

# 百胜中国 (09987.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

## ROE 解析系列： 快餐龙头穿越周期，长期价值凸显

### 公司简介

公司为国内规模最大的连锁餐企，截至1Q24末门店总数15022家，目前运营肯德基、必胜客、Lavazza等6个品牌。公司ROE水平较高、波动低（19~23年平均15.0%、且稳定性显著好于同业），我们认为公司竞争壁垒较高、具备穿越周期能力，类现金资产占比较高情况下积极提升股东回报（24E~26E分红+回购不低于30亿美元，按年均10亿美元折算当前股息率约8.7%）。

### 投资逻辑

**行业：西式快餐需求偏刚性、集中度较高。**根据艾媒咨询数据23年规模3688亿元，占餐饮大盘7.0%、较16年+1.7pct。SKU较少+口味地域性偏弱+供应链成熟，西式快餐在国内天然连锁化率较高，肯德基23年于西式快餐中市占率16.4%、排名第一，必胜客21年于国内披萨餐厅中市占率37.4%。

**核心竞争力：1) 品牌：**两大品牌进入中国均超30年，与西式快餐品类深度绑定，会员计划提升用户忠诚度，截至23年末肯德基、必胜客会员数4.4/1.5亿人，会员销售占比64%/66%。**2) 产品：**持续打造“1亿美金俱乐部”大单品，年均上新500+款新品，积极提升主品牌性价比。**3) 供应链：**采购至餐厅全链条布局，战略投资圣农发展，拥有33个物流中心并持续投入，23年毛利率69.0%、稳定较高。**4) 数字化：**面向客户前瞻布局自助点单、自有外卖平台，面向内部，数字化、人工智能系统提升管理效率，18~23年店均服务组、管理组用工数分别下降44%/37%。

**未来看点：1) 单店小型化，**1H23肯德基/必胜客小型门店分别较整体门店平均单店投入降低30/40万元，现金利润率高2pct/3pct，预计随着规模优势提升、小店占比提升，门店盈利能力仍有提升空间。**2) 开店，**高线加密、下沉拓店、加强功能区布局，预计肯德基/必胜客长期开店空间分别为22658/5851家，较24年6月底增长潜力分别为+74.0%/+82.5%。

### 盈利预测、估值和评级

公司长期竞争力稳固、穿越周期，持续提升股东回报。预计24E~26E归母净利8.5/9.4/10.3亿美元、YOY+2.5%/10.3%/10.3%，对应PE 12.9/11.0/9.5X。对PE和DCF估值法各赋予50%权重后得到目标价352.75港元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

餐饮需求恢复不及预期；原材料成本上升；食品安全风险。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (港币)：232.800元

目标价 (港币)：352.75元



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,569	10,978	11,737	12,890	14,033
营业收入增长率	-2.88%	14.72%	6.92%	9.82%	8.87%
归母净利润(百万元)	442	827	848	935	1,031
归母净利润增长率	-55.35%	87.10%	2.51%	10.34%	10.27%
摊薄每股收益(元)	1.05	1.99	2.32	2.71	3.15
每股经营性现金流净额	3.38	3.62	4.48	5.33	6.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.82%	12.91%	14.77%	16.53%	18.18%
P/E	54.13	21.58	12.85	10.99	9.47
P/B	3.63	2.70	1.90	1.82	1.72

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1、百胜中国：西式快餐龙头，股东回报较高.....	5
1.1、三十余载稳扎稳打，立足本土书写中国故事.....	5
1.2、股权结构分散，管理团队经验丰富、激励到位.....	7
1.3、ROE 较高、波动低，注重股东回报.....	9
2、行业：西式快餐需求相对刚性，品牌集中度长期较高.....	11
2.1、西式快餐符合性价比需求、增长稳健，连锁化率天然较高.....	11
2.2、肯德基、必胜客市占率优势显著，边际新品牌竞争改善.....	11
3、核心竞争力：品牌、产品、供应链、数字化构成护城河.....	14
3.1、品牌力：品牌深入人心，会员忠诚度较高.....	14
3.2、产品力：大单品打造+快速上新，积极提高性价比.....	16
3.3、供应链：采购至餐厅全链条布局，助力成本稳定.....	17
3.4、数字化：构建数字化生态，打造下一代餐厅.....	19
4、未来看点：单店优化 UE 改善，开店加速未来可期.....	20
4.1、单店模型优化：单店小型化，UE 盈利提升、回收期缩短.....	20
4.2、开店空间：三线以上城市继续加密，低线空白市场开拓为增长亮点.....	21
5、盈利预测与估值.....	24
5.1、盈利预测.....	24
5.2、估值与投资建议.....	29
6、风险提示.....	31

## 图表目录

图表 1：百胜中国在中国已有 37 年经营历史.....	5
图表 2：公司营业收入及增速.....	5
图表 3：公司归母净利润、经调整净利及增速.....	5
图表 4：公司目前共运营六大餐饮品牌.....	6
图表 5：公司门店总数 2016~2023 年 CAGR 18%（家）.....	6
图表 6：2023 年肯德基、必胜客贡献公司营收 75%、21%.....	6
图表 7：肯德基、必胜客门店均以直营模式为主.....	7
图表 8：百胜中国股权结构图（截至 2024 年 7 月 23 日）.....	7
图表 9：肯德基、必胜客同店销售额经历由负转正.....	8
图表 10：肯德基、必胜客门店增速经历下滑后回升.....	8
图表 11：肯德基 2015~2016 年重整门店数高于新开数.....	8

图表 12: 必胜客推出小型化门店模型 (2017 年报)	8
图表 13: 2023 年公司首席执行官目标薪酬组合	8
图表 14: 2023 年公司其他高管平均目标薪酬组合	8
图表 15: 2024 年高级管理层长期激励和短期激励绩效构成	9
图表 16: 相较同业, 公司 ROE 稳健较高	9
图表 17: 公司类现金资产占总资产比例较高	10
图表 18: 公司经营性现金流稳健	10
图表 19: 公司资本性开支	10
图表 20: 2018-2024E 现金派息与回购金额 (亿美元)	11
图表 21: 西式快餐于整体餐饮中占比上升	11
图表 22: 西式快餐连锁化率显著高于国内餐饮整体水平	11
图表 23: 肯德基于中国西式快餐中市占率第一 (2023)	12
图表 24: 中国主要西式快餐品牌门店数与客单价 (2023)	12
图表 25: 中国主要西式快餐品牌对比	12
图表 26: 肯德基月度新开店数超过塔斯汀 (个)	13
图表 27: 必胜客在中国披萨餐厅市场份额领先 (2021)	13
图表 28: 中国前五大西式休闲餐厅品牌对比	14
图表 29: 2024 年西式快餐连锁品牌力指数排行榜	15
图表 30: 肯德基和必胜客会员数量持续增长	15
图表 31: 2020-2023 年肯德基和必胜客会员销售额占比	15
图表 32: 肯德基、必胜客会员卡权益与价格	16
图表 33: 肯德基 1H22-1H23 年复购频率 (次/年)	16
图表 34: 肯德基及其可比品牌 SKU 情况	17
图表 35: KFC 产品分为入门-核心-升级三档 (1H23)	17
图表 36: 必胜客扩品类、拓场景、触达细分消费者	17
图表 37: 百胜中国毛利率处于行业较高水平	18
图表 38: 肯德基 1Q19-1Q24 各项成本占收入比例	18
图表 39: 必胜客 1Q19-1Q24 各项成本占收入比例	18
图表 40: 公司“上游农场-加工厂-仓储-餐厅供应链”布局完备	19
图表 41: 数字订单销售额占比	19
图表 42: 肯德基与必胜客外卖单销售额占比	19
图表 43: 百胜中国数字化生态系统	20
图表 44: 数字化使百胜中国餐厅店均人员需求逐年下降 (人/店)	20
图表 45: 公司薪酬占收入比较同业更低	20
图表 46: KFC、必胜客小店模型现金回收期可控制在 2 年 (滚动至 1H23)	21

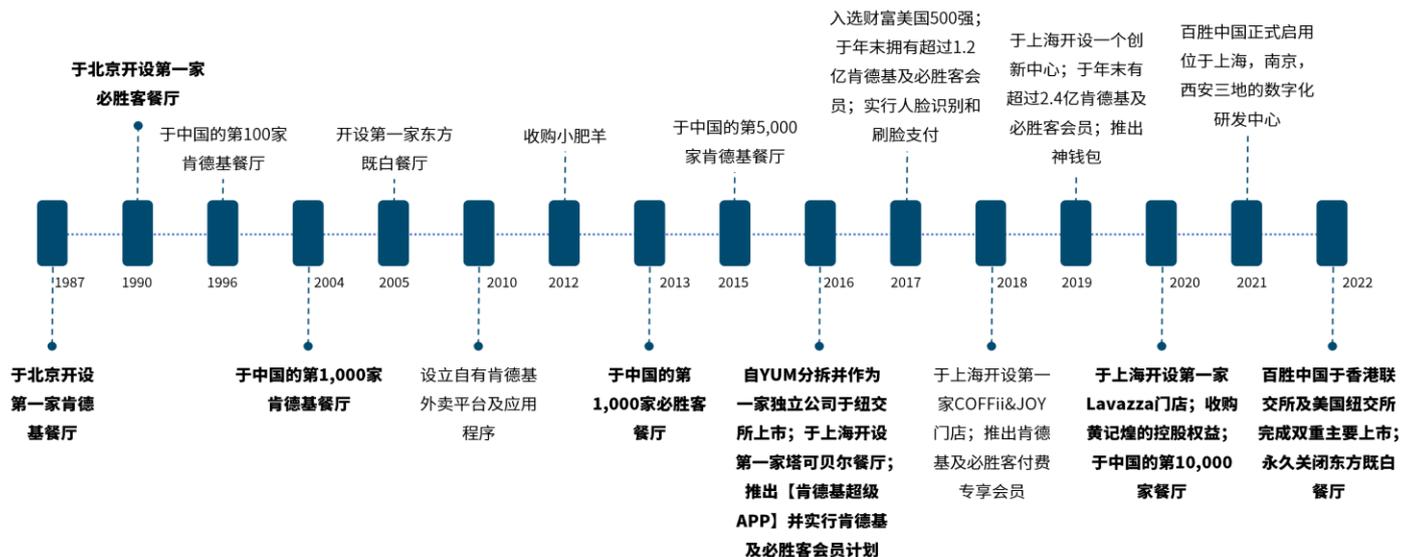
图表 47: KFC、必胜客餐厅层面经营利润率 .....	21
图表 48: 西式快餐品牌单店模型对比 (2023) .....	21
图表 49: 肯德基、必胜客三线以上城市开店空间测算表 .....	22
图表 50: 肯德基门店分布 (2024 年 6 月) .....	22
图表 51: 必胜客门店分布 (2024 年 6 月) .....	22
图表 52: 1Q24 肯德基、必胜客渗透城镇数 (个) .....	23
图表 53: 每百万人拥有 KFC 和必胜客数量 (个) .....	23
图表 54: 肯德基、必胜客开店空间汇总 .....	23
图表 55: 医院、高速、大学等功能区开发潜力大 (时间截至 1H23, 单位: 个) .....	24
图表 56: 预计公司 2023~2026E 门店 CAGR 为 11.0%.....	25
图表 57: 预计公司 2023~2026E 营业收入 CAGR 为 8.5%.....	26
图表 58: 肯德基品牌分部利润表预测 .....	27
图表 59: 必胜客品牌分部利润表预测 .....	28
图表 60: 公司利润表预测 .....	29
图表 61: DCF 估值假设.....	30
图表 62: 公司 DCF 估值表 .....	30
图表 63: 公司 DCF 估值敏感性分析 .....	30
图表 64: 餐饮可比公司相对估值表 .....	31

## 1、百胜中国：西式快餐龙头，股东回报较高

### 1.1、三十余载稳扎稳打，立足本土书写中国故事

西式快餐龙头，立足本土化战略稳扎稳打。百胜集团于1987年在北京开设首家肯德基餐厅、成为第一个进入中国市场的西式快餐品牌，1990年开设中国首家必胜客餐厅。2016年百胜中国从百胜集团中单独分拆并于纽交所上市，其拥有肯德基、必胜客、塔可贝尔等品牌在中国大陆的独家特许经营权，2020年9月于香港联交所完成二次上市，2022年10月完成在香港联交所双重主要上市并进入港股通。经过37年深耕经营和不断融入中国本土文化，百胜中国已发展为国内规模最大的连锁餐饮企业（根据Euromonitor数据，百胜中国系统销售额规模位列连锁餐饮企业第一）。

图表1：百胜中国在中国已有37年经营历史



来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所

2023年公司营收109.8亿美元/+14.7%、2016~2023年CAGR 6.5%，归母净利8.3亿美元/+87.1%、经调整净利8.4亿美元/+88.8%，2016~2023年CAGR分别为7.5%、8.8%，收入、业绩增长稳健；1Q24公司营收29.6亿美元/+1.4%，经调整净利2.9亿美元/-1.7%，收入端增速放缓主因1Q23存在需求端报复性消费、同店高基数情况，此外美元汇率升值也对表观增速产生一定影响，业绩端小幅下滑还因1Q23门店用工数未回升至常规水平，租金存在一定补贴。

图表2：公司营业收入及增速



来源：公司财报，国金证券研究所

图表3：公司归母净利润、经调整净利及增速



来源：公司财报，国金证券研究所

运营六大品牌，门店总数过万家，肯德基、必胜客为主要收入来源。百胜中国为多品牌餐饮集团，目前共运营肯德基、必胜客、塔可贝尔、小肥羊、黄记煌、Lavazza六大品牌。2023年末门店总数14644家餐厅/+13.1%，其中直营餐厅12648家、占门店总数86.4%，经营模式以直营为主，1Q24公司门店总数进一步增长至15022家、较2023年末+2.6%。

公司旗下肯德基（KFC）是国内系统销售额最高的西式快餐品牌，2023 年末门店数 10296 家/+13.2%，已覆盖中国 2000 多个城市，占公司总门店数 70.3%，其中直营店 9194 家、直营率 89.3%。2023 年肯德基品牌营收 82.4 亿美元/+14.0%、占公司总营收 75.1%；

必胜客（Pizza Hut）是最大的休闲餐饮品牌，2023 年末门店数 3312 家，已覆盖中国 700 多个城市，占公司总门店数 22.6%，其中直营店 3140 家、直营率 94.8%。2023 年必胜客品牌营收 22.5 亿美元/+14.6%、占公司总营收 20.5%。

除运营西式快餐肯德基、西式休闲餐必胜客品牌外，公司还不断探索其他细分品类，目前还运营墨西哥风味餐厅塔可贝尔（从百胜集团获得中国内地独家特许经营权）、火锅品牌小肥羊（2011 年收购，目前 100%控股）、中式休闲餐品牌黄记煌（2019 年收购，23 年末持股 93.3%）、意大利百年咖啡品牌 Lavazza（合资经营，百胜中国持股 65%、Lavazza 集团持股 35%），截至 2023 年末门店数分别为 120/163 家/631 家/122 家。

图表4：公司目前共运营六大餐饮品牌

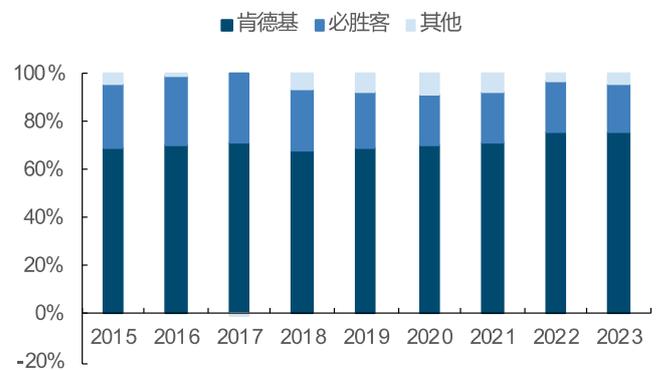
品牌	肯德基	必胜客	塔可贝尔	小肥羊	黄记煌	Lavazza
Logo						
模式	特许经营			自有品牌	控股经营（持股 93.3%）	合资经营（持股 65%）
创办时间	1939年创办，1987年进入中国	1958年创办，1990年进入中国	1962年创办，2016年进入中国	1999年创办，2011年被收购	2004年创办，2019年被收购	2020年
菜式	西式快餐	西式休闲	西式快餐	火锅	中餐	咖啡
主要品类	汉堡炸鸡	披萨	墨西哥卷	涮羊肉	焖锅	意式咖啡
门店数量（个）	10296	3312	120	163	631	122
客均价（元）	34	69	33	83	76	31

来源：公司财报，窄门餐眼，国金证券研究所

图表5：公司门店总数 2016~2023 年 CAGR 18%（家）



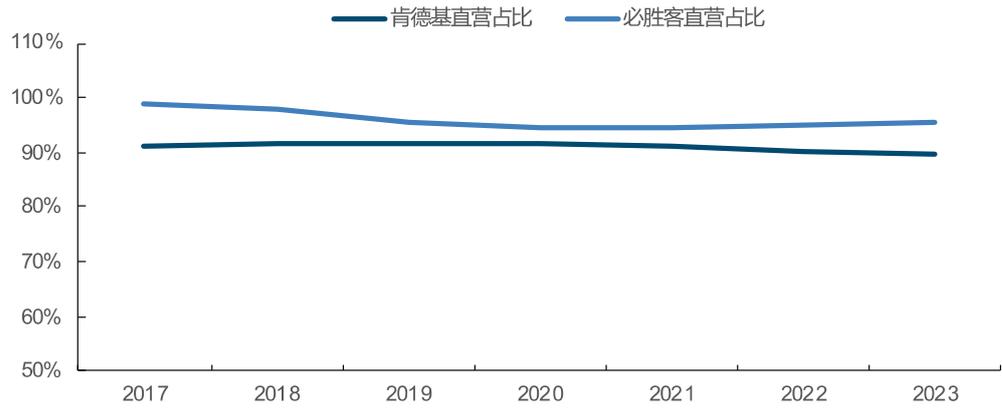
图表6：2023 年肯德基、必胜客贡献公司营收 75%、21%



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

图表7: 肯德基、必胜客门店均以直营模式为主

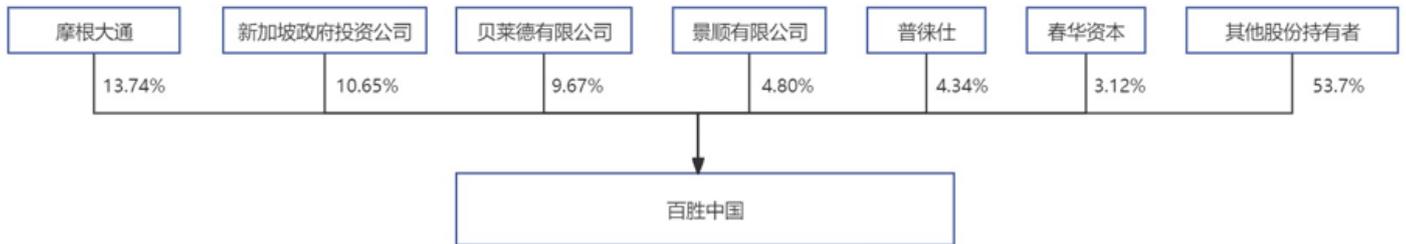


来源: 公司财报, 国金证券研究所; 注: 占比按门店数计算

### 1.2、股权结构分散, 管理团队经验丰富、激励到位

公司股权结构分散, 大股东以投资机构为主, 给予管理层充分自主权。截至 2024 年 7 月 23 日, 百胜中国前五大股东为摩根大通(持股 13.7%)、新加坡政府投资公司(持股 10.7%)、贝莱德有限公司(持股 9.7%), 景顺有限公司(4.8%)、普徕仕(4.3%), 均为财务投资者。春华资本为百胜中国 2016 年分拆上市时主要投资方(春华资本和蚂蚁金服注资 4.1 亿美元和 5000 万美元, 成战略投资者), 对公司数字化等战略推进提供助力, 目前春华资本持股 3.1%, 其董事长胡祖六在同时担任百胜中国董事长。

图表8: 百胜中国股权结构图 (截至 2024 年 7 月 23 日)



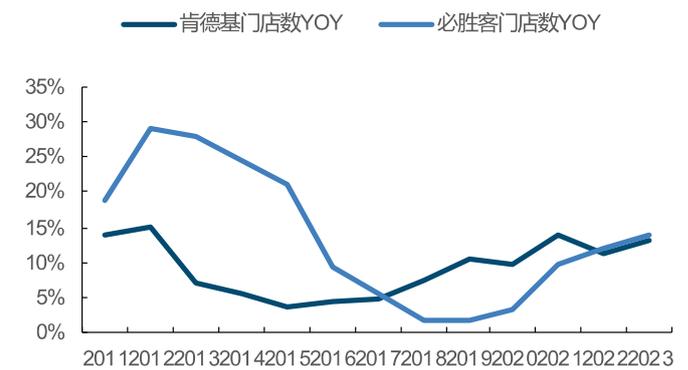
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

**职业经理人团队经验丰富, 带领公司穿越周期。**由于供应商食品安全事件、国内餐饮需求变化等原因, 肯德基、必胜客分别于 2013 年、2014 年出现同店销售额负增长, 开店速度在 2014 年后明显放缓。公司现任 CEO 屈翠容女士在 2014 年 9 月“福喜事件”后加入公司并担任肯德基中国总裁, 2015 年 8 月晋升为肯德基中国 CEO, 2017 年 2 月至 2018 年 2 月担任公司总裁兼首席运营官, 2018 年 3 月开始担任公司 CEO。上任以后, 屈翠容女士带领公司推出系列改革措施: 1) 品牌重振, 年轻化、个性化, 翻新提升门店形象, 肯德基为例 2016 年当年重整 720 家门店, 占新开+重整门店的 69%、较 2012 年提升 40.9pct; 2) 门店模型小型化, 必胜客为例, 休闲餐竞争加剧、品牌势能有所下降后主动向“快”靠拢, 在原本重堂食的休闲餐厅模型外推出服务更快速的 Bistro 模型、面积更小的外卖店模型; 3) 数字化, 2015 年开始布局, 积极在门店增加自助点单、移动支付设备, 推广品牌 APP、搭建会员体系, 积极布局外卖渠道。从经营结果看, 系列改革成效显著, 肯德基、必胜客同店销售额分别于 2016 年、2017 年转正, 门店增速上肯德基、必胜客 2014~2019 年 CAGR 分别为 6.2%/7.7%, 2020~2023 年 CAGR 提升至 12.8%/12.0%。

图表9: 肯德基、必胜客同店销售额经历由负转正



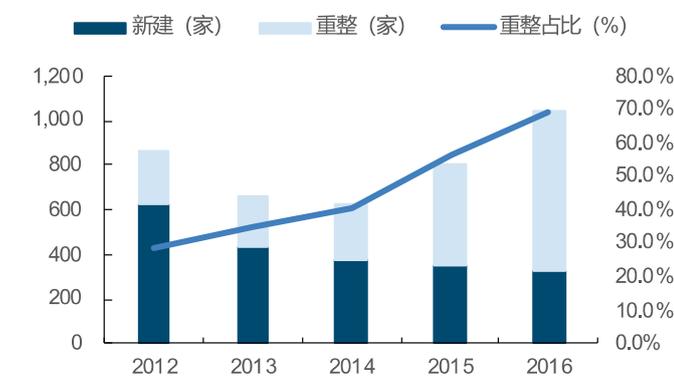
图表10: 肯德基、必胜客门店增速经历下滑后回升



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表11: 肯德基 2015~2016 年重整门店数高于新开店



图表12: 必胜客推出小型化门店模型 (2017 年报)

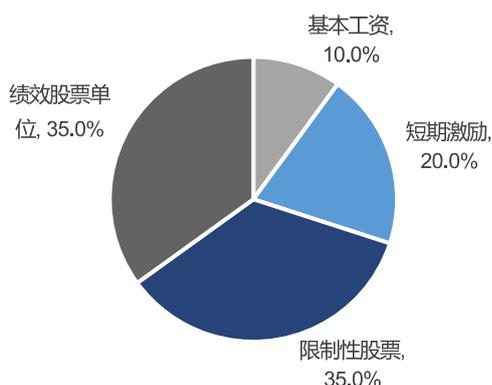


来源: 公司财报, 国金证券研究所

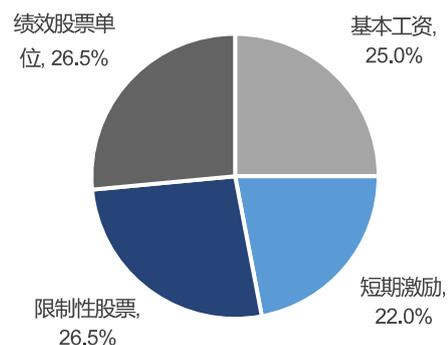
来源: 公司财报, 国金证券研究所

高管与公司利益一致, 员工激励充分。针对高管团队, 公司采用固定工资+股权激励的激励形式。以 CEO 屈翠容女士 2023 年薪酬激励为例, 其固定工资占比为 10%, 其余 90% 薪资为可变薪酬, 其中可变薪资中 70% 为长期激励, 主要影响因素为相对总股东回报/系统销售额 3 年 CAGR/3 年后 ROIC/ESG 因素, 权重分别为 45%/25%/20%/10%; 30% 为短期激励, 主要影响因素为: 调整后营业利润增长率/同店销售增长/系统净新增建设/活跃会员消费指数。针对基层员工, 公司推行餐厅经理限制性股票单位激励计划, 2016 年公司宣布向所有符合资格的餐厅经理授予价值 2000 美元的限制性股票单位, 截至 2023 年底该计划使超过 13900 名餐厅经理成为公司股东; 此外公司从 2021 年 2 月起向所有符合资格的餐厅经理授予价值 3000 美元的限制性股票单位, 覆盖约 4800 名餐厅经理; 激励措施充分情况下, 公司餐厅经理流失率较低, 2023 年约为 9%。

图表13: 2023 年公司首席执行官目标薪酬组合



图表14: 2023 年公司其他高管平均目标薪酬组合



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表15: 2024 年高级管理层长期激励和短期激励绩效构成

长期激励绩效构成 (LTI)		权重	短期激励绩效构成(STI)	权重
相对总股东回报率			调整后营业利润增长	50.0%
	相对于MSCI中国非必需消费品指数成分股	30.0%		
	相对于标普500非必需消费品指数成分股	15.0%		
系统销售额 (3年复合年增长率)		25.0%	同店销售增长	20.0%
投入资本回报率 (2026年)		20.0%	系统净新增建设	20.0%
环境、社会和治理 (ESG) —— 盐和糖的减少 (3年累计)		10.0%	活跃会员消费指数	10.0%

来源: 公司财报, 国金证券研究所

### 1.3、ROE 较高、波动低, 注重股东回报

与同业对比 ROE 处于中高水平、稳定性最好, 体现快餐龙头韧性。2023 年公司 ROE 为 12.8%, 2019~2023 年五年平均为 15.0%, 与餐饮可比公司相比处于中高水平, 同时过去五年 ROE 标准差为可比公司中最低、最为稳定。杜邦分析拆解三项: 1) 归母净利率, 2023 年为 7.5%, 处于行业中上水平, 其中海伦司 (14.9%) 最高主因从直营模式转为加盟为主, 历史盈利能力稳定性看公司波动最小, 主因快餐需求韧性更强及公司 UE 模型抗风险能力强; 2) 资产周转率, 公司 2023 年总资产周转率 0.9 次, 处于同业中等水平, 考虑其 32% 资产为类现金资产, 周转率存在优化空间; 3) 权益乘数, 公司 2023 年权益乘数为 1.9, 处于同业中等偏低水平, 低于呷哺呷哺 (3.2)、达势股份 (2.6)、海底捞 (2.4)。我们认为公司 ROE 处于行业中高水平且稳定性最佳, 主要源于 1) 西式快餐需求相对刚性, 行业集中度高于中式餐饮等其他品类; 2) 公司自身品牌、产品、供应链、数字化综合优势较强, 具备穿越周期能力。(后文详细分析)

图表16: 相较同业, 公司 ROE 稳健较高

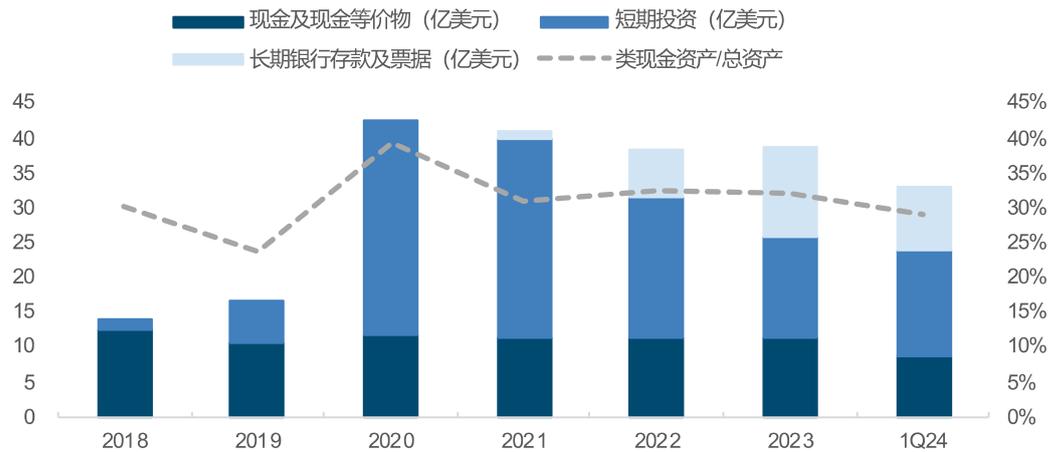
	2019	2020	2021	2022	2023	5年平均	5年标准差(%)
ROE(%)							
百胜中国	24.0	16.9	14.9	6.5	12.8	15.0	6.3
海底捞	24.4	3.0	-45.9	17.9	47.4	9.4	34.8
九毛九	101.4	7.9	11.1	1.6	13.9	27.2	41.7
呷哺呷哺	12.5	0.1	-13.7	-20.6	-15.0	-7.3	13.4
达势股份	-13.6	-22.7	-46.4	-26.0	-1.9	-22.1	16.5
奈雪的茶	NA	NA	-200.2	-9.7	0.3	-69.9	113.0
海伦司	159.1	56.2	-15.1	-68.1	9.9	28.4	85.7
归母净利率(%)							
百胜中国	8.1	9.5	10.0	4.6	7.5	8.0	2.1
海底捞	8.8	1.1	-10.1	4.4	10.8	3.0	8.2
九毛九	6.1	4.6	8.1	1.2	7.6	5.5	2.8
呷哺呷哺	4.8	0.0	-4.7	-7.4	-3.4	-2.1	4.7
达势股份	-21.7	-24.8	-29.2	-11.0	-0.9	-17.5	11.5
奈雪的茶	-1.5	-6.6	-105.3	-10.9	0.3	-24.8	45.2
海伦司	14.0	8.6	-12.5	-102.7	14.9	-15.5	50.0
资产周转率							
百胜中国	1.5	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	0.3
海底捞	1.6	1.2	1.5	1.3	1.8	1.5	0.3
九毛九	1.9	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1	0.5
呷哺呷哺	1.4	1.0	1.2	1.0	1.4	1.2	0.2
达势股份	NA	0.5	0.6	0.6	0.8	0.6	0.2
奈雪的茶	1.5	1.1	0.8	0.6	0.7	0.9	0.4
海伦司	1.4	1.1	0.7	0.4	0.5	0.8	0.4
权益乘数							
百胜中国	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	0.1
海底捞	1.7	2.3	3.1	3.2	2.4	2.5	0.6
九毛九	8.8	2.1	1.6	1.7	1.8	3.2	3.1
呷哺呷哺	1.9	2.4	2.5	2.7	3.2	2.5	0.5
达势股份	1.7	2.0	2.9	3.8	2.6	2.6	0.8
奈雪的茶	-13.4	-9.4	2.4	1.5	1.5	-3.5	7.4
海伦司	8.0	5.8	1.7	1.5	1.3	3.7	3.1

来源: wind, 国金证券研究所

我们认为公司盈利能力处于行业中高水平且稳定性相对较强，未来若提高资金使用效率，ROE有望继续提升。

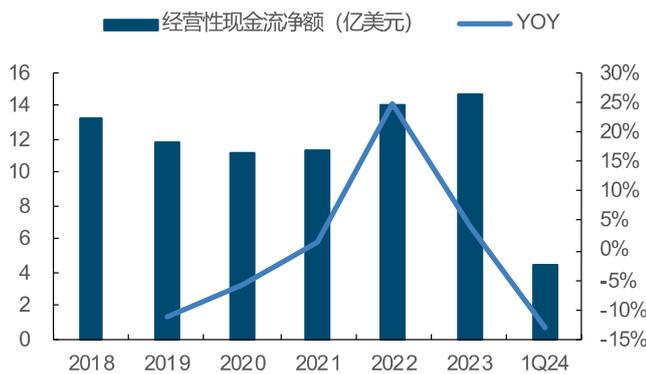
公司类现金资产占比较高，经营性现金流稳健、资本开支规划清晰，提升股东回报基础扎实。截至1Q24末，公司账面类现金资产33.0亿美元、占总资产29.2%，其中账面现金及现金等价物8.8亿美元、短期投资15.1亿美元（主要为定期存款、固定收益债务证券、结构性存款等）、长期银行存款及票据9.1亿美元。公司经营性现金流稳健，2023年为14.7亿美元/+4.2%，资本开支近三年（2021~2023年）均保持在7亿美元/年附近，根据公司公告，预计2024E资本开支7~8.5亿美元，预计每年经营性现金流净额可充分覆盖资本开支并有较多结余（按照保守情况经营性现金流净额与2023年持平计算计算，按计划上限扣除资本开支后预计2024E仍有6.2亿美元），叠加账面类现金资产占比仍较高，我们认为公司未来提升股东回报基础扎实。

图表17：公司类现金资产占总资产比例较高



来源：公司公告，国金证券研究所；注：类现金资产=现金及现金等价物+短期投资+长期银行存款及票据

图表18：公司经营性现金流稳健



图表19：公司资本性开支

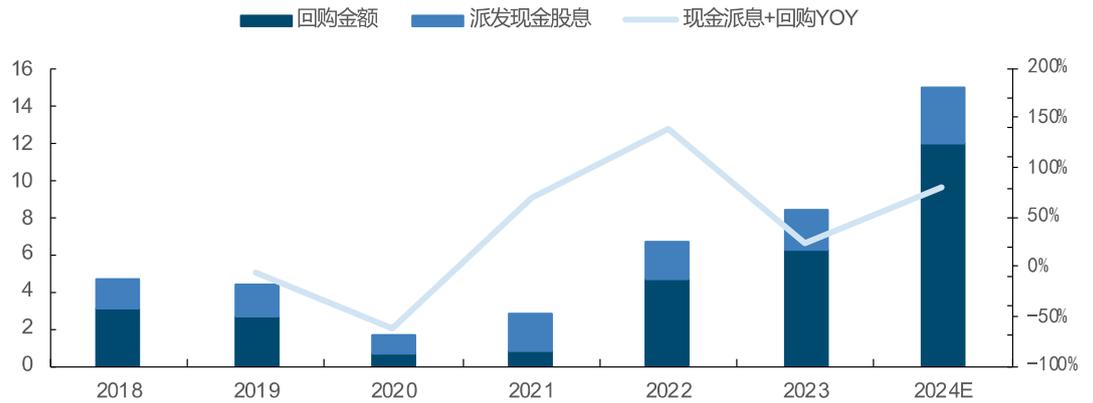


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

公司股东回报水平稳步提升，2024E~2026E 计划现金分红+回购回报股东不少于 30 亿美元。除 2020 年受外部环境剧烈变化影响外，4Q17 开始公司每季度均有分红，公司 2021/2022/2023 年分别向股东支付现金股息 2.03/2.02/2.16 亿美元，对应股利支付率为 20.5%/45.7%/26.1%，回购分别 0.75/4.66/6.17 亿美元。根据公司 2023 年投资者日资料，计划在 2024E~2026E，通过现金派息和股份回购形式向合计股东返还超过 30 亿美元，平均每年返还约 10 亿美元，对应的当前股息率约为 8.7%（基于 2024/8/2 收盘价格）。若该计划得以实现，股东回报率将超过以往水平。1Q24 公司已通过股票回购和现金股息的形式向股东返还 7.45 亿美元，为单季历史新高。我们认为此举一方面有助于提高股东回报，另一方面利于在维持公司稳健增长前提下提升资金使用效率和 ROE 水平。

图表20: 2018-2024E 现金派息与回购金额 (亿美元)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

## 2、行业：西式快餐需求相对刚性，品牌集中度长期较高

### 2.1、西式快餐符合性价比需求、增长稳健，连锁化率天然较高

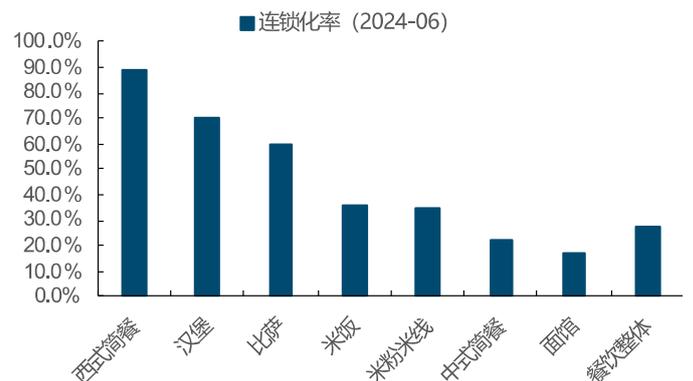
西式快餐符合消费者性价比、便捷诉求，于餐饮大盘中占比上升。根据国家统计局数据，2023 年社零餐饮收入为 52890 亿元/+20.4%，2016~2023 年 CAGR 为 5.7%，根据艾媒咨询数据，西式快餐规模为 3688 亿元/+39.6%，占餐饮大盘 7.0%、较 2016 年的 5.3% 提升 1.7pct。西式快餐增速快于行业大盘主要源于其平价、自提方便、适合外卖等特征，2023 年于餐饮大盘中占比提升有所加快，主要源于其适应当下消费者性价比消费诉求，我们预计在经济波动情况下西式快餐仍有望表现较好韧性。

西式快餐具有天然连锁优势。根据久谦数据，2024 年 6 月国内西式简餐、汉堡、披萨连锁化率分别为 88.7%、70.5%、60.1%，显著高于餐饮整体 (27.2%)，亦高于中式快餐品类 (如米饭 36.3%、米粉米线 34.8%、中式简餐 22.0%)。西式快餐的连锁率远高于餐饮业行业均值，主要原因：1) 西式快餐 SKU 相对更少，供应链、门店作业标准化程度高；2) 相对中餐，西式快餐在中国口味地域性较弱；3) 百胜中国、麦当劳等国际西式快餐龙头在中国较早建立成熟的全国化供应链体系；4) 此外，在中国市场，西式快餐天然具备“舶来品”属性，消费者容易形成“品牌即品类”的印象，从而对连锁品牌形成消费黏性。

图表21: 西式快餐于整体餐饮中占比上升



图表22: 西式快餐连锁化率显著高于国内餐饮整体水平



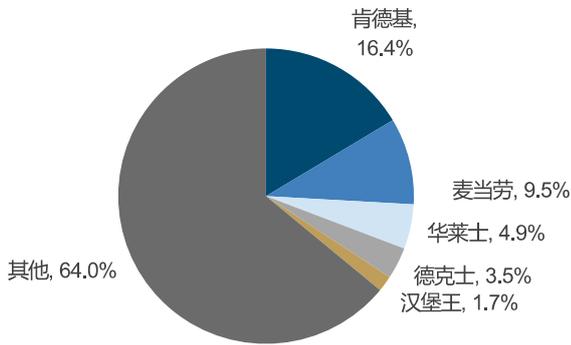
来源: 国家统计局, 艾媒咨询, 国金证券研究所

来源: 久谦, 国金证券研究所; 注: 连锁化率按门店数计算

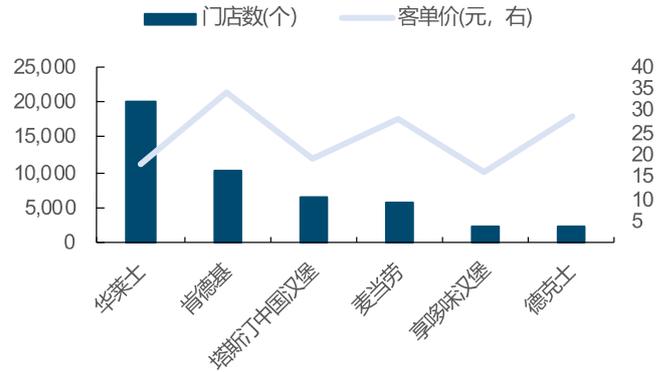
### 2.2、肯德基、必胜客市占率优势显著，边际新品牌竞争改善

炸鸡汉堡集中度较高，肯德基市占率领先。根据欧睿及艾媒咨询数据，按系统销售额计算，2023 年肯德基在中国西式快餐行业中市占率 16.4%、排名第一，较麦当劳 (9.5%)、华莱士 (4.9%)、德克士 (3.5%)、汉堡王 (1.7%) 等明显领先。门店数看，华莱士 2023 年末门店数 20193 家、领先可比品牌，主因客单价低、门店面积较小且以加盟模式为主，其次为肯德基 10296 家、塔斯汀 6580 家、麦当劳 5869 家。

图表23: 肯德基于中国西式快餐中市占率第一 (2023)



图表24: 中国主要西式快餐品牌门店数与客单价 (2023)



来源: 欧睿, 艾媒咨询, 国金证券研究所

来源: 久谦中台, 窄门餐眼, 国金证券研究所

国际品牌与国内品牌存在一定价格带、门店布局上的错位竞争。客单价看, 肯德基、麦当劳为代表的国际品牌客价格带相对本土炸鸡汉堡品牌更高, 客单差距约 10 元, 根据窄门餐眼数据, 肯德基/麦当劳/塔斯汀/华莱士的客单价分别为 34/28/19/18 元, 国际品牌在主力产品上定价相对更高, 同时具备一定品牌溢价, 本土品牌则以性价比路线为主。门店结构看, 目前国际品牌高线城市门店占比仍高于本土品牌, 截至 2024/7/10 数据看, 肯德基/麦当劳在一线城市店面占比为 16.8%/28.0%, 而华莱士/塔斯汀为 6.6%/7.6%; 华莱士、塔斯汀重点布局三线和三线以下的下沉市场, 其在三线以下城市为 30.9%/24.0%。此外, 从功能区分布角度看, 肯德基、麦当劳的商场店占比相对更高。

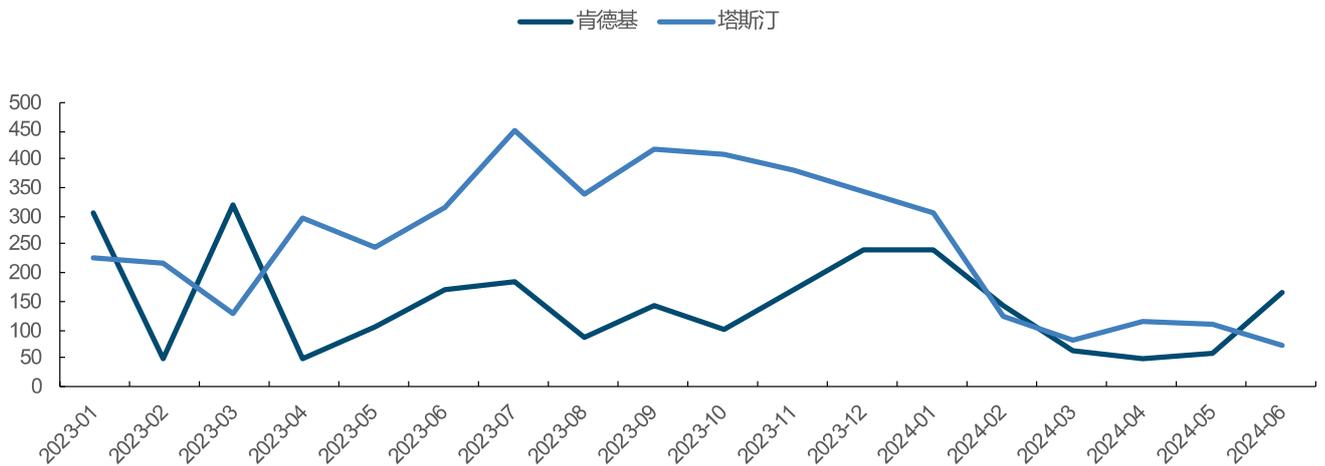
图表25: 中国主要西式快餐品牌对比

品牌	肯德基	麦当劳	塔斯汀	华莱士	德克士
所属集团	百胜中国	金拱门(中国)	福州塔斯汀餐饮管理有限 公司	福建省华莱士食品股份 有限公司	顶巧餐饮集团
品牌来源	百胜集团(美国) 特许经营权	麦当劳(美国)特 经营权	原创品牌	原创品牌	顶新国际集团收购
进入中国/创立时间	1987 年	1990 年	2012 年	2000 年	1994 年
重要事件	23 年启动 RGM2.0 战 略	22 年推出单品咔滋脆 鸡腿堡	2023 品牌 3.0 升级	2022 年门店数破 2 万	1996 年顶新集团收购
产品特色	原味鸡、经典汉堡	巨无霸汉堡	手擀现烤中国汉堡	秘制烤鸡腿堡	脆皮手枪腿
客单价	34 元	28 元	19 元	18 元	29 元
运营模式	直营为主加盟为辅	直营为主加盟为辅	加盟为主	全直营	加盟为主
门店数(截至 24/7/10)	10898	6937	7546	20304	2402
门店分布					
城市线分布					
一线	16.8%	28.0%	7.6%	6.6%	3.8%
新一线	25.1%	27.8%	23.5%	17.1%	19.9%
二线	22.6%	20.8%	20.8%	20.7%	16.2%
三线	18.8%	13.8%	24.1%	24.8%	18.3%
三线以下	16.8%	9.7%	24.0%	30.9%	41.8%
选址分布					
商城	34.2%	31.6%	7.0%	3.9%	22.9%
乡镇	14.5%	9.6%	24.6%	30.7%	19.5%
交通枢纽	1.2%	1.6%	0.4%	0.7%	3.3%
学校	1.9%	1.8%	5.0%	4.0%	1.8%

来源：各公司官网，窄门餐眼，国金证券研究所

1H24 肯德基月度新开店数超过塔斯汀，竞争边际有望改善。塔斯汀品牌成立时间相对短，2023 年凭借“中式饼汉堡+高性价比”产品特点出圈，通过加盟模式快速扩张，根据极海数据，2023 年全年新开 3358 家门店，并开始从低线市场向高线市场渗透。市场担忧其对肯德基客流及中长期下沉开店空间影响，1H24 数据看竞争或趋缓。根据窄门餐眼数据，肯德基 2024 年以来加快小店铺设，新开店数与塔斯汀差距收窄，6 月月度新开店数超过塔斯汀，后者新开速度则有所放缓，预计边际竞争格局有望改善。

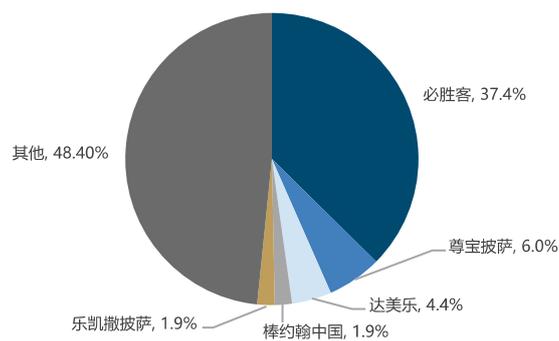
图表26：肯德基月度新开店数超过塔斯汀（个）



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

必胜客于披萨品类处于领先地位。国内披萨餐厅集中度高，2021 年按收益计算行业 CR5 为 51.6%，必胜客优势最为明显，占据 37.4% 市场份额，其余四家公司合计占据 14.2%。截至 2024/7/10，必胜客拥有 3471 家餐厅，客单均价 69 元、高于同业；第二名尊宝披萨门店数居次席（2725 家），客单均价为 32 元，定位相对平价，主要针对外卖渠道，门店主要集中在华南地区；第三、第四名达美乐、棒约翰也为国际品牌，截至 2024/7/10 分别拥有门店 751/309 家门店，因进入中国时间相对晚及管理层变化，目前与必胜客规模仍有较大差距。

图表27：必胜客在中国披萨餐厅市场份额领先（2021）



来源：达势股份招股书，国金证券研究所；注：市占率按销售额计算

图表28：中国前五大西式休闲餐厅品牌对比

品牌	必胜客中国	达美乐中国	尊宝披萨	棒约翰中国	乐凯撒
所属集团	百胜中国	达势股份	广州尊宝餐饮	CFB集团	深圳乐凯撒
品牌来源	百胜集团（美国）特许经营权	达美乐（美国）特许经营权	原创品牌	棒约翰（美国）特许经营权	原创品牌
进入中国/创立时间	1990年	1997年	1998年	2003年	2009年
重要事件	17年推行“振兴计划”，门店小型化	10年完成股权变更；17年更换本土团队、续约特许经营权	-	22年完成南北门店整合	2010年推出单品榴莲披萨
产品特点	产品线全，除披萨外包括牛排、意面、焗饭等	现拍饼底、首创卷边、高度客制	主打高性价比	经典蒜香酱、泡椒	榴莲披萨
客单价	69元	58元	33元	61元	63元
运营模式	直营为主加盟为辅	全直营	加盟为主	直营为主加盟为辅	直营为主加盟为辅
门店数（截至24/7/10）	3471	940	2955	309	187
门店分布					
城市线分布					
一线	17.6%	54.4%	25.3%	48.9%	84.0%
新一线	30.5%	32.9%	22.9%	32.7%	8.6%
二线	22.8%	11.7%	15.9%	12.3%	6.4%
三线	15.6%	1.1%	17.7%	4.5%	1.1%
三线以下	13.6%	-	18.2%	1.6%	-
选址分布					
商城	56.7%	35.0%	9.5%	56.0%	70.6%
乡镇	6.1%	3.4%	18.4%	3.9%	1.1%
交通枢纽	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	-
学校	1.0%	0.6%	2.0%	1.0%	0.5%

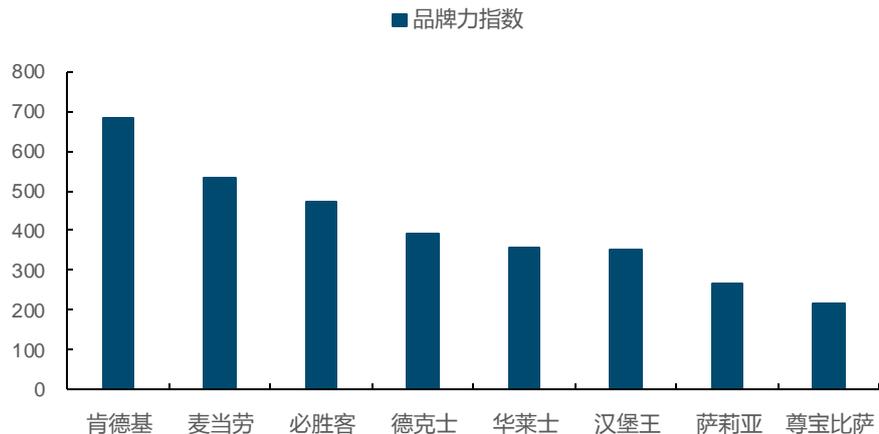
来源：各公司官网，窄门餐眼，国金证券研究所

### 3、核心竞争力：品牌、产品、供应链、数字化构成护城河

#### 3.1、品牌力：品牌深入人心，会员忠诚度较高

肯德基在西式快餐市场中稳居龙头地位，凭借强大的品牌力和广泛的市场影响力，吸引了大量忠实顾客。肯德基于上世纪80年代即进入中国，通过多年耕耘，门店全国化布局，产品品牌本土化融入，使众多消费者将其品牌形象与西式快餐品类深度绑定，消费者基础深厚。根据Chnbrand中国品牌力指数（C-BPI），肯德基连续多年稳居西式快餐品牌力指数排行榜第一名。

图表29：2024年西式快餐连锁品牌力指数排行榜

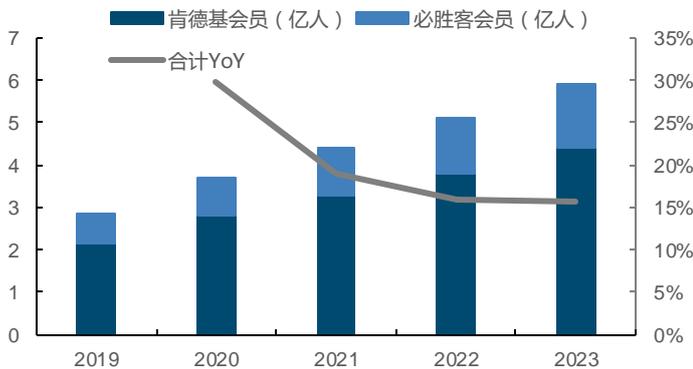


来源：Chnbrand, 国金证券研究所

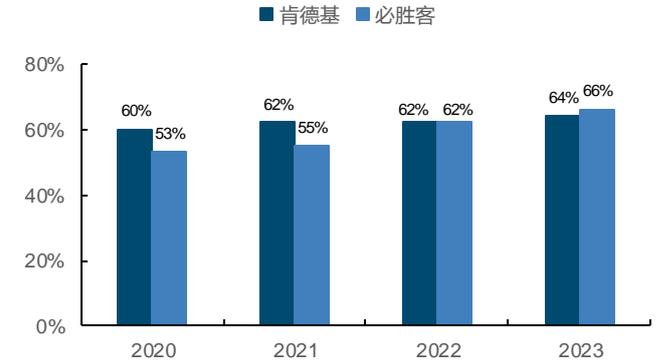
集团多品牌共享会员积分、相互导流。2018年5月起，公司将肯德基和必胜客会员积分系统打通为“V金计划”，实现了百胜中国旗下品牌消费积分的全品牌共享。消费者每消费1元可获得100“V金”积分，积分可用于兑换百胜中国旗下所有品牌的产品兑换券、优惠券，积分也可以用于抽奖。截至2023年末，肯德基/必胜客会员数量为4.4亿/1.5亿人，2019~2023年CAGR 20.0%；2023年，肯德基和必胜客会员销售额占比64%/66%，分别较2020年+4pct/+13pct，会员消费贡献持续提升。

图表30：肯德基和必胜客会员数量持续增长

图表31：2020-2023年肯德基和必胜客会员销售额占比



来源：公司财报, 国金证券研究所



来源：公司财报, 国金证券研究所

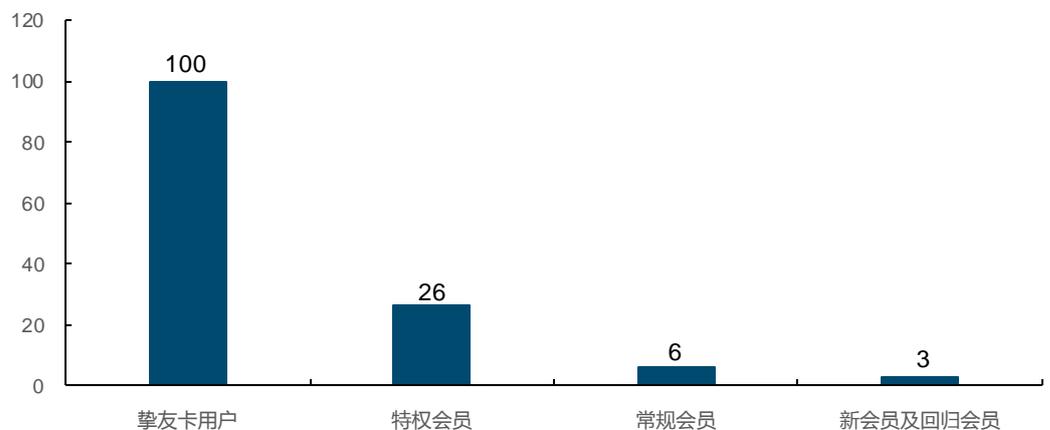
权益卡提升用户复购率。快餐消费相对其他餐饮品类更刚需，同时肯德基、必胜客在国内积极拓展早餐、咖啡、下午茶等场景，增加触达用户潜在节点，同时通过会员权益卡销售提升用户品牌复购率。肯德基最初针对不同消费群体推出多样化付费特权会员：宅神卡（每天免2次外送费）、醒神卡（每天1份任一早餐两件套6折）、提神卡（每天一杯中杯现磨咖啡10元）等；之后整合推出大神卡（90天38元，新人优惠30元），集合多种权益为一身。此外，肯德基每年给10万名消费量排名较高的客户发放免费“挚友卡”，持卡者可以获得优先取餐、专属经理服务等特权；1H22至1H23期间，肯德基挚友卡/特权会员/常规会员/新会员及回归会员在一年的消费频次分别是100次/26次/6次/3次；截至1H23，肯德基活跃会员数量1.9亿人，每用户平均收入（ARPU）277元，特权付费会员的ARPU是新会员的七倍以上。

图表32: 肯德基、必胜客会员卡权益与价格

会员卡类型	会员权益	会员收费
KFC大神卡	1.早餐6折起 2.下午茶10元起 3.早餐满19/正餐满29免外送费 4.咖啡10元起	38元 (90天)
KFC咖啡包月卡	1.经典咖啡5元 2.花式咖啡7元 3.精品咖啡10元	9.9元 (30天)
必胜客尊享卡	1.精品主食5折 2.咖啡5折 3.满39免外送费 4.开卡礼、生日礼	128元 (365天)
百胜会通吃卡	1.KFC大神卡所有权益 2.必胜客尊享卡所有权益 3.塔可贝尔早餐6折、塔可买一送一, 指定小食0元 4.Lavazza咖啡立减9元	188元 (365天)
时间: 2024年7月24日		

来源: 各品牌官方小程序, 国金证券研究所

图表33: 肯德基 1H22-1H23 年复购频率 (次/年)



来源: 公司 2023 投资者交流日 PPT, 国金证券研究所

品牌软实力经营方面, 百胜中国已连续 16 年举办“捐一元”扶贫公益项目帮助贫困地区学生改善营养。该项目已成为中国参与人次最多的公益项目之一, 赢得了政府认可和公众积极参与, 共吸引超过 1.3 亿人次参与筹款, 捐款金额超过 2.3 亿元。我们认为此类公益活动不仅助力了公益事业发展、树立品牌形象, 也为公司后续渗透下沉市场增量用户奠定基础。

### 3.2、产品力: 大单品打造+快速上新, 积极提高性价比

经典大单品历久弥新, “1 亿美金俱乐部” 单品持续扩充。截至 1H23, 肯德基已有超过 15 款单品进入“1 亿美元俱乐部”(单品年销售额超过 1 亿美元), 其中包括 2022 年上市的全鸡(2022 年销售额超过 1 亿美元)和 2021 年上市的进阶款单品牛肉堡(2022 年销售额超过 2.5 亿美元); 2023 年, 鸡胸肉汉堡年度销售额亦突破 1 亿美元, 体现公司持续的大单品打造能力。

新品上新数量多、速度快。公司在上海拥有占地 2.7 万平方英尺的世界级创新中心, 该中心专注于开发新食谱、烹饪方法及菜单构思。2020~2023 年公司旗下品牌平均每年推出超过 500 款创新及改良产品, 以快速的上新速度持续为消费者带来新鲜感。

以肯德基菜单为例，与竞品相比，肯德基根据早餐/中晚饭/夜宵不同时间段有不同菜单，竞品中麦当劳、汉堡王目前有布局早餐时段，相对竞品场景更丰富；SKU上，肯德基在汉堡卷上采用经典单品+季节新品轮换的策略，在小食、饮料、甜品上选择相对更丰富，同时还开发米饭为代表的本土化品类。

图表34：肯德基及其可比品牌SKU情况

	肯德基	麦当劳	华莱士	塔斯汀	汉堡王
<b>汉堡卷</b>					
鸡肉堡	6	3	6	5	7
牛肉堡	4	10	2	1	19
鱼肉及其他堡	1	10	3	6	5
肉卷/素卷	5	3	3		4
<b>炸鸡</b>					
鸡腿	2	2	1	1	2
鸡翅	3	3	4	4	1
鸡块	3	6	4	2	3
全鸡	2		3	2	
小食	29	4	6	8	7
薯条	2	2	1	1	6
饮料	35	47	15	9	23
甜品	10	11	4	1	5
米饭/汤/粥	5	2			2
单人套餐个数	15	30	42	57	58
多人套餐个数	11	28	17	21	9
SKU合计	133	161	111	118	151

来源：各品牌官方小程序，美团外卖；注：统计时间 2024/7/25，未区分统计套餐中因不同选项形成新的套餐。

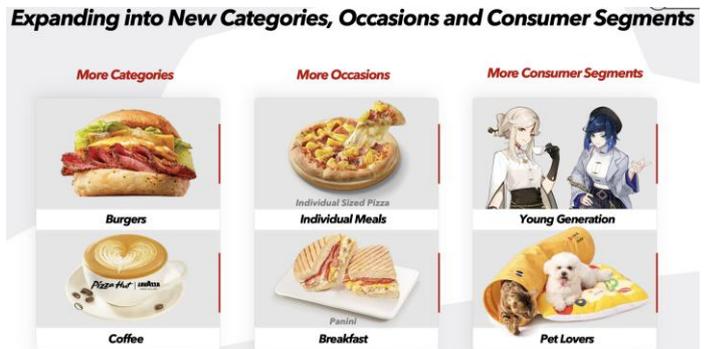
主动顺应消费者性价比需求。根据公司 2023 年投资者日公开资料，肯德基产品分为入门、核心、升级三档，1H23 销售额占比分别为 8%/80%/12%。顺应当下消费趋势，肯德基近期积极开发更多入门款新品、扩大价格带，推出定价 19.9 元的 OK 三件套等更多组合选项。必胜客亦积极推出入门款产品，如 39 元特价披萨、39 元一人食套餐（意面+小食+饮料）等；同时 2024 年 5 月开始尝试更平价的 Wow 店（客单价约 40 元，较标准店低 43%）。

拓品类、拓场景、拓价格带，触达不同层次需求。肯德基已拓展早餐、夜宵等场景；必胜客积极拓展一人食场景，2023 年新加入汉堡、咖啡等新品类，推出单人份披萨、帕尼尼早餐三明治等适合单人享用的产品。此外，公司还积极与知名 IP 进行联名营销，持续获取年轻消费者、触达小众爱好消费群体。

图表35：KFC 产品分为入门-核心-升级三档（1H23）



图表36：必胜客扩品类、拓场景、触达细分消费者



来源：公司公告，国金证券研究所

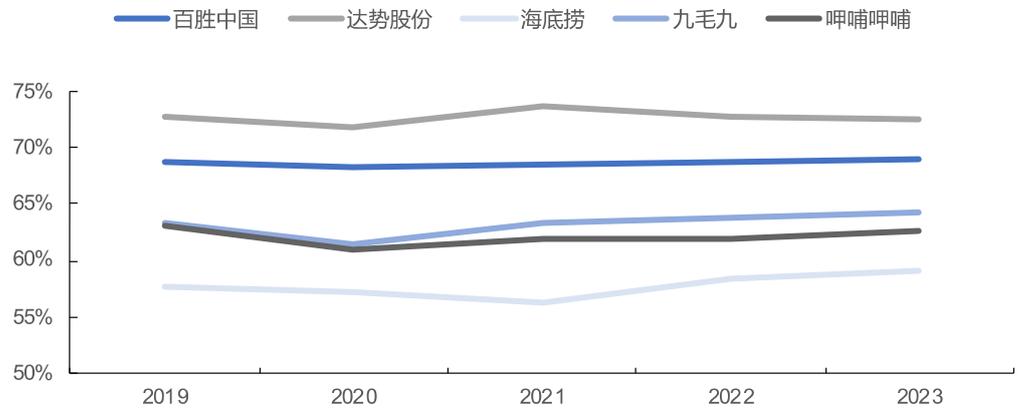
来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.3、供应链：采购至餐厅全链条布局，助力成本稳定

百胜中国建立了 Tier 1/2/3 供应商管理体系，通过优胜劣汰确保供应链的高效运行。食品及包装材料成本（如家禽、牛肉、猪肉、奶酪、油等）是影响公司毛利（收入减去食品及包装成本）的主要因素。公司通过完善的供应链管理有效控制了食品及包装材料成本。

近年来，肯德基/必胜客毛利率较为稳定，1Q24 毛利率分别为 68.3%/66.3%，历史来看处于行业较高水平且稳定性强。

图表37：百胜中国毛利率处于行业较高水平



来源：公司财报，国金证券研究所

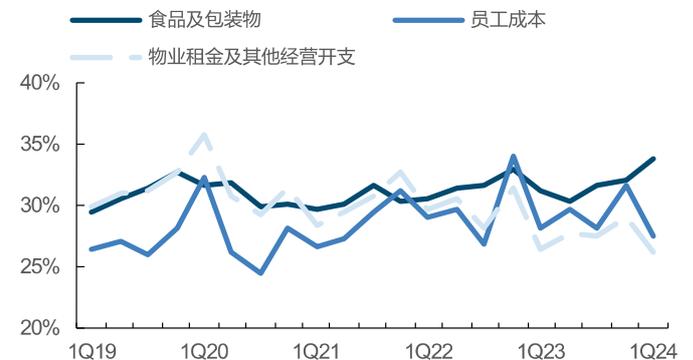
在采购端，公司与核心供应商建立了深度合作关系。公司拥有超过 1300 名内部供应链管理系统员工、800 多家供应商。公司是国内最大白羽食品加工企业圣农发展的战略投资者，21 年公司以约 2.6 亿美元收购了圣农发展的 5% 股权，并获得了董事会席位，由百胜中国首席投资官丁晓担任。公司的供应链管理流程包括从上游农场的食品安全和质量保障、采购、加工厂处理、仓储与物流，再到供应链系统的优化，最终确保产品送达餐厅。

图表38：肯德基 1Q19-1Q24 各项成本占收入比例



来源：公司财报，国金证券研究所

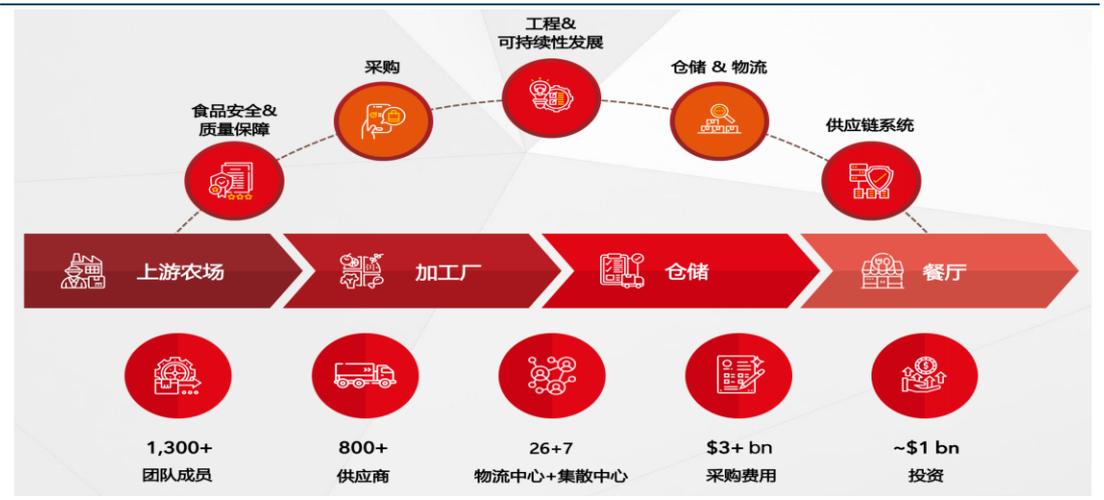
图表39：必胜客 1Q19-1Q24 各项成本占收入比例



来源：公司财报，国金证券研究所

物流端，公司建立了全国化物流体系以支持门店扩张和市场下沉。公司于 2018 年建成第一家自有物流中心——西安物流中心，2023 年新落成南宁供应链基地，并计划在 2024 年落成并投入使用上海嘉定南翔物流中心。截至 23 年末，公司通过全国 33 个物流中心将供应物资配送至自营餐厅、加盟店以及第三方客户，覆盖超过 1900 座城镇。根据公司 2023 投资者日公开 PPT，公司不断投入供应链，计划在未来 3~5 年内运营约 45~50 个物流中心，其中 30% 为自有，2023 年新落成南宁供应链基地。

图表40：公司“上游农场-加工厂-仓储-餐厅供应链”布局完备



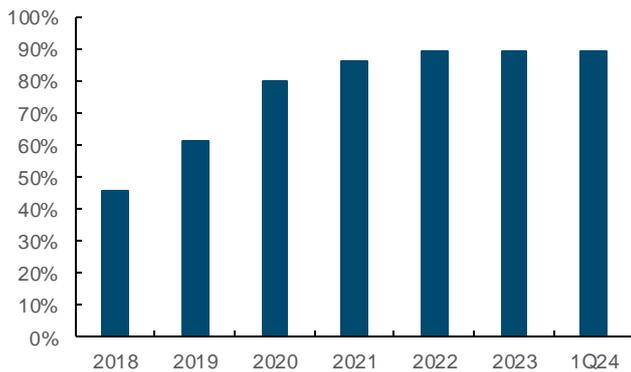
来源：公司官网，国金证券研究所

### 3.4、数字化：构建数字化生态，打造下一代餐厅

公司较早推出线上自助点单功能，数字化订单占比高。截至1Q24，公司数字订单销售额占比从2018年的46%增长至89%，多年占据公司近九成销售额并趋于稳定。公司于2017年推出智能手机应用程序（超级应用），2018年引入桌边点餐功能，随后相继推出V金商城小程序、肯德基会员小程序和口袋炸鸡店，构建了完整的数字化生态系统。2021年，公司在上海、南京及西安三地开设数字化研发中心。2018年，81%的支付通过数字形式完成，主要依靠移动应用程序和聚合平台。2023年，数字订单收入超过90亿美元，约占公司餐厅收入的89%。

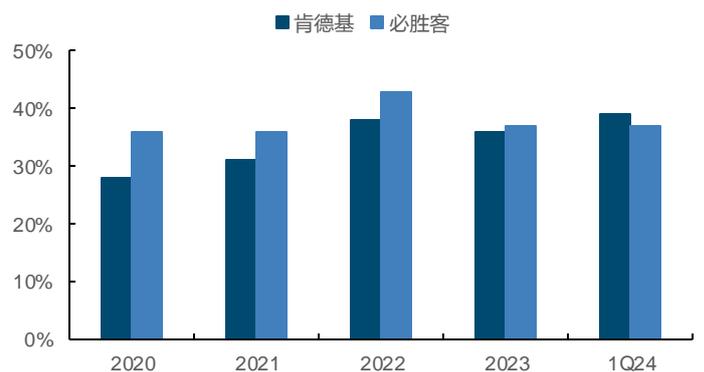
外卖布局方面，肯德基早在2010年便建立了自有外卖平台。截至1Q24，肯德基/必胜客外卖单销售额占比为39%/37%，自有外卖平台产生的订单占据了公司大部分外卖销售额；当前生活工作节奏快、年轻人用餐习惯改变、外送费较低均是外卖单占比高的原因；顾客可以通过肯德基和必胜客的数字化超级应用程序下达外卖订单。自有渠道的订单能力使百胜中国在与外卖平台的商业合作中处于有利地位，并能够以更具竞争力的方式管理成本和佣金。

图表41：数字订单销售额占比



来源：公司财报，国金证券研究所

图表42：肯德基与必胜客外卖单销售额占比



来源：公司财报，国金证券研究所

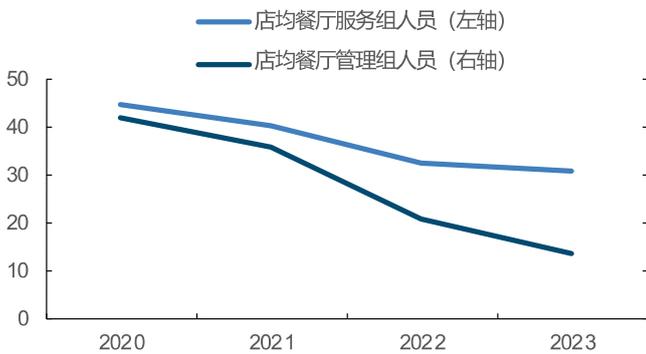
数字化排班和点单系统显著节省了餐厅成本，优化了人员调度；引入多店管理模式进一步提高了整体管理效率，减少了单店人员数量。2018至2023年间，店均服务组和管理组人员从44.7/4.1人下降至31.0/2.7人。公司采用名为“运营大脑”的人工智能系统整合门店数据，辅助餐厅经理决策，配备基于云的POS和企业系统管理支付和运营，餐厅管理人员和员工使用智能手表和部分门店配备智能眼镜，实现实时点餐和服务监控。百胜中国通过数字化、自动化、物联网和人工智能结合，显著提升了店面效率，降低了成本，并提升了服务质量和顾客满意度。

图表43: 百胜中国数字化生态系统



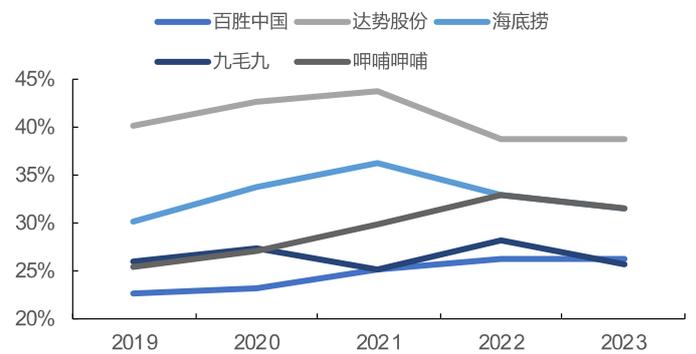
来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表44: 数字化使百胜中国餐厅店均人员需求逐年下降 (人/店)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表45: 公司薪酬占收入比较同业更低



来源: 公司财报, 国金证券研究所

公司未来计划加大自动化和人工智能 (AI)、端到端数字化的投入, 更有效地整合线上流量和线下资产, 并利用生成式人工智能技术 (GenAI) 创新业务场景, 包括媒体创意生成、数字头像、客户反馈分析及客户服务, 提升前台与后台系统的连接, 进一步提高运营效率。

#### 4、未来看点: 单店优化 UE 改善, 开店加速未来可期

##### 4.1、单店模型优化: 单店小型化, UE 盈利提升、回收期缩短

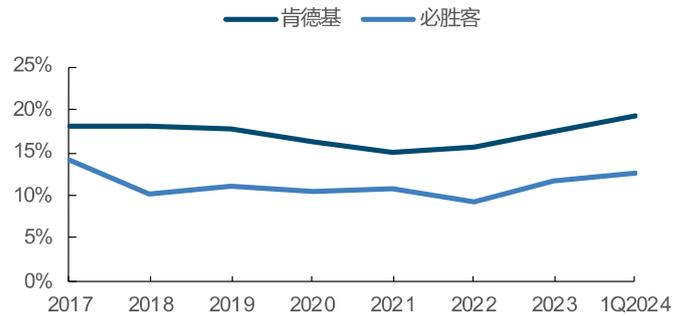
单店模型优化投入成本降低。肯德基/必胜客分别推出小型店/卫星店, 平均税前现金回收期缩短至 2 年、现金投入每店分别减少 30/40 万元、现金利润率分别提升 2pct/3pct。除了门店面积缩小外, 肯德基、必胜客小型店将更多使用国产设备进一步压低成本; KFC 从 10 年前的 300 平米、300 万元投入单店投资下降至 150 平米、150 万单店投资。利润端增长强劲。2023 年末肯德基、必胜客餐厅利润率已经恢复至 2019 年前水平。

我们认为, 随着后续新店中盈利能力更高的小型店占比提升, 两大品牌餐厅层面利润率仍有一定改善空间。

图表46: KFC、必胜客小店模型现金回收期可控制在2年 (滚动至1H23)

新店经济效益	肯德基		必胜客	
	整体	小型店	整体	卫星店
平均税前现金回收期	2年	2年	3年	2年
现金投入(百万元)	1.8	1.5	1.4	1.0
年销售额(百万元)	4.5	3.4	3.5	2.6
现金毛利率	19%	21%	13%	16%

图表47: KFC、必胜客餐厅层面经营利润率



来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表48: 西式快餐品牌单店模型对比 (2023)

单位: 无特殊说明, 人民币万元	肯德基	必胜客	达美乐中国
初始投入	150-250	150	150
收入端			
日营业额	1.81	1.45	1.23
年营业额	659	531	450
桌数			
日均下单客户数	430	122	140
下单客户日均消费(元)	42	119	88
外卖占比	35%	36%	60.0%
门店面积			
日均坪效(元)	72	58	99
员工数			
日均人效(元)	516	415	457
成本端			
原材料及消耗品成本	31.0%	31.3%	27.4%
人工成本	25.3%	29.3%	26.9%
租金*			11.9%
能耗			3.8%
固定&无形资产折摊	26.5%	28.0%	5.1%
其他餐厅相关开支*			13.1%
年均营业成本	546	470	397
利润端			
年均经营利润	113	61	53
餐厅层面经营利润率*	17.2%	11.4%	11.8%

来源: 公司财报, 公司官网, 国金证券研究所测算; 注: 百胜中国、达势股份所用会计准则存在差异, 为更具可比性, 此处 UE 模型我们调整达势股份租赁负

债利息至其餐厅层面成本, 肯德基、必胜客关店及减值损失至其餐厅层面成本。

#### 4.2、开店空间: 三线以上城市继续加密, 低线空白市场开拓为增长亮点

三线及以上城市仍有加密潜力。截至2024年6月底, 肯德基/必胜客在三线及以上城市开店占比为84.4%/88.0%, 三线以上城市店数分别为10998/2820家, 我们依据经济和人口两大因素测算得出肯德基/必胜客三线以上城市长期开店空间为15378/5049家、较1H24末增长潜力+39.8%/+79.0%。测算方式如下: 城市理论开店数=经济系数\*理论门店密度\*该

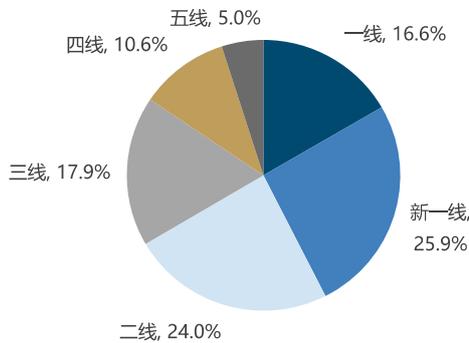
城市常住人口，(其中经济系数=22年城市人均GDP/基准平均人均GDP, KFC理论门店密度采用深圳市为基准, 必胜客为北京上海平均)。深圳由于商业化程度高, 对西式快餐接受度高, 其开店密度具有一定参考价值; 必胜客采用北上平均原因为其在北京、上海发展时间长, 成熟度高。分城市线看, 三线城市数量多、加密空间更大, 根据测算结果, 预计肯德基一线/新一线/二线/三线城市潜在可增长店数分别为279/948/913/2240家, 必胜客潜在可增长店数为148/484/571/1026家。

图表49: 肯德基、必胜客三线以上城市开店空间测算表

城市线	城市	人均GDP (万元, 2022)	常住人口数 (百万人, 2022)	经济系数 (人均GDP/基准人均GDP)	肯德基门店数 (2024-06-30)	肯德基门店密度 (店/百万人)	肯德基理论门店数 (2024-06-30)	必胜客门店数	必胜客门店密度 (店/百万人)	必胜客理论门店数 (店/百万人)	肯德基理论门店数A	必胜客理论门店数A	肯德基理论门店数B	必胜客理论门店数B
肯德基测算基准	深圳	18.3	17.7	0.99	540	30.5	30.5	-	-	-	-	-	-	-
必胜客测算基准	北上平均	18.5	23.4	1.00	-	-	-	238	10.2	10.2	-	-	-	-
一线城市	深圳	18.3	17.7	0.99	540	30.5	30.5	104	5.9	10.1	540	178	540	178
一线城市	上海	17.9	24.9	0.97	632	25.4	29.7	240	9.6	9.9	738	246	738	246
一线城市	北京	19.0	21.9	1.03	538	24.6	31.4	236	10.8	10.5	688	229	688	236
一线城市	广州	15.3	18.8	0.83	454	24.1	25.3	91	4.8	8.4	477	159	477	159
小计		17.6	83.3	1.0	2164	26.2	29.2	671	7.8	9.7	2443	812	2443	819
新一线城市	天津	11.9	13.9	0.64	272	19.6	19.6	89	6.4	6.5	272	91	272	91
新一线城市	杭州	15.4	12.2	0.83	361	29.6	25.4	111	9.1	8.5	310	103	361	111
新一线城市	南京	17.9	9.4	0.97	285	30.3	29.7	79	8.4	9.9	280	93	285	93
新一线城市	苏州	18.6	12.9	1.01	309	24.0	30.8	72	5.6	10.3	396	132	396	132
新一线城市	宁波	16.5	9.5	0.89	216	22.6	27.2	59	6.2	9.1	260	86	260	86
新一线城市	东莞	10.6	10.5	0.58	164	15.6	17.6	42	4.0	5.9	185	62	185	62
新一线城市	成都	9.8	21.3	0.53	227	10.7	16.2	95	4.5	5.4	345	115	345	115
新一线城市	武汉	18.9	13.7	1.02	328	24.0	31.2	95	7.0	10.4	426	142	426	142
新一线城市	青岛	14.8	10.3	0.80	159	15.4	24.5	50	4.8	8.2	253	84	253	84
新一线城市	西安	8.4	13.0	0.45	191	14.7	13.8	1	0.1	4.6	179	60	191	60
新一线城市	长沙	13.6	10.4	0.74	241	23.1	22.5	67	6.4	7.5	235	78	241	78
新一线城市	合肥	12.7	9.5	0.69	142	15.0	21.0	49	5.2	7.0	199	66	199	66
新一线城市	重庆	9.1	32.1	0.49	118	3.7	15.0	47	1.5	5.0	481	160	481	160
新一线城市	郑州	10.2	12.8	0.55	151	11.8	16.8	43	3.4	5.6	215	72	215	72
新一线城市	佛山	13.2	9.6	0.72	208	21.6	21.8	39	4.1	7.3	210	70	210	70
小计		13.4	201.1	0.7	3372	18.8	22.2	938	5.1	7.4	4246	1414	4320	1422
二线城市	无锡	19.9	7.5	1.07	196	26.2	32.8	41	5.5	10.9	246	82	246	82
二线城市	济南	4.9	9.3	0.26	117	12.5	8.1	47	5.0	2.7	75	25	117	47
二线城市	常州	17.8	5.4	0.96	99	18.4	29.5	31	5.8	9.8	158	53	158	53
二线城市	其他29个二线城市	10.3	212.4	0.6	2719	14.2	17.1	620	3.3	5.7	3387.0	1128	3523	1128
小计		10.7	234.6	0.6	3131	14.7	17.7	739	3.5	5.9	3866	1288	4044	1310
三线城市	扬州	15.5	4.6	0.84	71	15.5	25.6	17	3.7	8.5	118	39	118	39
三线城市	唐山	11.6	7.7	0.63	66	8.6	19.1	12	1.6	6.4	147	49	147	49
三线城市	廊坊	6.4	5.5	0.35	64	11.6	10.6	16	2.9	3.5	59	20	64	20
三线城市	三亚	9.1	1.06	0.49	42	39.6	15.0	11	10.4	5.0	16	5	42	11
三线城市	其他68个三线城市	7.7	354.0	0.4	2088	8.0	12.8	416	1.6	4.3	4096.0	1365	4200	1379
小计		7.9	372.9	0.4	2331	8.6	13.1	472	1.8	4.4	4436	1478	4571	1498
合计		9.6	891.8	0.5	10998	12.0	15.9	2820	2.8	5.3	14991	4992	15378	5049

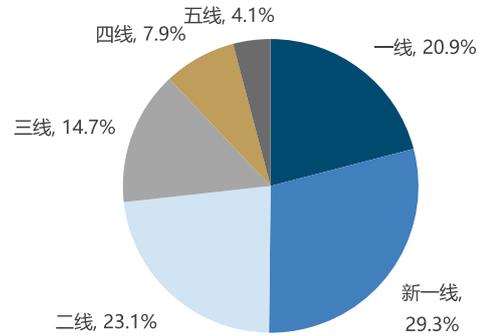
来源: 公司财报, 公司官网, 国金数字未来实验室, 国金证券研究所测算; 注: 1) 经济系数=人均GDP/测算基准城市人均GDP; 2) 理论门店数A=理论密度\*常住人口, 其中理论密度=经济系数\*测算基准城市的门店理论密度; 3) 理论门店数B=max(理论门店数A, 实际门店数); 4) 篇幅有限, 部分城市数据及测算过程未做详细展示。

图表50: 肯德基门店分布 (2024年6月)



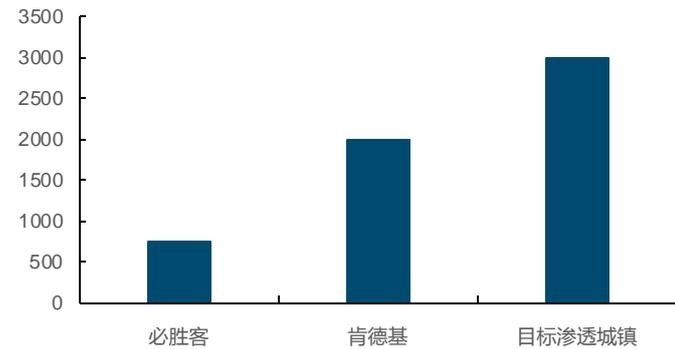
来源: 极海数据, 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

图表51: 必胜客门店分布 (2024年6月)



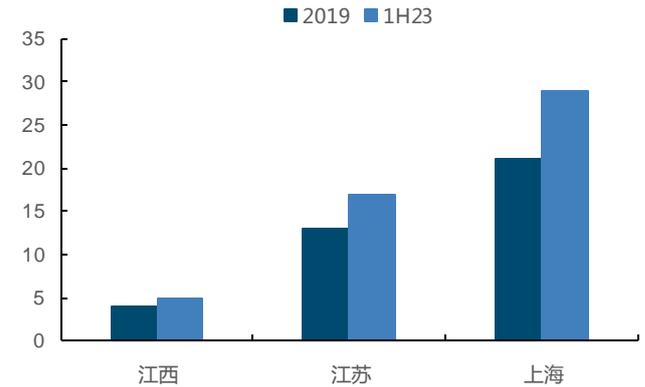
来源: 公司官网, 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

图表52: 1Q24 肯德基、必胜客渗透城镇数 (个)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表53: 每百万人拥有 KFC 和必胜客数量 (个)



来源: 公司 2023 投资者日 PPT, 国金证券研究所

三线以下城市和乡镇为相对空白市场。根据公司内部对中国市场区域划分, 以现有供应链水平和管理体系, 肯德基与必胜客有能力渗透中国 3000 个以上城镇, 截至 1Q24 肯德基在全国已覆盖 2000+城镇, 必胜客已覆盖 750+城镇, 肯德基、必胜客未覆盖的空白城镇约 1000 个、2250 个城镇, 全部位于三线以下城市。保守情况下, 我们以每个空白城镇新开 1 家肯德基餐厅计算, 预计肯德基在三线以下城镇基础开店空间为 1000 家。对于必胜客, 我们假设其低线开店空间为填补肯德基已开发城镇 (2000 个) 与必胜客现有 (750 个) 之间空白城镇, 按照每 3 镇 1 家计算得到必胜客在三线以下城镇潜在开店空间为 416 家。

肯德基于下沉市场存在对已有品牌、单体店替代空间。我们认为相较于中尾部品牌及单体店, 肯德基在产品力、品牌力上优势更强, 同时能通过全国化供应链和针对下沉市场的低价格带产品开发替代部分竞品门店。假设肯德基在每镇 1 家基础上能够额外替代 5% 现有四线、五线、其他城镇的炸鸡汉堡店 (根据窄门餐眼, 截至 24 年 6 月共有 85091 家) 则 KFC 有 4254 家开店空间, 共计 5254 家开店空间。

综合所有城市来看, 我们预计肯德基/必胜客长期开店空间分别为 22658/5851 家, 较 24 年 6 月底增长潜力分别为+74.0%/+82.5%。

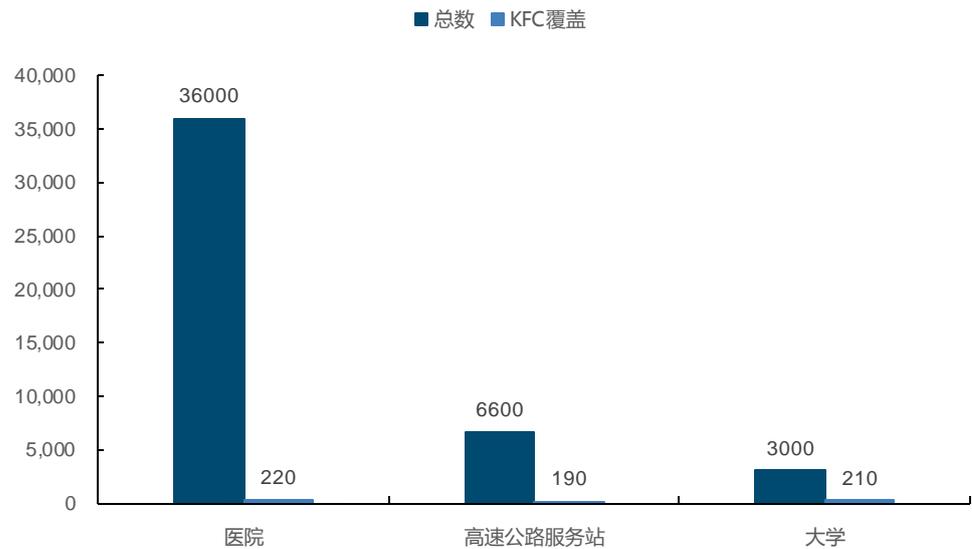
图表54: 肯德基、必胜客开店空间汇总

品牌	级别	预计空间	实际 (截至24年6月底)	增长潜力
肯德基	三线及以上	15378	10998	4380
	低线城镇	7280	2026	5254
	总计	22658	13024	9634
必胜客	三线及以上	5049	2820	2229
	低线城镇	802	386	416
	总计	5851	3206	2645

来源: 公司财报, 公司官网, 国金证券研究所测算

点位布局结构上, 我们认为肯德基在功能区的覆盖率有较大增长空间, 或通过提升加盟合作比例实现。据国家统计局和百胜中国统计, 截至 1H23 全国有 36000 家以上医院、6600 家以上高速路服务站、3000 家以上大学, KFC 在这些功能区覆盖率分别为 0.6%/2.9%/7.0%。公司管理层重视 KFC 未来在功能区的开发, 并计划通过加大加盟店比例来减少开发难度、提高效率, 根据公司 2023 年投资者日规划, 计划 2024E~2026E 门店中加盟店占比 15%~20%、高于目前存量水平。

图表55: 医院、高速、大学等功能区开发潜力大 (时间截至 1H23, 单位: 个)



来源: 公司 2023 投资者日 PPT, 国金证券研究所

## 5、盈利预测与估值

### 5.1、盈利预测

**开店: 2024E 计划净开 1400-1500 家, 至 2026E 门店总数有望超 2 万。**1) 肯德基, 根据前文预测, 我们预测肯德基国内长期门店空间可达 22658 家、增长空间仍然较大, 开店速度上在店型小型化、挖掘下沉市场及服务区策略驱动下有所加快, 参考公司 2023 年投资者日指引 (2024E~2026E 计划保持 1200 家以上净增店数, 其中加盟占比将达 15%~20%), 我们预计 2024E~2026E 净开门店 1258/1268/1241 家, 其中加盟占比 17.1%/19.9%/20.1%, 加盟店预计主要为服务区门店。2) 必胜客: 预计新增门店以面积较小的卫星店为主, 同时对标肯德基向空白城市渗透, 参考公司 2023 年投资者日指引 (2024E~2026E 计划每年净开 400~500 家), 我们预计 2024E~2026E 净开门店 451/432/415 家, 商业模式上仍以直营为主。3) 其他品牌: 新品牌中公司资源投入预计主要在咖啡品牌 LAVAZZA 上, 于 2023 年投资者日提出计划在未来 3~5 年实现门店数达到 1000 家的目标, 2023 年末该品牌门店数为 122 家, 我们考虑当前中国咖啡市场竞争升级及 2024 年 LAVAZZA 品牌仍处于 UE 模型搭建调整阶段, 黄记煌、小肥羊、塔可贝尔品牌预计短期暂无加速开店计划, 因此我们谨慎预测其他品牌 2024E~2026E 合计净开 74/126/121 家。汇总各品牌预测, 我们预计 2024E~2026E 公司净开门店 1786/1826/1776 家, 总数分别达 16427/18253/20029 家, 同比 +12.2%/11.1%/9.7%, 达成公司 2026E 2 万家门店目标。其中我们预测的 2024E 净开店数略超公司指引 (1Q24 财报指引全年净开 1500~1700 家), 参考公司 2017 年以来实际净开或新开门店数均高于年初指引上限, 我们认为目标超额完成概率较高。

图表56: 预计公司 2023~2026E 门店 CAGR 为 11.0%

单位: 家	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
门店总数	9,200	10,506	11,788	12,947	14,644	16,427	18,253	20,029
YOY	8.4%	14.2%	12.2%	9.8%	13.1%	12.2%	11.1%	9.7%
新开店	1,006	1,164	1,788	1,824	2,205	2,296	2,364	2,364
公司指引 (按年初)	600~650	800~850	1,000					
净开店	716	1,306	1,282	1,159	1,697	1,783	1,826	1,776
公司指引 (按年初)	-	-	新开1000	1000~1200	1100~1300	1500~1700		
肯德基	6,534	7,166	8,168	9,094	10,296	11,554	12,822	14,063
YOY	10.6%	9.7%	14.0%	11.3%	13.2%	12.2%	11.0%	9.7%
净开店	624	632	1,002	926	1,202	1,258	1,268	1,241
净开店中加盟占比	8.5%	9.8%	11.4%	16.1%	14.9%	17.1%	19.9%	20.1%
必胜客	2,281	2,355	2,590	2,903	3,312	3,763	4,195	4,610
YOY	1.8%	3.2%	10.0%	12.1%	14.1%	13.6%	11.5%	9.9%
净开店	41	74	235	313	409	451	432	415
净开店中加盟占比	124.4%	29.7%	5.5%	1.6%	3.4%	2.4%	3.1%	3.1%
其他品牌	385	985	1,030	950	1,036	1,110	1,236	1,357
YOY	15.3%	155.8%	4.6%	-7.8%	9.1%	7.1%	11.4%	9.8%
净开店	51	600	45	-80	86	74	126	121

来源: 公司财报, 国金证券研究所预测

**同店: 预计短期仍受行业需求压力影响, 长期有望企稳。**从 1H24 情况看, 餐饮行业客流压力较大, 客单价因消费者价格敏感度上升、品牌促销力度上升而呈现普降情况; 叠加 1Q23 报复性消费导致同比高基数, 1Q24 肯德基、必胜客直营店同店销售额 (SSSG) 分别 -2%/-5%, 其中肯德基同店订单量/客单价分别+4%/-6%, 必胜客同店订单量/客单价分别 8%/-12%, 处于以价换量阶段。我们预计随着下半年高基数问题改善及入门款产品、套餐活动、减免配送费等策略生效, 预计肯德基 2Q24E~4Q24E SSSG 分别为-3%/-2%/1%、2024E 全年约为-2%, 必胜客 2Q24E~4Q24E SSSG 分别为-4%/-3%/0%、全年约为-3%。2024 年以后, 我们考虑肯德基、必胜客持续拓展新品类、新场景, 借助外卖、一人食等获取增量客流, 预测两大品牌在门店小型化趋势下同店增速相对稳定、所有直营店店均收入略有下降。

**收入端:** 公司收入由四项构成, 其中公司餐厅收入由直营店门店数和直营单店收入决定; 加盟费收入主要为加盟店的持续加盟费, 平均费率为门店销售额的 6%; 与加盟店及联营合营公司往来交易的收入主要包括公司向加盟店及联营公司提供的原材料、广告服务、外卖服务等获得的收入; 其他收入主要包括电商渠道收入、供应链向第三方提供服务的收入等。分品牌预测: 1) 肯德基: 预计 2024E~2026E 收入分别为 88.1/96.7/105.3 亿美元, 同比+6.9%/9.8%/8.9%, 其中公司餐厅收入同比+6.7%/9.6%/8.8%, 加盟费收入同比+16.0%/18.3%/17.3%, 加盟开店占比提升对肯德基品牌总收入由小幅带动作用。2) 必胜客, 收入主要由直营店表现决定, 预计 2024E~2026E 收入分别为 23.7/26.3/28.8 亿美元, 同比+6.8%/11.2%/9.7%, 开店加快带动收入端增长。3) 其他品牌: 结合前文开店预测及假设单店收入维持稳定, 谨慎预计 2024E~2026E 其他分部收入维持 3%~4% 增长。综合以上预测, 我们预计公司 2024E~2026E 营业收入分别为 117.4/128.9/140.3 亿美元, 同比+6.9%/9.8%/8.9%。

**图表57: 预计公司 2023~2026E 营业收入 CAGR 为 8.5%**

单位: 无特殊说明, 百万美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>8,776</b>	<b>8,263</b>	<b>9,853</b>	<b>9,569</b>	<b>10,978</b>	<b>11,737</b>	<b>12,890</b>	<b>14,033</b>
YOY	4.3%	-5.8%	19.2%	-2.9%	14.7%	6.9%	9.8%	8.9%
公司餐厅收入	7,925	7,396	8,961	9,110	10,391	11,090	12,209	13,317
加盟费收入	148	148	153	81	89	99	115	132
与加盟店及联合合营公司往来交易的收入	654	647	663	287	372	413	428	446
其他收入	49	72	76	91	126	136	138	138
汇率USD/CNY	6.9104	6.8988	6.4493	6.7391	7.0869	7.2408	7.2663	7.2663
汇率YOY	-4.2%	0.2%	7.0%	-4.3%	-4.9%	-2.1%	-0.4%	0.0%
<b>1、肯德基营业收入</b>	<b>6,040</b>	<b>5,821</b>	<b>7,003</b>	<b>7,219</b>	<b>8,240</b>	<b>8,812</b>	<b>9,671</b>	<b>10,533</b>
YOY	6.2%	-3.6%	20.3%	3.1%	14.1%	6.9%	9.8%	8.9%
1.1、公司餐厅收入	5,839	5,633	6,816	7,120	8,116	8,660	9,494	10,328
YOY	6.3%	-3.5%	21.0%	4.5%	14.0%	6.7%	9.6%	8.8%
平均单店收入	1.21	1.03	1.02	0.91	0.93	0.89	0.88	0.88
同店销售额增速 (SSSG, 不变汇率)	4%	-8%	-3%	-7%	7%	-2%	0%	0%
平均直营门店数 (家)	4,840	5,478	6,655	7,826	8,726	9,759	10,788	11,792
YOY	11.1%	13.2%	21.5%	17.6%	11.5%	11.8%	10.5%	9.3%
1.2、加盟费收入	136	125	120	56	62	72	85	100
YOY	3.0%	-8.1%	-4.0%	-53.3%	10.7%	16.0%	18.3%	17.3%
平均加盟门店数 (家)	529	586	674	806	970	1,167	1,400	1,651
平均联营门店数 (家)	854	787	339	0	0	0	0	0
平均单店加盟费收入	0.098	0.091	0.119	0.070	0.064	0.062	0.061	0.060
1.3、与加盟店及联合合营公司往来交易的	64	61	59	33	45	60	72	85
YOY	4.9%	-4.7%	-3.3%	-44.1%	36.4%	33.4%	20.1%	17.9%
单店往来交易收入	0.046	0.044	0.058	0.041	0.046	0.051	0.051	0.051
1.4、其他收入	1	2	8	10	17	20	20	20
<b>2、必胜客营业收入</b>	<b>2,054</b>	<b>1,730</b>	<b>2,109</b>	<b>1,960</b>	<b>2,246</b>	<b>2,400</b>	<b>2,665</b>	<b>2,922</b>
YOY	-3.0%	-16.0%	22.0%	-7.1%	14.6%	6.8%	11.1%	9.6%
2.1、公司餐厅收入	2,045	1,721	2,092	1,939	2,214	2,365	2,629	2,884
YOY	-2.9%	-15.8%	21.6%	-7.3%	14.2%	6.8%	11.2%	9.7%
平均单店收入	0.94	0.78	0.89	0.74	0.75	0.70	0.69	0.68
同店销售额增速 (SSSG, 不变汇率)	1%	-14%	7%	-6%	6%	-3%	0%	0%
平均直营门店数 (家)	2,183	2,204	2,341	2,606	2,958	3,375	3,805	4,215
YOY	0.3%	1.0%	6.2%	11.3%	13.5%	14.1%	12.7%	10.8%
2.2、加盟费收入	4	5	8	7	7	8	9	9
2.3、与加盟店及联合合营公司往来交易的	4	4	6	4	4	4	5	5
2.4、其他收入	1	0	3	10	21	23	23	24
<b>3、所有其他分部</b>	<b>158</b>	<b>205</b>	<b>473</b>	<b>671</b>	<b>779</b>	<b>805</b>	<b>832</b>	<b>858</b>
YOY	37.0%	29.0%	130.7%	41.9%	16.1%	3.3%	3.4%	3.1%
3.1、公司餐厅收入	41	42	53	51	61	65	87	106
3.2、加盟费收入	8	18	25	18	20	19	21	22
3.3、与加盟店及联合合营公司往来交易的	28	49	98	39	74	81	87	93
3.4、其他收入	81	96	297	563	624	639	637	637
<b>4、企业及未分配</b>	<b>562</b>	<b>565</b>	<b>520</b>	<b>253</b>	<b>293</b>	<b>320</b>	<b>316</b>	<b>316</b>
4.1、与加盟店及联合合营公司往来交易的	558	533	500	211	249	267	264	264
4.2、其他收入	4	32	20	42	44	53	52	52
<b>5、抵销 (计入其他收入)</b>	<b>-38</b>	<b>-58</b>	<b>-252</b>	<b>-534</b>	<b>-580</b>	<b>-599</b>	<b>-595</b>	<b>-594</b>
抵销率 (抵销项/【科目3.4】)	-47%	-60%	-85%	-95%	-93%	-94%	-93%	-93%

来源: 公司财报, 国金证券研究所预测

**主要成本费用假设:**

- 1) 食品及包装物成本, 我们预计 2024E 肯德基、必胜客食品及包装物成本占公司餐厅收入比均有所上升, 分别为 32.0%/+1.0pct、33.6%/+2.3pct, 主要考虑促销力度上升、客单价下降影响, 2024E~2026E 预计随着客单价企稳及供应链优势持续发挥小幅改善, 分别预测肯德基为 31.8%/31.7%, 必胜客为 33.5%/33.5%。
- 2) 员工成本, 1Q23 存在人员配置不足情况, 2024 年已恢复正常水平, 低基数影响及 SSSG 下降情况下预计员工成本占公司餐厅收入比有所上升, 预测肯德基、必胜客分别为 26.7%/+1.4pct、29.4%/+0.1pct, 必胜客升幅相对小主要考虑小店占比提升、单店用工人数下降; 长期展望, 国内餐饮服务业员工工资预计呈上升趋势, 公司数字化提升用工效率、小店人员配置更低产生一定对冲, 2025E~2026E 分别预测肯德基为 27.5%/28.2%, 必胜客预测为 29.8%/30.1%。
- 3) 物业租金及其他经营开支, 我们预计其中特许经营费、直接营销费用、水电费等相对稳定, 但随着门店下沉市场占比提升、老店折旧摊销到期, 预计其中租金、折旧摊销

开支有望持续下降，我们预测 2024E~2026E 肯德基物业租金及其他经营开支占餐厅收入比为 25.2%/24.6%/24.1%，必胜客为 26.7%/26.1%/25.5%。

- 4) 管理费用，公司数字化、团队管理能力强，预计随着门店数量增长、规模效应持续提升，1Q24 肯德基、必胜客管理费用率分别同比-0.4pct/-0.3pct，预计具有持续性。我们预测 2024E~2026E 肯德基为 2.9%/2.8%/2.7%、必胜客管理费用率为 5.1%/4.9%/4.9%。

肯德基：基于以上收入、成本端预测，我们预计 2024E~2026E 肯德基经营利润分别为 11.8/13.1/14.3 亿元，同比-1.7%/+10.9%/+9.0%，经营利润率经历先降后小幅回升，分别为 13.4%/13.5%/13.6%。

图表58：肯德基品牌分部利润表预测

单位：无特殊说明，百万美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,040	5,821	7,003	7,219	8,240	8,812	9,671	10,533
YOY	6.2%	-3.6%	20.3%	3.1%	14.1%	6.9%	9.8%	8.9%
公司餐厅开支	4,797	4,713	5,803	5,999	6,710	7,268	7,965	8,677
餐厅层面利润率	17.8%	16.3%	14.9%	15.7%	17.3%	16.1%	16.1%	16.0%
食品及包装物	1,835	1,801	2,158	2,208	2,512	2,773	3,022	3,277
%公司餐厅收入	31.4%	32.0%	31.7%	31.0%	31.0%	32.0%	31.8%	31.7%
员工成本	1,245	1,247	1,642	1,797	2,057	2,315	2,610	2,910
%公司餐厅收入	21.3%	22.1%	24.1%	25.2%	25.3%	26.7%	27.5%	28.2%
物业租金及其他经营开支	1,717	1,665	2,003	1,994	2,141	2,180	2,333	2,489
%公司餐厅收入	29.4%	29.6%	29.4%	28.0%	26.4%	25.2%	24.6%	24.1%
管理费用	207	200	240	254	263	252	266	280
%总收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.5%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%
加盟开支	69	62	59	29	31	36	43	50
%加盟费收入	50.7%	49.6%	49.2%	51.8%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
与加盟店及联合营公司往来交易的开支	64	61	58	30	39	51	62	73
%与加盟店往来交易收入	100.0%	100.0%	98.3%	90.9%	86.7%	85.7%	85.7%	85.7%
其他经营成本及开支	0	1	4	7	15	16	16	16
关店及减值开支净额	9	25	20	16	12	8	9	9
其他收益净额	-56	-42	-8	97	2	0	0	0
经营利润	949	801	827	787	1,202	1,181	1,310	1,428
YOY	6.0%	-15.6%	3.2%	-4.8%	52.7%	-1.7%	10.9%	9.0%
经营利润率	15.7%	13.8%	11.8%	10.9%	14.6%	13.4%	13.5%	13.6%

来源：公司财报，国金证券研究所预测

必胜客：基于以上收入、成本端预测，我们预计 2024E~2026E 必胜客经营利润分别为 1.3/1.5/1.8 亿美元，同比-10.9%/+20.1%/+15.8%，经营利润率分别为 5.3%/5.7%/6.0%。

两大品牌 2024E 盈利能力短期下降还与 2023 年仍有部分政府补贴、租金减免相关；长期看随着非经常性因素消失，产品、供应链、数字化优势持续发力，盈利能力更佳的下沉市场、小面积门店占比上升，两大品牌盈利能力有望回升。

**图表59：必胜客品牌分部利润表预测**

单位：无特殊说明，百万美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,054	1,730	2,109	1,960	2,246	2,400	2,665	2,922
YOY	-3.0%	-16.0%	22.0%	-7.1%	14.6%	6.8%	11.1%	9.6%
公司餐厅开支	1,818	1,540	1,868	1,761	1,951	2,122	2,351	2,570
餐厅层面利润率	11.1%	10.5%	10.7%	9.2%	11.9%	10.3%	10.6%	10.9%
食品及包装物	633	529	637	612	692	794	881	966
%公司餐厅收入	31.0%	30.7%	30.4%	31.6%	31.3%	33.6%	33.5%	33.5%
员工成本	549	471	598	572	649	696	784	868
%公司餐厅收入	26.8%	27.4%	28.6%	29.5%	29.3%	29.4%	29.8%	30.1%
物业租金及其他经营开支	636	540	633	577	610	632	687	736
%公司餐厅收入	31.1%	31.4%	30.3%	29.8%	27.6%	26.7%	26.1%	25.5%
管理费用	101	96	111	110	118	122	131	144
%总收入	4.9%	5.5%	5.3%	5.6%	5.3%	5.1%	4.9%	4.9%
加盟开支	2	3	4	4	4	4	4	5
%加盟费收入	50.0%	60.0%	50.0%	57.1%	57.1%	50.0%	50.0%	50.0%
与加盟店及联合营公司往来交易的开支	4	4	6	3	4	4	5	5
%与加盟店往来交易收入	100.0%	100.0%	100.0%	75.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他经营成本及开支	0	0	2	8	19	22	22	22
关店及减值开支净额	14	25	7	4	8	0	0	0
其他收益净额	0	0	0	0	0	0	0	0
经营利润	114	62	111	70	142	126	152	176
YOY	17.5%	-45.6%	79.0%	-37.3%	104.0%	-10.9%	20.1%	15.8%
经营利润率	5.6%	3.6%	5.3%	3.6%	6.3%	5.3%	5.7%	6.0%

来源：公司财报，国金证券研究所预测

汇总两大品牌分部及其他品牌和未分配项预测，我们预计 2024E~2026E 公司营业收入分别为 117.4/128.9/140.3 亿美元，同比+6.9%/9.8%/8.9%，归母净利润分别为 8.5/9.4/10.3 亿美元，同比+2.5%/10.3%/10.3%，经调整净利润分别为 8.6/9.5/10.4 亿元，同比+1.7%/10.5%/10.1%，2024E~2026E 经调整净利 CAGR 为 7.4%，稳健增长。

**图表60：公司利润表预测**

单位：无特殊说明，百万美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>8,776</b>	<b>8,263</b>	<b>9,853</b>	<b>9,569</b>	<b>10,978</b>	<b>11,737</b>	<b>12,890</b>	<b>14,033</b>
YOY	4.3%	-5.8%	19.2%	-2.9%	14.7%	6.9%	9.8%	8.9%
公司餐厅收入	7,925	7,396	8,961	9,110	10,391	11,090	12,209	13,317
加盟费收入	148	148	153	81	89	99	115	132
与加盟店及联合营公司往来交易的收入	654	647	663	287	372	413	428	446
其他收入	49	72	76	91	126	136	138	138
<b>公司餐厅开支</b>	<b>6,659</b>	<b>6,298</b>	<b>7,734</b>	<b>7,829</b>	<b>8,701</b>	<b>9,468</b>	<b>10,417</b>	<b>11,365</b>
餐厅层面经营利润率	16.0%	14.8%	13.7%	14.1%	16.3%	14.6%	14.7%	14.7%
食品及包装物	2,479	2,342	2,812	2,836	3,224	3,587	3,930	4,277
薪金及员工福利	1,807	1,730	2,258	2,389	2,725	3,031	3,422	3,813
物业租金及其他经营开支	2,373	2,226	2,664	2,604	2,752	2,850	3,066	3,276
管理费用	487	479	564	594	638	612	642	668
管理费用率	5.5%	5.8%	5.7%	6.2%	5.8%	5.2%	5.0%	4.8%
加盟开支	71	65	64	34	36	41	49	57
与加盟店及联合营公司往来交易的开支	645	633	649	279	356	395	407	423
其他经营成本及开支	37	57	65	78	112	133	159	181
关店及减值开支净额	36	55	34	32	29	11	13	13
其他收益净额	-60	-285	-643	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>901</b>	<b>961</b>	<b>1,386</b>	<b>629</b>	<b>1,106</b>	<b>1,077</b>	<b>1,202</b>	<b>1,326</b>
YOY	-4.3%	6.7%	44.2%	-54.6%	75.8%	-2.6%	11.6%	10.3%
经营利润率	10.3%	11.6%	14.1%	6.6%	10.1%	9.2%	9.3%	9.4%
利息收入净额	39	43	60	84	169	174	195	213
投资（亏损）收益	63	104	-54	-26	-49	-7	-20	-20
除所得税前利润	1,003	1,108	1,392	687	1,226	1,244	1,378	1,520
所得税	-260	-295	-369	-207	-329	-327	-362	-399
权益法核算的投资损益	0	0	0	-2	4	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>743</b>	<b>813</b>	<b>1,023</b>	<b>478</b>	<b>901</b>	<b>917</b>	<b>1,015</b>	<b>1,120</b>
净利率	8.5%	9.8%	10.4%	5.0%	8.2%	7.8%	7.9%	8.0%
非控股股东权益	30	29	33	36	74	69	80	89
<b>归母净利润</b>	<b>713</b>	<b>784</b>	<b>990</b>	<b>442</b>	<b>827</b>	<b>848</b>	<b>935</b>	<b>1,031</b>
YOY	0.7%	10.0%	26.3%	-55.4%	87.1%	2.5%	10.3%	10.3%
净利率	8.1%	9.5%	10.0%	4.6%	7.5%	7.2%	7.3%	7.4%
特别项目，归母净利润	16	-169	-465	4	15	-9	-11	-11
<b>经调整净利润</b>	<b>729</b>	<b>615</b>	<b>525</b>	<b>446</b>	<b>842</b>	<b>856</b>	<b>946</b>	<b>1,042</b>
YOY	20.3%	-15.6%	-14.6%	-15.0%	88.8%	1.7%	10.5%	10.1%
经调整净利率	8.3%	7.4%	5.3%	4.7%	7.7%	7.3%	7.3%	7.4%

来源：公司财报，国金证券研究所预测

## 5.2、估值与投资建议

DCF 估值：我们认为国内消费者对西式快餐口味偏好具有长期性，相对其他餐饮品类更刚需、尝鲜属性更弱，公司作为西式快餐龙头品牌已在中国持续运营 37 年，具备长期品牌价值，面临的周期风险明显更弱，可以采用绝对估值方法测算公司长期价值。我们采用 FCFF 估值方法，预测期为 2024E~2030E 7 年，第二阶段过渡期 5 年、过渡期增长率假设为 3.0%，永续增长率假设为 1.5%。考虑公司目前美股流通股占比更高（截至 2024/8/1 占比 97.8%）、香港流通股占比相对低（截至 2024/8/1 占比 2.2%），贝塔值、无风险利率、市场预期收益率均参考美国市场水平，分别为 0.52、4.2%、11.0%。由此计算得出目前 FCFF 估值方法下公司股权价值 209.7 亿美元，对应每股 50.89 美元、折合每股 397.58 港元（按港元：美元汇率=0.1280），与当前市值相比空间较大。

图表61: DCF 估值假设

核心假设	数值	备注
预测期年数	7	
过渡期年数	5	
过渡期增长率	3.0%	
永续增长率 g	1.5%	
贝塔值 (β)	0.52	百胜中国 YUMC.N 与标普 500 指数之间贝塔
无风险利率 Rf (%)	4.2%	参考美国 10 年期国债收益率
市场的预期收益率 Rm (%)	11.0%	参考标普 500 过去 10 年年度平均收益率
有效税率 T (%)	26.3%	
债务资本成本 Kd	2.3%	
债务资本比重 Wd	3.1%	
股权资本成本 Ke	7.7%	
加权平均资本成本 WACC	7.6%	

来源: wind, 公司财报, 国金证券研究所预测

图表62: 公司 DCF 估值表

单位: 百万美元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	1,061	1,070	1,182	1,306	1,395	1,470	1,553	1,611
所得税税率	26.7%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
息税前利润(NOPAT)	777	789	871	963	1,029	1,084	1,145	1,187
加: 折旧与摊销	453	613	648	680	700	708	712	714
减: 营运资金的增加	-595	-395	-350	-349	-121	-121	-107	-96
减: 资本性投资	-710	-892	-907	-907	-810	-788	-771	-754
公司自由现金流量FCFF	1,115	906	963	1,085	1,039	1,124	1,194	1,244
FCFF预测期现值	5,312							
FCFF过渡期现值	3,449							
FCFF永续价值现值	10,578							
企业价值	19,339							
加: 非核心资产价值	1,218							
减: 付息债务	209							
减: 少数股东权益	723							
股权价值	19,625							
总股本	386							
每股价值(USD)	50.89							

来源: 公司财报, 国金证券研究所预测

图表63: 公司 DCF 估值敏感性分析

折现率变化值	0.5%							
永续增长率变化值	0.5%							
50.89	6.06%	6.56%	7.06%	7.56%	8.06%	8.56%	9.06%	9.06%
0.00%	57.10	52.49	48.54	45.12	42.14	39.51	37.18	37.18
0.50%	60.13	54.93	50.53	46.77	43.51	40.67	38.16	38.16
1.00%	63.75	57.81	52.86	48.67	45.09	41.98	39.27	39.27
1.50%	68.16	61.26	55.60	50.89	46.90	43.48	40.52	40.52
2.00%	73.67	65.46	58.89	53.50	49.01	45.21	41.95	41.95
2.50%	80.72	70.71	62.90	56.64	51.51	47.22	43.60	43.60
3.00%	90.07	77.42	67.89	60.46	54.49	49.60	45.52	45.52

来源: 公司财报, 国金证券研究所预测

考虑 DCF 估值中永续期价值占比较高、对折现率敏感性较高, 我们再采用相对估值方法。

PE 估值: 最新 2024E 港股、美股可比餐饮公司 PE 估值中位数为 23.3X。我们考虑西式快餐需求较为刚性、行业集中度较高, 公司为品类龙头, 品牌、产品、供应链、数字化综合

竞争力强,具备较强穿越周期能力,短期面临的新品牌竞争边际趋缓,给予 2024E PE 17X,对应目标价 307.92 港元(按港元:美元汇率=0.1280)。

综合考虑公司竞争优势稳固,长期增长稳健,股东回报水平持续提升,我们综合 PE 估值和 DCF 估值法,各赋予 50%权重后得到目标价 352.75 港元,首次覆盖给予“买入”评级。

图表64: 餐饮可比公司相对估值表

证券代码	证券简称	EPS (原始货币)				YOY				PE					
		23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	21	22	23	24E	25E	26E
<b>港股</b>															
6862.HK	海底捞	0.83	0.86	0.97	1.09	232.0%	3.9%	13.0%	11.6%	NA	80.0	15.9	12.7	11.3	10.1
9922.HK	九毛九	0.31	0.14	0.18	0.22	933.3%	-55.6%	31.3%	23.5%	48.7	620.7	17.8	17.8	13.6	11.0
1405.HK	达势股份	-0.22	0.16	0.78	2.17	90.6%	172.0%	-395.3%	176.9%	NA	NA	NA	403.4	81.5	29.4
<b>美股</b>															
YUM.N	百胜集团	5.59	5.64	6.30	7.09	22.3%	0.9%	11.7%	12.5%	27.0	28.2	23.3	23.8	21.3	19.0
DPZ.N	达美乐	14.66	16.15	17.78	19.8	17.0%	10.2%	10.1%	11.4%	41.7	27.6	28.2	26.4	24.0	21.5
MCD.N	麦当劳	11.56	11.85	12.92	14.08	38.8%	2.5%	9.0%	9.0%	26.8	31.7	25.7	22.7	20.8	19.1
	中位数	3.21	3.25	3.64	4.63	64.7%	3.2%	10.9%	12.1%	34.4	31.7	23.3	23.3	21.1	19.0
	平均数	5.46	5.80	6.49	7.41	222.3%	22.3%	-53.3%	40.8%	36.1	157.6	22.2	84.5	28.7	18.4
YUMC.N/ 9987.HK	百胜中国	1.97	2.32	2.71	3.15	89.4%	17.7%	16.9%	16.1%	21.5	54.1	21.6	12.9	11.0	9.5

来源: wind, Bloomberg, 国金证券研究所预测; 注: 1)除百胜中国盈利预测为国金证券预测外, 港股可比公司采用 wind 90 天一致预期, 美股可比公司采用彭博一致预期; 2) 港股收盘价为 2024/8/2 数据, 美股为 2024/8/1 数据。

## 6、风险提示

餐饮需求恢复不及预期风险。2H23 以来, 国内线下餐饮需求呈现“降频、降客单”情况, 需求量恢复承压情况下, 品牌间价格战有所升级, 公司 1Q24 同店出现负增长。我们的盈利预测基于 2025E 开始情况稳定向好, 若餐饮需求恢复不及预期, 则影响公司盈利能力。

原材料成本上升风险。公司主要原材料鸡肉、牛肉等历史价格存在较大波动, 叠加目前处于促销力度有所上升阶段, 若原材料短期价格出现大幅波动将影响公司毛利率水平。

食品安全风险。食品安全问题对餐饮短期客流和长期品牌力均存在较大负面影响, 若发生此类事件, 对公司将产生负面影响。

行业竞争加剧风险。公司两大主品牌在各自细分品类市占率领先, 目前出现塔斯汀等新品牌竞争, 我们目前对公司开店空间的测算基于当前竞争环境, 若新品牌竞争强度边际加强, 或对公司客流及长期开店空间造成负面影响。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(美元 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,853</b>	<b>9,569</b>	<b>10,978</b>	<b>11,737</b>	<b>12,890</b>	<b>14,033</b>
增长率	19.2%	-2.9%	14.7%	6.9%	9.8%	8.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>7,734</b>	<b>7,829</b>	<b>8,701</b>	<b>9,468</b>	<b>10,417</b>	<b>11,365</b>
%销售收入	78.5%	81.8%	79.3%	80.7%	80.8%	81.0%
<b>毛利</b>	<b>2,119</b>	<b>1,740</b>	<b>2,277</b>	<b>2,270</b>	<b>2,472</b>	<b>2,668</b>
%销售收入	21.5%	18.2%	20.7%	19.3%	19.2%	19.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>加盟及运营相关开支</b>	<b>713</b>	<b>313</b>	<b>392</b>	<b>437</b>	<b>456</b>	<b>479</b>
%销售收入	7.2%	3.3%	3.6%	3.7%	3.5%	3.4%
<b>管理费用</b>	<b>564</b>	<b>594</b>	<b>638</b>	<b>612</b>	<b>642</b>	<b>668</b>
%销售收入	5.7%	6.2%	5.8%	5.2%	5.0%	4.8%
<b>关店减值及其他收益净额</b>	<b>28</b>	<b>57</b>	<b>29</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
%销售收入	0.3%	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,332</b>	<b>601</b>	<b>1,061</b>	<b>1,070</b>	<b>1,182</b>	<b>1,306</b>
%销售收入	13.5%	6.3%	9.7%	9.1%	9.2%	9.3%
<b>财务费用</b>	<b>-60</b>	<b>-84</b>	<b>-169</b>	<b>-174</b>	<b>-195</b>	<b>-213</b>
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
<b>投资收益</b>	<b>-54</b>	<b>-26</b>	<b>-49</b>	<b>-7</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>
%税前利润	-3.9%	-3.8%	-4.0%	-0.6%	-1.5%	-1.3%
<b>营业利润</b>	<b>734</b>	<b>658</b>	<b>1,135</b>	<b>1,077</b>	<b>1,202</b>	<b>1,326</b>
营业利润率	7.4%	6.9%	10.3%	9.2%	9.3%	9.4%
<b>营业外收支</b>						
<b>税前利润</b>	<b>1,392</b>	<b>685</b>	<b>1,230</b>	<b>1,244</b>	<b>1,378</b>	<b>1,520</b>
利润率	14.1%	7.2%	11.2%	10.6%	10.7%	10.8%
<b>所得税</b>	<b>369</b>	<b>207</b>	<b>329</b>	<b>327</b>	<b>362</b>	<b>399</b>
所得税率	26.5%	30.2%	26.7%	26.3%	26.3%	26.3%
<b>净利润</b>	<b>1,023</b>	<b>478</b>	<b>901</b>	<b>917</b>	<b>1,015</b>	<b>1,120</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>74</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>89</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>990</b>	<b>442</b>	<b>827</b>	<b>848</b>	<b>935</b>	<b>1,031</b>
净利率	10.0%	4.6%	7.5%	7.2%	7.3%	7.4%

**现金流量表(美元 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>990</b>	<b>442</b>	<b>827</b>	<b>848</b>	<b>935</b>	<b>1,031</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>74</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>89</b>
<b>非现金支出</b>	<b>43</b>	<b>537</b>	<b>551</b>	<b>81</b>	<b>105</b>	<b>113</b>
<b>非经营收益</b>						
<b>营运资金变动</b>	<b>-418</b>	<b>-168</b>	<b>-358</b>	<b>95</b>	<b>150</b>	<b>149</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,131</b>	<b>1,413</b>	<b>1,473</b>	<b>1,638</b>	<b>1,838</b>	<b>1,973</b>
<b>资本开支</b>	<b>-689</b>	<b>-679</b>	<b>-710</b>	<b>-892</b>	<b>-907</b>	<b>-907</b>
<b>投资</b>	<b>-56</b>	<b>176</b>	<b>-38</b>	<b>300</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
<b>其他</b>	<b>-110</b>	<b>-19</b>	<b>5</b>	<b>304</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-855</b>	<b>-522</b>	<b>-743</b>	<b>-288</b>	<b>-727</b>	<b>-727</b>
<b>股权募资</b>	<b>-75</b>	<b>-466</b>	<b>-613</b>	<b>-1,250</b>	<b>-719</b>	<b>-691</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>164</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>
<b>其他</b>	<b>-238</b>	<b>-378</b>	<b>-267</b>	<b>-255</b>	<b>-285</b>	<b>-314</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-313</b>	<b>-844</b>	<b>-716</b>	<b>-1,510</b>	<b>-1,020</b>	<b>-1,019</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-22</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-175</b>	<b>77</b>	<b>212</b>

**资产负债表(美元 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	<b>1,136</b>	<b>1,130</b>	<b>1,128</b>	<b>953</b>	<b>1,030</b>	<b>1,243</b>
<b>应收款项</b>	<b>288</b>	<b>371</b>	<b>382</b>	<b>414</b>	<b>454</b>	<b>495</b>
<b>存货</b>	<b>432</b>	<b>417</b>	<b>424</b>	<b>460</b>	<b>506</b>	<b>552</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,860</b>	<b>2,022</b>	<b>1,497</b>	<b>1,195</b>	<b>998</b>	<b>800</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,716</b>	<b>3,940</b>	<b>3,431</b>	<b>3,022</b>	<b>2,989</b>	<b>3,090</b>
%总资产	35.7%	33.3%	28.5%	26.2%	25.4%	25.5%
<b>长期投资</b>	<b>414</b>	<b>266</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,251</b>	<b>2,118</b>	<b>2,310</b>	<b>2,511</b>	<b>2,696</b>	<b>2,852</b>
%总资产	17.0%	17.9%	19.2%	21.8%	22.9%	23.6%
<b>无形资产</b>	<b>5,026</b>	<b>4,366</b>	<b>4,299</b>	<b>4,377</b>	<b>4,450</b>	<b>4,520</b>
<b>非流动资产</b>	<b>8,507</b>	<b>7,886</b>	<b>8,600</b>	<b>8,522</b>	<b>8,780</b>	<b>9,006</b>
%总资产	64.3%	66.7%	71.5%	73.8%	74.6%	74.5%
<b>资产总计</b>	<b>13,223</b>	<b>11,826</b>	<b>12,031</b>	<b>11,544</b>	<b>11,768</b>	<b>12,096</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>168</b>	<b>163</b>	<b>148</b>	<b>133</b>
<b>应付款项</b>	<b>830</b>	<b>727</b>	<b>786</b>	<b>855</b>	<b>940</b>	<b>1,026</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,553</b>	<b>1,439</b>	<b>1,468</b>	<b>1,561</b>	<b>1,714</b>	<b>1,866</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,383</b>	<b>2,166</b>	<b>2,422</b>	<b>2,579</b>	<b>2,803</b>	<b>3,025</b>
<b>长期贷款</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>2,878</b>	<b>2,458</b>	<b>2,446</b>	<b>2,400</b>	<b>2,400</b>	<b>2,400</b>
<b>负债</b>	<b>5,301</b>	<b>4,666</b>	<b>4,912</b>	<b>5,023</b>	<b>5,247</b>	<b>5,469</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,056</b>	<b>6,482</b>	<b>6,405</b>	<b>5,738</b>	<b>5,658</b>	<b>5,675</b>
其中：股本	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>未分配利润</b>	<b>7,587</b>	<b>6,581</b>	<b>6,630</b>	<b>5,963</b>	<b>5,884</b>	<b>5,900</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>866</b>	<b>678</b>	<b>714</b>	<b>783</b>	<b>863</b>	<b>952</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>13,223</b>	<b>11,826</b>	<b>12,031</b>	<b>11,544</b>	<b>11,768</b>	<b>12,096</b>

**比率分析**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.34	1.05	1.99	2.32	2.71	3.15
每股净资产	16.49	15.48	15.72	15.69	16.40	17.31
每股经营现金净流	2.64	3.38	3.62	4.48	5.33	6.02
每股股利	0.48	0.48	0.52	0.68	0.81	0.94
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.03%	6.82%	12.91%	14.77%	16.53%	18.18%
总资产收益率	7.49%	3.74%	6.87%	7.34%	7.95%	8.53%
投入资本收益率	12.29%	5.82%	10.60%	11.73%	12.98%	14.15%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	19.24%	-2.88%	14.72%	6.92%	9.82%	8.87%
EBIT 增长率	25.07%	-54.88%	76.54%	0.86%	10.47%	10.49%
净利润增长率	26.28%	-55.35%	87.10%	2.51%	10.34%	10.27%
总资产增长率	21.59%	-10.56%	1.73%	-4.05%	1.94%	2.79%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.0	2.5	2.2	2.2	2.1	2.2
存货周转天数	19.3	19.5	17.4	16.8	16.7	16.8
应付账款周转天数	35.8	35.8	31.3	31.2	31.0	31.1
固定资产周转天数	73.4	82.2	72.6	73.9	72.7	71.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	22.49%	19.13%	21.49%	25.37%	23.95%	20.14%
EBIT 利息保障倍数	—	—	—	223.2	255.7	299.0
资产负债率	40.09%	39.46%	40.83%	43.51%	44.58%	45.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806