

百胜中国 (09987.HK) 深度研究报告

推荐 (首次)

目标价: 503.80 港元

当前价: 444.80 港元

多角度解读百胜中国: 西快王者归来

- ❖ 百胜中国是最早进入中国大陆地区的西快品牌,当前是国内第一大以自营为主的连锁餐饮,门店数量和营收水平领先于其他西快品牌,品牌认知度较高。目前完整覆盖中式餐饮、西式餐饮、休闲餐饮和现制饮品品类,其中九成左右门店数量为肯德基和必胜客,并以自营为主,两个品牌合计提供超过9成营收;公司另有中餐品牌小肥羊、东方既白、黄记煌(加盟),休闲餐饮塔克贝尔,咖啡品牌 COFFii&JOY、Lavazza。
- ❖ 2016年,公司从百胜集团分拆上市,中国大陆地区门店获得更大自主经营权,公司主要品牌同店销售开始回正。2020年9月,百胜中国在港股二次上市,募资净额约172.67亿港元,据招股书披露,9成资金将主要用于扩大餐厅门店,投资供应链和数字化,食品创新及价值定位提升。
- ❖ 公司以供应链(仓储物流),数字化管理,消费者洞察,中后台(财务、人力等),产品研发为平台,赋能旗下品牌,不断更新菜单和改善门店数字化运营能力,以肯德基稳健扩张为核心,同时孵化和收购其他品牌。目前已成立中餐事业部进一步整合中餐品牌,同时发力咖啡业务,零售食品业务,值得期待。
- ❖ 疫情以来,同店数据逐季回暖。截至2020年Q3,门店总数为10150家。受疫情影响,肯德基同店销售为-6%,必胜客同店销售为-7%,公司整体同店销售为-6%。但在新店支撑下,三季度营收恢复增长,餐厅层面利润率恢复至疫情前水平。
- ❖ 公司核心竞争力在于: 1. 品牌先发优势明显,是最早进入中国的西快公司(1987年),网点密集,覆盖面广,品牌认知“国民度”高。2. 灵活性强,产品高度本土化+上新频率快。3. 同行业中并购速度较快,多品牌多品类发展。4. 品牌营销年轻化,多品牌多品类发展。5. 因地制宜,自营为主,严控加盟。6. 数字化和会员体系建立完善,当前会员消费占比过半。
- ❖ 盈利预测: 我们看好公司核心品牌未来下沉扩张,目前肯德基在一二线城市客单价为35元左右,四五六线城市客单价约为30元左右,考虑到肯德基当前定位及品类扩张对于小吃快餐的替代作用,看好远期门店数量达到20000家(公司2018年提出的战略目标)。我们预计公司2020年-2022年EPS分别为1.50美元、1.99美元和2.18美元,当前股价对应PE分别为39倍、29倍和26倍。餐饮行业一般采用P/E估值法,如无同店下滑,一般情况下美股快餐餐企平均估值不低于25X,因百胜中国16年至19年公司门店总数同比增速呈稳定增长趋势,历年同店销售基本稳定正增长,尤其主力品牌KFC过往同店销售额强劲,带动公司餐厅层面利润率和净利率较稳定,享受一定估值溢价。我们看好公司的进一步加密扩张。首次覆盖给予公司2022年503.8港元(当前汇率)目标价,对应30倍PE,给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示: 食品安全风险,门店扩张不及预期,品牌下沉不及预期,旗下品牌收购整合不及预期。

主要财务指标(美元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	8,776	8,583	10,213	10,908
同比增速(%)	4.3	-2.2	19.0	6.8
归母净利润(百万)	713	629	833	915
同比增速(%)	0.7	-11.8	32.4	9.8
每股盈利(美元)	1.70	1.50	1.99	2.18
市盈率(倍)	34	39	29	26
市净率(倍)	8	7	6	5

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为20年12月22日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 王薇娜

电话: 010-66500993

邮箱: wangweina@hcyjs.com

执业编号: S0360517040002

公司基本数据

总股本(万股)	419,106
已上市流通股(万股)	419,106
总市值(亿港元)	1864.19
流通市值(亿港元)	1864.19
资产负债率(%)	40.24
每股净资产(港元)	110.27
12个月内最高/最低价	482.4/385.6

投资主题

报告亮点

重点分析了公司的核心竞争力，即品牌先发优势明显，是最早进入中国的西快公司（1987年）；产品高度本土化 + 高上新频率；同行业中并购速度较快，多品牌多品类战略发展；品牌营销年轻化；因地制宜，自营为主，严控加盟；数字化和会员体系建立较早且完善，当前会员消费占比过半。此外，从行业的角度分析了美股不同上市餐饮公司及餐饮品类对应的估值水平。

投资逻辑

第一部分详细介绍了百胜中国公司整体情况，两个主要品牌肯德基和必胜客的财务数据，品牌发展概况，以及公司相比于行业内其他公司的核心竞争力（点位密集、本地化程度高、灵活性强、上新快、品牌年轻化建设持续）。

第二部分简述了目前餐饮行业整体空间，以及各个细分品类的市场规模及增速，概述了肯德基未来远期空间和渗透率。

第三部分详细介绍了美股不同上市餐饮公司及餐饮品类对应的估值水平。

关键假设、估值与盈利预测

盈利预测：我们看好公司核心品牌未来下沉扩张，目前肯德基在一二线城市客单价为 35 元左右，四五六线城市客单价约为 30 元左右，考虑到肯德基当前定位及品类扩张对于小吃快餐的替代作用，看好远期门店数量达到 20000 家（公司 2018 年提出的战略目标）。我们预计公司 2020 年-2022 年 EPS 分别为 1.50 美元、1.99 美元和 2.18 美元，当前股价对应 PE 分别为 39 倍、29 倍和 26 倍。餐饮行业一般采用 P/E 估值法，如无同店下滑，一般情况下美股快餐餐企平均估值不低于 25X，因百胜中国 16 年至 19 年公司门店总数同比增速呈稳定增长趋势，历年同店销售基本稳定正增长，尤其主力品牌 KFC 过往同店销售额强劲，带动公司餐厅层面利润率和净利率较稳定，享受一定估值溢价。

目录

一、公司部分.....	7
(一) 肯德基.....	11
(二) 必胜客.....	13
(三) 公司核心竞争力.....	14
1、品牌先发优势明显，是最早进入中国的西快公司（1987年）.....	14
2、产品高度本土化 + 高上新频率.....	15
3、同行业中并购速度较快，多品牌多品类发展.....	17
4、品牌营销年轻化，紧跟最新流行趋势.....	18
5、因地制宜，自营为主，严控加盟.....	19
6、数字化系统，会员体系建立完善，当前会员消费占比过半.....	20
(四) 单店利润率分析：聚焦门店模型，成本和利润构成.....	22
二、市场概况和竞争格局.....	22
三、行业分析：西快的估值和成长之路.....	25
(一) 快餐模式代表：麦当劳.....	26
(二) 休闲餐饮模式代表：墨式烧烤，出餐速度快，菜单灵活可以满足顾客多样化需求.....	27
四、盈利预测与估值.....	29
五、风险提示.....	30

图表目录

图表 1	百胜中国发展历程	7
图表 2	公司股权结构 (招股书中截止最后可行日期)	7
图表 3	肯德基、必胜客同店销售 (年度)	7
图表 4	中国餐饮前五大公司排名及市场份额, 2019 年	8
图表 5	GBN Brand Shares in Chained Consumer Foodservice: % Foodservice Value	8
图表 6	YUMC 旗下品牌	8
图表 7	百胜中国年度营业收入及同比 (百万美元)	9
图表 8	百胜中国年度净利润及同比 (百万美元)	9
图表 9	百胜中国季度营业收入及同比 (百万美元)	9
图表 10	百胜中国季度净利润及同比 (百万美元)	9
图表 11	百胜中国餐厅层面利润率	10
图表 12	公司餐厅成本支出占比	10
图表 13	各品牌营收占比	10
图表 14	整体同店销售变动 (注: FY2019=CY2019)	11
图表 15	各品牌同店销售变动	11
图表 16	各品牌门店数量明细 (截至 2020 年 Q3)	11
图表 17	肯德基营业收入及同比 (百万美元)	12
图表 18	肯德基营业利润及同比 (百万美元)	12
图表 19	肯德基餐厅层面利润率	12
图表 20	肯德基同店销售增长 (FY2019=CY2019)	12
图表 21	肯德基营业门店数	12
图表 22	2017 年 Q3 高同店增长原因	13
图表 23	必胜客营业收入及同比 (百万美元)	13
图表 24	必胜客营业利润及同比 (百万美元)	13
图表 25	必胜客餐厅层面利润率	14
图表 26	必胜客同店销售增长	14
图表 27	必胜客网点数量	14
图表 28	西快品牌在中国大陆地区开店时间及门店数	14
图表 29	2020 年 95 后餐饮品牌认知排名	15
图表 30	嫩牛五方微博热度 / 话题数	16
图表 31	KFC, MCD 近三年代表性新品	16
图表 32	百胜中国品牌架构	17
图表 33	肯德基切入预包装食品市场	18

图表 34	肯德基与明星绑定推出新品	18
图表 35	KFC 历年代言人及联名活动	18
图表 36	百胜中国加盟费用	19
图表 37	百胜中国对加盟商要求	20
图表 38	百胜中国对加盟商政策	20
图表 39	肯德基不同类型门店数量占比	20
图表 40	麦当劳不同类型门店数量占比	20
图表 41	百胜中国会员卡	21
图表 42	百胜中国会员数量和会员销售占比	21
图表 43	肯德基、必胜客外送, 外带比例	21
图表 44	2019Q3-2020Q3 肯德基、麦当劳小程序活跃度	22
图表 45	2020 年 8 月美食外卖 APP 活跃渗透率	22
图表 46	肯德基成熟店单店模型举例	22
图表 47	2014 年至 2024 年中国餐饮业规模 (单位: 十亿元)	23
图表 48	中国餐饮业规模 (按服务类型细分, 十亿元)	23
图表 49	中国餐饮业规模 (按菜式类型细分, 十亿元)	23
图表 50	2014 年至 2024 年中国快餐市场规模 (单位: 十亿元)	24
图表 51	至 2020 年 Q3 百胜中国门店渗透率	24
图表 52	肯德基、必胜客投资回收期	24
图表 53	截至 2020Q3 肯德基不同国家渗透率 (门店数/百万人口)	25
图表 54	美国餐饮上市公司横向对比	25
图表 55	美股餐企历史 PE 比较	25
图表 56	麦当劳股价图 (美元)	26
图表 57	麦当劳 2006-2020 股价走势图 (美元)	26
图表 58	麦当劳 SSSG	27
图表 59	麦当劳各种类型门店数量占比	27
图表 60	麦当劳加盟 / 直营营收占比	27
图表 61	墨式烧烤菜品	28
图表 62	CMG 股价走势图 (美元)	28
图表 63	CMG, SSSG 指标	28
图表 64	麦当劳, 墨式烧烤, 百胜中国 ROE 拆解	28
图表 65	全国小吃快餐门店人均消费价位占比	29
图表 66	百胜中国门店总数及同比	30
图表 67	百胜中国整体同店销售变动	30

图表 68 百胜中国餐厅层面利润率和公司净利率 30

一、公司部分

百胜集团于 1987 年在北京开设第一家肯德基，同时也是第一家进入中国的西式快餐连锁餐厅。三十多年的发展历程中，公司陆续开设必胜客、东方既白、塔克贝尔等，同时收购小肥羊、黄记煌。2016 年，百胜中国从 YUM! Brands 分拆出来，独立在纽约证券交易所上市，2019 年、2020 年连续两年入选彭博性别平等指数，并荣获中国杰出雇主认证。2020 年，百胜中国位列《财富》美国 500 强排行榜第 361 位。

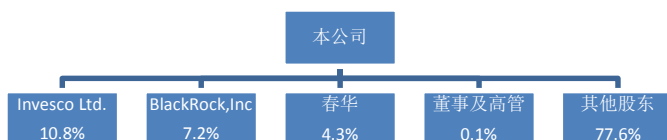
图表 1 百胜中国发展历程

年份	主要事项
1987 年	肯德基进入中国，于北京开设第一家肯德基餐厅
1990 年	于北京东直门开设第一家必胜客餐厅
1996 年	开设中国的第 100 家肯德基餐厅
2001 年	第一家必胜客外卖餐厅在上海开业
2005 年	公司在上海推出自主创立的第一个中式快餐品牌东方既白
2012 年	收购小肥羊
2016 年	自 YUM 分拆后作为独立公司于纽交所上市，同年塔克贝尔餐厅在上海陆家嘴盛大开幕
2018 年	于上海开设第一家 COFFii & JOY 门店。2018 年 3 月，Joey Wat 继任百胜中国 CEO。
2019 年	入选 2019 年彭博性别平等指数（首批入选的中国公司之一），于上海开设一个研发中心
2020 年	公司完成黄记煌股权收购，门店突破 10,000 家，于上海开设第一家 Lavazza 门店；公司成为北京 2022 年冬奥会、冬残奥会官方餐饮服务赞助商

资料来源：百胜中国招股书，华创证券

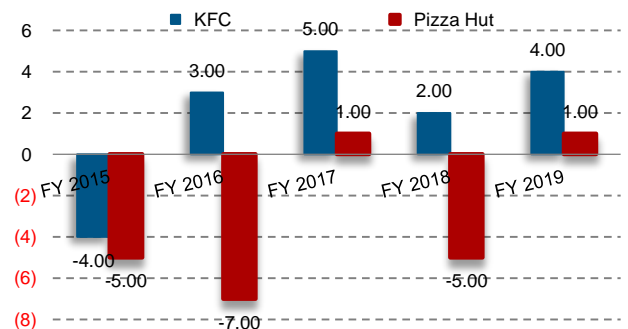
2016 年，公司从百胜集团分拆上市，中国大陆地区门店获得更大自主经营权，公司主要品牌同店销售开始回正。根据协议，百胜中国向百胜集团支付销售额的 3% 作为品牌使用费。2020 年 9 月，百胜中国在港股二次上市，募资净额约 172.67 亿港元，主要用于扩大餐厅门店（45%），投资供应链和数字化，食品创新及价值定位提升，收购优质资产（共计 45%），营运资金及其他一般用途（10%）。

图表 2 公司股权结构（招股书中截止最后可行日期）



资料来源：百胜中国招股书，华创证券

图表 3 肯德基、必胜客同店销售（年度）



资料来源：百胜中国招股书，华创证券

根据公司招股书披露的弗若斯特沙利文统计数据，2019年百胜中国的系统销售额为676亿元，市场份额1.4%，为中国最大的、也是极为分散的餐饮市场中唯一销售额占比超过1pct的餐饮集团，规模领先且拥有较高知名度，无论是销售额、市场份额或是门店数量指标，百胜中国都远超排名第二的麦当劳。

图表 4 中国餐饮前五大公司排名及市场份额，2019 年

排名	公司	系统销售额 (十亿元)	市场份额	年底前餐厅数目
1	百胜中国	67.6	1.4%	9200
2	A	29.0	0.6%	~3300
3	B	23.4	0.5%	~700
4	C	20.3	0.4%	~4300
5	D	10.7	0.2%	~2600

资料来源：百胜中国招股书，华创证券

根据欧睿统计的GBN (Global Brand Name) 榜单，2016年-2019年以连锁餐厅的终端销售额统计，肯德基市场份额为第一，占比超过十个点，远高于排名第二的麦当劳。

图表 5 GBN Brand Shares in Chained Consumer Foodservice: % Foodservice Value

% value	2016	2017	2018	2019
肯德基	11.3	11.3	10.6	10.8
麦当劳	5.3	5.2	5.1	4.9
星巴克	3.5	4	4.3	4.3
海底捞	1.4	1.9	3.1	3.8
必胜客	2.7	2.6	2.3	2.1
德克士	2.9	2.7	2.3	2
华莱士	1.1	1.4	1.7	1.5
一点点	0.6	1.1	1.2	1.3
喜茶	0.3	0.4	0.6	1.2
汉堡王	1	1.2	1.2	1.2
呷哺呷哺	0.7	0.9	0.9	1.1

资料来源：欧睿数据，华创证券

公司目前完整覆盖中式餐饮、西式餐饮、休闲餐饮和现制饮品品类，其中西式快餐有肯德基，中餐有小肥羊、东方既白、黄记煌，西式休闲餐饮包括必胜客、塔克贝尔，现制饮品品类包括 COFFii&JOY、Lavazza。公司拥有肯德基、必胜客和塔可贝尔三个品牌的独家运营和授权经营权，作为交换向 YUM 支付来自自营餐厅及加盟餐厅销售额的 3% 作为特许经营费，并完全拥有东方既白、小肥羊、黄记煌和 COFFii & JOY 连锁餐厅品牌。

图表 6 YUMC 旗下品牌

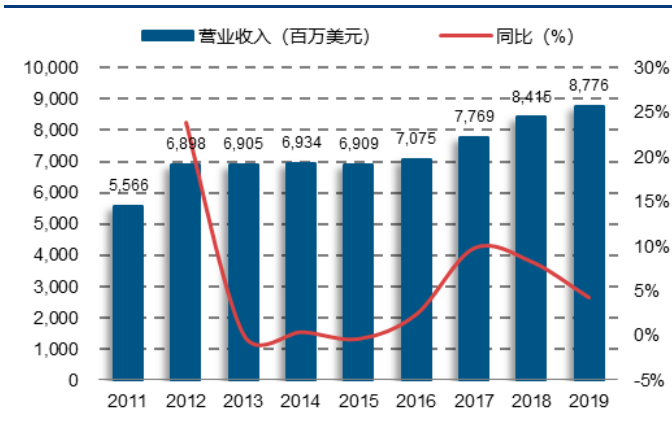
	肯德基	必胜客	小肥羊	黄记煌	COFFii & JOY	东方既白	塔克贝尔	Lavazza
品牌 logo								

	肯德基	必胜客	小肥羊	黄记煌	COFFii & JOY	东方既白	塔克贝尔	Lavazza
主营产品	炸鸡、汉堡、甜点、小食、冷饮等	披萨、牛排、意面、小食、饮料甜品等	羊肉火锅	中式焖锅	精品咖啡	米饭套餐、面条、点心饮品等	墨西哥菜为主	精品咖啡
餐饮类型	西式快餐	西式休闲餐	中式正餐	中式正餐	现制饮品	中式快餐	西式休闲餐	现制饮品
自营/加盟	自营为主	自营为主	加盟为主	加盟为主	自营	自营, 加盟	自营	联营

资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

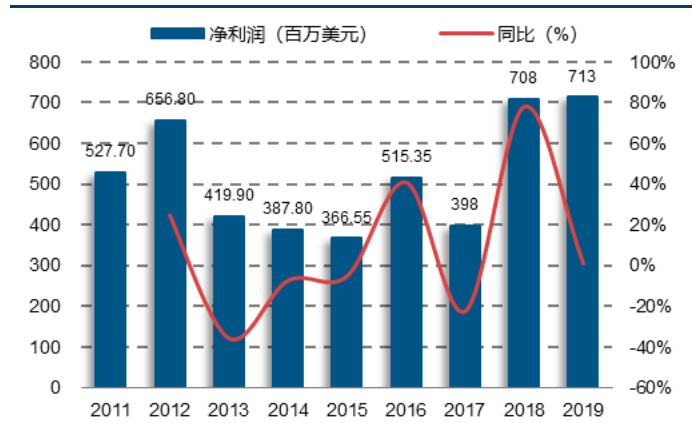
2019年百胜中国营业收入87.76亿美元, 同比增长4.29%, 归因于肯德基、必胜客同店销售额的增长, 以及新店铺的大量开业; 净利润7.13亿美元, 同比增长0.71% (净利同比增速较低主要因为18年因收购无锡肯德基的非经常性利润影响)。2019年餐厅层面利润率为16.0%, 较去年同期增长0.3pct。

图表 7 百胜中国年度营业收入及同比 (百万美元)



资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

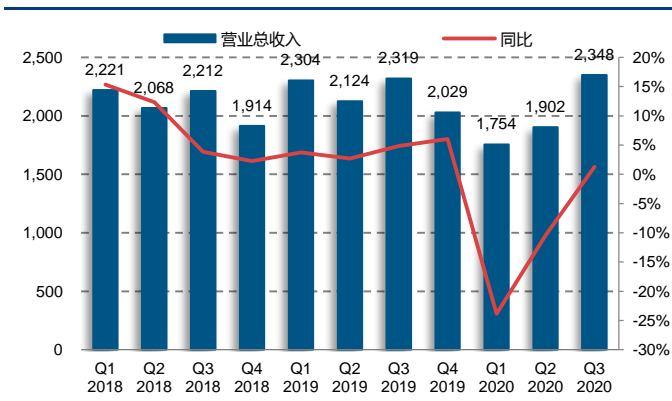
图表 8 百胜中国年度净利润及同比 (百万美元)



资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

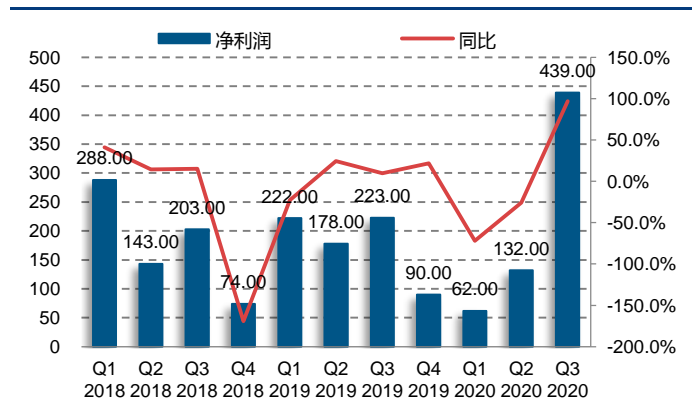
分季度来看, 2020年因疫情影响, 公司Q1, Q2营收同比下降23.87%, 10.45%, Q3营收同比恢复至1.25%; 与此同时, 净利润表现也逐季转好: 一季度同比-72.1%, 二季度收窄为-25.8%, Q3受股权投资获利影响回升至96.9%; 此外, 受益于新店强劲, Q3餐厅层面利润率为18.6%, 恢复至疫情前水平, 甚至相较19Q3略有提升。

图表 9 百胜中国季度营业收入及同比 (百万美元)



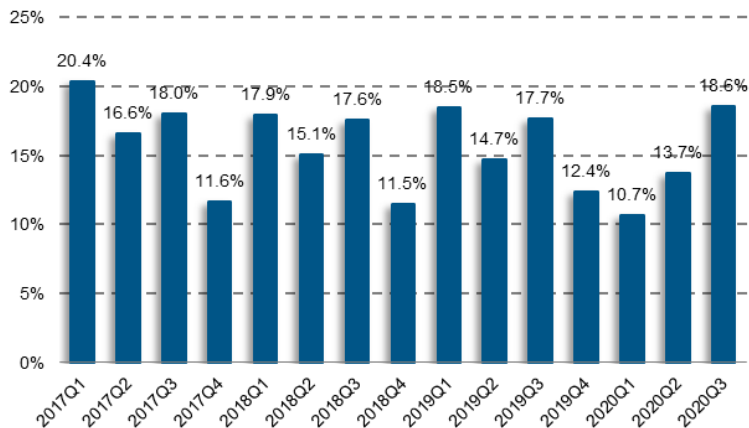
资料来源: 彭博, 华创证券

图表 10 百胜中国季度净利润及同比 (百万美元)



资料来源: 彭博, 华创证券

图表 11 百胜中国餐厅层面利润率

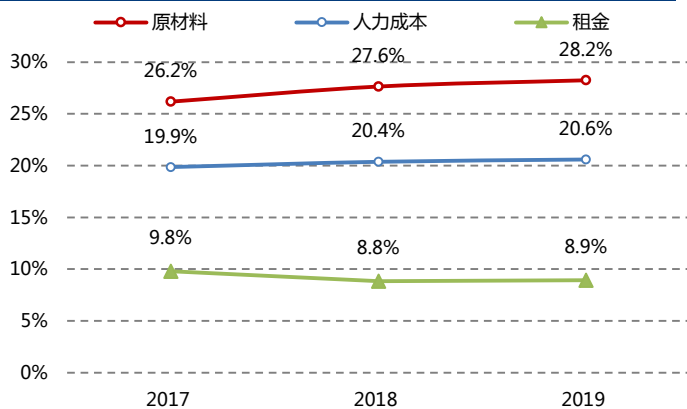


资料来源: 公司财报, 华创证券

成本支出方面, 三大成本变化基本与行业内其他上市公司接近, 原材料成本占比随食品 CPI 变动, 呈现出缓慢上升趋势, 人力成本则随人口红利的衰减而略有增加; 租金及其他经营开支占比基本保持稳定。2019 年原材料成本 24.79 亿美元, 占营业总收入比重 28.2%; 人力成本 18.07 亿美元, 占比 20.6%, 租金成本 7.83 亿美元, 占比 8.9%。

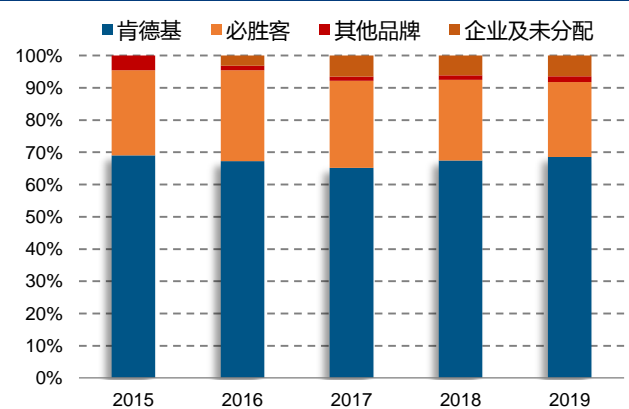
品牌营收方面, top2 品牌贡献 9 成门店数量和超过 9 成营收, 其中, 肯德基营收占比逐年稳定增长, 必胜客占比呈逐年下降趋势, 其他品牌占比较为稳定。2019 年, 百胜中国旗下肯德基实现营收 60.40 亿美元, 同增 6.19%, 必胜客营收 20.54 亿美元, 同比下降 2.70%, 二者占营业收入比重合计为 91.83%; 其他品牌合计营收 1.58 亿美元, 占比 1.79%。

图表 12 公司餐厅成本支出占比



资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

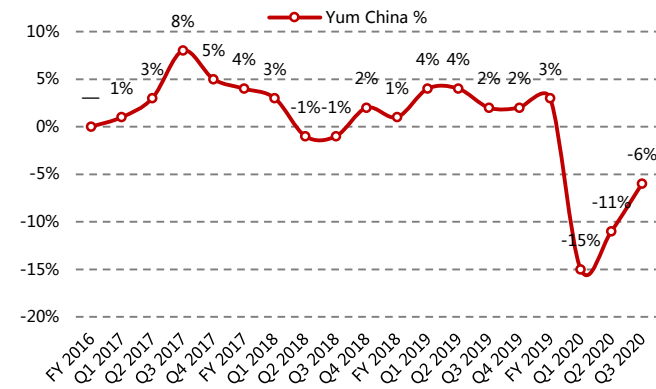
图表 13 各品牌营收占比



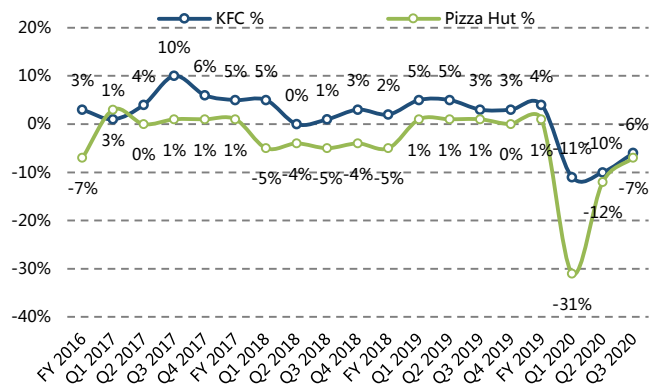
资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

2020 年受新冠肺炎疫情影响, 人们持续避免外出且进行居家隔离, 堂食客流量大量减少, 公司二月中旬约 35% 的餐厅暂时停止营业, 目前全部门店都已开业, 但复苏情况仍不及疫情前水平, 主要因部分门店位于交通枢纽、旅游景点, 及学校附近等高势能地区, 受客流量减少影响较大。

同店销售增长方面, 2020 年受新冠疫情影响, 各品牌 SSSG 均有不同程度下降, 同店销售增长下降主要因同店交易数目下降。截至 2020 年 Q3 单季度, 肯德基同店销售为 -6%, 必胜客与公司整体则分别为 -7% 和 -6%。

图表 14 整体同店销售变动 (注: FY2019=CY2019)


资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 15 各品牌同店销售变动


资料来源: 公司财报, 华创证券

截至 2020 年 Q3, 公司共有 10150 家门店, 当中自营餐厅 7922 家 (肯德基 5672 家, 必胜客 2155 家), 联合合营公司 666 家, 其中 663 家为肯德基餐厅; 加盟店 1562 家, 其中肯德基 590 家, 必胜客 122 家, 黄记煌 612 家, 小肥羊 237 家, 另有 3 家 Lavazza 旗舰店。所有门店中, 肯德基餐厅共 6925 家, 在门店数量中占比 68%, 必胜客门店 2277 家, 占比 22%; 门店数量与营收贡献基本保持一致。

图表 16 各品牌门店数量明细 (截至 2020 年 Q3)

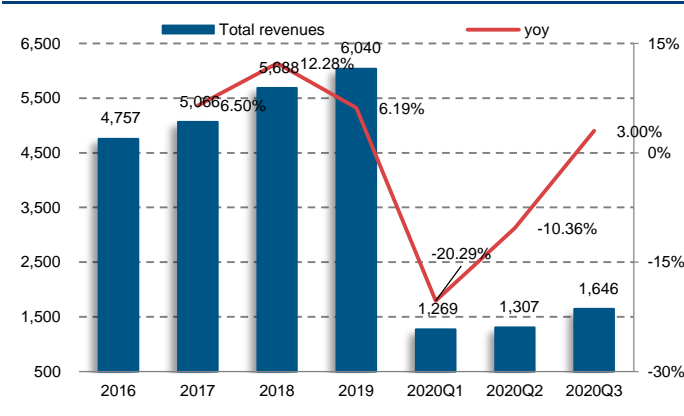
	公司直营店	联合合营店	加盟店	全部
肯德基	5,672	663	590	6,925
必胜客	2,155	—	122	2,277
黄记煌	3	—	612	615
小肥羊	23	—	237	260
COFFii & JOY	49	—	—	49
塔克贝尔	11	—	—	11
东方既白	9	—	1	10
Lavazza	—	3	—	3
总门店数	7,922	666	1,562	10,150

资料来源: 公司财报, 华创证券

(一) 肯德基

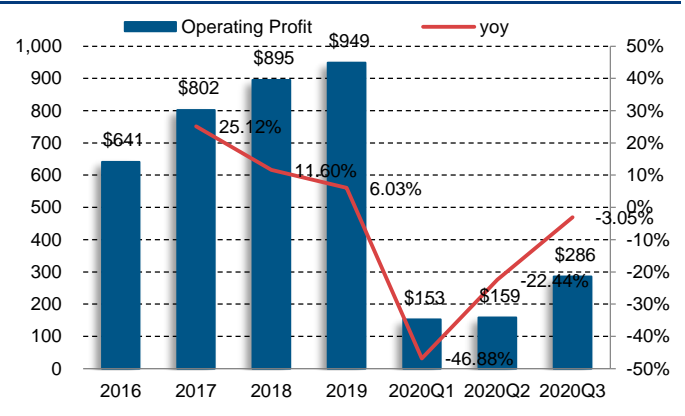
2019 年, 百胜中国旗下肯德基实现营收 60.40 亿美元, 同增 6.19%, 实现营业利润 9.49 亿美元, 同增 6%。2020 年 Q3 肯德基营收为 16.46 亿美元, 同增 3%, 营业利润为 2.86 亿美元, 同比减少 3.05%。餐厅层面利润率为 19.4% (去年同期为 20.1%), 大体保持平稳。

图表 17 肯德基营业收入及同比 (百万美元)



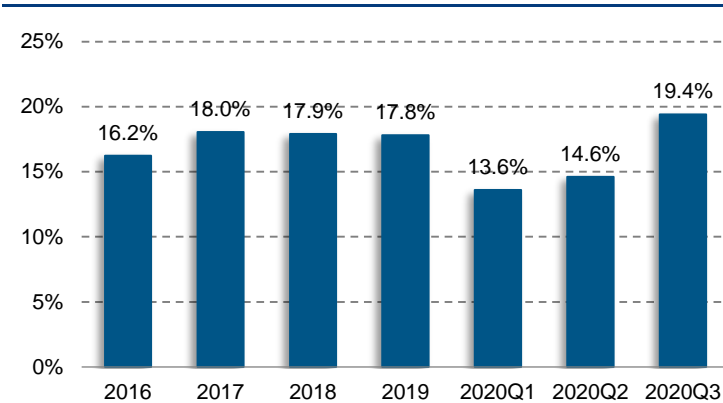
资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 18 肯德基营业利润及同比 (百万美元)



资料来源: 公司财报, 华创证券

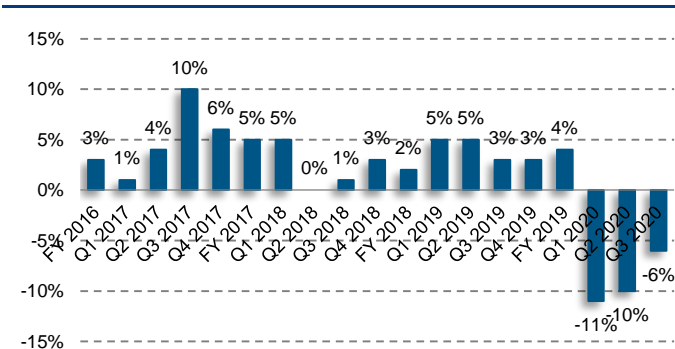
图表 19 肯德基餐厅层面利润率



资料来源: 公司财报, 华创证券

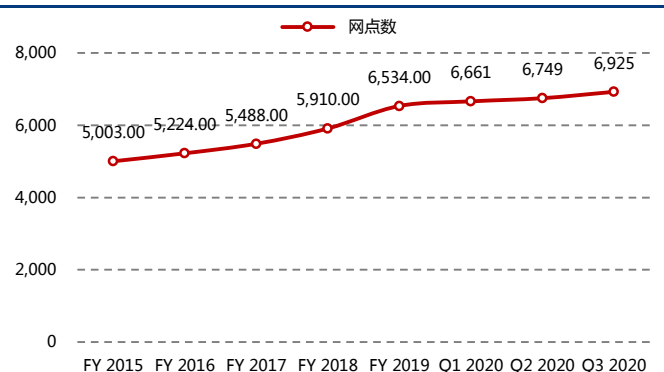
肯德基同店销售增长较为稳定, 17年、18年、19年同店销售增长分别为5%、2%、4%。疫情前每年可实现稳定正增长, 当前同店销售恢复至94%左右。稳定同店销售增长得益于持续的品牌年轻化努力, 通过数字化手段不断改善的用餐体验, 菜单持续本土化和密集的营销方式。

图表 20 肯德基同店销售增长 (FY2019=CY2019)



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 21 肯德基营业门店数



资料来源: 公司财报, 华创证券

2017 年 Q3 高同店增长原因:

- 推新品: CHIZZA 芝士鸡肉无饼底披萨 (将鸡肉和披萨结合的新品); 新型早餐“握的大饭团”
- 强营销: 与 TFBoys 合作, 推出“愤怒的汉堡”
- 改善用餐体验: 投资电子平台, 数字化点单和外送外带服务, 外卖比例提升至 11%; 拓展销售渠道; 开通高铁外卖服务, 与 TFBoys 合作宅急送推广活动。

图表 22 2017 年 Q3 高同店增长原因

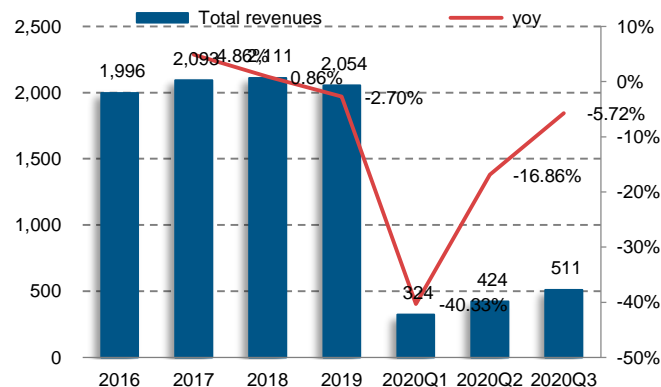


资料来源: 公司官网

(二) 必胜客

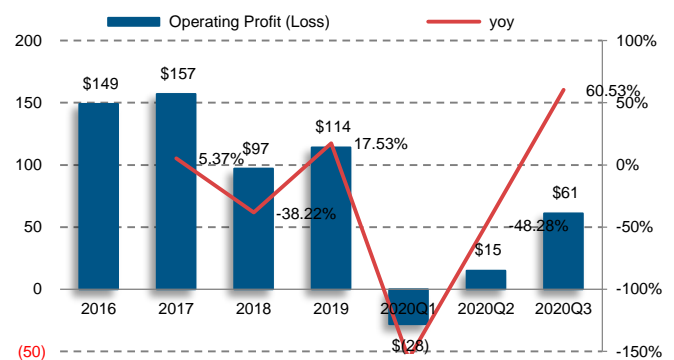
2019 年, 百胜中国旗下必胜客实现营收 20.54 亿美元, 同减 2.70%, 实现营业利润 1.14 亿美元, 同增 17.53%。2020 年 Q3 必胜客实现营收 5.11 亿美元, 同比降低 5.72%, 实现营业利润 0.61 亿美元, 同比增长 60.53%。餐厅层面利润率为 16.7%。2019 年后同店销售增长由负转正 (主要由门店流量增长贡献, 得益于必胜客振兴计划, 翻新门店装修, 推广数字化, 加强营销, 提升外卖占比等), 当前同店销售恢复至 93% 左右。

图表 23 必胜客营业收入及同比 (百万美元)

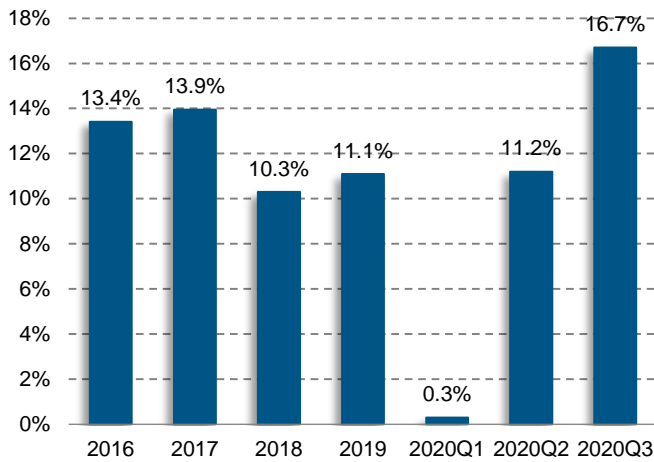


资料来源: 彭博, 华创证券

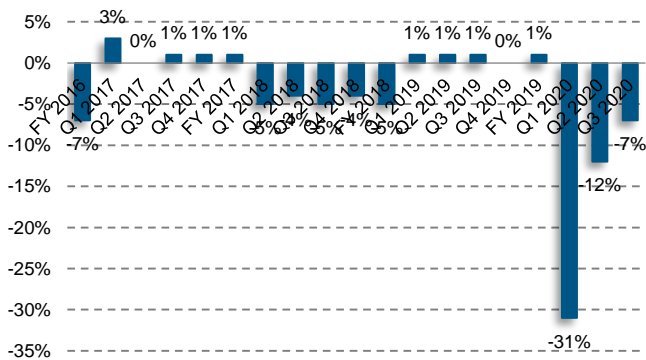
图表 24 必胜客营业利润及同比 (百万美元)



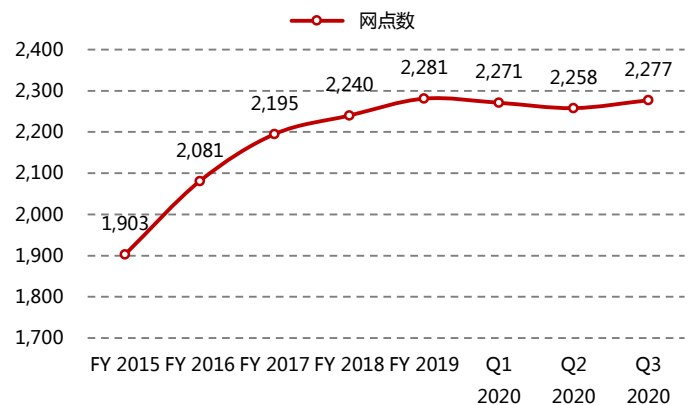
资料来源: 彭博, 华创证券

图表 25 必胜客餐厅层面利润率


资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 26 必胜客同店销售增长


资料来源: 彭博, 华创证券

图表 27 必胜客网点数量


资料来源: 彭博, 华创证券

(三) 公司核心竞争力

1、品牌先发优势明显,是最早进入中国的西快公司(1987年)。

相较于其他西式快餐公司,西式休闲餐饮公司等,肯德基进入中国市场时间最早,大众知名度较高。从艾瑞咨询统计的95后餐饮品牌认知度来看,肯德基认知程度最高。

图表 28 西快品牌在中国大陆地区开店时间及门店数

品牌	在中国大陆地区开店时间	目前国内门店数
肯德基	1987年	7362
必胜客	1990年	2222
麦当劳	1990年	4552
德克士	1994年	2516
汉堡王	2005年	1364

品牌	在中国大陆地区开店时间	目前国内门店数
华莱士	2001 年	14835
星巴克	1999 年	5345
Tim Hortons	2019 年	117

资料来源：公司官网，华创证券整理

图表 29 2020 年 95 后餐饮品牌认知排名

95 后餐饮品牌认知排名 TOP1-10



95 后餐饮品牌认知排名 TOP10-20



95 后餐饮品牌认知排名 TOP20-30



来源：结合问卷调查和大众点评APP餐厅点评数据综合得出。
样本：95后外出就餐人群，N=800；于2019年12月使用艾瑞UserSurvey调研数据获得。结合问卷调查和大众点评APP餐厅点评数据综合得出。

资料来源：艾瑞咨询 《2020 年中国 95 后外出就餐习惯研究报告》

2、产品高度本土化 + 高上新频率

肯德基是国内第一个提供中式早餐（如粥及油条）的西式快餐品牌，也是消费者感知中菜单本地化程度最强的西快。2019 年，公司开发了超过 1900 道新菜品，推出了大约 400 款新产品。公司依托供应链进行西快菜单本土化改造能力较强。先是早饭开卖粥、油条、豆浆，之后加入老北京鸡肉卷、盖浇饭等中式菜品。多款创新菜品融合了西式快餐和中式口味，引发社交媒体热议，如榴莲爆浆鸡块、榴莲爆浆酿翅、小龙虾口味烤鸡堡等。

2008 年，肯德基推出嫩牛五方，迅速成为网红单品，之后每年回归都能在社交媒体引发热议。2019 年，公司上线了“川香燃辣撸串桶+香卤系列产品”。和麦当劳相比，肯德基上新频率明显更快，菜单更本地化，也更能适应中国餐饮市场快速迭代变化。近三年肯德基平均每月都有上新，麦当劳和汉堡王上新较为随机，菜单相对经典，无法做到每月上新。

图表 30 嫩牛五方微博热度 / 话题数



资料来源: 新浪微博

图表 31 KFC, MCD 近三年代表性新品

时间	KFC	MCD
2018年	<ul style="list-style-type: none"> 牛油果热辣藤椒鸡翅塔可 魔鬼辣脆皮鸡 金枕榴莲冰淇淋 吮指十三鲜小龙虾烤鸡堡 金沙咸蛋黄肉酥饭团 粉红可乐 芝士鸡腿至尊无饼底披萨 	<ul style="list-style-type: none"> 黄金脆薯格 桃桃乌圆筒冰激凌 甜柚柚水果茶 猪柳炒双蛋堡 芒果果肉雪冰
2019年	<ul style="list-style-type: none"> 干焗风味小龙虾烤鸡堡 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 新芭梨恋语乌龙茶 	<ul style="list-style-type: none"> 安格斯菠萝厚牛堡 椒盐金脆鸡翅 抹茶口味华夫桶

时间	KFC		MCD	
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 干焗风味小龙虾超级塔可 香辣鸡枞菌菇鸡腿堡 双层堡 Chizza 培根薯角		双层黑椒牛肉堡 鳕鱼金砖 热带果果气泡饮	

资料来源：公司官网，华创证券整理

3、同行业中并购速度较快，多品牌多品类发展：

目前所经营的餐饮品类，除了西式快餐，还有休闲餐饮（塔克贝尔、必胜客），现制饮品（coffi&joy、Lavazza、K咖啡），中式餐饮（东方既白，小肥羊、黄记煌）。除了肯德基，必胜客两大品牌，2012年并购小肥羊，2020年并购黄记煌，借助两个中餐火锅品牌介入中式复合调味料市场。此外，公司自己孵化了多个品牌，包括东方既白，coffi&joy。2020年4月，百胜中国与意大利咖啡品牌 Lavazza 组建合资公司，共同在中国运营 Lavazza 咖啡店。

图表 32 百胜中国品牌架构

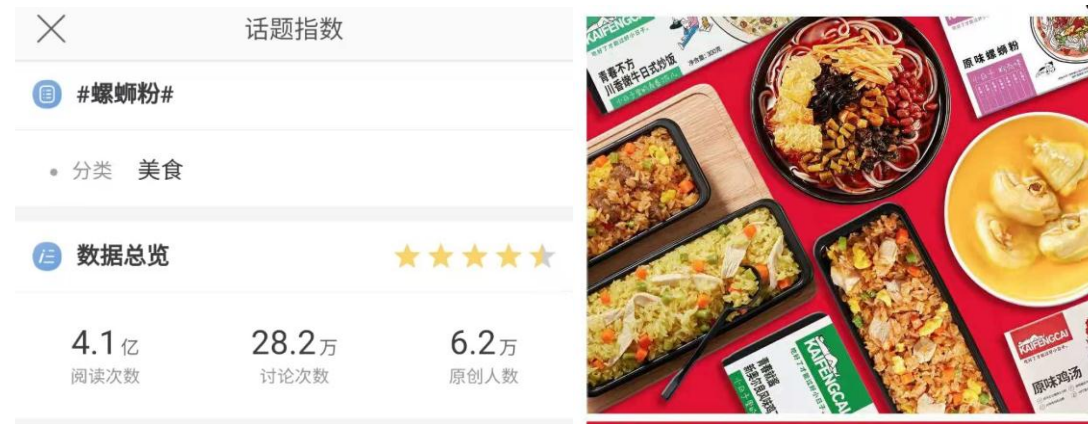


资料来源：百胜中国招股书，华创证券

疫情期间，原产于广西柳州的螺蛳粉销量亮眼，成为网红爆品。根据人民日报，截至12月17日，袋装螺蛳粉产销突破百亿，达到105.60亿元，较去年增长68.80%，成为方便食品中的大品类。2020年下半年，肯德基推出了KAIFENGCAI，主打包装食品和速冻熟制品，如螺蛳粉、半成品鸡汤、日式炒饭等，也是首个推出螺蛳粉产品的西快品牌，进入居家一人食市场。旗下K COFFEE今年推出了三款冷萃冻干速溶咖啡，布局精品速溶咖啡市场，分别为甄选伯爵茶咖、桂花风味西达摩、冷萃冻干西达摩。根据肯德基App显示，该速溶咖啡定价为每盒69元12粒装，

可以在线上商城下单。

图表 33 肯德基切入预包装食品市场



资料来源：新浪微博，公司官网

4、品牌营销年轻化，紧跟最新流行趋势

比较百胜中国和麦当劳在中国大陆地区经营情况，百胜中国在营销及推新方面做的更好更灵活，签约流量明星更多，紧跟最新潮流趋势，不断投放广告和签约最热 idol。由于终端门店足够多，总部需要对加盟商提高露出，提供品牌支持，总部营销费用有一定规模效应；同时，快餐行业竞争激烈，公司需要不断出新品增加曝光以刺激消费者需求。相比麦当劳，肯德基在营销方面侧重于将代言人与特定产品绑定，且同一时间会签约多个代言人，分别与特定产品联合营销，品牌与时俱进，成为 Z 世代认知度第一的餐饮品牌。

肯德基不断尝试跨界合作和衍生品，玩法多样，每年会与当下热度较高的动漫、电影、网文、设计师、游戏联合营销，增加与年轻顾客触及。如 2017 年和不同游戏进行合作创作，18 年得到了 LPL 全程的赞助，并利用“K 上校”推出了电竞形象，在赛事中利用智能技术实时推测，赋能品牌年轻化。

图表 34 肯德基与明星绑定推出新品



资料来源：公司官方微信公众号

图表 35 KFC 历年代言人及联名活动

年份	代言人	联名活动
2014 年	陈坤、柯震东	哆啦 A 梦联名礼品卡
2015 年	EXO 组合、全智贤、陈晓	肯德基礼品卡旗舰店入驻京东 与腾讯合作“99 公益日”活动
2016 年	鹿晗、李宇春	华人设计师上官喆联名咖啡杯

2017年	TFBOYS、薛之谦、中国女排：杨常宁、魏秋月	Moleskin 联名笔记本 买特定汉堡送 TFBOYS 留言收银小票 华为畅想 7 联名手机
2018年	周冬雨、王源、鹿晗、黄子韬	宅神卡+爱奇艺联名卡 肯德基 x 天猫双 11 十周年联名卡 VOGUE 联名 KFC 小苏包 KFC x 蜷川实花感官世界主题店、联名咖啡、冰淇淋
2019年	朱一龙、王俊凯、王源、黄渤	参考消息联名关键字主题杯 超酷咖啡联名鞋包 天猫联名定制礼盒 抖音联名一桶看世界活动 与成都杜甫草堂博物馆联合打造天府锦绣主题餐厅 电影《疯狂外星人》联名海报
2020年	朱一龙、周冬雨、鹿晗、王源、王俊凯、王一博、黄渤	KARL LAGERFELD 联名桶包、员工制服 手游仙境传说联名宅神卡 野兽派花店联名散香器礼盒 故宫博物馆联名月饼礼盒 手游恋与制作人联名限定版包装、角色明信片 漫画天官赐福联名海报、限量包装 手游剑与远征联名套餐 中华航天博物馆联名礼盒；潮玩 tokidoki 联名 CP 礼盒 手游少女前线联名礼包；手游王牌战士联名礼包 手游 LoveLive 学园偶像祭联名游戏周边

资料来源：公司官网，华创证券整理

5、因地制宜，自营为主，严控加盟

目前主流西快公司在国内运营仍然以自营为主，肯德基目前主要开放“渠道加盟”模式，即招募持有连锁性渠道资源的企业或者个人成为加盟商，授权加盟商在特定的渠道范围内开设新店。传统的“不从零开始”和“开新店”加盟模式，仅招募少量具有多店发展实力的加盟商。

必胜客主要开放“不从零开始”多店打包转加盟模式和“渠道加盟”模式。“不从零开始”的多店打包转加盟即加盟商接手已经在营业的多家餐厅组合。高额的开店初始投资和严格的加盟商筛选要求保证了餐厅的长期持续经营，出品稳定和经营质量。小肥羊为单店加盟或区域加盟模式、东方既白开放“开新店”加盟模式。

图表 36 百胜中国加盟费用

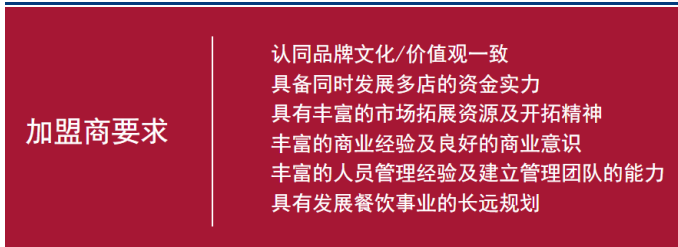
项目	费用
初始费用投入	◇ 加盟初始费：53300 美元
	◇ 新店营建费用：根据餐厅面积及类型的不同（开新店模式下）
	◇ 餐厅购入费：根据实际情况定价（转加盟模式下）
经营期间缴纳费用	◇ 特许经营持续费、系统支持服务费、广告基金
	◇ 以上费用按照餐厅营业额的一定比例收取（通常为营业额 6%）

资料来源：百胜中国官网，华创证券

对于加盟商，百胜中国秉持“One System”的管理理念，要求不管是直营店还是加盟店，无论是餐厅面貌还是营运标

准，都必须保持高度一致，对加盟申请者有着非常严格的甄选标准和流程。除了要经过多轮面试和专业的第三方调查，加盟商还要到餐厅进行系统的培训和实际操作，每个阶段的学习都有专门的培训人员进行检定，确认学习成果。在统一系统原则的指引下，百胜中国相关部门会对餐厅进行定时抽检、稽核、辅导来帮助餐厅更好地进行日常经营管理。百胜会定期评估加盟商的能力和绩效，以此作为评估加盟商是否可以继续发展的依据。

图表 37 百胜中国对加盟商要求



资料来源：公司官网

图表 38 百胜中国对加盟商政策

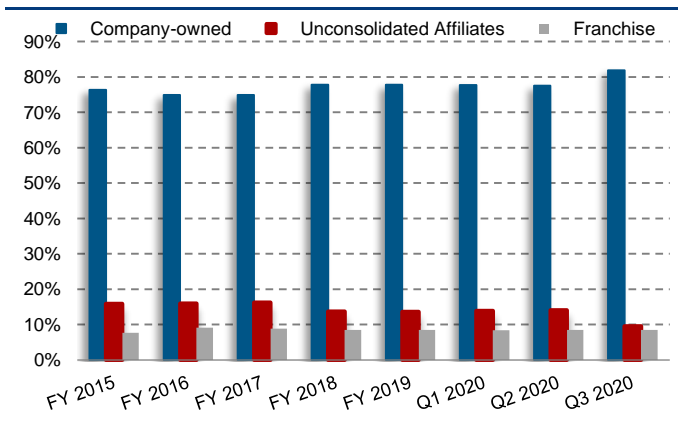


资料来源：公司官网

当前百胜中国直营店数量占比为 78%，截至 2020 年 Q3，肯德基/必胜客旗下 82%/95% 为自营店。对比麦当劳在全球的直营店占比仅为 6.8%，2017 年中信以最高 20.8 亿美元总对价收购麦当劳中国的全部已发行股本，从而获得麦当劳中国大陆和香港地区长达 20 年的经营权。之后，中信集团成为麦当劳在美国以外最大的特许经营企业，运营中国大陆当时约 2500 家麦当劳餐厅及香港地区约 240 家麦当劳餐厅。

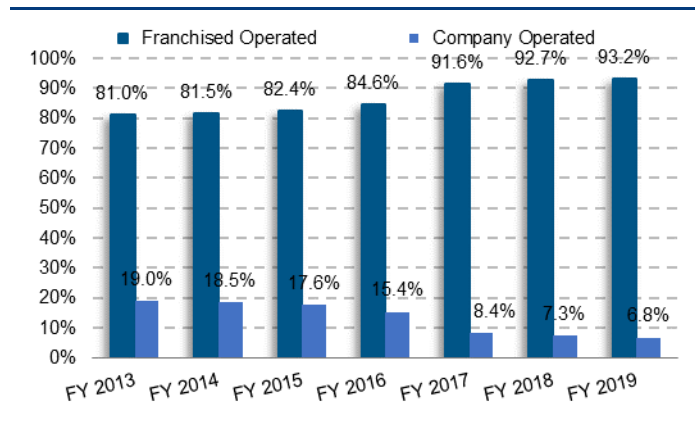
西快在各餐饮类别中标准化程度最高，目前在国内经营模式仍以自营为主，主要原因在于餐饮业服务属性重，管理加盟商难度较大，加盟店若与直营店标准不一致将会损害品牌形象，国内加盟为主的餐饮品牌。例如上岛咖啡等，一度加盟店发展到 3000 多家，但因总部并非以统一标准管理加盟商，开店选址指导，装修指导，营销推广，甚至食材供应链等没有统一管理标准，在门店端表现为菜单不统一，充值不共用、价格随便设，最后品牌逐步走向衰落老化。

图表 39 肯德基不同类型门店数量占比



资料来源：彭博，华创证券

图表 40 麦当劳不同类型门店数量占比



资料来源：彭博，华创证券

6、数字化系统，会员体系建立完善，当前会员消费占比过半

相比其他西快品牌，肯德基较早推出自有 APP（2015 年左右），并与美团、饿了么和支付宝合作。用户可以自助下

单, 预约和支付, 对于低客单高频次消费的快餐品类来说, 店内店外用户的数字化体验, 是否方便快捷省时, 是影响消费决策以及复购率的重要因素。肯德基 APP 不仅可以点餐, 更融入了许多与用户互动式玩法以吸引到店, 比如用户可以通过 APP 在店内点歌, 甚至演变成成为粉丝为偶像打榜的途径。

肯德基 18 年开始针对不同人群和消费场景推出付费会员卡, 有效增加复购, 购买频次是购卡前的翻倍, 宅神卡主打免外送费权益, 大神卡主打早餐 6 折, 免外送费, 咖啡优惠等, 亲子卡主打亲子桶权益, 儿童生日会权益等。2020 年三季度单季售出 2 百万会员卡 (全年累计 6 百万), 截至 2020 年 Q3, 肯德基会员总数达到 2.6 亿人以上, 会员销售占比为 61%; 必胜客会员数量达到 0.8 亿人以上, 会员销售占比为 53%。

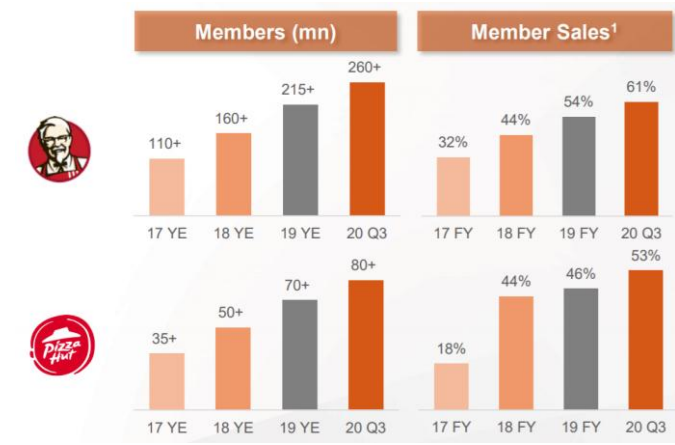
图表 41 百胜中国会员卡



资料来源: 公司官网

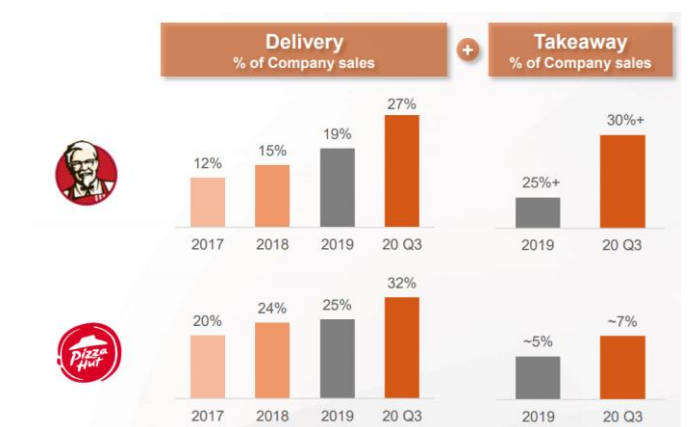
肯德基 06 年开始推出“宅急送”服务, 是行业内首个自建外卖配送平台的西快品牌。2020 年以来, 百胜中国外卖及外带业务占比不断提升。肯德基外卖业务占比从 2019 年的 19% 提升至 2020 年 Q3 的 27%, 必胜客外卖业务占比从 2019 年的 25% 提升至 2020 年 Q3 的 32%, 当前肯德基外带业务占比为 30%+, 必胜客外带业务占比为 7%左右。目前外送服务覆盖美团, 饿了么等第三方平台, 以及微信小程序, 官方 APP, 官网等自有平台, 都通过自有骑手配送, 保证了配送时效性和质量。

图表 42 百胜中国会员数量和会员销售占比



资料来源: 公司官网, 华创证券

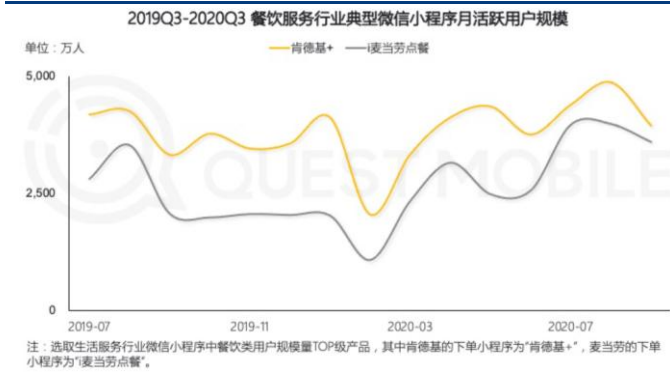
图表 43 肯德基、必胜客外送, 外带比例



资料来源: 公司官网, 华创证券

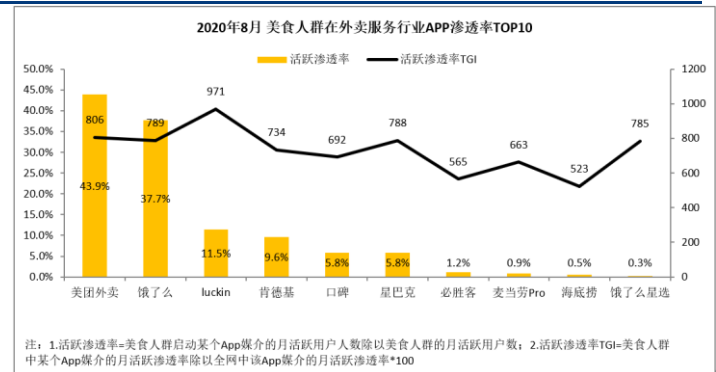
肯德基小程序玩法多样, 用户活跃度较高。当前微信小程序覆盖 V 金商城 (可以积分兑换个护日用品), K 咖啡 (主打咖啡、茶、炸鸡甜品), 口袋炸鸡店 (主要以拼团 + 流量明星店铺引流售卖产品), WOW 会员 (目前有大神卡、宅神卡、亲子卡几种选择), 宅急送等。根据 QuestMobile 统计数据, 2019 年 Q3-2020 年 Q3 肯德基微信小程序活跃度高于麦当劳微信小程序, 2020 年 8 月, 肯德基 APP 活跃度领先于其他西快品牌。

图表 44 2019Q3-2020Q3 肯德基、麦当劳小程序活跃度



资料来源: QuestMobile 《QuestMobile202 泛娱乐消费营销洞察》

图表 45 2020 年 8 月美食外卖 APP 活跃渗透率



资料来源: QuestMobile 《QuestMobile2020 舌尖经济洞察报告》

(四) 单店利润率分析: 聚焦门店模型, 成本和利润构成

2017 年-2019 年, 肯德基直营店单店营收保持在 750-780 万人民币左右, 餐厅层面利润率稳定保持在 18% 左右。经过测算, 肯德基成熟门店餐厅层面利润率应在 20% 以上。平均投资回报期为 2-3 年。

图表 46 肯德基成熟店单店模型举例

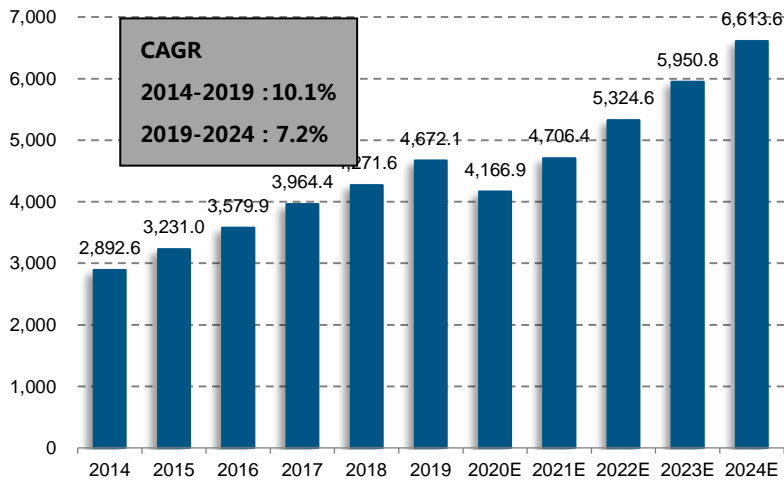
项目	占比
营业收入	100%
营业成本占比	
原材料成本	32%
人力成本	22%
租金成本	11%
装修折摊	5%
水电等	5%
特许权使用费	3%
餐厅层面 OP	22%

资料来源: 百胜中国招股书, 公司官网, 华创证券整理

二、市场概况和竞争格局

中国餐饮业市场规模稳定增长, 由 2014 年的 28,926 亿元增长至 2019 年的 46,721 亿元, 年复合增长率为 10.1%, 未来受家庭可支配收入增加、城市化率提高、外卖服务增长、数字化平台及科技发展的推动作用, 预计中国餐饮市场规模 2024 年将达到 66,136 亿元, 2019 年至 2024 年期间的复合年增长率将达到 7.2%

图表 47 2014 年至 2024 年中国餐饮业规模 (单位: 十亿元)

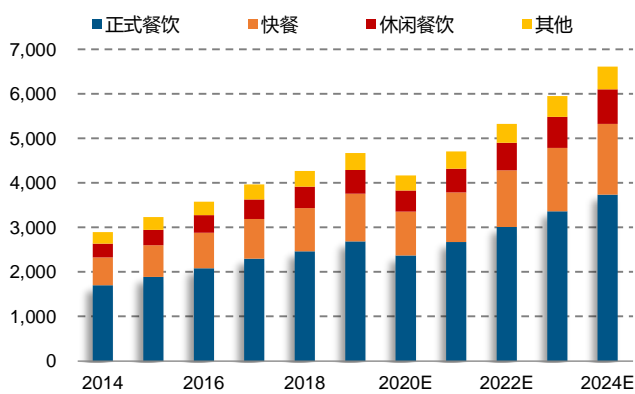


资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

按服务类型分类, 中国餐饮业可分为正式餐饮、快餐、休闲餐饮及其他, 正餐占中国餐饮业比重最大, 2019 年市场份额为 57.54%, 其次为快餐, 2019 年占比为 22.88%, 休闲餐饮占比 11.36%。2014 年至 2019 年, 休闲餐饮的复合年增长率最高为 11.6%, 其次为快餐的 11.4%, 均高于整体餐饮业增长率 10.1%, 正餐增长率为 9.5%, 预期 2019 年至 2024 年休闲餐、快餐、正餐的复合年增长率分别为 7.9%、8.3%、6.8%。

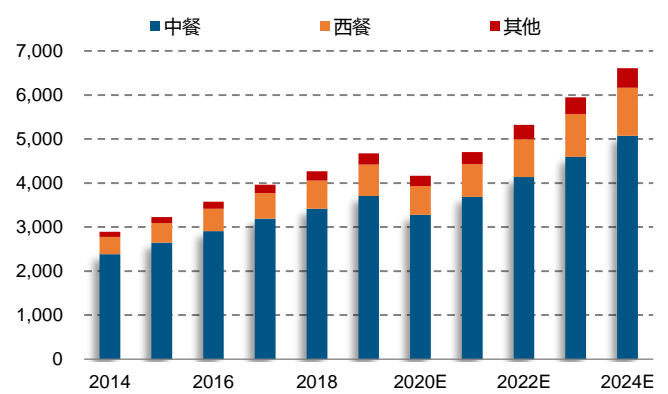
按菜式类型分类, 中国餐饮业可分为中餐、西餐及其他, 中餐占中国餐饮业比重最大, 2019 年市场份额为 79.42%。2014 年至 2019 年, 中餐复合年增长率为 9.2%, 西餐复合年增长率为 12.8%, 预期 2019 年至 2024 年中餐、西餐的复合年增长率分别为 6.5%、9.0%。

图表 48 中国餐饮业规模 (按服务类型细分, 十亿元)



资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

图表 49 中国餐饮业规模 (按菜式类型细分, 十亿元)

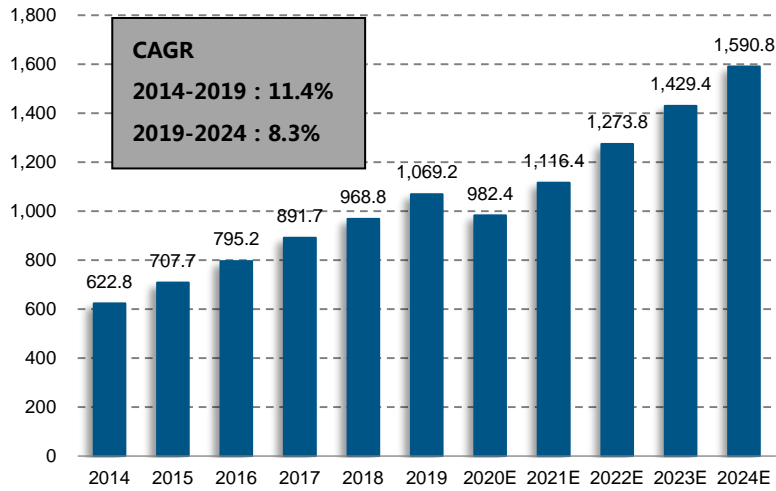


资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

中国快餐市场高度分散, 肯德基为最大的快餐品牌, 发展空间巨大, 当前市占率仅为 1.4%。2014 年中国快餐市场规模为 6,228 亿元, 2019 年增长至 10,692 亿元, 复合年增长率为 11.4%, 并预期 2024 年将增长至 15,908 亿元, 期间复合年增长率为 8.3%。

中国快餐市场又分中式快餐市场和西式快餐市场, 2019 年中式快餐市场规模为 7,557 亿元, 市场份额为 70.68%, 西式快餐市场规模 2,729 亿元, 市场份额为 25.52%。2014 年至 2019 年, 中式快餐复合年增长率为 11.3%, 西式快餐复合年增长率 12.2%, 预期 2019 年至 2024 年中式快餐、西式快餐的复合年增长率分别为 8.2%、8.7%。

图表 50 2014 年至 2024 年中国快餐市场规模 (单位: 十亿元)



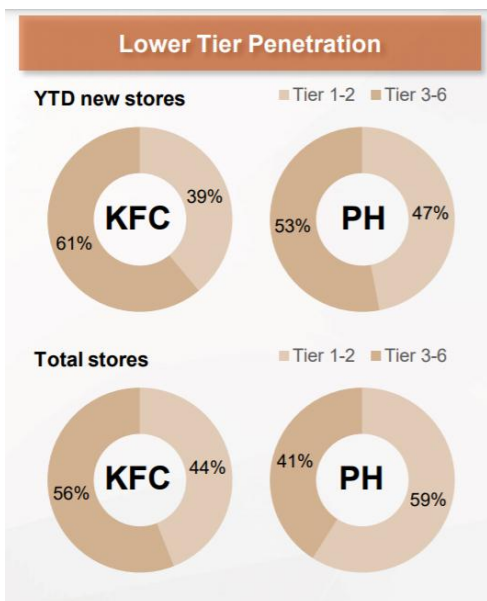
资料来源: 百胜中国招股书, 华创证券

肯德基远期空间和渗透率:

截至 2020 年 Q3, 肯德基当年新开门店中一二线城市占比为 39%, 三线至六线城市则为 61%。必胜客新开门店中一二线城市门店占比 47%, 三线至六线 53%。从总门店数来看, 44%的肯德基门店位于一二线城市, 其余 56%位于三线至六线城市; 必胜客客单价更高, 分布更加高线, 分别为 59%/41%。从投资回报期来看, 低线城市好于高线城市, 肯德基三至六线城市投资回报期为 2 年左右, 一二线城市投资回报期为 2-3 年, 必胜客三至六线城市投资回报期为 3-4 年左右, 一二线城市投资回报期为 4-5 年。

若以肯德基门店数量/人口数量计算渗透率, 对比马来西亚 (22.87), 美国 (12.07), 日本 (8.96), 澳洲 (26.78), 香港 (11.76), 大陆地区 (4.95) 当前渗透率较低, 未来仍有提升空间。

图表 51 至 2020 年 Q3 百胜中国门店渗透率



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 52 肯德基、必胜客投资回收期

	Tier 1-2	Tier 3-6
KFC	~2-3 yrs	~2 yrs
Pizza Hut	~4-5 yrs	~3-4 yrs

资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 53 截至 2020Q3 肯德基不同国家和地区渗透率 (门店数/百万人口)

地区	渗透率	门店数
中国大陆地区	4.95	6,925
中国香港地区	11.76	87
澳洲	26.78	683
美国	12.07	3,995
日本	8.96	1,134
马来西亚	22.87	741

资料来源: 公司财报, 华创证券整理

三、行业分析: 西快的估值和成长之路

图表 54 美国餐饮上市公司横向对比

证券代码	证券简称	最新市值 (亿美元)	P/E	P/S	门店数量	主要经营方式
SBUX.O	星巴克(STARBUCKS)	1174.99	126.57	5.00	32,660	直营为主
CMG.N	墨式烧烤(CHIPOTLE)	366.20	154.37	6.56	2,710	全直营
MCD.N	麦当劳(MCDONALDS)	1575.98	32.00	7.48	39,096	加盟为主
DPZ.N	达美乐比萨	151.05	32.23	4.17	17,256	国内直营; 国际加盟
DRLN	达登饭店(DARDEN)	146.85	亏损	1.88	1,807	直营
QSR.N	餐饮品牌国际 (Burger King, Tim Hortons, Popeyes)	178.76	31.92	3.19	27,027	Burger King 加盟为主, 其他品牌直营为主
YUMC.N	百胜中国	238.23	32.95	2.73	10,150	直营为主
YUM.N	百胜餐饮(YUM BRANDS)	315.30	29.75	5.63	49,844	直营加盟皆有

资料来源: 彭博, 华创证券整理

从美国上市餐饮公司整体估值来看, 目前休闲餐饮品类餐厅 (墨式烧烤等) 相比正餐品类 (达登饭店) 和快餐品类 (百胜中国、麦当劳) 享受更高估值。正常年份里, 美股正餐餐企平均估值为 20X 左右, 快餐餐企平均估值为 25X 左右, 休闲餐饮品类餐企估值在 50X 左右。

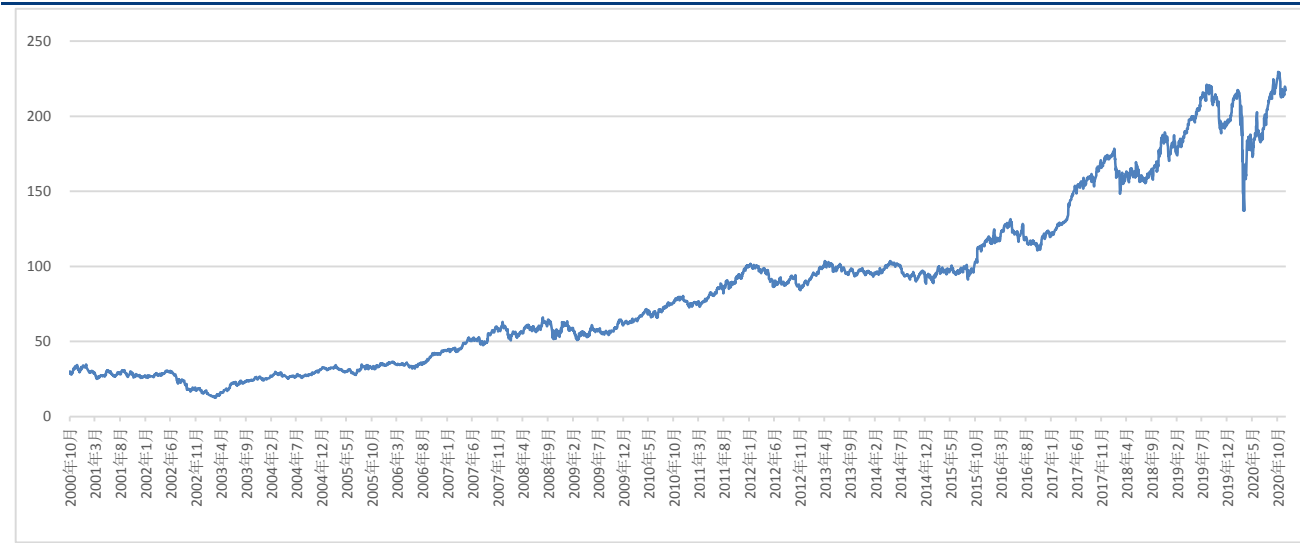
图表 55 美股餐企历史 PE 比较

P/E	品类	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
百胜中国 (YUMC)	西快											18.70	28.34	21.85	24.96
麦当劳 (MCD)	西快	18.63	19.70	16.95	15.53	16.69	19.05	16.44	17.48	19.34	23.81	21.36	25.81	24.13	25.44
墨式烧烤(CMG)	休闲餐饮	41.92	64.79	22.06	21.66	36.86	49.10	33.60	50.21	47.96	31.22	303.35	46.14	50.09	56.72
餐饮品牌国际 (QSR)	西快+现制饮品										48.12	31.57	37.94	19.40	24.51
百胜餐饮 (YUM)	西快	19.47	22.54	15.85	14.12	19.72	18.50	19.17	23.31	22.55	31.79	25.50	19.30	53.94	28.33
星巴克 (SBUX)	现制饮品	46.64	30.11	21.07	24.21	20.19	24.37	28.33	35.15	29.00	34.07	28.53	26.26	21.11	30.49
DPZ (达美乐披萨)	披萨	17.95	12.64	5.84	9.95	11.45	20.12	20.91	28.53	32.51	31.33	36.94	32.25	30.04	30.45
达登饭店 (DARDEN)	正餐	16.60	17.84	11.58	13.35	14.85	14.84	14.81	29.04	28.55	35.99	18.96	22.12	18.20	20.66

资料来源: 彭博, 华创证券

(一) 快餐模式代表：麦当劳

图表 56 麦当劳股价图 (美元)



资料来源：彭博，华创证券

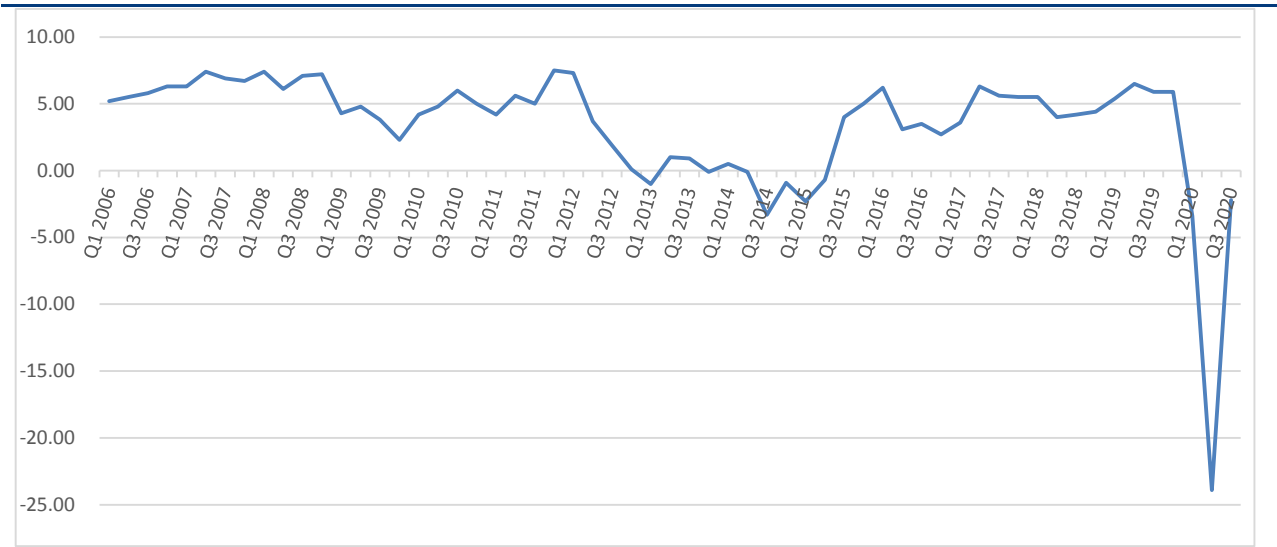
从公司历史股价来看，SSSG（同店销售增长）为关键影响要素之一。麦当劳 SSSG 自 2012 年 Q2 开始下滑，2013 年 Q1 降落至负值，2015 年 Q3 回正，在此期间，公司股价也处于波动中，2015Q3 同店销售增长回正之后，股价开始上涨。

图表 57 麦当劳 2006 - 2020 股价走势图 (美元)



资料来源：彭博，华创证券

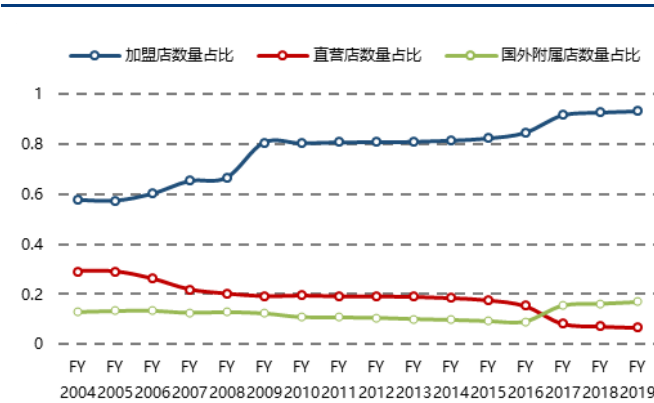
图表 58 麦当劳 SSSG



资料来源: 彭博, 华创证券

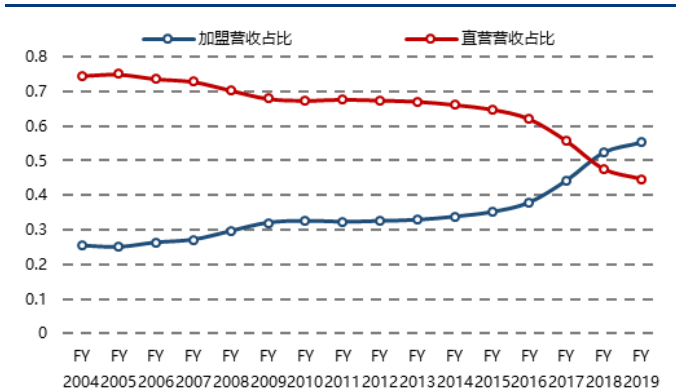
麦当劳加盟店营收占比自 08 年后开始大幅攀升, 主要由于加盟店数量的增加; 2017 年 6 月, 中信通过 Fast Food Holdings Ltd 成为国内麦当劳门店的经营主体麦当劳中国管理有限公司实控人, 中国区门店转为加盟, 2018 年开始加盟店营收占比超过直营店营收占比, 截至 2019 年, 加盟店营收占比为 55.3%, 直营店营收占比为 44.7%。从门店数量来看, 2019 年, 加盟店数量占比高达 93.2%, 国外附属店数量占比达到 17%, 直营店数量占比为 6.8%。

图表 59 麦当劳各种类型门店数量占比



资料来源: 彭博, 华创证券

图表 60 麦当劳加盟 / 直营营收占比



资料来源: 彭博, 华创证券

(注: 国外附属店 (Foreign affiliated) 以中国和日本为主)

(二) 休闲餐饮模式代表: 墨式烧烤, 出餐速度快, 菜单灵活可以满足顾客多样化需求

墨式烧烤(Chipotle Mexican Grill Inc)成立于 1993 年, 主营墨西哥菜, 目前为全直营模式, 总部位于美国, 主要售卖墨西哥卷饼和炸玉米饼等快速休闲饮食。快速休闲餐饮模式相比正餐模式更加标准化和方便快捷, 和麦当劳肯德基等西式快餐相比更加健康, 公司自 2000 年开始推广“健康有机食品”概念, 同时墨西哥卷饼可以满足顾客多样化和个性化口味需求, 顾客可以根据自己喜好选择卷饼内的馅料。

图表 61 墨式烧烤菜品



资料来源: 公司官网

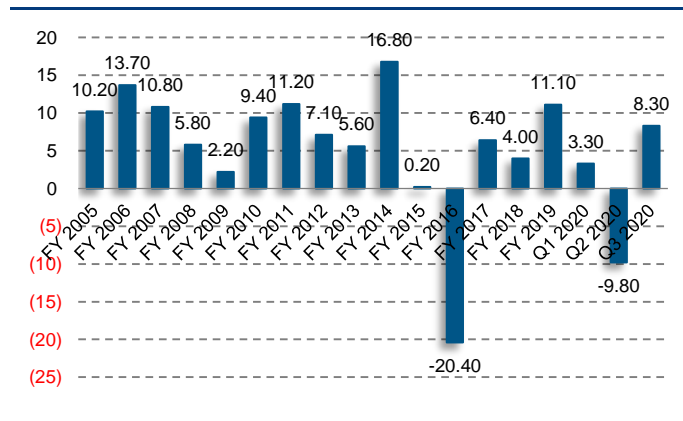
2019 年公司实现营收 55.86 亿美元, 同比增长 15%, 实现净利润 3.5 亿美元, 同比增长 98%, 2019 年期末门店总数达到 2,622 家。2020 年二季度同店增速受到北美疫情影响, 下滑较多, 三季度公司得益于线上订单平台、外带外送等服务建设 (铺设更多自提点 Chipotlanes-无接触取货点, 用户可通过 APP 或者网站下单; 以及与更多外卖软件合作), 同店销售增长迅速回升, 三季度公司 digital sales 同比增长 202% 至 7.76 亿美元, 销售占比提升至 49%。

图表 62 CMG 股价走势图 (美元)



资料来源: 彭博, 华创证券

图表 63 CMG, SSSG 指标



资料来源: 彭博, 华创证券

(注: 2015 年、2016 年底同店增速是因为食品安全事件)

从麦当劳, 墨式烧烤, 百胜中国 ROE 来看, 麦当劳因近年大量回购股票, 净资产为负, 导致 ROE 不可比, 同时因自有或廉价长租大量物业, 向加盟商赚取租金差价, 又以加盟为主, 净利率更高, 表现更稳定。百胜中国 ROE 水平比墨式烧烤更加稳定, 墨式烧烤和百胜中国资产周转效率好于麦当劳。

图表 64 麦当劳, 墨式烧烤, 百胜中国 ROE 拆解

ROE(%)	2015	2016	2017	2018	2019
MCD	45.43	191.93	-189.77	-124.38	-83.29
YUMC	16.96	23.36	15.62	25.04	23.97
CMG	22.97	1.30	12.74	12.58	22.41
净利率(%)					
MCD	17.82	19.03	22.75	28.18	28.59

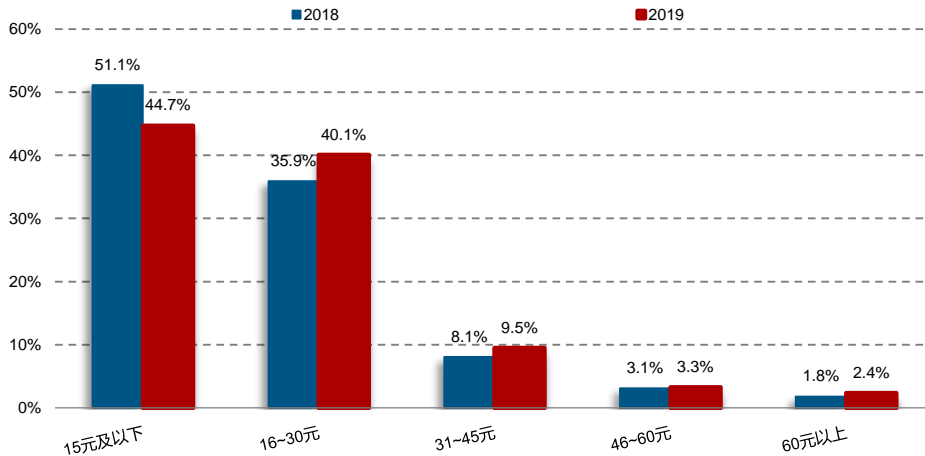
ROE(%)	2015	2016	2017	2018	2019
YUMC	4.75	7.61	6.00	8.75	8.47
CMG	10.57	0.59	3.94	3.63	6.27
资产周转率					
MCD	0.70	0.71	0.70	0.63	0.52
YUMC	2.14	1.95	1.79	1.90	1.52
CMG	1.71	1.64	2.20	2.26	1.52
权益乘数					
MCD	3.62	14.12	-11.85	-6.99	-5.55
YUMC	1.70	1.61	1.55	1.57	1.94
CMG	1.27	1.35	1.47	1.54	2.36

资料来源: wind, 华创证券

四、盈利预测与估值

我们看好公司核心品牌未来下沉扩张,目前肯德基在一二线城市客单价为 35 元左右,四五六线城市客单价约为 30 元左右,根据美团点评《中国餐饮大数据 2020》报告披露的数据,30 元为小吃快餐品类分水岭,2019 年 16-30 元消费占比由 2018 年的 35.9%提升至 40.1%,考虑到肯德基当前定位及品类扩张对于小吃快餐的替代作用,看好远期门店数量达到 20000 家(公司 2018 年提出的战略目标)。

图表 65 全国小吃快餐门店人均消费价位占比



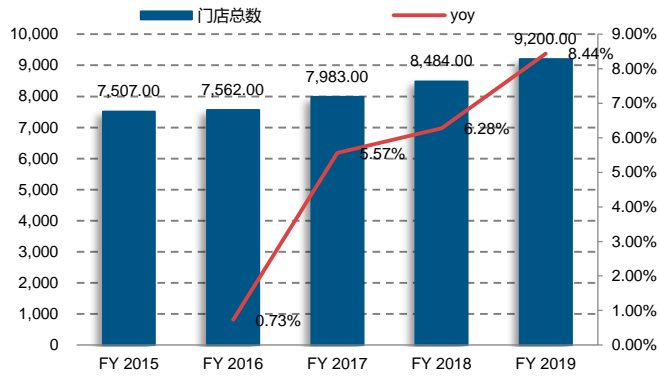
资料来源: 美团点评《中国餐饮大数据 2020》, 华创证券

百胜中国估值及盈利预测: 餐饮行业一般采用 P/E 估值法,美股快餐餐企平均估值在 25X 左右,因百胜中国 16 年至 19 年公司门店总数同比增速呈稳定增长趋势,历年同店销售基本稳定正增长,以及公司餐厅层面利润率和净利率较稳定,享受一定估值溢价。

1. 开店数量超预期:百胜中国门店总数同比增速呈现稳定上升趋势,16 年-19 年分别为 0.73%,5.57%,6.28%,8.44%,基本每年会超额完成开店目标。
2. 同店增长稳定:除去今年疫情影响,16 年至 19 年公司整体同店销售基本实现稳定正增长,其中最大品牌 KFC 品牌年轻化显著,同店持续强劲。
3. 利润率稳定:公司净利率较为稳定,2017 年净利率较低系受税法改革产生 1.64 亿美元的一次性税收所致,若剔

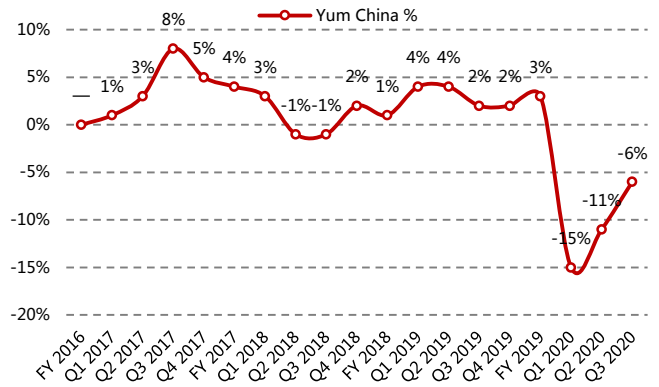
除税法影响, 2017年净利率为7.3%, 则16年至19年, 公司整体净利率稳定在7%-8%之间。整体餐厅层面利润率为15%以上。

图表 66 百胜中国门店总数及同比



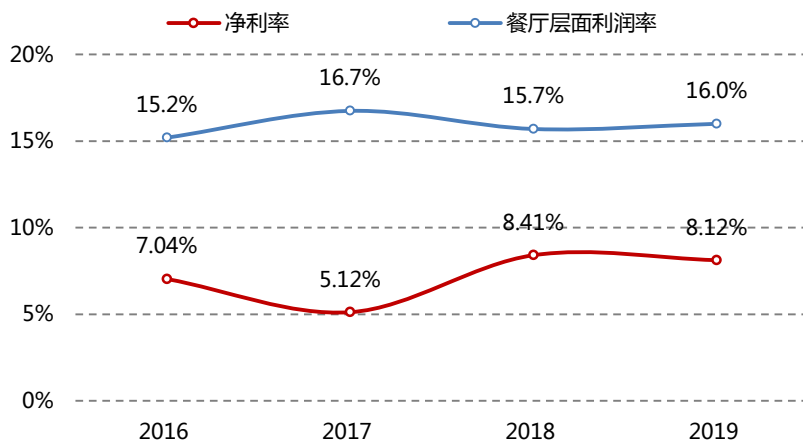
资料来源: 彭博, 华创证券

图表 67 百胜中国整体同店销售变动



资料来源: 彭博, 华创证券

图表 68 百胜中国餐厅层面利润率和公司净利率



资料来源: 彭博, 华创证券

五、风险提示

食品安全风险, 门店扩张不及预期, 品牌下沉不及预期, 旗下品牌收购整合不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位:百万元	2019	2020E	2021E	2022E
现金及等价物	1,046	3,034	5,147	7,484
应收款项合计	222	262	312	333
存货	380	326	371	396
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,259	2,413	3,206	4,154
固定资产净值	1,594	1,634	1,645	1,548
权益性投资	89	86	85	87
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	2,333	459	551	661
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	675	810	972	1,166
非流动资产合计	4,691	2,989	3,253	3,461
资产合计	6,950	5,402	6,458	7,616
应交税金	45	51	50	49
短期借贷及长期借贷	0	0	0	0
其他流动负债	1,068	559	570	564
流动负债合计	1,736	1,420	1,592	1,779
长期借贷	26	26	26	26
其他非流动负债	2,013	320	338	355
非流动负债合计	2,039	347	363	381
负债合计	3,775	1,767	1,955	2,161
归属母公司股东权益	3,077	3,502	4,335	5,250
少数股东权益	98	133	168	206
所有者权益合计	3,175	3,635	4,503	5,455
负债和股东权益	6,950	5,402	6,458	7,616

现金流量表

单位:百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,185	2,600	3,028	3,335
净利润	713	629	833	915
折旧与摊销	767	420	419	423
营运资本变动	-307	1,522	1,741	1,959
其他非现金调整	12	29	35	37
投资活动现金流	-910	-871	-822	-828
出售固定资产收到现金	0	0	0	0
资本性支出	-435	-439	-430	-326
投资减少	534	564	593	564
其他投资现金流量净额	15	-230	-162	-194
融资活动现金流	-480	38	-94	-170
债务增加	0	1	0	0
股本增加	0	0	0	0
支付的股利合计	-181	-181	-181	-181
其他筹资现金流量净额	-34	483	353	276

利润表

单位:百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,776	8,583	10,213	10,908
主营业务收入	8,776	8,583	10,213	10,908
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	7,899	7,848	9,174	9,764
营业成本	6,659	6,823	7,772	8,301
营业开支	1,240	1,025	1,402	1,463
营业利润	877	734	1,039	1,144
净利息支出	-39	-21	-25	-30
权益性投资损益	69	80	50	50
其他非经营性损益	18	20	13	13
非经常项目前利润	1,003	855	1,127	1,237
非经常项目损益	0	0	0	0
除税前利润	1,003	855	1,127	1,237
所得税	260	197	259	284
少数股东损益	30	29	35	37
持续经营净利润	713	629	833	915
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	713	629	833	915
优先股利及其他调整	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	713	629	833	915
EPS (摊薄)	1.70	1.50	1.99	2.18

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	4.3%	-2.2%	19.0%	6.8%
归母净利润增长率	0.7%	-11.8%	32.4%	9.8%
获利能力				
毛利率	24.1%	20.5%	23.9%	23.9%
净利率	8.1%	7.3%	8.2%	8.4%
ROE	24.0%	19.7%	21.3%	21.3%
ROA	12.3%	12.6%	14.0%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	54.3%	32.7%	30.3%	28.4%
流动比率	130.1%	169.9%	201.4%	233.5%
速动比率	108.2%	147.0%	178.1%	211.2%
每股指标 (元)				
每股收益	1.70	1.50	1.99	2.18
每股经营现金流	2.83	6.20	7.23	7.96
每股净资产	7.34	8.36	10.34	12.53
估值比率				
P/E	34	39	29	26
P/B	8	7	6	5

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：姚婧

南京财经大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500