



百胜中国 (09987.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

看好运营效率持续提升，新模型拓张

事件

2025 年 2 月 6 日，公司公告四季报，总收入 25.95 亿美元/+4%，核心经营利润 1.5 亿美元/剔除汇率影响+35%，经调整归母净利 1.15 亿美元/+11% (剔除汇率影响+10%)，符合预期。

点评

盈利能力提升明显、新模型进展良好。4Q24 公司整体餐厅利润率 12.3%/+1.6pct，剔除 600 万美元影响餐厅可比项目后+1.8pct，管理费用率 6.0%/-0.1pct。肯悦咖啡截至 12 月底突破 700 家，肩并肩模式对主店销售有正向带动。必胜客 WOW 24 年末门店数增至 200 家，看好该模型在下沉市场、高线城市高竞争商圈拓展能力。Q4 公司整体净开店 534 家，24 全年净开店 1751 家、超额完成年初指引 (1500-1700 家)。

肯德基：同店降幅环比收窄 1pct、订单均价环比稳定。Q4 肯德基不变汇率系统销额+5% (前值+6%)，同店销售额-1% (前值-2%)，其中单量+3% (前值+1%)，订单均价 38 元/-4% (前值 38 元/-3%)、环比稳定；餐厅利润率 13.3%/+1.3pct、剔除影响可比性项目后+1.6pct，其中食材/员工/物业租金及其他经营开支占收入比-0.7/-0.5/-0.2pct。肯德基 12 月提价 2% (除疯狂星期四、周末疯狂拼等套餐活动)，我们预计 25 年订单均价将维持稳健。

必胜客：同店降幅环比收窄 4pct、单量提升明显，利润率继续改善。Q4 必胜客不变汇率系统销额+3% (前值+2%)，同店销售额-2% (前值-6%)，其中单量+9% (前值+4%)、客单价 78 元/-10% (前值 82 元/-9%)，客单下降源于大众化定价策略及外卖一人食占比上升，餐厅利润率 9.3%/+2.0pct、剔除影响可比性项目后+2.2pct，其中食材/员工/物业租金及其他经营开支占收入比+0.2/-1.9/-0.3pct。根据必胜客公布的 25 年新菜单，部分产品定价下降较明显、突出性价比，预计未来几个季度订单均价仍有下降空间。

盈利预测、估值与评级

公司指引 25 年净开店 1600~1800 家、较 24 年上调 100 家，我们预计 25 年门店增速望维持 11%左右；同店销售增速在基数下降、肯德基提价、必胜客性价比提升等因素推动下望改善；经营利润率有望在必胜客餐厅利润率提升、管理费用率下降推动下提升。预计 25E~27E 归母净利 9.6/10.2/10.8 亿美元，同比+5.4%/6.7%/5.7%，PE 19.5/18.3/17.3X，25E 股东回报 15 亿美元、含回购股息率约 8%，红利属性突出，维持“买入”评级。

风险提示

餐饮需求恢复不及预期；汇率波动影响；降本速度不及预期。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业 S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (港币)：382.800 元

相关报告：

- 《百胜中国港股公司点评：业绩超预期，提升三年股东回报 50%》，2024.11.5
- 《百胜中国港股公司点评：Q2 降本增效，利润超预期》，2024.8.6
- 《ROE 解析系列——百胜中国深度研究：快餐龙头穿越周期，长期价...》，2024.8.3



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,978	11,303	11,913	12,603	13,224
营业收入增长率	14.72%	2.96%	5.40%	5.79%	4.92%
归母净利润(百万元)	827	911	960	1,024	1,083
归母净利润增长率	87.10%	10.16%	5.37%	6.70%	5.73%
摊薄每股收益(元)	1.99	2.34	2.56	2.90	3.13
每股经营性现金流净额	3.62	3.74	4.86	4.97	5.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.91%	15.90%	18.56%	21.87%	21.88%
P/E	53.25	20.93	19.49	18.27	17.28
P/B	164.54	192.83	205.45	213.78	198.38

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	9,569	10,978	11,303	11,915	12,605	13,225
增长率	-2.9%	14.7%	3.0%	5.4%	5.8%	4.9%
主营业务成本	7,829	8,701	8,972	9,317	9,737	10,100
%销售收入	81.8%	79.3%	79.4%	78.2%	77.2%	76.4%
毛利	1,740	2,277	2,331	2,597	2,868	3,125
%销售收入	18.2%	20.7%	20.6%	21.8%	22.8%	23.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
加盟及联营相关开支	313	392	441	568	720	882
%销售收入	3.3%	3.6%	3.9%	4.8%	5.7%	6.7%
管理费用	594	638	568	578	585	595
%销售收入	6.2%	5.8%	5.0%	4.9%	4.6%	4.5%
关店减值及其他收益净额	57	29	38	33	36	36
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	601	1,061	1,207	1,310	1,415	1,506
%销售收入	6.3%	9.7%	10.7%	11.0%	11.2%	11.4%
财务费用	-84	-169	-129	-95	-82	-73
%销售收入	-0.9%	-1.5%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
投资收益	-26	-49	40	8	8	8
%税前利润	-3.8%	-4.0%	3.0%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	658	1,135	1,200	1,298	1,403	1,494
营业利润率	6.9%	10.3%	10.6%	10.9%	11.1%	11.3%
营业外收支						
税前利润	685	1,230	1,336	1,406	1,497	1,579
利润率	7.2%	11.2%	11.8%	11.8%	11.9%	11.9%
所得税	207	329	356	375	399	421
所得税率	30.2%	26.7%	26.6%	26.6%	26.7%	26.7%
净利润	478	901	980	1,031	1,098	1,158
少数股东损益	36	74	69	71	73	75
归属于母公司的净利润	442	827	911	960	1,025	1,083
净利率	4.6%	7.5%	8.1%	8.1%	8.1%	8.2%

现金流量表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	442	827	911	960	1,025	1,083
少数股东损益	36	74	69	71	73	75
非现金支出	537	551	486	64	66	67
非经营收益						
营运资金变动	-168	-358	-454	249	85	62
经营活动现金净流	1,413	1,473	1,419	1,822	1,753	1,808
资本开支	-679	-710	-705	-715	-671	-639
投资	176	-38	523	250	250	250
其他	-19	5	4	12	12	12
投资活动现金净流	-522	-743	-178	-453	-409	-377
股权募资	-466	-613	-1,249	-1,164	-1,090	-367
债权募资	0	164	-39	-15	-15	-15
其他	-378	-267	-348	-341	-415	-438
筹资活动现金净流	-844	-716	-1,636	-1,520	-1,520	-819
现金净流量	-6	-2	-405	-166	-191	597

资产负债表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,130	1,128	723	556	364	961
应收款项	371	382	445	432	457	479
存货	417	424	405	427	446	463
其他流动资产	2,022	1,497	1,121	883	634	384
流动资产	3,940	3,431	2,694	2,298	1,902	2,289
%总资产	33.3%	28.5%	24.2%	21.1%	18.0%	20.8%
长期投资	266	0	0	0	0	0
固定资产	2,118	2,310	2,407	2,634	2,786	2,884
%总资产	17.9%	19.2%	21.6%	24.2%	26.3%	26.2%
无形资产	4,366	4,299	4,170	4,110	4,051	3,995
非流动资产	7,886	8,600	8,427	8,593	8,687	8,729
%总资产	66.7%	71.5%	75.8%	78.9%	82.0%	79.2%
资产总计	11,826	12,031	11,121	10,892	10,589	11,019
短期借款	0	168	127	112	97	82
应付款项	727	786	2,080	841	879	898
其他流动负债	1,439	1,468	76	1,585	1,676	1,759
流动负债	2,166	2,422	2,283	2,538	2,652	2,739
长期贷款	42	44	49	49	49	49
其他长期负债	2,458	2,446	2,362	2,362	2,362	2,362
负债	4,666	4,912	4,694	4,949	5,063	5,150
普通股股东权益	6,482	6,405	5,728	5,173	4,683	4,951
其中：股本	4	4	4	4	4	3
未分配利润	6,581	6,630	6,117	5,563	5,072	5,341
少数股东权益	678	714	699	770	843	918
负债股东权益合计	11,826	12,031	11,121	10,892	10,589	11,019

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.05	1.99	2.34	2.56	2.90	3.13
每股净资产	15.48	15.72	15.11	13.81	13.27	14.30
每股经营现金净流	3.38	3.62	3.74	4.86	4.97	5.22
每股股利	0.48	0.48	0.52	0.90	1.16	1.25
回报率						
净资产收益率	6.82%	12.91%	15.90%	18.56%	21.88%	21.88%
总资产收益率	3.74%	6.87%	8.19%	8.82%	9.68%	9.83%
投入资本收益率	5.82%	10.60%	13.41%	15.75%	18.29%	18.41%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.88%	14.72%	2.96%	5.41%	5.79%	4.92%
EBIT 增长率	-54.88%	76.54%	13.76%	8.55%	7.97%	6.48%
净利润增长率	-55.35%	87.10%	10.16%	5.41%	6.70%	5.73%
总资产增长率	-10.56%	1.73%	-7.56%	-2.06%	-2.78%	4.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.5	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2
存货周转天数	19.5	17.4	16.6	16.1	16.1	16.2
应付账款周转天数	35.8	31.3	57.5	56.4	31.8	31.7
固定资产周转天数	82.2	72.6	75.1	76.2	77.4	77.2
偿债能力						
净负债/股东权益	19.13%	21.49%	28.24%	33.09%	38.78%	26.08%
EBIT 利息保障倍数	—	—	—	252.3	293.7	339.1
资产负债率	39.46%	40.83%	42.21%	45.44%	47.82%	46.74%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究