

2025年2月10日

百胜中国 (9987.HK / YUMC.US)

公司动态分析

证券研究报告

酒店、餐馆与休闲

四季度业绩超预期，效率提升成果显著

事件：百胜中国第四季度总收入同比增长4%至26亿美元，系统销售额同比增长4%，核心经营利润同比增长36%，净利润同比增长18%至1.15亿美元，超过市场预期。全年收入113亿，同比增长3%，净利润9.8亿，同比增长8.8%。我们略微上调25/26/27年净利润为10.3/11.1/11.5亿美元。对应每EPS收益为19.6/21.1/21.9港元。维持“买入”评级，上调目标价至475.3港元，较当前股价有24%的上涨空间。

报告摘要

经营效率提升带来利润加速增长。第四季度总收入同比增长4%至26亿美元，系统销售额同比增长4%，总门店数量达到1.64万家，同比增长12%。同店收入同比下降1%，较三季度的下降3%有环比的好转。核心经营利润同比增长36%，核心经营利润率5.8%，同比提升1.4pct，净利润同比增长18%至1.15亿美元，超过市场预期。利润提升主要来自于内部效率的提升。自23年4季度公司开始推行Project Fresh Eye，致力于提升餐厅经营效率，24年一季度推行Project Red Eye，致力于提升供应链的效率，从三、四季度的表现来看，已经初见成效。四季度原材料占比0.5pct，人工占比下降0.8pct。全年收入113亿，同比增长3%，净利润9.8亿，同比增长8.8%。

肯德基表现稳健。第四季度总收入同比增长5%至19.5亿美元，系统销售额同比增长5%，核心经营利润同比增长18%，经营利润同比增长15%至1.92亿美元。客单价稳定在38元，环比持平，同比下降4%，交易量上升3%，同店收入下降1%。净利润的提升主要来自于材料成本下降，以及经营效率提升所带来的员工成本的下降。截止24年12月门店数量达到1.16万家，第四季度净新增365家门店，总门店数较去年同期增长13.1%。我们认为肯德基的表现依然非常优秀，在当下承压的环境中向内求效率，实现了出色的业绩。肯悦咖啡的门店模式会继续扩张，和现有的肯德基门店共享厨房、员工来增加同店收入。截止12月肯悦咖啡达到700家，计划25年达到1300家。

同店收入降幅收窄。四季度系统销售额同比增长3%，总收入为5.1亿美元，同比增长2.8%。同店销售额同比下降2%，下降的幅度逐季明显收窄。其中客单量增长9%，客单件下降10%至78元，主要是公司策略性地降低人均花费，以及推出适应更少人聚餐的菜品份量，这带来客单量的显著提升，我们认为公司的战略方向迎合了消费者的需求。经营利润为1400万美元，同比增长156%，经营利润率为2.6%，同比提升1.6pct。截止12月末，门店数量达到3724家，同比增长12.4%。WOW门店数量已经超过200家，将会继续将传统门店转型为WOW门店。

管理费用下降带来利润率提升。第四季度管理费用1.56亿美元，费用率6%，同比减少0.1pct，全年费用率我5%，同比减少0.8pct。主要是效率提升+奖金的减少。未来管理费用率仍有下降的空间。

维持目前的股东回报计划。公司三季度时宣布将2024年至2026年三年期间的股东回馈金额从30亿美元增加至45亿美元。24年已经回购了总股本的8%。

我们认为百胜中国在快餐赛道具备相当大的竞争优势和品牌影响力，管理层经营能力卓越，公司抗风险能力强。考虑公司近期的业绩表现，我们略微上调25/26/27年净利润为10.3/11.1/11.5亿美元。对应每EPS收益为19.6/21.1/21.9港元。维持“买入”评级，上调目标价至475.3港元，较当前股价有24%的上涨空间。

风险提示：行业竞争加剧，消费意愿不达预期，发生严重的食品安全问题。

(转下页...)

投资评级：

买入

维持评级

6个月目标价

475.3 港元

股价 2025-2-7

382.8 港元

总市值(亿港元)	1,442.29
流通市值(亿港元)	1,442.16
总股本(亿股)	3.77
流通股本(亿股)	3.77
12个月低/高(港元)	325.4/392.2
平均成交(百万港元)	1.62

股东结构 (截止 2024-6-30)

JP Morgan	5.6%
Blackrock	4.9%
Pollos Investment	3.1%
其他股东	86.4%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.95	-5.58	-8.19
绝对收益	12.79	-3.62	26.02

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	9,569.0	10,978.0	11,303.0	12,046.0	12,787.2	13,567.5
增长率(%)		14.72%	2.96%	6.57%	6.15%	6.10%
净利润(百万美元)	478.0	901.0	980.0	1,031.5	1,110.8	1,151.3
增长率(%)		88.49%	8.77%	5.26%	7.68%	3.65%
毛利率	70.36%	70.63%	70.03%	70.35%	70.50%	70.57%
净利润率(%)	5.00%	8.17%	8.63%	8.56%	8.69%	8.49%
每股收益(港元)	9.14	17.10	18.83	19.62	21.12	21.90
每股净资产(港元)	148.01	147.17	132.86	135.19	122.29	124.34
市盈率	41.90	22.39	20.33	19.51	18.12	17.48
市净率	2.59	2.60	2.88	2.83	3.13	3.08
净资产收益率(%)	6.34%	12.62%	14.47%	15.91%	17.84%	19.30%
股息收益率	0.96%	1.22%	1.22%	1.27%	1.36%	1.41%

数据来源：公司资料，国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1：盈利预测

百万美元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	9,569	10,978	11,303	12,046	12,787	13,568
KFC	7,219	8,240	8,509	9,048	9,531	10,067
YoY		14.1%	3.3%	6.3%	5.3%	5.6%
必胜客	1,960	2,246	2,260	2,399	2,623	2,833
YoY		14.6%	0.6%	6.1%	9.4%	8.0%
食品及包装物	-2,836	-3,224	-3,387	-3,572	-3,773	-3,993
占收入比例	-29.6%	-29.4%	-30.0%	-29.7%	-29.5%	-29.4%
薪资及雇员福利	-2,389	-2,725	-2,787	-2,901	-3,042	-3,246
占收入比例	-25.0%	-24.8%	-24.7%	-24.1%	-23.8%	-23.9%
物业租金及其他经营开支	-2,604	-2,752	-2,798	-2,927	-3,091	-3,273
占收入比例	-27.2%	-25.1%	-24.8%	-24.3%	-24.2%	-24.1%
餐厅层面利润	1,281	1,690	1,679	1,977	2,117	2,214
占收入比例	13.4%	15.4%	14.9%	16.4%	16.6%	16.3%
管理费用-一般及行政费用	-594	-638	-568	-609	-648	-689
占收入比例	-6.2%	-5.8%	-5.0%	-5.1%	-5.1%	-5.1%
其他开支	-423	-533	-602	-725	-806	-877
占收入比例	-4.4%	-4.9%	-5.3%	-6.0%	-6.3%	-6.5%
其他收益	-94	-	1	-	-	-
占收入比例	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	629	1,106	1,162	1,312	1,427	1,490
占收入比例	6.6%	10.1%	10.3%	10.9%	11.2%	11.0%
财务收入	84	169	129	96	90	81
占收入比例	0.9%	1.5%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%
投资收益	-26	-49	40	-	-	-
占收入比例	-0.3%	-0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前溢利	687	1,226	1,331	1,408	1,516	1,572
所得税	-207	-329	-356	-377	-406	-420
所得税率	30.1%	26.8%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%
净利润(含少数股东权益)	478	897	975	1,032	1,111	1,151
净利率	5.0%	8.2%	8.6%	8.6%	8.7%	8.5%
少数股东损益	36	74	69	83	89	92
净利润(不含少数股东权益)	442	823	906	949	1,022	1,059
EPS (港元)	9.14	17.10	18.83	19.62	21.12	21.90
市盈率(倍)	41.9	22.4	20.3	19.5	18.1	17.5

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股、A 股中规模较大的餐饮企业，2025 年预测 PE 的平均值在 13.8x。考虑到百胜中国的行业地位和未来增长潜力，以及当前板块普遍低估的状况，给予 25 年 PE 24x。2025 年预测 EPS 为 19.62 港元，对应股价测算 470.8 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 7%，我们在短期内给予 3% 的增速，长期给予 2% 的增速。合理市值为 1808 亿港元，对应股价 479.8 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 475.3 港元，较最新收盘价有 24% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿人民币)						P/E			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
海底捞	6862.HK	831	HKD	14.9	48.87	49.4	54.5	59.3	55.6	17.0	16.8	15.2	14.0
yoy				N/A	227%	1%	10%	9%					
九毛九	9922.HK	40	HKD	0.5	4.93	2.2	3.3	4.1	73.9	8.0	17.8	12.1	9.5
yoy				-86%	820%	-55%	47%	27%					
达势股份	1405.HK	105	HKD	-2.4	-0.29	0.4	1.3	2.6			246.3	83.2	40.2
yoy				N/A	N/A	N/A	196%	107%					
奈雪的茶	2150.HK	22	HKD	-5.1	0.14	-7.5	-0.4	1.6		153.3			13.4
yoy				N/A	N/A	N/A	N/A	N/A					
海伦司	9869.HK	27	HKD	-17.4	1.96	1.6	2.1	3.0		13.7	16.3	12.7	8.9
yoy				N/A	N/A	-16%	29%	43%					
呷哺呷哺	0520.HK	10	HKD	-3.8	-2.2	-4.5	-2.1	0.0					357.4
yoy				N/A	N/A	N/A	N/A	N/A					
大家乐集团	0341.HK	44	HKD	0.2	1.1	3.3	2.9	3.4	205.1	39.4	13.2	14.9	12.8
yoy				-94%	420%	199%	-12%	17%					
平均估值									111.5	46.3	16.0	13.8	69.3

注：时间截止 2025/2/7，预测值为 wind 一致预测
 资料来源：wind，国证国际研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS (港元)				
PE		15.89	17.66	19.62	21.58	23.74
	18x	286.0	317.8	353.1	388.4	427.3
	20x	317.8	353.1	392.4	431.6	474.8
	22x	349.6	388.4	431.6	474.8	522.2
	24x	381.4	423.7	470.8	517.9	569.7
	26x	413.2	459.1	510.1	561.1	617.2
	28x	444.9	494.4	549.3	604.2	664.7
	30x	476.7	529.7	588.5	647.4	712.1

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4：自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; 百万美元)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035
营业收入	9,853	9,569	10,978	11,303	12,046	12,787	13,568								
增长率%		-2.9%	14.7%	3.0%	6.6%	6.2%	6.1%								
EBIT	1,332	603	1,057	1,202	1,312	1,427	1,490								
增长率%		-54.7%	75.3%	13.7%	9.1%	8.8%	4.5%								
EBIT率%	13.5%	6.3%	9.6%	10.6%	10.9%	11.2%	11.0%								
有效税率%	26.5%	30.1%	26.8%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%								
EBIT x (1-有效税率)	979	421	773	881	961	1,045	1,092								
+ 折旧摊销及非现金损益	588	1,124	996	923	532	588	644								
+ 营运资金变动	-418	-168	-358	-454	81	83	96								
- 资本支出	-1,104	-702	-730	-705	-680	-680	-678								
自由现金流, FCF	45	675	681	645	894	1,036	1,143	1,178	1,213	1,249	1,287	1,325	1,365	1,406	1,448
增长率%		1403.9%	0.9%	-5.4%	38.7%	15.9%	10.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
折现年份					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
折现因子					0.9346	0.8734	0.8163	0.7629	0.7130	0.6663	0.6227	0.5820	0.5439	0.5083	0.4751
FCF现值					835	905	933	898	865	832	801	771	743	715	688
FY2025-35 FCF现值总额															
永续期价值现值				8,987											
企业价值				23,025											
加: 净现金				956											
减: 少数股东权益				-769											
DCF估值(百万美元)				180,819											
假设:															
WACC				7.0%											
短期增长率				3.0%											
永续增长率				2.0%											

资料来源: 公司年报, 国证国际研究预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、发生严重的食品安全问题。

附表：财务报表预测
资产负债表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	1,128	723	1,083	450	601
贸易应收款项	68	79	78	83	88
预付及其他应收款项	339	366	390	414	439
存货	424	405	437	462	489
短期理财	1,472	1,121	-	-	-
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动资产总额	3,431	2,694	1,989	1,409	1,617
物业、厂房及设备	2,310	2,407	3,361	3,454	3,489
使用权资产	2,217	2,146	2,146	2,146	2,146
无形资产	150	144	144	144	144
商誉	1,932	1,880	1,880	1,880	1,880
于联营及合营企业投资	332	368	368	368	368
长期银行存款	1,265	1,088	1,088	1,088	1,088
递延税项资产	129	138	138	138	138
其他非流动资产	265	256	256	256	256
非流动资产总额	8,600	8,427	9,381	9,474	9,509
总资产	12,031	11,121	11,370	10,883	11,126
贸易应付款项	2,164	2,080	2,217	2,353	2,497
短期有息债务	168	127	127	127	127
应付即期税项	90	76	76	76	76
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债总额	2,422	2,283	2,420	2,556	2,700
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	1,943	1,865	1,865	1,865	1,865
递延税负债	390	389	389	389	389
其他非流动负债	157	157	157	157	157
非流动负债总额	2,490	2,411	2,411	2,411	2,411
总负债	4,912	4,694	4,831	4,967	5,111
股本及资本溢价	4,324	4,032	2,532	1,032	232
留存收益	2,310	2,089	2,813	3,601	4,407
其他	422	413	413	413	413
少数股东权益	701	686	769	857	949
总股东权益	7,119	6,427	6,540	5,916	6,015

现金流量表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,473	1,419	1,645	1,782	1,881
营运资本变动	-358	-454	81	83	86
折旧及摊销	453	476	532	588	644
非现金开支/损益	543	447	-	-	-
其他	-66	-30	-	-	-
经营性现金净净额	1,473	1,419	1,645	1,782	1,881
资本开支	-730	-705	-680	-680	-678
其他	-13	527	1,121	-	-
投资性现金净净额	-743	-178	441	-680	-678
新发股份	32	-	-	-	-
支付股息	-293	-328	-225	-234	-252
新增债务	164	-39	-	-	-
利息支出	-613	-1,249	-1,500	-1,500	-800
其他	-6	-20	-	-	-
筹资性现金净净额	-716	-1,636	-1,725	-1,734	-1,052
现金净变动	14	-395	360	-633	151
现金期初余额	1,130	1,128	723	1,083	450
现金期末余额	1,128	723	1,083	450	601

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

利润表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,978	11,303	12,046	12,787	13,568
食品及包装物	-3,224	-3,387	-3,572	-3,773	-3,993
薪资及雇员福利	-2,725	-2,787	-2,901	-3,042	-3,246
物业租金及其他经营开支	-2,752	-2,798	-2,927	-3,091	-3,273
管理费用-一般及行政费用	-638	-568	-609	-648	-689
其他开支	-533	-602	-725	-806	-877
其他收益	-	1	-	-	-
营业利润	1,106	1,162	1,312	1,427	1,490
财务收入	169	129	96	90	81
投资收益	-49	40	-	-	-
除税前利润	1,226	1,331	1,408	1,516	1,572
所得税	-329	-356	-377	-406	-420
净利润	897	975	1,032	1,111	1,151
归属母公司净利润	823	906	949	1,022	1,059
EPS (港元)	17	19	20	21	22
EBITDA	1,510	1,678	1,844	2,015	2,134

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		3.0%	6.6%	6.2%	6.1%
除税前利润增长率 (%)		8.6%	5.8%	7.7%	3.7%
净利润增长率 (%)		8.7%	5.8%	7.7%	3.7%
盈利能力:					
毛利率 (%)	70.6%	70.0%	70.3%	70.5%	70.6%
净利率 (%)	8.2%	8.6%	8.6%	8.7%	8.5%
ROE (%)	12.6%	14.5%	15.9%	17.8%	19.3%

偿债能力:

资产负债率 (%)	40.8%	42.2%	42.5%	45.6%	45.9%
流动比率 (x)	1.42	1.18	0.82	0.55	0.60
利息覆盖倍数 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
股息支付率 (%)	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%

营运能力

存货周转天数	48	45	45	45	45
应收账款周转天数	2	2	2	2	2

每股资料

EPS (港元)	17	19	20	21	22
BPS (港元)	147	133	135	122	124
每股经营现金 (港元)	30	29	34	37	39

估值比率

PE	22.4	20.3	19.5	18.1	17.5
PB	2.6	2.9	2.8	3.1	3.1

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国证国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010