

公司研究

24Q4 利润增长显著，必胜客迎拐点

——百胜中国（9987.HK）2024 年年报点评

买入（维持）

当前价：382.80 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.77
总市值(亿港元)	1,442.29
一年最低/最高(港元)	223.36/406.4
近3月换手率	7.46%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.84	-1.83	-14.48
绝对	12.83	1.87	16.93

资料来源：Wind

相关研报

创新增长策略成效显著，股东回馈再加码——百胜中国（9987.HK）跟踪报告（2024-11-13）

重视性价比，持续推动效率提升——百胜中国（9987.HK）2024 年半年报点评（2024-08-07）

要点

事件：公司发布 2024 年年报，24 年公司实现营收 113 亿美元，同比+3%（或同比+5%，不计外币换算影响）；实现归母净利润 9.11 亿美元，同比+10%；实现核心经营利润率 10.4%，同比+0.7pcts。其中 24Q4 公司实现营收 26 亿美元，同比+4%（或同比+4%，不计外币换算影响）；实现归母净利润 1.15 亿美元，同比+18%；实现核心经营利润率 5.8%，同比+1.4pcts。

客单价下滑，拖累同店增长。门店经营方面，24Q4 系统销售额同比+4%（KFC/必胜客分别同比+5%/+3%）。24Q4 同店销售额同比-1%（KFC/必胜客分别同比-1%/-2%）；其中 KFC/必胜客客单价分别同比-4%/-10%，KFC 客单价同比下滑主要系公司降低配送费，以及咖啡、早餐等低客单价产品占比提升；必胜客客单价同比下滑主要系公司主动调整菜单结构和价格范围，使必胜客转变为更加适合大众的品牌；KFC/必胜客同店交易量分别同比+3%/+9%。

开店方面，24Q4 净增 534 家门店（KFC/必胜客分别净增 365/118 家）；期末餐厅总数 16395 家（KFC/必胜客分别为 11648/3724 家）。公司指引方面，2025 年计划净新增门店 1600-1800 家，资本开支约 7-8 亿美元；公司预计在未来几年内，KFC 和必胜客净新增门店中加盟店的比例将分别逐渐增加到 40%-50%和 20%-30%。

经营效率提升，24Q4 餐厅利润率同比改善。24 年食品及包装物占餐厅收入比例为 31.8%，同比+0.8pcts；薪金及雇员福利占餐厅收入比例为 26.2%，同比持平；物业租金及其他经营开支占餐厅收入比例为 26.3%，同比-0.2pcts。综合来看，24 年餐厅利润率 15.7%，同比-0.6pcts（KFC/必胜客分别为 16.9%/12.0%，分别同比-0.8/+0.2pcts）。

24Q4 食品及包装物占餐厅收入比例为 31.9%，同比-0.5pcts，主要系原材料成本下降以及公司“Red Eye”计划的推进节省成本；薪金及雇员福利占餐厅收入比例为 28.2%，同比-0.8pcts，主要系公司持续提升运营效率；租金及其他成本占餐厅收入比例为 27.6%，同比-0.3pcts。综合来看，24Q4 餐厅利润率 12.3%，同比+1.6pcts（KFC/必胜客分别为 13.3%/9.3%，分别同比+1.3/+2.0pcts）。

必胜客经营拐点显现，运营效率和创新双重并举。24 年为必胜客的转折之年，实现了自拆分以来的最高营业利润，净新增门店 412 家，创历史新高。必胜客致力于转型为更加大众化的品牌，持续拓宽价格区间、丰富菜单，降低客单价。客单价的下降对同店增速的带动效应显著，24 年 12 月必胜客推出全新菜单（30 款经典产品降价，同时引入 40 款新品）后，同店销售额变化从 24Q3 的-6%收窄至 24Q4 的-2%。

wow 店是必胜客变革的关键一环。截至 2024 年底，wow 店数量已超 200 家，与主模式不同，wow 店定位快速休闲餐饮，单价更低，主打每日低价策略，吸引了众多年轻人、二次元消费者和小聚会群体。目前 wow 店整体利润率略低于主模式，2025 年，必胜客将重点优化 wow 店配送业务，提升其利润率；也计划在低线城市和竞争激烈的商业区开设更多 wow 新店，进一步挖掘其市场潜力。

肯悦咖啡是公司 24 年以来重点发展的又一大项目，截至 24 年底已有 700 家，计划 2025 年底增至 1300 家。尽管近期咖啡豆价格大幅上涨，因公司锁价至 2025 年下半年，成本压力小，短期内 9-10 元的单价不变。目前肯悦咖啡已实现盈利，还为肯德基母店带来单位数销售额增长。随着其在消费者心中认知度不断提高，未来强化品牌形象、丰富产品种类后，有望进一步提升肯德基的利润与销售业绩。

公司在创新发展模式的同时，亦积极提升运营效率。24 年通过推出“Fresh Eye”和“Red Eye”两个计划，公司运营成本得到显著改善，随着项目的持续推进，公司经营利润改善的确定性不断提升，公司亦首次给予 25 年核心经营利润率指引，预计同比持平或微增。在行业艰难时刻，百胜积极调整经营模型并持续推动成本节约，我们看好公司高性价比业务的长期潜质。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司经营效率改善显著，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别至 9.77/10.56 亿美元（分别上调 2%/1%），引入 2027 年归母净利润预测为 11.51 亿美元，折合 EPS 分别为 2.59/2.80/3.05 美元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 19x/17x/16x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险，食品安全风险，汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	10,978	11,303	12,088	12,883	13,676
营业收入增长率	14.7%	3.0%	6.9%	6.6%	6.1%
归母净利润（百万美元）	827	911	977	1,056	1,151
归母净利润增长率	87.1%	10.2%	7.2%	8.1%	9.0%
EPS（美元）	2.03	2.40	2.59	2.80	3.05
P/E	24	20	19	17	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-02-07（注：USD/CNY=7.1196，HKD/CNY=0.9123；2023-2025 年公司总股本数分别为 4.07/3.79/3.77 亿股）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,978	11,303	12,088	12,883	13,676
公司餐厅开支	-8,701	-8,972	-9,501	-10,077	-10,650
其他收益	-	1	-1	-1	-1
运营成本及其他开支	-1,171	-1,170	-1,205	-1,285	-1,364
经营利润	1,106	1,162	1,380	1,521	1,660
利息收入 (支出)	169	129	57	52	54
投资收入 (亏损)	-49	40	-	-10	-10
税前利润	1,226	1,331	1,438	1,563	1,704
所得税开支	-329	-356	-384	-418	-456
净利润	901	980	1,053	1,145	1,248
少数股东损益	74	69	76	89	98
归母净利润	827	911	977	1,056	1,151
资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产总额	12,031	11,121	11,560	12,033	12,851
现金及现金等价物	1,128	723	861	943	921
应收款项合计	68	79	87	90	97
存货	424	405	502	445	564
其他短期投资	1,472	1,121	1,121	1,121	1,121
待摊费用及其他流动资产	339	366	366	366	366
流动资产合计	3,431	2,694	2,936	2,965	3,069
固定资产净值	2,310	2,407	2,500	2,945	3,660
使用权资产	2,217	2,146	2,204	2,199	2,194
商誉	1,932	1,880	1,880	1,880	1,880
无形资产	150	144	190	194	198
长期定存投资	1,265	1,088	1,088	1,088	1,088
于联营合营公司的投资	332	368	368	368	368
递延所得税资产	129	138	138	138	138
其他非流动资产	265	256	256	256	256
非流动资产合计	8,600	8,427	8,624	9,068	9,782
负债总额	4,912	4,694	4,937	5,014	5,259
贸易及其他应付款项	1,043	816	953	924	1,060
应付税项	90	76	82	89	97
其他流动负债	1,289	1,391	1,391	1,391	1,391
流动负债合计	2,422	2,283	2,426	2,403	2,548
长期租赁负债	1,943	1,865	1,965	2,065	2,165
递延所得税负债	390	389	389	389	389
其他负债	157	157	157	157	157
非流动负债合计	2,490	2,411	2,511	2,611	2,711
权益总额	7,119	6,427	6,623	7,018	7,592
普通股股本	4	4	4	4	4
库存股	-	-52	-52	-52	-52
未分配利润和储备	6,401	5,776	5,897	6,203	6,679

百胜中国控股股东权益总额	6,405	5,728	5,849	6,155	6,631
少数股东权益	701	686	762	851	948
可赎回少数股东权益	13	13	13	13	13
现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,473	1,419	1,856	2,058	2,308
净利润	901	980	1,053	1,145	1,248
折旧和摊销	453	476	642	716	818
营运资本变动	305	-219	32	25	9
融资成本	-169	-129	-57	-52	-54
支付所得税	-329	-356	-384	-418	-456
其他非现金调整	312	666	571	643	742
投资活动现金流	-743	-178	-65	-300	-629
资本支出	-710	-705	-588	-823	-1,152
其他投资活动现金流	-33	527	523	523	523
融资活动现金流	-716	-1,636	-1,654	-1,675	-1,701
回购普通股股份	-613	-1,249	-1,249	-1,249	-1,249
就普通股支付的现金股息	-216	-248	-266	-287	-313
向非控股权益支付的股息	-77	-80	-80	-80	-80
其他融资活动现金流	190	-59	-59	-59	-59
净现金流	14	-395	138	83	-23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP