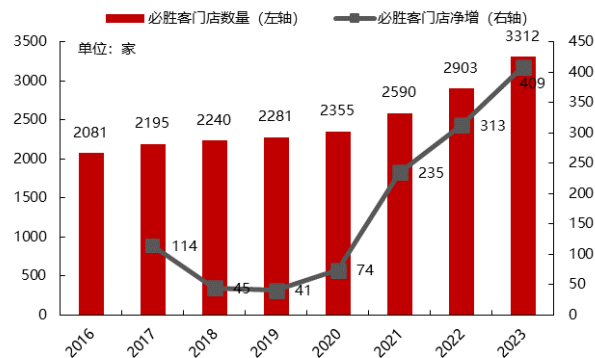
资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

图18: 2016-2023 年肯德基门店数及门店净增



资料来源: 百胜中国财报, 民生证券研究院

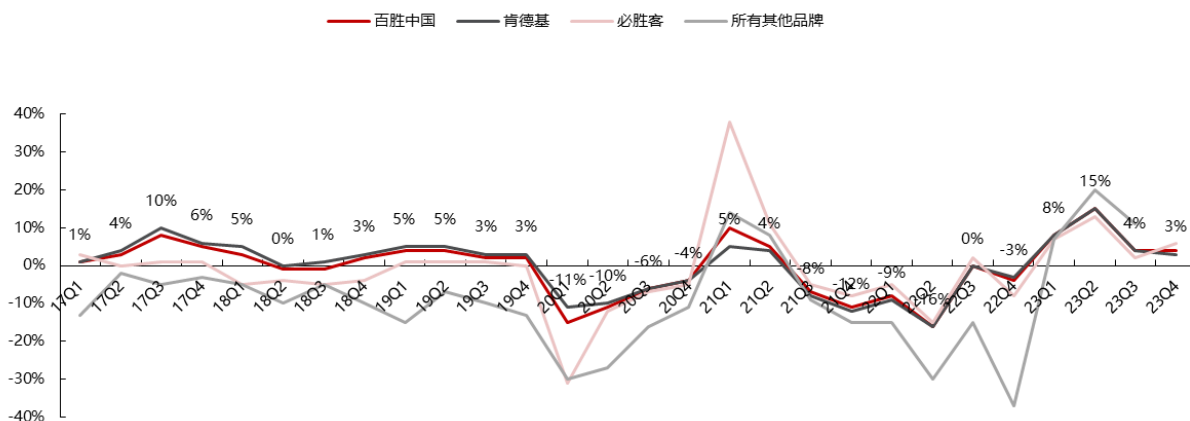
图19: 2016-2023 年必胜客门店数及门店净增



资料来源: 百胜中国财报, 民生证券研究院

**同店增长: 同店指标进入稳定发展期。**公司整体同店表现主要受肯德基同店影响, 1) 2017-2019 年进入了同店稳定增长期, 单季度同店保持在稳定的个位数增长, 具体分年度来看, 2017 年公司积极实施会员计划、数字化及外送平台驱动, 肯德基及必胜客全年分别实现了+4%及+1%的同店增长。2018 年竞争环境逐步激烈, 整体同店增速趋缓, 其中肯德基同店增速+2%, 必胜处于“振兴计划”的调整期, 同店承压全年为-5%。2019 年, 肯德基通过促销活动、会员计划、持续推新及外送等促进同店增长回升至+4%, 必胜客“振兴计划”通过翻新门店装修, 推广数字化, 加强营销后, 门店表现逐步回暖实现同店转正至+1%, 两大拳头品牌的正向发展拉动 2019 年全年实现同店+3%的增长。2) 2020-2022 年期间同店表现有所波动。3) 2023 年以来, 整体门店处于恢复期, 23Q1-Q2 恢复势头相对较好, 但下半年来消费环境承压且公司面临更为激烈的竞争, 同店增速有所回落, 我们以 2019 年为基数, 将 2020-2023 年同店增速数据相乘, 23Q1-Q4 肯德基同店分别恢复至 2019 年的 92%/90%/90%/84%, 必胜客同店分别恢复至 2019 年的 97%/94%/92%/85%。

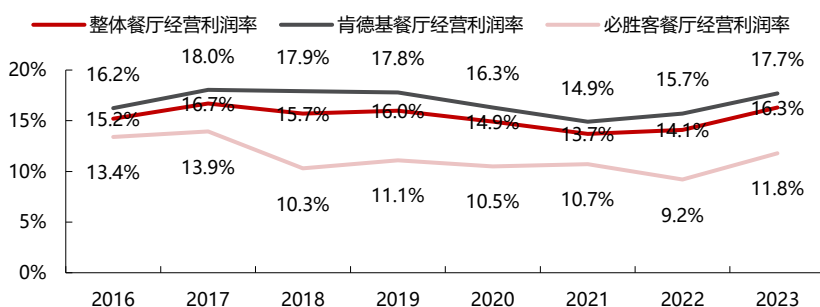
图20: 17Q1-23Q4 百胜中国整体及分品牌同店增速



资料来源: 百胜中国财报, 民生证券研究院

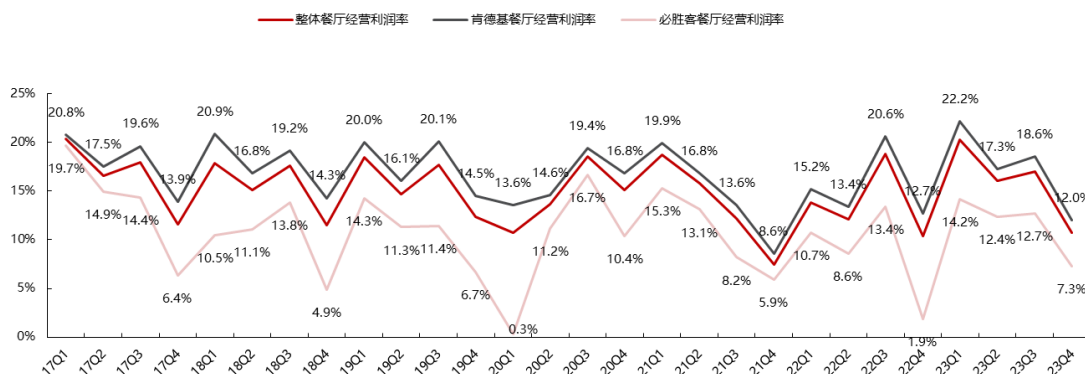
**门店经营利润率：肯德基门店经营利润率优异，公司整体餐厅盈利能力佳。**门店经营利润率会受到季节性影响有所波动，但从年度来看，肯德基餐厅层面经营利润率能够维持在 16%-18%的较佳水平（2020-2022 年例外）。必胜客模型相对更重，对于服务和人力的依赖度也更高，因此餐厅经营利润率低于肯德基，2018 年及以后维持在 10%以上的水平（2022 年除外）。

图21：2016-2023 年百胜中国整体及分品牌餐厅经营利润率



资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

图22：17Q1-23Q4 百胜中国整体及分品牌餐厅经营利润率



资料来源：百胜中国财报，民生证券研究院

## 2.3 UE 模型拆解：投资回收期保持健康水平，向店型更灵活，capex 更低方向发展

**肯德基 UE 模型优异，必胜客 UE 模型逐步优化，店型逐步向更灵活发展，投资回收期保持健康水平。**2023 年肯德基餐厅经营利润率回升至 17.7%，必胜客餐厅经营利润率回升至 11.9%，两个品牌平均单店营收逐年有所下降主要系公司门店结构有所改善，肯德基、必胜客逐步以灵活的形式（肯德基门店更小，必胜客“卫星店”、“小店”）以适应更多的城市和区域（如低线城市等），单店资本支出持续优化，肯德基 capex 从 2014 年的 300 万元逐步降低至 2022 年的 150 万元，必胜客的 capex 从 2014 年的 300 万元逐步降低至 2022 年的 120 万元。灵活的店型依旧保持了良好的投资回报水平，目前肯德基的投资回收期保持在 2 年左右，必

胜客投资回收期保持在 3 年左右。

图23: 肯德基 UE 模型拆解 (基于财报口径)

单位: 百万美元, USD	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	备注
餐厅收入(百万美元)	4863	5495	5839	5633	6816	7120	8116	财报披露数据
调整直营门店数(家)			4840	5478	6655	7826	8726	调整直营门店数=(期初门店数+期末门店数)/2
期间平均单店营收(万美元)			121	103	102	91	93	期间平均单店营收=餐厅收入/调整直营门店数
每家门店平均日销售额(美元)			3351	2857	2845	2527	2584	每家门店平均日销售额=期间平均单店营收/360天
食品及包装物(百万美元)	1455	1679	1835	1801	2158	2208	2512	财报披露数据
毛利率	70.1%	69.4%	68.6%	68.0%	68.3%	69.0%	69.0%	毛利率=1-食品及包装物/餐厅收入
薪金及雇员福利(百万美元)	1013	1167	1245	1247	1642	1797	2057	财报披露数据
薪金及雇员福利占营收比	20.8%	21.2%	21.3%	22.1%	24.1%	25.2%	25.3%	薪金及雇员福利占营收比=薪金及雇员福利/餐厅收入
单店薪金及雇员福利(万美元)			26	23	25	23	24	单店薪金及雇员福利=薪金及雇员福利/调整直营门店数
物业租金及其他经营开支(百万美元)	1518	1665	1717	1665	2003	1994	2107	财报披露数据
物业租金及其他经营开支占营收比	31.2%	30.3%	29.4%	29.6%	29.4%	28.0%	26.0%	物业租金及其他经营开支占营收比=物业租金及其他/餐厅收入
单店物业租金及其他经营开支(万美元)			35	30	30	25	24	单店物业租金及其他=物业租金及其他/调整直营门店数
KFC门店经营利润(百万美元)	877	984	1042	920	1013	1121	1440	经营利润=餐厅收入-食品及包装物-薪金及雇员福利-物业租金及其他经营开支
单店门店经营利润(万美元)			22	17	15	14	17	单店门店经营利润=门店经营利润/调整直营门店数
KFC门店经营利润率	18.0%	17.9%	17.8%	16.3%	14.9%	15.7%	17.7%	门店经营利润率=门店经营利润/餐厅收入
新店投资回收期(年)	~2	~2	~2	1-2线 2~3年 3-6线 2年	~2	~2	~2	取每年Q1投资者展示文件披露处于经营周期新店投资回收期(往往前置2个年度期间的新开店,因24Q1财报尚未披露,2023年取2021年10月-2022年9月期间新开店);指平均税前现金回收期,假设每年的现金流与第1年相同,扣除3%的许可费,未扣除一般行政费用和所得税。

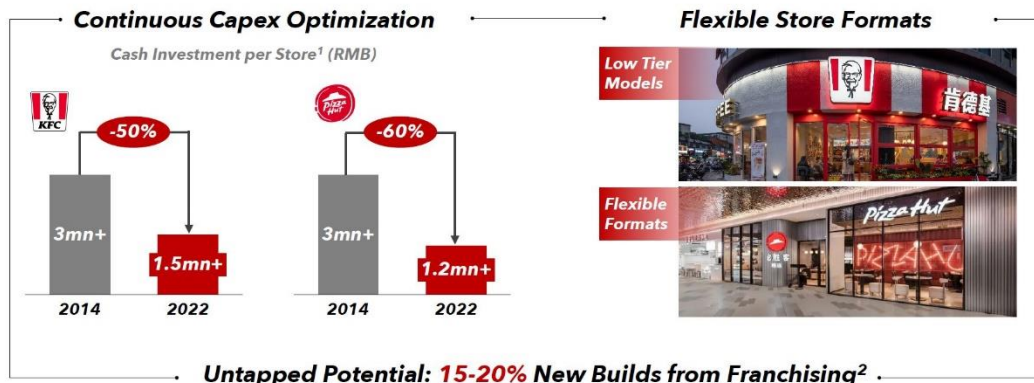
资料来源: 百胜中国财报, 财报 PPT, 民生证券研究院

图24: 必胜客 UE 模型拆解 (基于财报口径)

单位: 百万美元, USD	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	备注
餐厅收入(百万美元)	2090	2106	2045	1721	2092	1939	2214	财报披露数据
调整直营门店数(家)			2183	2204	2341	2606	2958	调整直营门店数=(期初门店数+期末门店数)/2
期间平均单店营收(万美元)			94	78	89	74	75	期间平均单店营收=餐厅收入/调整直营门店数
每家门店平均日销售额(美元)			2602	2169	2482	2067	2079	每家门店平均日销售额=期间平均单店营收/360天
食品及包装物(百万美元)	566	637	633	529	637	612	692	财报披露数据
毛利率	72.9%	69.8%	69.0%	69.3%	69.6%	68.4%	68.7%	毛利率=1-食品及包装物/餐厅收入
薪金及雇员福利(百万美元)	519	538	549	471	598	572	649	财报披露数据
薪金及雇员福利占营收比	24.8%	25.5%	26.8%	27.4%	28.6%	29.5%	29.3%	薪金及雇员福利占营收比=薪金及雇员福利/餐厅收入
单店薪金及雇员福利(万美元)			25	21	26	22	22	单店薪金及雇员福利=薪金及雇员福利/调整直营门店数
物业租金及其他经营开支(百万美元)	713	716	636	540	633	577	610	财报披露数据
物业租金及其他经营开支占营收比	34.1%	34.0%	31.1%	31.4%	30.3%	29.8%	27.6%	物业租金及其他经营开支占营收比=物业租金及其他/餐厅收入
单店物业租金及其他经营开支(万美元)			29	25	27	22	21	单店物业租金及其他=物业租金及其他/调整直营门店数
Pizza Hut门店经营利润(百万美元)	292	215	227	181	224	178	263	经营利润=餐厅收入-食品及包装物-薪金及雇员福利-物业租金及其他经营开支
单店门店经营利润(万美元)			10	8	10	7	9	单店门店经营利润=门店经营利润/调整直营门店数
Pizza Hut门店经营利润率	14.0%	10.2%	11.1%	10.5%	10.7%	9.2%	11.9%	门店经营利润率=门店经营利润/餐厅收入
新店投资回收期(年)	1-2线 < 3年 3-6线 < 4年	1-2线 ~3年 3-6线 < 4年	3~4	1-2线 4~5年 3-6线 3~4年	~3	~3	~3	取每年Q1投资者展示文件披露处于经营周期新店投资回收期(往往前置2个年度期间的新开店,因24Q1财报尚未披露,2023年取2021年10月-2022年9月期间新开店);指平均税前现金回收期,假设每年的现金流与第1年相同,扣除3%的许可费,未扣除一般行政费用和所得税。

资料来源: 百胜中国财报, 财报 PPT, 民生证券研究院

图25: 百胜中国以更灵活的门店形式降低新店资本开支



资料来源: 百胜中国 2023 年投资者日 PPT, 民生证券研究院

图26: 肯德基/必胜客灵活店型有着更健康的经营利润率表现

Rolling 12 Months New Store Economics (per store) <sup>1</sup>	KFC Total		Pizza Hut Total	
	Smaller Models <sup>2</sup>		Satellite Store	
Average Pre-tax Cash Payback Period <sup>3</sup>	~2 years	~2 years	~3 years	~2 years
Cash Investment <sup>4</sup> (RMB mn)	~1.8	~1.5	~1.4	~1.0
Annual Sales (RMB mn)	~4.5	~3.4	~3.5	~2.6
Cash Margin	~19%	~21%	~13%	~16%

资料来源: 百胜中国 2023 年投资者日 PPT, 民生证券研究院

### 3 先发优势&本土化，持续修炼内功保持领先

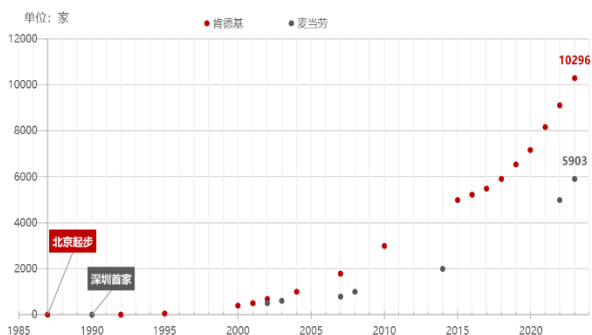
我们认为，百胜中国取得如今行业领先的市场规模及品牌影响力主要表现在顺应时代和环境发展的机遇不断迭代，同时持续修炼内功，保持强大的管理和运营能力，主要表现在：**1) 先发优势**：肯德基/必胜客较早以国际化高品牌势能进入中国，作为西式餐饮代表，在自身发展的过程中完成市场教育，品牌深入人心；**2) 本土化**：管理团队、产品、供应链、营销本土化，以更快的步伐融入中国市场；**3) 持续修炼内功，构建供应链&数字化的核心竞争力**：供应链能力，是支持数万家门店的基础；数字化为提升收入&管理效率赋能，公司持续打磨供应链&数字化能力，带来 UE 模型的持续优化，也构筑了公司的核心竞争力。4) **持续与时俱进，大众化，年轻化让品牌持续焕发升级活力**。

#### 3.1 占据先发优势并教育市场，品牌深入人心

**肯德基是最早进入中国的西式连锁餐厅，高品牌势能，占据时代发展机遇**：1987 年肯德基进入中国，是当时中国第一家西式连锁餐厅，必胜客也于 1990 年进入中国，当时恰逢改革开放初期，中国城市建设发展及人民生活水平的提升，为百胜在中国的发展提供了较好的时代机遇。同时，作为西式餐饮的代表品牌，肯德基/必胜客也以高势能的国际化知名品牌进入中国，随即掀起热潮，肯德基在进入中国当年便创造了全球销售额之最。

**作为国内西式餐饮的教育者，保证门店规模持续领先，品牌深入人心**：尽管国际知名西式快餐品牌麦当劳于 1990 年在深圳开出中国第一家门店，但肯德基得益于百胜给予较为充分的自主权，及本土化的供应链&开发体系，不仅在高线城市开店，同时迅速拓展低线城市并顺利“下沉”，抢占空白市场并形成优势份额，截至 2023 年肯德基门店数量 10296 家，高于麦当劳门店数量的 5903 家。我们认为在连锁餐饮业态中，门店不仅是触达顾客的渠道，也有着极为重要的营销宣传效应，门店数量的多寡对于提升市场认知及品牌塑造有着重要的作用。肯德基&必胜客持续保持门店规模领先，触达广大的中国消费者，让西餐融入一代国人的生活和记忆中，这一过程也使品牌印象深入人心，肯德基/必胜客均在西式快餐/比萨餐品类位列国内 Top1。

图27: 肯德基较竞对持续保持门店领先



资料来源: 百胜中国财报, 麦当劳官网, 民生证券研究院

图28: 肯德基/必胜客在西式快餐/比萨餐品类位列国内 Top1

2023年度西式快餐十大品牌		2023年度比萨十大品牌	
名次	品牌/运营名称	名次	品牌/运营名称
1	肯德基 百胜 (中国) 投资有限公司	1	必胜客 百胜 (中国) 投资有限公司
2	麦当劳 金拱门 (中国) 有限公司	2	尊宝比萨 杭州千尊信息技术有限公司
3	华莱士 福建省华莱士食品股份有限公司	3	达美乐比萨 上海达美乐比萨有限公司
4	塔斯汀 福州塔斯汀餐饮管理有限公司	4	棒! 约翰 上海棒约翰餐饮管理有限公司
5	德克士 天津德克士餐饮服务有限公司	5	比格比萨 北京比格餐饮管理有限公司
6	萨莉亚意式餐厅 上海萨莉亚餐饮管理有限公司	6	比萨玛鲁诺 马上派餐饮 (上海) 有限公司
7	汉堡王 汉堡王 (中国) 控股有限公司	7	乐凯撒披萨 深圳市乐凯撒比萨餐饮管理有限公司
8	福乐汉堡 武汉福乐汉堡食品发展有限公司	8	芝罘芝罘 福州芝罘餐饮管理有限公司
9	赛百味 赛百味品牌管理 (上海) 有限公司	9	玛格利塔 福州玛格利塔餐饮管理有限公司
10	亨得利 重庆亨得利餐饮管理有限公司	10	好伦堡 北京好伦堡餐饮管理有限公司

资料来源: 红餐网, 民生证券研究院 (注: 评选标准参考全网口碑指数、品牌经营指数、品牌传播指数、品牌关注度)

## 3.2 本土化融入中国

我们认为, 百胜中国的本土化是全方位的, 表现在 1) 管理&组织的本土化; 2) 产品的本土化; 3) 供应链的本土化; 以及 4) 营销的本土化。细述如下:

**1) 管理及组织的本土化:** 肯德基中国的第一代掌舵人苏敬轼先生, 祖籍山西, 出生于中国台湾, 在 1989 年, 他以肯德基公司北太平洋地区市场企划总监的身份首次来中国大陆, 当时肯德基在中国只有 4 家餐厅。苏敬轼先生提出了“立足中国、融入生活”的本土化发展战略, 为肯德基的本土化发展奠定了基调及战略方向。肯德基在 1995 年便在上海成立中国办事处, 使来自中国台湾、中国香港、新加坡等地的外来管理者可以接近市场, 也使得本地员工能够参与决策从而提升决策准确性。公司早期也从中国香港、中国台湾与东南亚等地的麦当劳、肯德基招募一批华人作为初始管理团队骨干, 并逐步建立了一套适合中国国情的培训规范及员工成长晋升系统。初代华人高管主导&完善的本土化晋升系统, 使得百胜中国核心管理团队 (本报告 1.4 及表 3), 多为本土化&内部晋升, 对中国市场有着较为深刻的理解和经验, 为公司产品、供应链、营销等本土化的顺利实施奠定基础。

**2) 产品的本土化:** 肯德基刚进入中国时菜单上只有 8 款美食, 包含原味鸡 (后改名为吮指原味鸡)、鸡汁土豆泥、小面包、菜丝沙拉、牛奶、听装百事可乐、七喜、咖啡。30 多年以来的发展让肯德基产品不仅持续推新, 也推出众多适应“中国胃”的产品, 如 2002 年参考中国人的饮食习惯推出早餐粥, 2003 年推出老北京鸡肉卷, 2004 年度假购买中国澳门玛嘉烈女士的葡式蛋挞配方, 2008 年推出川辣嫩牛五方&具备中国特色的早餐安心油条, 2010 年推出热门早餐产品饭团, 肯德基也会根据不同城市推出城市特色产品, 如针对武汉推出热干面, 针对湖南推出牛肉粉。必胜客也持续推出本土化的产品, 如麻辣小龙虾比萨, 香菜比萨等。而竞对麦当劳在产品本土化方面的动作则稍显缓慢, 2013 年才开始推出豆浆油条等

早餐产品。肯德基较早的推出本土化产品，融入中国市场并教育市场及培养消费者口味，逐步树立产品及品牌心智。

**表4：肯德基/麦当劳/必胜客本土化产品梳理（不完全统计）**

肯德基			麦当劳			必胜客		
本土化产品	上市时间	备注	本土化产品	上市时间	备注	本土化产品	上市时间	备注
香蘑饭、早餐营养粥	2002	香蘑饭北方限定，已下架；营养粥南方限定，升级后全国推广	豆浆油条	2013		皮蛋瘦肉粥、煎饺、春卷	2013	
老北京鸡肉卷	2003		川香鲜辣口水鸡腿堡	2013		麻辣小龙虾比萨	2017	
葡式蛋挞	2004		香芋派、菠萝派	2013		中西融合四拼比萨	2018	
安心油条	2008		年年有利、年年有福堡	2015	春节限定	冰糖梅菜慢煮牛肉比萨	2019	
嫩牛五方（中国肯德基）	2008	2012年曾下架，现为非长线	竹蔗马蹄水	2017		芝士拉丝焗小龙虾	2020	
豆浆、饭团	2010		麦鲜粥、金馒头	2017		东坡牛肉比萨、东坡牛	2020	
大饼卷万物	2010		朕好虾堡、本宫凤堡	2017	春节限定	东坡牛肉粽+豆浆套餐	2021	手机外带专享
米饭	2011		卤辣板烧鸡腿堡	2019	2020年下架	咸蛋黄风味小龙虾	2022	
三菇春卷	2013		冰糖葫芦风味麦旋风	2021		干煸麻辣风味芝士焗小	2022	
香糯鲜肉粽	2015	外卖，无锡、武汉限定	桂林酸笋风味板烧鸡腿堡	2021		老北京风味烤鸭比萨	2022	
青团	2019		大漠孜然鸡翅	2021		手剥龙井虾仁意面	2023	
四川特色串串卤味	2019	外卖	小炒和牛堡	2021		香菜猪耳比萨	2023	
螺蛳粉	2020	预包装食品	腊味菜菜堡	2022		香菜皮蛋牛肉比萨	2023	
武汉热干面	2021	武汉限定发售，后全国推广，上新其他城市特色面	酥酥多笋卷	2022	加入随心配常驻菜单	小吊梨汤老白茶	2024	
川香麻辣炸鸡架	2021		香菜新地	2022				
麻辣香锅风味汉堡	2021		嘎嘣贡菜卷	2024				
杭州小笼包	2021	杭州、温州、绍兴限定						
肉燕	2021	福州、厦门限定						
胡辣汤	2021	河南限定						
K记小笼包	2022							
川香盐帮秘汁全鸡	2023							

资料来源：肯德基/麦当劳/必胜客官方微博，麦星投资，36氪未来消费

图29：肯德基/必胜客持续推出本土化产品（部分产品）



资料来源：肯德基/必胜客官方微博，民生证券研究院

**3) 供应链的本土化：**尽管在麦当劳进入中国时，肯德基仅有 6 家门店尚未形成规模上的优势，但供应链的本土化在肯德基早期抢占市场份额的过程中发挥了重大的作用。肯德基从进入中国的第一天起，便与本土供应商建立合作关系，在本地工厂完成初步加工后在餐厅进行食品制作，并随着市场扩张不断完善本土供应链，例如肯德基在 20 世纪 90 年代与圣农合作，积极打造行业标准，2006 年与千味央厨合作，推出安心油条等。而麦当劳中国按照全球化管理标准，在早期更多使用海外成熟供应商，且要求在工厂批量生产后，在门店简单加工。在早期的扩张中，冷链运输条件尚不发达且成本高，因此使得麦当劳在大城市门店拓展虽不存在障碍（麦当劳在 2001 年以前，北京餐厅数甚至超过肯德基），但是掣肘了其在广大的中国及下沉市场实现全面扩张，本土化的供应链为肯德基的抢占市场留下的机会。

早在 2007 年，苏敬轼先生对《中国现代企业报》说，肯德基原料的 90% 已经实现了本土化。根据百胜中国 2022 年可持续发展报告，截至 2022 年底，公司中国本土的供应商遍布全国 21 个省、4 个直辖市及 4 个自治区，**98.7%**的供应商来自中国本土。

**4) 营销&场景的本土化：**在营销方面，2024 年春节肯德基打出“祝您 KFC (kuai fa cai 快发财)”的广告语，作为中国传统春节的新春祝福；在代言人方面，2019 年肯德基选择中国女排作为代言人；2019 年肯德基也联名《进京城》，结合国粹京剧等文化场景，通过融入中国场景、文化，与消费者建立连接。

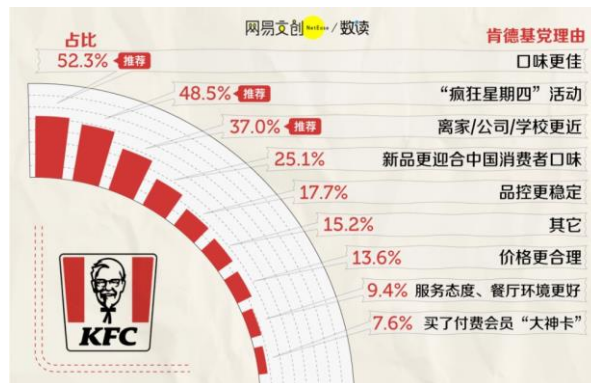
肯德基也凭借“疯狂星期四”，并借助国内微博、小红书等特色渠道，以“接地气”的形式，形成了现象级的出圈营销。2021 年“疯四文学”诞生，结尾均为“今天是肯德基疯狂星期四，谁请我吃？”，而肯德基也察觉到“疯四文学”的传播趋势，亲自下场推出“疯四文学盛典”鼓励更多消费者参与，并在 2022 年推出“V 我 50 卡”，肯德基疯狂星期四逐步演化成为年轻人的社交货币。据网易数读数据，48.5%的消费者因为“疯狂星期四”活动喜欢肯德基。在百胜中国 23Q2 管理层电话会上也披露，“疯狂星期四”活动带动周四销售额比其他工作日高出 50%。必胜客也随后效仿推出“尖叫星期三”活动，加深与消费者的互动与联系。

图30：肯德基本土化营销



资料来源：肯德基官方微博，民生证券研究院

图31：48.5%的消费者因“疯狂星期四”喜欢肯德基



资料来源：网易数读，民生证券研究院

### 3.3 供应链&数字化，构建核心竞争力

#### 3.3.1 供应链：覆盖上游农场到下游餐厅，保障食安、提升效率、优化成本

百胜中国已经搭建覆盖从上游农场到下游餐厅餐桌的全链路供应链以及数字化质量管理体系，通过上线 iFS、eQA、iQA、IoT、SCDI 等系统将供应链管理中整合物联网、大数据、云计算等尖端技术，实现了全程食品安全和质量的管理，也提升对供应链风险的预判和感知能力。

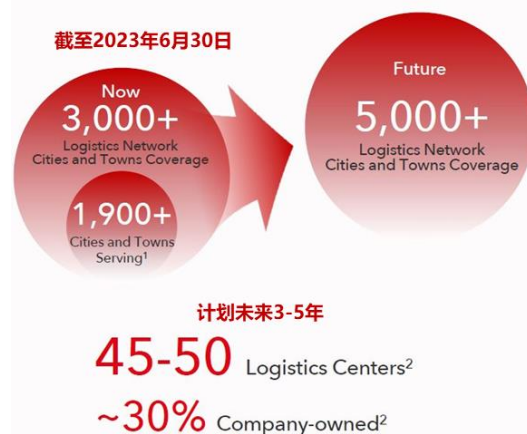
**领先的基础设施&物流网络，实现 3000+ 城镇覆盖。**公司持续投资基础设施 & 物流网络以提升效率，例如通过在自动化解决方案上投入，西安物流中心所运用的四向穿梭系统将提升 50% 的存储能力，交货时间缩短 51%，并提升 45% 的运营效率。百胜物流体系也全国领先，截至 2023 年 6 月 30 日，百胜的物流网络已覆盖 1,900 多个城镇的门店，并有能力覆盖 3,000 多个城镇；计划在未来 3-5 年内目标达到 45-50 个物流中心（30% 是公司自有），覆盖 5000 多个城镇，以缩短服务周期，降低运输成本，为长期发展提供支持。

图32：百胜中国建立从上游农场到下游餐厅的供应链及数字化管理系统



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

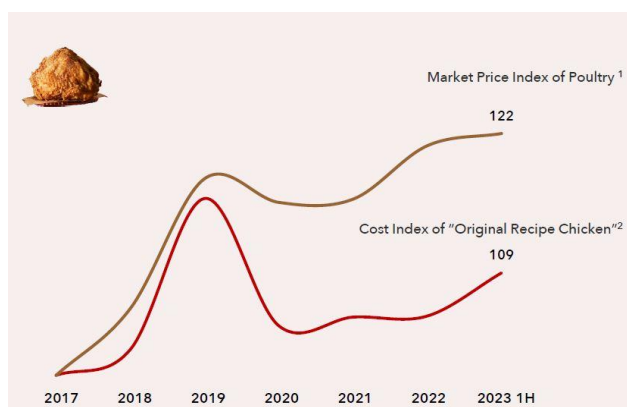
图33：百胜物流网络已经实现 3000+ 城镇覆盖能力



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

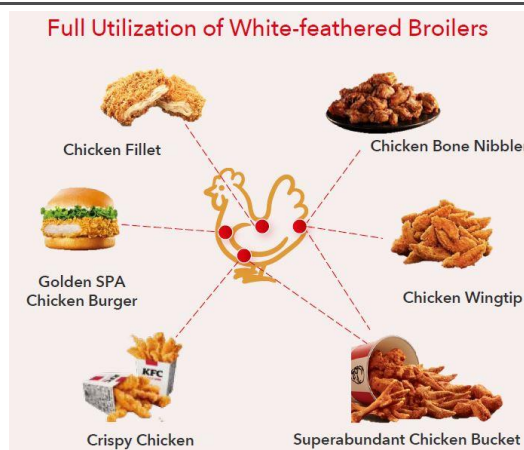
**管控成本，优化原料使用效率。**一方面，百胜中国通过积极管理端到端流程，与上游供应商合作，优化产品和物流基础设施等多方举措减轻通胀压力，使价格上涨低于国家统计局公布的鸡肉价格上涨幅度；另一方面，百胜在原料使用及控制方面，创新原料利用，重新设计了整只鸡的所有部位，以帮助最大限度地提高产量，实现成本效益，例如，“鸡肉充分利用”通过新工艺，将白羽鸡肉不同部位推出鸡排、脆皮鸡、鸡骨架、鸡翅尖等不同产品，多样化顾客产品选择&进一步管理成本，实现毛利率自 2018-2023 年一直多年以来稳定在 68%-69%上下。

图34：百胜通过积极的成本管理减轻通胀压力



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

图35：创新原料利用，实现成本效益



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

### 3.3.2 数字化：赋能收入端并提升管理效率

**百胜中国数字化能力在国内餐饮领域领先：**目前，百胜通过 APP、小程序、会员体系、外卖配送、第三方平台等多样化的渠道实现用户的触达，后端通过百胜云、企业管理系统为供应链管理&门店管理赋能。

图36：百胜中国数字化体系赋能收入端并提升管理效率



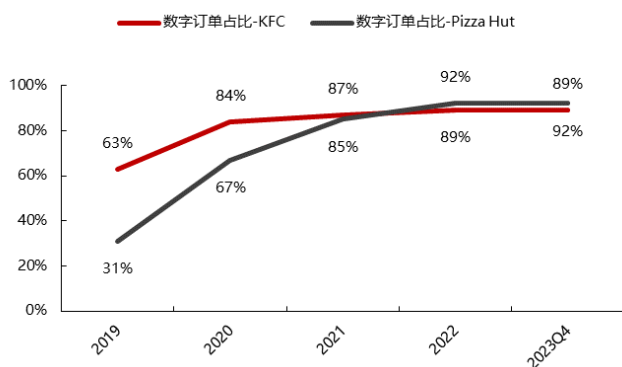
资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

**数字化赋能收入端：**2016 年肯德基便推出「肯德基超级 APP」并实行肯德基及必胜客的会员计划；2021 年更是实施“千镇计划”，通过微信群建立门店自己的私域流量池，截至 2023 年肯德基及必胜客数字化订单收入占比达 89%。通过 APP/

小程序等数字化渠道及会员计划在为顾客提供便捷的用餐体验同时，帮助公司可能根据顾客的点餐模式及口味喜好为其推送个性化的菜品和折扣，并有针对性的开展营销活动。截至 2023 年末，肯德基及必胜客会员数合计达到 4.7 亿，肯德基会员数达 4.4 亿，必胜客会员数也达到了 1.55 亿，会员贡献了肯德基和必胜客系统销售额的 65%。

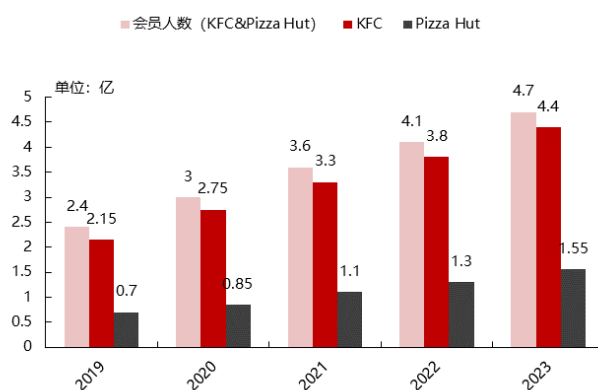
**外卖渠道增强顾客触达，并加强经营韧性。**2001 年，必胜客推出了披萨外送服务；2007 年肯德基上线宅急送，用于解决用户电话下单需求；2010 年肯德基自有外卖平台上线，用于解决用户外卖丢失、投诉等问题，并将外卖视为公司重要的业务驱动因素；2015 年公司开始与第三方外卖平台合作获取流量；2017 年与中国铁路合作，在若干铁路干线配送肯德基数字订单，同年收购到家美食会的控股公司（“到家”）的控股权益，补充外卖业务；2020 年 1 月肯德基及必胜客成为中国最早在全国范围内推出无接触配送的餐饮品牌之一。据百胜中国 2022 年度 CEO 的信，外卖业务使得公司在 2022 年上海 Q2 期间，用仅 10%-15% 的营业门店实现了管控前 40%-50% 的销售额。2023 年肯德基/必胜客外卖占比分别达到 36%/37%。

图37：2019-2023Q4 肯德基/必胜客数字订单占比



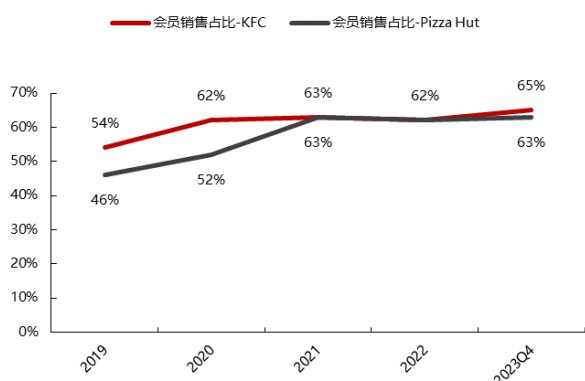
资料来源：百胜中国财报 PPT，民生证券研究院

图38：2019-2023 年肯德基/必胜客会员数



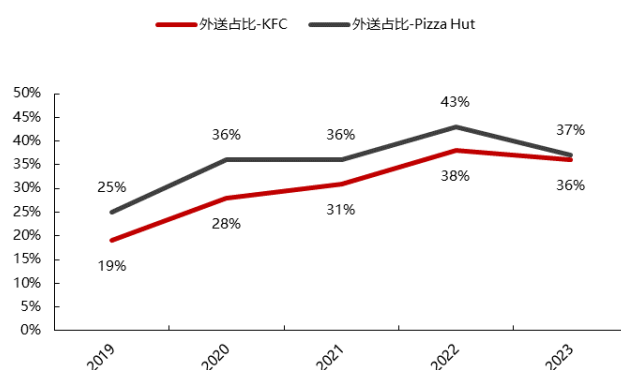
资料来源：百胜中国财报 PPT，民生证券研究院

图39：2019-2023Q4 肯德基/必胜客会员贡献销售占比



资料来源：百胜中国财报 PPT，民生证券研究院

图40：2019-2023 肯德基/必胜客外卖订单占比



资料来源：百胜中国财报 PPT，民生证券研究院

图41：百胜中国外卖平台的发展历程



资料来源：央广网，百胜中国招股说明书，红餐网，民生证券研究院

**数字化提升管理效率，优化成本端：**门店库存管理方面，数字化能够实现实时自动门店库存监控，提供智能库存补货服务，监控食品安全；在门店运营方面，数字化提高门店运营效率，数字点菜及支付可以帮助门店优化人员配置，且减少现金管理相关成本，数字化也可以用于门店运营分析、远程门店监督、智能门店监控；借力数字化，2023年6月30日与2016年12月31日相比，公司以相对持平的员工人数实现了80%的门店增长。

### 3.3.3 持续优化的供应链+数字化，构建核心竞争力，并带来 UE 模型的稳定&优化

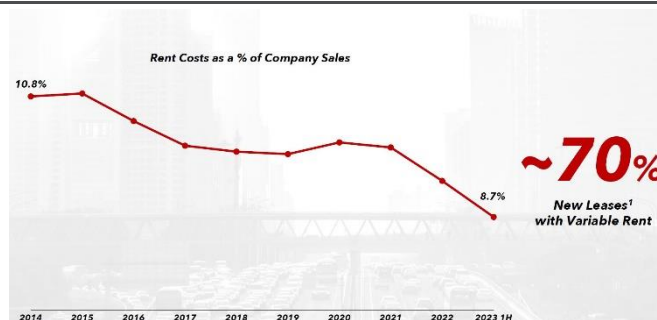
**供应链+数字化构建公司核心竞争力，带来 UE 模型的稳定&优化。**创新原料运用实现了毛利率的持续稳定（图 34、35）；数字化赋能运营管理，人效持续提升（图 42）；公司也通过更为灵活的租金结构（据 2023 投资者日披露，70%的肯德基及必胜客新租赁物业为可变租金），保持了门店租金占比的持续下降（图 43）。卓越的运营、供应链管理、数字化能力最终都在公司 UE 模型中得到反映，在原料、人力成本持续提升的当下，公成本费用管控良好，盈利能力整体稳定。我们认为，公司卓越的运营团队、强大的端到端数字化能力、敏捷的供应链，构筑了公司的核心竞争力，短期内很难被竞争对手超越。

图42：2016-2023H1 数字化赋能人效提升



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

图43：肯德基/必胜客租金占比持续下降



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

### 3.4 与时俱进，持续焕发生机活力

我们认为，百胜进入中国后，能够持续保持领先并建立品牌护城河，除了数字化、供应链等深厚的基本功以外，也在于公司卓越的领导团队能够把握发展过程中每一次大的趋势变化，品牌向大众化年轻化持续发展，37年来正确决策的积累构筑了如今深厚的品牌及规模优势。

- 1) **大众化生活化方向发展**：在肯德基刚刚进入中国时，一顿肯德基价格约占据中国职工月平均收入的 1/10；在 2000 年初期肯德基也仍位列于“轻奢餐厅”。但肯德基顺应时代变革&人口红利持续大众化，目前 30-40 元的客单价已经成为了一家大众连锁快餐厅，广大的人群渗透及消费提频，为万店规模提供了丰厚的土壤。
- 2) **品牌持续年轻化**：肯德基早期以西方成熟的连锁餐饮管理标准及要求，在中国实现快速的扩张；但肯德基并未止步于标准化，而是持续尝试个性化、差异化，并向年轻化方向发展。在产品推新方面持续融入特色化元素如肯德基推出“快乐肥汁炸蛋烤鸡腿堡”、“川辣辣口水鸡腿堡”等；营销宣传方面绑定年轻人喜欢的 IP 元素，如肯德基与“奥特曼”、“宝可梦”联名、必胜客与“原神”联名；代言人选择方面，肯德基也会选择当下流量小生为品牌代言。

图44：肯德基/必胜客绑定年轻人喜欢的“IP”元素



资料来源：肯德基/必胜客官方微博，民生证券研究院

图45：肯德基选择知名流量小生作为代言人



资料来源：肯德基官方微博，民生证券研究院

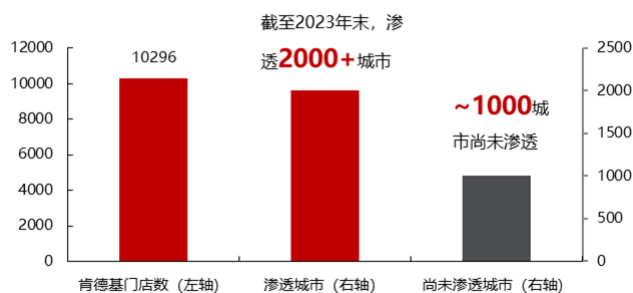
## 4 未来看点：2026 年迈向 2 万家门店，持续回馈 股东

**公司计划 2026 年门店数量达 2 万家：**截至 2023 年末，百胜中国门店总数达到 14,644 家，覆盖了超过 2000 个城镇，覆盖国内 1/3 的人口；公司计划 2026 年门店数量达到 2 万家，服务中国 1/2 的人口。

### 4.1 肯德基：加密与下沉同步，进一步渗透

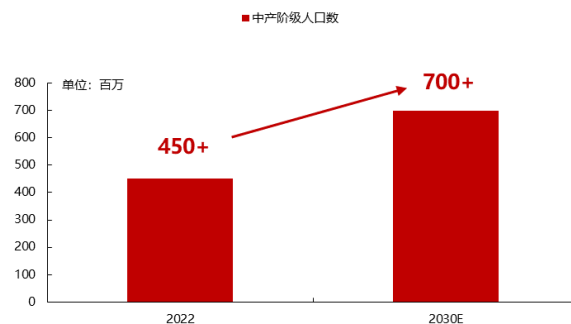
**中国市场增长基础广阔，肯德基仍有较大发展潜力。**作为公司的主力品牌，截至 2023 年末肯德基门店数达到 10,296 家，覆盖 2000+ 城市，仍有约 1000 个城市没有实现覆盖。据国务院发展研究中心预测，我国中产阶级人口有望从 2022 年的 4.5 亿人提升至 2030 年的 7 亿人；据联合国预测，我国城镇化率有望从 2022 年的 65% 提升至 2030 年的 71%，中产阶级人群及城镇化率提升为肯德基扩张提供潜力。2023H1 中国每百万人口肯德基门店数为 7 家，对标同为亚洲市场的日本，2022 年每百万人口麦当劳门店数达到 24 家，肯德基中国仍有 3~4 倍提升空间。

图46：肯德基门店数&门店渗透情况



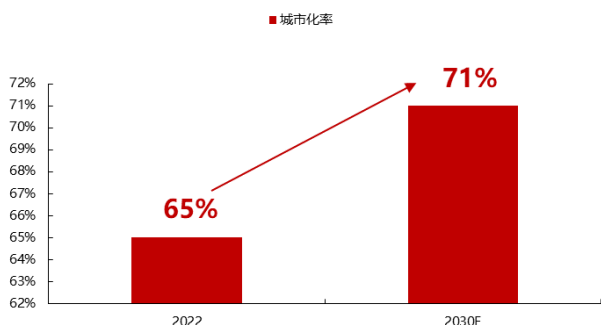
资料来源：百胜中国财报 PPT，民生证券研究院

图47：2030 年中产阶级人口数有望达到 7 亿人



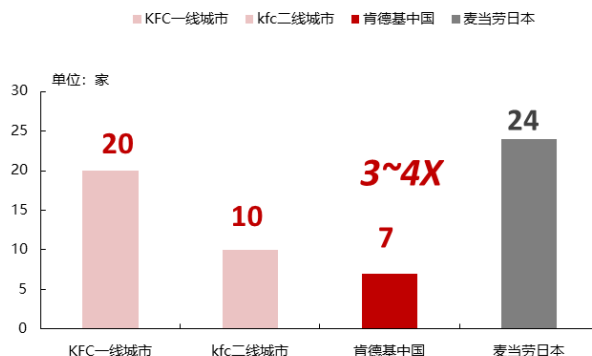
资料来源：国务院发展研究中心，民生证券研究院

图48：2030 年我国城镇化率有望达到 71%



资料来源：联合国，民生证券研究院

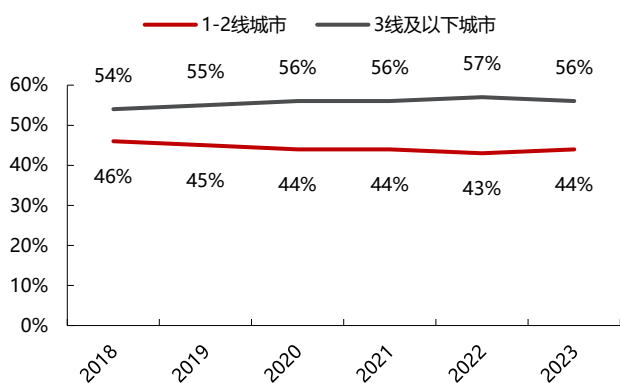
图49：每百万人口门店数来看，肯德基中国对标日本麦当劳仍有渗透潜力



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

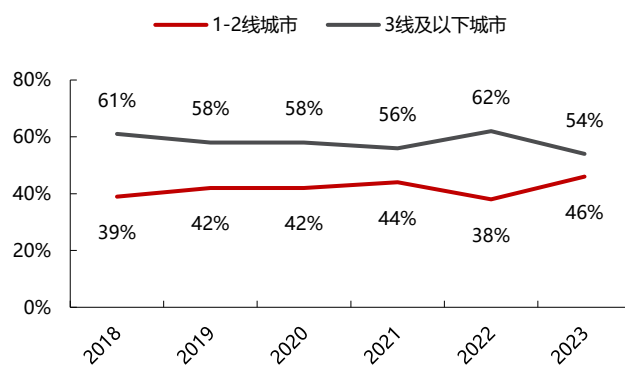
**加密与下沉同步，以多样灵活的门店形式&加盟模式实现进一步扩张。**从肯德基的存量门店分布来看，截至 2023 年一二线城市门店占比 44%，三线及以下城市门店占比达到 56%；公司一直采取“加密+下沉”同步的策略，2018-2023 年新开门店中，一二线城市门店占比在 50-60%，三线及以下城市门店占比在 40%-50%上下。目前，肯德基通过 4 种店型（标准店/未来餐厅/迷你店/低线城市门店）及多个模块（汽车穿梭/ToGo 窗/肩并肩/咖啡车/小站）实现灵活的门店组合，以适应不同物业点位。截至 2023 年末，肯德基新店单店投资约 150 万，较 2014 年下降 50%，更轻的初始投资帮助公司在未来的拓店计划中，以更为灵活门店形式进一步渗透市场（含更为经济不发达的区域）。同时，在学校/景区/高速公路服务站/医院等特殊战略性点位资源，及低线城市及偏远地区方面，肯德基以加盟模式实现进一步扩张，计划 2024-2026 年间新建门店中约有 15%-20%的为特许经营门店。目前中国有 3000+高校、6600+高速公路服务站、3.6 万+医院，为公司未来渗透提供了巨大的潜在市场。

图50：肯德基的存量门店分布占比



资料来源：百胜中国财报 PPT，民生证券研究院

图51：肯德基的新增门店的占比



资料来源：百胜中国财报 PPT，民生证券研究院

图52：肯德基以 4 种店型，多个模块实现多样化的门店组合



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

**图53：百胜计划以特许经营模式渗透更多特殊点位及偏远地区**

**计划2024-2026年15-20% 的新建项目来自特许经营**

### 战略点位

潜在市场： <b>3,000+ 大学校园</b>	<b>6,600+ 高速公路服务站</b>	<b>36,000+ 医院</b>
进入门店数： <b>190+ 门店</b>	<b>220+ 门店</b>	<b>210+ 门店</b>



### 低线城市&偏远地区

资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院（门店数截至 2023H1）

## 4.2 必胜客：“振兴计划” 成效显著，加速扩张

**必胜客 2017 年推出“振兴计划”，重新定位，品牌焕活。** 必胜客 1990 年进入中国，作为最早进入中国的休闲西餐连锁品牌，在当时代表“高端、时尚”，并形成了早期国人对于比萨、牛排等西餐的主要印象，也成功在 2016 年末实现了 2081 家的门店规模。但伴随着如尊宝比萨、达美乐、棒约翰等代表高性价比的比萨品牌进入中国市场，国内更为高端西餐厅的供给也持续增加，必胜客逐步陷入“性价比不足、高端化不够、产品力弱化”的窘境，同店表现方面也出现负增长的压力，2016Q1-Q4 必胜客同店增长分别为-12%/-10%/-4%/-3%，公司也在 2017 年投资者日上表示，当时必胜客最大的挑战在于“品牌面临过时的风险”。2017 年在曲翠容女士的主导下，必胜客推出了“振兴计划”，将必胜客品牌重新定位为一个时尚的、面向家庭的、物超所值的、总有新鲜感的休闲餐饮连锁，主要措施包括：

- 1) 产品更新+提升性价比：** 产品升级及菜单更新方面，将菜单削减 25%，从过往 120 多个 sku 变成 80-90 个，以提升餐厅效率，并修改了 70% 以上的菜单，推出更多创新产品，如 2018Q3 推出有四种面团可选的意大利手工比萨，在甜点和饮品上在华东主要城市推出了咸蛋黄冰淇淋，夏季鸡尾酒冰沙和“脏脏系列”甜点。在提升性价比方面，2019 年推出“尖叫星期三”活动，含牛排 29 元和比萨 39 元等超值优惠产品，必胜客也推出了牛排/冰激凌“买一送一”等活动。

图54: 必胜客“尖叫星期三”活动



资料来源: 百胜中国 2019 年投资者日 PPT, 民生证券研究院

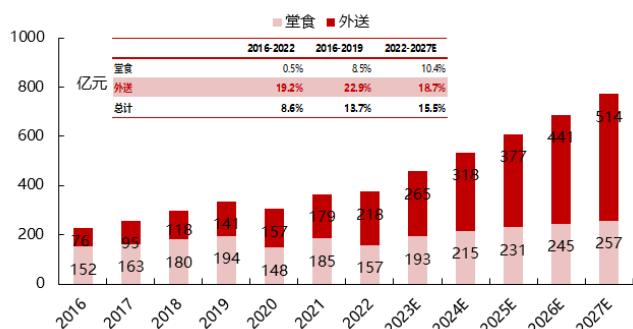
图55: 必胜客“买一送一”活动



资料来源: 百胜中国 2019 年投资者日 PPT, 民生证券研究院

- 2) **增强数字化:** 2017 年发布新的“必胜客超级 APP”, 并实施会员特权升级体系。为提升点餐速度及便利性, 2018 年公司推出餐桌扫码点餐服务。会员体系方面, 公司会员人数从 2017 年的 3500 万提升至 2023 年的 1.55 亿; 23Q4 必胜客会员贡献收入占比达到 63%, 数字订单占比达到 92%。
- 3) **优化外送:** 比萨作为较适合外送的品类, 外送比萨占比持续提升, 据弗若斯特沙利文数据, 2020 年外卖比萨市场首次超越堂食市并保持高于行业平均增速持续发展, 截至 2022 年外送比萨占比达 58.1%。必胜客也把外卖作为门店增长引擎之一, 探索为更支持外送的店型, 提供“外送 30 分钟必达”的优质体验, 23H1 外送收入较 2019H1 提升 68%, 23Q4 外送收入贡献占比达到 40%。

图56: 外送比萨市场增速高于堂食



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

图57: 必胜客优化外送体验 30 分钟必达

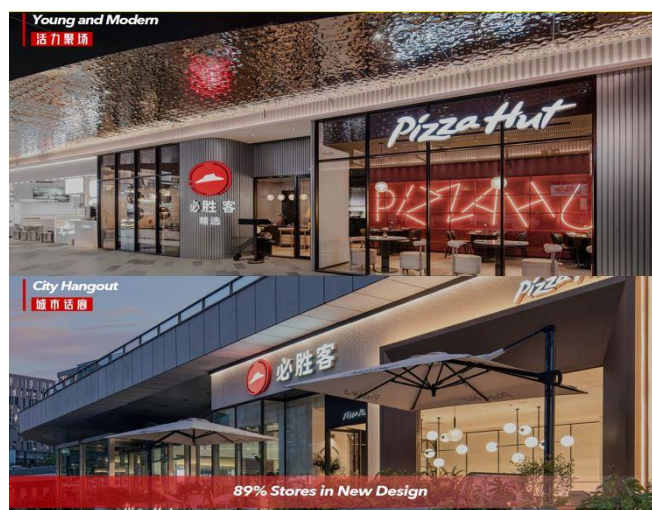


资料来源: 百胜中国 2023 年投资者日 PPT, 民生证券研究院

- 4) **打造新店型:** 加速餐厅改造实现门店升级, 提升用餐场景的氛围感, 构建“活力聚场”、“城市话廊”等设计主题门店, 据 2023 年百胜中国投资者日披露, 必胜客 89%的门店为新店, 或者是在过去几年中采用翻新设计, 有助于为顾客提供更佳的用餐体验, 2017-2020 年, 必胜客分别实现门店改造 144/225/513/375 家。同时伴随堂食顾客占比持续下降, 公司继

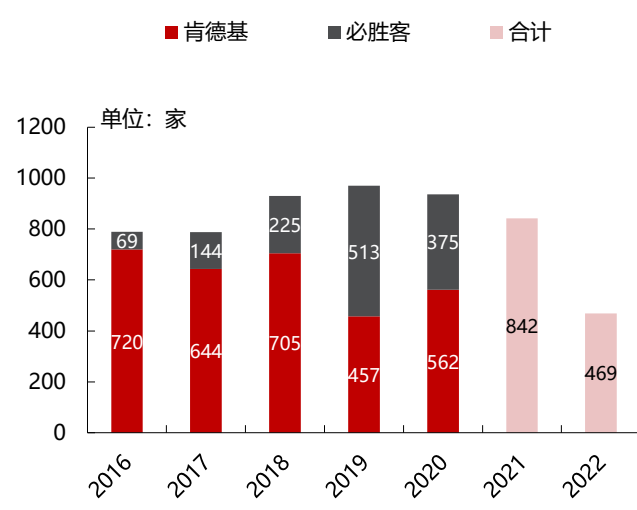
续探索适应性强、面积更小、为配送提供更多支持的“小店”、“快餐体验店”“卫星店”等店型，其中“卫星店”以“一托多”、“子母店”的模式，扩大了外送范围半径。公司2022年Q3财报会中也提及，必胜客在当年新开门店中约有50%是小店或者卫星店。

图58：必胜客 89%为新店/翻新店，提供绝佳用餐环境



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

图59：2016-2022 年百胜中国门店翻新情况

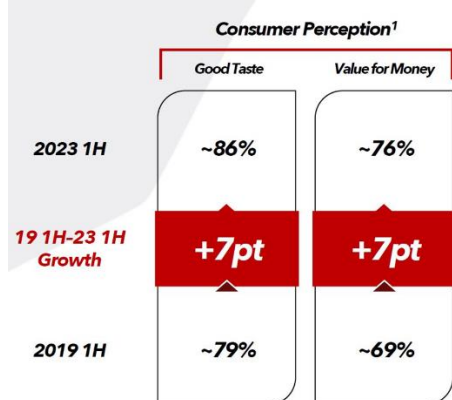


资料来源：百胜中国财报会 PPT，公司财报，民生证券研究院

**“振兴计划”成效显著**，2023 年全年餐厅经营利润率达到 11.9%，新门店投资回收期为 3 年左右，优于 2019 年的 3~4 年。据 2023 年投资者日披露，消费者调研反馈来看，2023H1 认可必胜客口味的占比约 86%，较 2019H1 提升 7pct；认为必胜客产品性价比高的用户占 76%，较 2019H1 提升 7pct。

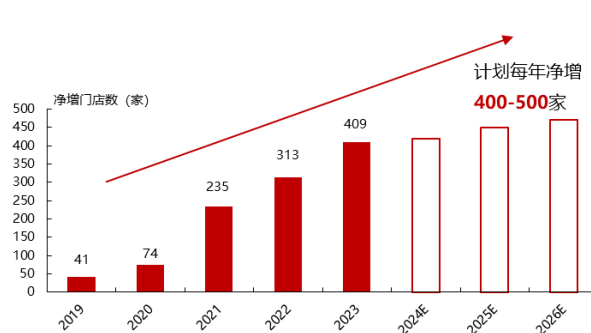
**加速开店，目标未来渗透至 1200+ 肯德基覆盖城镇。**2022/2023 年必胜客全年分别净增 313/409 家，开启“加速扩店”，计划未来每年目标净增门店 400-500 家，并实现 2~3 年的投资回收期。截至 2023 年末必胜客覆盖 700+ 城镇，未来目标渗透至 1200+ 个肯德基覆盖的城镇；未来，必胜客将以卫星店、小店等模式加密高线城市，以加盟模式覆盖景点等战略性点位及偏远地区。

图60：2023H1 必胜客口味认可度/性价比显著提升



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

图61：必胜客 2024E-2026E 计划加速开店



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

### 4.3 关注其他品牌发展潜力

**Lavazza 拉瓦萨:** 2023 年全年 Lavazza 实现销售收入的两倍增长, 同店增长达到 17%; 截至 2023 年末 Lavazza 会员人数达到 400 万, 门店数达到 122 家。Lavazza 为顾客提供纯正的意式咖啡体验, 在第三方品牌均获得较好的顾客反馈; 同时公司持续打磨单店模型提升经济效应, 年化实现了 20%单店 capex 减少, 并计划在未来 3~5 年达到 1000+规模。

图62: Lavazza 在第三方品牌均获得较好的顾客反馈



资料来源: 百胜中国 2023 年投资者日 PPT, 民生证券研究院

**塔可钟 (Taco Bell):** 2023 年全年实现 62%的收入增长, 截至 2023 年末, 塔可钟会员人数达到 400 万, 门店数达到 120 家, 并在 2024 年聚焦产品创新及门店模型优化。

**小肥羊:** 2023 年全年小肥羊实现了利润转正, 截至年末门店数达到 163 家; 公司计划在 2024 年开启小肥羊的扩张计划, 有望迎来持续增长。

**黄记煌:** 2023 年全年系统销售额增长 27%, 经营利润增长近 3 倍, 截至 2023 年末门店数达到 631 家, 并推出数字化加强加盟商管理体系。

### 4.4 持续回馈股东

**百胜中国持续回馈股东, 带来稳定的回报。** 自分拆上市以来, 百胜中国持续通过股息及回购方式回馈股东近 30 亿美金; 2023 年公司加速回馈股东, 股息及回购达到了 8.33 亿美元, 并计划 2024 年进一步提升股东回馈力度, 将股息及回购规模升至 15 亿美元, 约占截至 3 月 15 日港股市值的 9%。2024-2026 年公司目标回馈股东 30 亿美元。

图63: 2017-2024E 百胜中国股东回报情况



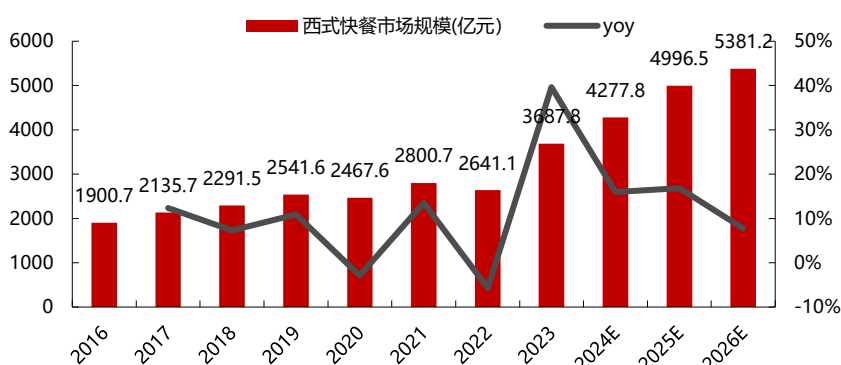
资料来源: 百胜中国财报 PPT, 民生证券研究院

## 5 行业分析&发展挑战: 竞争日趋激烈, 关注门店经营变化

### 5.1 QSR 行业竞争加剧, 塔斯汀/麦当劳加速扩张

西式快餐市场持续扩容, 2023 年市场规模达 3687.8 亿元, 本土汉堡快餐品牌以客单价切入市场。据艾媒咨询数据, 2023 年我国西式快餐市场规模达到 3687.8 亿元。目前西式快餐可以分为以肯德基/麦当劳/汉堡王等外资品牌为代表的西式快餐, 客单价普遍在 25-35 元, 且选址高线城市占比相对更高(极海口径); 但在肯德基教育了中国市场对于炸鸡、汉堡等品类的接受程度, 相对中高端的客单价给了本土品牌在下沉市场以低价格带切入的机会, 以塔斯汀/华莱士为代表规模庞大的本土品牌, 大多聚焦下沉市场, 客单价普遍在 15-25 元。从竞争格局来看, 按 2022 年系统销售额, 肯德基是中国领先及最大的快餐(QSR)品牌。

图64: 2016-2026E 西式快餐市场规模及增速



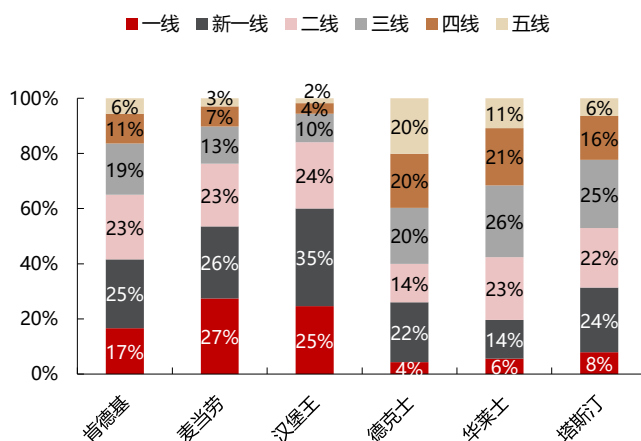
资料来源: 艾媒咨询, 民生证券研究院

表5: Top6 西式快餐品牌基本情况

品牌	门店数	客单价(元)	覆盖省份	覆盖城市	门店数 Top5 省份
肯德基	10620	34	31	348	广东、江苏、浙江、山东、上海
麦当劳	6073	27	30	292	广东、江苏、浙江、北京、上海
汉堡王	1652	30	30	176	江苏、广东、上海、浙江、北京
德克士	2764	31	31	309	四川、河南、贵州、云南、内蒙古自治区
华莱士	17007	19	31	343	广东、山东、江苏、河南、河北
塔斯汀	6971	21	22	251	广东、浙江、江苏、福建、湖南

资料来源: 极海品牌监测、窄门餐眼(注: 门店情况截至 2024 年 3 月 16 日。)

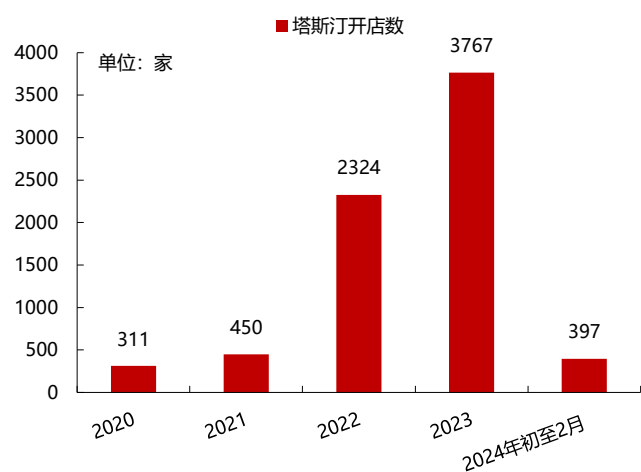
图65: Top6 西式快餐品牌门店城市线级分布



资料来源: 极海品牌监测, 民生证券研究院(注: 以极海城市口径划分, 可能与百胜公司披露口径存在差异。)

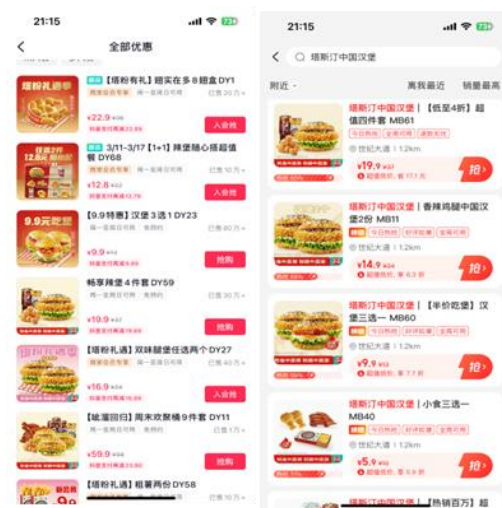
塔斯汀主打“中式汉堡”及“高性价比”，2020年以来逆势扩张。相比于肯德基和麦当劳在国内以直营为主，华莱士及塔斯汀以加盟模式为主。塔斯汀单店初始投资不含房租及转让费等需要45万元（约为肯德基的1/3），更低的进入门槛，使得华莱士/塔斯汀更易于借助分散的民间资本实现快速扩张，截至2024年3月16日，华莱士/塔斯汀门店数分别为17007/6971家。塔斯汀近年来扩张迅猛，其创立于2012年，在2020年以“中国汉堡”全新品类问世，并凭借“口味佳+极具竞争力的产品价格”获得消费者及加盟商认可，据窄门数据，塔斯汀2022/2023年新开门店达到2324/3767家。在美团/抖音等团购界面，塔斯汀含汉堡、可乐、小食套餐仅需19.9元，两个汉堡也仅需14-17元左右，为消费者提供了除了华莱士以外“好吃干净，价格不贵”的另一种选择。

图66：塔斯汀2022年以来加速扩张



资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

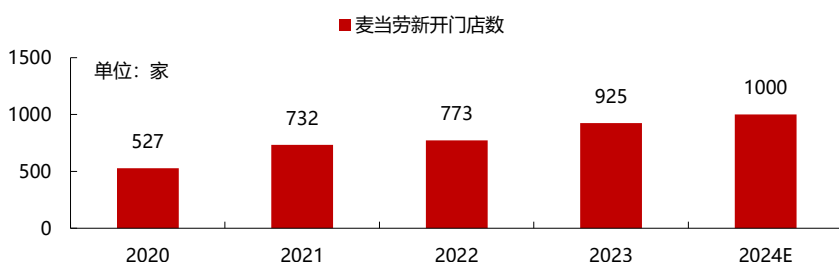
图67：塔斯汀在抖音/美团团购价格优惠



资料来源：抖音，美团，民生证券研究院

麦当劳加码中国市场，2024年计划新增1000家门店。麦当劳2023年以来开店加速，2023年全年新开925家门店，同时计划2024年中国市场新开1000家门店，并计划2028年中国门店数突破1万家。2023年11月，麦当劳全球同意收购凯雷在麦当劳中国内地、中国香港及中国澳门战略合作公司中持有的少数股权，交易完成后，麦当劳全球对金拱门（麦当劳中国）持股比例将由20%增加到48%，进一步标明对中国市场的发展信心。

图68：麦当劳2023年开店925家，计划2024年开店1000家



资料来源：窄门餐眼，南方新闻，民生证券研究院

**选址存在相似性，行业竞争加剧；肯德基加速开店+拓宽价格带+持续推新应对竞争。**据久谦中台数据，肯德基在一二线城市选址与麦当劳相似度高，两者门店距离 500 米内门店重合度高达 40-50%，而塔斯汀在三线及以下城市门店选址与肯德基相似度达 35%。在行业竞争加剧，麦当劳/塔斯汀等竞争对手快速开店的背景下，肯德基也采取措施积极应对竞争：1) 加速开店抢占市场；2) 持续推新+拓宽价格带；3) 强化“疯四”品牌标签，加强营销；4) 借助玩具、K COFFEE、自在厨房等新零售业务提升增长。

图69：塔斯汀在三线及以下城市与肯德基选址重合度较高且超过麦当劳（2023年9月）



资料来源：久谦中台，民生证券研究院

- 1) 加速开店抢占市场：**未来 3 年，年度肯德基新开店数将提升至 1200 家以上，其中 15%-20%为特许经营店。
- 2) 持续推新+拓宽价格带：**公司持续推新，2022 年发布的新品「秘汁全鸡」销售额过亿美金、2021 年推出的「汁汁厚牛堡」2022 年销售突破 5 亿美金、创新产品「炸鸡塔可」、「肉霸堡」、「K 萨」也均取得较好表现。公司目前将产品分为入门产品（销售占 8%）、核心产品（销售占 80%）、溢价产品（销售占 12%），通过以成本较低的产品作为入门产品拓宽价格带（如 19.9 元起“OK 三件套”等），以吸引价格敏感型人群；在抖音、美团等第三方渠道上，肯德基也推出优惠活动，进一步应对竞争。

图70：肯德基拓宽产品价格带：从入门款到溢价产品



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

图71：肯德基在抖音/美团团购上发布优惠套餐



资料来源：抖音，美团，民生证券研究院

- 3) 强化“疯四”品牌标签，加强营销。随着“疯狂星期四”的成功，肯德基也推出“疯狂老友季”等活动，加强与消费者情感连接，促进销售。
- 4) 借助玩具、K COFFEE、自在厨房等新业务提升增长。公司去年“可达鸭”玩具为公司带来显著客流，5月20日发售儿童节“三丽鸥”玩具等也使公司在“儿童节”及“情人节”创下销售记录。咖啡市场存在巨大发展潜力，2023年K COFFEE销售1.9亿杯，yoy+35%，公司一方面推出独立K COFFEE门店及咖啡车等业务模式，也推出「三柠气泡美式」、「胡萝卜美式」等产品拉动咖啡业务增长。肯德基也通过“自在厨房”、“爷爷自在茶”、“KPRO”等业务探索增长机会。

图72：通过营销活动拉动增长



资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

图73：借助玩具、K COFFEE 等新业务拉动增长

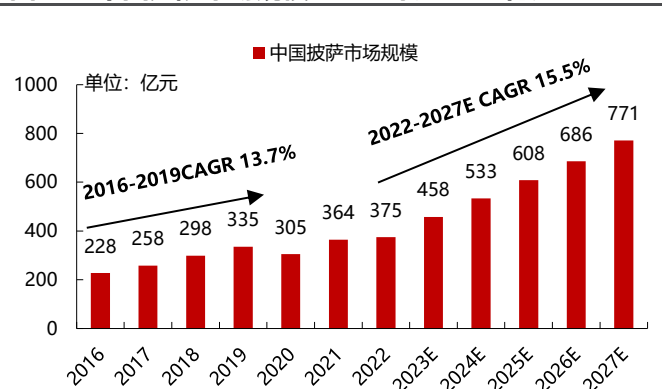


资料来源：百胜中国 2023 年投资者日 PPT，民生证券研究院

## 5.2 比萨赛道仍处发展期，进一步关注必胜客门店表现

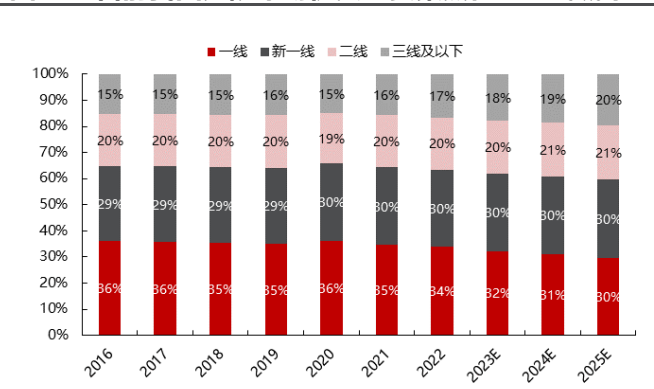
比萨行业 2022 年市场规模为 375 亿元，必胜客已处比萨行业 Top1，市占率达 35.2%。据弗若斯特沙利文数据，2022 年中国比萨行业市场规模达到 375 亿元，仅占西餐市场的 5.3%以及中国餐饮市场的 0.9%；目前比萨在我国仍然主要聚焦于一二线城市，2022 年一二线城市比萨餐厅市场占据了 83%的市场规模，三线及以下城市渗透率仍然不高，国内市场仍有较大的教育空间。从市场竞争格局来看，必胜客是绝对龙头，据弗若斯特沙利文数据，2022 年必胜客市占率达到 35.2%，行业 CR5 达到 49.9%。

图74：中国比萨市场规模 2022 年达 375 亿元



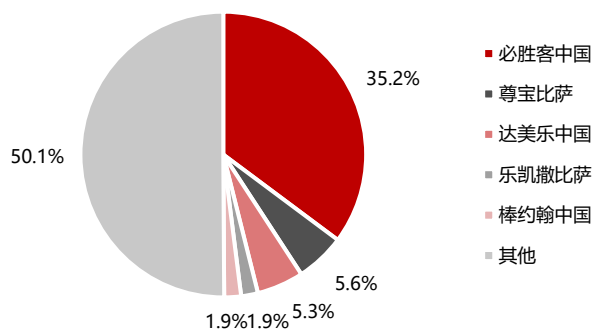
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图75：目前我国比萨市场仍然主要聚焦在一二线城市



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图76：2022年必胜客在比萨行业市占率达到35.2%



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

表6：中国比萨行业 Top5 品牌情况

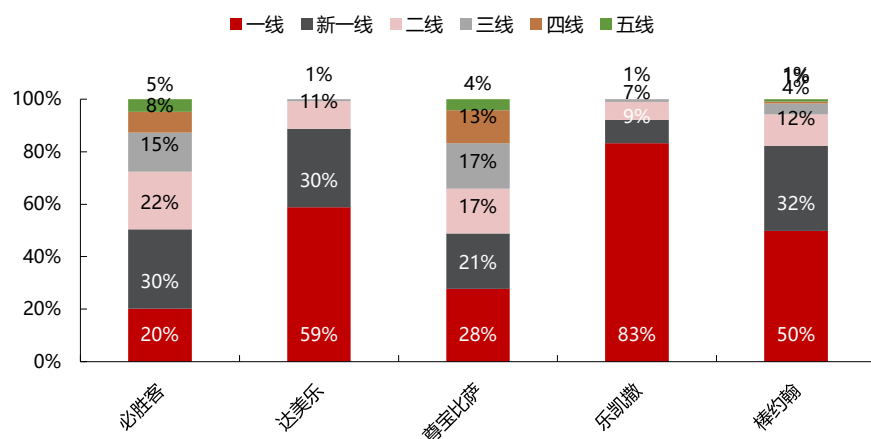
品牌	门店数 (家)	ASP (元)	覆盖省份数	覆盖城市数	门店数 Top5 省份
必胜客	3460	76	31	208	广东、江苏、浙江、北京、上海
达美乐	820	57	15	31	上海、北京、广东、江苏、浙江
尊宝比萨	2596	36	30	236	广东(占43%)、福建、湖南、湖北、重庆
乐凯撒	191	64	5	12	广东(占79%)、上海、湖北、重庆、云南
棒约翰	309	60	18	38	上海、北京、江苏、浙江、天津

资料来源：极海品牌监测，窄门餐眼，民生证券研究院

**主要品牌门店仍处于高线城市，各品牌之间门店选址相似性不高。**从主要品牌的门店分布来看，各价格带品牌门店仍以 1-2 线城市为主，即便是价格更为平价的尊宝比萨，一二线城市门店也占比高达 66%。从各个品牌的选址分布来看，门店选址相似性较低，据久谦中台数据，截至 2023 年 6 月一线城市必胜客与达美乐选址相似性不高于 30%，二线及以下城市选址相似性也不高于 20%。

**行业仍处培育期，仍有较大机遇。**我们认为，比萨行业聚焦于高线城市，且品牌间选址相似性与汉堡赛道相比更低，一方面在于各品牌之间定位有差异(必胜客过去聚焦大店、尊宝主打低价格带及社区市场、达美乐聚焦外送)，另一方面也在于行业成熟度更低，整体的竞争激烈程度低于汉堡赛道。我们认为中国消费市场广阔，找到适合国人需求的产品&形式，且有较强运营管理能力的公司有可能依然存在大发展机会。

图77：主要比萨品牌门店仍处于高线城市



资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

图78：主要比萨品牌选址在一线城市有一定相似性



1 500米范围内点位相似性指数=两个品牌在500米半径范围内相邻的门店数/两个品牌总门店数  
2 指必胜客和尊宝比萨所有门店中21%的门店在500米范围内有对方竞品门店；3 2023M6在营门店数量

资料来源：久谦中台，民生证券研究院

顺应行业变化趋势，必胜客定位逐步向高性价比及小店外送倾斜，门店组合更为多样化，持续关注“振兴计划”成效&门店优化表现。在本报告 4.2 中我们提及，为顺应行业趋势，必胜客“振兴计划”将外卖作为增长引擎，提升了小店占比，同时关注产品性价比提升，这一变化使得必胜客门店组合更为多样化，但也不可避免的与达美乐主打“高性价比+外送”的定位相似度有所提升。2023H1 必胜客&达美乐均能维持 13%以上的健康门店经营利润率水平，我们认为中国比萨市场仍有比较大的教育空间&发展潜力，各玩家均有发展空间；如何通过“好产品+优质体验”吸引顾客，持续改善必胜客门店经营表现并保持领先优势地位，是现阶段公司的发展重点。

图79：必胜客及达美乐 UE 模型对比

	达美乐(2023H1)		必胜客(2023H1)
收入 (百万元)	1376.4	收入 (百万元)	8256.9
调整门店数 (家)	630.0	调整门店数 (家)	2842.5
期间平均单店营收 (万元)	218.5	期间平均单店营收 (万元)	290.5
每家门店平均日销售 (万元)	1.2	每家门店平均日销售 (万元)	1.6
<b>毛利率</b>	<b>72.4%</b>	<b>毛利率</b>	<b>69.2%</b>
人工	26.9%	人工	28.9%
租金摊销	9.9%	租金及其他开支	27.0%
折旧摊销	5.2%		
门店经营及维护开支	6.2%		
其他开支	4.9%		
营销	5.8%		
平均单店经营利润 (万元)	29.5	平均单店经营利润 (万元)	38.6
<b>门店经营利润率</b>	<b>13.5%</b>	<b>门店经营利润率</b>	<b>13.3%</b>

资料来源：百胜中国财报，达势股份财报 PPT，民生证券研究院测算

注：1) 必胜客按照 2023 年 6 月 30 日汇率 1USD=7.262CNY 换算。

2) 调整门店数=(期初门店数+期末门店数)/2；平均单店经营利润=期间平均单店营收\*门店经营利润率。

## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) 开店假设:** 根据公司在 2023 年投资者日信息, 肯德基未来 3 年年度净新开店数提高到 1200 家以上, 必胜客未来 3 年净开店提升至 400-500 家, 公司计划至 2026 年门店数达到 20000 家。我们假设 2024-2026 年肯德基每年净新增 1200/1300/1300 家, 必胜客每年净新增 400/400/500 家, 其他品牌合计每年净新增 83/136/150 家; 2024-2026 年末, 公司门店数分别达到 16327/18163/20113 家。
- 2) 同店表现:** 我们假设, 同店表现稳步复苏, 2024-2026 年同店增长分别为 1%/2%/2%, 必胜客同店增长分别为 0.5%/2%/2%, 其他品牌同店增长分别为 1%/2%/2%。
- 3) 毛利率:** 目前必胜客逐步向高性价比方向发展, 2024 年以来公司也持续进行优惠促销活动让利消费者, 我们假设毛利率较 2023 年稳中有小幅下降, 2024-2026 年毛利率分别为 68.5%/68.7%/68.7%。
- 4) 其他主要成本项:** 考虑到公司持续通过数字化提升人效, 并以浮动租金等方式管控租金成本等, 我们假设 2024-2026 年薪资及雇员福利占比分别为 26.3%/26.1%/26.0%, 物业租金及其他经营开支占比分别为 26.3%/26.3%/26.3%, 管理费用占比分别为 5.5%/5.3%/5.2%。

表7: 必胜中国收入拆分

	指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
肯德基	门店数 (家)	6534	7166	8168	9094	10296	11496	12796	14096
	同店增长	4%	-8%	-3%	-7%	7%	1%	2%	2%
	收入 (百万美元)	6040	5821	7003	7219	8240	8,911	9,877	10,846
	yoy	6.2%	-3.6%	20.3%	3.1%	14.1%	8.1%	10.8%	9.8%
必胜客	门店数 (家)	2281	2355	2590	2903	3312	3712	4112	4612
	同店增长	1%	-14%	7%	-6%	6%	0.5%	2%	2%
	收入 (百万美元)	2054	1730	2109	1960	2246	2,433	2,655	2,896
	yoy	-2.7%	-15.8%	21.9%	-7.1%	14.6%	8.3%	9.1%	9.1%
其他品牌	门店数 (家)	385	985	1030	950	1036	1119	1255	1405
	同店增长	-12%	-20%	-2%	-22%	10%	1%	2%	2%
合计	收入 (百万美元)	158	242	473	671	779	681	711	747
	yoy	37.4%	53.2%	95.5%	41.9%	16.1%	-12.5%	4.3%	5.0%
	企业及未分配及其他抵减项影响	524	524	470	268	-281	-125	-88	-49
百胜中国	门店数 (家)	9200	10506	11788	12947	14644	16327	18163	20113
	收入 (百万美元)	8776	8263	9853	9569	10978	11,900	13,155	14,440
	yoy	4.3%	-5.8%	19.2%	-2.9%	14.7%	8.4%	10.5%	9.8%

资料来源: 百胜中国财报, 民生证券研究院预测

## 6.2 估值分析

在可比公司方面,我们选取美股上市龙头餐饮公司麦当劳、百胜餐饮、星巴克、达美乐比萨;在港股可比公司选取方面,百胜作为餐饮龙头,品牌优势深厚,经营发展稳健,市场给予一定的估值溢价,因此我们选择同为港股餐饮龙头公司海底捞作为可比公司进行比较。

美股可比公司整体估值水平较高,2024/2025年平均PE达到25/22倍。港股可比公司海底捞2024/2025年PE达到17/16倍。百胜中国作为国内餐饮龙头,其美股(YUMC)估值水平低于美股可比公司,其港股(9987.HK)估值水平与同为龙头的海底捞估值水平相近。

表8: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (美元/ 港币)	EPS (美元/人民币)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
MCD	麦当劳	277.74	11.94	12.43	13.54	25	22	21
YUM	百胜餐饮	140.71	5.17	5.78	6.48	25	24	22
SBUX	星巴克	89.3	3.54	4.06	4.72	27	22	19
DPZ	达美乐比萨	497.26	14.66	15.76	17.72	28	32	28
美股平均值						26	25	22
6862.HK	海底捞	17.56	0.83	0.92	1.02	16	17	16
YUMC	百胜中国	39.89	2.10	2.27	2.59	20	18	15
9987.HK	百胜中国	307.8	2.10	2.27	2.59	19	17	15

资料来源: Bloomberg, Wind, 民生证券研究院

注: 可比公司数据采用 Bloomberg/Wind 一致预期; 美股可比公司收盘价及 EPS 为美元; 港股收盘价为港币, EPS 方面, 百胜中国 EPS 为美元, 海底捞 EPS 为人民币; 港股股价为 2024 年 4 月 3 日收盘价, 美股股价为 4 月 2 日收盘价; 汇率 1HKD=0.1277USD, 1HKD=0.9243RMB。

## 6.3 投资建议

百胜中国作为国内餐饮龙头,门店数过万,品牌优势深厚,供应链&数字化能力行业领先,公司朝着2026年2万家门店稳步迈进;旗下肯德基、必胜客门店加速拓展,有望驱动公司收入、利润持续增长。我们预计公司2024-2026年营收119.0亿美元、131.55亿美元、144.4亿美元,同比增长8.4%、10.5%、9.8%;归母净利润8.94亿美元、10.20亿美元、11.40亿美元, EPS 分别为2.27美元、2.59美元、2.90美元,其港股对应4月3日收盘价PE分别为17/15/14倍。公司持续通过“股息+回购”回馈股东,盈利能力稳健增长,首次覆盖给予“推荐”评级。

## 7 风险提示

- 1) **行业竞争加剧风险。**行业竞争日趋激烈，麦当劳、塔斯汀、达美乐等品牌加速扩张，竞争加剧可能对公司客流，营收及利润产生一定负面影响。
- 2) **原材料成本大幅上涨影响盈利风险。**原材料价格的大幅上涨将挤压企业的利润空间。
- 3) **消费复苏不及预期风险。**消费复苏是影响公司业绩及股价走势的重要因素，其具有不确定性等，或将影响股价。
- 4) **拓店不及预期风险。**在向更广泛的市场扩张过程中，如果门店表现低于预期，将对公司营收及利润产生较大负面影响。
- 5) **食品安全风险。**食品安全问题及负面新闻，对公司品牌、客流将产生严重负面影响。
- 6) **单店模型等模型拆分和测算可能不准确风险。**本文内单店模型等测算基于一定假设条件，存在不准确风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>3,431</b>	<b>3,744</b>	<b>4,370</b>	<b>5,106</b>
现金及现金等价物	1,128	1,339	1,870	2,507
应收账款及票据	68	78	86	95
存货	424	498	547	600
其他	1,811	1,829	1,866	1,905
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,600</b>	<b>8,917</b>	<b>9,386</b>	<b>9,897</b>
固定资产	2,310	2,744	3,325	3,942
商誉及无形资产	4,299	4,182	4,070	3,964
其他	1,991	1,991	1,991	1,991
<b>资产合计</b>	<b>12,031</b>	<b>12,660</b>	<b>13,755</b>	<b>15,003</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,422</b>	<b>2,846</b>	<b>3,123</b>	<b>3,409</b>
短期借贷	168	168	168	168
应付账款及票据	786	916	1,007	1,103
其他	1,468	1,762	1,948	2,138
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,490</b>	<b>2,492</b>	<b>2,494</b>	<b>2,496</b>
长期借贷	44	46	48	50
其他	2,446	2,446	2,446	2,446
<b>负债合计</b>	<b>4,912</b>	<b>5,338</b>	<b>5,617</b>	<b>5,905</b>
普通股股本	4	4	4	4
储备	6,401	6,544	7,279	8,149
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>6,405</b>	<b>6,548</b>	<b>7,283</b>	<b>8,153</b>
少数股东权益	714	774	855	945
<b>股东权益合计</b>	<b>7,119</b>	<b>7,322</b>	<b>8,139</b>	<b>9,098</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12,031</b>	<b>12,660</b>	<b>13,755</b>	<b>15,003</b>

现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,473</b>	<b>1,855</b>	<b>1,923</b>	<b>2,126</b>
净利润	827	894	1,020	1,140
少数股东权益	74	60	81	90
折旧摊销	453	483	531	588
营运资金变动及其他	119	417	291	307
<b>投资活动现金流</b>	<b>-743</b>	<b>-887</b>	<b>-1,101</b>	<b>-1,211</b>
资本支出	-710	-800	-1,000	-1,100
其他投资	-33	-87	-101	-111
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-716</b>	<b>-741</b>	<b>-275</b>	<b>-261</b>
借款增加	164	2	2	2
普通股增加	-613	-681	0	0
已付股利	-216	-54	-268	-255
其他	-51	-8	-8	-8
<b>现金净增加额</b>	<b>-2</b>	<b>211</b>	<b>531</b>	<b>637</b>

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>10,978</b>	<b>11,900</b>	<b>13,155</b>	<b>14,440</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	8,701	9,457	10,398	11,394
其他费用及与加盟相关 开支	504	567	652	711
管理费用	638	654	697	751
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-169	-173	-195	-205
权益性投资损益	4	0	0	0
其他损益	-78	-87	-101	-111
除税前利润	1,230	1,308	1,502	1,678
所得税	329	353	401	448
净利润	901	955	1,101	1,230
少数股东损益	74	60	81	90
<b>归属母公司净利润</b>	<b>827</b>	<b>894</b>	<b>1,020</b>	<b>1,140</b>
EBIT	1,061	1,135	1,306	1,473
EBITDA	1,514	1,618	1,837	2,061
EPS (元)	2.10	2.27	2.59	2.90

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	14.72	8.40	10.55	9.77
归属母公司净利润	87.10	8.13	14.02	11.85
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	20.74	20.53	20.95	21.10
净利率	7.53	7.51	7.75	7.90
ROE	12.91	13.66	14.00	13.99
ROIC	10.60	10.99	11.46	11.59
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	40.83	42.16	40.83	39.36
净负债比率(%)	-12.87	-15.37	-20.32	-25.16
流动比率	1.42	1.32	1.40	1.50
速动比率	0.62	0.61	0.74	0.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.92	0.96	1.00	1.00
应收账款周转率	166.33	162.93	160.05	159.52
应付账款周转率	11.50	11.11	10.82	10.80
每股指标 (元)				
每股收益	2.10	2.27	2.59	2.90
每股经营现金流	3.74	4.71	4.88	5.40
每股净资产	16.27	16.63	18.50	20.71
<b>估值比率</b>				
P/E	19	17	15	14
P/B	2.4	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.61	9.00	7.92	7.06

## 插图目录

图 1: 百胜中国发展历程.....	3
图 2: 2016-2023 年肯德基收入及营收贡献比例.....	5
图 3: 2018-2023 年肯德基门店数及门店占比.....	5
图 4: 2016-2023 年肯德基经营利润贡献合并报表经营利润比例.....	6
图 5: 2016-2023 年必胜客收入及营收贡献比例.....	6
图 6: 2018-2023 年必胜客门店数及门店占比.....	6
图 7: 2016-2023 年必胜客经营利润贡献合并报表经营利润比例.....	6
图 8: 百胜中国 (YUMC) 股价复盘.....	7
图 9: 百胜中国股权架构.....	8
图 10: 百胜中国 2016-2023 年收入及增速.....	10
图 11: 百胜中国 17Q1-23Q4 季度营收及增速.....	10
图 12: 百胜中国 2016-2023 年收入结构 (按模式划分).....	10
图 13: 百胜中国 2016-2023 年收入结构 (按品牌划分).....	10
图 14: 百胜中国 2016-2023 年利润及利润率.....	11
图 15: 百胜中国 17Q1-23Q4 利润及利润率.....	11
图 16: 2018-2023 年百胜中国门店数及门店净增.....	11
图 17: 2016-2023 百胜中国门店结构.....	11
图 18: 2016-2023 年肯德基门店数及门店净增.....	12
图 19: 2016-2023 年必胜客门店数及门店净增.....	12
图 20: 17Q1-23Q4 百胜中国整体及分品牌同店增速.....	12
图 21: 2016-2023 年百胜中国整体及分品牌餐厅经营利润率.....	13
图 22: 17Q1-23Q4 百胜中国整体及分品牌餐厅经营利润率.....	13
图 23: 肯德基 UE 模型拆解 (基于财报口径).....	14
图 24: 必胜客 UE 模型拆解 (基于财报口径).....	14
图 25: 百胜中国以更灵活的门店形式降低新店资本开支.....	14
图 26: 肯德基/必胜客灵活店型有着更健康的经营利润率表现.....	15
图 27: 肯德基较竞对持续保持门店领先.....	17
图 28: 肯德基/必胜客在西式快餐/比萨餐品类位列国内 Top1.....	17
图 29: 肯德基/必胜客持续推出本土化产品 (部分产品).....	19
图 30: 肯德基本土化营销.....	20
图 31: 48.5%的消费者因“疯狂星期四”喜欢肯德基.....	20
图 32: 百胜中国建立从上游农场到下游餐厅的供应链及数字化管理系统.....	20
图 33: 百胜物流网络已经实现 3000+ 城镇覆盖能力.....	20
图 34: 百胜通过积极的成本管理减轻通胀压力.....	21
图 35: 创新原料利用, 实现成本效益.....	21
图 36: 百胜中国数字化体系赋能收入端并提升管理效率.....	21
图 37: 2019-2023Q4 肯德基/必胜客数字订单占比.....	22
图 38: 2019-2023 年肯德基/必胜客会员数.....	22
图 39: 2019-2023Q4 肯德基/必胜客会员贡献销售占比.....	22
图 40: 2019-2023 肯德基/必胜客外卖订单占比.....	22
图 41: 百胜中国外卖平台的发展历程.....	23
图 42: 2016-2023H1 数字化赋能人效提升.....	23
图 43: 肯德基/必胜客租金占比持续下降.....	23
图 44: 肯德基/必胜客绑定年轻人喜欢的“IP”元素.....	24
图 45: 肯德基选择知名流量小生作为代言人.....	24
图 46: 肯德基门店数&门店渗透情况.....	25
图 47: 2030 年中产阶级人口数有望达到 7 亿人.....	25
图 48: 2030 年我国城镇化率有望达到 71%.....	25
图 49: 每百万人口门店数来看, 肯德基中国对标日本麦当劳仍有渗透潜力.....	25
图 50: 肯德基的存量门店分布占比.....	26
图 51: 肯德基的新增门店的占比.....	26
图 52: 肯德基以 4 种店型, 多个模块实现多样化的门店组合.....	26
图 53: 百胜计划以特许经营模式渗透更多特殊点位及偏远地区.....	27
图 54: 必胜客“尖叫星期三”活动.....	28

图 55: 必胜客“买一送一”活动	28
图 56: 外送比萨市场增速高于堂食	28
图 57: 必胜客优化外送体验 30 分钟必达	28
图 58: 必胜客 89%为新店/翻新店, 提供绝佳用餐环境	29
图 59: 2016-2022 年百胜中国门店翻新情况	29
图 60: 2023H1 必胜客口味认可度/性价比显著提升	29
图 61: 必胜客 2024E-2026E 计划加速开店	29
图 62: Lavazza 在第三方品牌均获得较好的顾客反馈	30
图 63: 2017-2024E 百胜中国股东回报情况	30
图 64: 2016-2026E 西式快餐市场规模及增速	31
图 65: Top6 西式快餐品牌门店城市线级分布	31
图 66: 塔斯汀 2022 年以来加速扩张	32
图 67: 塔斯汀在抖音/美团团购价格优惠	32
图 68: 麦当劳 2023 年开店 925 家, 计划 2024 年开店 1000 家	32
图 69: 塔斯汀在三线及以下城市与肯德基选址重合度较高且超过麦当劳 (2023 年 9 月)	33
图 70: 肯德基拓宽产品价格带: 从入门款到溢价产品	33
图 71: 肯德基在抖音/美团团购上发布优惠套餐	33
图 72: 通过营销活动拉动增长	34
图 73: 借助玩具、K COFFEE 等新业务拉动增长	34
图 74: 中国比萨市场规模 2022 年达 375 亿元	34
图 75: 目前我国比萨市场仍然主要聚焦在一二线城市	34
图 76: 2022 年必胜客在比萨行业市占率达到 35.2%	35
图 77: 主要比萨品牌门店仍处于高线城市	35
图 78: 主要比萨品牌选址在一线城市有一定相似性	36
图 79: 必胜客及达美乐 UE 模型对比	36

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 百胜中国主要在营品牌	4
表 2: 百胜中国主要经营模式梳理	5
表 3: 百胜中国董事长及高管团队梳理	9
表 4: 肯德基/麦当劳/必胜客本土化产品梳理 (不完全统计)	18
表 5: Top6 西式快餐品牌基本情况	31
表 6: 中国比萨行业 Top5 品牌情况	35
表 7: 必胜中国收入拆分	37
表 8: 可比公司 PE 数据对比	38
公司财务报表数据预测汇总	40

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026