

百胜中国 (9987 HK)

黎明前的至暗时刻

维持买入评级，我们认为 21 年一季度的拖累可能是短暂的，不改中期增长故事（肯德基扩张和必胜客改革）。我们将目标价下调至 516.05 港元，基于 36 倍 21 年市盈率（不变）。现价估值在 31 倍，对比海底捞的 74 倍和九毛九的 77 倍，相当吸引。

■ **20 财年四季度净利润超预期。** 百胜中国的 20 财年四季度净利润同比增长 68% 至 1.51 亿美元，超越市场 / 招银国际预期 38% / 59%，同时销售亦强劲增长 11%，亦较超市 / 招银国际预期高 6% / 6%。主要是因为：1) 四季度净开店 356 个（比招银预期的 208 个多），2) 食品成本亦低于预期；3) 政府补助和租金减免均好于预期。20 财年四季度经营营业利润同比增长 90%（如果使用固定汇率，则为 78%）。

■ **但管理层对 21 财年一季度的展望相当谨慎。** 尽管 20 年四季度的同店下滑已经收窄了许多（肯德基/必胜客的同店下跌 4% / 5%，符合预期），但管理层预计一季度会出现巨大压力，因为：1) 政府对小型爆发采取了严格的措施以及群聚聚餐活动意愿的减少；2) 交通枢纽和相关地点的旅客需求仍然偏弱；3) 低线城市的需求减弱，因为政府建议更多的工人留在原地而不是返回家乡。而且 21 年一季度的毛利率可能只会持平，因为鸡价下跌所带来的利好将被更多的引流折扣，较弱的外卖需求（对比去年，单价和高毛利率的产品销售占比可能下滑）以及采用更多环保包装材料令成本增加所抵消。

■ **不改 21 财年逐步恢复的态势，但 EBIT 利润率可能仍然偏低。** 受惠于公司出色的执行力，产品创新和数字化能力，中长期增长故事仍然扎实，我们仍然预计业绩逐步改善。但管理层有指出，21 年可能会缺乏政府补贴和租金减免，并且需要雇用更多员工，令 EBIT 利润率可能无法快速回到 19 年的水平。

■ **肯德基加快扩张，必胜客持续改善。** 公司还计划在 21 年开设 1000 家以上的门店（高於招银国际预测的 900 家），而必胜客亦应有更强劲的反弹，动力来自菜单升级（自 20 年二季度以来新的或升级的 SKU 超过 75%），产品性价比提高，更多的门店升级（自 18 年以来升级了 40% 以上的门店）和加强数字化（20 年四季度餐桌上点餐占比 37%）和外卖的体验。

■ **维持买入评级，降低目标价至 516.05 港元，基于 36 倍 21 财年预测市盈率（不变）。** 我们将 21/22 财年净利润预测下调 8%/8%，以反映以下因素：1) 21 财年一季度销售疲软，2) 资本支出上升，3) 员工和租金成本上升，但亦包括 4) 开店速度加快。公司当前的 31 倍 21 财年预测市盈率的估值，还是相当吸引，考虑到 20-23 财年 EBIT 复合年增长率为 21%，以及。海底捞的 74 倍和九毛九的 77 倍。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额(百万美元)	8,776	8,263	9,626	10,864	12,028
同比增长(%)	4.3	(5.8)	16.5	12.9	10.7
净利润(百万美元)	713	784	809	975	1,141
每股收益(美元)	1.81	1.89	1.85	2.22	2.58
每股收益变动(%)	1.8	4.5	(2.2)	19.8	16.4
市场每股盈利预测(美元)	不适用	不适用	2.02	2.34	2.92
市盈率(x)	31.1	29.9	30.6	25.5	21.9
市帐率(x)	6.7	3.9	3.5	3.2	2.8
股息率(%)	0.9	0.4	0.8	1.0	1.1
权益收益率(%)	23.2	17.0	12.7	13.6	14.2
负债比率(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$516.05
潜在升幅	+17.8%
当前股价	HK\$438.00

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	183,960
3 月平均流通量(百万港元)	93.74
52 周内股价高/低(港元)	482.4/385.6
总股本(百万)	420.0

资料来源：彭博

股东结构

春华资本	5.7%
贝莱德	6.5%
景顺	9.7%
管理层	0.2%
自由流通	77.8%

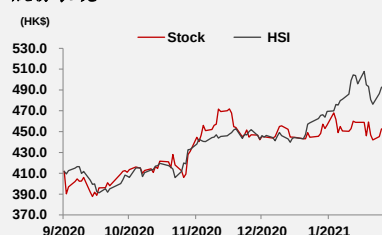
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.7%	-7.2%
3-月	7.0%	-8.5%
6-月	不适用	不适用
12-月	不适用	不适用

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	8,776	8,263	9,626	10,864	12,028
公司餐厅收入	7,925	7,396	8,644	9,760	10,808
加盟费收入	148	148	172	188	204
加盟及联营收入	654	647	755	854	949
其他收入	49	72	56	62	67
销售成本	(2,479)	(2,342)	(2,723)	(3,035)	(3,350)
毛利	6,297	5,921	6,903	7,828	8,677
其它收入	60	285	67	76	84
营运支出	(5,456)	(5,245)	(5,994)	(6,663)	(7,317)
员工成本	(1,807)	(1,730)	(2,006)	(2,213)	(2,427)
管理费用	(560)	(591)	(635)	(684)	(746)
租金及相关费用	(877)	(814)	(951)	(1,074)	(1,189)
折旧和摊销	(428)	(404)	(438)	(471)	(507)
其它运营费用	(1,784)	(1,706)	(1,964)	(2,221)	(2,448)
息税前收益	901	961	976	1,241	1,445
融资成本净额	39	43	81	94	108
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	63	104	77	22	24
税前利润	1,003	1,108	1,134	1,357	1,577
所得税	(260)	(295)	(295)	(346)	(394)
减: 非控制股东权益	30	29	30	36	41
净利润	713	784	809	975	1,141

现金流量表

年结:12月31日(百万美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	901	961	976	1,241	1,445
折旧和摊销	419	386	427	461	505
营运资金变动	74	(7)	74	63	62
已缴纳所得税	16	(295)	(295)	(346)	(394)
其它	(225)	234	195	124	134
经营活动所得现金流	1,185	1,279	1,377	1,545	1,751
资本开支	(435)	(578)	(578)	(543)	(601)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(475)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(910)	(578)	(578)	(543)	(601)
股份发行	(265)	2,220	-	-	-
净借贷	-	-	-	-	-
支付股息	(181)	(181)	(95)	(195)	(235)
其它	(34)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(480)	2,039	(95)	(195)	(235)
现金增加净额	(205)	2,740	704	807	915
年初现金及现金等价物	1,266	1,046	3,786	4,490	5,296
汇兑	(15)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,046	3,786	4,490	5,296	6,211

资产负债表

年结:12月31日(百万美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	4,691	4,797	4,911	4,983	5,078
固定资产	1,594	1,775	1,926	2,008	2,105
无形资产和商誉	94	75	64	54	52
预付租金	-	-	-	-	-
合资及联营公司投资	89	89	89	89	89
其它非流动资产	2,914	2,858	2,832	2,833	2,833
流动资产	2,259	4,934	5,726	6,608	7,597
现金及现金等价物	1,046	3,786	4,490	5,296	6,211
存货	380	321	373	416	459
贸易和其他应收款	88	91	105	119	132
预付款	134	126	147	166	184
其它流动资产	611	611	611	611	611
流动负债	1,736	1,665	1,827	1,965	2,101
银行贷款	-	-	-	-	-
应付款	623	577	671	748	826
应计费用和其他应付款	437	411	479	541	599
应付税款	45	45	45	45	45
其它流动负债	631	631	631	631	631
非流动负债	2,039	2,039	2,039	2,039	2,039
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	136	136	136	136	136
其它	1,903	1,903	1,903	1,903	1,903
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产总额	3,175	6,027	6,771	7,587	8,535
股东权益	3,175	6,027	6,771	7,587	8,535

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
公司餐厅收入	90.3	89.5	89.8	89.8	89.9
加盟费收入	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7
加盟及联营收入	7.5	7.8	7.8	7.9	7.9
其他收入	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	71.8	71.7	71.7	72.1	72.1
经营利润率	10.3	11.6	10.1	11.4	12.0
税前利率	11.4	13.4	11.8	12.5	13.1
净利润率	8.1	9.5	8.4	9.0	9.5
有效税率	25.9	26.6	26.0	25.5	25.0
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.3	3.0	3.1	3.4	3.6
速动比率 (X)	1.1	2.8	2.9	3.2	3.4
现金比率 (X)	0.6	2.3	2.5	2.7	3.0
平均库存周转天数	51	50	50	50	50
平均应收帐款周转天数	3	4	4	4	4
平均应付帐款天数	91	90	90	90	90
债务 / 股本比率 (%)	-	-	-	-	-
净负债/股东权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	22.5	13.0	12.0	12.9	13.4
资产回报率	10.3	8.1	7.6	8.4	9.0
每股数据(美元)					
每股盈利 (美元)	1.81	1.89	1.85	2.22	2.58
每股股息 (美元)	0.48	0.23	0.46	0.55	0.64
每股账面价值 (美元)	8.44	14.35	16.03	17.85	19.96

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	：股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

对于接收此份报告的美商投资者：招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。