

百勝中國 (9987 HK)

黎明前的至暗時刻

維持買入評級，我們認為21年一季度的拖累可能是短暫的，不改中期增長故事（肯德基擴張和必勝客改革）。我們將目標價下調至516.05港元，基於36倍21年市盈率（不變）。現價估值在31倍，對比海底撈的74倍和九毛九的77倍，相當吸引。

- 20財年四季度淨利潤超預期。** 百勝中國的20財年四季度淨利潤同比增長68%至1.51億美元，超越市場/招銀國際預期38%/59%，同時銷售亦強勁增長11%，亦較超市場/招銀國際預期高6%/6%。主要是因為：1) 四季度淨開店356個（比招銀預期的208個多），2) 食品成本亦低於預期；3) 政府補助和租金減免均好於預期。20財年四季度經營營業利潤同比增長90%（如果使用固定匯率，則為78%）。
- 但管理層對21財年一季度展望相當審慎。** 儘管20年四季度的同店下滑已經收窄了許多（肯德基/必勝客的同店下跌4%/5%，符合預期），但管理層預計一季度會出現巨大壓力，因為：1) 政府對小型爆發採取了嚴格的措施以及群聚聚餐活動意欲的減少；2) 交通樞紐和相關地點的旅客需求仍然偏弱；3) 低線城市的需求減弱，因為政府建議更多的工人留在原地而不是返回家鄉。而且21年一季度的毛利率可能只會持平，因為雞價下跌所帶來的利好將被更多的引流折扣，較弱的外賣需求（對比去年，單價和高毛利率的產品銷售佔比可能下滑）以及採用更多環保包裝材料令成本增加所抵消。
- 不改21財年逐步恢復的態勢，但EBIT利潤率可能仍然偏低。** 受惠於公司出色的執行力，產品創新和數位化能力，中長期增長故事仍然扎實，我們仍然預計業績逐步改善。但管理層有指出，21年可能會缺乏政府補貼和租金減免，並且需要雇用更多員工，令EBIT利潤率可能無法快速回到19年的水準。
- 肯德基加快擴張，必勝客持續改善。** 公司還計畫在21年開設1000家以上的門店（高於招銀國際預測的900家），而必勝客亦應有更強勁的反彈，動力來自菜單升級（自20年二季度以來新的或升級的SKU超過75%），產品性價比提高，更多的門店升級（自18年以來升級了40%以上的門店）和加強數位化（20年四季度餐桌上點餐佔比37%）和外賣的體驗。
- 維持買入評級，降低目標價至516.05港元，基於36倍21財年預測市盈率（不變）。** 我們將21/22財年淨利潤預測下調8%/8%，以反映以下因素：1) 21財年一季度銷售疲軟，2) 資本支出上升，3) 員工和租金成本上升，但亦包括4) 開店速度加快。公司當前的31倍21財年預測市盈率的估值，還是相當吸引，考慮到20-23財年EBIT複合年增長率為21%，以及。海底撈的74倍和九毛九的77倍。

財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬美元)	8,776	8,263	9,626	10,864	12,028
同比增長(%)	4.3	(5.8)	16.5	12.9	10.7
淨利潤(百萬美元)	713	784	809	975	1,141
每股收益(美元)	1.81	1.89	1.85	2.22	2.58
每股收益變動(%)	1.8	4.5	(2.2)	19.8	16.4
市場每股盈利預測(美元)	不適用	不適用	2.02	2.34	2.92
市盈率(x)	31.1	29.9	30.6	25.5	21.9
市帳率(x)	6.7	3.9	3.5	3.2	2.8
股息率(%)	0.9	0.4	0.8	1.0	1.1
權益收益率(%)	23.2	17.0	12.7	13.6	14.2
負債比率(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$516.05
潛在升幅	+17.8%
當前股價	HK\$438.00

中國餐飲行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬港元)	183,960
3月平均流通量(百萬港元)	93.74
52周內股價高/低(港元)	482.4/385.6
總股本(百萬)	420.0

資料來源：彭博

股東結構

春華資本	5.7%
貝萊德	6.5%
景順	9.7%
管理層	0.2%
自由流通	77.8%

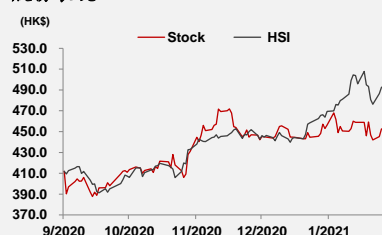
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.7%	-7.2%
3-月	7.0%	-8.5%
6-月	不適用	不適用
12-月	不適用	不適用

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	8,776	8,263	9,626	10,864	12,028
公司餐廳收入	7,925	7,396	8,644	9,760	10,808
加盟費收入	148	148	172	188	204
加盟及聯營收入	654	647	755	854	949
其他收入	49	72	56	62	67
銷售成本	(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
營運支出	(5,456)	(5,245)	(5,994)	(6,663)	(7,317)
員工成本	(1,807)	(1,730)	(2,006)	(2,213)	(2,427)
管理費用	(560)	(591)	(635)	(684)	(746)
租金及相關費用	(877)	(814)	(951)	(1,074)	(1,189)
折舊和攤銷	(428)	(404)	(438)	(471)	(507)
其它運營費用	(1,784)	(1,706)	(1,964)	(2,221)	(2,448)
息稅前收益	901	961	976	1,241	1,445
融資成本淨額	39	43	81	94	108
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	63	104	77	22	24
稅前利潤	1,003	1,108	1,134	1,357	1,577
所得稅	(260)	(295)	(295)	(346)	(394)
減: 非控制股東權益	30	29	30	36	41
淨利潤	713	784	809	975	1,141

現金流量表

年結:12月31日(百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	901	961	976	1,241	1,445
折舊和攤銷	419	386	427	461	505
營運資金變動	74	(7)	74	63	62
已繳納所得稅	16	(295)	(295)	(346)	(394)
其它	(225)	234	195	124	134
經營活動所得現金流	1,185	1,279	1,377	1,545	1,751
資本開支	(435)	(578)	(578)	(543)	(601)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(475)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(910)	(578)	(578)	(543)	(601)
股份發行	(265)	2,220	-	-	-
淨借貸	-	-	-	-	-
支付股息	(181)	(181)	(95)	(195)	(235)
其它	(34)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(480)	2,039	(95)	(195)	(235)
現金增加淨額	(205)	2,740	704	807	915
年初現金及現金等價物	1,266	1,046	3,786	4,490	5,296
匯兌	(15)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,046	3,786	4,490	5,296	6,211

資產負債表

年結:12月31日(百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	4,691	4,797	4,911	4,983	5,078
固定資產	1,594	1,775	1,926	2,008	2,105
無形資產和商譽	94	75	64	54	52
預付租金	-	-	-	-	-
合資及聯營公司投資	89	89	89	89	89
其它非流動資產	2,914	2,858	2,832	2,833	2,833
流動資產	2,259	4,934	5,726	6,608	7,597
現金及現金等價物	1,046	3,786	4,490	5,296	6,211
存貨	380	321	373	416	459
貿易和其他應收款	88	91	105	119	132
預付款	134	126	147	166	184
其它流動資產	611	611	611	611	611
流動負債	1,736	1,665	1,827	1,965	2,101
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付款	623	577	671	748	826
應計費用和其他應付款	437	411	479	541	599
應付稅款	45	45	45	45	45
其它流動負債	631	631	631	631	631
非流動負債	2,039	2,039	2,039	2,039	2,039
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	136	136	136	136	136
其它	1,903	1,903	1,903	1,903	1,903
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨資產總額	3,175	6,027	6,771	7,587	8,535
股東權益	3,175	6,027	6,771	7,587	8,535

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
公司餐廳收入	90.3	89.5	89.8	89.8	89.9
加盟費收入	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7
加盟及聯營收入	7.5	7.8	7.8	7.9	7.9
其他收入	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
合計	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
經營利潤率	10.3	11.6	10.1	11.4	12.0
稅前利率	11.4	13.4	11.8	12.5	13.1
淨利潤率	8.1	9.5	8.4	9.0	9.5
有效稅率	25.9	26.6	26.0	25.5	25.0
資產負債比率					
流動比率(X)	1.3	3.0	3.1	3.4	3.6
速動比率(X)	1.1	2.8	2.9	3.2	3.4
現金比率(X)	0.6	2.3	2.5	2.7	3.0
平均庫存周轉天數	51	50	50	50	50
平均應收款周轉天數	3	4	4	4	4
平均應付帳款天數	91	90	90	90	90
債務/股本比率(%)	-	-	-	-	-
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	22.5	13.0	12.0	12.9	13.4
資產回報率	10.3	8.1	7.6	8.4	9.0
每股資料(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
每股帳面價值(美元)	8.44	14.35	16.03	17.85	19.96

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

對於接收此份報告的美國投資者：招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局("FINRA")註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。