

百胜中国(YUMC.N)/百胜中国-S(09987.HK)

标准化高、创新能力出色，看好全国扩张潜力

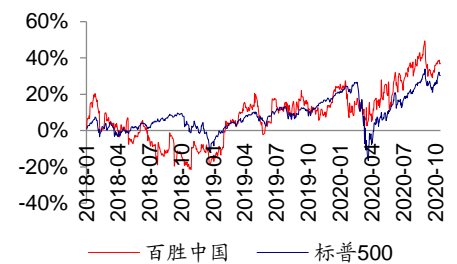
公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	52.8 美元/410.8 港元
合理价值	61.1 美元/473.3 港元
报告日期	2020-10-20

核心观点：

基本数据

股票代码	YUMC.N	09987.HK
总股本(百万股)	419.1	419.1
流通股本(百万股)	419.1	419.1
总市值(亿元)	224.0 亿美元	1736.7 亿港元
一年内最高/最低价	59.4-38.3 美元	418.6-385.6 港元
30 日日均成交量(百万股)	2.04	1.00
30 日日均成交额(百万)	108.4	399.8
近 3 个月涨跌幅(%)	1.91	5.79

相对市场表现



分析师：	安鹏
	SAC 执证号：S0260512030008
	SFC CE No. BNW176
	021-38003693
	anpeng@gf.com.cn
分析师：	沈涛
	SAC 执证号：S0260512030003
	SFC CE No. AUS961
	010-59136693
	shentao@gf.com.cn

相关研究：

联系人：	高鸿 021-38003690
	gfgaohong@gf.com.cn

- **公司是国内餐饮龙头，品牌家族多样化。**公司 1987 年进入中国市场，目前形成了以肯德基、必胜客为核心品牌，涵盖西式/中式快餐、火锅、焖锅、咖啡、休闲餐厅的品牌矩阵。截至 2020H1，公司拥有 9954 家餐厅，覆盖国内超过 1400 个城市。19 年公司实现营收 87.8 亿美元，同比增长 4.3%，归母净利润 7.1 亿美元，同比增长 0.7%。17-19 年餐厅利润率分别为 16.7%、15.7%及 16.0%，基本维持平稳。受疫情影响，上半年收入和归母净利润同比分别下降 19.3%和 51.5%。Q2 收入和归母净利润分别恢复到去年同期的 90%和 74%，环比 Q1 明显改善。
- **核心优势：运营高度标准化，本土化和创新能力出色。**公司门店以自营模式为主，目前已经形成了从采购、物流、到门店服务的完整标准化流程。在餐厅运营和成本费用管控方面优势明显。从单店模型来看，品牌、供应链、数字化体系等多重优势下肯德基和必胜客单店盈利能力和投资回收期好于行业平均水平。公司始终坚持本土化思路，在菜品、营销和餐厅运营模式方面创新能力出色。
- **未来看点：全国持续拓店，新品类和数字化能力激发增长潜力。**公司长期开店计划在 20000 家以上，特别是在 800 多个尚无肯德基和必胜客覆盖的城市。若对标发达市场渗透率，肯德基和必胜客在国内仍有较大开店空间。未来有望凭借持续升级的数字化能力和品牌忠诚度进一步提升购买频次、促进品牌间交叉购买；同时有望凭借咖啡、中餐等多品类布局覆盖更多用餐时段和用餐场景，带来新的增长潜力。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.10 美元/股、1.85 美元/股和 2.07 美元/股。可比公司 21 年平均 P/E 估值为 33X，给予合理估值为 33X，对应 21 年美股市场合理价值为 61.1 美元/股；港股市场合理价值为 473.3 港元/股，首次覆盖，给予公司在美股和港股市场“买入”评级。
- **风险提示。**疫情发展存在不确定性影响堂食需求；成本上涨风险。

盈利预测：(本文除特殊说明外均使用美元为货币单位)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8415	8776	8077	9761	10521
增长率(%)	8.3%	4.3%	-8.0%	20.8%	7.8%
EBITDA(百万元)	1300	1340	1006	1529	1674
归母净利润(百万元)	708	713	453	798	882
增长率(%)	77.9%	0.7%	-36.5%	76.3%	10.5%
EPS(元/股)	1.79	1.84	1.10	1.85	2.07
市盈率(P/E)	29.6	28.8	48.4	28.6	25.6
ROE(%)	24.6%	23.2%	8.1%	13.6%	14.2%
EV/EBITDA	17.0	16.5	21.9	14.4	13.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

一、公司是国内餐饮龙头，品牌家族多样化.....	5
(一) 发展沿革：深耕餐饮行业三十余载，坐拥肯德基、必胜客等龙头品牌.....	5
(二) 股权结构：公众股东持股比例高，春华资本和蚂蚁金服为锚定投资者.....	6
(三) 经营情况：肯德基全国加速开店步伐，Q2 以来餐厅运营层面逐步恢复.....	7
二、财务分析：餐厅盈利能力稳定，肯德基、必胜客贡献主要收入.....	10
(一) 成长能力方面：肯德基、必胜客营收占比超九成，2020Q2 逐渐恢复常态... ..	10
(二) 成本费用和盈利能力方面：肯德基餐厅层面盈利能力稳定，租金成本持续优化.....	12
三、餐饮行业：外出就餐消费额持续增长，连锁化率提升空间较大.....	14
(一) 居民外出用餐支出逐年增长，快餐与休闲餐饮市场占比提升.....	14
(二) 百胜中国旗下品牌市场份额领先，有望长期受益于国内餐饮市场连锁化率提升.....	15
四、核心优势：运营高度标准化，本土化和创新能力出色.....	17
(一) 自营模式为主，加盟门槛较高以确保门店运营品质.....	17
(二) 运营高度标准化，盈利稳健、门店回收期快.....	19
(三) 西式快餐本土化先驱，创新能力出色.....	21
五、未来看点：全国持续拓店，新品类和数字化能力激发增长潜力.....	23
(一) 加快低线城市拓店，对标境外渗透率仍有较大提升空间.....	23
(二) 会员粘性强，数字化和配送服务能力持续提升.....	25
(三) 多品牌布局有望带来协同效应，有望覆盖更多品类和用餐时段.....	29
六、盈利预测和投资建议.....	32
七、风险提示.....	34

图表索引

图 1: 百胜中国发展历程.....	5
图 2: 全球发售前百胜中国股权结构.....	6
图 3: 全球发售完成后百胜中国股权结构.....	7
图 4: 百胜中国门店数(家)和品牌分布.....	8
图 5: 百胜中国旗下各品牌新开店数量(家).....	8
图 6: 百胜中国旗下各品牌关店数量(家).....	8
图 7: 肯德基和必胜客客单价(元).....	9
图 8: 肯德基和必胜客同店销售增速.....	10
图 9: 肯德基和必胜客单季度同店销售增速.....	10
图 10: 2015-2020H 营业收入及同比增长(右轴).....	11
图 11: 2015-2020H 归母净利润及同比增长(右轴).....	11
图 12: 百胜中国收入结构, 肯德基与必胜客贡献主要收入.....	11
图 13: 百胜中国各分部营收增速.....	11
图 14: 肯德基和必胜客单季度收入及同比增速.....	12
图 15: 百胜中国单季度归母净利润及同比增速.....	12
图 16: 百胜中国毛利率、营业利润率和归母净利率.....	13
图 17: 肯德基和必胜客餐厅层面利润(百万美元)和同比增速.....	13
图 18: 肯德基和必胜客餐厅利润率和整体餐厅利润率.....	13
图 19: 肯德基和必胜客单季度餐厅利润率.....	13
图 20: 2017-2020H 百胜中国餐厅层面成本占收入比重.....	13
图 21: 百胜中国各项费用水平.....	13
图 22: 截止 2019 年全国城镇人口达到 8.5 亿人, 城镇化率为 61%.....	14
图 23: 城镇居民人均可支配收入持续增长.....	14
图 24: 2010 年以来社零餐饮收入及同比增速.....	15
图 25: 国内限额以上餐饮收入规模和同比增速.....	15
图 26: 2014-24E 国内快餐、休闲餐厅和正餐市场规模(十亿元).....	15
图 27: 2014-2024E 国内快餐、休闲餐饮占比逐渐提高.....	15
图 28: 连锁餐厅(直营&加盟)和非连锁餐厅市场规模(十亿元)和同比增速.....	16
图 29: 中国和美国餐饮市场连锁化率对比(2018 年).....	16
图 30: 2019 年国内餐饮行业 CR4 为 2.9%.....	16
图 31: 2019 年快餐行业 CR10 为 11.2%.....	16
图 32: 2019 年休闲餐饮行业 CR10 为 4.6%.....	16
图 33: 百胜中国按经营模式划分的门店结构.....	17
图 34: 肯德基按经营模式划分的门店结构.....	17
图 35: 必胜客按经营模式划分的门店结构.....	18
图 36: 百胜中国其他品牌按经营模式划分的门店结构.....	18
图 37: 百胜中国按经营模式划分的收入结构(百万美元).....	18
图 38: 百胜中国自营餐厅和加盟费收入同比增速.....	18
图 39: 百胜中国智慧供应链模块覆盖上游到门店各个环节.....	19

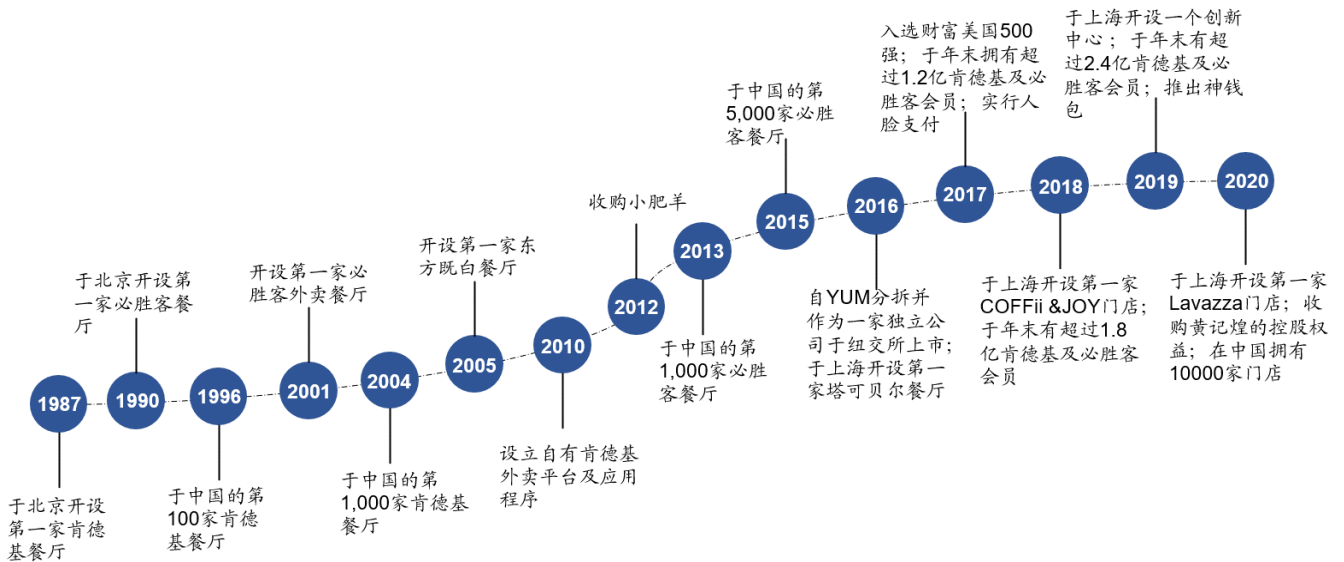
图 40: 肯德基和必胜客餐厅利润率	20
图 41: 肯德基和必胜客单季度餐厅利润率	20
图 42: 肯德基针对国内消费者进行不断的新品研发和本土化创新	22
图 43: 必胜客 2020 年推出全新菜单, 并不断拓展消费场景、品类和消费时段	22
图 44: 美团平台各层级城市 2017-2019 年人均线上餐饮订单量	23
图 45: 2017-2019 年美团平台各层级城市餐饮订单分布	23
图 46: 2017-2019 年美团平台不同品类餐饮订单在各层级城市分布	23
图 47: 肯德基和必胜客在低线城市门店及上半年新开门店占比	24
图 48: 肯德基和必胜客单季度翻新门店数量 (家)	24
图 49: 麦当劳、肯德基和必胜客在全球每百万人口对应餐厅数	25
图 50: 百胜中国持续推动数字化服务	26
图 51: 肯德基和必胜客会员数量 (百万人)	26
图 52: 肯德基和必胜客会员销售占比持续提升	27
图 53: 肯德基和必胜客在线点单数量占比	27
图 54: 肯德基付费会员种类及会员权益	28
图 55: 17 年以来肯德基和必胜客外卖占销售比重	29
图 56: 肯德基和必胜客外带占销售比重	29
图 57: 肯德基和必胜客外送服务门店覆盖比例	29
图 58: 肯德基和必胜客外送服务城市覆盖比例	29
图 59: 国内现磨咖啡市场规模快速增长	30
图 60: 国内每人每年平均现磨咖啡消耗及占比	30
图 61: 中国、美国、韩国 2019 年每人每年消耗咖啡量 (杯)	30
图 62: 2019 年全国现磨咖啡门店人均消费分布	31
图 63: 2019 年各层级城市现磨咖啡人均消费水平 (元)	31
图 64: 国内主要咖啡品牌咖啡拿铁价格带	31
图 65: 主要咖啡品牌在前十大城市门店集中度 (截止 2020 年 1 月)	32
图 66: 主要咖啡品牌门店数量 (截止 2020 年 1 月)	32
表 1: 募投资金计划用途	6
表 2: 春华及蚂蚁金服认股权证情况	7
表 3: 肯德基、必胜客以及其他分部系统销售额、同店销售额和新店铺净额同比增速	9
表 4: 肯德基&必胜客同店交易数目及同店客单价增速	10
表 5: 百胜中国旗下品牌加盟模式和加盟要求	19
表 6: 肯德基和必胜客单店模型拆分 (采用 2019 年财务数据)	21
表 7: 肯德基和必胜客在低线城市新店回收期更快	25
表 8: 肯德基和必胜客超级 APP 月活用户和下载量	27
表 9: 百胜中国收入成本拆分	33
表 10: 百胜中国可比公司估值 (截止 2020/10/19)	34

一、公司是国内餐饮龙头，品牌家族多样化

（一）发展沿革：深耕餐饮行业三十余载，坐拥肯德基、必胜客等龙头品牌

1987年，肯德基成为首个进入中国市场的主要连锁餐饮品牌，随后公司于1990年引入必胜客。经过30多年的经营，公司在国内市场大力拓展品牌线，加速布局，在门店规模、品牌忠诚度、创新产品种类、领先的数字化及配送能力以及完善的供应链管理系统等维度形成较大优势。截至2020H1，公司拥有9954家餐厅，覆盖超过1400个城市。目前旗下拥有两大旗舰品牌肯德基及必胜客，以及小肥羊、黄记煌、COFFii & JOY、东方既白、塔可贝尔及Lavazza等新兴品牌。

图 1：百胜中国发展历程



数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

百胜中国于2016年10月31日自YUM分拆，在2016年11月1日于纽交所股票代号「YUMC」开始交易。2020年9月公司在香港二次上市，募集资金净额约170.02亿港元。其中，约45%将用于扩大及深化餐厅网络；约45%将用于投资于(i)数字化及供应链、(ii)食品创新及价值定位及(iii)优质资产；约10%用于运营资金及一般用途。

表1: 募投资金计划用途

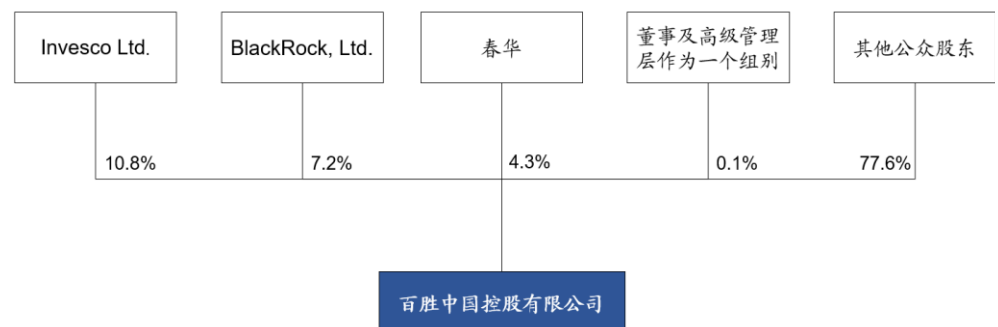
资金投向	占比	所得款项净额 (亿港元)
扩大及深化餐厅网络: 专注于现有城市扩大版图, 并追踪 800 多个尚无肯德基或必胜客餐厅覆盖的城市, 未来有潜力发展至 20,000 家门店或以上。	45%	76.51
(1) 数字化及供应链: 推进端对端数字化能力、外卖支付技术; 更有效连接在线流量与线下资产, 将前台系统与供应链等后台系统连接。 (2) 食品创新及价值定位: 继续开发独特的配方及特别的调味品, 以具竞争力的价格提供具吸引力、美味及快捷方便的食物。 (3) 优质资产: 专注于高质量品牌及驱动因素, 审慎根据各项候选目标的战略价值、品牌价值、业务规模及财务表现等相关因素评估投资目标。	45%	76.51
运营资金及一般公司用途	10%	17

数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

(二) 股权结构: 公众股东持股比例高, 春华资本和蚂蚁金服为锚定投资者

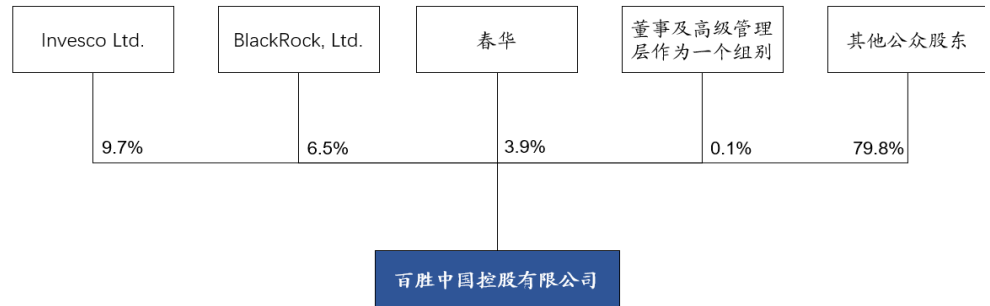
公众股东持股比例高, 春华资本系唯一具有董事提名权的股东。持股最多的景顺控股 (Invesco.Ltd) 与贝莱德集团 (BlackRock, Inc) 分别持有 9.7% 和 6.5% 股份, 对公司无实际控制权。本次全球发售完成后, 其他公众股持有 79.8% 的股份。春华资本和蚂蚁金服在公司从 YUM Brands 分拆时成为锚定投资者, 二者于 2016 年 11 月 1 日分别向公司投资 4.1 亿美元及 0.5 亿美元, 合计 4.6 亿美元, 以换取普通股权益及两批认股权证。发行交割股份及完成后调整后, 春华及蚂蚁金服合计实际拥有截至 2017 年 1 月 9 日公司发行在外的普通股股份约 4.8%。发放两次认股权证后, 春华资本和蚂蚁金服分别拥有 1502 万和 183 万股期权。此外, 春华拥有董事提名权, 指定胡祖六博士为董事长、汪洋先生为独立董事; 蚂蚁金服拥有观察员提名权, 指定韩歆毅先生于 2016 年 11 月至 2019 年 5 月为董事会观察员。

图 2: 全球发售前百胜中国股权结构



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图 3: 全球发售完成后百胜中国股权结构



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

表 2: 春华及蚂蚁金服认股权证情况

公司	批次	发行日期	数目 (万股)	价格 (美元)	到期日
春华	第一批	2017年1月9日	751	30.55	2021年10月31日
	第二批		751	38.19	
蚂蚁金服	第一批		92	30.55	
	第二批		92	38.19	

数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

(三) 经营情况: 肯德基全国加速开店步伐, Q2 以来餐厅运营层面逐步恢复

根据聆讯后资料集, 截止2020年6月, 百胜中国共拥有9954家餐饮门店, 同比增长13.7%, 覆盖国内超过1400个城市。其中主力品牌肯德基、必胜客分别拥有6749家、2258家门店; 其他品牌旗下共有946家餐厅。2017-2020H1公司分别新开691家、819家、1006家和348家餐厅, 由于租约终止、店铺搬迁和其他原因关店分别有270家、318家、290家和220家餐厅。

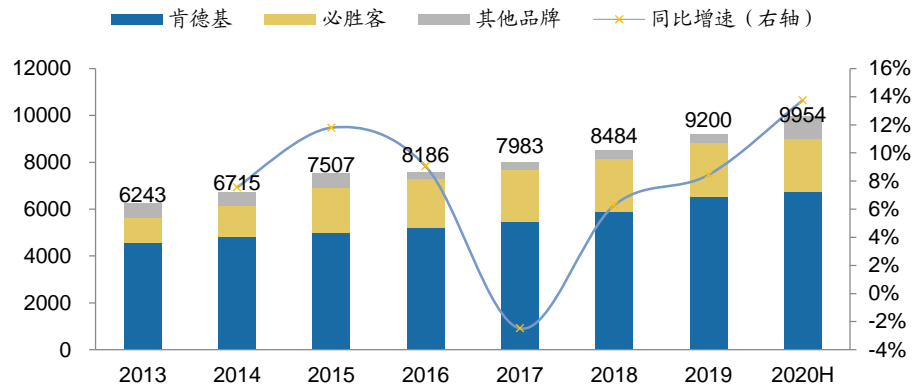
肯德基: 17年以来肯德基开店持续提速, 是公司开店主要增长引擎。2017-2020H1肯德基分别新开408家、566家、742家、307家门店; 分别关闭144家、144家、118家和92家门店。

必胜客: 必胜客近年来处于转型调整期, 开店速度有所放缓, 2017-2020H1分别新开180家、157家、132家、19家门店, 分别关闭66家、112家、91家和42家门店。

其他品牌: 截止2020年6月百胜中国旗下其他品牌共有947家门店, 其中Taco Bells、COFFii&JOY、东方既白、Lavazza、小肥羊以及2020年4月完成收购的黄记煌分别有9家、55家、11家、1家、260家和超过600家门店。17-19年其他品牌分别新开103

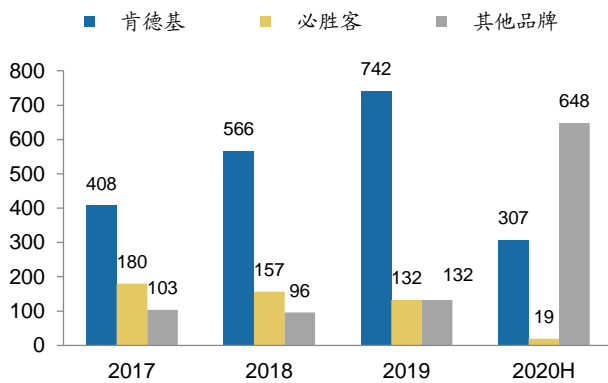
家、96家和132家门店。

图4: 百胜中国门店数(家)和品牌分布



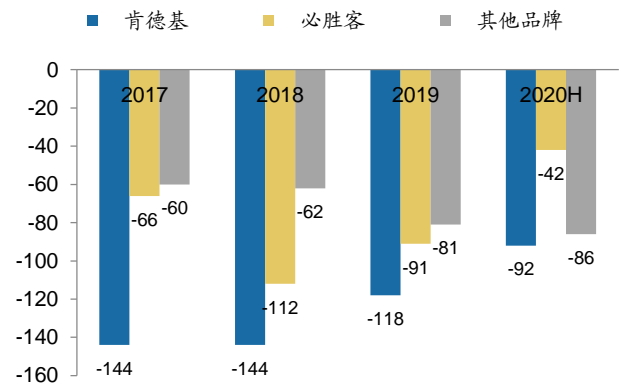
数据来源: 公司财报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图5: 百胜中国旗下各品牌新开店数量(家)



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

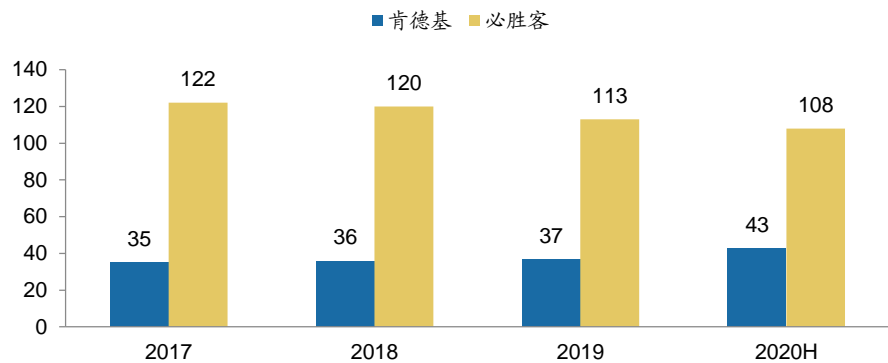
图6: 百胜中国旗下各品牌关店数量(家)



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

从客单价来看, 近年来肯德基客单价持续提升, 2017-20H1客单价分别为35元、36元、37元和43元。必胜客近年来开始逐渐转型, 增加促销活动以提升性价比, 故客单价持续下降, 2017-20H1客单价分别为122元、120元、113元和108元。

图 7: 肯德基和必胜客客单价 (元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从同店情况来看, 得益于外送销售额增长、客单价提升、产品创新以及营销活动等, 肯德基16-19年同店销售分别增长3%、5%、2%、4%, 增速基本平稳。19年同店交易数目和同店客单价分别增长1%和3%。必胜客16-19年同店销售分别下降7%、增长1%、下降5%和增长1%。近年来必胜客客流增长承压, 品牌加大促销, 加快推动转型。18年同店交易数和同店客单价均下降2%, 导致整体同店销售承压; 19年得益于整体复兴计划推进以及促销力度加大, 同店交易数目增长7%, 同店客单价下降6%, 带动同店销售恢复正增长。

2020年以来受疫情影响肯德基、必胜客同店经营均有所承压。上半年肯德基和必胜客同店销售额分别下降11%和22%, 整体同店销售额下降13%。其中Q1肯德基和必胜客同店销售分别下降11%和31%。Q2以来随着国内疫情逐步得到控制以及外卖、团餐需求快速恢复, 同店销售降幅环比收窄。根据公司财报, 肯德基和必胜客Q2同店销售同比分别下降10%和12%, 必胜客环比明显回暖。

表3: 肯德基、必胜客以及其他分部系统销售额、同店销售额和新店铺净额同比增速

	2018			2019			2020H		
	系统销售额	同店销售额	新店铺净额	系统销售额	同店销售额	新店铺净额	系统销售额	同店销售额	新店铺净额
肯德基	7%	2%	8%	11%	4%	11%	-10%	-11%	9%
必胜客	-1%	-5%	2%	3%	1%	2%	-25%	-22%	—
所有其他分部	-20%	-7%	11%	7%	-12%	15%	69%	-29%	—
总计	5%	1%	6%	9%	3%	8%	-13%	-13%	14%

数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图8: 肯德基和必胜客同店销售增速

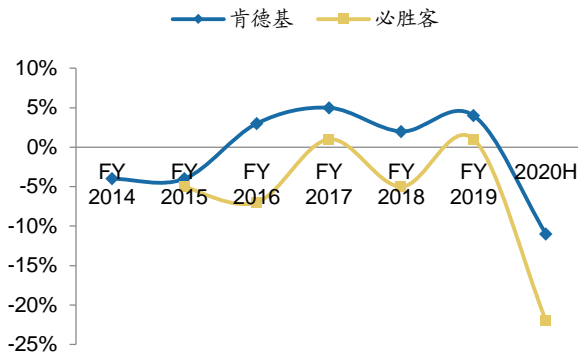
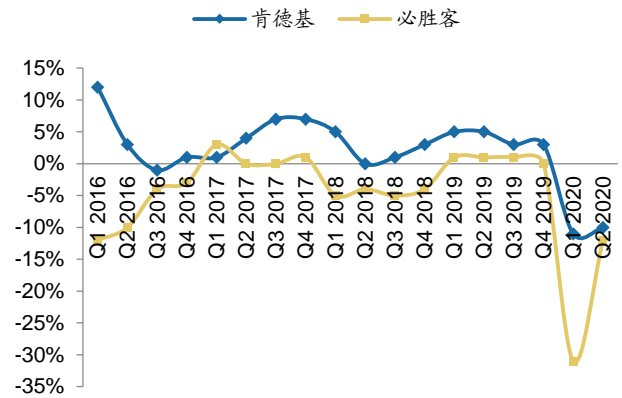


图9: 肯德基和必胜客单季度同店销售增速



数据来源: 公司财报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表4: 肯德基&必胜客同店交易数目及同店客单价增速

	2018	2019	2020H
同店交易数目增长			
肯德基	-1%	1%	-24%
必胜客	-2%	7%	-15%
同店客单价增长			
肯德基	3%	3%	18%
必胜客	-2%	-6%	-8%

数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

二、财务分析: 餐厅盈利能力稳定, 肯德基、必胜客贡献主要收入

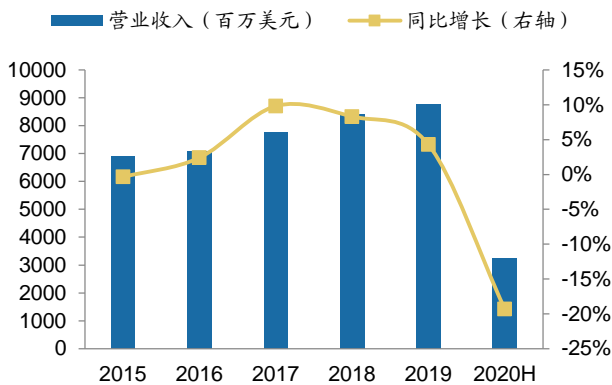
(一) 成长能力方面: 肯德基、必胜客营收占比超九成, 2020Q2 逐渐恢复常态

核心品牌持续扩张, 运营模式多样化助力集团成长。2019年, 公司实现营收87.76亿美元, 同比增长4.29%, 归母净利润7.13亿美元, 同比增长0.71%。其中肯德基实现营收60.4亿美元, 同比增长6.2%; 必胜客20.54亿美元, 同比下降2.7%, 两分部占全部营收的90%; 其他品牌实现营收1.58亿美元, 占比2%; 企业及未分配部分收入5.62亿美元 (主要包括中央采购模式产生的与加盟店和联营合营公司往来交易的收入), 近年来占比逐渐提升, 2019年达7%。2015-2019年公司营业收入和归母净利润CAGR分别为6.2%和21.9%, 其中肯德基和必胜客营业收入CAGR分别为6.1%和3.0%。

疫情影响下, 2020H1业绩下降, 截至2020Q2营收已恢复90%。2020H1, 公司分别实现营业收入和归母净利润32.4亿美元和1.94亿美元, 同比下降19.3%和51.5%。主

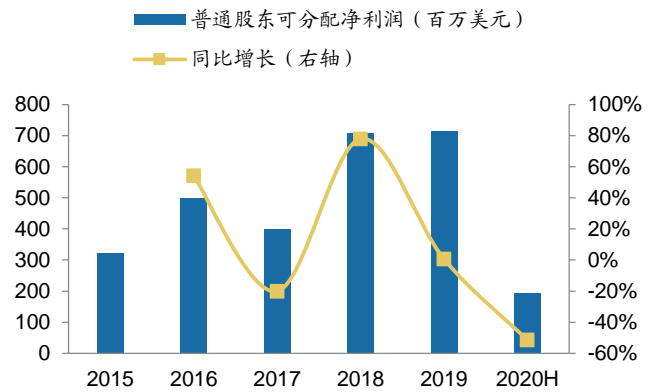
要是疫情影响下餐厅收入减少，同店销售额下降、餐厅暂时停业、商品通胀及店铺减值费用增加。2020H1，肯德基与必胜客的营收同比分别下滑15%和29%，同店销售额分别减少11%和22%。除肯德基、必胜客外，所有其他分部2020H1实现营收逆增长主要原因系公司2020年4月完成收购黄记煌。公司2020Q2分别实现营收与归母净利润19.02亿美元和1.32亿美元，同比分别恢复至90%和74%，环比Q1明显改善。

图 10: 2015-2020H 营业收入及同比增长 (右轴)



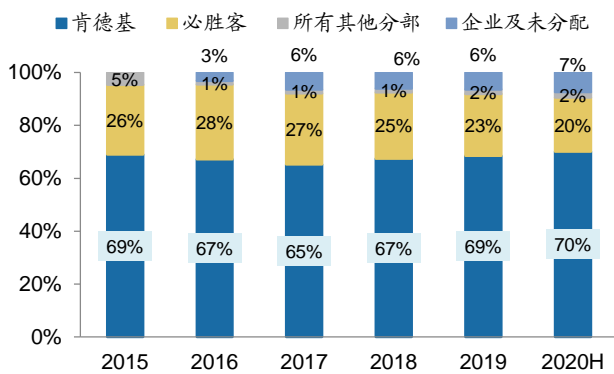
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11: 2015-2020H 归母净利润及同比增长 (右轴)



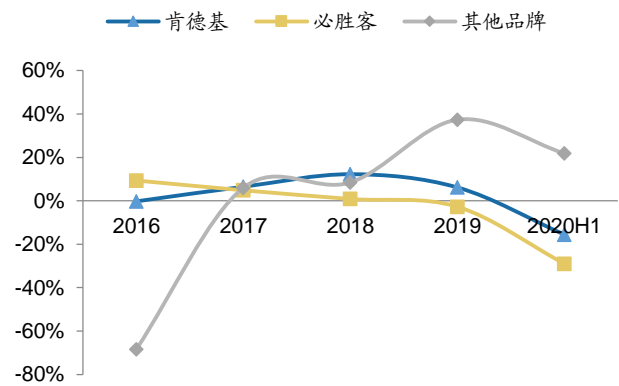
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 12: 百胜中国收入结构, 肯德基与必胜客贡献主要收入



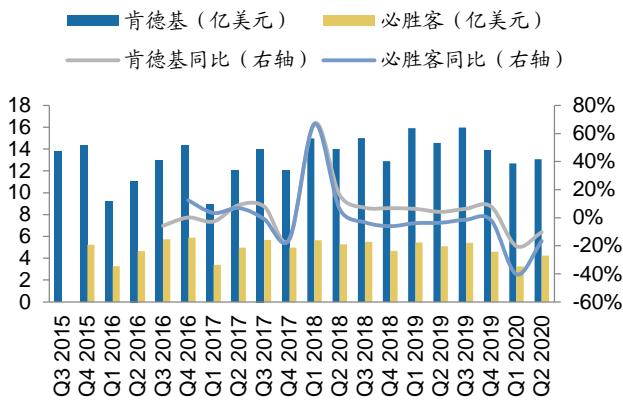
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 13: 百胜中国各分部营收增速



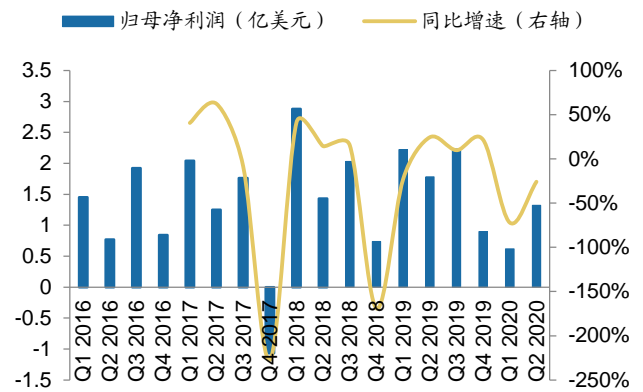
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14: 肯德基和必胜客单季度收入及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图15: 百胜中国单季度归母净利润及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 成本费用和盈利能力方面: 肯德基餐厅层面盈利能力稳定, 租金成本持续优化

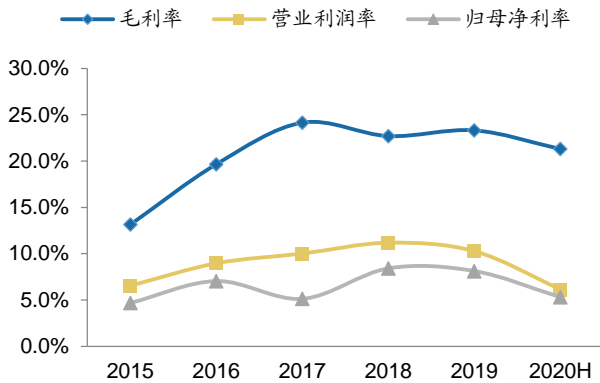
盈利能力方面: 2019年, 公司整体毛利率、营业利润率和净利率分别为23.3%、10.3%和8.1%, 同比分别提升0.6pct、下降0.9pct和下降0.3pct。从餐厅层面盈利能力来看, 2017-2019年, 公司餐厅整体利润率分别为16.7%、15.7%及16.0%, 基本维持平稳。其中必胜客由于处于转型期, 餐厅利润率波动相对较大, 17-19年餐厅利润率分别为13.9%、10.3%及11.1%, 而肯德基的餐厅利润率维持相对稳定, 17-19年餐厅利润率分别为18.00%、17.90%和17.80%。

受疫情影响, 2020H1公司盈利能力有所下滑, 毛利率、营业利润率、归母净利率分别为21.3%、6.9%以及6.2%。上半年餐厅整体利润率为12.2%。其中肯德基与必胜客分别实现餐厅利润3.49亿美元和0.48亿美元, 餐厅利润率分别为14.1%和6.4%, 同比分别下降4.0pct和6.5pct。

从成本结构来看: 餐厅层面成本主要包括食品及包装物成本、薪金及雇员福利和物业租金。近年来食品和包装成本以及薪金和雇佣福利占营收比重基本维持稳定, 租金成本持续优化。2019年食品及包装物成本、薪金及雇员福利和物业租金占餐厅收入比重分别为31.3%、22.8%和29.9%, 同比分别提升0.8pct、0.3pct和下降1.4pct。

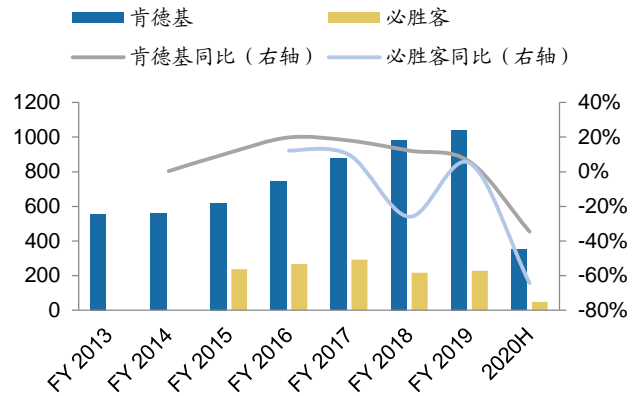
费用方面: 2019年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为3.92%、5.50%和0.05%。管理费用率增加0.13pct, 主要由于薪酬调增以及较高的绩效薪酬。销售费用率近年来持续下降, 2019年同比下降0.13pct。

图16: 百胜中国毛利率、营业利润率和归母净利率



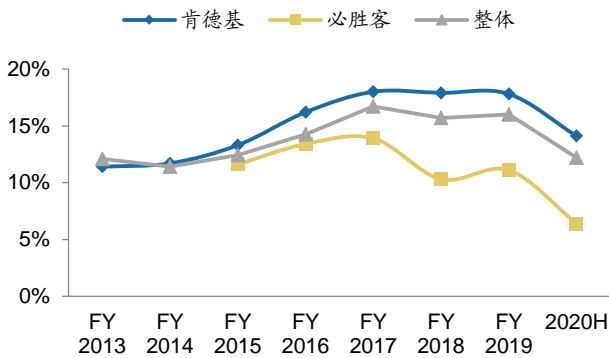
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图17: 肯德基和必胜客餐厅层面利润(百万美元)和同比增速



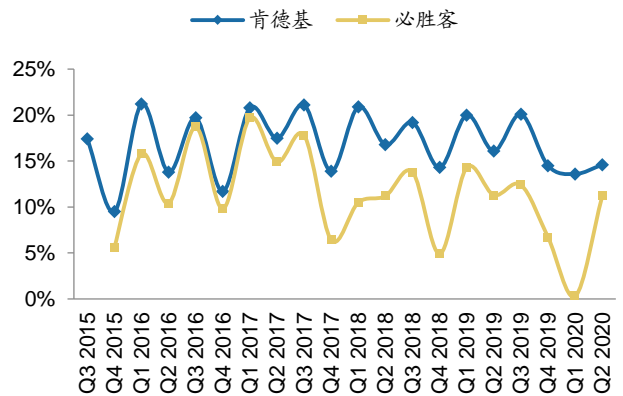
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: 肯德基和必胜客餐厅利润率和整体餐厅利润率



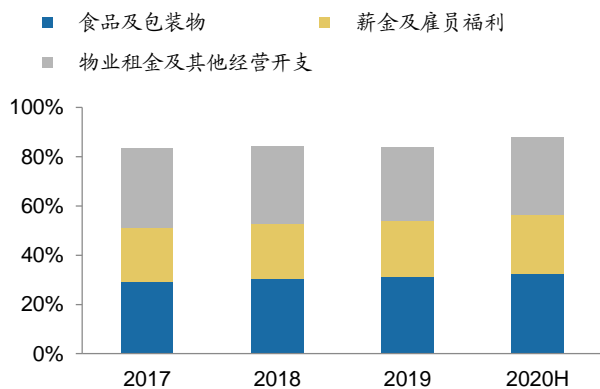
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 肯德基和必胜客单季度餐厅利润率



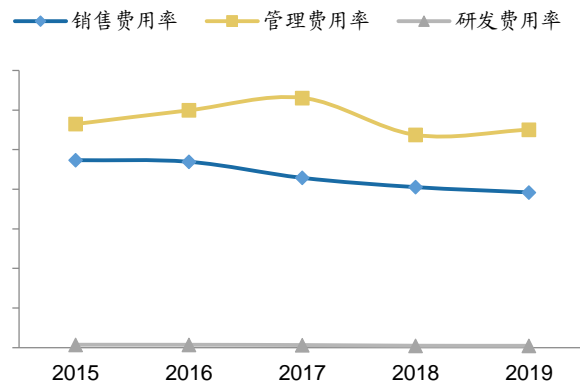
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: 2017-2020H百胜中国餐厅层面成本占收入比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图21: 百胜中国各项费用水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

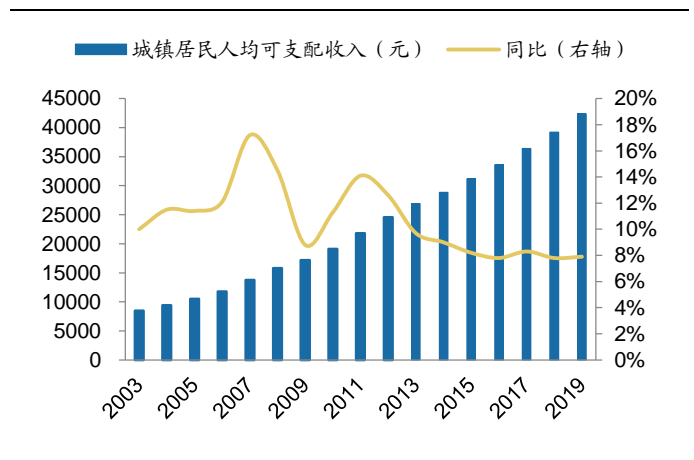
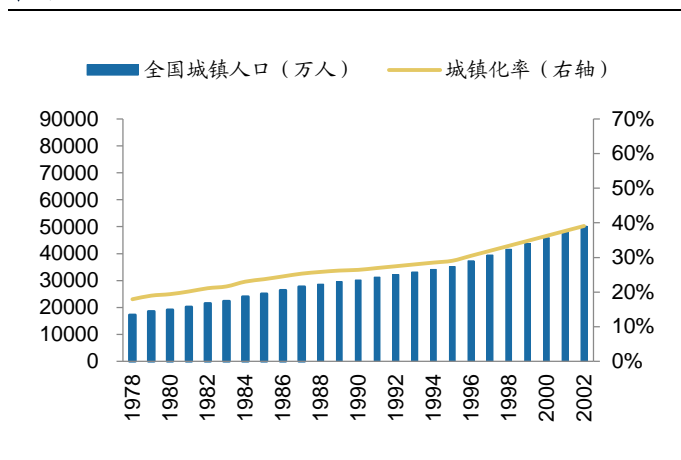
三、餐饮行业：外出就餐消费额持续增长，连锁化率提升空间较大

（一）居民外出用餐支出逐年增长，快餐与休闲餐饮市场占比提升

近年来随着中国城镇化率提升、居民可支配收入水平不断提高，外出用餐的生活方式逐渐流行。根据国家统计局的数据，2019年中国城镇化率达到60%，城镇居民人均可支配收入为42359元，消费力强的中产阶级不断壮大，也会促进中国餐饮业的发展。中国餐饮业的市场规模在过往数年稳定增长，根据国家统计局，2019年全国餐饮行业市场规模达到46721亿元，同比增长9.38%，2014-2019年CARG为10.1%。从餐饮赛道看，根据弗若斯特沙利文，2019年快餐、休闲餐饮和正餐市场规模分别为10692亿元、5309亿元和26882亿元，14-19年复合增速分别为11.4%、11.6%和9.5%，快餐和休闲餐厅增速超过正餐。

图22：截止2019年全国城镇人口达到8.5亿人，城镇化率为61%

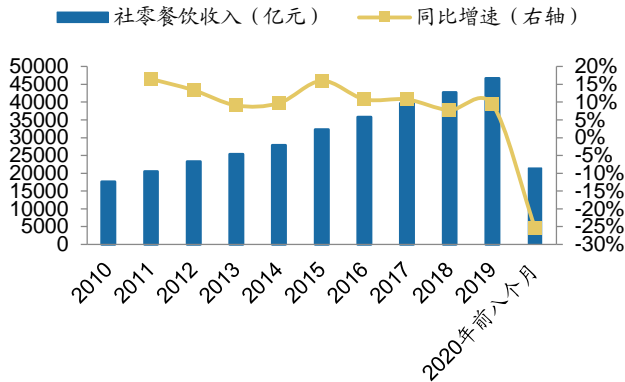
图23：城镇居民人均可支配收入持续增长



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

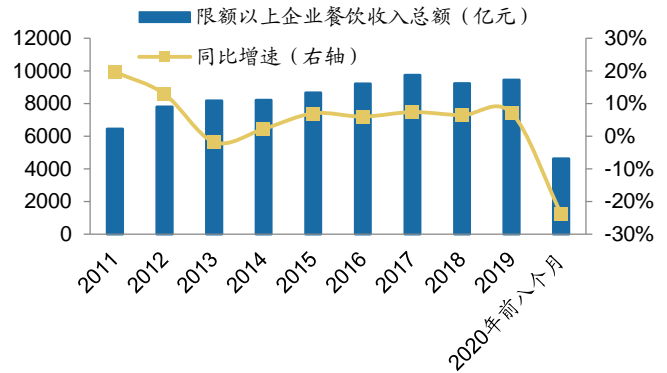
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图24: 2010年以来社零餐饮收入及同比增速



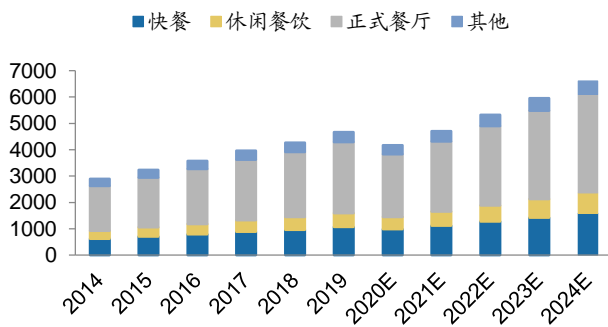
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图25: 国内限额以上餐饮收入规模和同比增速



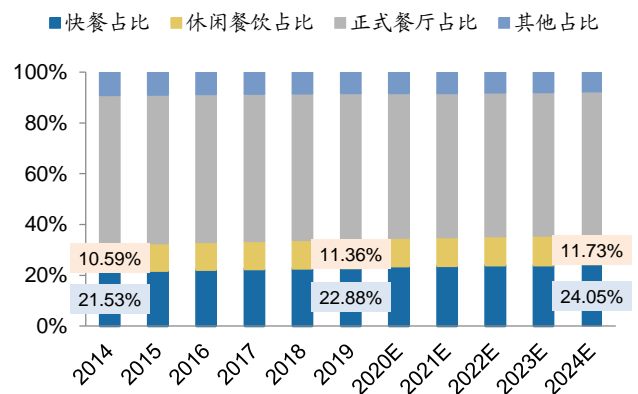
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图26: 2014-24E国内快餐、休闲餐厅和正餐市场规模 (十亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图27: 2014-2024E国内快餐、休闲餐饮占比逐渐提高



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

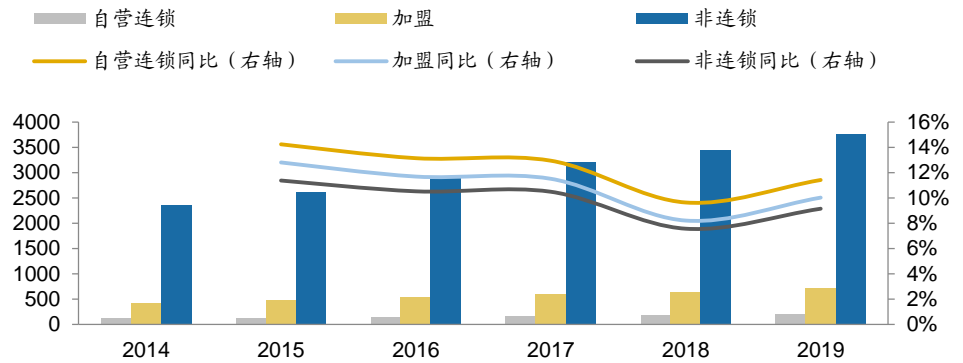
(二) 百胜中国旗下品牌市场份额领先, 有望长期受益于国内餐饮市场连锁化率提升

连锁餐企相对于单体餐企, 供应链更为成熟完善, 规模经济下成本费用控制更为出色, 品牌知名度背书下, 顾客黏度也相对更高。本次疫情期间连锁餐饮企业体现出更强的抗风险能力。目前我国餐饮市场连锁化率低, 故餐饮市场集中度低。根据弗若斯特沙利文, 2019年餐饮市场CR4仅为2.9%。根据美团点评《中国餐饮大数据2020》, 2018年国内连锁餐饮门店同比增长27.4%, 而餐饮连锁化率为5%, 相比美国的30%仍有明显提升空间。

近年来国内连锁餐饮市场规模和市场份额快速增长, 餐饮行业连锁化率提升可期。根据弗若斯特沙利文, 2019年独立运营餐厅、加盟连锁餐厅和自营连锁餐厅市场规模分别为37549亿元、7093亿元和2079亿元, 自营连锁和加盟连锁餐厅市场14-19年复合增速分别为12.3%和10.8%, 高于独立运营餐厅的9.8%。分类别来看, 快餐、休闲餐饮标准化程度高于正餐, 连锁化率较高, 市场集中度在各个餐饮细分赛道中

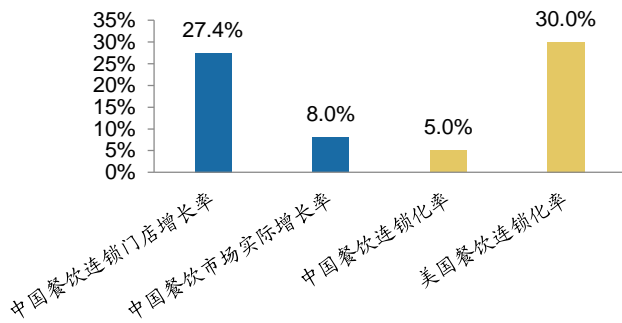
相对较高。根据弗若斯特沙利文，2019年快餐、休闲餐饮CR10分别为11.2%和4.6%，其中肯德基在快餐行业市占率为4.9%，必胜客、黄记煌在休闲餐饮行业市占率分别为2.7%和0.5%，均在细分行业市占率保持领先地位。

图28: 连锁餐厅（直营&加盟）和非连锁餐厅市场规模（十亿元）和同比增速



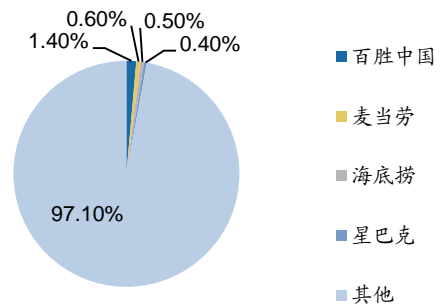
数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

图29: 中国和美国餐饮市场连锁化率对比（2018年）



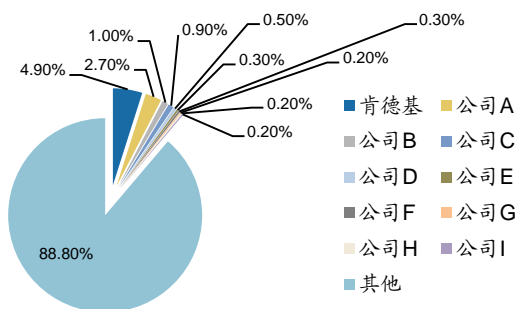
数据来源：《中国餐饮大数据2020》、广发证券发展研究中心

图30: 2019年国内餐饮行业CR4为2.9%



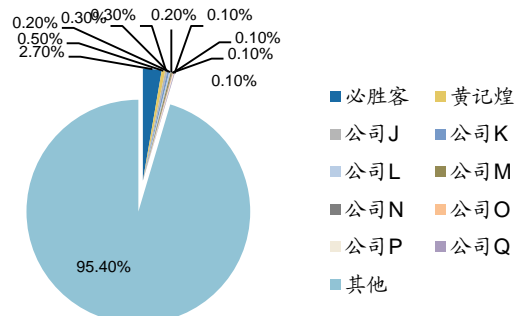
数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

图31: 2019年快餐行业CR10为11.2%



数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

图32: 2019年休闲餐饮行业CR10为4.6%



数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

四、核心优势：运营高度标准化，本土化和创新能力出色

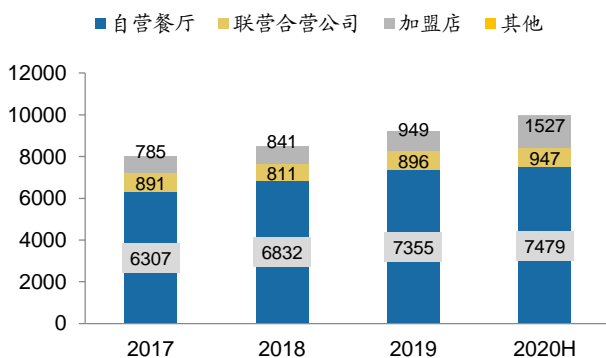
（一）自营模式为主，加盟门槛较高以确保门店运营品质

目前百胜中国旗下分为直营、联营公司和加盟三种模式，截止2020年6月，自营餐厅、联营公司和加盟店分别有7479家、947家和1527家。2019年餐厅收入79.25亿美元，同比增长3.8%；加盟费以及加盟店和联营企业往来交易分别贡献收入1.48亿美元和6.54亿美元，同比分别增长5.0%和8.5%。2020年上半年餐厅收入为32.4亿美元，同比下降19.3%；加盟费以及加盟店和联营企业往来交易收入分别为0.72亿美元和3.18亿美元，同比分别下降4.0%和1.9%。

肯德基从1987年进入中国，截止2020年6月，肯德基拥有5231家自营餐厅、947家联营店、571家加盟店。最初为了快速打开国内市场，肯德基在北京、上海、苏州、无锡、杭州等城市采用联营方式，此后扩张主要以自营模式为主。近年来肯德基开始逐步收回部分联营公司股权。根据聆讯后资料集，公司于2018年Q1收购无锡和周边地区肯德基店铺联营公司额外36%股权，持股增加到83%，无锡肯德基自18年开始并表；2020年8月公司完成收购在苏州及周边地区经营肯德基联营公司额外25%股权，股权增加至72%。此外公司分别持有上海和北京拥有及运营肯德基实体的58%和70%控股权益、杭州拥有及运营肯德基联营公司47%的非控股拥有权。

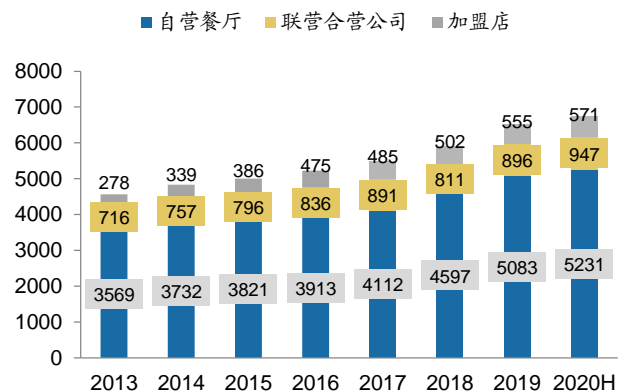
必胜客经营模式为自营和加盟两种，以自营模式为主。截止2020年6月必胜客旗下自营和加盟店分别为2150家和108家。其他品牌截止2020年6月自营和加盟店分别为98家和848家，其中小肥羊和黄记煌均以加盟模式为主，黄记煌加盟店超过600家。

图33：百胜中国按经营模式划分的门店结构



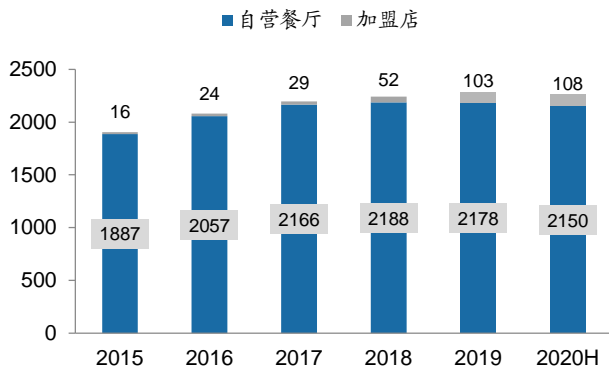
数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图34：肯德基按经营模式划分的门店结构



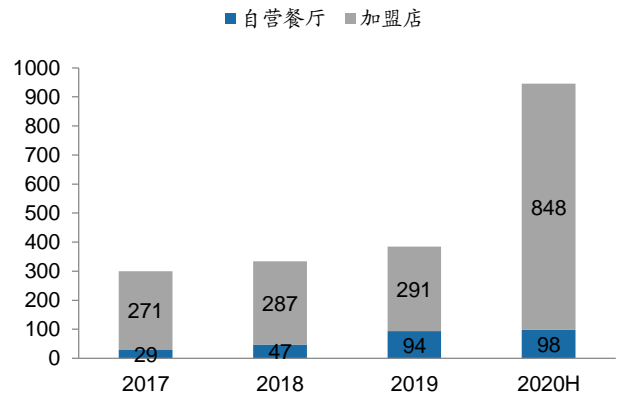
数据来源：公司财报，聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图35: 必胜客按经营模式划分的门店结构



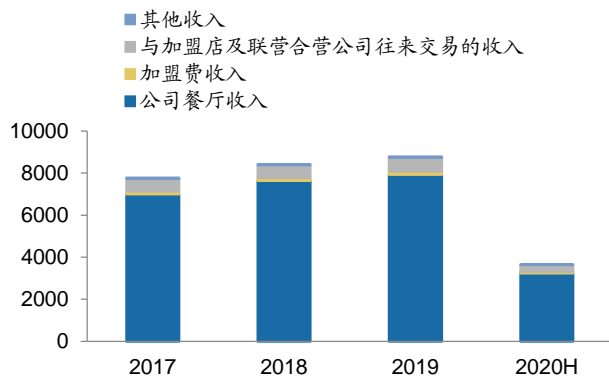
数据来源: 公司财报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图36: 百胜中国其他品牌按经营模式划分的门店结构



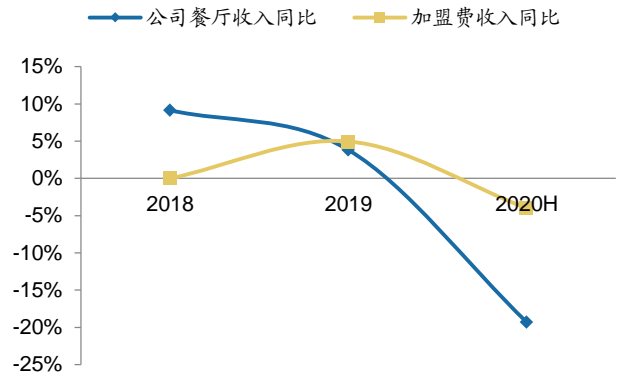
数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图37: 百胜中国按经营模式划分的收入结构(百万美元)



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图38: 百胜中国自营餐厅和加盟费收入同比增速



数据来源: 公司财报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

我们认为在当前国内餐饮发展阶段下, 自营为主的模式能对门店运营管理有更好的把控, 确保食品和就餐环境的高品质和高度标准化。公司对加盟方标准较为严格, 通常与加盟商签订具体的运营标准并与自营餐厅保持一致, 加盟商需要接受内部审查和检阅以确保加盟门店运营标准。根据官网, 肯德基主要开放渠道加盟模式(招募持有连锁性渠道自营的企业和个人成为加盟商)和“不从零开始”的转加盟模式, 仅招募少量具有多店发展实力的加盟商。

表5: 百胜中国旗下品牌加盟模式和加盟要求

	肯德基	必胜客	小肥羊	黄记煌
加盟模式	“不从零开始”多店打包转加盟模式和“渠道加盟”模式，仅招募少量具有多店发展实力的加盟商	“不从零开始”多店打包转加盟模式和“渠道加盟”模式	单店加盟和区域加盟两种模式	
开店前期费用	初始加盟费 53300 美元，新店营建费用，餐厅购入费（转加盟模式）		首期加盟费 15 万/店，保证金 10 万，开店服务费用 30 万/店。	首期品牌加盟费 10 万元，店面经营保证金 10 万元，开业保证金 10 万元
持续加盟费用	特许经营持续费、系统支持服务费、广告基金		营业额的 6%，广告额基金（2020 年期间特惠）：每月收取餐厅营业额 1.2%，上限 2.5 万/店	营业额的 6%
加盟年限	10 年	10 年	5 年或 10 年	3 年或 10 年

数据来源：聆讯后资料集，公司官网，广发证券发展研究中心

（二）运营高度标准化，盈利稳健、门店回收期快

在所有餐饮业态中快餐标准化程度高、坪效高，在餐厅运营和成本费用管控方面更优。百胜中国在国内市场深耕多年，已经形成了从采购、物流、到门店服务的完整标准化流程。上游供应方面，公司与上游家禽供应商建立养殖管理系统，要求供应商按照公司标准检查及登记农场，对养殖技术、兽药使用等方面均作出规范；并与主要供应商签订品质保证协议，确保产品配方、原料规格、包装规格复合国内法律法规和公司技术标准。物流方面，根据聆讯后资料集，截止6月30日公司在国内拥有25个物流中心和6个集散中心，组成国内物流网络。物流中心采用了高标准完整冷链设计，配备品质保证专家，对物流中心审查和配送系统进行严格审查。

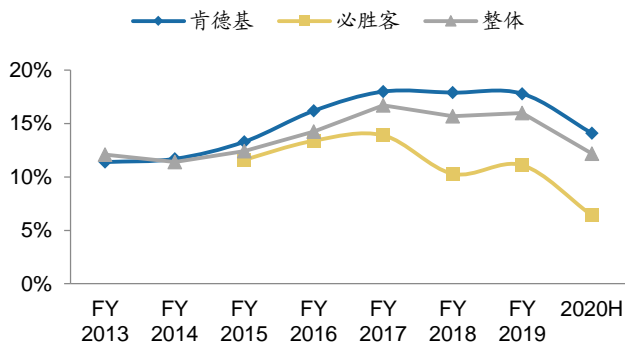
图 39: 百胜中国智慧供应链模块覆盖上游到门店各个环节



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

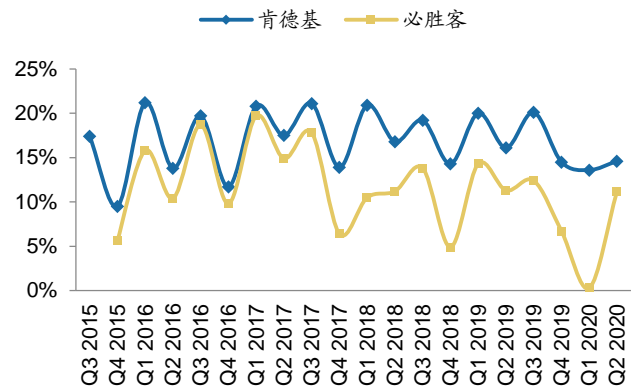
得益于高度标准化的运营体系，17年以来公司旗下餐厅盈利能力保持稳健。2017-19年整体餐厅利润率分别为16.7%、15.7%和16.0%。其中快餐属性的肯德基盈利能力优于休闲餐厅属性的必胜客，此外必胜客近年来处于转型期，促销和菜品迭代升级对盈利能力造成一定影响。17-19年肯德基餐厅利润率分别为18.0%、17.9%、17.8%；必胜客餐厅利润率分别为13.9%、10.3%和11.1%。2020年以来受到疫情影响餐厅盈利能力承压，Q1肯德基和必胜客餐厅利润率分别为13.6%和0.3%。Q2肯德基和必胜客餐厅利润率分别为14.6%和11.2%，必胜客恢复情况较好，利润率已经基本与19年同期持平。

图40: 肯德基和必胜客餐厅利润率



数据来源：公司财报，聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图41: 肯德基和必胜客单季度餐厅利润率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从单店模型来看，肯德基和必胜客单店资本支出均在200-300万之间，品牌、供应链、数字化体系等多重优势下单店盈利能力和投资回收期明显好于行业平均水平。根据我们测算，以19年为例，肯德基和必胜客单店年平均应收分别为844.5万元和655.8万元，扣除成本和所得税支出后单店净利润分别为113.0万元/年和54.6万元/年左右。根据聆讯后资料集，公司大部分自营门店1-3个月可以实现月度盈亏平衡，肯德基和必胜客平均现金回收期分别约为2年和3-4年，好于行业平均的3-5年。

表6: 肯德基和必胜客单店模型拆分 (采用2019年财务数据)

单店模型 (万元人民币)	肯德基		必胜客	
平均资本支出	200-300		200-300	
单店年平均营收	844.48	100%	655.75	100%
食品和包装物	265.39	31%	202.98	31%
薪金及雇员福利	180.06	21%	176.04	27%
物业租金和其他经营开支	248.33	29%	203.94	31%
单店利润	150.70	18%	72.79	11%
所得税	37.68	4%	18.20	3%
净利润	113.03	13%	54.59	8%
投资回收期	2年		3-4年	

数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

注: 汇率采用 1 美元=7 元人民币

(三) 西式快餐本土化先驱, 创新能力出色

公司始终坚持本土化思路, 在菜品、营销和餐厅运营模式方面持续创新。菜品方面, 肯德基进入中国市场后并未完全照搬成熟市场菜品, 而是大力推动本土化创新, 许多菜品为季节性、地区性或限量供应。肯德基率先推出符合中国消费者饮食习惯的粥和油条。后续推出的老北京鸡肉卷、各类茶饮、豆花等都将快餐特色和中式口味相结合。近年来肯德基针对中国传统节日开发了鲜肉酥饼、云南玫瑰酥饼、咸蛋黄肉松青团等产品。必胜客近年来也加大菜品迭代力度以推动品牌转型, 2020年6月必胜客推出全新铂金菜单, 菜品较2017年变动70%。近年来推出猫山王榴莲披萨、红心火龙果特饮、双层薄脆披萨等新品。并通过推出一人食、自助餐、下午茶等拓展消费场景、品类和消费时段。公司菜品创新主要为自上而下推动, 在上海设有创新中心负责产品研发, 食品创新团队约40人, 负责新食谱开发和现有产品改进。2019年公司开发了超过1900道新菜品原型, 推出约400款新产品和升级产品。

餐厅模式方面, 公司持续进行餐厅的升级改造以加快餐厅数字化和智能化进程。根据聆讯后资料集, 超过80%的肯德基餐厅在过去5年内进行了改造或建设, 2019年超过20%的必胜客门店进行了改造。公司未来计划开设更多小型餐厅便于更灵活的渗透市场, 同时通过减少座位数、着重外卖订单的方式提升门店运营效率。

营销方面, 根据聆讯后资料集, 2019年与创新有关的影响开支占营销开支总额的40%, 包括APP营销活动、顾客关系管理以及数字媒体广告等。公司采用全渠道营销策略, 包括线上广告、社交媒体活动和线下活动。持续通过跨界联名、明星代言、线上线下一联动促销、推出节日限定单品等方式进行品牌和单品推广, 保持自身年轻、富有活力、“好吃好玩”的品牌调性, 延续对年轻客群吸引力。

图 42: 肯德基针对国内消费者进行不断的新品研发和本土化创新



数据来源: 肯德基微信公众号, 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

图 43: 必胜客 2020 年推出全新菜单, 并不断拓展消费场景、品类和消费时段



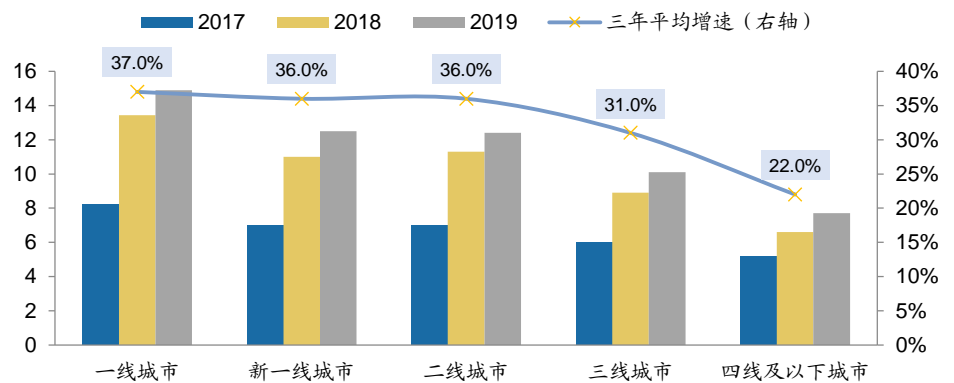
数据来源: 肯德基微信公众号, 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

五、未来看点：全国持续拓店，新品类和数字化能力激发增长潜力

（一）加快低线城市拓店，对标境外渗透率仍有较大提升空间

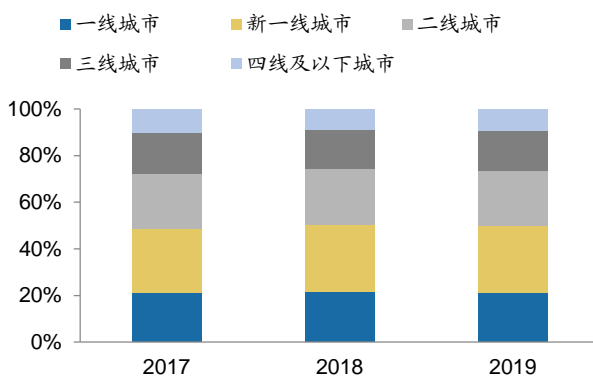
我们认为随着低线城市消费力崛起，低线城市消费者消费升级趋势明显、对餐饮品质要求逐步向一二线城市看齐，低线城市餐饮发展扩容潜力巨大。美团点评《中国餐饮大数据2020》，2017-19年二线城市、三线城市和四线及以下城市人均线上订单量平均增速分别达到36%、31%和22%，2019年三线城市和四线及以下城市线上订单分别占17.2%和9.3%。低线城市扩店空间较大。已经在一二线城市建立起较好的品牌认知度和食品安全、品质更有保障的连锁企业有望凭借较强的品牌势能确立在低线城市的扩张优势。

图 44：美团平台各层级城市 2017-2019 年人均线上餐饮订单量



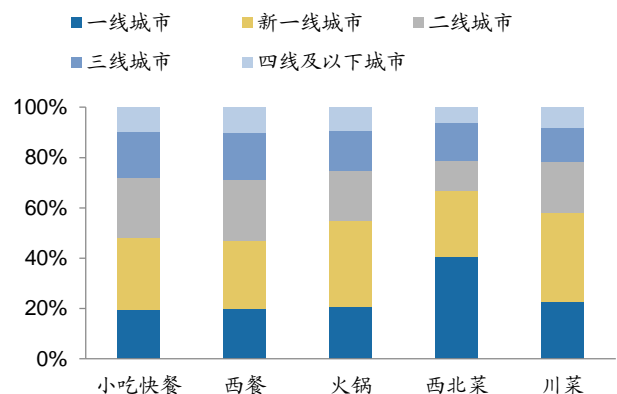
数据来源：美团点评，广发证券发展研究中心

图 45：2017-2019 年美团平台各层级城市餐饮订单分布



数据来源：美团点评，广发证券发展研究中心

图 46：2017-2019 年美团平台不同品类餐饮订单在各层级城市分布



数据来源：美团点评，广发证券发展研究中心

百胜中国旗下品牌肯德基、必胜客自进入国内后一直保持较为积极的扩张策略，近年来百胜中国也加快在现有城市门店加密和新城市扩张，餐厅数量从2014年的6715家增加至2020年6月的9954家，肯德基和必胜客分别覆盖1400多个城市和500多个城市。根据弗若斯特沙利文，2019年中国大陆每百万人口对应连锁餐厅约332家，美国约为891家。2019年美国、日本、中国香港和中国台湾每百万人对应麦当劳餐厅数分别为41.7家、33.1家、22.9家和23.8家；对应肯德基餐厅数量分别为12.2家、10.1家、8.9家和6.4家；对应必胜客餐厅数量分别为22.4家、14.7家、3.3家和9.8家。而中国大陆截止19年每百万人口对应肯德基、必胜客、麦当劳餐厅数量分别为1.6家、4.6家和2.4家。若对标目前麦当劳在中国台湾和日本的渗透率，以2019年中国大陆8.48亿城镇人口计算，肯德基长期门店空间约处于14000家-20000家左右，肯德基、必胜客在国内渗透率仍有明显提升空间。

公司近年来加快在低线城市开店步伐。低线城市消费升级潜力巨大，开店空间大，同时考虑到低线城市人工、租金成本较低，肯德基在3-6线城市新店现金回收期比一二线城市更快。根据公司电话会议，肯德基在3-6线城市平均现金回收期为2年，必胜客为3-4年；而肯德基和必胜客在1-2线城市平均现金回收期分别为2-3年和4-5年。根据百胜中国电话会，截止2020年6月肯德基在低线城市门店占比为56%，上半年新开门店中低线城市门店占61%；必胜客在低线城市门店占比为41%，上半年新开门店中低线城市门店占53%。公司预计2020年全年开设800-850家餐厅（除黄记煌外），长期开店计划在20000家以上，特别是在800多个尚无肯德基和必胜客覆盖的城市。

同时公司也积极尝试引入实力雄厚的合作伙伴采取加盟方式拓店。2019年公司和中石化、中石油签订战略合作协议，计划在中石化和中石油运营的加油站内合作开设肯德基加盟店。根据公司聆讯后资料集，截止2020年6月公司已经和中石油、中石化合作开设7家加盟店。

图47: 肯德基和必胜客在低线城市门店及上半年新开门店占比

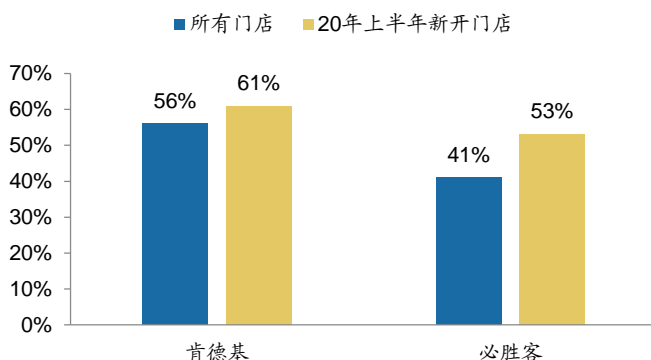
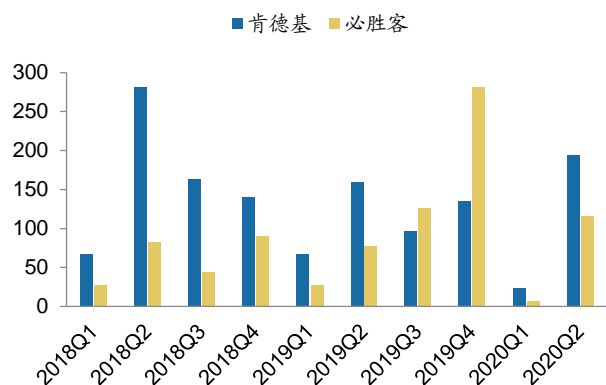


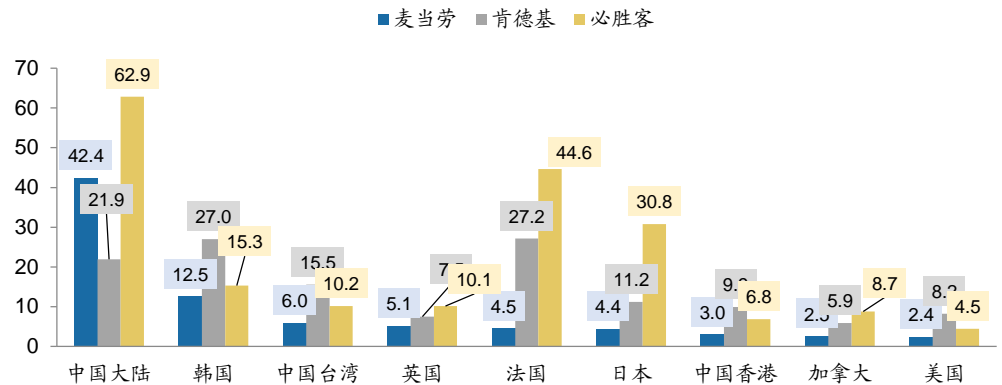
图48: 肯德基和必胜客单季度翻新门店数量 (家)



数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

图 49: 麦当劳、肯德基和必胜客在全球每百万人口对应餐厅数



数据来源: 百胜集团官网, 麦当劳投资者关系网站, 广发证券发展研究中心

表7: 肯德基和必胜客在低线城市新店回收期更快

	一二线城市	三到六线城市
肯德基	约 2-3 年	约 2 年
必胜客	约 4-5 年	约 3-4 年

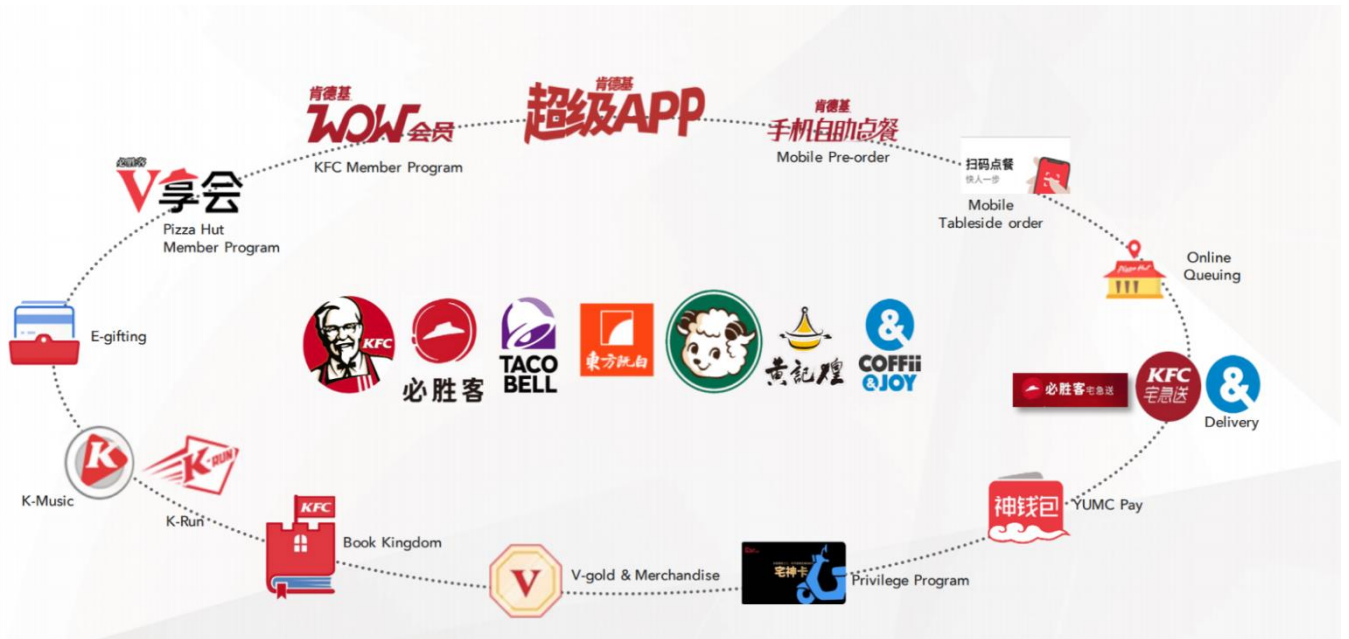
数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

注: 采用 2018 年 4 月-2019 年 3 月税前平均现金回收期, 扣除 3% 品牌使用费

(二) 会员粘性强, 数字化和配送服务能力持续提升

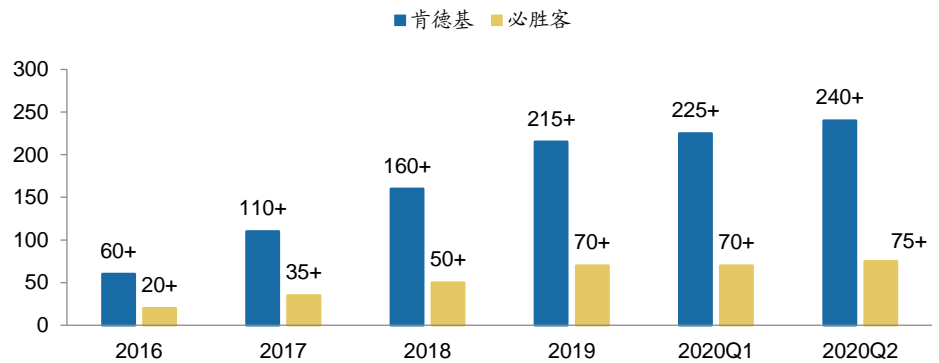
百胜中国拥有包括自有APP、数字化、移动及人工智能菜单、人脸支付在内的完整的数字化服务体系, 并持续加强O2O。截止2020年6月, 肯德基和必胜客分别有超过2.4亿会员和超过7500万会员。根据聆讯后资料集, 2020年6月肯德基和必胜客会员超级APP平均月活分别达到8900万人和1300万人。近年来肯德基和必胜客会员销售占比持续提升, 2020年上半年肯德基、必胜客会员销售额占比分别达到63%和49%。其中Q2会员销售同比录得双位数增长, 肯德基、必胜客会员销售额占比分别达到65%和53%。根据聆讯后资料集, 2019年每个肯德基和必胜客活跃会员平均收入较2016年几乎增加1倍。2019年数字点单占比达到肯德基和必胜客收入的55%, 根据公司电话会, 2020Q2肯德基和必胜客在线点单分别占到了86%和61%。

图 50: 百胜中国持续推动数字化服务



数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

图 51: 肯德基和必胜客会员数量 (百万人)



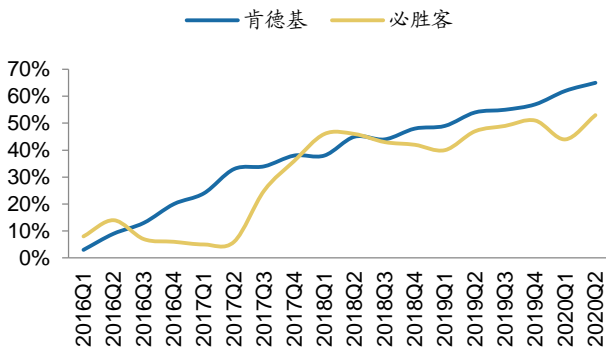
数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

表8: 肯德基和必胜客超级APP月活用户和下载量

	2020H 月活跃用户 (百万人)	2020H 从 iOS 系统下 载的次数 (百万次)	2020H 从安卓系统下载 及升级的次数 (百万次)
肯德基超级 APP	89	51	527
必胜客超级 APP	13	14	111
总计	102	65	638

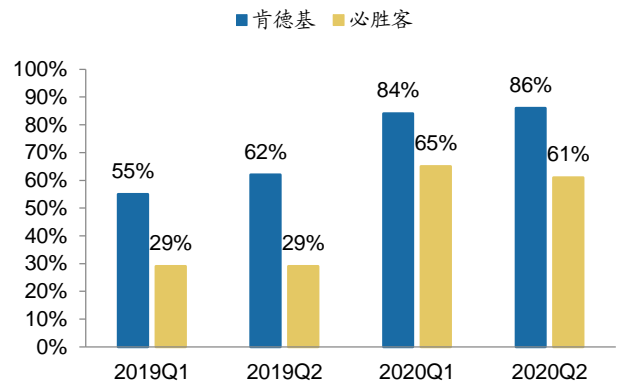
数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图52: 肯德基和必胜客会员销售占比持续提升



数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心





图53: 肯德基和必胜客在线点单数量占比



数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

- (1) **超级APP和微信小程序为会员主要入口, 针对会员推出丰富权益和玩法, 提升会员粘性。**公司通过超级APP和微信小程序加强会员参与度, 肯德基针对会员推出“周二会员日”、必胜客针对会员推出“尖叫星期三”, 以优惠价格提供核心产品以及特别菜品。此外, 公司通过丰富多样的玩法加强会员互动, 提升顾客体验。18年12月肯德基超级APP推出肯德基口袋炸鸡店, K Music计划让顾客可以通过超级APP选择商店背景音乐并从2017年2月起开始在门店增加移动点唱机。
- (2) **引入付费专享会员计划将会员基础变现, 有望提升旗下品牌消费频率。**肯德基从2018年7月推出付费专享会员计划, 付费会员拥有宅急送、早餐及咖啡特权以及兼有三种权益的超级权益。付费会员可以选择月卡、季卡、年卡。付费会员在付费期间购买频率和整体消费增加一倍以上。根据公司聆讯后资料集, 自推出付费专享会员计划以来至2020年6月, 已累计售出约2600万份权益会员卡。

图 54: 肯德基付费会员种类及会员权益

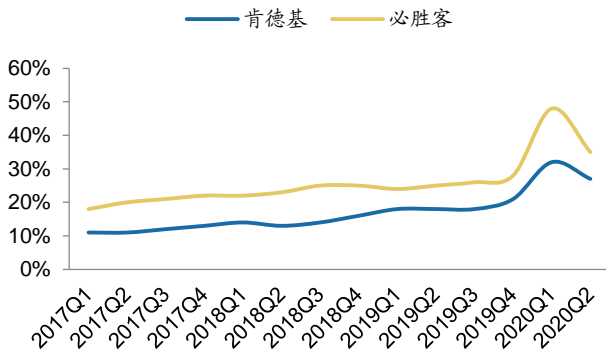
	价格	会员权益
	30个工作日16元	每天2次，任意指定四件组合6折
	90天38元，连续包季30元。 与爱奇艺、喜马拉雅、芒果TV、快看漫画等推出会员共享合作。	(1) 每天1次早餐2件套6折; (2) 每天2次外送咖啡满19元免配送费; (3) 每天1杯，大杯现磨咖啡10元。
	双周卡9.9元，连续包月16元，每月18元。	每天2次外卖免配送费，专享半价桶优惠券
	年卡78元（含喜马拉雅季卡）	半价桶、亲子桶、周周享（兑换冰淇淋或葡式蛋挞）、生日会权益

数据来源：肯德基超级 APP，广发证券发展研究中心

- (3) **推出跨品牌会员积分兑换，有助于增加交叉销售。**2018年5月起，公司将肯德基和必胜客K金计划合并为“V金计划”，后续公司计划将塔可贝尔纳入该计划。会员在肯德基、必胜客餐厅购买产品可以获得积分，兑换其他品牌的优惠券或代金券。2020年上半年约15%的会员积分为跨品牌兑换，10%的肯德基积分用于必胜客产品、50%的必胜客积分用于肯德基产品。截止2020年6月，肯德基和必胜客会员中包括5000万非重复会员，跨品牌会员积分有助于增加单品牌的注册会员数量以及刺激交叉销售。

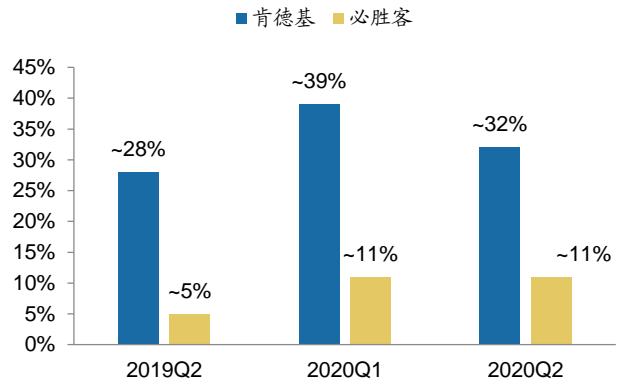
外卖方面：近年来外卖占比持续提升，宅急送基本覆盖所有所在城市。近年来国内外卖市场快速增长。公司从2010年起开始提供外卖服务并建设自有外卖平台和配送团队，2015年起开始接入第三方平台，根据聆讯后资料集，2019年-2020年上半年肯德基和必胜客第三方平台外卖订单分别约占60%和80%。自有平台和第三方平台外卖订单均由专属宅急送骑手完成配送以保证配送质量和高峰时段配送能力。根据公司电话会，截止2020年6月肯德基和必胜客宅急送服务分别覆盖97%和99%的所在城市，分别覆盖83%和94%的旗下门店。近年来外卖销售占比持续提升，2019年全年外卖占比为21%。2020年以来在疫情影响下外卖订单占比进一步提升，Q1肯德基和必胜客外卖占比分别为32%和48%，上半年公司整体外卖占比为32%。

图55: 17年以来肯德基和必胜客外卖占销售比重



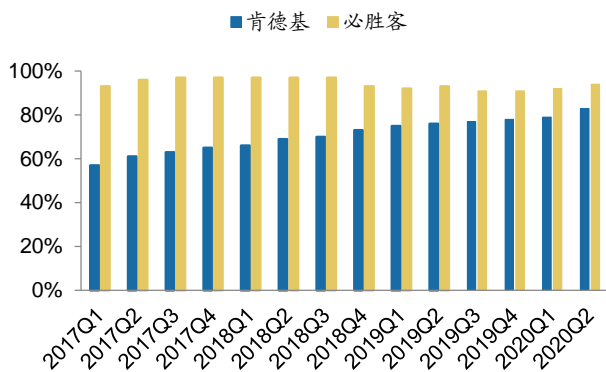
数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

图56: 肯德基和必胜客外带占销售比重



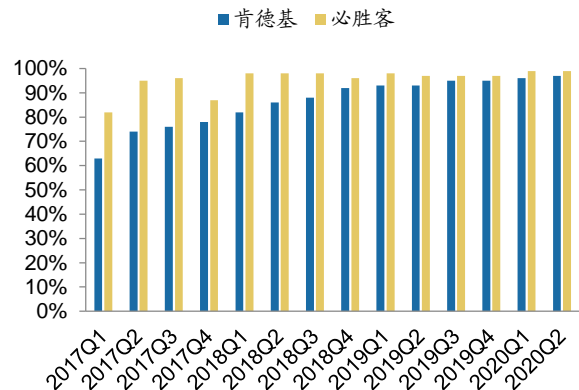
数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

图57: 肯德基和必胜客外送服务门店覆盖比例



数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

图58: 肯德基和必胜客外送服务城市覆盖比例



数据来源: 百胜中国 Earnings Conference Call, 广发证券发展研究中心

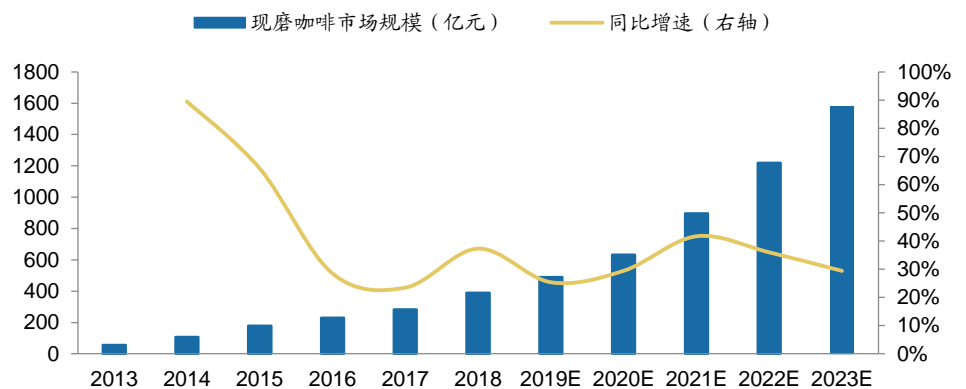
(三) 多品牌布局有望带来协同效应, 有望覆盖更多品类和用餐时段

目前百胜中国形成了以肯德基和必胜客两个核心品牌为中心, 涵盖西式快餐、休闲餐厅、中式快餐、火锅、焖锅、咖啡多种餐饮业态的品牌矩阵。2020年4月公司完成对黄记煌控股权的收购, 并成立了中餐事业部, 包括小肥羊、黄记煌和东方既白。小肥羊、黄记煌均以加盟店为主。截止2020年6月小肥羊在国内及国际市场拥有260多家餐厅, 其中240家为加盟店。黄记煌三汁焖锅从2004年开始推向市场, 截止2020年6月拥有600多家门店, 覆盖国内200多个城市以及超过13个海外市场。我们认为小肥羊和黄记煌多年以来积累了较强的品牌认知度, 但近年来面临一定的发展瓶颈, 从门店运营角度有一定的优化提效空间。黄记煌北京生产总部负责生产加工黄记煌专用调味品, 是集热制、灌装和包装为一体的大型现代化生产中心, 具备供应全部店面所需黄记煌专用调味品的生产能力, 后续两大中餐品牌后续有望在产品研发、采购、调味品供应链层面实现一定协同。同时公司现有优势品牌管理运营

经验以及数字化、研发能力也有助于新品牌中长期发展。

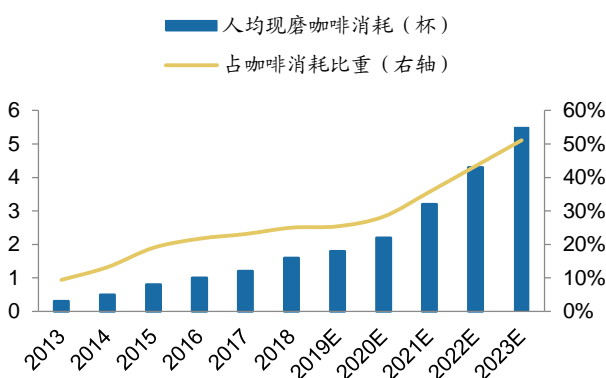
公司近年来加强在现磨咖啡市场布局，咖啡有望成为公司未来在国内市场增长的重要驱动。近年来我国现磨咖啡市场快速增长，根据弗若斯特沙利文，2019年现磨咖啡市场规模达到489亿元，13年-19年复合增速为43.1%。2019年我国平均每人每年消耗咖啡量为7.1杯，而美国、韩国分别为391杯和353杯。现磨咖啡市场仍有较大增长空间。根据美团点评的数据，目前国内现磨咖啡消费主流价格带集中在16-30元和31-45元（2019年订单占比分别为33.4%和36.2%），2019年一二线城市人均消费在37-43元，三四五线城市人均消费在32-34元左右。

图 59：国内现磨咖啡市场规模快速增长



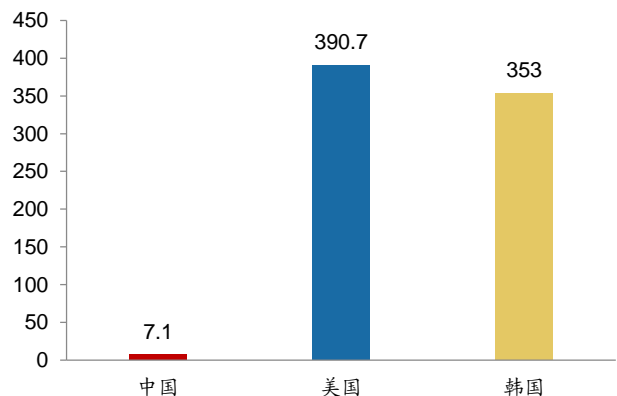
数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

图60：国内每人每年平均现磨咖啡消耗及占比



数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

图61：中国、美国、韩国2019年每人每年消耗咖啡量（杯）



数据来源：百胜中国 Earnings Conference Call，广发证券发展研究中心

图62: 2019年全国现磨咖啡门店人均消费分布

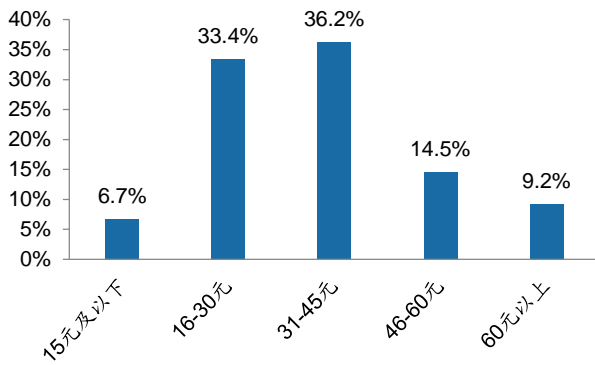
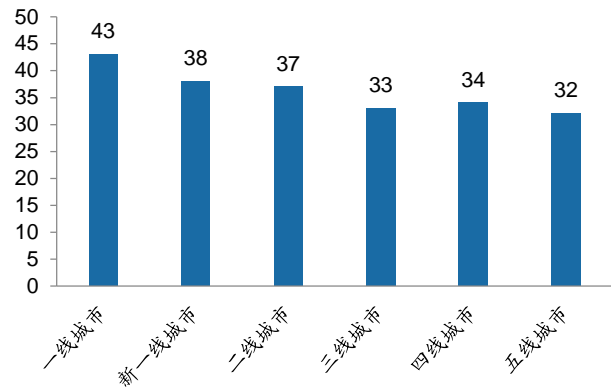


图63: 2019年各层级城市现磨咖啡人均消费水平(元)



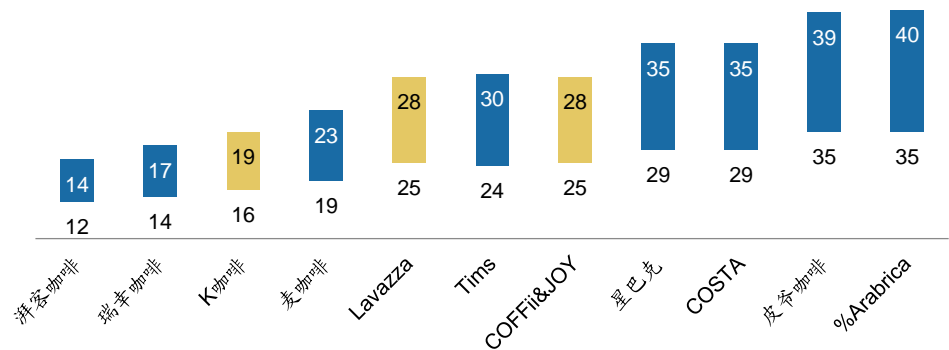
数据来源: 美团点评, 广发证券发展研究中心

数据来源: 美团点评, 广发证券发展研究中心

从品牌定位来看, 肯德基K咖啡主打20元以下价格带, 突出高性价比。K咖啡推出咖啡包月卡(38元30天每天1杯1元)、提神卡(18元30天, 每天1杯10元咖啡)等优惠, 增加消费频次。有利于其他品类的交叉销售, 帮助肯德基覆盖更多用餐时间和场景。同时得益于肯德基在下沉市场门店更多、价格在低线城市更有优势, K咖啡有望在低线城市加快渗透。根据Trustdata, 目前肯德基K咖啡在前十大城市门店集中度为34%, 低于星巴克、麦当劳和瑞幸咖啡。2019年肯德基售出1.37亿杯咖啡, 同比增长48%。

2018年公司创立COFFii&JOY作为独立精品咖啡品牌, 提供手冲咖啡体验。截止2020年6月在全国拥有55家门店。2020年上半年公司与意大利咖啡品牌Lavazza合作成立合资公司。大众点评显示截止2020年9月已经在上海开设三家门店。COFFii&JOY和Lavazza都处于25-30元左右价格带, 与Tims定位接近, 价格低于星巴克和COSTA。有望和K记咖啡在品牌定位上形成互补, 覆盖不同客群。

图64: 国内主要咖啡品牌咖啡拿铁价格带



数据来源: 各公司APP, 广发证券发展研究中心

图65: 主要咖啡品牌在前十大城市门店集中度 (截止2020年1月)

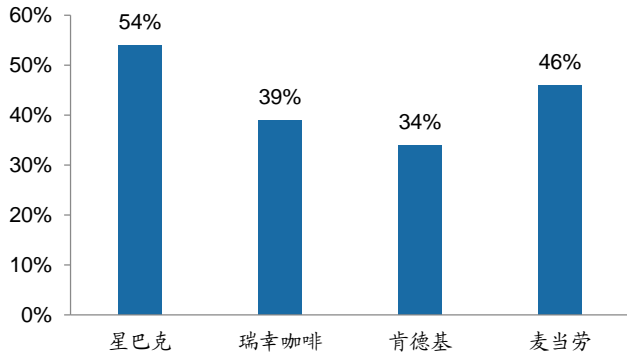
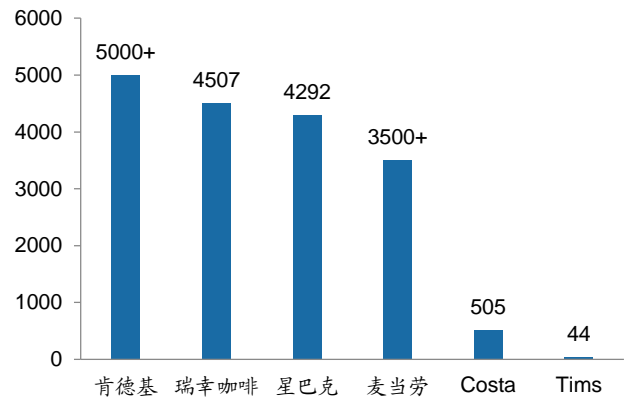


图66: 主要咖啡品牌门店数量 (截止2020年1月)



数据来源: TalkingData, 广发证券发展研究中心

数据来源: TalkingData, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资建议

百胜中国是目前国内规模领先的餐饮龙头。自80年代进入中国后持续深耕国内市场,目前形成了以肯德基、必胜客为核心品牌,涵盖西式/中式快餐、火锅、焖锅、咖啡、休闲餐厅的品牌矩阵。门店覆盖范围广,供应链覆盖上游各个环节、运营标准化程度高,盈利能力稳健。近年来会员销售持续增长,外卖、外带订单占比持续提升。我们认为肯德基本土化创新能力出色,在国内消费者中粘性较强,对标发达市场,目前肯德基在国内特别是下沉市场仍有较大开店空间;必胜客2019年开始推动复兴计划,从近几个季度来看初见成效。未来有望凭借持续升级的数字化能力和品牌忠诚度进一步提升购买频次、促进品牌间交叉购买;同时有望凭借咖啡、中餐等多品类布局覆盖更多用餐时段和用餐场景,带来新的增长潜力。

预计公司2020-22年新开门店分别为850家、850家和800家;同店收入2020年受疫情影响有所下降,2021年有望迎来反弹。预计2020-22年公司营收分别为80.77亿美元、97.61亿美元和105.21亿美元。预计2021年、2022年食品和包装成本、雇员和薪金成本占收入比重与2018年、2019年基本持平;物业租金及其他经营开支占收入比重延续17-19年逐年下降的趋势。公司控费能力优秀,预计2021/2022年管理费用率略有下降,2020-2022年加盟开支占加盟费比重与19年基本持平。2021/2022年经营利润率维持稳步提升的态势。预计2020-22年归母净利润分别为4.53亿美元、7.98亿美元和8.82亿美元, EPS分别为1.10美元/股、1.85美元/股和2.07美元/股。我们选取美股和港股上市的餐饮龙头公司作为可比公司,可比公司2021年平均P/E估值为33X,给予合理估值为33X,对应21年美股市场合理价值为61.1美元/股;采用港币/美元汇率7.75港元=1美元,对应2021年合理价值为473.3港元/股。首次覆盖,给予公司在美股市场和港股市场均为“买入”评级。

表9: 百胜中国收入成本拆分

单位: 百万美元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
门店数 (家)	7983	8484	9200	10372	10973	11568
新开店	691	819	1006	850	850	800
关店	-270	-318	-290	-285	-249	-205
其他	—	—	—	607	—	—
分品牌门店数 (家)						
肯德基	5488	5910	6534	7074	7574	8054
必胜客	2195	2240	2281	2286	2322	2372
其他	300	334	385	1012	1077	1142
同店	4%	1%	3%	-9%	12%	3%
肯德基	5%	2%	4%	-8%	12%	3%
必胜客	1%	-5%	1%	-14%	13%	2%
营业收入	7769	8415	8776	8077	9761	10521
餐厅收入	6993	7633	7925	7157	8608	9268
肯德基	4864	5495	5839	5413	6588	7175
必胜客	2090	2106	2045	1704	1963	2015
其他	39	32	41	40	57	78
加盟费收入	141	141	148	159	201	219
其他收入	635	641	703	761	953	1033
食品及包装物	2034	2326	2479	2323	2699	2902
占收入比重	29.1%	30.5%	31.3%	32.5%	31.4%	31.3%
薪金和雇员福利	1543	1714	1807	1688	1943	2085
占收入比重	22.1%	22.5%	22.8%	23.6%	22.6%	22.5%
物业租金及其他经营开支	2245	2394	2373	2219	2540	2740
占收入比重	32.1%	31.4%	29.9%	31.0%	29.5%	29.6%
餐厅利润	1171	1199	1266	928	1427	1542
餐厅利润率	16.7%	15.7%	16.0%	13.0%	16.6%	16.6%
管理费用	495	456	487	474	528	543
管理费用率	6.4%	5.4%	5.5%	5.9%	5.4%	5.2%
加盟开支	71	71	71	72	96	105
加盟开支/加盟收入	50.4%	50.4%	48.0%	45.0%	48.0%	47.8%
往来交易的开支	592	595	645	694	871	950
占相关收入比重	93.2%	92.8%	91.7%	91.2%	91.4%	91.9%
经营利润	778	941	901	576	1070	1181
经营利润率	10.0%	10.2%	10.4%	7.1%	11.0%	11.2%
归母净利润	398	708	713	453	798	882
归母净利率	5.1%	8.4%	8.1%	5.6%	8.2%	8.4%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表10: 百胜中国可比公司估值 (截止2020/10/20)

名称	代码	市值	2020 EV/EBITDA	2021 EV/EBITDA	2020 P/E	2021 P/E
星巴克	SBUX.O	1038.42 亿美元	20.03	17.37	32.90	27.23
百胜全球餐饮	YUM.N	299.86 亿美元	21.82	18.37	30.31	24.68
麦当劳	MCD.N	1708.76 亿美元	23.36	18.41	38.40	27.51
温迪快餐	WEN.O	55.31 亿美元	19.29	17.77	43.92	34.49
Restaurant Brands	QSR.N	274.60 亿美元	21.03	17.37	27.22	20.93
九毛九	09922.HK	263.94 亿港元	82.37	25.77	420.53	51.05
海底捞	06862.HK	2891.15 亿港元	64.02	27.00	216.15	56.51
呷哺呷哺	00520.HK	114.86 亿港元	12.10	6.96	263.92	20.39

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

七、风险提示

- (1) 开店速度不及预期, 公司在开店选址方面和竞争对手及其他零售商竞争, 国内物业市场竞争激烈, 面临未能以合理商业条款获得理想的餐厅位置风险;
- (2) 公司餐厅业务使用大量家禽、猪牛肉、海鲜、蔬菜、面粉、油等, 原材料因总供需的任何波动或其他外部环境发生价格波动导致成本上升风险; 公司大部分餐厅为租赁物业运营, 若租金上涨会导致成本上升风险; 餐厅门店层面运营重服务导向, 餐饮行业竞争激烈, 若现有员工流失、骑手出现短缺可能会导致人力成本增加;
- (3) 新冠疫情或类似不利的公共卫生事件对餐厅运营、食品安全和餐饮堂食需求造成影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万美元						单位: 百万美元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1952	2259	4733	5249	5712	经营活动现金流	1333	1185	1051	1438	1470
现金及现金等价物	1266	1046	3437	3774	4084	净利润	736	743	472	833	920
短期投资	122	611	720	800	900	折旧摊销	445	428	430	459	492
应收账款净额	80	88	94	119	130	营运资金变动	196	82	140	137	49
存货净额	307	380	356	412	442	其它	-44	-68	9	9	9
待摊费用及其他流动	177	134	125	145	156	投资活动现金流	-552	-910	-690	-593	-625
非流动资产	2658	4691	4834	4879	4908	资本支出	-470	-435	-522	-516	-528
固定资产净额	1615	1594	1696	1762	1807	短期投资变动净额	76	-490	-109	-80	-100
商誉	266	254	304	292	280	其他	-158	15	-59	3	3
无形资产净值	116	94	85	76	67	筹资活动现金流	-518	-480	2031	-508	-535
于联合营公司的投	81	89	89	89	89	现金股息	-161	-181	-50	-202	-228
其他资产	491	580	580	580	580	回购普通股股份	-307	-265	-72	-300	-300
递延所得税	89	95	95	95	95	其他	-50	-34	2153	-7	-7
经营租赁使用权资产	0	1985	1985	1985	1990	现金净增加额	207	-211	2391	336	310
资产总计	4610	6950	9566	10129	10621	期初现金余额	1059	1266	1046	3437	3774
流动负债	1253	1736	1850	2087	2189	期末现金余额	1266	1046	3437	3774	4084
应付账款及其他流动	1199	1691	1805	2042	2144						
应付所得税	54	45	45	45	45						
流动负债总额	1253	1736	1850	2087	2189						
长期融资租赁负债	25	26	26	26	26						
其他负债	355	210	203	197	190						
租赁负债	0	1803	1803	1803	1803						
总负债	1633	3775	3882	4113	4208						
可赎回非控股权益	1	0	0	0	0						
所有者权益	2873	3077	5567	5864	6223						
非控股权益	103	98	117	152	190						
负债和股东权益	4610	6950	9566	10129	10621						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	8.3%	4.3%	-8.0%	20.8%	7.8%
营业利润增长	21.0%	-4.3%	-36.1%	85.9%	10.4%
归母净利润增长	77.9%	0.7%	-36.5%	76.3%	10.5%
获利能力					
毛利率	22.7%	23.3%	22.7%	23.3%	22.0%
经营利润率	11.2%	10.3%	7.1%	11.0%	11.2%
餐厅利润率	15.7%	16.0%	13.0%	16.6%	16.6%
归母净利率	8.4%	8.1%	5.6%	8.2%	8.4%
ROE	24.6%	23.2%	8.1%	13.6%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	35.4%	54.3%	40.6%	40.6%	39.6%
流动比率	1.56	1.30	2.56	2.51	2.61
速动比率	1.31	1.08	2.37	2.32	2.41
营运能力					
总资产周转率	1.89	1.52	0.98	0.99	1.01
应收账款周转率	94.8	94.3	78.4	80.5	74.2
存货周转率	21.3	19.4	16.9	18.7	18.1
每股指标 (美元)					
每股收益	1.79	1.84	1.10	1.85	2.07
每股经营现金流	3.37	3.05	2.54	3.33	3.45
每股净资产	7.27	7.93	13.47	13.60	14.62
估值比率					
P/E	29.6	28.8	48.4	28.6	25.6
P/B	7.29	6.68	3.93	3.90	3.63
EV/EBITDA	17.0	16.5	21.9	14.4	13.2

利润表					
单位: 百万美元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8415	8776	8077	9761	10521
公司餐厅收入	7633	7925	7157	8608	9268
加盟费收入	141	148	159	201	219
往来交易收入	603	654	761	953	1033
其他收入	38	49	0	0	0
食品及包装物	2326	2479	2323	2699	2902
薪金和雇员福利	1714	1807	1688	1943	2085
物业租金及其他经营	2394	2373	2219	2540	2740
餐厅利润	1199	1266	928	1427	1542
管理费用	456	487	474	528	543
加盟开支	71	71	72	96	105
往来交易的开支	595	645	694	871	950
总成本及开支净额	7474	7875	7502	8691	9339
经营利润	941	901	576	1070	1181
EBITDA	1300	1340	1006	1529	1674
净利润	736	743	472	833	920
净利润-非控股权益	28	30	19	35	38
归母净利润	708	713	453	798	882
EPS	1.79	1.84	1.10	1.85	2.07

广发社会服务行业研究小组

- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
- 张 雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
- 宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
- 高 鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。