

百胜中国(09987.HK)

餐饮

发布时间：2024-07-02

证券研究报告 / 港股公司报告

两问百胜，塔斯汀+小店对店效影响几何

---百胜中国系列深度之二

报告摘要：

估值复盘：百胜中国的估值锚是肯德基 SSS。我们对百胜中国上市至今估值进行复盘，得到结论：百胜中国的 PE 主要锚定肯德基 SSS 的边际变化。本文聚焦肯德基店效变动，重点探讨以下两个市场关注的议题：

议题一：塔斯汀的横空出世对肯德基影响几何？

首先我们深入探讨了塔斯汀的商业模式，认为其成功来自于：1) 产品：西式汉堡在三十余年的市场教育下已然深入人心，塔斯汀成功打造出差异化的产品兼具口感与营销卖点，具备网红爆品的底层属性。2) 定位：卡位麦肯与华莱士间的空白价格带，精准挖潜需求缺口&狙击用户痛点，某种程度上实现价格、口感、卫生的平衡。3) 营销：以短视频作为核心宣传阵地，all in 抖音&直播，营销打法先进且新颖。4) 品牌：借力国潮美学成功实现品牌形象与中国文化的深度绑定，相比于一众成熟快餐品牌，塔斯汀成色更新。

接着我们对塔斯汀之于肯德基未来影响进行研判，认为塔斯汀的横空出世对肯德基必然会产生负面影响，但影响相对可控。塔斯汀管理层主动降价切华莱士份额，未来与肯德基的定位/竞争关系将逐渐趋于减弱。肯德基门店模型优于直接竞争对手麦当劳，优势随着线级下沉而逐渐扩大。从单店模型的质地来看，塔斯汀≈肯德基>麦当劳>华莱士，肯德基依托其高门槛&高盈利&回本快速的优质模型仍然能够构筑起深厚的护城河。2023Q4 至今肯德基/麦当劳/汉堡王店效大幅下挫，塔斯汀/德克士小幅走弱，华莱士加速上冲，彰显消费降级趋势显著，各品牌均受到波及，表明肯德基当下的店效承压更多来自消费环境的变迁。

议题二：肯德基小店占比提升对整体店效影响幅度？

鉴于小店占比提升会拉低整体店效水平，我们试图对其进行拆解，假设同店店效 2024-2026 年均变动-1.0%，结合各线城市门店量及大小店型占比的变动情况，测算得出肯德基整体店效未来三年将-3.5%/-2.6%/-2.4%。

投资建议：公司是历久弥新的西式快餐本土化餐饮标杆，与塔斯汀等新锐品牌之间竞争将逐步趋弱，本轮更多受到宏观消费力不振的掣肘，公司基本盘/护城河/模型质地仍然极其稳健。期待消费回暖带来的业绩催化。预计公司 2024-2026 年归母净利润 8.7/9.9/11.5 亿美元，对应 PE 分别为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费需求疲软；行业竞争加剧；食品安全风险

财务摘要(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9569.00	10978.00	11710.83	12577.63	13441.43
(+/-)%	-2.88	14.72	6.68	7.40	6.87
归属母公司净利润	442.00	827.00	865.08	990.65	1148.28
(+/-)%	-55.35	87.10	4.60	14.52	15.91
每股收益(美元)	1.05	1.99	2.23	2.56	2.96
市盈率	53.54	21.38	13.84	12.09	10.43
市净率	3.63	2.71	1.68	1.48	1.29
净资产收益率(%)	6.82	12.91	12.13	12.21	12.41
总股本(百万股)	419	407	387	387	387

买入

上次评级：买入

股票数据

2024/06/28

6 个月目标价(港元)	314.15
收盘价(港元)	241.40
12 个月股价区间(港元)	241.40~477.00
总市值(百万港元)	93,504.47
总股本(百万股)	387
A 股(百万股)	0
H 股(百万股)	387
日均成交量(百万股)	0

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-13%	-22%	-47%
相对收益	-7%	-29%	-39%

相关报告

《百胜中国(09987)：分红回购创季度新高，高基数下同店略显乏力》

--20240505

《百胜中国(09987)：餐饮标杆行稳致远，业绩&开店双超预期》

--20240208

《百胜中国(09987)：餐饮标杆，大象起舞》

--20230403

目 录

1.	估值复盘	5
1.1.	估值锚研判：波动锚定肯德基同店增速边际变化	5
1.2.	估值复盘&中枢测算	6
2.	塔斯汀：风头无两，快餐界的当红炸子鸡	7
2.1.	中式汉堡：继往开来，塔斯汀独执牛耳	7
2.2.	公司概况：为行业注入新动能，破浪前行的汉堡新秀	8
2.2.1.	历史进程：初生牛犊不怕虎，中式汉堡横空出世	8
2.2.2.	融资&股权&高管：外部融资谨慎，股权集中创始人	11
2.3.	商业模式：定位精准，打法先进	12
2.3.1.	定位：发掘需求缺口，精准切入空白市场	12
2.3.2.	产品：差异化中式堡胚，引领行业创新	13
2.3.3.	选址：聚焦低线，紧贴麦肯，差异化落子	13
2.3.4.	空间：国风装修+现擀现烤明档厨房	15
2.3.5.	营销：全面拥抱抖音&直播电商，成效斐然	17
2.3.6.	供应链：掌握核心科技，借力成熟外部供应链	18
2.3.7.	加盟管理：加盟门槛提高，口碑显著改善	19
3.	肯德基 vs 塔斯汀	22
3.1.	西式快餐行业再添变数，塔斯汀演绎极致“鲶鱼效应”	22
3.2.	单店模型对比：塔斯汀&肯德基领袖群伦	25
4.	店效测算	28
4.1.	模型优势彰显，依托小店型攻城略地	28
4.2.	小店型占比提升对整体店效影响测算	29
5.	盈利预测	31
6.	风险提示	33

图表目录

图 1: 肯德基 SSS 是公司估值涨跌的核心推动因素	5
图 2: 2015-2023 年百胜中国营业收入拆分 (亿美元)	6
图 3: 2015-2023 年百胜中国经营利润拆分 (亿美元)	6
图 4: 公司动态 PE&股价历史复盘	6
图 5: 肯德基的新品“饼汉堡”	7
图 6: 享哆味产品/门店形象与塔斯汀如出一辙	7
图 7: 塔斯汀历史进程梳理	8
图 8: 塔斯汀最早期主打中式披萨	9
图 9: 创始人魏友纯曾是 7 家华莱士的加盟商	9
图 10: 擀现烤堡胚”制作方法	9
图 11: 中国汉堡头部品牌门店数对比	10
图 12: 中国汉堡头部品牌净开门店数&复合增速对比	10
图 13: 各线级汉堡品牌市场占有率, 塔斯汀 2022 年起增速最快	11
图 14: 塔斯汀股权结构梳理	12
图 15: 各汉堡品牌门店线级城市占比对比	14
图 16: 各汉堡品牌门店线级城市数量对比	14
图 17: 各汉堡品牌门店选址的功能区分部	14
图 18: 中国头部汉堡品牌选址点位重合度对比	15
图 19: 品牌 3.0 升级后的产品包装参考“缶”	16
图 20: 品牌 3.0 升级后的 Logo 字体改为隶书	16
图 21: 塔斯汀外立面拥有强烈的视觉冲击与表现力	16
图 22: 3.0 门店为顾客呈现多维度的美学感受	16
图 23: 塔斯汀所有的堡胚都是现擀现烤	17
图 24: 塔斯汀的抖音本地生活矩阵	17
图 25: 中国各头部汉堡品牌线上营销投放&效果分析	18
图 26: 抖音账号塔斯汀美食局团购直播数据	18
图 27: 塔斯汀拿下 2 月抖音全国团购带货榜第一名	18
图 28: 塔斯汀加盟投入&对加盟商要求	20
图 29: 塔斯汀用户画像较汉堡大盘而言更年轻	20
图 30: 塔斯汀今年整体满意度降低	21
图 31: 2023Q3 西式快餐行业门店数&评分&覆盖城市数的竞争格局	22
图 32: 各头部汉堡品牌覆盖城市数对比	23
图 33: 肯德基尚有 1100+ 个空白市场未覆盖	23
图 34: 2023M7 塔斯汀门店的存在对麦肯的经营产生影响	23
图 35: 各汉堡品牌平均月店效对比 (万元)	24
图 36: 各汉堡品牌月店效同比增速对比	24
图 37: 各汉堡品牌客单价对比	24
图 38: 各汉堡品牌线级店效对比	24
图 39: 肯德基与塔斯汀饼汉堡用户满意度分析, 塔斯汀表现更优	25
图 40: 各头部汉堡品牌单店模型对比	27
图 41: 肯德基当前的四种主力店型	28
图 42: 肯德基小店型具备低投资、低销售、高利润率的特点	28
图 43: 店效计算步骤拆分演示	30
表 1: 2023 年中式汉堡品牌信息整理	8
表 2: 塔斯汀管理层信息梳理	12
表 3: 塔斯汀对应产品价格均处于华莱士与肯德基之间	13
表 4: 头部汉堡品牌供应链信息梳理	19
表 5: 头部汉堡品牌加盟政策对比	20
表 6: 各头部汉堡品牌开店计划整理	23

表 7: 各汉堡品牌 2023Q4 营销方式对比	25
表 8: 肯德基/必胜客模型变迁	29
表 9: 公司盈利预测	31
表 10: 公司门店数量预测	31
表 11: 公司成本结构预测.....	32
表 12: 国内外上市餐企估值情况	32

1. 估值复盘

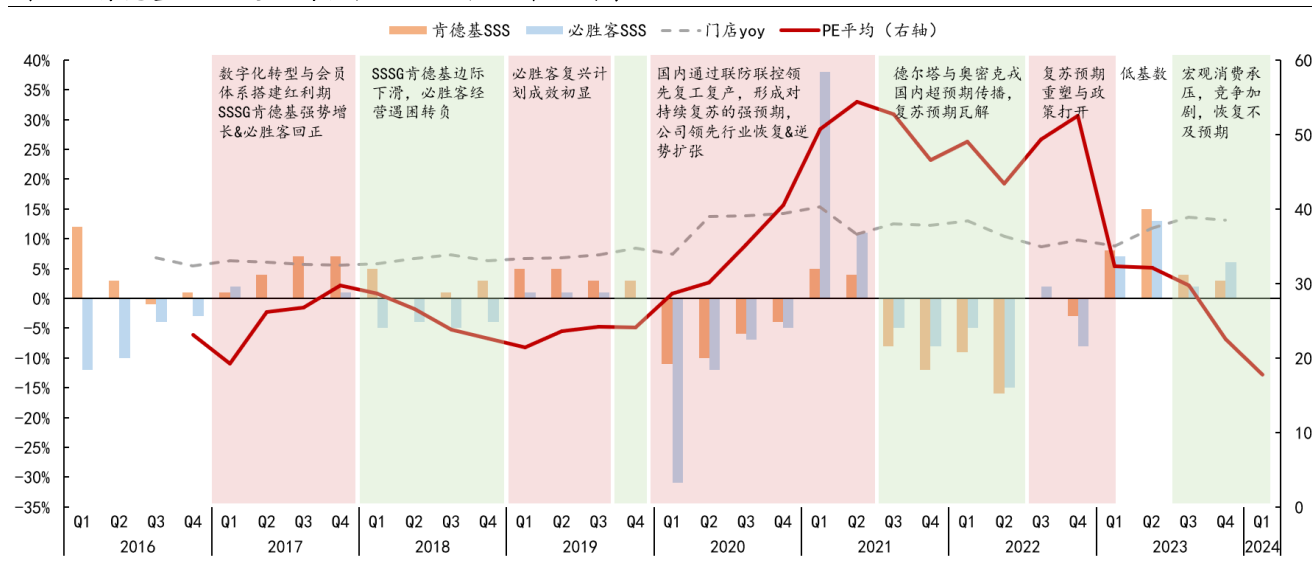
公司 2016 年 11 月 1 日在纽交所上市（代码：YUMC.N），2020 年 9 月 10 日在港交所二次上市（代码：9987.HK）。由于两个交易所投资风格/预期/交易时间不同，股价在数值并不完全一致，但因套利行为的存在，二者在绝对数值与边际变化上高度同步性。因此为获得更长时间跨度的样本数值，我们选取百胜中国美股（YUMC.N）的股价进行估值计算，并在此基础上对过去 6 年估值情况进行了较为系统的复盘。

1.1. 估值锚研判：波动锚定肯德基门店增速边际变化

餐饮公司 PE 波动锚定 SSS 边际变化，建议关注前瞻指标。我们在《海外餐饮龙头系列深度之一：星巴克》一文中得到结论：SSS 是疫情前餐饮公司估值上涨/下跌的核心推动因素，按照公司扩张速度来划分公司生命周期中所处的各阶段：成长期（门店增速 30% 以上）、青年期（门店增速 10%-30%）、成熟期（门店增速 10% 以下）。成长期公司门店体量小，业绩存在波动，市场对公司 SSS 的考察也较为宽容，因此成长期 PE 锚定 SSS 的正负。而青年期和成熟期公司基本定型，市场对于 SSS 的考察更加“锱铢必较”，PE 锚定 SSS 的边际变化。因此可通过跟踪高频指标预测 SSS 边际变化，进而对公司估值变化方向进行前瞻预测。

百胜中国 PE 主要锚定肯德基 SSS 边际变化。百胜中国上市之后门店增速稳定在 10% 以下，虽然疫情后在 10% 上下波动，但仍符合成熟期企业的特征。而公司 PE 波动也与 SSS 波动呈现高度相关性，估值锚定 SSS 边际变化。鉴于旗舰品牌肯德基的营业收入/经营利润可占公司整体的 75%/109%，占绝对主导地位，因此我们可以进一步认为百胜中国的估值锚是肯德基 SSS。

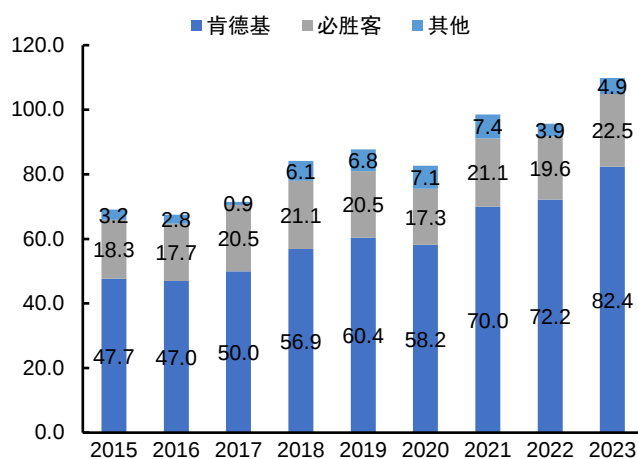
图 1：肯德基 SSS 是公司估值涨跌的核心推动因素



数据：wind，公司公告，YUM 公告，东北证券

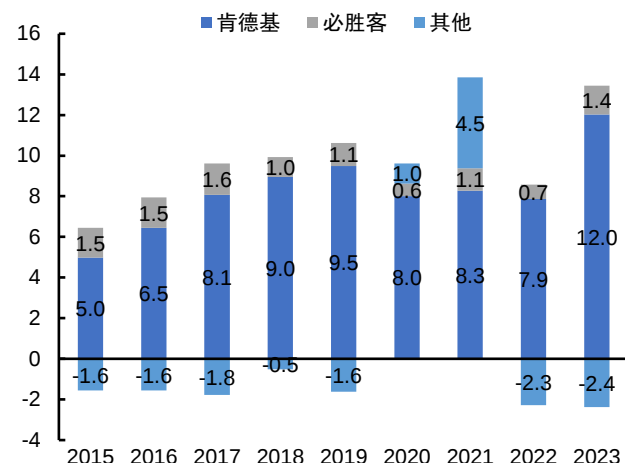
注：红/绿色代表按照我们提炼出的规律该段时间内估值应该上涨/下跌

图 2：2015-2023 年百胜中国营业收入拆分(亿美元)



数据：公司公告，东北证券

图 3：2015-2023 年百胜中国经营利润拆分(亿美元)

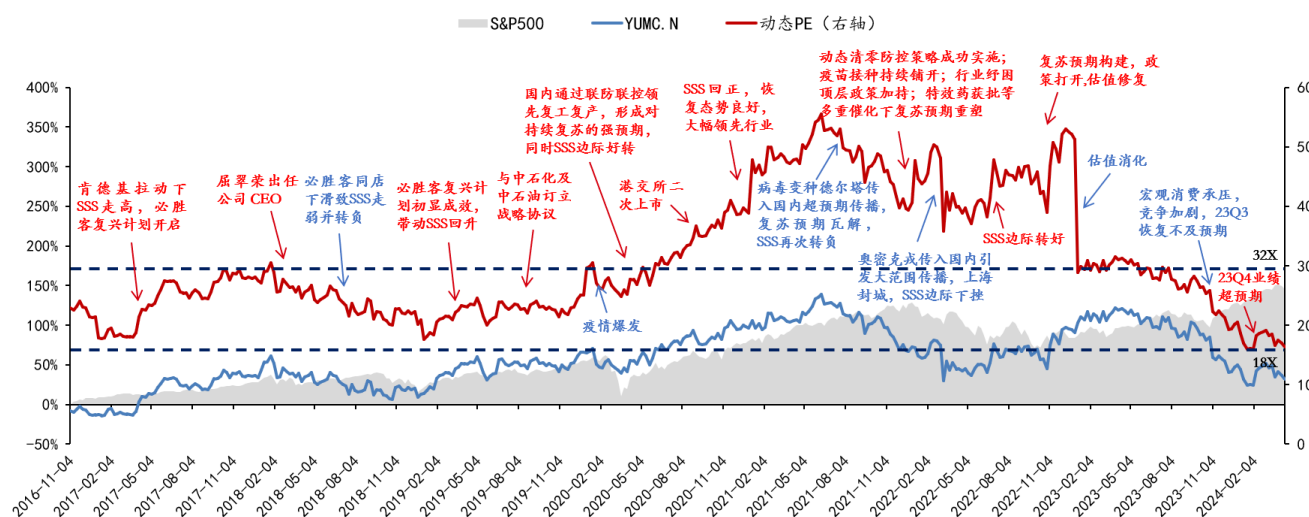


数据：公司公告，东北证券

1.2. 估值复盘&中枢测算

估值中枢 18x-32x，现已跌破历史中枢下沿。百胜中国上市后至疫情爆发的 4 年间，动态 PE 均在 18x-32x 估值区间震荡。疫情爆发后在复苏预期主导下 PE 迅速突破区间上沿大象起舞，引领行业走出一波凌厉行情。待国内政策打开，复苏与稳态经营预期重塑，估值又迅速回探 18x-32x 估值区间。2023 年宏观消费力不振，公司估值持续下杀，现已跌破历史中枢下沿，处于历史最低水平。

图 4：公司动态 PE&股价历史复盘



数据：wind，公司公告，东北证券

鉴于肯德基店效是百胜中国股价的估值锚，本文聚焦肯德基店效变动，重点探讨以下两个议题：

议题一：塔斯汀的横空出世对肯德基影响几何？

议题二：肯德基小店占比提升对整体店效影响幅度？

2. 塔斯汀：风头无两，快餐界的当红炸子鸡

2.1. 中式汉堡：继往开来，塔斯汀独执牛耳

塔斯汀点爆“中式汉堡”概念，竞对争相模仿。塔斯汀疫情期间的逆势扩张成功带火“中式汉堡”品类，抖音相关话题曝光高达10亿，小红书相关笔记超过4万篇。催生大批中式汉堡品牌涌现：2021年6月，林堡堡中式鲜肉蛋堡品牌成立，其首店开业仅3个月就获得了由菠萝创投领投、多名天使投资人跟投的数百万人民币天使轮融资；2022年12月，楚郑中国汉堡获300万元天使轮融资，估值达3000万；2023年4月10日，西贝的创始人贾国龙正式对外宣布，其快餐新品牌“贾国龙空气馍”正式改名为“贾国龙中国堡”，计划今年底开出300-500家门店。中国汉堡的热度也蔓延至传统西式汉堡玩家：肯德基于2023年9月正式上新“饼汉堡”；麦当劳推出哇藕带劲堡和菜菜真香堡，馅料中添加卤藕和梅干菜；创立于2011年、门店数超2000家的享哆味转型中式汉堡，产品/门店形象与塔斯汀“如出一辙”，全面向塔斯汀看齐。

图 5：肯德基的新品“饼汉堡”



数据：小红书，东北证券

图 6：享哆味产品/门店形象与塔斯汀如出一辙



数据：公司公告，东北证券

塔斯汀生态位一骑绝尘，其余品牌差异化竞争。塔斯汀在中国汉堡细分赛道中独执牛耳。第二梯队品牌享哆味初步完成向中式汉堡的转型，但门店规模不足塔斯汀的一半。第三梯队品牌主要涵盖贾国龙、楚郑、林堡堡、大大方方等，目前的门店数量不足100家，门店覆盖2-3个省份，覆盖城市不足50个。这部分品牌虽然门店规模较小，尚无法与塔斯汀形成正面竞争，但均实行差异化定位：如林堡堡主打中式鲜肉蛋堡，由米其林厨师参与研发，在传统鸡蛋汉堡上做出升级；贾国龙中国汉堡则是选用以浙江桐庐一带的特色小吃酒酿馒头做饼皮，推出小炒黄牛肉堡/本帮红烧肉堡/烤酸奶鸡腿堡等产品。

表 1：2023 年中式汉堡品牌信息整理

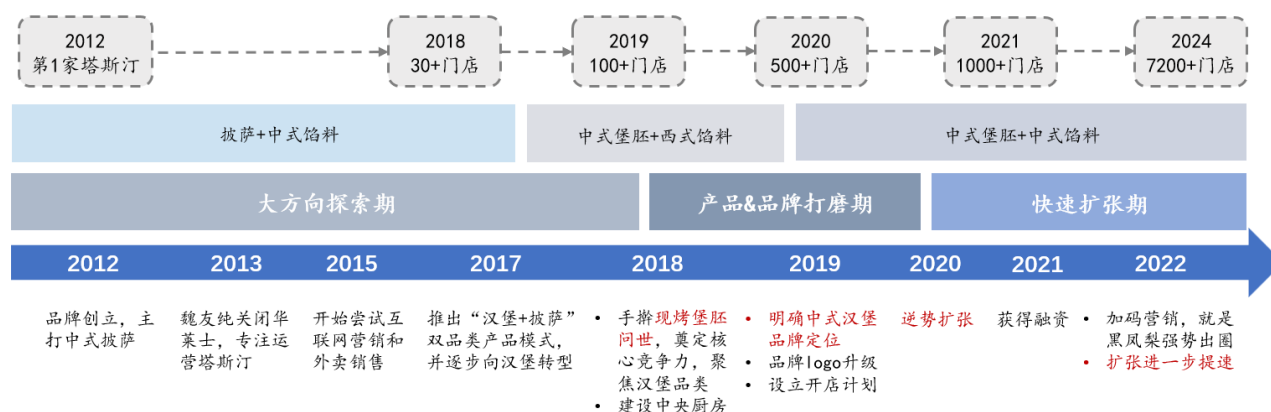
品牌	现有门店	人均价格	覆盖省份	覆盖城市	地域分布情况
塔斯汀	6619	16.49	23	249	广东最多，东部沿海地区
享哆味	2353	15.48	18	106	川渝最多、云贵、广西等
贾国龙中国堡	38	28.03	1	1	北京
美其乐	58	18	12	23	福建最多、湖南、江西等
熊猫现手工中国堡	55	17.75	7	17	江西最多、华中地区与福建等
大大方方中国汉堡	40	25	6	20	福建最多、广东、江西等
燃熊中国汉堡	32	19.66	4	5	天津最多、北京、上海、河北
汉堡状元	26	26	3	11	福建最多、浙江、广东
楚郑中国汉堡	26	18.67	4	10	福建最多、广东、广西等
林堡堡	17	16.12	9	14	四川、福建、浙江、湖北等
佳速来中国汉堡	12	16.5	2	4	山东、天津
豪客吉	11	18	2	4	福建最多、浙江

数据：窄门餐眼，东北证券

2.2. 公司概况：为行业注入新动能，破浪前行的汉堡新秀

2.2.1. 历史进程：初生牛犊不怕虎，中式汉堡横空出世

图 7：塔斯汀历史进程梳理



数据：公司官网，官方公众号，公开资料收集，东北证券

大方向探索期（2012-2017）：摸着华莱士过河。塔斯汀的创始人兼董事长魏友纯曾是华莱士加盟商，2011-2013 年魏友纯在江西省陆续加盟 7 家华莱士，此期间充分学习了华莱士门店运营的先进经验，增进了对西式快餐行业的认知理解。但不满足于只做加盟商的魏友纯，在 2012 年联手其他两位 80 后合伙人杨克盈、杨兵共同创立品牌“塔斯汀”，首店落户江西南昌。品牌创设初期，塔斯汀曾尝试将西式披萨与北京烤鸭、辣椒炒肉等结合，但“中式披萨”的创意一直不温不火。2017 年，得益于创始人魏友纯此前的华莱士加盟经历，塔斯汀推出“汉堡+披萨”双品类模式，并积极探索企业品牌化道路。经过 2012-2017 年的多方试错，塔斯汀明确了业务发展方向，后续重心逐步转向汉堡产品。

图 8：塔斯汀最早期主打中式披萨



数据：公开资料收集，东北证券

图 9：创始人魏友纯曾是 7 家华莱士的加盟商

全部14	担任法定代表人12	担任股东5	担任董
经营者	注册资本	成立日期	
魏友纯	3万人民币	2015-12-08	
共青城魏友纯华莱士汉堡店			注销
经营者	注册资本	成立日期	
魏友纯	5万人民币	2012-08-13	
龙南市华莱士炸鸡汉堡店			注销
经营者	注册资本	成立日期	
魏友纯	5万人民币	2012-01-13	
石城县华莱士炸鸡汉堡店			注销
经营者	注册资本	成立日期	
魏友纯	10万人民币	2011-12-12	
德安县华莱士炸鸡汉堡店			注销
经营者	注册资本	成立日期	
魏友纯	3万人民币	2011-09-07	
章贡区魏友纯华莱士炸鸡汉堡店			注销
经营者	注册资本	成立日期	
魏友纯	15万人民币	2011-06-20	

数据：天眼查，东北证券

产品&品牌打磨期（2018-2019）：奠定核心竞争力，品牌升级，确立开店计划。2018年塔斯汀的核心产品竞争力——“手擀现烤堡胚”问世，为塔斯汀未来的腾飞奠定基础，也标志着塔斯汀正式转做汉堡。为区别于普通的汉堡，创始团队基于披萨的制作经验推出“现做堡胚，现擀现烤”模式，即：手工擀制面皮→撒上芝麻→在高温链条炉上烤制，直至色泽金黄。相较于普通的堡胚，刚出炉的塔斯汀堡胚既有麦香味，又有嚼劲，一下子得到了食客们的青睐。现做模式的出餐速度较慢，后续团队经过多次试错，将堡胚制作时间缩短至3分钟，实现了口感与时间上的平衡。2018年末，塔斯汀建立了自己的面团半成品工厂。2019年，塔斯汀明确“中式汉堡”的品牌定位，成功推出北京烤鸭汉堡、梅菜扣肉汉堡等中式汉堡产品，同时将品牌 logo 升级成以醒狮为原型的红色狮子头。同年，设立了开店计划“百店前行”。2018-2019年属于塔斯汀腾飞前的蓄能期，自此后便一鸣惊人，开启快速成长通道。

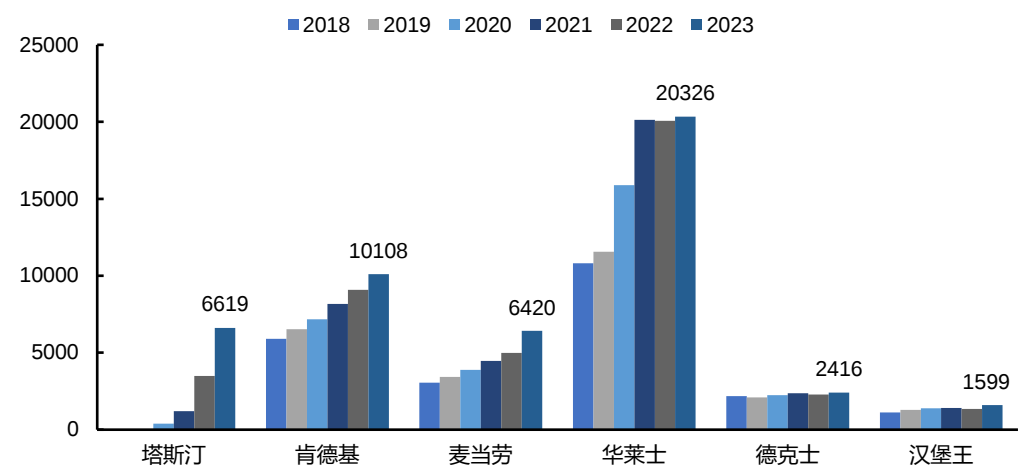
图 10：“擀现烤堡胚”制作方法



数据：公司官网，东北证券

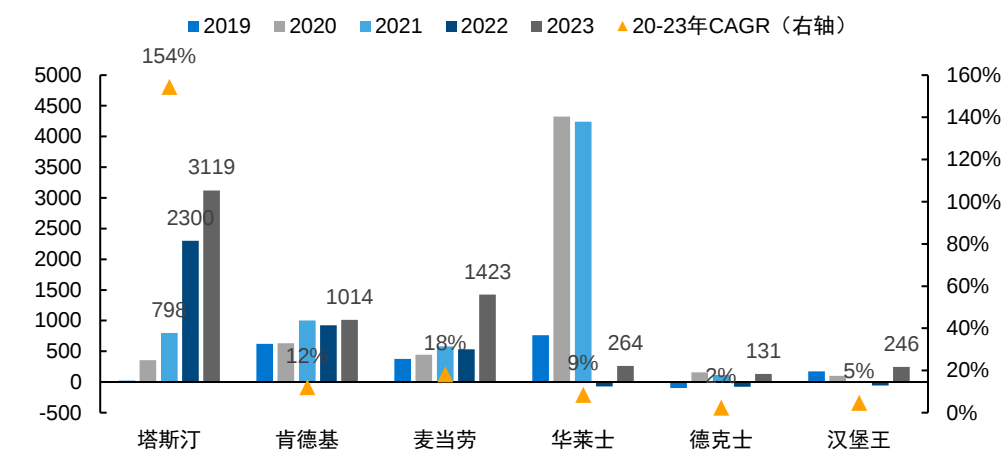
快速扩张期（2020 至今）：逆势高速扩张。疫情下公司逆势快速展店，门店规模从2020年初不到50家一举突破至400家。在2021年底获得融资后，当年即实现1000+店签约的历史性突破。2022年初，塔斯汀加码营销，赞助了大量自媒体博主为品牌进行宣传，年度上新项目“就是黑凤梨”以5.54亿全渠道曝光强势出圈。2020-2023年塔斯汀每年开店约350/800/2300/3200家。截止2023年塔斯汀拥有门店6619家，在汉堡品牌中仅次于华莱士、肯德基和麦当劳，覆盖全国23个省份、249个地级市。

图 11：中国汉堡头部品牌门店数对比



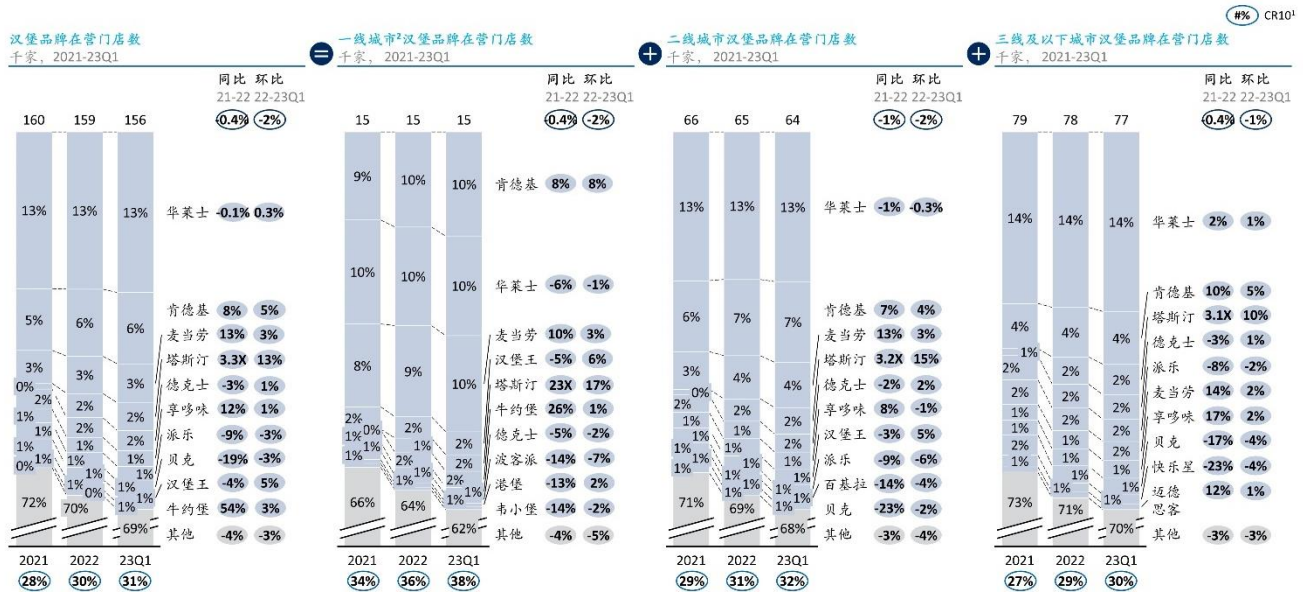
数据：久谦，窄门餐眼，公司公告，东北证券

图 12：中国汉堡头部品牌净开门店数&复合增速对比



数据：久谦，窄门餐眼，公司公告，东北证券

图 13：各线级汉堡品牌市场占有率，塔斯汀 2022 年起增速最快



1 CR10=各时间节点下top10品牌门店数/赛道门店总数；2 城市线级根据各城市GDP和人口数划分得到，颗粒度至县级市，为久谦中台内部标准

数据：久谦，东北证券

2.2.2. 融资&股权&高管：外部融资谨慎，股权集中创始人

融资情况：此前仅一轮公开融资，新获红杉中国投资。塔斯汀在 2021 年 11 月收获源码资本&不惑创投共 1.5 亿元的股权融资/投后估值 30 亿元。根据硬氪公众号多方了解，多位头部机构投资人曾透露他们有意愿与塔斯汀聊融资，但是都被拒绝了。在 2021 年底塔斯汀举办的岗位技能大赛“狮王争霸赛”上，CEO 杨兵曾表示，“魏董（魏友纯）带领的管理团队已有了 2022 年度明确规划，门店将开到 2500 家，未来三年开到 5000 家，未来五年争取上市”。弘章资本投资人陈雪琪表示：“塔斯汀可以讲一个 pre-IPO 的故事，上市融资的目的是建工厂。”2023 年 11 月，塔斯汀完成新一轮融资，由红杉中国领投，老股东源码资本、不惑创投跟投。

股权结构：股权集中，魏友纯享有。①③⑤为魏友纯控股企业，④为源码资本，⑥为不惑创投，红杉中国所持股权尚未在公开资料中披露体现。创始人魏友纯享有对公司的权，机构持股比例较低（不足 7%）。

图 14：塔斯汀股权结构梳理

序号	股东名称	持股比例	认缴出资额(万元)	认缴出资日期	最终受益股份	首次持股日期
1	 福建兆乘塔餐饮管理合伙企业（有限合伙） 大股东	78.2642%	86.757919	2037-12-13	78.2642%	2020-09-03
2	 魏友纯 13 实际控制人 受益所有人	5.4358%	6.025748	2037-12-13	43.0889%	-
3	 福州高新区聚堡塔餐饮管理合伙企业（有限合伙） 企业名已被更新	5.3000%	5.87519	2037-12-13	5.3000%	2020-09-03
4	 嘉兴源焕股权投资合伙企业（有限合伙）	4.8500%	5.3764	2037-12-13	4.8500%	2021-11-22 天使轮
5	 福建齐凌塔餐饮管理合伙企业（有限合伙）	4.2100%	4.666891	2037-12-13	4.2100%	2021-09-09
6	 上海不约而同创业投资合伙企业（有限合伙） 私募基金	1.9400%	2.1505	2037-12-03	1.9400%	2021-11-22 天使轮

数据：企查查，东北证券

管理团队：管理层深耕餐饮赛道多年，陪伴公司从 0 到 1，“狮三角”共事多年配合默契。塔斯汀汉堡的三位创始人魏友纯、杨兵、杨克盈均为 80 后，拥有丰富的餐饮从业经验，自称“狮三角”。董事长魏友纯 1989 年出生于福建宁德古田，现负责管理公司的财务&审计&组织网络中心；公司总经理、法定代表人杨兵统筹全局；副总经理杨克盈曾任塔斯汀营销策划总监，现负责管理供应链&门店运营。另外三名副总经理分别负责招商/品牌建设/人资&法务，与“狮三角”共同形成 6 人核心管理层。

表 2：塔斯汀管理层信息梳理

	职位	职能
魏友纯	董事长	负责管理公司的财务&审计&组织网络中心
杨兵	总经理	统筹管理供应链&门店运营
杨克盈	副总经理	直接管理供应链&门店运营

数据：公开信息收集，东北证券

2.3. 商业模式：定位精准，打法先进

2.3.1. 定位：发掘需求缺口，精准切入空白市场

价格：华莱士<塔斯汀<肯德基，塔斯汀精准切中麦肯与华莱士之间的空白市场。塔斯汀的出现，恰好填补了麦肯与华莱士之间的市场空缺，比华莱士好吃卫生，比麦肯便宜。因此吸引到了增量客流，也一定程度上切掉了麦、肯、华莱士的蛋糕。对于肯德基、麦当劳，社交媒体上时常出现“V 我 50”、“穷鬼套餐”等段子，且不论段子是真是假，但它背后其实反映了一个问题——这两个品牌的价格不算低，普通人吃起来有点心疼。塔斯汀的定价则正位于消费者长期被麦肯价格锚定后的心理舒适区。而华莱士则走向另一个极端，虽然价格低廉，但品控不足/食品卫生等方面时常被媒体诟病。当餐饮品牌出名的不是它的菜品而是卫生问题时，另一个更新、形象更干净的品牌便有了“可趁之机”。

表 3：塔斯汀对应产品价格均处于华莱士与肯德基之间

品牌	汉堡单品									小吃单品						单人套餐				
	香辣鸡 腿堡	藤椒风 味堡	烤鸡腿 堡	牛肉堡 系列	田园脆 鸡堡	五香肉 饼中国 汉堡	菌菇牛 肉中国 汉堡	多汁多 肉中国 汉堡	平均	辣翅	鸡排	烤翅	鸡块	薯条 (中)	鸡米花	平均	套餐1	套餐2	套餐3	平均
肯德基	19.5	18	20	18	16	-	-	-	18.9	12.5	-	13.5	12.5	12.5	12	12.6	19.9	39.9	42	33.9
肯德基小镇店	19	17.5	19.5	17.5	-	-	-	-	18.4	12	9	13	12	12	11.5	11.6	19.9	31	-	25.5
塔斯汀	12	12.8	-	-	-	16	18	16	13.8	9.9	8	11	8	10	9	9.3	19.9	25	25	23.3
华莱士	13.9	-	13.9	12	10	-	-	-	11.8	6	10	10	8.5	8	6	8.1	18.9	19.9	29.9	22.9

数据：各品牌点单小程序，东北证券

2.3.2. 产品：差异化中式堡胚，引领行业创新

现烤堡胚的创新是核心竞争力。塔斯汀在产品上的创新体现在两方面：1) **饼皮**：以“饼”换“堡”，即将汉堡胚改为中式烤饼，面饼强调手工和现烤。2) **馅料**：囊括炸鸡、牛肉等常规选项，也十分大胆的开发火爆辣子鸡、北京烤鸭、梅菜扣肉等独具中国风味的馅料。需要承认的是，在创新程度与受欢迎程度上，饼皮>馅料，塔斯汀销售最好的仍是传统的香辣鸡腿堡，本土化馅料的营销意味/噱头更浓。以上两点虽不一定让汉堡更好吃(口味见仁见智)，却实实在在地打造出了差异点和记忆点，使品牌具备话题度和传播度，具备了网红品牌的基本属性。

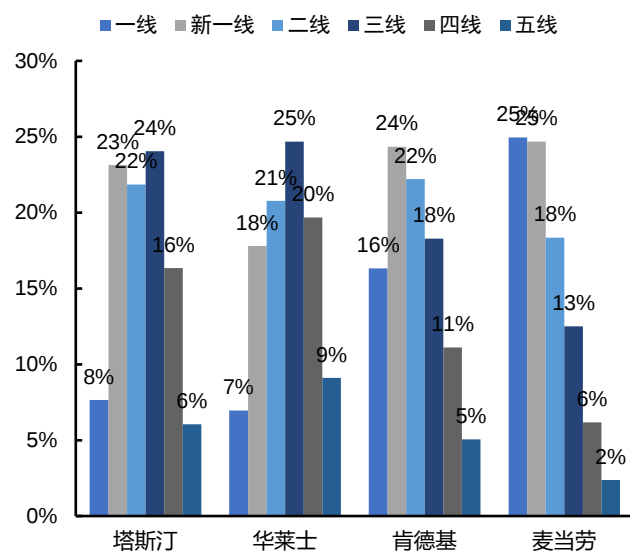
产品创新力是塔斯汀的立命之本，围绕“一旧一新”展开。“一旧”即老味新生，在沿用手工现烤饼皮的基础上，结合“五味调和”的传统饮食理念，挖掘最适合用作内馅的中国菜的同时，又采取了加入紫甘蓝、以沙拉酱作为酱料等改进措施，调配酸、甜、苦、辛、咸五种味道，进一步丰富味觉；“一新”即洞察新需求，提供多样化产品线，推出原味、鸡肉、牛肉、猪肉、蔬菜和素食六种不同口味的汉堡，从而满足不同消费者需求。

组建专业研发团队，反向定制供应链。公司组建了来自日本、北美的专家团队，带领研发中心输出更多美味的中国汉堡，同时深入工厂和美食地为产品创新提供市场及技艺依据。研发中心由厨艺部和工业管理部组成：1) 厨艺部负责产品研发，特别是探索中式堡胚与中式菜肴的有机结合。相比于业内其他品牌由供应商报送产品来评审，塔斯汀主打反向定制：自行开发测试新品后，经过试吃委员会严格的评审(新品通过率仅 10%)再交由供应商生产。2) 工业管理部负责门店操作端 SOP 的制定&培训&监察，如怎样撒粉/鸡排需要炸多少时间。

2.3.3. 选址：聚焦低线，紧贴麦肯，差异化落子

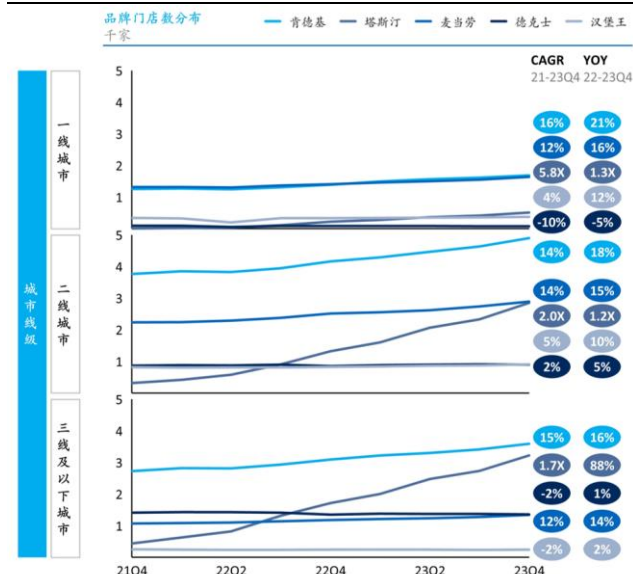
下沉程度：华莱士>塔斯汀>肯德基>麦当劳。2018 年至今塔斯汀以农村包围城市的打法迅速拓张自身版图，2023 年塔斯汀悄然加强了一线城市门店布局，进军北上广。门店占比上，塔斯汀的门店线级分部总体上仍然更接近华莱士，两者相比，塔斯汀在一二线城市门店占比更高，三线城市两者占比持平，四线及以下城市华莱士更高。门店数量上，在塔斯汀在三线及以下城市和肯德基门店规模已经相当，而在二线城市，塔斯汀已然赶超麦当劳的门店规模。塔斯汀重点布局下沉市场的同时，加快向一二线城市扩张。

图 15：各汉堡品牌门店线级城市占比对比



数据：窄门餐眼，东北证券

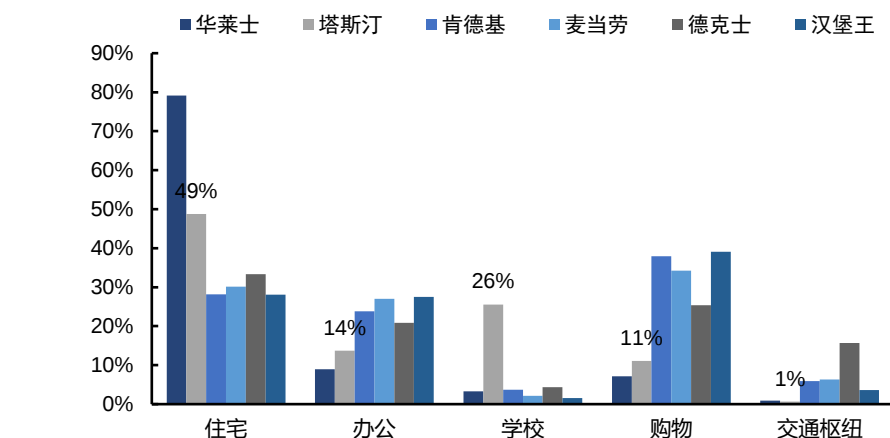
图 16：各汉堡品牌门店线级城市数量对比



数据：久谦，东北证券

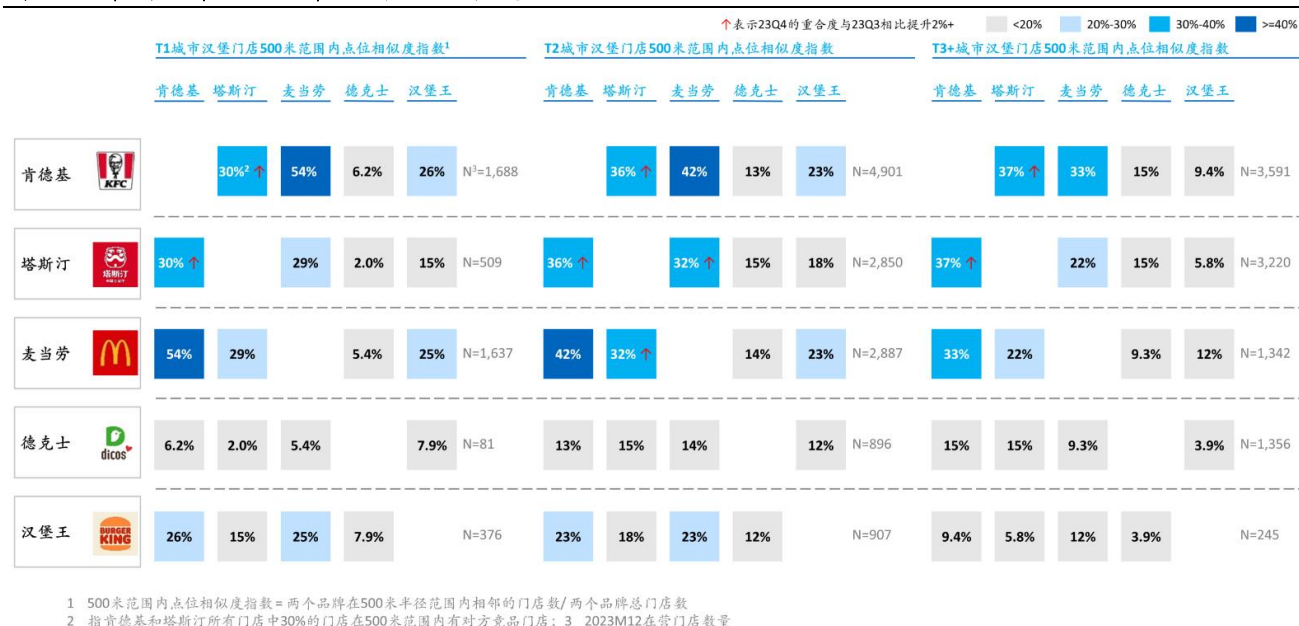
塔斯汀靠近成熟品牌差异化选址。一方面，塔斯汀门店选址侧重住宅与学校，贴进核心客群布局，而麦肯等品牌布局时首选购物中心。另一方面，塔斯汀选址策略上紧贴麦肯布局，其与麦肯的店址重合度（500 米内有对方门店的门店数/总门店数）在二三线城市最高，甚至超过汉堡王/德克士，在一线城市的重合度也呈现上升趋势。结合以上两点可知，塔斯汀选址时会优先考虑购物中心旁的住宅&学校消费场景布局。随着积极扩张，塔斯汀与麦肯在各线城市的点位重合度提升，竞争进一步加剧。

图 17：各汉堡品牌门店选址的功能区分部



数据：极海，东北证券

图 18：中国头部汉堡品牌选址点位重合度对比



数据：久谦，东北证券

2.3.4. 空间：国风装修+现擀现烤明档厨房

塔斯汀近年来在持续进行品牌升级。塔斯汀品牌建设能力极强，总部拥有一支 200-300 人的品牌团队，并收购了专业负责策划模块的品牌公司。纵观塔斯汀品牌化历程，2017 年开始探索品牌化道路，2020 年品牌 2.0 时代提出“东方味觉觉醒计划”，成为“中国汉堡”开路先锋，而 2023 年 8 月与容品牌合作完成新一轮的品牌升级，迎来品牌 3.0 时代，“开启品牌自信新纪年”，在门店装修风格/产品包装/品牌 logo 等方面迎来全新升级。2024Q1，塔斯汀升级了品牌 IP 形象“塔狮”。

3.0 版本门店演绎中式装修风格，紧跟国潮顺风车。线下门店是最好的广告位，门店装修风格直接影响着品牌形象。塔斯汀品牌的中国化不仅从产品上发力，还积极运用具象的色彩、图形、声音、文字等呈现中国文化的元素符号，建构符合塔斯汀品牌基因的文化内涵。据百度大数据，近十年国潮相关搜索量增长 528%。塔斯汀巧妙地抓住了近几年崛起的国潮风，其 Logo 是中国醒狮，字体为隶书，门店装修风格、产品包装都以中国红为主调，外饰具有极强的视觉冲击力，内饰营造出热闹喜庆的用餐环境。提出口号“就是中国胃，就爱中国堡”，把近几年火热的“国潮”流量一蹭到底。

图 19：品牌 3.0 升级后的产品包装参考“缶”



数据：容品牌，东北证券

图 21：塔斯汀外立面拥有强烈的视觉冲击与表现力



数据：东北证券

图 20：品牌 3.0 升级后的 Logo 字体改为隶书



数据：容品牌，东北证券

图 22：3.0 门店为顾客呈现多维度的美学感受



数据：容品牌，东北证券

塔斯汀的堡胚均为明档厨房+现擀现烤，牺牲出餐速度以换取口感+营销。当代生活节奏加快推动餐饮行业更加追求出餐速度和运转效率，预制菜浪潮兴起，但也刺激了消费者对“锅气”和“现场制作”的需求。不同于传统快餐店使用提前制作好放于保温柜的预制食材，塔斯汀所有的堡胚都是现擀现烤，以确保最好的用餐风味。这也是一种宣传明档厨房的营销手段，让消费者看得见现场制作场景，为其提供积极的心理暗示，切中了国人独特的餐饮需求。（作用可类比喜家德、袁记云饺等水饺品牌在店铺内划出一定后厨面积，员工现场包饺子）擀面皮虽是标准化动作，但一定程度上会影响出餐速度，塔斯汀出餐时间 13-15 分钟（现擀-撒芝麻-现烤-冷却-分割-组装）显著高于西式快餐 3-5 分钟的平均水平（在工厂烤好-在门店分割组装）。由于塔斯汀出餐时间稍长于西式快餐的平均出餐时间，高峰期常常出现外卖员扎堆、外卖员与店员斗殴事件。草根调研时发现，部分门店在忙时会提前在烤炉内准备好一定数量的成品。鉴于下沉市场消费者相对更价格敏感，因此稍久的出餐时间亦能被接受。

图 23：塔斯汀所有的堡胚都是现擀现烤



数据：公司官网，东北证券

2.3.5. 营销：全面拥抱抖音&直播电商，成效斐然

All in 抖音，抢占本地生活流量红利。塔斯汀的核心客群是 18-40 岁的年轻人和学生，且下沉市场为主，与抖音的核心重度用户高度重合，因此塔斯汀初期便将抖音作为核心宣传阵地，2019 年即入场抖音。后续更是乘势搭上抖音团购的快车，迅速在抖音建立起品牌的本地生活矩阵，2022 年成功被抖音官方评为“抖音生活服务年度案例”。

图 24：塔斯汀的抖音本地生活矩阵



数据：飞瓜，东北证券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/376143134102010154>