

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

增持

核心观点

2023 年经调净利润 8.42 亿美元, 盈利能力边际继续改善。2023 年, 公司实现收入 109.78 亿美元/+14.7%; 经调整经营利润 11.21 亿美元/+77.1%; 经调整净利润 8.42 亿美元/+88.7%, 经调净利率 7.7%, 利润率表现仅低于 2019 年水平 (8.3%), 盈利能力边际继续改善。**2023Q4**, 公司实现收入 24.93 亿美元/+19.4%; 经调整经营利润 1.16 亿美元/+190.0%; 经调整净利润 1.03 亿美元/+98.1%。

经营层面, 2023 年, 公司系统销售同增 21%, 其中 KFC/PZH 分别同增 20%/24%; 同店销售同增 7%, 其中 KFC/PZH 分别+7%/+6%; 餐厅利润率 16.3%/+2.2pct, 已超 2019 年同期水平 (16.0%)。**门店扩张层面**, 2023Q4 净新增 542 家门店 (KFC/PZH 分别 379/110 家), 2023 年全年累计净新增 1697 家 (KFC/PZH 分别 1202/409 家), 超过三季度时目标展望 (净增 1400-1600 家), 餐厅总数达 14644 家 (KFC/PZH 分别 10296/3312 家)。

费用整体管控效果良好, 租金水平显著明显。2023 年, 公司食品及包装物占比为 31.0%/-0.1pct; 薪金及雇员福利占比为 26.2%, 同比持平; 物业租金及其他经营开支占比为 26.5%/-2.1pct, 租金水平明显优化。2023Q4, 公司整体食品及包装物占比为 32.4%/+0.5pct; 薪金及雇员福利占比为 28.9%/+0.1pct; 租金及其他成本占比为 27.9%/-0.9pct。

2024 年拟净增 1500-1700 家门店, 重申未来 3 年经营目标。2023 财年共向股东回馈约 8.33 亿美元 (回购 6.13 亿美元), 同比增长 25%, 同时计划 2024-2026 年以季度现金股息和股票回购的形式向股东回馈至少 30 亿美元。2024 年公司预计净新增 1500-1700 家门店, 资本支出预计 7-8.5 亿美元。2024-2026 年期间, 系统销售额及经营利润实现高单位数至双位数年均复合增长, 2026 年总体门店数达 20000 家。

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: 预计公司 2024-2026 年收入 120.59/131.25/142.48 亿美元 (24-25 年原预测为 128.7/141.9 亿美元), 下调 2024-2026 年归母净利润至 9.14/9.95/10.81 亿美元 (24-25 年原预测为 11.2/12.9 亿美元), 同比 +10.5%/8.9%/8.6%, 对应 PE 18.9/17.4/16.0x。纵观 2023 全年, 在弱势的经营环境下公司门店扩张展现出极强韧性, 核心品牌势能仍在, 且依托费用的积极管控, 利润增长稳健。考虑到未来 3 年公司经营目标明确且相对稳健 (2024-2026 年期间, 系统销售额及经营利润实现高单位数至双位数年均复合增长), 我们分析目标可达成概率较高, 维持公司“增持”评级。

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	12,059	13,125	14,248
(+/-%)	-2.9%	14.7%	9.8%	8.8%	8.6%
净利润 (百万美元)	442	827	914	995	1081
(+/-%)	-55.4%	87.1%	10.5%	8.9%	8.6%
每股收益 (美元)	1.09	2.04	2.25	2.45	2.66
EBIT Margin	8.0%	11.0%	7.6%	7.8%	8.0%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	12.9%	12.8%	12.5%	12.3%
市盈率 (PE)	39.1	20.9	18.9	17.4	16.0
EV/EBITDA	183.7	115.4	106.3	97.5	89.3
市净率 (PB)	2.67	2.70	2.42	2.18	1.96

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

公司研究 · 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: 张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师: 钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	332.80 港元
总市值/流通市值	135106/9575 百万港元
52 周最高价/最低价	510.58/260.20 港元
近 3 个月日均成交额	154.56 百万港元

市场走势



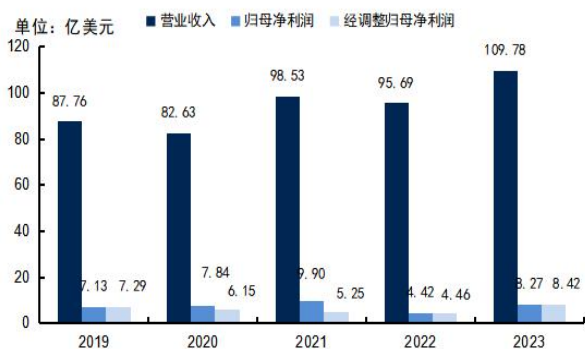
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百胜中国 (09987.HK) - 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
- 《百胜中国 (09987.HK) - 2022Q3 业绩点评-三季度同店复苏向好, “回购+分红” 稳定股东预期》——2022-11-04
- 《百胜中国-S (09987.HK) - 经营韧性凸显 供应链布局持续深化》——2022-08-04
- 《百胜中国-S (09987.HK) - 2022Q1 经营点评-受制疫情阶段经营承压, 多品牌战略稳步推进》——2022-05-11

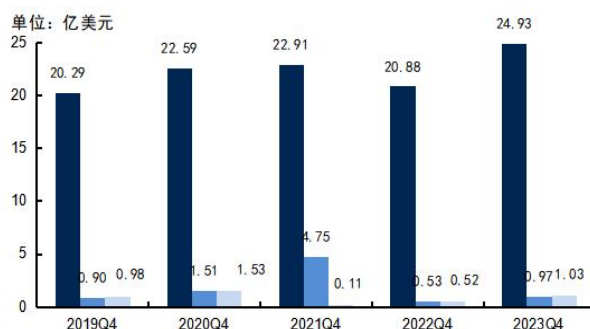
2023 年公司实现经调归母净利润 8.42 亿美元，同比增 89%。2023 年，公司实现总收入 109.78 亿美元，同比+14.7%；经营利润 11.06 亿美元，同比+75.8%，经调整经营利润 11.21 亿美元，同比+77.1%；归母净利润 8.27 亿美元，同比+87.1%，经调整净利润 8.42 亿美元，同比+88.7%。2023Q4，公司实现总收入 24.93 亿美元，同比+19.4%；经营利润 1.10 亿美元，同比+168.3%，经调整经营利润 1.16 亿美元，同比+190.0%；归母净利润 0.97 亿美元，同比+83.0%，经调整归母净利润 1.03 亿美元，同比+98.1%。

图1：2019–2023 年公司收入、归母净利润及经调整净利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：2017Q4–2023Q4 公司收入、归母净利润及经调整净利润



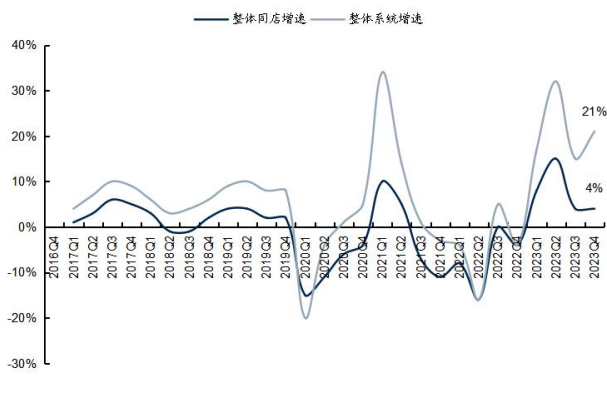
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

餐厅经营层面，2023 年系统销售收入同增 21%，其中 KFC/PZH 分别同增 20%/24%。2023Q4 系统销售收入同比+21%，其中 KFC/PZH 分别+20%/+24%；2023Q4 整体同店收入同比+4%，其中 KFC/PZH 分别+3%/+6%。2023 年同店收入同比+7%，其中 KFC/PZH 分别+7%/+6%；2023Q4 餐厅利润率为 10.7%，同比+0.3pct，系同店销售提升、效率提高和骑手成本降低，其中 KFC/PZH 分别为 12.0%/7.3%，分别同比-0.7pct/+5.4pct。**2023 年餐厅利润率 16.3%，同比+2.2pct，已超 2019 年(16.0%)。**

数字化进程方面，2023 年末，总会员人数超 4.7 亿，同比+14.0%，会员销售额占肯德基及必胜客系统销售额 65%；2023 全年数字订单占餐厅收入的比重约为 89.0%，同比-1.0pct；KFC/PZH 外卖销售占餐厅收入的比重分别为 38%/40%（全年分别为 36%/37%），较疫情前提升明显。

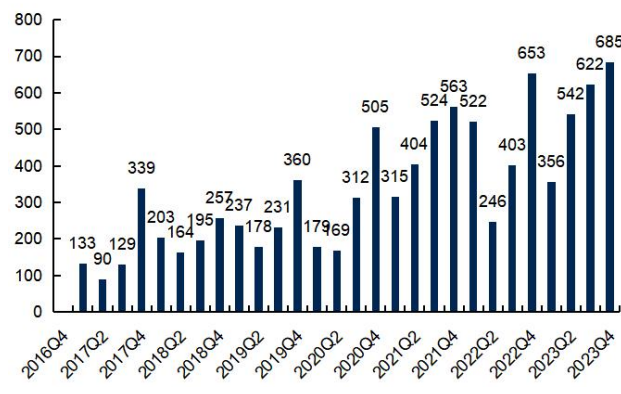
门店扩张层面，2023Q4 整体净新增 542 家门店（KFC/PZH 分别净新增 379/110 家），2023 年全年累计净新增 1697 家（KFC/PZH 分别 1202/409 家），大幅超过年初净新增门店目标（净增 1100–1300 家），餐厅总数达到 14644 家（KFC/PZH 分别 10296/3312 家）。

图3：2017Q1 至今百胜中国同店及系统销售增速



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图4：2017Q1 至今百胜中国单季度新开门店数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

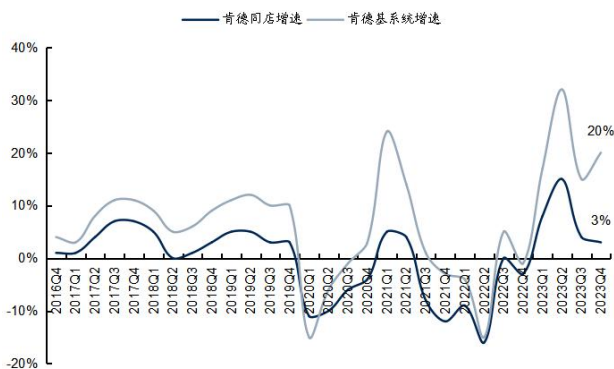
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

肯德基分部

2023年，肯德基品牌实现收入82.40亿美元，同比增长14%；其中餐厅收入为81.16亿美元，同比+14%，占肯德基总收入的比例为98.5%，同比-0.1pct；实现经营利润12.02亿美元，同比+53%，创历史新高。2023Q4，肯德基品牌实现收入18.72亿美元，同比+18%，其中餐厅收入18.42亿美元，同比+18%；经营利润1.67亿美元，同比+43%。

经营数据方面，2023Q4，肯德基系统销售额同比+20%，主要系季度内净新增门店、同店销售额增长及2022年同期门店暂停营业带来的低基数影响；同店销售额同比+3%；餐厅利润率12.0%，同比-0.7pct，若剔除一次性费用减免影响，较上年同期增长0.6pct；门店扩展上，2023Q4肯德基净增379家门店，创历史新高；2023财年累计新开1439家门店，其中直营1246家，加盟193家，关店237家，期末门店数量达到10296家。

图5：2017Q1至今肯德基品牌同店及系统销售增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2017Q1至今肯德基品牌单季度新开门店数量



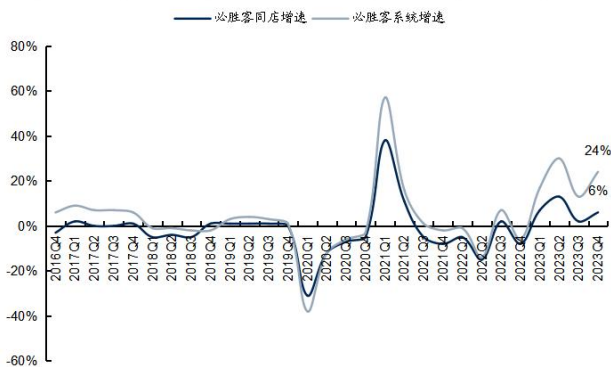
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

必胜客分部

2023财年，必胜客品牌实现收入22.46亿美元，同比+15%；其中餐厅收入22.14亿美元，同比+14%，占必胜客总收入的比重为98.6%，同比-0.3pct；实现经营利润1.42亿美元，同比+102%。2023Q4，必胜客品牌实现收入4.96亿美元，同比+23%，其中餐厅收入4.86亿美元，同比+22%；经营利润0.05亿美元，同比+125%。

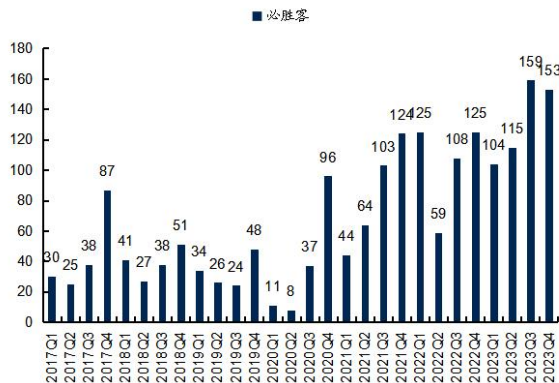
经营数据方面，2023Q4，必胜客系统销售额同比+24%，同店销售额同比+6%；餐厅利润率7.3%，同比+5.4pct，主要系同店销售提升和有利的原材料价格，部分被工资成本上涨和促销费用投放增加所抵消；门店扩展方面，2023全年必胜客累计新开531家门店（直营/加盟分别515/16家），关店122家，期末门店数量达到3312家。

图7：2017Q1 至今必胜客品牌同店及系统销售增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：2017Q1 至今必胜客品牌单季度新开门店数量

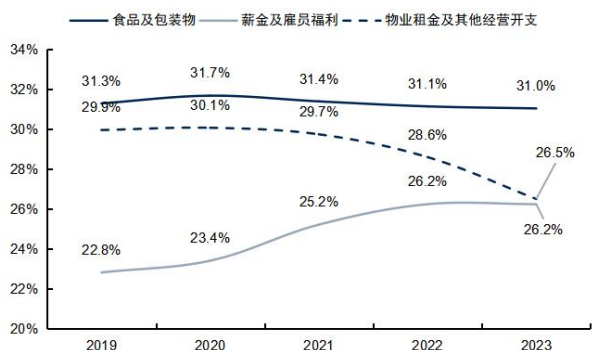


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

费用管控良好，租金优化明显。2023 财年，公司整体食品及包装物占比为 31.0%，同比-0.1pct；薪金及雇员福利占比为 26.2%，同比持平；物业租金及其他经营开支占比为 26.5%，同比-2.1pct，优化明显；其中，**肯德基品牌**食品及包装物占比为 31.0%，同比-0.1pct；薪金及雇员福利占比为 25.3%，同比+0.1pct；物业租金及其他经营开支占比为 26.0%，同比-2.0pct；**必胜客品牌**食品及包装物占比为 30.8%，同比-0.4pct；薪金及雇员福利占比为 28.9%，同比-0.3pct；物业租金及其他经营开支占比为 27.2%，同比-2.3pct。

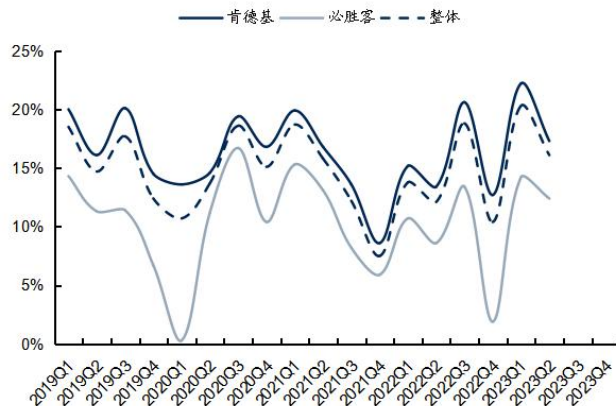
2023Q4，公司整体食品及包装物占比为 32.4%，同比+0.5pct；薪金及雇员福利占比为 28.9%，同比+0.1pct；租金及其他成本占比为 27.9%，同比-0.9pct；其中，**肯德基品牌**食品及包装物占比为 36.9%，同比+0.6pct；薪金及雇员福利占比为 32.0%，同比+0.3pct；物业租金及其他经营开支占比为 31.1%，同比-0.9pct；**必胜客品牌**食品及包装物占比为 31.9%，同比-1.0pct；薪金及雇员福利占比为 31.5%，同比-2.4pct；物业租金及其他经营开支占比为 29.0%，同比-2.4pct。

图9：2017-2023 年百胜中国各项成本占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：2019Q1 至今肯德基、必胜客及整体餐厅利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2024 年拟净增 1500-1700 家门店，持续提升股东回报。2023 年公司通过股票回购和现金股息共向股东回馈约 8.33 亿美元（其中回购 6.13 亿美元），现金股息和股票回购创下分拆上市以来的最高记录，计划 2024-2026 年以季度现金股息和

股票回购的形式向股东回馈至少 30 亿美元。**经营目标方面**，2024 年公司预计净新增 1500-1700 家门店，资本支出预计 7-8.5 亿美元，2026 年门店总体达到 20000 家，2024-2026 年系统销售额及经营利润实现高单位数至双位数年均复合增长，稳定了公司中线增长预期。

投资建议：预计公司 2024-2026 年收入 120.59/131.25/142.48 亿美元（原 24-25 年预测为 128.74/141.92 亿美元），同比+9.8%/8.8%/8.6%，归母净利润 9.14/9.95/10.81 亿美元（原 24-25 年预测为 11.19/12.88 亿美元），同比+10.5%/8.9%/8.6%，对应 PE 18.9/17.4/16.0x，维持“增持”评级。本财报期内，在弱势的经营环境下公司门店扩张依旧展现出较强韧性，且依托费用端的积极管控利润维持稳健增长。考虑到未来 3 年公司经营目标明确且相对稳健，我们分析目标可达成概率较高，维持公司“增持评级”。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	市值	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
9869.HK	海伦司	7.82	41	0.25	0.46	0.63	-5.76	29.34	15.89	11.46	99	0.2	1.3	买入
9922.HK	九毛九	13.10	69	0.36	0.63	0.98	359.85	33.68	19.35	12.43	191	0.2	0.8	买入
6862.HK	海底捞	21.00	732	0.82	0.95	1.09	66.49	23.96	20.66	17.91	1,171	1.1	1.2	买入
0520.HK	呷哺呷哺	4.12	20	0.30	0.41	0.57	-11.80	12.99	9.31	6.76	45	0.2	1.1	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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	2211	1737	2983	营业收入	9569	10978	12059	13125	14248
应收款项	371	407	330	360	390	营业成本	7829	8701	9575	10434	11341
存货净额	417	424	510	556	604	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	500	500	699	748	795
流动资产合计	3940	3431	4524	5512	6837	管理费用	479	564	867	918	970
固定资产	2118	2310	2645	2988	3336	财务费用	43	60	2	12	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	394	394	394	394	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	266	1597	2097	2597	3097	其他收入	(33)	77	409	430	458
资产总计	11826	12031	13815	15504	17533	营业利润	685	1230	1324	1442	1566
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	2254	1071	1168	1269	利润总额	685	1230	1324	1442	1566
其他流动负债	1371	0	1825	1984	2403	所得税费用	207	329	331	361	392
流动负债合计	2166	2422	2896	3152	3672	少数股东损益	36	74	80	87	94
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	914	995	1081
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	5886	6692	7762	净利润	442	827	914	995	1081
少数股东权益	678	714	794	880	975	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	6482	6405	7136	7932	8796	折旧摊销	0	0	409	430	458
负债和股东权益总计	11826	12031	13815	15504	17533	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
经营活动现金流	(547)	1676	2334	1842	2124	营运资本变动	(1025)	775	932	331	491
每股收益	1.09	2.04	2.25	2.45	2.66	其它	36	74	80	87	94
每股红利	0.00	0.00	0.45	0.49	0.53	投资活动现金流	986	(973)	(1100)	(2518)	(1162)
每股净资产	15.97	15.78	17.58	19.54	21.67	资本开支	0	(192)	(600)	(630)	(662)
ROIC	7%	14%	17%	26%	29%	其它投资现金流	838	550	0	(1388)	0
ROE	7%	13%	13%	13%	12%	融资活动现金流	(445)	(705)	(151)	201	284
毛利率	18%	21%	21%	20%	20%	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	(183)	(199)	(216)
收入增长	-3%	15%	10%	9%	9%	其它融资现金流	(449)	(709)	(168)	0	0
净利润增长率	-55%	87%	10%	9%	9%	现金净变动	(6)	(2)	1083	(475)	1246
资产负债率	45%	47%	48%	49%	50%	货币资金的期初余额	1136	1130	1128	2211	1737
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	货币资金的期末余额	1130	1128	2211	1737	2983
P/E	39.1	20.9	18.9	17.4	16.0	企业自由现金流	0	1472	1429	899	1144
P/B	2.7	2.7	2.4	2.2	2.0	权益自由现金流	0	721	1460	1290	1619
EV/EBITDA	184	115	106	97	89						

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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