

经营效率持续优化, 商业模式和运营持续迭代升级

百胜中国 (9987.HK)

核心观点

2024 年总收入 113 亿美元, 创分拆上市以来的新高, 核心经营利润 11.90 亿美元, 同比+12%, 核心经营利润率 10.4%, 同比+0.7pct。2024 净增门店继续增加, 预计未来加盟模式稳步提升。公司持续赋能优化组织和运营, 从菜单革新到引入创新的商业模式均逐步取得较好表现, 必胜客 TA 下调情况下仍保持餐厅 margin 提升, 未来叠加不同品牌多样化店型和商业模式对市场的开拓、流程和运营优化、产品和供应链创新迭代等驱动成长。

事件

公司发布 24Q4 及全年经营业绩, 24Q4 总收入 26 亿美元, 同比+4%, 净利润 1.15 亿美元, 同比+18%; 2024 全年总收入 113 亿美元, 同比+3%, 净利润 9.11 亿美元, 同比+10%。

简评

收入业绩及同店表现符合预期, 加盟模式稳健提升

2024 年总收入 113 亿美元, 创分拆上市以来的新高, 不计及外币换算影响则+5%。2024 年核心经营利润 11.90 亿美元, 同比+12%, 核心经营利润率 10.4%, 同比+0.7pct; 单 24Q4 核心经营利润 1.51 亿美元, 同比+35%, 表现亮眼主要系 24Q4 没有了部分补贴和增值税加计抵减, 24Q4 核心经营利润率 5.8%, 同比+1.4pct; 24Q4 同店销售额同比达到 99%, 同店交易量同比+4%, 连续 8 个季度增长。2024 全年同店销售额达到同比的 97%。全年外卖销售同比+14%, 保持过去十年持续的双位数增长, 外卖占肯德基和必胜客餐厅收入的 39%。2024 年数字订单收入达 96 亿美元, 数字订单占收入比 90%。截至年末, 肯德基和必胜客会员数合计超 5.25 亿, 同比+11%, 会员销售占比 65%; 2024 年公司向股东回馈 15 亿美元, 24Q4 回馈 2.48 亿美元, 2024 全年回购股份数相当于 2023 年末发行在外股数的 8%。公司计划 2025~2026 年向股东回馈 30 亿美元, 计划 2025 上半年在美国及香港市场回购 3.6 亿美元。

2024 年净新增门店达 1751 家, 较 2023 提升, Q4 净增 534 家, 较前三季度提升。2025 年公司计划净新增 1600~1800 家门店, 资本支出预计 7~8 亿美元。整体净新增看, 24Q4 约 41%净新增店为加盟模式, 2024 全年约 30%新增为加盟。预计未来几年, 肯德

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期: 2025 年 02 月 08 日

当前股价: 364.20 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.88/-2.84	-5.60/-5.05	30.91/-3.78
12 月最高/最低价 (港元)		400.00/228.40
总股本 (万股)		37,682.44
流通 H 股 (万股)		37,682.44
总市值 (亿港元)		1,372.39
流通市值 (亿港元)		1,372.39
近 3 月日均成交量 (万)		46.18
主要股东		
JP Morgan Chase & Co. and its Subsidiaries		13.90%

股价表现



相关研究报告

【中信建投社服商贸】百胜中国(9987): 业绩优质, 新店型持续培育迎增量, 股东回馈大幅提升

基和必胜客净新增中加盟比例逐渐增加至 40%~50%、20%~30%。

店型、模式及运营策略持续优化，稳健龙头望逐步穿越周期

分品牌看，24Q4 肯德基同店约同比达 99%，核心经营利润同比+18%。餐厅利润率 13.3%，同比+1.3pct。2024 全年同店销售额同比达 98%，核心经营利润+6%，餐厅利润率 16.9%，同比-0.8pct。2024 年肯德基净新增 1352 家创历史新高，截至年末加盟门店占比 13%；必胜客 24Q4 同店销售同比约达 98%，核心经营利润+226%。餐厅利润率 9.3%，同比+2.0pct。2024 全年同店销售额同比达 95%，核心经营利润+19%，餐厅利润率 12.0%，同比+0.2pct。全年净增 412 家。

公司 Fresh Eye 和 Red Eye 计划持续赋能组织和运营，从菜单革新到引入创新的商业模式均逐步取得较好表现，例如肯悦咖啡年末已达 700 家且逐步培育起咖啡心智，对肩并肩肯德基有较好同店销售拉动作用。必胜客 WOW 门店年末超 200 家，快餐定位与客群、客单均与必胜客主店形成差异并逐步完善自身外卖和盈利能力，未来有望打开必胜客品牌的下沉拓展空间。其他子品牌总体稳健成长，黄记煌达 686 家且连续 5 年盈利；创新和菜单迭代持续，必胜客 12 月更新菜单，40 款新品更高性价比；价格和成本策略看，肯德基单均价格环比稳定，2024 年末调价后整体平稳，必胜客环比继续下调至 80 元以下且预计后续持续优化。必胜客 2024 年在单均价格下降下餐厅利润率仍小幅提升，得益于智能设备和流程优化后人力、操作步骤等节省。未来叠加不同品牌多样化店型和商业模式对市场的开拓、流程和运营优化、产品和供应链创新迭代等驱动成长。

投资建议： 预计 2025~2026 年实现归母净利 9.69 亿美元、10.51 亿美元，当前股价对应 PE 分别为 19X、17X，维持“增持”评级。

表 1：盈利预测

单位/百万美元	2023	2024	2025E	2026E
营业总收入	10978	113503	12028	12835
变化率	14.7%	3.0%	6.4%	6.7%
净利润	827	911	969	1051
变化率	87.1%	10.2%	6.4%	8.4%
EPS (美元)	1.99	2.34	2.78	3.33
P/E			19	17

资料来源：Wind，中信建投证券

风险分析

- 1、公司原材料端成本可能面临一定压力，进而影响到餐厅利润率水平，且波动方向整体存在不确定性；
- 2、下沉市场开店空间和效果或存在波动，若整体门店规模不断扩大，或可能带来一定的分流影响和市场成长空间限制；
- 3、多品牌战略发展和培育可能不及预期，可能带来增长的第二曲线无法特别明晰，新品牌内地模型预计仍处于打磨和改善中，具体培育效果仍需验证；
- 4、需求端持续受行业及竞争环境等可能的影响，以及中式快餐品牌迅速崛起所带来的竞争。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk