

百胜中国 (09987.HK)

优于大市

经营数据环比继续改善，拟将 2024-2026 年股东回报提升 50%

核心观点

2024Q3 核心经营利润同增 18.3%，环比 Q2 继续提速。2024Q3，公司实现收入 30.7 亿美元/+5.4%，季度收入创历史新高；核心经营利润 3.69 亿美元/+18.3%；经调整净利润 2.97 亿美元/+19.8%，收入利润增速表现环比 Q2（收入+1%/核心经营利润+12%/经调整净利润+7%）继续提速。**2024 年前三季度**，公司实现收入 87.1 亿美元/+2.6%；经调整营业利润 10.11 亿美元/+1.1%；经调整净利润 7.96 亿美元/+8.0%，前三季度经营数据同比增速均已转正。

2024Q3 核心品牌同店表现环比继续企稳。2024Q3，系统销售额同增 4%，得益于净增门店贡献；整体同店销售同比-3%，环比 24Q2（-4%）收窄。**分品牌看**，肯德基同店销售同比-2%，环比 Q2（-3%）收窄，其中客流（+1%）增速连续 7 个季度实现正增长，折扣降低助力客单价（-3%）环比 Q2（-7%）降幅收窄；必胜客同店销售同比-6%，环比 Q2（-8%）降幅同样收窄，其中客单价降幅（-9%）环比持平，系必胜客仍执行高性价比策略，客流增速（+4%）环比 Q2（+2%）提速继续向好，性价比战略效果继续体现。

前三季度开店节奏合预期，维持全年扩张计划。2024Q3，公司门店净增 438 家，其中肯德基/必胜客分别净增 352/102 家，期末门店数达 11283/3606 家。公司维持 2024 年净增 1500-1700 家门店扩张计划，前三季度公司已经净增 1217 家，已完成全年目标（以中位数 1600 家门店计算）的 76%。

餐厅利润率保持稳定，管理费率优化助力盈利上行。2024Q3，原材料/人工/租金分别同比+0.6/-0.2/-0.3pct，故餐厅利润率 17.0%同比持平。但期内管理费率同比-1.3pct 优化明显，带动经营利润率同比增 0.4pct；经调整净利率 9.7%，同比+1.2pct，系成本费用改善及美团投资收益综合贡献。

创新店型多元创收，加码加盟战略，拟将 2024-2026 年股东回报提升 50%。

公司旗下平价咖啡肯悦咖啡期内销售额与咖啡销售同增超 30%，年底预计将超 600 家；必胜客推出 WOW 店型主打性价比，目前门店数已达 150 家。且公司持续加码加盟战略，肯德基未来加盟店净新开门店占比将逐步提至 40%-50%，必胜客加盟净开占比将逐步提升至 20-30%。前三季度通过股票回购与现金股息累计回馈超 12.4 亿美元，公司拟将 2024-2026 年股东回馈金额由 30 亿美元提升至 45 亿美元，提升幅度达 50%。

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：2024 年三季度同店以及展店延续强韧表现，且成本费用管控效果超预期，基于此我们维持 2024-2026 年收入 117.79/128.98/140.98 亿美元，提升归母净利润预测至 9.03/9.85/10.70 亿美元（调整幅度 +2.6%/+2.8%/+2.3%），基于最新股本假设 2024-2026 年 EPS 为 2.37/2.59/2.81 美元，对应 PE 估值为 19.4/17.8/16.4x。复盘百胜中国历史估值水平，在经营业绩拐点出现时市场往往会给予公司估值溢价，综合考虑公司稳中向好的运营状态及促消费政策出台后潜在业绩改善预期，给予 2024 年 PE 目标 23-25x，对应目标价为 423.7-460.6 港元，较最新收盘价仍有 18%-28%空间，维持公司“优于大市”评级，继续强烈推荐。

公司研究 · 海外公司财报点评

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
zhongxiaoxiao@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 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 385.80 港元
总市值/流通市值 146841/1319 百万港元
52 周最高价/最低价 404.20/224.15 港元
近 3 个月日均成交额 210.42 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) - 促消费政策频出经营望受益，持续回购彰显管理层信心》——2024-09-30
- 《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》——2024-05-05
- 《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

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	11,779	12,898	14,098
(+/-%)	-2.9%	14.7%	7.3%	9.5%	9.3%
净利润(百万美元)	442	827	903	985	1070
(+/-%)	-55.4%	87.1%	9.2%	9.1%	8.6%
每股收益(美元)	1.16	2.17	2.37	2.59	2.81
EBIT Margin	8.0%	11.0%	7.7%	7.8%	8.0%
净资产收益率(ROE)	6.8%	12.9%	12.7%	12.4%	12.2%
市盈率(PE)	39.7	21.2	19.4	17.8	16.4
EV/EBITDA	186.5	117.2	109.2	100.0	91.6
市净率(PB)	2.71	2.74	2.46	2.22	2.00

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

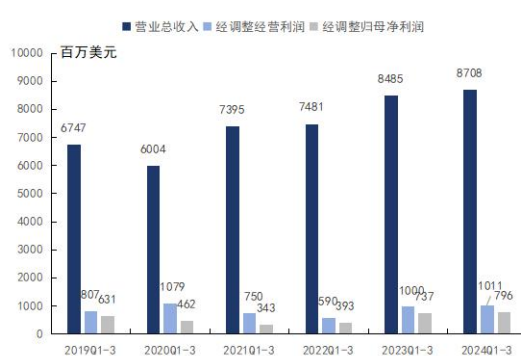
2024Q3 经调整经营利润同增 13.5%，优于市场预期。2024Q3，公司实现收入 30.7 亿美元，同比+5.4%，创下历史新高；经营利润 3.71 亿美元，同比+14.9%；核心经营利润 3.69 亿美元，同比+18.3%；归母净利润 2.97 亿美元，同比+21.7%；经调整净利润 2.97 亿美元，同比+19.8%，收入利润增速环比 Q2 均大幅提速。2024 年前三季度，公司实现收入 87.1 亿美元，同比+2.6%；经调整营业利润 10.11 亿美元，同比+1.1%；经调整归母净利润 7.96 亿美元，同比+8.0%。

图1：百胜中国单三季度营业收入/利润及对应增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：百胜中国前三季度营业收入/利润及对应增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024Q3 同店销售降幅持续企稳。2024Q3，系统销售额同增 4%，主要得益于净增门店的贡献；公司同店销售同比-3%，环比 24Q2 (-4%) 收窄。分品牌看，肯德基同店销售同比-2%，环比 Q2 (-3%) 收窄，其中客流增速在高基数基础上略有放缓且已连续 7 个季度实现正增长，客单价则在折扣收窄带动下降幅收窄；必胜客同店销售同比-6%，环比 Q2 (-8%) 降幅同样收窄，其中客单价降幅环比持平，主要系必胜客仍在执行高性价比产品策略（翻新旧店推出必胜客 WOW 店等尝试），客流增速环比提速继续向好。

表1：肯德基/必胜客同店收入以及对应客流、客单价表现

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
整体	-15%	-11%	-6%	-4%	10%	5%	-7%	-11%	-8%	-16%	0%	-4%	8%	15%	4%	4%	-3%	-4%	-3%
肯德基	-11%	-10%	-6%	-4%	5%	4%	-8%	-12%	-9%	-16%	0%	-3%	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%	-2%
客流		-20%	-10%	-9%	-13%	-14%	-18%	-20%	-14%	-25%	-7%	-16%	6%	21%	9%	16%	4%	4%	1%
客单价		12%	4%	5%	8%	8%	6%	6%	6%	12%	8%	16%	2%	-5%	-5%	-11%	-6%	-7%	-3%
必胜客	-31%	-12%	-7%	-5%	38%	11%	-5%	-8%	-5%	-15%	2%	-8%	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%	-6%
客流		-5%	-5%	-2%	2%	9%	-1%	-4%	-3%	-20%	2%	-2%	13%	27%	12%	15%	8%	2%	4%
客单价		-7%	-1%	-3%	-7%	-11%	-10%	-8%	-2%	6%	0%	-5%	-5%	-11%	-9%	-8%	-12%	-9%	-9%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

前三季度开店节奏合预期，维持全年扩张计划。2024Q3，公司门店净增 438 家，其中肯德基/必胜客分别净增 352/102 家，维持稳定扩张态势。2024 年公司依旧维持全年净增 1500-1700 家门店计划（对应资本开支为 7-8.5 亿美元），前三季度公司已经净增 1217 家，已完成全年目标（以净增 1600 家门店计划）的 76%。

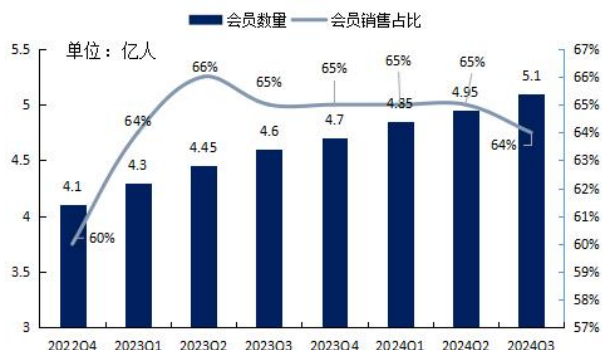
会员体量持续扩容，外卖增长亮眼。2024 年三季度，数字订单收入达 26.1 亿美元，占餐厅收入的 90%，占比环比 (Q2~90%) 保持稳定。季度末肯德基、必胜客的会员数合计超过 5.1 亿 (二季度末时为 4.95 亿)，会员销售额占肯德基/必胜客两品牌系统销售额的 64%。三季度外卖收入同增 18%，延续过往 10 年的双位数增速表现，占餐厅收入占比为 40%。

图3：百胜中国整体/肯德基/必胜客季度净增门店



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

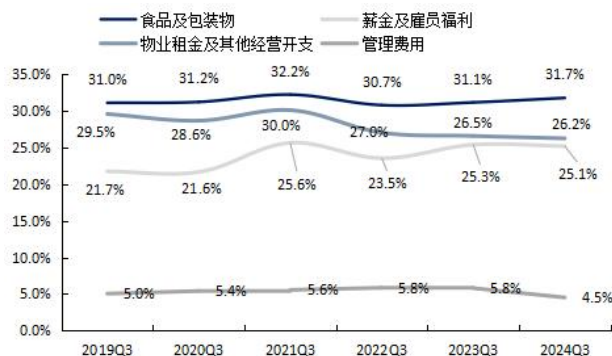
图4：百胜中国会员数量级会员销售餐厅收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

餐厅利润率保持稳定，管理费率改善助力盈利能力提升。2024Q3，食品及原材料占比为 31.7%，同比+0.6pct，预计与公司推行高性价比产品有关；薪金及雇员福利占比约 25.1%，同比-0.2pct；物业租金及其他经营开支占比约 26.2%，同比-0.3pct，整体而言公司餐厅利润率约 17.0%，同比持平。但管理费用持续优化下，三季度管理费率同比-1.3pct，经营利润率持续改善同比增 0.4pct；经调整净利率 9.7%，同比+1.2pct，系成本费用改善及美团投资收益综合贡献。

图5：百胜中国第三季度成本费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：百胜中国第三季度餐厅/经营/净利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：肯德基第三季度成本费用率



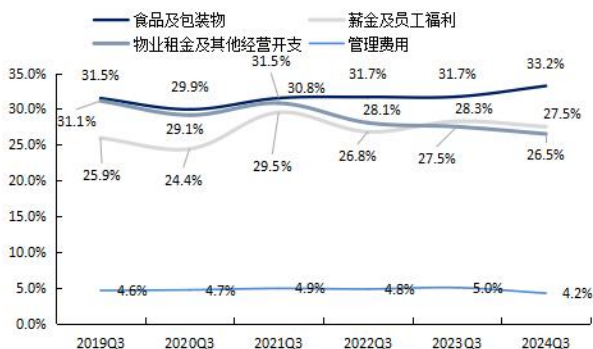
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：肯德基第三季度餐厅/经营利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 必胜客第三季度成本费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 必胜客第三季度餐厅/经营利润率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

创新店型多元创收，加码加盟战略。公司旗下咖啡平品牌肯悦咖啡表现亮眼，销售额与咖啡销售同增超30%，门店与肯德基门店共享厨房和运营，年底预计将超600家；必胜客推出WOW新店型，WOW门店模式主打性价比，通过简化菜单（SKU约40-50个，远低于传统店80-90个）和优化服务流程，目前门店数已达150家。伴随数字化能力提升以及加盟商质量提高，公司持续加码加盟战略，肯德基未来几年内加盟店在净新开门店中比例将提高至40%-50%。必胜客公司则期待在未来几年比例达到20-30%。

拟将2024-2026年股东回报提升50%。2024三季度，公司通过股票回购（1.87亿美元）以及现金股息（0.61亿美元）方式回馈2.48亿美元，前三季度通过股票回购以及现金股息累计回馈超12.4亿美元。基于此，公司拟将2024-2026年股东回馈金额由30亿美元提升至45亿美元，提升幅度达50%。

投资建议：2024年三季度同店以及展店延续强韧表现，且依靠成本费用精细管控利润表现超出我们预期，基于此我们维持2024-2026年收入117.79/128.98/140.98亿美元，提升归母净利润9.03/9.85/10.70亿美元（调整幅度+2.6%/+2.8%/+2.3%），年初至今公司已回购超2557万股（相当于2023年底在外发行股本的6.3%），基于最新股本假设2024-2026年EPS为2.37/2.59/2.81美元，对应PE估值为19.4/17.8/16.4x。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成性。且复盘百胜中国历史估值水平，在经营业绩拐点出现时市场往往会给予公司估值溢价，综合考虑公司现阶段稳定的运营状态及促消费政策出台后潜在业绩改善预期，给予2024年PE目标23-25x，对应目标价为423.7-460.6港元，较最新收盘价仍有18%-28%空间，维持公司“优于大市”评级。

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	2163	1689	2939	营业收入	9569	10978	11779	12898	14098
应收款项	371	382	323	353	386	营业成本	7829	8701	9541	10441	11414
存货净额	417	424	508	556	608	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	542	593	646
流动资产合计	3940	3431	4466	5459	6793	管理费用	479	564	794	853	912
固定资产	2118	2310	2645	2988	3336	财务费用	43	60	2	13	33
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	13757	15451	17489	营业利润	685	1230	1309	1428	1551
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	1067	1169	1277	利润总额	685	1230	1309	1428	1551
其他流动负债	1371	1378	1780	1948	2378	所得税费用	207	329	327	357	388
流动负债合计	2166	2422	2847	3116	3655	少数股东损益	36	74	79	86	93
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	903	985	1070
其他长期负债	2458	2446	2746	2896	2946						
长期负债合计	2500	2490	2990	3540	4090						
负债合计	4666	4912	5837	6656	7745	净利润	442	827	903	985	1070
少数股东权益	678	714	793	879	972	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	6482	6405	7127	7916	8772	折旧摊销	0	0	409	430	458
负债和股东权益总计	11826	12031	13757	15451	17489	公允价值变动损失	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万美元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1025)	(490)	893	341	504
每股收益	1.16	2.17	2.37	2.59	2.81	其它	36	74	79	86	93
每股红利	0.00	0.00	0.47	0.52	0.56	经营活动现金流	(547)	411	2283	1841	2125
每股净资产	17.03	16.83	18.71	20.78	23.02	资本开支	0	(192)	(600)	(630)	(662)
ROIC	7%	13%	13%	18%	21%	其它投资现金流	838	550	0	(1388)	0
ROE	7%	13%	13%	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%	8%	8%	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	(181)	(197)	(214)
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%	9%	9%	9%	融资活动现金流	(445)	(705)	(149)	203	286
资产负债率	45%	47%	48%	49%	50%	现金净变动	(6)	(2)	1035	(474)	1249
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	货币资金的期初余额	1136	1130	1128	2163	1689
P/E	39.7	21.2	19.4	17.8	16.4	货币资金的期末余额	1130	1128	2163	1689	2939
P/B	2.7	2.7	2.5	2.2	2.0	企业自由现金流	0	207	1379	899	1145
EV/EBITDA	187	117	109	100	92	权益自由现金流	0	(544)	1409	1289	1620

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提及的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