

# 百胜中国 (9987 HK)

## 电子化、外卖和必胜客改革推动增长

首次覆盖百胜中国，给予买入评级，我们预测 19-22 财年净利润复合增长为 14%（包含了疫情的拖累），而 16-19 财年为 13%，受惠于：1) 食品价格，员工成本和租金压力在短线有些舒缓，2) 更多的新店开张和更好的位置，3) 电子化所带来的长期助力，及 4) 必胜客的改革。我们的目标价为 562.71 港元，基于 36 倍 21 财年预测市盈率，较国内主要同业平均水平低 5%，但较国际同业平均水平高 16%。目前公司预期吸引，当前预期只是相当于 29 倍 21 财年市盈率和 3.3 倍 PEG，远低于海底捞的 51 倍和 5.9 倍，九毛九的 45 倍和 9.1 倍。

- **一个产品质量、电子化布局和外卖能力都做视同行的餐饮帝国。**按销售额计算，百胜中国是 2019 年中国最大的餐饮集团（市场份额约 1.4%）。它在中国拥有 9200 家餐厅（6534 家肯德基/2281 家必胜客/385 家其他餐厅），并在 19 财年实现了 88 亿美元美元和 7 亿美元净利润。
- **短期催化剂颇多而且市场预期太过保守。**我们预计，由于：1) 消费复苏，2) 低基数，3) 食品价格进入下降周期和员工成本改善舒缓，4) 卓越的电子化和外卖升级，5) 更好的门店位置和租赁条件，同店销售将在 21 财年每年增长 14%。更重要的是，我们的预测已经算是非常谨慎的，但市场预测还更保守（我们预测 21 财年收益仅比 19 财年高 10-13%，而肯德基/必胜客每家门店仅单独比 19 财年轻 3%/高 1%）。
- **电子化和外卖升级可以带动购买频率和单价的提升。**百胜中国拥有庞大的客户基础，十分有利大数据分析。我们预计增长动力将是：1) 通过提供更好的用户体验和更便利的服务获客，2) 会员数量增加带动整体购买频率增加，3) 通过更多个性化营销来提高单价，4) 通过会员奖励系统来推动交叉销售。
- **领先行业的产品质量和必胜客改革。**凭借肯德基在炸鸡行业领先的顾客满意，这个品牌有望在中国所有一线城市赢得更多市场份额。同时我们相信必胜客改革目前为止算是成功（自 2017 年以来的菜单创新，产品性价比回归，门店改造等），应该可以在 19-22 财年达到 13% 的营业利润复合年增长。
- **我们预测 19-22 财年预算年复合增长 8%，净利润年复合增长 14%。**主要驱动因素有：1) 外卖，2) 会员人数及购买频率增加，3) 食品，员工及租赁成本降低，4) 必胜客改革及运营杠杆。
- **首次覆盖，给予买入评级，目标价 562.71 港元，相当于 36 倍 21 财年预测市盈率，较国内主要同业低 5%。**考虑到公司 19-22 财年预测净利润年复合增长 14%，（即使遭受疫情拖累）而 16-19 财年仅 13%，我们认为公司估值吸引，当前股价相当于 29 倍 21 财年市盈率和 3.3 倍 PEG，远低于海底捞的 51 倍和 5.9 倍，九毛九的 45 倍和 9.1 倍。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额(百万美元)	8,415	8,776	8,127	9,818	10,930
同比增长(%)	8.3	4.3	(7.4)	20.8	11.3
净利润(百万美元)	708	713	728	878	1,057
每股收益(美元)	1.78	1.81	1.76	2.02	2.41
每股收益变动(%)	77.9	1.8	(2.6)	14.4	19.6
市场每股盈利预测(美元)	不适用	不适用	1.47	2.02	2.33
市盈率(x)	32.1	31.7	32.7	28.6	23.9
市帐率(x)	7.3	6.8	4.0	3.6	3.2
股息率(%)	0.8	0.8	0.3	0.9	1.0
权益收益率(%)	23.8	22.5	12.2	12.9	13.7
负债比率(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司、彭博及招银国际证券预测

### 买入(首次覆盖)

目标价	HK\$562.71
潜在升幅	+25.9%
当前股价	HK\$447.00

### 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)	187,447
3月平均流通量(百万港元)	不适用
52周内股价高/低(港元)	482.4/385.6
总股本(百万)	419.3

数据来源：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%

数据来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.2%	1.3%
3-月	不适用	不适用
6-月	不适用	不适用
12-月	不适用	不适用

数据来源：彭博

#### 股份表现



数据来源：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)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>销售收入</b>	<b>8,415</b>	<b>8,776</b>	<b>8,127</b>	<b>9,818</b>	<b>10,930</b>
公司餐厅收入	7,633	7,925	7,309	8,826	9,828
加盟费收入	141	148	147	185	202
加盟及联营收入	603	654	619	751	838
其他收入	38	49	52	56	62
<b>销售成本</b>	<b>(2,326)</b>	<b>(2,479)</b>	<b>(2,317)</b>	<b>(2,780)</b>	<b>(3,056)</b>
<b>毛利</b>	<b>6,089</b>	<b>6,297</b>	<b>5,810</b>	<b>7,038</b>	<b>7,874</b>
<b>其它收入</b>	<b>152</b>	<b>60</b>	<b>260</b>	<b>69</b>	<b>77</b>
<b>营运支出</b>	<b>(5,300)</b>	<b>(5,456)</b>	<b>(5,153)</b>	<b>(6,018)</b>	<b>(6,622)</b>
员工成本	(1,714)	(1,807)	(1,688)	(1,982)	(2,176)
管理费用	(526)	(560)	(577)	(648)	(689)
租金及相关费用	(852)	(877)	(804)	(971)	(1,081)
折旧和摊销	(445)	(428)	(404)	(407)	(434)
其它运营费用	(1,763)	(1,784)	(1,680)	(2,009)	(2,242)
<b>息税前收益</b>	<b>941</b>	<b>901</b>	<b>917</b>	<b>1,089</b>	<b>1,329</b>
融资成本净额	36	39	68	109	127
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	(27)	63	49	39	22
<b>税前利润</b>	<b>950</b>	<b>1,003</b>	<b>1,033</b>	<b>1,237</b>	<b>1,478</b>
所得税	(214)	(260)	(274)	(322)	(377)
减: 非控制股东权益	28	30	31	37	44
<b>净利润</b>	<b>708</b>	<b>713</b>	<b>728</b>	<b>878</b>	<b>1,057</b>

### 现金流量表

年结:12月31日(百万美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>息税前利润</b>	<b>941</b>	<b>901</b>	<b>917</b>	<b>1,089</b>	<b>1,329</b>
折旧和摊销	429	419	385	396	425
营运资金变动	213	74	(13)	91	56
已缴纳所得税	33	16	(274)	(322)	(377)
其它	(283)	(225)	192	185	158
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>1,333</b>	<b>1,185</b>	<b>1,207</b>	<b>1,439</b>	<b>1,591</b>
资本开支	(470)	(435)	(406)	(491)	(547)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(82)	(475)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(552)</b>	<b>(910)</b>	<b>(406)</b>	<b>(491)</b>	<b>(547)</b>
股份发行	(307)	(265)	2,220	-	-
净借贷	-	-	-	-	-
支付股息	(161)	(181)	(181)	(77)	(211)
其它	(50)	(34)	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(518)</b>	<b>(480)</b>	<b>2,039</b>	<b>(77)</b>	<b>(211)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>263</b>	<b>(205)</b>	<b>2,840</b>	<b>871</b>	<b>833</b>
年初现金及现金等价物	1,059	1,266	1,046	3,886	4,756
汇兑	(56)	(15)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,266</b>	<b>1,046</b>	<b>3,886</b>	<b>4,756</b>	<b>5,590</b>

### 资产负债表

年结:12月31日(百万美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流动资产</b>	<b>2,658</b>	<b>4,691</b>	<b>4,637</b>	<b>4,695</b>	<b>4,808</b>
固定资产	1,615	1,594	1,615	1,710	1,832
无形资产和商誉	116	94	75	64	54
预付租金	-	-	-	-	-
合资及联营公司投资	81	89	89	89	89
其它非流动资产	846	2,914	2,858	2,832	2,833
<b>流动资产</b>	<b>1,952</b>	<b>2,259</b>	<b>5,027</b>	<b>6,006</b>	<b>6,906</b>
现金及现金等价物	1,266	1,046	3,886	4,756	5,590
存货	307	380	317	381	419
贸易和其他应收款	80	88	89	108	120
预付款	177	134	124	150	167
其它流动资产	122	611	611	611	611
<b>流动负债</b>	<b>1,253</b>	<b>1,736</b>	<b>1,652</b>	<b>1,850</b>	<b>1,974</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
应付款	619	623	571	686	754
应计费用和其他应付款	369	437	405	489	544
应付税款	54	45	45	45	45
其它流动负债	211	631	631	631	631
<b>非流动负债</b>	<b>380</b>	<b>2,039</b>	<b>2,039</b>	<b>2,039</b>	<b>2,039</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	144	-	-	-	-
递延所得税	136	136	136	136	136
其它	100	1,903	1,903	1,903	1,903
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>净资产总额</b>	<b>2,977</b>	<b>3,175</b>	<b>5,973</b>	<b>6,811</b>	<b>7,701</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,977</b>	<b>3,175</b>	<b>5,973</b>	<b>6,811</b>	<b>7,701</b>

### 主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>销售组合(%)</b>					
公司餐厅收入	90.7	90.3	89.9	89.9	89.9
加盟费收入	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
加盟及联营收入	7.2	7.5	7.6	7.7	7.7
其他收入	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>合计</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	72.4	71.8	71.5	71.7	72.0
经营利润率	11.2	10.3	11.3	11.1	12.2
税前利润率	11.3	11.4	12.7	12.6	13.5
净利润率	8.4	8.1	9.0	8.9	9.7
有效税率	22.5	25.9	26.5	26.0	25.5
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(X)	1.6	1.3	3.0	3.2	3.5
速动比率(X)	1.3	1.1	2.9	3.0	3.3
现金比率(X)	1.0	0.6	2.4	2.6	2.8
平均库存周转天数	47	51	50	50	50
平均应收帐款周转天数	3	3	4	4	4
平均应付帐款天数	82	91	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
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	23.8	22.5	12.2	12.9	13.7
资产回报率	15.4	10.3	7.5	8.2	9.0
<b>每股数据(美元)</b>					
每股盈利(美元)	1.79	1.84	1.76	2.02	2.41
每股股息(美元)	0.44	0.48	0.19	0.50	0.60
每股账面价值(美元)	7.85	8.44	14.30	16.21	18.22

数据来源: 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于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责任。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员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撰写的报告。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。