

# 百勝中國 (9987 HK)

## 長線指符預期，但咖啡業務可加速擴張

儘管高單位數-雙位元數的經營利潤的長線增長指引只是符合預期，但我們仍對其長線增長保持樂觀，考慮到：1) 百勝中國對行業來說，在數位化方面有卓越的領導地位（在門店運營和供應鏈方面），2) 必勝客成功改革以及後續的加速擴張，3) 和義大利最大咖啡品牌 LAVAZZA 的合作以及其扎實的擴張計畫，都可幫助公司切入中國巨大的咖啡市場。維持買入和目標價。

- **公司更新了長線的增長指引。**在百勝中國 2021 年投資者日中，公司宣佈了新的長線增長指引，包括實現高單位數至雙位元數的系統銷售增長/ 經營利潤增長，跟公司在 2019 年給出的高單位數系統銷售增長/ 雙位元數的經營利潤增長的指引相若。這與我們預測 20 至 25 財年的 12% 銷售複合年增長率/ 15% 營業利潤複合年增長率差不多。公司也公佈了 20 至 25 財年的資本支出計畫，投資額為 50 至 65 億人民幣（15 至 20 財年為 22 億人民幣），並重申了 2 萬家門店的長期開店目標。
- **肯德基保持韌性並快速擴張。**即使在疫情期間，肯德基也表現出卓越的恢復能力和韌性。我們預計其銷售複合年增長將維持快速（20 至 23 財年約為 15%），主要受惠於：1) 更多產品創新，公司將加倍投資於牛肉漢堡、咖啡和茶產品，2) 行業領先的數位化和外賣的體驗，3) 更快的門店擴張，4) 門店效率和生產力進一步提高。
- **必勝客的基本面可持續改善並加速擴張。**必勝客的改革非常成功，我們相信公司的快速增長是可持續的（20 至 23 財年約為 15%），受惠於：1) 產品升級，特別是在品類擴張和提升品質上（更美味的披薩、牛排和更有特色的甜品），2) 更高的性價比（之前有特意的調低價格），3) 店鋪改造升級（50% 的店鋪為 3 年內翻新過或者是全新的），4) 加速擴張，通過多開衛星店，這些店資本支出較低，利潤率也比較高（運營成本較低但單店銷售不俗）。
- **終於公佈了 LAVAZZA 一千家門店的目標。**經過多年的試驗，百勝中國終於邁出了擴大其咖啡業務規模的步伐。根據管理層的分享，CoFFii & JOY 將主要針對年輕客戶，而 LAVAZZA 將更多專注於正宗咖啡和義大利街頭食品。預期 LAVAZZA 將在 25 財年擁有 1000 家門店，而 CoFFii & JOY 將在 21 財年恢復擴張。如果我們假設 LAVAZZA 單店的銷售為 4 至 5 百萬人民幣和 15-20% 的餐廳經營利潤率，對貢獻集團的經營利潤可能會占到 3-5%。
- **維持買入評級和目標價 532.66 港元，**根據 30 倍的 22 財年市盈率（維持不變）。考慮到 15% 的稅前利潤年複合增長，百勝中國現價估值是在 22 財年 24 倍市盈率，相比海底撈的 38 倍和九毛九的 37 倍並不高。

### 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	9,873	11,233	12,412
同比增長 (%)	4.3	(5.8)	19.5	13.8	10.5
淨利潤 (百萬美元)	713	784	756	1,009	1,153
每股收益 (美元)	1.81	1.89	1.73	2.29	2.60
每股收益變動 (%)	1.8	4.5	(8.8)	32.8	13.6
市場每股盈利預測 (美元)	不適用	不適用	1.94	2.31	2.67
市盈率(x)	30.2	29.1	31.9	24.0	21.1
市帳率(x)	6.5	3.8	3.5	3.1	2.8
股息率 (%)	0.9	0.4	0.8	1.0	1.2
權益收益率 (%)	22.5	13.0	11.2	13.3	13.5
負債比率(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 買入(維持)

目標價	HK\$532.66
(此前目標價)	HK\$532.66)
潛在升幅	+25.0%
當前股價	HK\$426.20

### 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)	179,381
3月平均流通量(百萬港元)	75.32
52周內股價高/低(港元)	544.0/385.6
總股本(百萬)	420.9

資料來源：彭博

#### 股東結構

春華資本	5.7%
貝萊德	7.1%
景順	9.0%
管理層	0.2%
自由流通	78.0%

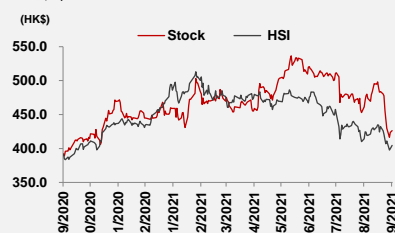
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.5%	-4.1%
3-月	-18.5%	-4.8%
6-月	-9.8%	7.5%
12-月	9.2%	7.0%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博(搜索代碼: [RESP CMBR <GO>](#))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告  
本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>銷售收入</b>	<b>8,776</b>	<b>8,263</b>	<b>9,873</b>	<b>11,233</b>	<b>12,412</b>
公司餐廳收入	7,925	7,396	8,973	10,255	11,377
加盟費收入	148	148	163	178	194
加盟及聯營收入	654	647	666	728	774
其他收入	49	72	72	72	67
<b>銷售成本</b>	<b>(2,479)</b>	<b>(2,342)</b>	<b>(2,782)</b>	<b>(3,179)</b>	<b>(3,538)</b>
<b>毛利</b>	<b>6,297</b>	<b>5,921</b>	<b>7,092</b>	<b>8,054</b>	<b>8,874</b>
<b>其它收入</b>	<b>60</b>	<b>285</b>	<b>10</b>	<b>79</b>	<b>87</b>
<b>營運支出</b>	<b>(5,456)</b>	<b>(5,245)</b>	<b>(6,137)</b>	<b>(6,835)</b>	<b>(7,488)</b>
員工成本	(1,807)	(1,730)	(2,165)	(2,392)	(2,627)
管理費用	(560)	(591)	(652)	(708)	(770)
租金及相關費用	(877)	(814)	(969)	(1,108)	(1,229)
折舊和攤銷	(428)	(404)	(446)	(497)	(552)
其它運營費用	(1,784)	(1,706)	(1,905)	(2,131)	(2,311)
<b>息稅前收益</b>	<b>901</b>	<b>961</b>	<b>965</b>	<b>1,298</b>	<b>1,472</b>
融資成本淨額	39	43	79	91	104
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	63	104	20	22	25
<b>稅前利潤</b>	<b>1,003</b>	<b>1,108</b>	<b>1,064</b>	<b>1,411</b>	<b>1,601</b>
所得稅	(260)	(295)	(277)	(360)	(400)
減: 非控制股東權益	30	29	32	42	48
<b>淨利潤</b>	<b>713</b>	<b>784</b>	<b>756</b>	<b>1,009</b>	<b>1,153</b>

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>息稅前利潤</b>	<b>901</b>	<b>961</b>	<b>965</b>	<b>1,298</b>	<b>1,472</b>
折舊和攤銷	419	386	435	487	550
營運資金變動	74	(7)	86	76	67
已繳納所得稅	16	(295)	(277)	(360)	(400)
其它	(225)	234	136	122	131
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>1,185</b>	<b>1,279</b>	<b>1,345</b>	<b>1,623</b>	<b>1,820</b>
資本開支	(435)	(578)	(691)	(674)	(745)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(475)	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(910)</b>	<b>(578)</b>	<b>(691)</b>	<b>(674)</b>	<b>(745)</b>
股份發行	(265)	2,220	-	-	-
淨借貸	-	-	-	-	-
支付股息	(181)	(181)	(95)	(182)	(243)
其它	(34)	-	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(480)</b>	<b>2,039</b>	<b>(95)</b>	<b>(182)</b>	<b>(243)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(205)</b>	<b>2,740</b>	<b>559</b>	<b>767</b>	<b>832</b>
年初現金及現金等價物	1,266	1,046	3,786	4,345	5,112
匯兌	(15)	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>1,046</b>	<b>3,786</b>	<b>4,345</b>	<b>5,112</b>	<b>5,944</b>

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>非流動資產</b>	<b>4,691</b>	<b>4,797</b>	<b>5,016</b>	<b>5,194</b>	<b>5,387</b>
固定資產	1,594	1,775	2,031	2,219	2,414
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
<b>流動資產</b>	<b>2,259</b>	<b>4,934</b>	<b>5,596</b>	<b>6,453</b>	<b>7,365</b>
現金及現金等價物	1,046	3,786	4,345	5,112	5,944
存貨	380	321	381	435	485
貿易和其他應收款	88	91	108	123	136
預付款	134	126	151	172	190
其它流動資產	611	611	611	611	611
<b>流動負債</b>	<b>1,736</b>	<b>1,665</b>	<b>1,854</b>	<b>2,019</b>	<b>2,166</b>
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付款	623	577	686	784	872
應計費用和其他應付款	437	411	492	559	618
應付稅款	45	45	45	45	45
其它流動負債	631	631	631	631	631
<b>非流動負債</b>	<b>2,039</b>	<b>2,039</b>	<b>2,039</b>	<b>2,039</b>	<b>2,039</b>
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
<b>少數股東權益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>3,175</b>	<b>6,027</b>	<b>6,719</b>	<b>7,589</b>	<b>8,547</b>
<b>股東權益</b>	<b>3,175</b>	<b>6,027</b>	<b>6,719</b>	<b>7,589</b>	<b>8,547</b>

### 主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>銷售組合(%)</b>					
公司餐廳收入	90.3	89.5	90.9	91.3	91.7
加盟費收入	1.7	1.8	1.6	1.6	1.6
加盟及聯營收入	7.5	7.8	6.7	6.5	6.2
其他收入	0.6	0.9	0.7	0.6	0.5
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	71.8	71.7	71.8	71.7	71.5
經營利潤率	10.3	11.6	9.8	11.6	11.9
稅前利率	11.4	13.4	10.8	12.6	12.9
淨利潤率	8.1	9.5	7.7	9.0	9.3
有效稅率	25.9	26.6	26.0	25.5	25.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(X)	1.3	3.0	3.0	3.2	3.4
速動比率(X)	1.1	2.8	2.8	3.0	3.2
現金比率(X)	0.6	2.3	2.3	2.5	2.7
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(%)	0	0	0	0	0
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	22.5	13.0	11.2	13.3	13.5
資產回報率	10.3	8.1	7.1	8.7	9.0
<b>每股資料(美元)</b>					
每股盈利(美元)	1.81	1.89	1.73	2.29	2.60
每股股息(美元)	0.48	0.23	0.43	0.57	0.65
每股帳面價值(美元)	8.44	14.35	15.90	17.85	19.99

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。

### 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。而過去表現亦不代表未來的表現，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

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。