

百胜中国 (09987.HK)

高基数影响同店短期承压略降，门店扩张节奏趋势向好

增持

核心观点

2024Q1 实现经调归母净利润 2.87 亿美元，略优于市场一致预期。2024Q1，公司总收入 29.58 亿美元/+1.3%，收入表现略低于彭博一致预期（30.21 亿）；经调整经营利润 3.74 亿美元/-10.1%；经调整归母净利润为 2.87 亿美元/-1.7%，略优于彭博预期（2.66 亿美元）。

经营数据方面，整体同店收入同比-3%，其中 KFC/PZH 分别-2%/-5%，高基数下增速下滑；系统销售同增 6%，其中 KFC/PZH 分别同增 7%/4%；餐厅利润率为 17.6%/-2.7pct，其中 KFC/PZH 分别同比-3.0/-1.7pct。

门店扩张层面，2024Q1 净新增 378 家门店（KFC/PZH 净新增 307/113 家，塔可贝尔净关店），约完成全年扩张计划的 25%，期末餐厅总数达 15022 家（KFC/PZH 10603/3425 家），考虑 Q1 为开店淡季扩张节奏略超预期。

数字化方面，2024Q1 集团总会员人数超 4.85 亿，会员销售额占系统销售额 65%，同比持平；数字订单占餐厅收入的比重约为 89%，同比持平。

期间费率边际上行，总部控费助力管理费率优化明显。2024Q1，原材料收入占比为 32.1%/+1.9pct；员工薪酬收入占比为 25.4%/+0.8pct；物业租金收入占比为 24.9% 同比持平，成本边际上行；管理费率 4.7%/-0.9pct，总部控费效果显现；投资收益盈利 800 万美元，去年同期亏 1700 万。经调整归母净利率 9.70%/-0.3pct，盈利能力控制良好。

2024Q1 股息+回购额度创季度历史新高，维持全年扩张指引。2024Q1 公司通过股票回购和现金股息共向股东回馈约 7.45 亿美元（其中回购 6.81 亿美元），创下分拆上市以来的最高记录，并预计全年以季度现金股息与回购的形式向股东回馈约 15 亿美元。**展望 2024 年**，公司维持 2024 年公司预计净新增 1500-1700 家门店目标，资本支出预计 7-8.5 亿美元。

风险提示：消费力下行、下沉效果不佳、品牌孵化慢于预期、行业竞争加剧

投资建议：综合考虑 2024 年以来同店表现以及展店节奏，我们下调 2024-2026 年收入 117.35/128.50/140.45 亿美元（调整方向 -2.7%/-2.1%/-1.4%），下调归母净利润至 8.61/9.38/10.23 亿美元（调整方向 -5.8%/-5.7%/-5.4%），对应 PE 17.3/15.9/14.6x。纵使 2023 年高基数下公司同店表现阶段面临增长压力，但公司一方面采用更为灵活的门店模型保持扩张态势，依托供应链优势不断丰富产品组合打造更广客群吸引力；另一方面持续进行回购+现金分红提升股东回报（24Q1 已回购 6.81 亿美元，期末仍有 8.53 亿回购授权额度），上述策略保驾护航下，我们认为公司每股盈利双位数年化增长的中线目标具有较高可达性，维持公司“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	9,569	10,978	11,735	12,850	14,045
(+/-%)	-2.9%	14.7%	6.9%	9.5%	9.3%
净利润(百万美元)	442	827	861	938	1023
(+/-%)	-55.4%	87.1%	4.2%	8.9%	9.1%
每股收益(美元)	1.13	2.12	2.21	2.40	2.62
EBIT Margin	8.0%	11.0%	7.2%	7.3%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	12.9%	12.1%	12.0%	11.8%
市盈率 (PE)	33.7	18.0	17.3	15.9	14.6
EV/EBITDA	159.5	100.3	97.9	89.9	82.1
市净率 (PB)	2.30	2.33	2.10	1.90	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxia@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	299.00 港元
总市值/流通市值	116712/3930 百万港元
52 周最高价/最低价	489.04/259.25 港元
近 3 个月日均成交额	190.86 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《百胜中国 (09987.HK) -2023 年财报点评-费用管控效果良好，重申中线增长目标》——2024-02-08

《百胜中国 (09987.HK) -2023H1 业绩点评-上半年净利润创历史新高，展店进程提速》——2023-08-10

《百胜中国 (09987.HK) -2022 财年年报点评-经营韧性再验证，品牌扩张边际提速》——2023-02-09

《百胜中国 (09987.HK) -2022Q3 业绩点评-三季度同店复苏向好，“回购+分红”稳定股东预期》——2022-11-04

《百胜中国-S (09987.HK) -经营韧性凸显 供应链布局持续深化》——2022-08-04

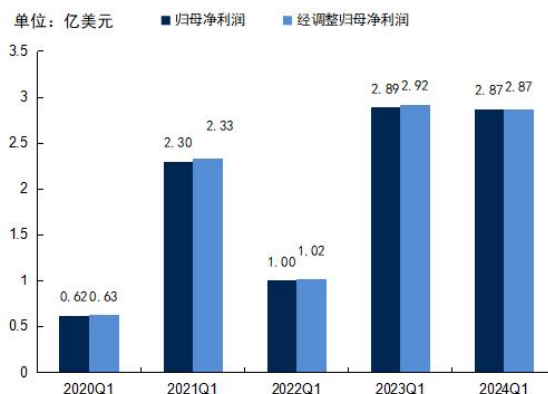
2024Q1 实现经调归母净利润 2.87 亿美元,同比减 1.7%,略优于市场预期。2024Q1,公司实现总收入 29.58 亿美元,同比+1.4%,收入表现略低于彭博一致预期(30.21 亿);经营利润 3.74 亿美元,同比-10.1%;经调整经营利润 3.74 亿美元,同比-10.1%;归母净利润为 2.87 亿美元,同比-0.7%;经调整归母净利润为 2.87 亿美元,同比-1.7%,略优于彭博预期(2.66 亿美元)。

图1: 2020-2024Q1 年公司收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 2020-2024Q1 公司归母净利润及经调整净利润



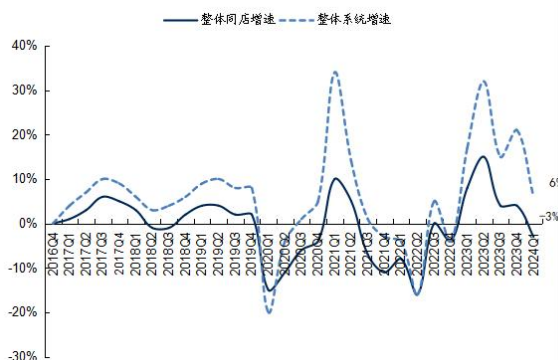
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

餐厅经营层面, 2024Q1, 整体同店收入同比-3%, 其中 KFC/PZH 分别-2%/-5%, 高基数影响下同店表现有所承压; 系统销售收入同增 6%, 其中 KFC/PZH 分别同增 7%/4%, 受益于净新开门店贡献。餐厅利润率为 17.6%, 同比-2.7pct, 其中 KFC/PZH 分别为 19.2%/12.5%, 分别同比-3.0/-1.7pct, 同店表现承压下利润率边际走低。

数字化方面, 2024Q1, 总会员人数超 4.85 亿, 会员销售额占肯德基及必胜客系统销售额 65%, 同比持平; 数字订单占餐厅收入的比重约为 89%, 同比持平; 外卖销售同比增长 12%, 其中 KFC/PZH 分别同比增长 14%/5%, KFC/PZH 外卖销售占餐厅收入的比重分别为 39%/37%。

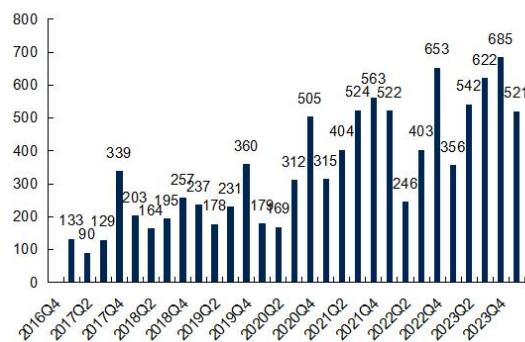
门店扩张层面, 2024Q1 整体净新增 378 家门店(KFC/PZH 分别净新增 307/113 家), 维持 2024 年计划全年净新增 1500-1700 家门店, 约完成全年扩张计划的 25%。餐厅总数达到 15022 家(KFC/PZH 分别 10603/3425 家)。

图3: 2017Q1 至今百胜中国同店及系统销售增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 2017Q1 至今百胜中国单季度新开门店数量



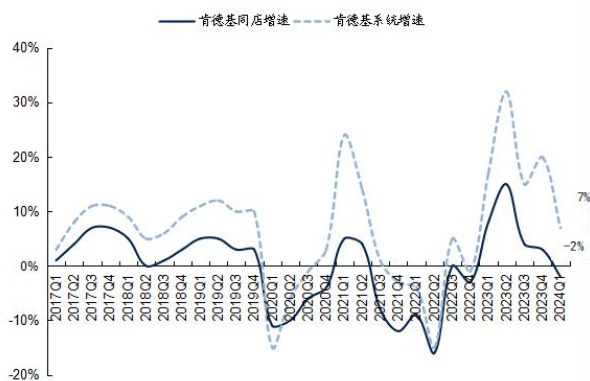
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

肯德基分部

2024Q1, 肯德基品牌实现收入 22.30 亿美元, 同比增长 1.5%; 其中餐厅收入为 21.93 亿美元, 同比+1.3%, 占肯德基总收入的比例为 98.3%, 同比-0.2pct; 实现**经营利润** 3.72 亿美元, 同比-11.4%。

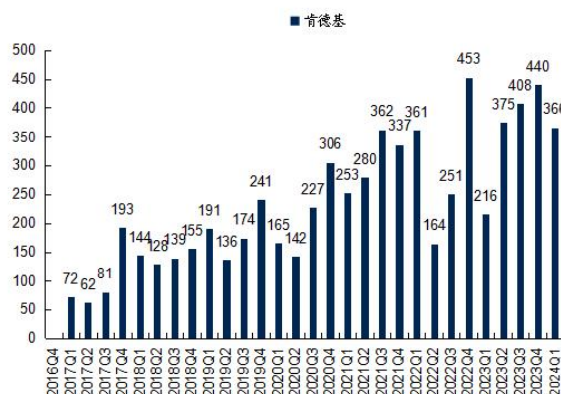
经营数据方面, 2024Q1, 肯德基系统销售额同比+7%, 主要系季度内净新增门店; 同店销售额同比-2%; 餐厅利润率 19.3%, 同比-2.9pct, 剔除一次性项目后的可比口径下同比-1.9pct, 主要系餐厅新增入门级产品拉动客流, 同时工资成本上涨部分抵消了原料采购成本的下行; **门店扩展上**, 2024Q1 肯德基净增 307 家门店(其中自营门店 249 家, 加盟门店 58 家), 期末门店数量达到 10603 家。

图5: 2017Q1 至今肯德基品牌同店及系统销售增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2017Q1 至今肯德基品牌单季度新开门店数量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

必胜客分部

2024Q1, 必胜客品牌实现收入 5.95 亿美元, 同比-0.3%; 其中餐厅收入 5.87 亿美元, 同比-0.7%, 占必胜客总收入的比重为 98.7%, 同比-0.3pct; 实现**经营利润** 0.47 亿美元, 同比-14.5%。

经营数据方面, 2024Q1, 必胜客系统销售额同比+4%, 同店销售额同比-5%; 餐厅利润率 12.5%, 同比-1.7pct, 剔除一次性项目后的可比口径下同比-1.0pct, 主要系公司广告费用投放减少及营运效率的提升, 部分被工资成本上涨和餐厅推出高性价比产品推动客流增长所抵消; **门店扩展方面**, 2024Q1 必胜客净增 113 家门店, 全部为自营门店, 期末门店数量达到 3425 家。

图7: 2017Q1 至今必胜客品牌同店及系统销售增速

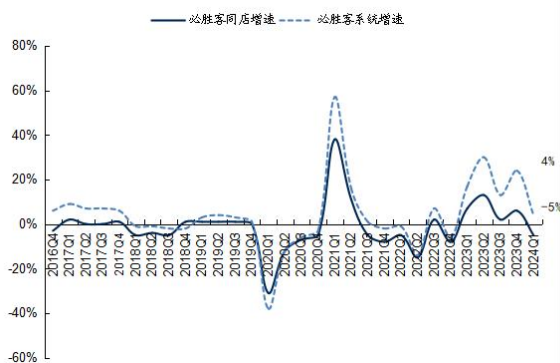
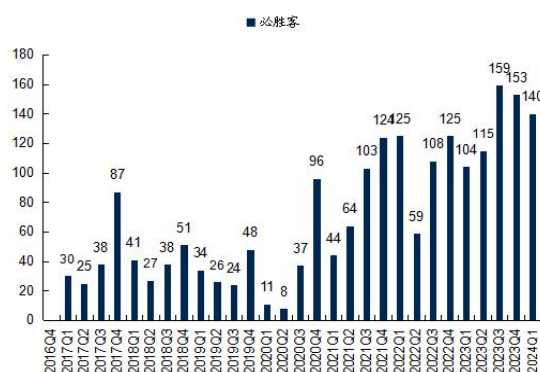


图8: 2017Q1 至今必胜客品牌单季度新开门店数量

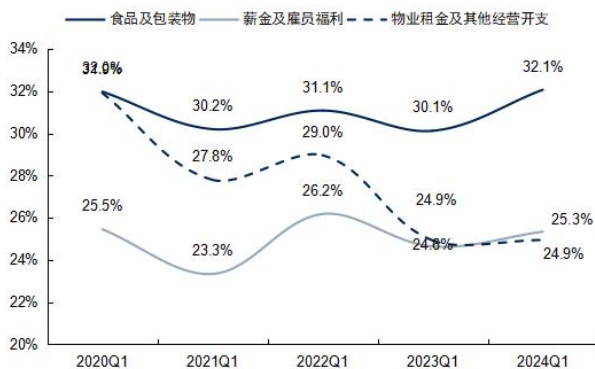


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

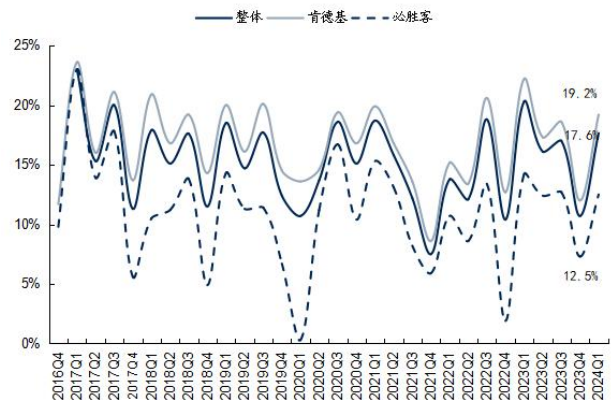
期间费率边际上行，总部控费助力管理费率优化明显。2024Q1，公司整体食品及包装物占比为 32.1%，同比+1.9pct；薪金及雇员福利占比为 25.4%，同比+0.8pct；物业租金及其他经营开支占比为 24.9%，同比持平；其中，肯德基品牌食品及包装物占比为 31.7%，同比+1.9pct；薪金及雇员福利占比为 24.7%，同比+1.1pct；物业租金及其他经营开支占比为 24.3%，同比+0.3pct；必胜客品牌食品及包装物占比为 33.7%，同比+2.6pct；薪金及雇员福利占比为 27.6%，同比-0.7pct；物业租金及其他经营开支占比为 26.2%，同比-0.2pct。

图9：2020-2024Q1 年百胜中国各项成本占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：2016Q1 至今肯德基、必胜客及整体餐厅利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

持续提升股东回报，全年扩张目标不变。2024Q1 公司通过股票回购和现金股息共向股东回馈约 7.45 亿美元（其中回购 6.81 亿美元），现金股息和股票回购再次创下分拆上市以来的最高记录，计划 2024-2026 年以季度现金股息和股票回购的形式向股东回馈至少 30 亿美元。展望 2024 年，2024 年公司预计净新增 1500-1700 家门店，资本支出预计 7-8.5 亿美元，并预计全年以季度现金股息与回购的形式向股东回馈约 15 亿美元。

投资建议：综合考虑 2024 年以来同店表现以及展店节奏，我们下调 2024-2026 年收入 117.35/128.50/140.45 亿美元（调整方向-2.7%/-2.1%/-1.4%），下调归母净利润至 8.61/9.38/10.23 亿美元（调整方向-5.8%/-5.7%/-5.4%），对应 PE 17.3/15.9/14.6x。纵使 2023 年高基数下公司同店表现阶段面临增长压力，但公司一方面采用更为灵活的门店模型保持扩张态势，依托供应链优势不断丰富产品组合打造更广客群吸引力；另一方面持续进行回购+现金分红提升股东回报（24Q1 已回购 6.81 亿美元，期末仍有 8.53 亿回购授权额度），上述策略保驾护航下，我们认为公司每股盈利双位数年化增长的中线目标具有较高可达性，维持公司“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	市值	EPS					PE					投资评级
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E	
9922.HK	九毛九	5.13	72.00	0.03	0.32	0.43	0.53	0.65	171.12	16.04	11.94	9.69	7.90	买入
6862.HK	海底捞	17.76	967.00	0.29	0.81	0.93	1.03	1.14	61.25	21.93	19.10	17.25	15.58	买入
9869.HK	海伦司	3.19	39.00	-1.26	0.25	0.32	0.42	-	-	12.76	9.97	7.60	-	买入
9987.HK	百胜中国	38.87	149.00	1.09	2.04	2.25	2.45	2.66	35.66	19.05	17.28	15.87	14.61	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万美元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1130	1128	2128	1613	2819	营业收入	9569	10978	11735	12850	14045
应收款项	371	382	322	352	385	营业成本	7829	8701	9506	10402	11371
存货净额	417	424	506	554	606	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	25	0	0	0	销售费用	500	500	540	591	643
流动资产合计	3940	3431	4428	5379	6670	管理费用	479	564	847	914	972
固定资产	2118	2310	2645	2988	3336	财务费用	43	60	2	13	34
无形资产及其他	4366	4299	4156	4012	3869	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1136	1659	1659	1659	1659	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	266	332	832	1332	1832	其他收入	(33)	77	409	430	458
资产总计	11826	12031	13719	15371	17366	营业利润	685	1230	1249	1359	1483
短期借款及交易性金融负债	0	168	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	795	876	1063	1164	1272	利润总额	685	1230	1249	1359	1483
其他流动负债	1371	1378	1782	1951	2380	所得税费用	207	329	312	340	371
流动负债合计	2166	2422	2846	3115	3653	少数股东损益	36	74	75	82	89
长期借款及应付债券	42	44	244	644	1144	归属于母公司净利润	442	827	861	938	1023
其他长期负债	2458	2446	2746	2896	2946						

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万美元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2500	2490	2990	3540	4090	净利润	442	827	861	938	1023
负债合计	4666	4912	5836	6655	7743	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	678	714	789	871	960	折旧摊销	0	0	409	430	458
股东权益	6482	6405	7094	7844	8663	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	11826	12031	13719	15371	17366	财务费用	43	60	2	13	34

关键财务与估值指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1025)	(490)	895	341	503
每股收益	1.13	2.12	2.21	2.40	2.62	其它	36	74	75	82	89
每股红利	0.00	0.00	0.44	0.48	0.52	经营活动现金流	(547)	411	2240	1790	2073
每股净资产	16.61	16.41	18.17	20.10	22.19	资本开支	0	(192)	(600)	(630)	(662)
ROIC	7%	13%	13%	17%	20%	其它投资现金流	838	550	0	(1388)	0
ROE	7%	13%	12%	12%	12%	投资活动现金流	986	292	(1100)	(2518)	(1162)
毛利率	18%	21%	19%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	11%	7%	7%	8%	负债净变化	2	2	200	400	500
EBITDA Margin	8%	11%	11%	11%	11%	支付股利、利息	0	0	(172)	(188)	(205)
收入增长	-3%	15%	7%	10%	9%	其它融资现金流	(449)	(709)	(168)	0	0
净利润增长率	-55%	87%	4%	9%	9%	融资活动现金流	(445)	(705)	(140)	212	295
资产负债率	45%	47%	48%	49%	50%	现金净变动	(6)	(2)	1000	(515)	1207
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	1136	1130	1128	2128	1613
P/E	33.7	18.0	17.3	15.9	14.6	货币资金的期末余额	1130	1128	2128	1613	2819
P/B	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	207	1335	848	1093
EV/EBITDA	159	100	98	90	82	权益自由现金流	0	(544)	1365	1238	1568

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032