

百胜中国 (09987.HK)

国内连锁餐饮龙头，多措并举带动管理能力提升

投资要点：

- 快餐业龙头，多品牌协同共筑高质量发展。**公司旗下品牌众多包括肯德基，必胜客，塔可钟等知名餐饮品牌。截至24年3月份公司所经营门店数量达到15022家，公司快餐品牌深耕国内市场多年，门店遍布全国，具有强大的市场基础和客户需求粘性，品牌势能为公司业绩韧性提供支撑，23年公司实现业绩恢复性增长，其中营收同比+14.72%；归母净利润同比+90%。
- 餐饮行业复苏红利看头部，连锁化率提升公司综合竞争力。**根据国家统计局数据，23年全国餐饮收入52890亿元，同比上升20.4%，疫后消费复苏动力足，餐饮大赛道具备强经济韧性，行业率先实现收入恢复性增长。餐饮行业历经疫情考验，新业态对公司经营面提出了新的要求，竞争维度聚焦品质化、标准化、及下沉市场的深度布局。连锁经营模式下，餐饮企业可依托品牌优势快速拓店，依托供应链优势实现降本增效。
- 聚焦核心竞争优势，数字化赋能高质量发展。**产品本土化方向叠加强研发能力，构筑产品护城河，公司强化供应链管理，维系强供应链及物流网络稳定发展，布局人才管理为公司储备高质量发展后备力量，布局数字化管理，加大在点餐、支付、会员体系三方面的技术投入，数字化赋能公司高质量发展，进一步放大公司的竞争优势。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2024-2026年归母净利润将达到8.87/9.91/11.63亿美元，分别同比增长7%/12%/17%。基于疫情后餐饮业复苏强势，并且公司不断加快加盟店布局，推动公司产品销量爬坡，故给予公司2024年22倍PE，对应目标价392.95港元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

公司拓店速度不及预期；餐饮业需求恢复不及预期；运营成本控制不及预期；原材料价格变动风险；市场竞争风险；食品安全风险。

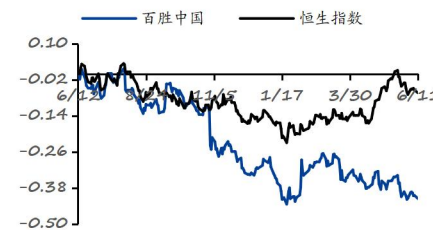
买入（首次评级）

当前价格：270.20 港元
目标价格：392.95 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	388.21/388.21
流通市值(百万港元)	104,894.64
每股净资产(港元)	116.58
资产负债率(%)	41.67
一年内最高/最低价(港元)	485.00/260.20

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万美元)	9,569	10,978	12,122	13,312	14,477
增长率	-3%	15%	10%	10%	9%
归母净利润(百万美元)	442	827	887	991	1,163
增长率	-55%	87%	7%	12%	17%
EPS(美元/股)	1.14	2.13	2.28	2.55	3.00
市盈率(P/E)	30.9	16.5	15.4	13.8	11.7
市净率(P/B)	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

币种：美元



投资要件

关键假设

假设 1: 肯德基业务: 公司深耕西式快餐市场, 已成为家喻户晓的品牌。未来公司将加快门店布局, 在加大研发、推进自动化应用进程的同时, 寻找物美价廉的原材料。疫情趋缓, 消费需求反弹, 外卖与堂食收入在经历短暂波动后逐步回稳, 店均收入平稳增长, 营收有望继续增长。我们预计 2024-2026 年肯德基餐厅直营门店为 10105/11014/11983 家, 直营餐厅单店收入为 89/90/91 万美元, 该业务总营收为 90.12/99.21/108.48 亿美元。

假设 2: 必胜客业务: 作为第一家将比萨和西式休闲餐饮带到中国的连锁餐饮品牌, 需求端提升促使菜品种类在三十多年间不断丰富, 品牌玩法多种多样。人们对西式休闲餐饮的需求增长和品牌紧随潮流的营销造势, 有望通过提升销量, 带动营收增长。预计 2024-2026 年必胜客业务直营门店为 3448 /3752 /4006 家。餐厅单店收入回归疫情前水平, 保持为 71 万美元。该业务总营收为 24.44/26.73/28.62 亿美元。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为在赛道竞争激烈和品牌定位发生变化的大环境里, 百胜中国旗下以肯德基、必胜客为首的品牌餐厅销售量提升空间不大, 业务高增速存在困难。但我们认为公司将积极总结成功营销策略, 在品牌内进行推广和优化, 需求端有望得到刺激。同时公司通过改良菜单、寻找更加具有成本价格优势的原材料等途径, 有望提高自身供给水平, 迎合市场需求。

股价上涨的催化因素

肯德基餐厅拓店速度超预期; 必胜客餐厅拓店速度超预期; 新兴品牌表现超预期; 肯德基单店收入提升超预期; 必胜客单店收入提升超预期; 餐饮业务毛利率提升超预期。

估值和目标价格

考虑到公司为国内餐饮龙头企业之一, 因此本文选取立足于国内餐饮市场的海底捞、九毛九, 以及立足于海外餐饮市场的特海国际、麦当劳和达美乐作为可比公司。2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 21.12/17.97/11.67 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润将达到 8.87/9.91/11.63 亿美元, 分别同比增长 7%/12%/17%。基于疫情后餐饮业复苏强势, 并且公司不断加快加盟店布局, 推动公司产品销量爬坡, 故给予公司 2024 年 22 倍 PE, 对应目标价 392.95 港元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

投资风险

公司拓店速度不及预期; 餐饮业需求恢复不及预期; 运营成本控制不及预期原材料价格变动风险; 市场竞争风险; 食品安全风险。



正文目录

1 多品牌协同发展，快餐龙头长坡厚雪	4
2 餐饮业复苏看头部，连锁化率提升是方向	5
3 以核心竞争力为锚，管理效率提升助力企业发展	7
4 聚焦产业数字化，放大竞争优势	10
5 盈利预测与投资建议	11
5.1 盈利预测	11
5.2 投资建议	12
6 风险提示	13

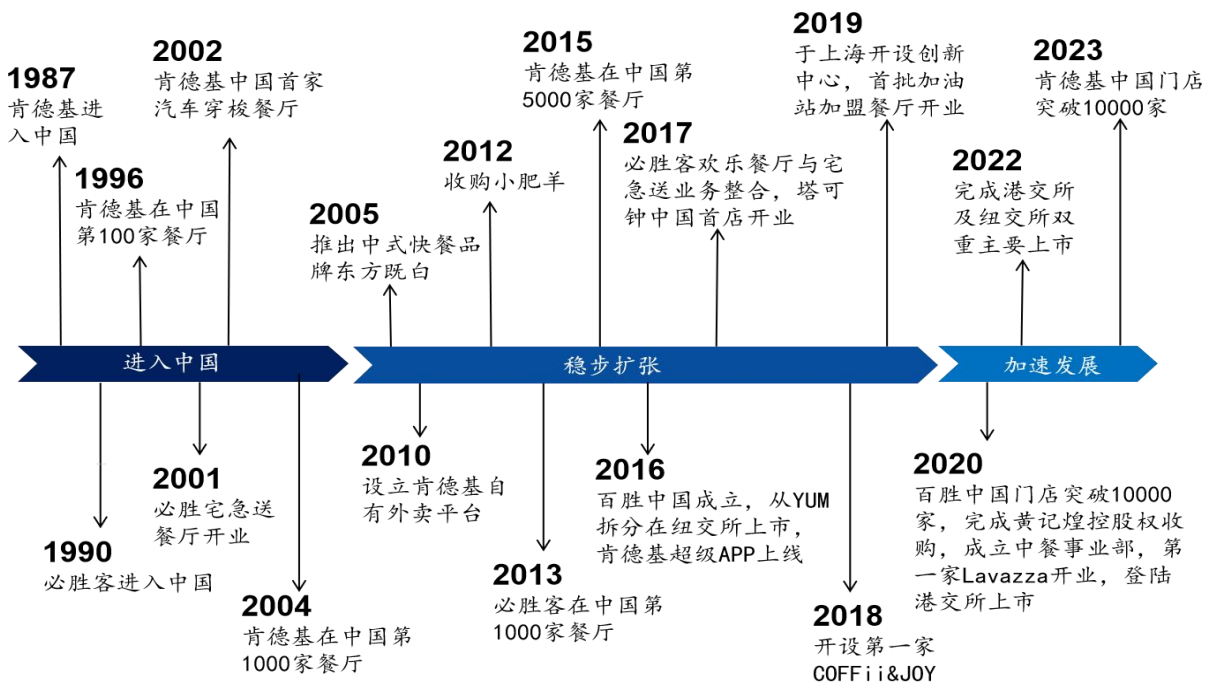
图表目录

图表 1: 百胜中国发展时间线	4
图表 2: 公司核心管理层	5
图表 3: 公司近年营收情况	5
图表 4: 公司近年归母净利润情况	5
图表 5: 近年我国餐饮行业市场规模及增长率	6
图表 6: 公司旗下主要品牌餐厅营收（亿美元）	6
图表 7: 2019-2023 中国餐饮连锁化率（%）	7
图表 8: 中美日餐饮业连锁率和 CR5（%）	7
图表 9: 肯德基促销活动宣传图	8
图表 10: 必胜客促销活动宣传图	8
图表 11: 外卖收入/餐厅收入占比逐年增长（%）	8
图表 12: 2022 年国内外卖消费者偏好外卖类型占比（%）	9
图表 13: 2014-2022 年中国外卖市场规模增长率（%）	9
图表 14: 23 年 1 月全国各级城市肯德基、必胜客门店数占比分布（%）	9
图表 15: 数字化支付销售额占比（%）	10
图表 16: 2020-2023 公司餐厅数量变化	11
图表 17: 2020-2023 公司员工数量变化	11
图表 18: 盈利预测	12
图表 19: 可比公司估值表	13
图表 20: 财务预测摘要	14

1 多品牌协同发展，快餐龙头长坡厚雪

快餐业龙头，多品牌布局。百胜中国是中国最大的餐饮公司，截至2024年3月底，经营餐厅15022家。公司前身为百胜餐饮集团中国事业部，于2016年分拆出来在纽交所独立上市，于2020年在港交所二次上市，于2022年成为港交所和纽交所双重主要上市的公司。百胜中国拥有肯德基、必胜客和塔可钟三大品牌的独家运营和授权经营权，此外还包括小肥羊、黄记煌连锁餐饮品牌，并发展新兴品牌Lavazza和烧范儿。百胜中国作为快餐行业龙头，多品牌协同发展，强品牌力铸造公司综合竞争力。

图1：百胜中国发展时间线



数据来源：公司官网、Foodaily 每日食品、华福证券研究所

管理层多信息化背景，实战经验丰富。屈翠容自2018年3月起担任首席执行官，曾担任肯德基中国区总裁、肯德基首席执行官，业务能力突出，行业经验丰富。肯德基总经理汪涛、首席供应链官黄多多加入百胜中国已经超过25年，基层管理经验丰富。必胜客总经理蒯俊在百胜中国的信息技术部门任职九年，凭借信息技术基建及生产力助力线上点餐及电商功能的建立。黄进栓现任首席顾客官，曾担任首席信息官领导信息技术部门，熟悉信息化业务，有利于提升客户体验。**管理层丰富的实战经验和信息化背景，为百胜中国长线战略布局，维持竞争优势奠定基础。**



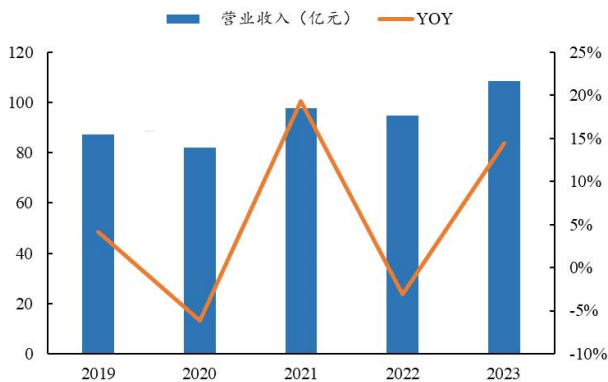
图表 2: 公司核心管理层

姓名	职务	任职时间	加入集团年份
屈翠容	首席执行官	2018年3月	2014年
杨家威	首席财务官	2019年10月	2019年
汪涛	肯德基总经理	2022年5月	1998年
蒯俊	必胜客总经理	2017年11月	2003年
黄多多	首席供应链官	2021年11月	1995年
黄进栓	首席顾客官	2022年5月	2006年
张雷	首席资讯技术官	2018年3月	1996年

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

业绩韧性强，疫情后快速修复。2019-2021 年间，疫情带来营收端较大波动，但归母净利表现稳健，持续增长。2022 年受疫情再度冲击，业绩承压下行，但营收端仍具较强韧性。23 年外部环境稳定复苏，公司营收表现优异，盈利快速增长，据公司年报，23 年总收入同比增长 15%，归母净利润同比增长 87%。公司业绩韧性强，疫情结束后快速修复，实现恢复性增长。

图表 3: 公司近年营收情况



数据来源: iFind、华福证券研究所

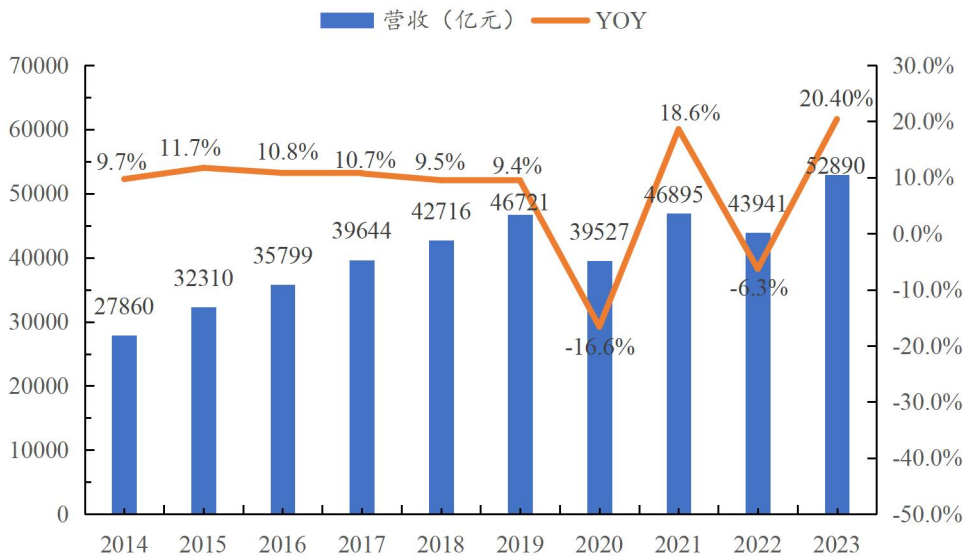
图表 4: 公司近年归母净利润情况



数据来源: iFind、华福证券研究所

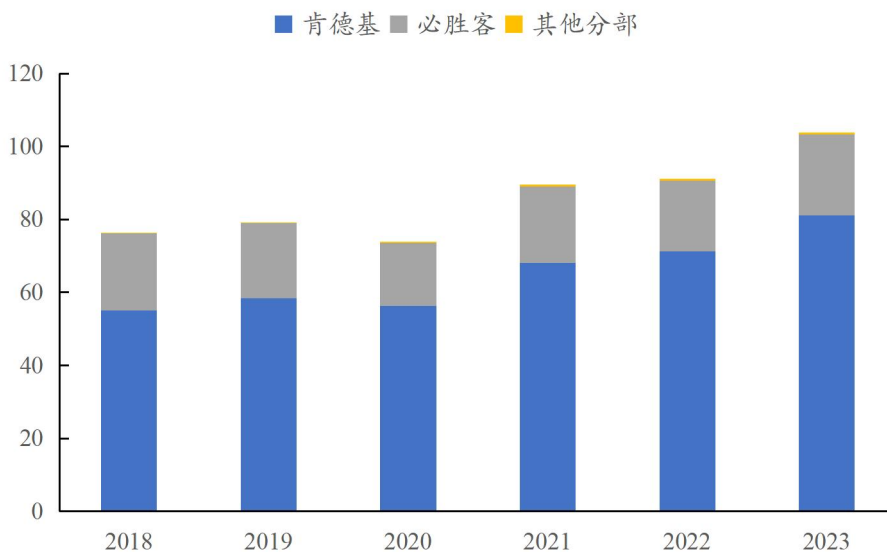
2 餐饮业复苏看头部，连锁化率提升是方向

餐饮行业经济粘性强，行业具备长期韧性，复苏期头部企业机会显现。我国餐饮市场规模从 2014 年的 2.9 万亿增长至 2019 年的 4.7 万亿。由于疫情的影响，餐饮市场规模 2020 年下滑 15.4% 至 4.0 万亿，2021 年 V 形上升至 4.7 万亿，同比增长 18.6%，2022 年再次承压，市场规模较 2021 年下降约 6%。国家统计局数据显示，2023 年，全年餐饮收入 5.3 万亿元，同比增长 20.4%。近几年外部环境扰动带来餐饮市场规模的波动，但总量巨大的餐饮行业预期增长依然强劲，疫情结束以后餐饮行业迎来复苏，增长空间巨大。


图表 5: 近年我国餐饮行业市场规模及增长率


数据来源: 国家统计局、智研咨询、万庾数科、中国饭店协会、华福证券研究所

快餐正餐化，西式快餐凸显行业竞争力。随着生活节奏的加快，西式快餐以方便、快捷、省力及美味的特点，日益受到人们的青睐。据艾媒咨询数据显示，2023年中国西式快餐市场规模为3687.8亿元，同比增长36.3%，高于全年餐饮行业平均发展水平。近几年西式快餐餐厅数量亦呈快速上升趋势，中国西式餐饮市场还有巨大发展空间，预计2024年市场规模有望达到4277.8亿元。近五年公司旗下肯德基与必胜客两大品牌餐厅营收之和占比超99%，且均为西式快餐行业龙头，可享受行业发展带来的红利，增速有望超预期。

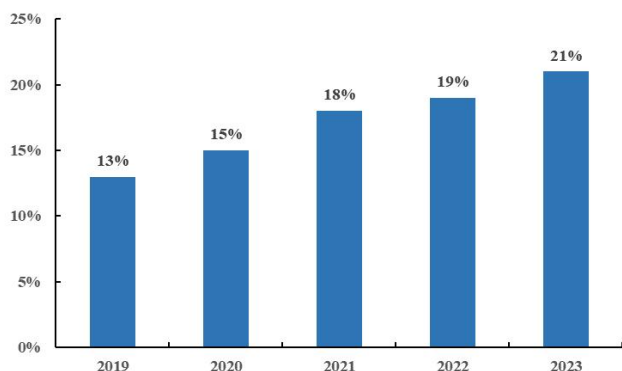
图表 6: 公司旗下主要品牌餐厅营收 (亿美元)


数据来源: 公司年报、华福证券研究所

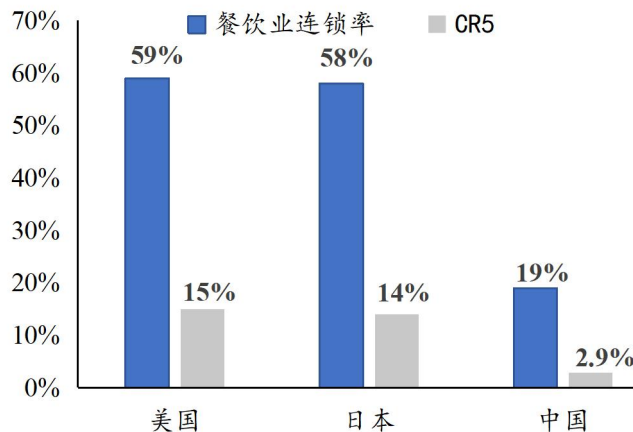
集中度待提升，连锁化是方向。从餐饮品牌集中度来看，我国餐饮行业竞争格局较为分散，据美团发布的《2024中国餐饮加盟行业白皮书》显示，截止2023年年



末，中国餐饮连锁化率为 21%。据万庾数科的数据显示，2022 年中国餐饮品牌 CR5 仅为 2.9%，同期美、日分别为 15%、14%。从连锁化率维度来看，据万庾数科披露的数据，2022 年我国餐饮连锁化率为 19%，而美国和日本的餐饮连锁化率分别达 59% 和 58%。横向看餐饮市场，我国餐饮行业市场集中度有望持续提升，疫后复苏红利有望惠及头部，我国餐饮连锁化率较美日仍有较大提升空间，餐饮连锁化率定义企业的风险管控、议价及产品能力，连锁化餐饮企业在营销、标准化、数字化等方面具备优势，是稳定市场份额，维持竞争优势的重要战略方向。

图表 7: 2019-2023 中国餐饮连锁化率 (%)


数据来源：美团、华福证券研究所

图表 8: 中美日餐饮业连锁率和 CR5 (%)


数据来源：万庾数科、华福证券研究所

3 以核心竞争力为锚，管理效率提升助力企业发展

产品本土化方向叠加强研发能力，产品端具备护城河。公司位于上海的创新中心是一体化研发中心，支持百胜中国菜单创新工作，快速推出新产品，迎合顾客的本地口味。百胜中国通过菜品的创新、改良及本土化实现产品力的提升，于 2022 年，百胜中国所有的餐饮品牌共推出超过 500 款新式及经改良的产品。此外，公司还推出标志性促销活动如肯德基的“疯狂星期四”及“周日疯狂拼”以及必胜客的“尖叫星期三”，以具吸引力的价格提供精选菜品。目前中国咖啡市场的渗透率相对较低，百胜中国的咖啡产品（“K 咖啡”）以及 Lavazza 咖啡品牌，覆盖不同客户群体。Lavazza 提供享用优质及正宗意大利咖啡的机会，迎合 Z 世代的消费需求。通过打造优质产品力吸引顾客，企业为自身发展筑牢了护城河。



图表 9: 肯德基促销活动宣传图



数据来源: 肯德基微信公众号、华福证券研究所

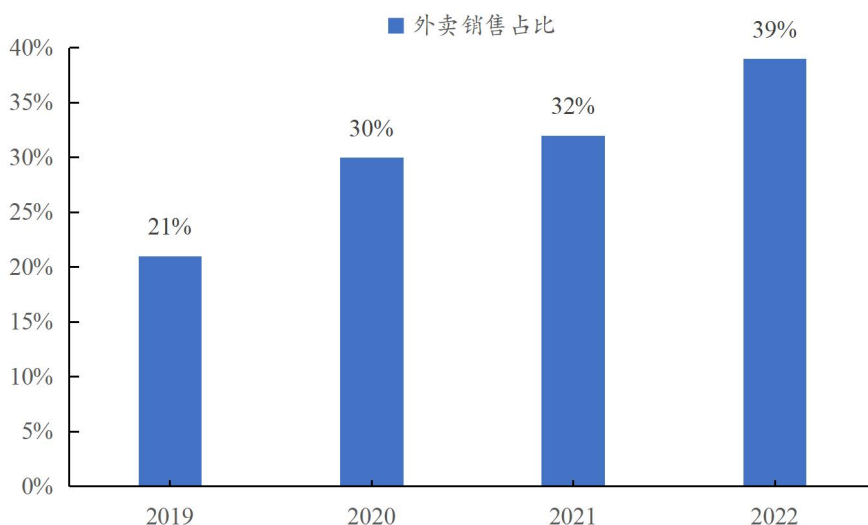
图表 10: 必胜客促销活动宣传图



数据来源: 必胜客微信公众号、华福证券研究所

渠道持续优化，赋能运营管理。 公司从供应链管理、人才储备、外卖服务三方面打造渠道力，提升运营管理效率。1) 供应链管理: 公司通过长期批量购买、本地采购的方式以及执行严格的供应商资格认证流程，控制原材料成本，保持质量控制。与多名供应商合作的供应链策略以及建立的庞大物流网络增强了供应链网络的稳定性。2) 人才储备: 百胜中国的“接力棒计划”、“百胜中国管培生计划”、“肯德基商学院”及“必胜客管理学院”等人才培养体系，为营销、管理等提供了熟悉业务的运营领导人才储备。3) 外卖服务: 公司年报数据显示，以肯德基和必胜客为例，2023 年通过外卖取得的餐厅收入分别占餐厅收入总额的占比为 36%和 37%。百胜中国通过自有及第三方外卖平台多渠道产生外卖订单，同时建立起一支为餐厅提供外送服务的管理团队，确保高峰时段的骑手配送能力、配送质量和及时性。公司通过打造渠道力，有效赋能运营管理，实现稳定、持续发展。

图表 11: 外卖收入/餐厅收入占比逐年增长 (%)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所 (注: 2022 年及以前数据为全部品牌的外卖收入占比, 2023 年为肯德基和必胜客的外卖收入占比, 故未列示。)

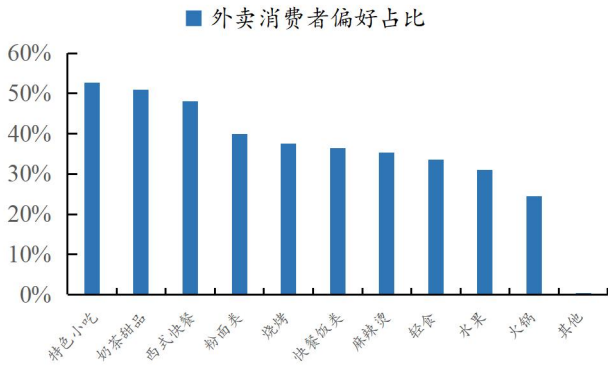
外卖市场占比提升，营收有望乘风而起。 据艾媒咨询数据显示，2014 年至疫情



前，我国在线外卖市场规模增长率均高于 30%，远超同期整体餐饮行业市场规模增长率，20 年来外部环境扰动使餐饮市场规模有所下降，外卖市场规模增长率依旧坚挺，保持 15%以上增速，抗波动能力显著。在 2022 年中国外卖消费者偏好的外卖类型中，有高达 48%消费者会选择西式快餐，仅次于特色小吃与奶茶甜品，在正餐中排名第一，公司主营业务优势凸显。随着我国外卖市场规模继续保持高增，公司外卖业务将有更大成长空间，推动公司整体高速发展。

图表 12: 2022 年国内外卖消费者偏好外卖类型占比 (%)

图表 13: 2014-2022 年中国外卖市场规模增长率 (%)

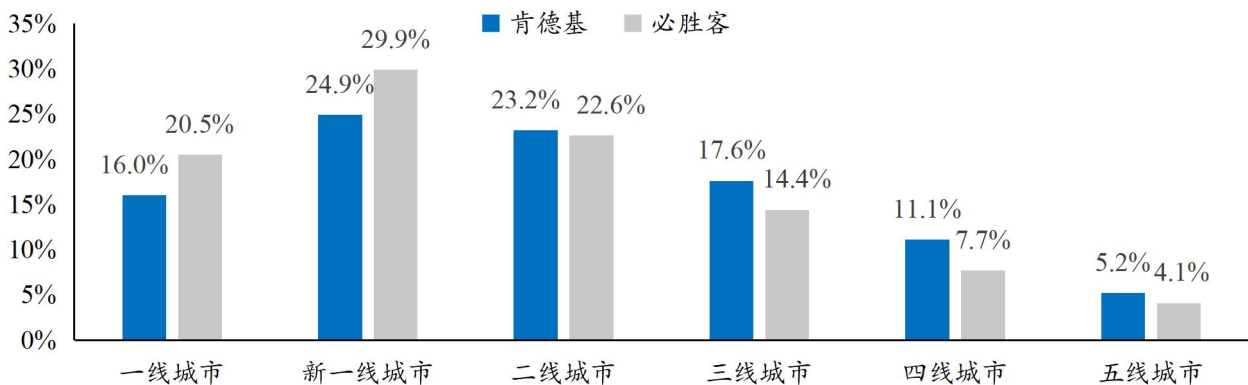


数据来源: 艾媒咨询、华福证券研究所

数据来源: 艾媒咨询、华福证券研究所

依托核心竞争力，体量优势显著。公司年报数据显示，百胜中国餐厅数目 2016 年底的 7562 家增加至 2023 年底的 14644 家，复合年增长率约为 8.61%。按 2023 年的系统销售额计，肯德基和必胜客分别为中国领先及最大的快餐品牌和休闲餐饮品牌。截至 2024 年 3 月底，共有 10603 家肯德基、3425 家必胜客遍布中国。百胜中国预期通过内生增长、增加加盟店及开发新兴产品进一步扩张业务，并通过下沉策略，拉近与下沉市场消费者之间的距离，寻求新的增量。公司依靠核心竞争力的提升，体量持续增长，优势显著。

图表 14: 23 年 1 月全国各级城市肯德基、必胜客门店数占比分布 (%)



数据来源: 红餐大数据、华福证券研究所



4 聚焦产业数字化，放大竞争优势

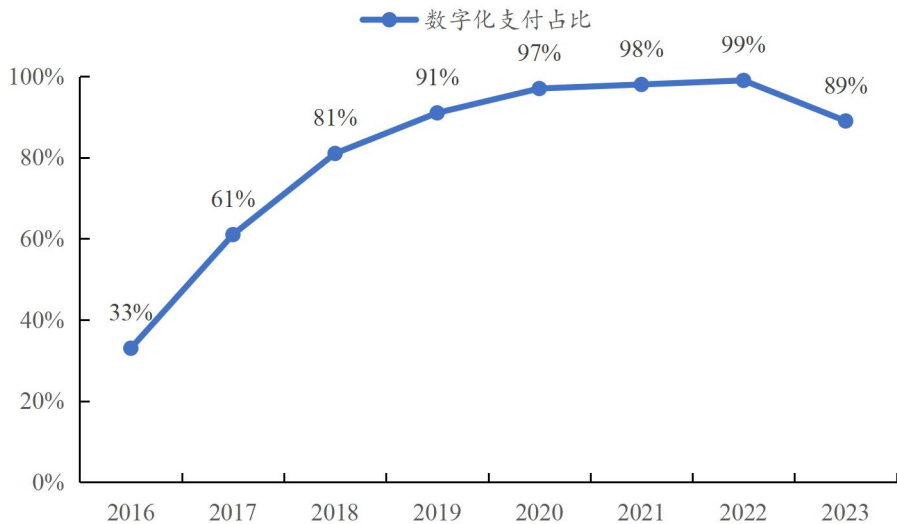
数字化放大竞争优势，消费体验提质。从点餐、支付、会员三方面进行数字化创新与技术投入，有助于改善顾客体验，同时减少人工成本，实现销售增长。

1) 手机点餐，到店即取。肯德基于 2016 年推出手机自助点餐服务，必胜客于 2018 年推出桌边扫码点餐。超级 Apps 的手机点餐功能、微信小程序和部分商业区店内点餐机共同为顾客提供方便快捷的数字化点餐选项，智能点餐系统缩短顾客等待时间。

2) 数字支付，便捷高效。百胜中国早于 2015 年与支付宝合作、2016 年与微信支付合作、2019 年推出“神钱包”，数字化支付占公司销售额的百分比从 2016 年的 33% 上升至 2023 年的 89%，数字化及移动支付减少顾客等待时间，而且减少现金管理所需人员。

3) 会员制度，优化顾客体验。超级 Apps 通过会员计划提高顾客忠诚度，付费尊享会员计划进一步将会员基础变现。截至 2023 年 12 月，肯德基和必胜客共有超 4.7 亿会员。会员机制有效提高订单频率，改善顾客体验，并提供大量顾客行为数据。消费端的数字化建设优化顾客体验，节约单店成本并提升销售收入。

图表 15: 数字化支付销售额占比 (%)



数据来源：公司年报、华福证券研究所

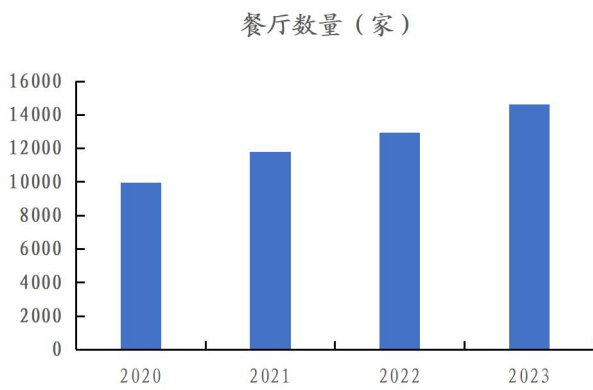
数字化增益运营端，管理效率提升。百胜中国于 2021 年在上海、南京及西安三地开设数字化研发中心，以增强内部的数字化能力。公司在未来五年规划了 10-15 亿美元对数字化基础设施方面的投资，其中对数字化研发中心计划投资 1-2 亿美元，研发团队规模将可达到 500 人，以支持公司发展。公司在供应链管理系统中应用数字化及自动化技术，着手业务运营的端到端数字化。通过采用人工智能驱动的技术分析及预测交易量，改善人员排班及库存管理。例如，人工智能系统“运营大脑”整合门店经营数据，协助餐厅经理做出决策，大幅提高管理效率。数字化技术实现



业务运营现代化及快速发展，企业对于数字化建设大力投入，放大竞争优势。

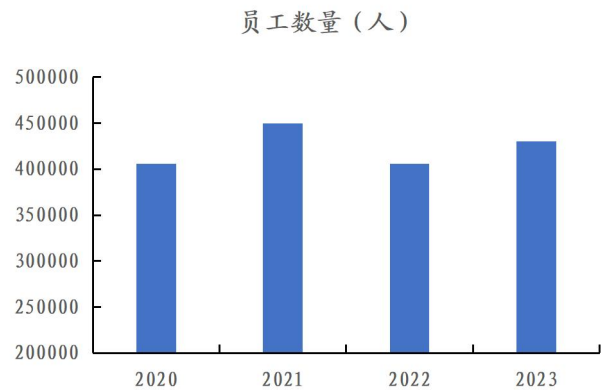
数字化有效控本，员工数管控稳健有效。公司通过数字化设备减少了餐厅经理和员工的管理和运营负担，例如智能手表与智能眼镜等设备，餐厅经理可以通过这些设备密切监控餐厅的实时订单及所需服务，并及时进行人员的分配与调整，大幅提高管理效率及顾客满意度。此外，现在已有三分之一的必胜客餐厅使用了传菜机器人来为顾客提供上菜服务，进一步改善顾客体验的同时有效减少餐厅所需员工数量。2020年末，公司拥有9954家门店，40.6万员工，而公司在2023年末拥有14644家门店，较2020年末门店数增长47.12%，但员工数量仅为43万名，与2020年同期对比仅上升5.91%，平均单店员工数量下降，数字化效果显著。

图表 16: 2020-2023 公司餐厅数量变化



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 17: 2020-2023 公司员工数量变化



数据来源：公司公告、华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) **肯德基**：自 1980 年在北京开设大陆第一家店，肯德基已成为西式快餐龙头之一。在疫情后餐饮业快速复苏的大背景下，大量的会员客户资源、积极成功的营销策略、顺应潮流的新品研发和门店布局的逐步完善，肯德基餐饮业务还有较大成长空间。我们预计 2024-2026 年肯德基餐厅直营门店为 10105/11014/11983 家，直营餐厅单店收入为 89/90/91 万美元，该业务总营收为 90.12/99.21/108.48 亿美元。

(2) **必胜客**：集团旗下西式休闲餐饮品牌，客户画像不断迭代，单店模型优异。未来，必胜客品牌将加快门店扩张速度，填补空白市场。品牌市场空间巨大，借助原有优势，创新更多玩法，拓展多种类客户，预计必胜客业务将维持高增长，预计 2024-2026 年必胜客业务直营门店为 3448/3752/4006 家。餐厅单店收入回归疫情前水平，保持为 71 万美元。该业务总营收为 24.44/26.73/28.62 亿美元。

(3) **营业利润率**：公司积极推进数字化应用，控制人力成本，将房租与餐厅收



入挂钩，有效减少相关成本。目前疫情已经放开，公司堂食消费场景恢复，外卖消费增长态势良好。预计 2024-2026 年公司营业成本对于营业收入分别占比为 79.13%/78.20%/77.61%。

图表 18: 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万美元)	10978	12122	13312	14477
YoY	14.72%	10.42%	9.81%	8.75%
营业支出 (百万美元)	8701	9593	10410	11236
YoY	11.14%	10.25%	8.52%	7.93%
营业利润率	20.74%	20.87%	21.80%	22.39%
营业成本/收入	79.26%	79.13%	78.20%	77.61%
分业务拆分:				
肯德基业务				
直营门店数	9237	10105	11015	11983
收入 (百万美元)	8116	9012	9921	10848
YoY	13.99%	11.04%	10.09%	9.34%
业务收入比例	73.93%	74.34%	74.52%	74.93%
必胜客业务				
直营门店数	3155	3448	3752	4006
收入 (百万美元)	2214	2444	2673	2862
YoY	14.18%	10.38%	9.36%	7.09%
业务收入比例	20.17%	20.16%	20.08%	19.77%

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

5.2 投资建议

相对估值比较: 考虑到公司为国内餐饮龙头企业之一, 因此本文选取立足于国内餐饮市场的海底捞、九毛九, 以及立足于海外餐饮市场的特海国际、麦当劳和达美乐作为可比公司。2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 21.12/17.97/11.67 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润将达到 8.87/9.91/11.63 亿美元, 分别同比增长 7%/12%/17%。基于疫情后餐饮业复苏强势, 并且公司不断加快加盟店布局, 推动公司产品销量爬坡, 故给予公司 2024 年 22 倍 PE, 对应目标价 392.95 港元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。



图表 19: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
6862.HK	海底捞	16.38	0.91	1.01	1.13	1.26	16.32	16.22	14.52	13.02
9922.HK	九毛九	4.87	0.34	0.45	0.57	0.68	17.51	10.73	8.56	7.14
9658.HK	特海国际	14.62	0.39	0.59	0.8	0.98	32.13	24.6	18.32	14.86
MCD	麦当劳	254.28	11.83	12.19	13.26		25.06	20.85	19.18	
DPZ	达美乐披萨	527.95	14.24	15.91	18.04		28.95	33.18	29.27	
	平均值						23.99	21.12	17.97	11.67
9987.HK	百胜中国	270.20	2.13	2.28	2.55	3.00	16.49	15.38	13.76	11.72

数据来源: Wind, Bloomberg, 华福证券研究所

注: 可比公司数据基于 Wind/Bloomberg 一致预期; 港股股价为 2024 年 6 月 11 日收盘价, 美股股价为 2024 年 6 月 11 日收盘价; 汇率 1HKD=0.1279USD, 美股可比公司收盘价及 EPS 单位为美元; 港股收盘价及 EPS 单位为港币。

6 风险提示

- 1) 公司拓店速度不及预期:** 餐饮企业拓店扩张是营收主要核心增长因素, 公司如遇拓店选址等问题导致拓店速度不及预期将影响公司主营业务成长。
- 2) 餐饮业需求恢复不及预期:** 行业整体需求不及预期会影响公司门店营收。
- 3) 运营成本控制不及预期:** 运营成本控制不及预期会影响公司业绩。
- 4) 原材料价格变动风险:** 原材料价格变动超出预期将带来成本端承压, 提高产品价格或可能导致销量下降, 进而导致收入减少。
- 5) 市场竞争风险:** 餐厅收入为公司整体收入的高占比板块, 当遇到市场竞争加剧风险, 市场有可能会陷入价格竞争中, 从而导致价格波动, 将影响公司业务成长。
- 6) 食品安全风险:** 运营肯德基和必胜客餐厅业务为公司现阶段主营业务, 突发重大食品安全问题可能会导致舆论事件的发生, 影响相关业务后续发展。

图表 20: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,128	1,212	800	962	营业总收入	10,978	12,122	13,312	14,477
应收款项合计	382	435	478	520	主营业务收入	10,978	12,122	13,312	14,477
存货	424	480	541	607	营业总支出	9,843	10,829	11,861	12,770
其他流动资产	1,497	1,424	1,427	1,629	营业成本	8,701	9,593	10,410	11,236
流动资产合计	3,431	3,551	3,246	3,718	营业开支	1,142	1,236	1,451	1,535
固定资产净额	2,310	2,571	2,840	3,086	营业利润	1,135	1,293	1,451	1,707
权益性投资	0	400	600	600	净利息支出	-169	-10	-4	6
其他长期投资	332	330	350	370	权益性投资损益	4	4	4	4
商誉及无形资产	4,299	4,549	4,812	5,062	其他非经营性损益	-78	0	0	0
土地使用权	115	111	107	103	非经常项目前利润	1,230	1,307	1,459	1,704
其他非流动资产	1,544	1,601	1,600	1,699	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	8,600	9,562	10,309	10,920	除税前利润	1,230	1,307	1,459	1,704
资产总计	12,031	13,113	13,555	14,638	所得税	329	359	401	469
应付账款及票据	786	863	885	955	少数股东损益	74	61	67	72
循环贷款	168	629	150	100	持续经营净利润	827	887	991	1,163
其他流动负债	1,468	1,465	1,590	1,718	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	2,422	2,957	2,625	2,773	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	44	46	48	50	归属普通股股东净利润	827	887	991	1,163
其他非流动负债	2,446	2,300	2,300	2,300	EPS (最新股本摊薄)	2.13	2.28	2.55	3.00
非流动负债合计	2,490	2,346	2,348	2,350					
负债总计	4,912	5,303	4,973	5,123					
归属母公司所有者权益	6,405	7,035	7,740	8,602					
少数股东权益	714	775	841	914					
股东权益总计	7,119	7,810	8,582	9,515					
负债及股东权益总计	12,031	13,113	13,555	14,638					

现金流量表				
单位:百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,473	1,136	1,348	1,604
净利润	827	887	991	1,163
折旧和摊销	453	237	257	279
营运资本变动	215	-35	41	88
其他非现金调整	-22	47	59	75
投资活动现金流	-743	-1,122	-1,001	-1,086
资本支出	-710	-744	-785	-770
长期投资	-66	-398	-220	-20
其他长期资产	33	20	4	-296
融资活动现金流	-716	70	-759	-356
借款增加	170	463	-477	-48
股利分配	-206	-225	-246	-252
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	-680	-168	-36	-56

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	14.7%	10.4%	9.8%	8.7%
归母公司净利润增长率	87.1%	7.2%	11.7%	17.4%
获利能力				
毛利率	20.7%	20.9%	21.8%	22.4%
净利率	7.5%	7.3%	7.4%	8.0%
ROE	12.8%	13.2%	13.4%	14.2%
ROA	6.9%	7.1%	7.4%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	40.8%	40.4%	36.7%	35.0%
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	2.1	2.3	2.6	3.0
每股经营现金流	3.8	2.9	3.5	4.1
每股净资产	16.5	18.1	19.9	22.2
估值比率				
P/E	16	15	14	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	45	45	40	34

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn