

百胜中国 (09987.HK)

优于大市

第四季度同店销售降幅继续收窄，2025 年门店扩张稳步提速

核心观点

2024Q4 核心经营利润同增 35%。2024Q4，公司收入 25.95 亿美元/+4.1%；经营利润 1.51 亿美元/+37.3%，核心经营利润 1.50 亿美元/+35%；经调整净利润 1.15 亿美元/+11.7%，净利润增速慢于经营利润增速，主要系利息收入减少所致。**2024 年**，公司收入 113.03 亿美元/+3.0%；经营利润 11.62 亿美元/+5.1%；核心经营利润 11.90 亿美元/+12.2%；经调整净利润为 9.11 亿美元/+10.2%；EPS 为 2.33 美元，同比增长 18%。

两大核心品牌同店降幅继续收窄，交易量增长带动效果明显。2024Q4，系统销售额同增 4%，净增门店贡献为主；整体同店销售同比-1%，环比 24Q3 (-3%) 收窄。**分品牌看**，肯德基同店同比-1%，环比 24Q3 (-2%) 继续收窄，交易量同增 3%，客单价同比-4%延续下降；必胜客同店同比-2%，环比 24Q3 (-6%) 降幅同样收窄，必胜客继续执行性价比策略，客单价同比-10%，客流同增 9%，**两大品牌交易量均连续 8 个季度实现正增长。**

2024 年净增超指引上限，加盟占比提升、下沉市场持续发力。2024Q4，公司门店净增 534 家，其中肯德基/必胜客分别净增 365/118 家。2024 年净增 1751 家门店，超出净增指引 (1500-1700 家) 上限。**分结构看**，2024 年净增门店中，肯德基/必胜客加盟占比分别为 30%/13%。**分区域看**，净增门店中肯德基/必胜客 3-6 线城市门店数占比分别为 55%/62%。

经营效能提升显著。2024Q4，原材料/员工薪酬/租金占比分别同比-0.5/-0.7/0.3pct，餐厅利润率 12.3%/+1.5pct；管理费率继续优化同比-0.1pct，带动经营利润率/经调整净利率分别同增 1.1/0.3pct。

新业态持续扩张，2025 年门店净新增计划 1600-1800 家。2024 年底，肯悦咖啡/必胜客 WOW 店分别达 700/200 家，2025 年预计净新增门店约 1600-1800 家，肯德基/必胜客净新增加盟占比将增至 40-50%和 20-30%。

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：考虑回购分红现金支出对利息收入贡献的下行影响，我们下调 2025-2026 年净利润预测至 9.78/10.45 亿美元 (调整幅度-1%/-2%)，新增 2027 年预测 11.10 亿美元，兼顾股份回购，EPS 为 2.76/3.10/3.43 美元，对应 PE 估值 19/17/15x。**百胜中国历史动态估值区间为 15-37x，同店改善、门店扩张加速均会带来估值阶段溢价，展望未来，系列创新举措带动下同店改善趋势有望延续，且扩张计划依旧稳健，2025-26 年累计回购分红 30 亿美元目标也具备强吸引力，综上所述我们给与公司 2025 年 PE 目标 22-24x，目标价 442.6-482.8 港元，维持“优于大市”评级。**

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	10,978	11,303	12,058	12,741	13,434
(+/-%)	14.7%	3.0%	6.7%	5.7%	5.4%
净利润(百万美元)	827	911	978	1045	1110
(+/-%)	87.1%	10.2%	7.4%	6.8%	6.3%
每股收益(美元)	2.19	2.42	2.76	3.10	3.43
EBIT Margin	11.8%	11.2%	8.2%	8.4%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	15.9%	15.0%	14.2%	13.5%
市盈率 (PE)	23.9	21.7	19.0	16.9	15.3
EV/EBITDA	114.9	117.5	100.8	89.6	80.7
市净率 (PB)	3.09	3.45	2.86	2.41	2.06

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 · 海外公司财报点评

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

zhongxiaojiao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	382.80 港元
总市值/流通市值	144229/144229 百万港元
52 周最高价/最低价	406.40/223.36 港元
近 3 个月日均成交额	165.47 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)-经营数据环比继续改善,拟将 2024-2026 年股东回报提升 50%》——2024-11-06
- 《百胜中国(09987.HK)-促消费政策频出经营望受益,持续回购彰显管理层信心》——2024-09-30
- 《百胜中国(09987.HK)-高基数影响同店短期承压略降,门店扩张节奏趋势向好》——2024-05-05
- 《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》——2024-02-08
- 《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

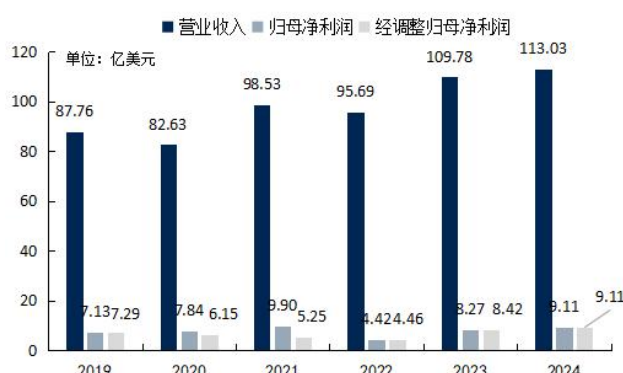
2024 年第四季度核心经营利润同增 35%。2024Q4，公司实现收入 25.95 亿美元，同比+4.1%；经营利润 1.51 亿美元，同比+37.3%，核心经营利润 1.50 亿美元，同比+35%；经调整净利润 1.15 亿美元，同比+11.7%，净利润增速慢于经营利润增速，主要系利息收入减少所致；**2024 年**，公司实现收入 113.03 亿美元，同比+3.0%；经营利润 11.62 亿美元，同比+5.1%；核心经营利润 11.90 亿美元，同比+12.2%；经调整净利润为 9.11 亿美元，同比+10.2%；EPS 为 2.33 美元，同比增长 18%。

图1: 百胜中国第四季度收入及归母净利润



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 百胜中国 2019-2024 年收入及归母净利润



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2024Q4 同店销售降幅继续收窄，交易量恢复带动明显。2024Q4，系统销售额同增 4%，主要得益于净增门店的贡献；公司同店销售同比-1%，环比 24Q3 (-3%) 收窄。**分品牌看**，肯德基同店销售同比-1%，环比 24Q3 (-2%) 收窄，其中交易量连续 8 个季度实现正增长，客单价延续下降态势；必胜客同店销售同比-2%，环比 24Q3 (-6%) 降幅大幅收窄，必胜客执行高性价比产品策略（全年翻新菜单、推出必胜客 WOW 店模型等），客单价同比继续走低，交易量恢复良好同增 9%。

表1: 百胜中国、肯德基、必胜客同店收入以及对应客流、客单价表现

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
整体同店增速	10%	5%	-7%	-11%	-8%	-16%	0%	-4%	8%	15%	4%	4%	-3%	-4%	-3%	-1%
肯德基	5%	4%	-8%	-12%	-9%	-16%	0%	-3%	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%	-2%	-1%
TC (交易量)	-13%	-14%	-18%	-20%	-14%	-25%	-7%	-16%	6%	21%	9%	16%	4%	4%	1%	3%
TA (客单价)	8%	8%	6%	6%	6%	12%	8%	16%	2%	-5%	-5%	-11%	-6%	-7%	-3%	-4%
必胜客	38%	11%	-5%	-8%	-5%	-15%	2%	-8%	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%	-6%	-2%
TC (交易量)	2%	9%	-1%	-4%	-3%	-20%	2%	-2%	13%	27%	12%	15%	8%	2%	4%	9%
TA (客单价)	-7%	-11%	-10%	-8%	-2%	6%	0%	-5%	-5%	-11%	-9%	-8%	-12%	-9%	-9%	-10%

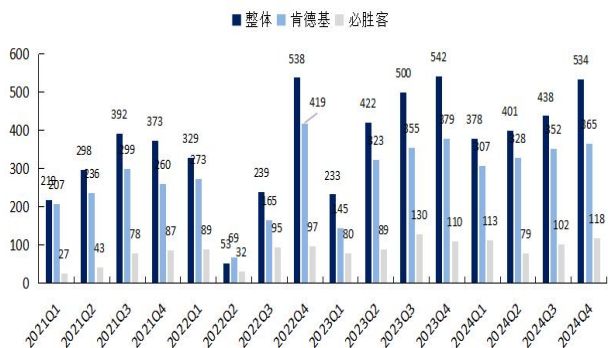
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

第四季度门店净增 534 家，全年净增超指引上限，加盟占比提升。2024Q4，公司门店净增 534 家，其中肯德基/必胜客分别净增 365/118 家，两大主力品牌均呈现良好扩张态势。2024 年全年净增 1751 家门店，小幅超出净新增指引（1500-1700 家）上限。**分结构看**，2024 年净增门店中，肯德基、必胜客加盟店占比分别为 30%/13%。分区域看，新开门店中，肯德基/必胜客 3-6 线城市门店数占比分别为 55%/62%。

两大主力品牌会员数稳步扩容，外卖增长亮眼。2024 年，数字订单收入达 96 亿美元，占餐厅收入的 90%，占比环比（Q3~90%）保持稳定。季度末肯德基、必胜客的会员数合计超过 5.25 亿，会员销售额占肯德基/必胜客两品牌系统销售额的

65%。全年外卖收入同增 14%，延续过往 10 年的双位数增速表现，外卖收入占肯德基/必胜客餐厅收入比重为 39%。

图3: 百胜中国整体/肯德基/必胜客季度净增门店



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

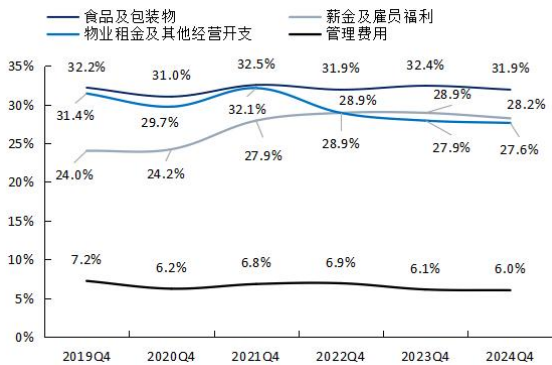
图4: 百胜中国会员数量以及会员销售餐厅收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

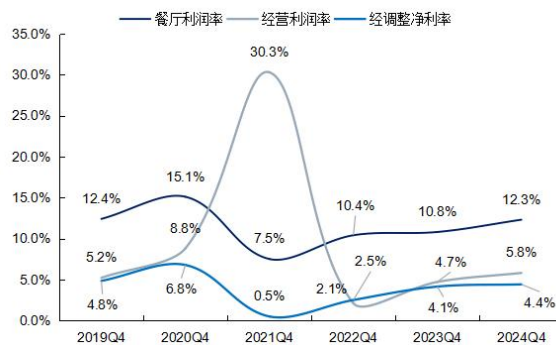
经营效能同比继续显著提升。2024Q4，食品及原材料占比为 31.9%，同比-0.5pct；薪金及雇员福利占比约 28.2%，同比-0.7pct；物业租金及其他经营开支占比约 27.6%，同比-0.3pct，期内公司餐厅利润率 12.3%，同比提升 1.5pct，若剔除餐厅层面一次性经营项目扰动（约 600 万美元），餐厅利润率同增 1.8pct。且管理费用率继续优化下，同比-0.1pct，经营利润率持续改善同比增 1.1pct；经调整净利率 4.4%，同比+0.3pct。

图5: 百胜中国第四季度成本费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

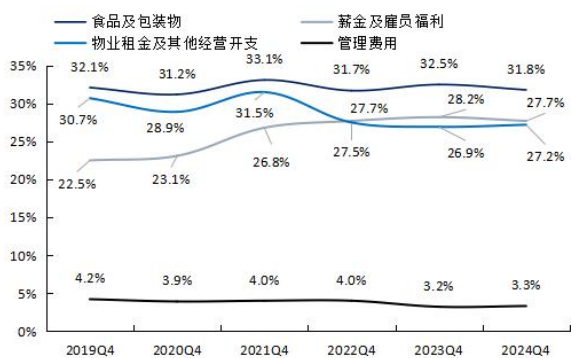
图6: 百胜中国第四季度餐厅/经营/净利率水平



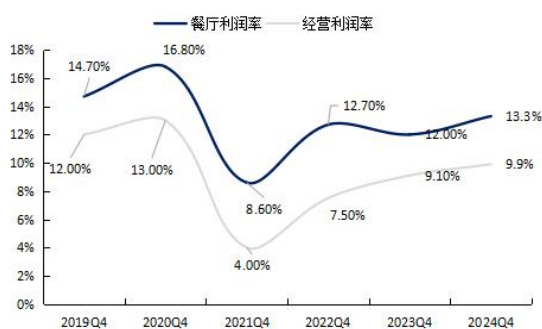
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 肯德基第四季度成本费用率

图8: 肯德基第四季度餐厅/经营/净利率水平



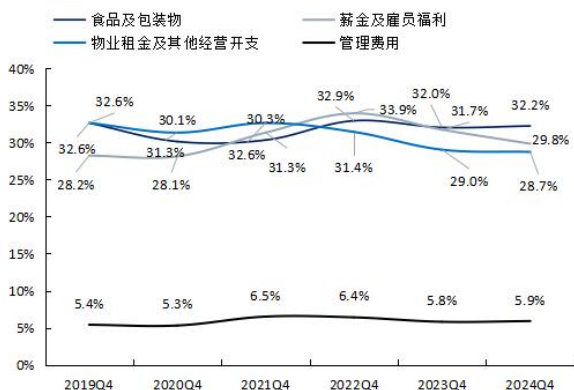
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



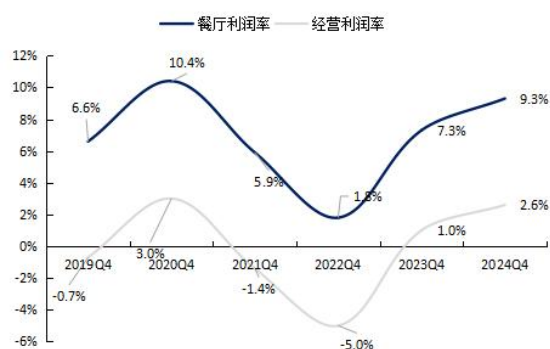
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 必胜客第四季度成本费用率

图10: 必胜客第四季度餐厅/经营/净利润率水平



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

新店型规模持续扩张，必胜客继续延伸价格带。2024 年底，肯悦咖啡门店数已经达到 700 家，必胜客 wow 店数达 200 家，新门店模型验证跑通后持续扩张。必胜客继续探索拓宽价格带，期内更新菜单，上新 50 款新菜品，保证利润率同时降低整体菜品单价，以适应大众消费市场。

2025 年门店净新增目标为 1600-1800 家，提升肯德基、必胜客净新增门店的加盟比例。公司公告提及，2025 年公司预计净新增门店约 1600-1800 家，资本支出约 7-8 亿美元。公司同步提及，未来几年内，肯德基、必胜客净新增门店中加盟占比将分别增长至 40-50%和 20-30%。截至 2024 年底，肯德基、必胜客存量门店加盟店占比分别为 12.5%/5.3%。

计划 2025-2026 年股东回报 30 亿美元。2024 年公司通过派息和股份回购累计回馈 15 亿美元，其中 2024 年累计回购 3130 万股，相当于年初总股本的 8%，2024 年底时公司回购额度仍有 13 亿美元。同时公司计划在 2025-2026 年向股东回馈 30 亿美元，符合前期指引预期。

投资建议：考虑回购分红现金支出对利息收入贡献的下行影响，我们微下调 2025-2026 年净利润预测至 9.78/10.45 亿美元（调整幅度-1%/-2%），新增 2027 年预测 11.10 亿美元，兼顾股份回购，EPS 为 2.76/3.10/3.43 美元，对应 PE 估值 19/17/15x。百胜中国历史动态估值区间为 15-37x，**同店改善、门店扩张加速均会带来估值阶段溢价，展望未来，系列创新举措带动下同店改善趋势有望延续，且扩张计划依旧稳健，2025-26 年累计回购分红 30 亿美元目标也具备强吸引力，综上我们给与公司 2025 年 PE 目标 22-24x，目标价 442.6-482.8 港元，维持“优于大市”评级。**

表2:

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)			EPS (元)			PE			投资评级
			25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
9922.HK	九毛九	3.68	51.9	0.16	0.21	0.27	22.98	17.51	13.62	优于大市		
9987.HK	百胜中国-S	360.61	1,369.1	17.03	18.61	20.20	21.17	19.37	17.86	优于大市		

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)						利润表 (百万美元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
现金及现金等价物	1128	723	2006	1147	2317	营业收入	10978	11303	12058	12741	13434
应收款项	382	445	330	349	368	营业成本	8701	8972	9646	10192	10747
存货净额	424	405	513	542	571	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	25	0	0	0	0	销售费用	500	500	603	634	660
流动资产合计	3431	2694	3970	4898	6116	管理费用	479	564	820	840	866
固定资产	2310	2407	2731	3063	3399	财务费用	43	60	3	15	36
无形资产及其他	4299	4170	4031	3892	3753	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1659	1482	1482	1482	1482	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	332	368	868	1368	1868	其他收入	(25)	129	415	437	464
资产总计	12031	11121	13082	14703	16619	营业利润	1230	1336	1400	1496	1589
短期借款及交易性金融负债	168	127	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	876	2156	1078	1139	1199	利润总额	1230	1336	1400	1496	1589
其他流动负债	1378	0	1811	1909	2244	所得税费用	329	356	350	374	397
流动负债合计	2422	2283	2889	3048	3443	少数股东损益	74	69	72	77	82
长期借款及应付债券	44	49	249	649	1149	归属于母公司净利润	827	911	978	1045	1110
其他长期负债	2446	2362	2662	2812	2862						
长期负债合计	2490	2411	2911	3461	4011	现金流量表 (百万美元)					
负债合计	4912	4694	5800	6509	7454	净利润	827	911	978	1045	1110
少数股东权益	714	699	771	849	931	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	6405	5728	6510	7346	8234	折旧摊销	0	0	415	437	464
负债和股东权益总计	12031	11121	13082	14703	16619	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	43	60	3	15	36
						营运资本变动	(490)	(24)	1040	261	397
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	其它	74	69	72	77	82
每股收益	2.19	2.42	2.76	3.10	3.43	经营活动现金流	411	956	2505	1819	2054
每股红利	0.00	0.00	0.55	0.62	0.69	资本开支	0	(97)	(600)	(630)	(662)
每股净资产	17.00	15.20	18.37	21.82	25.48	其它投资现金流	550	351	0	(1739)	0
ROIC	14%	14%	16%	20%	22%	投资活动现金流	484	218	(1100)	(2869)	(1162)
ROE	13%	16%	15%	14%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	21%	21%	20%	20%	20%	负债净变化	2	5	200	400	500
EBIT Margin	12%	11%	8%	8%	9%	支付股利、利息	0	0	(196)	(209)	(222)
EBITDA Margin	12%	11%	12%	12%	12%	其它融资现金流	(901)	(1589)	(127)	0	0
收入增长	15%	3%	7%	6%	5%	融资活动现金流	(897)	(1579)	(123)	191	278
净利润增长率	87%	10%	7%	7%	6%	现金净变动	(2)	(405)	1283	(859)	1170
资产负债率	47%	48%	50%	50%	50%	货币资金的期初余额	1130	1128	723	2006	1147
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	货币资金的期末余额	1128	723	2006	1147	2317
P/E	23.9	21.7	19.0	16.9	15.3	企业自由现金流	0	808	1596	873	1071
P/B	3.1	3.5	2.9	2.4	2.1	权益自由现金流	0	(820)	1667	1262	1544
EV/EBITDA	115	118	101	90	81						

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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