

百胜中国 (09987.HK)

Q4 同店销售增速环比改善，2025 门店数稳步扩张

事件: 2月6日，公司发布2024Q4及全年财务业绩公告，2024年公司实现收入113.03亿美元/同比+3%，归母净利润9.11亿美元/同比+10%，核心经营利润11.9亿美元/同比+12%。其中，2024Q4单季度实现收入25.95亿美元/同比+4%，归母净利润1.15亿美元/同比+18%，核心经营利润1.50亿美元/同比+35%。

门店快速扩张，带动系统销售额同比增长。 1) 门店扩张: 截止2024年底，公司门店总数达到16395家，其中，肯德基/必胜客门店分别为11648/3724家。2024年/2024Q4，公司净新增1751/534家门店，其中，肯德基净新增1352/365家，包含402/136家加盟店(占比29.7%/37.3%)，必胜客净新增412/118家，包含42/21家加盟店(占比10.2%/17.8%)。2) 系统销售额同比增长: 不计及外币换算影响，2024年/2024Q4公司系统销售额同比+5%/+4%，主要得益于7%/5%的净新增门店贡献。

同店销售环比改善，餐厅利润率显著提升。 1) 同店销售: 公司整体/肯德基/必胜客的同店销售额在2024Q1分别同比-3%/-2%/-5%，2024Q2分别同比-4%/-3%/-8%，2024Q3分别同比-3%/-2%/-6%，2024Q4分别同比-1%/-1%/-2%，自2024Q2起持续环比改善。同店销售的同比下滑主要系客单价下降，2024Q4同店销售额达到上年同期的99%，同店交易量同比+4%，连续第8个季度增长，其中，肯德基/必胜客同店交易量分别同比+3%/+9%，平均客单价分别同比-4%/-10%至38/78元(2019Q4分别为37/108元)。2) 餐厅利润率: 2024Q4，餐厅利润率为12.3%/同比+1.6pct。肯德基方面，餐厅利润率为13.3%/同比+1.3pct，其中，食品及包装物/薪金及雇员福利/物业租金及其他经营开支占比分别为31.8%/27.7%/27.2%，同比-0.7/-0.5/-0.1pct; 必胜客方面，餐厅利润率为9.3%/同比+2.0pct，其中，食品及包装物/薪金及雇员福利/物业租金及其他经营开支占比分别为32.2%/29.8%/28.7%，同比+0.2/-1.9/-0.3pct。餐厅利润率的显著提升或系Fresh Eye和Red Eye项目为运营赋能，提升餐厅、共享服务中心、供应链的效率、灵活性和竞争力。

外卖销售、数字订单收入同比增长，会员数持续增加。 1) 外卖销售: 2024Q4，公司外卖销售同比+14%，外卖占肯德基和必胜客餐厅收入42%(2024Q3为40%); 2024全年，外卖销售同比+14%，肯德基/必胜客外卖销售占比分别为40%/39%，同比+4/+2pct。2) 数字订单: 2024年，数字订单收入达到96亿美元，占公司餐厅收入的90%/同比+1pct。3) 会员数: 2024年，肯德基及必胜客的会员数合计超过5.25亿(2023年超4.70亿)，会员销售约占肯德基和必胜客系统销售额的65%/同比持平。

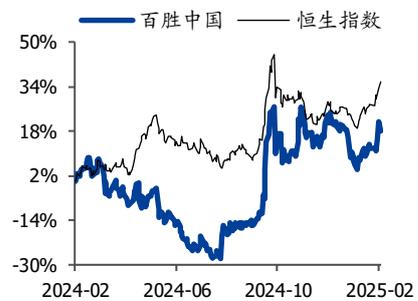
菜单、模式持续创新，股东回馈维持高位，净增门店数有望提升。 1) 持续创新: 2024Q4，必胜客推出新菜单，上新40款SKU，在保护利润率的同时，多款经典商品降价，蛋挞、饮品等实现9元起步价; 截至2024年底，新商业模式的肯悦咖啡/必胜客WOW门店已达到约700/200+家店。2) 股东回馈: 公司计划在2024年已回馈15亿美元基础上，2025-2026年向股东继续回馈30亿美元。其中，2024年度每股现金股息同比+50%至0.24美元，2025H1计划在美国及香港进行总计约3.6亿美元的股票回购。3) 门店数: 公司计划2025年净新增1600-1800家门店(2024年目标为1500-1700家)，其中，预计未来几年肯德基和必胜客净新增门店中加盟店比例将分别逐渐增加至40%-50%/20%-30%; 2025年资本支出约

买入 (维持)

股票信息

行业	酒店餐饮
前次评级	买入
02月10日收盘价(港元)	372.40
总市值(百万港元)	140,297.47
总股本(百万股)	376.74
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	0.42

股价走势



作者

分析师 杜玥莹
执业证书编号: S0680520080008
邮箱: duyueying@gszq.com

研究助理 陈天明
执业证书编号: S0680123110020
邮箱: chentianming@gszq.com

相关研究

- 《百胜中国 (09987.HK): Q3 业绩超预期，三年股东回馈提高至45亿美元》 2024-11-15
- 《百胜中国 (09987.HK): 2024Q2 门店持续扩张，收入利润创季度新高》 2024-08-11
- 《百胜中国 (09987.HK): 穿越周期，龙头恒强，空间仍广》 2023-07-11

在 7-8 亿美元（2024 年目标为 7-8.5 亿美元）。

投资建议：公司作为国内餐饮行业龙头，立足于优质产品，持续创新商业模式，优化菜单、流程，吸引更多客群；多年来积累品牌实力，持续加大对数字化、供应链、门店店型等方面的投入和创新，积累会员，降本增效。长期来看，公司业绩具有韧性，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 118.20/126.55/136.39 亿美元，归母净利润分别为 9.37/10.15/11.14 亿美元，当前股价对应 PE 分别为 19.2x/17.7x/16.2x，维持“买入”评级。

风险提示：1) 门店扩张不及预期；2) 同店销售不及预期；3) 食品安全问题。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	10,978	11,303	11,820	12,655	13,639
增长率 yoy (%)	14.7	3.0	4.6	7.1	7.8
归母净利润（百万美元）	827	911	937	1,015	1,114
增长率 yoy (%)	87.1	10.2	2.8	8.4	9.7
EPS 最新摊薄（美元/股）	2.20	2.42	2.49	2.69	2.96
净资产收益率 (%)	12.7	15.2	13.8	13.3	12.9
P/E (倍)	21.8	19.8	19.2	17.7	16.2
P/B (倍)	2.8	3.1	2.8	2.4	2.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 02 月 10 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3431	2694	4058	5061	6552
现金	1128	723	2043	3026	4461
应收票据及应收账款	68	79	75	90	88
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	424	405	453	458	516
其他流动资产	1811	1487	1487	1487	1487
非流动资产	8600	8427	8156	8138	7986
长期投资	332	368	404	440	476
固定资产	2310	2407	2214	2161	2087
无形资产	2367	2290	2176	2176	2061
其他非流动资产	3591	3362	3362	3362	3362
资产总计	12031	11121	12214	13199	14537
流动负债	2422	2283	2514	2553	2839
短期借款	168	127	127	127	127
应付票据及应付账款	2164	2080	2312	2350	2637
其他流动负债	90	76	75	76	75
非流动负债	2490	2411	2411	2411	2411
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2490	2411	2411	2411	2411
负债合计	4912	4694	4925	4964	5250
少数股东权益	714	699	770	847	931
股本	4	4	4	4	4
资本公积	4320	4028	4028	4028	4028
留存收益	2310	2089	3096	4188	5386
归属母公司股东权益	6405	5728	6519	7388	8356
负债和股东权益	12031	11121	12214	13199	14537

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1473	1419	1316	1282	1649
净利润	901	980	1008	1092	1199
折旧摊销	453	0	365	384	405
财务费用	-169	-129	-99	-69	-39
投资损失	45	-45	0	0	0
营运资金变动	59	-117	188	19	229
其他经营现金流	184	730	-145	-145	-145
投资活动现金流	-743	-178	-1974	-367	-252
资本支出	730	-31	-307	-53	-189
长期投资	-18	-36	-36	-36	-36
其他投资现金流	-31	-245	-2317	-456	-477
筹资活动现金流	-716	-282	98	68	38
短期借款	168	-41	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-70	-292	0	0	0
其他筹资现金流	-814	51	98	68	38
现金净增加额	-2	959	1320	983	1435

利润表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10978	11303	11820	12655	13639
营业成本	8701	8972	9285	9857	10543
营业税金及附加	36	37	49	62	77
营业费用	356	404	453	504	558
管理费用	638	568	571	604	634
研发费用	112	122	150	171	197
财务费用	-169	-129	-99	-69	-39
资产减值损失	29	39	41	42	43
其他收益	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-45	45	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1230	1336	1371	1484	1626
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1230	1336	1371	1484	1626
所得税	329	356	363	392	428
净利润	901	980	1008	1092	1199
少数股东损益	74	69	71	77	84
归属母公司净利润	827	911	937	1015	1114
EBITDA	1216	1317	1702	1800	1927
EPS (美元)	2.20	2.42	2.49	2.69	2.96

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	14.7	3.0	4.6	7.1	7.8
营业利润(%)	79.6	8.6	2.6	8.2	9.6
归属于母公司净利润(%)	87.1	10.2	2.8	8.4	9.7
获利能力					
毛利率(%)	20.7	20.6	21.4	22.1	22.7
净利率(%)	7.5	8.1	7.9	8.0	8.8
ROE(%)	12.7	15.2	13.8	13.3	12.9
ROIC(%)	10.3	12.3	11.3	10.9	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	42.2	40.3	37.6	36.1
净负债比率(%)	16.0	22.2	1.4	-10.7	-24.9
流动比率	1.4	1.2	1.6	2.0	2.3
速动比率	1.1	0.8	1.3	1.7	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	166.3	153.8	153.8	153.8	153.8
应付账款周转率	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	2.20	2.42	2.49	2.69	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	3.91	3.77	3.49	3.40	4.38
每股净资产(最新摊薄)	17.00	15.20	17.30	19.61	22.18
估值比率					
P/E	21.8	19.8	19.2	17.7	16.2
P/B	2.8	3.1	2.8	2.4	2.2
EV/EBITDA	0.5	0.9	0.0	-0.5	-1.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 02 月 10 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com