

运营调整能力强，股东回馈力度加大

2024 年 11 月 06 日

➤ **事件:** 11 月 4 日，百胜中国发布 2024 年三季度报，实现收入 30.7 亿美元，yoy+5%；系统销售额 yoy+4%。经营利润为 3.71 亿美元，yoy+15%，经营利润率 12.1%，yoy+1pct；核心经营利润 yoy+18%。GAAP 归母净利润 2.97 亿美元，yoy+22%；Non-GAAP 净利润 2.97 亿美元，yoy+20%。

➤ **同店降幅收窄，表现超预期。** Q3 整体同店销售额-3%，环比 Q2 -4%有提升，且同店交易量+1%；分品牌来看，Q3 肯德基同店销售额-2%（量/价分别+1%/-3%），必胜客同店销售额-6%（量/价分别+4%/-9%），两个主品牌均较 Q2 同店降幅有所收窄。

➤ **运营效率持续提升，成本管控能力佳。** Q3 整体餐厅利润率 17%，同比持平（剔除 1500 万美元影响餐厅层面可比性项目，yoy+0.5pct）。分品牌看，Q3 KFC 餐厅利润率 18.3%（yoy-0.3pct），必胜客餐厅利润率 12.8%（yoy+0.1pct）。客单价承压及同店压力仍存的背景下，公司通过有利的原材料价格，以及“Fresh Eye”及“Red Eye”等项目优化流程提升门店运营效率，门店利润率维持稳定，盈利能力依旧强劲。

➤ **提升加盟占比，加速渗透下沉市场、偏远地区及战略点位；外卖拉动更多增长。** 季度净增门店 438 家（其中加盟净增 145 家，占 33%），截至 24Q3 末，门店总数达 15861 家，其中肯德基/必胜客分别 11283/3606 家。公司通过特许经营模式&更灵活的模型（如：KFC 小镇模式 capex 仅为通常门店的 1/3）覆盖低线市场、偏远地区及战略性枢纽点位，目前 KFC 加盟店仅占 12%，公司计划将新增门店中的加盟店占比从过往计划的 15-20%逐步提升至 40-50%；而必胜客也计划逐步将新增门店中加盟占比在未来几年提升至 20-30%。同时，公司通过配送费用调整&更多单人及入门产品实现了外卖的增量抓手，Q3 外卖销售同比增长 18%，KFC 及必胜客外卖占比进一步提升至 40%（环比+2pct）。

➤ **进一步提升股东回报:** 2024-2026 年股东回报提高 50%，从 30 亿美元提升至 45 亿美元，计划 2024 全年向股东回报 15 亿美元，今年前 9 个月股东回报 12.4 亿美元（10.6 亿美元回购及 1.87 亿美元股息）。目前回购额度仍有 14 亿美元。

➤ **投资建议:** 百胜作为国内餐饮龙头，供应链&门店管理效率高，同时发力新模式优化门店增长&盈利，我们预计公司 FY2024-2026 年归母净利润分别为 9.02 亿美元、9.78 亿美元、10.50 亿美元，EPS 分别为 2.37 美元、2.57 美元、2.76 美元，对应 11 月 5 日收盘价 PE 分别为 21/19/18 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 行业竞争加剧风险；2) 同店表现持续承压风险；3) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险；4) 消费复苏不及预期风险；5) 拓店不及预期风险；

盈利预测与财务指标

单位/百万美元	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	10,978	11,482	12,280	13,153
增长率(%)	14.7	4.6	7.0	7.1
归母净利润	827	902	978	1,050
增长率(%)	87.1	9.1	8.5	7.3
EPS	2.17	2.37	2.57	2.76
P/E	23	21	19	18
P/B	3.0	3.1	2.7	2.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 11 月 5 日收盘价, 汇率 1HKD=0.1287USD)

推荐

维持评级

当前价格:

385.80 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 李华熠

执业证书: S0100524070002

邮箱: lihuayi@mszq.com

相关研究

1. 百胜中国 (9987.HK) 2024 年二季度报点评: 超预期的利润表现, 经营效率持续提升-2024/08/07

2. 百胜中国 (9987.HK) 2024 年一季报点评: 1Q 业绩符合预期, 高回购分红回馈股东-2024/05/02

3. 百胜中国 (9987.HK) 首次覆盖报告: 龙头再扬帆, 迈向两万家新征程-2024/04/03

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产合计	3,431	3,426	4,037	4,524
现金及现金等价物	1,128	1,055	1,604	2,024
应收账款及票据	68	75	81	86
存货	424	479	512	548
其他	1,811	1,816	1,840	1,866
非流动资产合计	8,600	8,718	9,282	9,879
固定资产	2,310	2,744	3,420	4,123
商誉及无形资产	4,299	4,182	4,070	3,964
其他	1,991	1,792	1,792	1,792
资产合计	12,031	12,144	13,318	14,403
流动负债合计	2,422	2,750	2,929	3,123
短期借贷	168	168	168	168
应付账款及票据	786	882	942	1,008
其他	1,468	1,700	1,818	1,947
非流动负债合计	2,490	2,490	2,492	2,494
长期借贷	44	46	48	50
其他	2,446	2,444	2,444	2,444
负债合计	4,912	5,240	5,421	5,617
普通股股本	4	4	4	4
储备	6,401	6,125	7,041	7,846
归属母公司股东权益	6,405	6,129	7,045	7,850
少数股东权益	714	775	853	935
股东权益合计	7,119	6,904	7,898	8,785
负债和股东权益合计	12,031	12,144	13,318	14,403

现金流量表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	1,473	1,797	1,807	1,966
净利润	827	902	978	1,050
少数股东权益	74	61	78	83
折旧摊销	453	483	536	603
营运资金变动及其他	119	351	215	230
投资活动现金流	-743	-686	-1,190	-1,295
资本支出	-710	-800	-1,100	-1,200
其他投资	-33	114	-90	-95
筹资活动现金流	-716	-1,184	-68	-251
借款增加	164	2	2	2
普通股增加	-613	-1,124	0	0
已付股利	-216	-54	-62	-245
其他	-51	-8	-8	-8
现金净增加额	-2	-73	549	420

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	10,978	11,482	12,280	13,153
其他收入	0	0	0	0
营业成本	8,701	9,105	9,732	10,406
其他费用及与加盟相关 开支	504	578	613	674
管理费用	638	574	589	631
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-169	-163	-177	-188
权益性投资损益	4	0	0	0
其他损益	-78	-83	-90	-95
除税前利润	1,230	1,305	1,433	1,534
所得税	329	342	377	402
净利润	901	963	1,056	1,132
少数股东损益	74	61	78	83
归属母公司净利润	827	902	978	1,050
EBIT	1,061	1,142	1,256	1,347
EBITDA	1,514	1,625	1,792	1,950
EPS (元)	2.17	2.37	2.57	2.76

主要财务比率	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力(%)				
营业收入	14.72	4.59	6.95	7.11
归属母公司净利润	87.10	9.08	8.45	7.30
盈利能力(%)				
毛利率	20.74	20.70	20.75	20.88
净利率	7.53	7.86	7.97	7.98
ROE	12.91	14.72	13.89	13.37
ROIC	10.60	11.84	11.41	11.04
偿债能力				
资产负债率(%)	40.83	43.15	40.70	39.00
净负债比率(%)	-12.87	-12.19	-17.57	-20.55
流动比率	1.42	1.25	1.38	1.45
速动比率	0.62	0.53	0.69	0.79
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.95	0.96	0.95
应收账款周转率	166.33	160.21	157.54	157.65
应付账款周转率	11.50	10.92	10.67	10.67
每股指标 (元)				
每股收益	2.17	2.37	2.57	2.76
每股经营现金流	3.87	4.72	4.75	5.16
每股净资产	16.83	16.10	18.51	20.63
估值比率				
P/E	23	21	19	18
P/B	3.0	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	11.94	11.12	10.09	9.27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026