

2025 年 02 月 17 日

投资评级：增持（首次）

证券分析师

朱芸
SAC: S1350524070001
zhuyun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 14 日

收盘价（港元）	372.60
一年内最高/最低（港元）	406.40/225.20
总市值（百万港元）	140,399.73
流通市值（百万港元）	140,399.73
资产负债率（%）	42.21

资料来源：聚源数据

百胜中国 (09987. HK)

——经营稳健回报可观 低线拓店成就两万店征程

投资要点：

- **国内西式快餐龙头之一，穿越周期逆风步入万店时代。**作为首批进入中国市场的西式快餐品牌，百胜中国旗下子品牌肯德基、必胜客等经历三十年中华大地沉淀，发展壮大为国内西式快餐龙头品牌。截至 2024 年年底，百胜中国在全国范围内拥有门店 16395 家，按照公司 2024 年第三季度业绩会简报，2026 年公司门店将达到 20000 家。肯德基和必胜客作为两大王牌是公司主要营收来源，2024 年公司总营收 113.03 亿美元，肯德基和必胜客营业收入占公司总营收的 95%。
- **经营性现金流保持稳健，股东回报持续增强。**根据 2024 年第四季度业绩简报，公司 2025 年资本支出预计将介于 7.0 亿至 8.0 亿美元之间，凭借强劲的现金流和财务灵活性，公司在满足资本支出需求的同时，持续为股东提供丰厚回报。2024 年，公司进行 12.4 亿美元回购并派发 2.5 亿美元分红，完成约 15 亿美元的回报计划。同时，公司在第三季度业绩会中上调 2024-2026 年的股东回报目标至 45 亿美元，其中 2025 年和 2026 年合计回报 30 亿美元，彰显对未来发展的信心。
- **肯德基：连锁化业态天然适合下沉市场扩张，跟竞争对手相比具更强投资吸引力。**通信基础设施建设完善及人口向低线城市迁回的趋势下，低线城市商业活力前景较明朗，连锁化品牌可复制性和高效率成为低线城市扩张之道。营销为式，营销投放加大进一步影响低线城市消费人群对龙头品牌认知。加盟为术，下沉市场低加盟费用颇具投资吸引力，与其他低线连锁品牌相比，肯德基店态模型更健康。据测算，到 2025 年肯德基小店店态仍可拓店 4479 家。
- **必胜客：多店态模式提升业绩表现，WOW 店表现奠定轻量化基础。**必胜客店面升级改造覆盖高端、外卖、一人食需求，主打性价比的“WOW”店由存量门店转型而来，该店型自 2024 年 5 月推出，门店数量于 2024 年 11 月达到 150 家，全国范围内覆盖 10 个省份。当前随着消费降级、平替经济的发展，WOW 店通过降低菜品价格、控制菜品数量、增加“一人食”场景降低店面运营成本，尽量保留菜品丰富度的同时将服务轻量化，有望成为必胜客穿越周期的立足点。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 9.60/10.56 亿美元，同比增速分别为 5.3%/10.1%，当前股价对应的 PE 分别为 18/16 倍。我们选取海底捞、九毛九、麦当劳、达美乐比萨、YUM BRANDS 为可比公司，2025-2026 年可比公司平均 PE 分别为 21/19 倍，公司 PE 低于可比公司 PE 平均值。鉴于公司处于下沉市场扩张期，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示。宏观消费恢复不及预期；快餐行业竞争加剧；同店增长不及预期；门店数量测算存在偏差。

盈利预测与估值（美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	10978.00	11303.00	11989.63	13013.37	13795.22
同比增长率（%）	14.7%	3.0%	6.1%	8.5%	6.0%
归母净利润（百万美元）	827.00	911.00	959.51	1056.42	1151.97
同比增长率（%）	87.1%	10.2%	5.3%	10.1%	9.0%
每股收益（元/股）	1.99	2.34	2.64	3.02	3.30
ROE（%）	12.9%	15.9%	17.4%	19.6%	18.7%
市盈率（P/E）	21.43	20.53	18.15	15.81	14.50

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 9.60/10.56 亿美元，同比增速分别为 5.3%/10.1%，当前股价对应的 PE 分别为 18/16 倍。我们选取海底捞、九毛九、麦当劳、达美乐比萨、YUM BRANDS 为可比公司，2025-2026 年可比公司平均 PE 分别为 21/19 倍，公司 PE 低于可比公司 PE 平均值。鉴于公司处于下沉市场扩张期，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司当前业务收入情况和后续开店规划，我们假设：

收入端：

肯德基：我们预计 2025-2027 年肯德基形成业务收入分别为 91.49/99.55/106.10 亿美元，同比+8%/+9%/+7%。

必胜客：我们预计 2025-2027 年必胜客形成业务收入分别为 24.29/26.53/27.98 亿美元，同比+7%/+9%/+5%。

其他：包括塔可钟、Lavazza、小肥羊、黄记煌等品牌以及外送、新零售等业务收入和企业未分配收入，我们预计 2025-2027 年其他部分形成业务收入分别为 4.12/4.06/3.87 亿美元，同比-23%/-1%/-5%。

综上，我们预计 2025-2027 年公司收入同比增速分别为+6%/+9%/+6%，对应总收入为 119.9/130.1/138.0 亿美元。

成本端：我们预计公司食品及包装成本围绕 31%上下波动，薪金及雇员福利成本和物业租金及其他经营开支保持相对平稳。

费用端：随着门店规模扩大及管理效率改善，我们预计 25-27 年公司总体管理费用率分别为 4.8%/4.7%/4.7%。

投资逻辑要点

立足当下，我们认为公司通过下沉策略抢夺市场份额，在头部品牌中抢先一个身位，该策略无论从覆盖率还是渗透率层面均有望支撑公司未来业绩。围绕公司基本面、下沉市场机会、竞争格局方面分析，我们认为，门店扩张+品牌实力有望为公司累计规模效应，公司两万达计划或将聚焦低线城市，完成新一轮跃升。

核心风险提示

宏观消费恢复不及预期；快餐行业竞争加剧；同店增长不及预期；门店数量测算存在偏差。

内容目录

1. 公司概况：起源西方、深耕东方的多品牌快餐龙头	6
1.1. 发展历程：乘城市化东风成为西式快餐行业领头羊	6
1.2. 公司治理：股权市场化充分 高管激励助推运营目标达成	7
1.3. 财务状况：经营性现金流保持稳健，股东回报持续增强	8
1.4. 股价复盘：走势锚定 KFC SSS	10
2. 西式快餐行业“危与机”	11
2.1. 西式快餐行业概述	11
2.1.1. 行业特征：高连锁化率、高规模化程度、高市场集中	11
2.1.2. 消费习惯：频率高、用户偏爱新口味&体验	12
2.1.3. 下沉市场：兵家必争之地，仍有连锁化空间	13
2.2. 汉堡赛道：快餐顶流、产品同质——麦肯华塔如何突出重围？	15
2.3. 比萨赛道：下沉困难，异军突起——达美乐和必胜客如何差异化竞争？	17
3. 百胜中国何以行深致远？	19
3.1. 肯“下”功夫	19
3.1.1. 加盟模式进化：依靠加盟商锁定优质区位资源	19
3.1.2. 下沉市场演变：轻量运营，空间广阔	20
3.2. “必”达使命	22
4. 盈利预测与评级	23
4.1. 收入与成本费用预测	23
4.2. 盈利预测与评级	24
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1： 公司发展历程	6
图表 2： 百胜中国旗下品牌概览	7
图表 3： 公司大股东主要为投资机构	7
图表 4： 高管激励与经营表现强挂钩	8
图表 5： 2022 年后规模扩张助力公司营收重回增长趋势	8
图表 6： 2024 肯德基和必胜客营收占总营收 75%与 20%	8
图表 7： 肯德基餐厅利润率相对稳健，必胜客餐厅利润率仍具提升空间	9
图表 8： 多措并举下各项费率均实现优化	9
图表 9： 2024 年归母净利润同比增长 10%	9
图表 10： 经营现金流稳健覆盖资本支出	10
图表 11： 股东回报自 2020 年后整体持续增强	10
图表 12： 百胜中国股价复盘，与肯德基同店增长强相关	10
图表 13： 西式快餐门店数量在小吃快餐赛道中排名第 4	11
图表 14： 2025 年全国西式快餐市场规模将达到 3300 亿元	11
图表 15： 华莱士、肯德基是西式快餐唯二“万店”品牌	12
图表 16： 2024M1-M11 塔斯汀、华莱士新开门店数居前	12
图表 17： 2.6%西式快餐品牌拥有超 500 家门店	12
图表 18： 消费降级下西式快餐下沉策略更易收获用户心智	12
图表 19： 2024 年部分西式快餐品牌的产品结构情况	13
图表 20： 三线及以下城市商业活力更具韧性	14
图表 21： 三线以下城市各业态门店生命周期更长	14
图表 22： 2021-2023 不同线城市人口净流入迁移指数	14
图表 23： 2024 春节后更多人选择留在家乡寻找发展机会	14
图表 24： 通信基础设施完善打破各线市场消费信息壁垒	14
图表 25： 西式快餐品牌社媒竞争格局	14
图表 26： 低线城市仍有连锁化空间	15
图表 27： 西式快餐在快餐业态内为顶流	16
图表 28： 汉堡乃快餐顶流中的顶流	16
图表 29： 香辣鸡腿堡是大部分汉堡品牌推荐数 Top10 产品	16

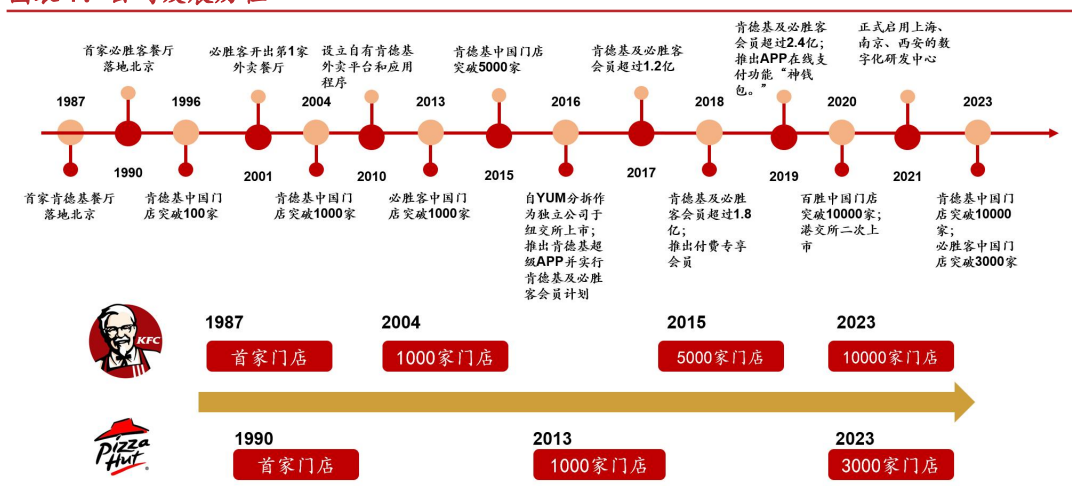
图表 30: 头部汉堡品牌门店分布情况 (按城市层级)	17
图表 31: 肯德基平均税前现金回收期为 2 年	17
图表 32: 2019-2025 全国比萨品类市场规模和市场集中度情况	18
图表 33: 比萨赛道主要分为快餐与休闲简餐两种消费场景, 尊宝&必胜客两超多强	18
图表 34: 肯德基门店的 4 种店态增强布局灵活性	19
图表 35: 对比肯德基及其 3km 之内的竞品门店, 肯德基店效/坪效均保持优越	20
图表 36: 24Q3 肯德基各线城市单店收入均优于竞对	20
图表 37: 塔斯汀门店与肯德基选址重合度较高	21
图表 38: 连锁化模式加速门店拓展, 天然具备下沉优势	21
图表 39: 肯德基拓店空间测算	22
图表 40: 必胜客多店态攻守兼备	22
图表 41: 灵活店态提升高线城市覆盖密度	22
图表 42: FY2005-FY2024 萨莉亚门店数翻倍	23
图表 43: 必胜客 WOW 店菜单简洁化	23
图表 44: 百胜中国: 公司收入预测	23
图表 45: 可比公司估值表	24

1. 公司概况：起源西方、深耕东方的多品牌快餐龙头

1.1. 发展历程：乘城市化东风成为西式快餐行业领头羊

老牌西餐品牌乘城市化东风成为国内西式快餐行业领头羊。百胜中国（NYSE:YUMC，HKEX:9987）脱胎于 Yum Brands，前身为百胜餐饮（YUM.N）中国事业部，负责肯德基及必胜客在中国的业务板块，在中国市场拥有肯德基、必胜客和塔可钟三个品牌的独家运营和授权经营权，并完全拥有小肥羊、黄记煌的连锁餐厅品牌和 Lavazza 咖啡店，品牌兼具西餐和中餐属性。1987 年，公司于北京开出第一家肯德基餐厅，成为首个进入中国市场的外资餐饮品牌。1990 年，国内第一家必胜客餐厅也在北京开业，肯德基和必胜客成为新世纪率先抢占消费者心智的西餐品牌。2016 年，公司自百胜餐饮分拆并在纽交所上市，2020 年在港交所上市。截至 2024 年末，公司拥有 16395 家门店，其中，肯德基中国门店达 11648 家，覆盖国内超 2200 个城镇，必胜客中国门店达 3724 家，覆盖国内超 800 个城镇。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

品牌矩阵中西结合，直营加盟兼而有之。百胜中国旗下主要包括肯德基、必胜客、塔可钟、小肥羊、黄记煌、Lavazza6 个子品牌，肯德基、必胜客和塔可钟都是百胜餐饮集团的旗下品牌，肯德基和必胜客在 2016 年之前由百胜餐饮中国事业部负责运营。2016 年，百胜中国分拆上市后，与百胜餐饮集团签订了为期 50 年（并具备无限续期权利）的主特许经营协议，从而获得了在中国大陆地区的独家经营权。小肥羊和黄记煌分别于 2012 年、2020 年进入公司品牌矩阵，2020 年公司通过成立合资公司持有 Lavazza 65% 的股权。截至 2024 年年末，公司拥有肯德基、必胜客、塔可钟、小肥羊、黄记煌、Lavazza 门店数分别为 11648 家、3724 家、42 家、183 家、686 家、112 家，其中小肥羊和黄记煌主要为加盟模式，剩余品牌门店多数为直营门店。

图表 2：百胜中国旗下品牌概览

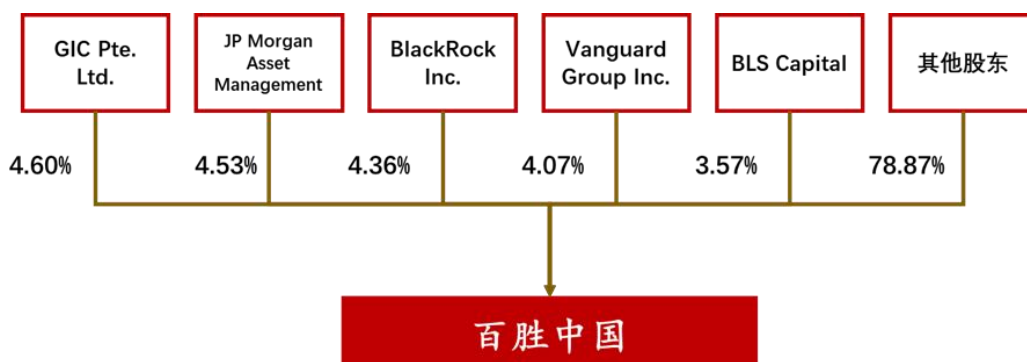
	肯德基	必胜客	塔可钟	小肥羊	黄记煌	Lavazza
						
成立时间	1939 年创立 1987 年进入国内	1958 年创立 1990 年进入国内	1962 年创立 2016 年进入国内	1999 年	2004 年	1895 年创立 2020 年进入国内
餐饮分类	西式快餐	休闲餐饮	西式快餐	中餐	中餐	咖啡
主要产品	汉堡、炸鸡	披萨	塔可	火锅	焖锅	咖啡
经营模式	直营为主	直营为主	全直营	加盟为主	加盟为主	全直营
覆盖城市（个）	364	327	7	59	193	13
门店数量	11648	3724	42	183	686	112
客单价（元）	31	60	33	75	69	30

资料来源：公司公告，窄门餐眼，公司官网，华源证券研究所。注：门店数量截至 2024 年 12 月，覆盖城市及客单价数据来自窄门餐眼，数据截至 2025 年 1 月。

1.2. 公司治理：股权市场化充分 高管激励助推运营目标达成

公司大股东主要为投资机构，股权市场化充分。具体来看，公司前五大股东 GIC Private Limited、JP Morgan、BlackRock、Vanguard 与 BLS Capital 分别持有公司 4.60%/4.53%/4.36%/4.07%/3.57% 的股份，均为专业财务投资机构，股权结构清晰且充分市场化。

图表 3：公司大股东主要为投资机构



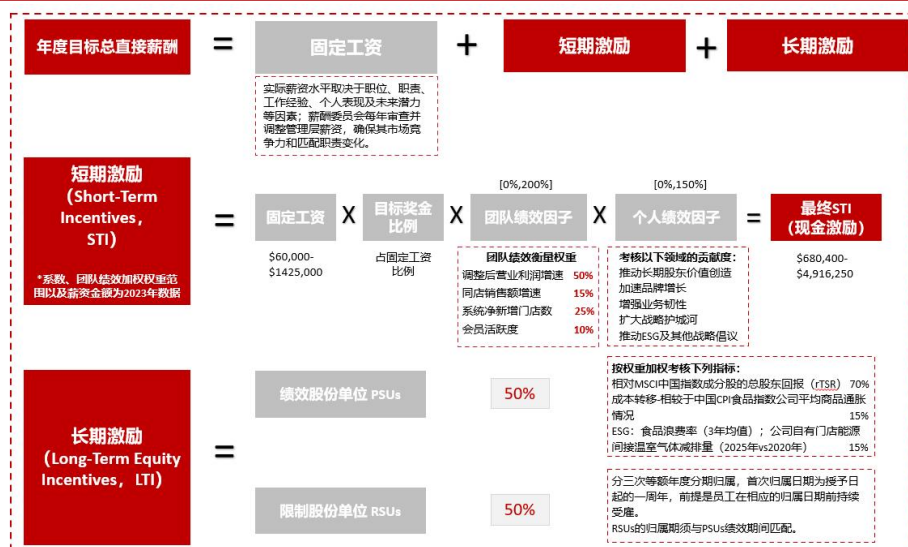
资料来源：Capital IQ，华源证券研究所。注：数据截至 2025 年 1 月 28 日。

高管团队随公司中国化发展而来，职业经理人“智囊团”成为公司软实力。百胜中国主要由职业经理人进行管理，公司历任 CEO 如苏敬轼、Micky Pant、屈翠容等均在国际快消行业有多年沉淀。1989 年，苏敬轼以肯德基公司北太平洋地区市场企划总监的身份来到中国大陆时，全国仅有 4 家肯德基餐厅。作为百胜在中国地区的拓荒者，苏敬轼提出“立足中国、融入生活”的本土化发展战略，让肯德基全面融入国人饮食和生活中，这一战略也成为肯德基在中国战胜麦当劳的关键原因。

高管激励挂钩核心业绩指标，成为公司增长底层驱动力。百胜中国高管的年薪结构包含固定薪资、短期激励和长期激励三大板块，薪资制度设计既最大程度吸纳人才又保证公司股东回报稳健。在高管薪酬中，固定薪资占总收入比重相对较低，旨在强化绩效导向。2023 年，CEO 屈翠容和其他 NEO 各自固定薪酬不超过其总薪酬的 25%。短期激励由团队绩效及个人绩效因子计算，团队绩效重点考量经营维度指标，个人绩效关注股东价值和品牌价值等方面

表现。长期激励分为绩效股份单位(PSUs)和限制股份单位(RSUs)，PSUs 与股价、产品价格和 ESG 表现相关联。

图表 4：高管激励与经营表现强挂钩

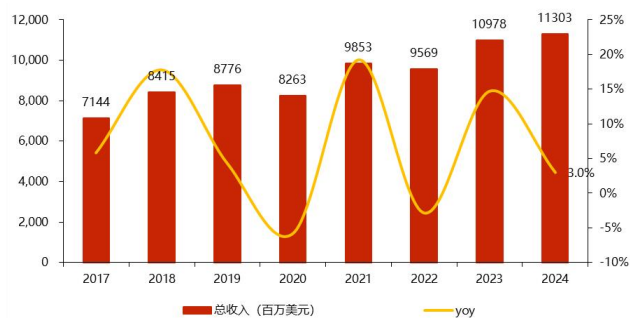


资料来源：EDGAR，公司公告，华源证券研究所。注：固定工资、最终 STI 为 2023 年公司披露 CEO 及其他 NEO 的薪资数据，个人绩效因子系数范围、团队绩效因子系数范围及指标权重为 2023 年数据，PSUs 指标考察区间为 2023-2025 年。

1.3. 财务状况：经营性现金流保持稳健，股东回报持续增强

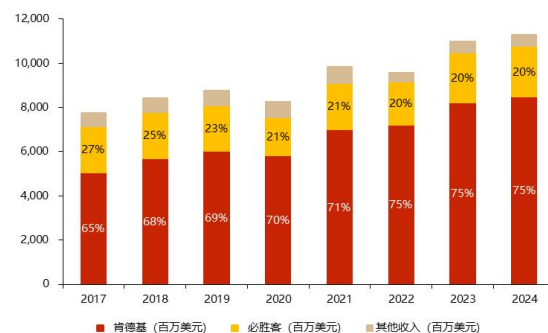
规模扩张助营收稳增长，高基数下同店显韧性。进入 2024 年，受价格竞争加剧及 2023 年高基数效应影响，2024 年度公司全年实现营收 113.03 亿美元，同比增长 3%。其中，肯德基与必胜客分别实现收入 85.09 亿美元与 22.60 亿美元，**占总营收 75%与 20%**。肯德基在 2017-2024 年间展现出相对稳健的餐厅利润率，而必胜客则通过一系列成本控制与效率提升措施，以及对门店模型的战略调整，实现了餐厅利润率的优化。

图表 5：2022 年后规模扩张助力公司营收重回增长趋势



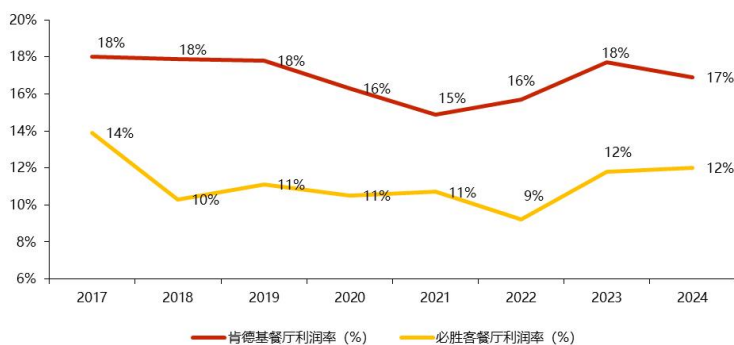
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 6：2024 肯德基和必胜客营收占总营收 75%与 20%



资料来源：iFind，华源证券研究所

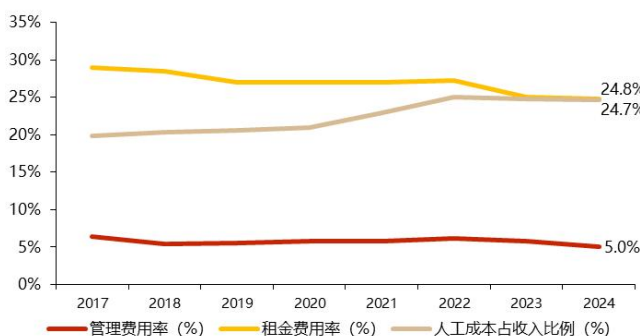
图表 7：肯德基餐厅利润率相对稳健，必胜客餐厅利润率仍具提升空间



资料来源：公司公告，华源证券研究所

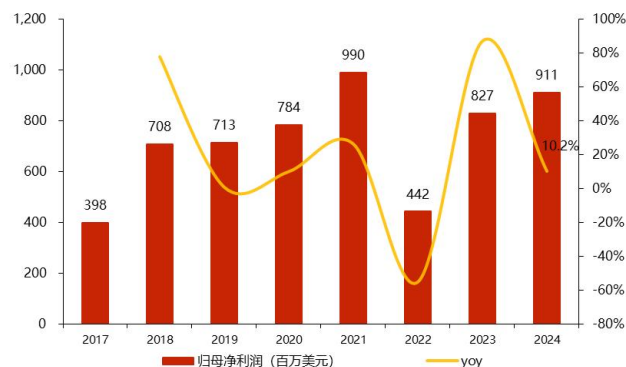
多措并举优化成本，归母净利润实现正增。2024 年，公司在成本控制方面取得了显著成效，管理费用率、租金费率相较于 2023 年同期均有不同程度的优化。具体而言：得益于运营效率提升以及基于绩效的薪酬减少等因素，2024 年管理费用同比下降约 11%；租金成本上，公司通过与商业地产商建立战略合作关系、推广小型店铺布局等方式降低租金成本；在餐厅经营上，公司运用数字化技术协助店长管理，一位经理可同时负责多家店面的管理。得益于收入的稳定增长以及成本的有效控制，2024 年，公司归母净利润达到 9.11 亿美元，同比增长 10%。

图表 8：多措并举下各项费率均实现优化



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 9：2024 年归母净利润同比增长 10%

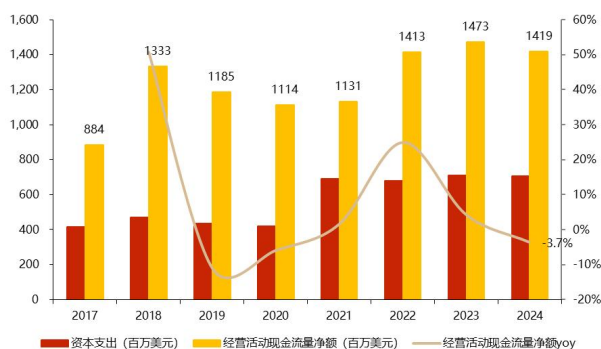


资料来源：iFind，华源证券研究所

经营性现金流保持稳健，股东回报持续增强。自 2018 年起，公司经营现金流稳定在 11 亿美元以上，至 2022 年和 2023 年分别增至 14.1 亿/14.7 亿美元，同比增长 24.9%/4.2%；2024 年公司实现经营活动现金流净额 14.2 亿美元，截至 2024 年年末净现金约为 28 亿美元。

凭借强劲的现金流和财务灵活性，公司在满足资本支出需求的同时，持续为股东提供丰厚回报。根据 2024 年第三季度业绩交流会信息，公司上调 2024-2026 年的股东回报目标至 45 亿美元，其中 2025 年和 2026 年合计回报 30 亿美元，体现了对未来发展的信心。2024 年全年，公司进行 12.4 亿美元回购并派发 2.5 亿美元分红，实现约 15 亿美元的回报计划。

图表 10：经营现金流稳健覆盖资本支出



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 11：股东回报自 2020 年后整体持续增强

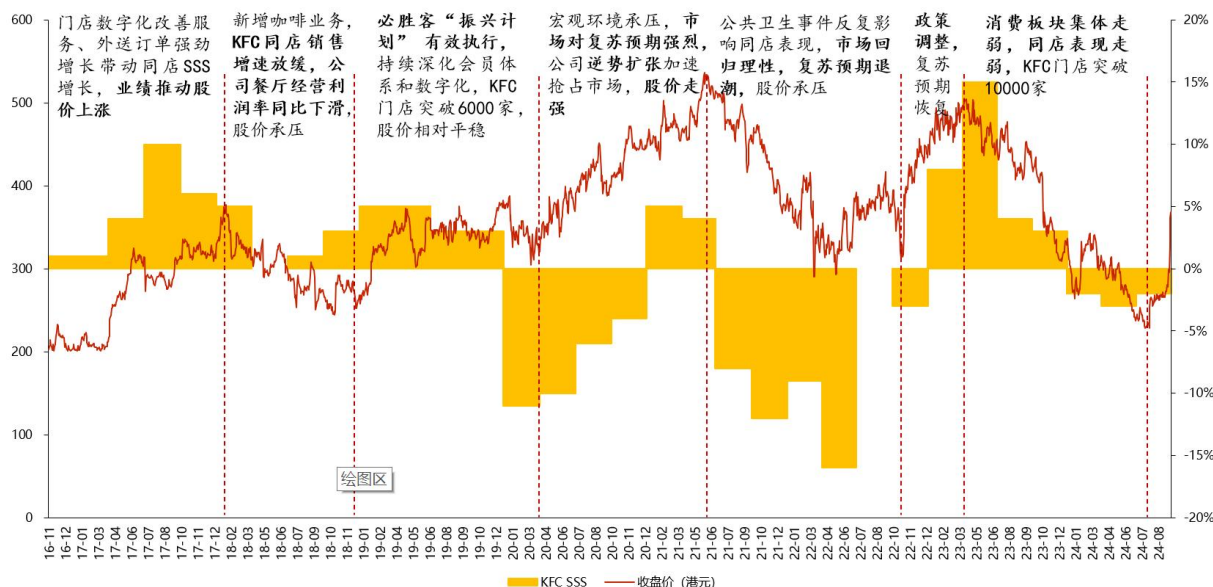


资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：股东回报包括股息和股票回购，股票回购金额不包括 1% 的消费税和佣金

1.4. 股价复盘：走势锚定 KFC SSS

估值深度绑定公司同店销售增长速度（Same-Store Sales, SSS），尤其是肯德基同店增长。通过回顾 2016 年公司自美国上市后的股价走势可以看出，公司个体层面的销售表现和行业层面的领先地位共同对估值形成影响。2016Q4 至 2018Q4，公司专注会员体系深化、数字化建设和外卖业务提升，效率提高带动同店销售正增，肯德基业务季度餐厅利润率和经营利润率达到新高，后伴随餐饮行业竞争加剧，外卖行业迅猛发展分食传统餐厅到店就餐客流，原材料价格上涨压缩公司毛利率，股价承压；2020 年后，公司逆势扩张加速抢占市场，门店客流受限给同店增长造成重创，但市场对头部餐饮企业的复苏预期强烈，带动股价持续走强，复工复产带来同店增长疫后修复。2020-2023 年期间，股价波动主要受公共卫生事件和市场对肯德基复苏预期的影响，2023 年后公共卫生事件扰动因素影响减弱，但受到消费需求整体平淡、新品牌涌入、低价竞争加剧等因素影响，肯德基同店销售增长虽转正但处于低个位数水平。

图表 12：百胜中国股价复盘，与肯德基同店增长强相关



资料来源：iFind，公司公告，华源证券研究所，注：2020 年港股上市前取百胜中国美股收盘数据，以美元港币即期汇率换算为港币

币收盘价

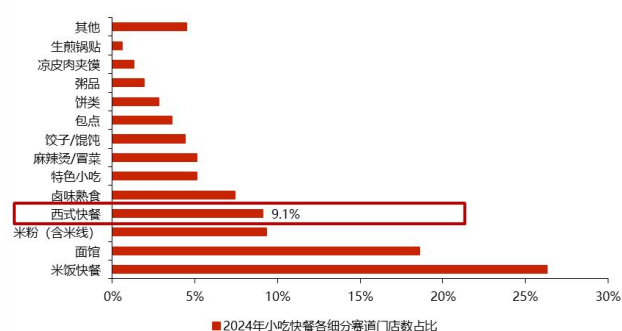
2. 西式快餐行业“危与机”

2.1. 西式快餐行业概述

2.1.1. 行业特征：高连锁化率、高规模化程度、高市场集中

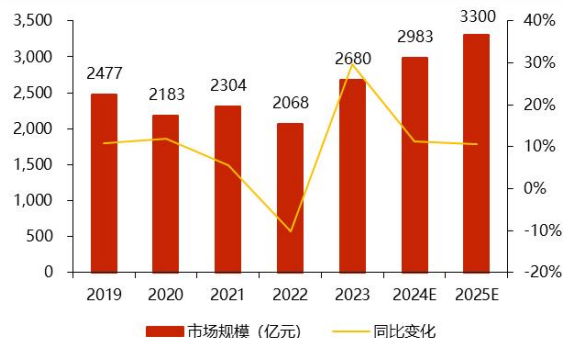
西式快餐自上世纪 80 年代进入中国后，伴随国内城市化进程推进、人均 GDP 上升、餐饮消费环境持续迭代的时代背景，经过三十年消费者选择与自我进化，整个西式快餐行业形成高连锁化率、高规模化程度和高市场集中的特点。根据红餐大数据，在 2024 小吃快餐细分赛道门店数中，西式快餐门店数占比 9.1%，排名次于米饭快餐、面馆、米粉三类中式快餐后。根据红餐产业研究院预测，2024 年全国西式快餐市场规模将达到 2983 亿元，2025 年将达到 3300 亿元。

图表 13：西式快餐门店数量在小吃快餐赛道中排名第 4



资料来源：红餐大数据，华源证券研究所。注：数据截至 2024 年 11 月

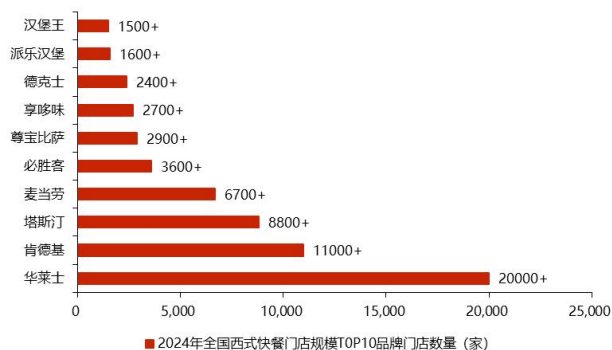
图表 14：2025 年全国西式快餐市场规模将达到 3300 亿元



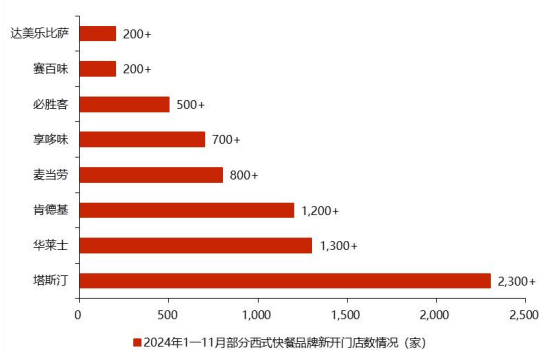
资料来源：红餐大数据，华源证券研究所

西式快餐赛道头部品牌加速拓店抢占市场份额，抢门店即抢份额。在全国西式快餐品牌中，华莱士、肯德基是唯二门店数量过万的品牌，塔斯汀、麦当劳距离万店仅一步之遥。根据窄门餐眼数据，截至 2025 年 1 月 10 日，华莱士全国门店数量为 20013 家，居全国西式快餐品牌门店数量之首；2024 年前 11 个月，塔斯汀在全国新开门店超过 2300 家，增量位居所有西式快餐门店之首。截至 2024 年 11 月，全国约 78% 的西式快餐品牌门店数量在 50 家以下，仅有 2.6% 品牌拥有超 500 家门店。在头部品牌中，百胜中国、麦当劳、塔斯汀、华莱士作为业内营收规模&门店数量领先的快餐品牌，共占据 39% 的市场份额。

图表 15：华莱士、肯德基是西式快餐唯二“万店”品牌



图表 16：2024M1-M11 塔斯汀、华莱士新开门店数居前

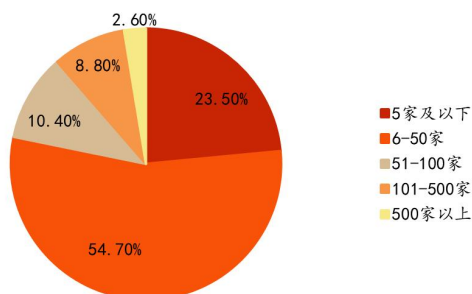


资料来源：红餐大数据，华源证券研究所。注：截至 2024 年 11 月

资料来源：红餐大数据，华源证券研究所

图表 17：2.6%西式快餐品牌拥有超 500 家门店

2024年全国西式快餐品牌门店数区间占比分布

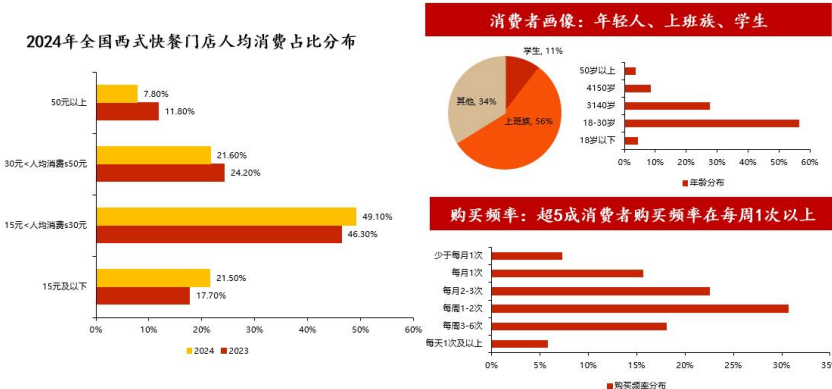


资料来源：红餐大数据，红餐产业研究院，华源证券研究所。注：数据截至 2024 年 11 月

2.1.2. 消费习惯：频率高、用户偏爱新口味&体验

便宜+正餐替代决定西式快餐受众基础和消费频率，消费降级下西式快餐下沉策略更易收获用户心智。根据红餐大数据，从人均消费分布来看，西式快餐的主流价格区间是 15~30 元，15 元以下和 30~50 元价格区间占比也均超过了 20%。与 2023 年相比，2024 年人均消费在 30 元以下价格区间的门店数占比有较大幅度的提升。相较其他小吃快餐品类，西式快餐更易成为消费降级平替。据红餐产业研究院《2024 餐饮消费大调查》显示，54.6%的消费者购买频率在每周 1 次及以上。

图表 18：消费降级下西式快餐下沉策略更易收获用户心智



资料来源：红餐大数据，红餐产业研究院《2024 餐饮消费大调查》，华源证券研究所。注：数据截至 2024 年 11 月

中西融合更易被接受，“餐+饮”模式受关注。为迎合消费者多元需求，品牌纷纷拓宽产品线。西式快餐加速本土化，融合中式元素推新品，如汉堡、炸鸡配米饭。此外，西式快餐连锁店日益重视饮料研发，肯德基、麦当劳、必胜客等品牌均推出超十款新饮料，多为现场调制的茶饮或咖啡，如红苹果风味热美式、姜姜暖奶铁等创意饮品。

图表 19：2024 年部分西式快餐品牌的产品结构情况

品牌名称	主打产品	炸鸡/小食	饮品/甜品	其他产品
肯德基	汁汁和牛堡、香辣鸡腿堡、老北京鸡肉卷等	薄脆炸全鸡、吮指原味鸡、奥尔良烤翅、红豆派等	爆汁三柠茶、可乐、红苹果热美式、丝滑生巧风味圣代等	中式早点（包子、油条、粥）、夜宵炸串等
麦当劳	培根安格斯厚牛堡、双层脆鸡堡、麦香鸡、酥酥多笋卷等	薄皮焦香 V 翅、麦乐鸡、薯条、玉米杯、香芋派等	姜姜暖奶铁、红颜草莓雪冰、马卡龙、奥利奥麦旋风等	中式早点（油条、粥、豆浆）等
华莱士	香辣鸡腿堡、阳光果蔬鸡肉堡、辣味鸡肉菠菜卷等	黑椒鸡块、辣卤卤大里脊肉串、香芋地瓜丸等	港式奶茶、可乐、七喜、牛奶、咖啡等	哈撕哈撕藤椒鸭脖、爆爆爆汁杏鲍菇等
塔斯汀	脆烧鸡虾双排中国汉堡、孜然菌菇牛肉中国汉堡等	藤椒半边鸡、蜜辣脆骨鸡、塔塔鸡块、粗薯等	谷香黄桃露、冰柠可乐、望春山楂乌梅汁等	啃定好鸭脖、韭菜脆脆卷、辣卤脆肠等
必胜客	薯角培根比萨、意式肉酱比萨、金枕榴莲多多比萨等	香草凤尾虾、酥炸鱿鱼、厚切薯条、韩式炸鸡等	茉莉芝士轻乳茶、轻乳小浓杯拿铁、流心提拉米苏等	牛排、汉堡、中式早点（煎饺、油条）等
达美乐	苏丹王榴莲多多比萨、意大利雪球芝士多肉多芝士比萨等	秘制飘香半鸡、孜然香烤羊肉串、脆嫩烤虾仁等	巧克力熔浆蛋糕、绵香榴莲芝士派、金菠萝风味美式等	牛排、意面、焗饭、炒饭、汤品等
尊宝比萨	奥尔良烤鸡比萨、苏丹王榴莲比萨、鲜忙奶黄比萨等	蜂蜜黄油味薯条、海苔香骨鸡、藤椒鸡翅尖等	爆汁杨梅果茶、杨枝甘露、手打柠檬茶、港式奶茶等	意面、焗饭、卤肉饭等

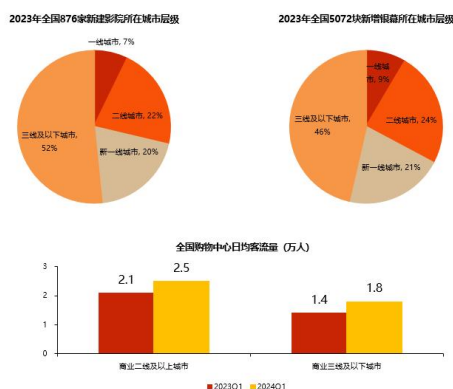
资料来源：红餐产业研究院，华源证券研究所

2.1.3. 下沉市场：兵家必争之地，仍有连锁化空间

从城市层面看，低线城市商业活力成长性强，居民可支配收入中用于日常消费的支出占比或更大。据灼识咨询报告显示，2023 年半数新电影院建于三线及以下城市，同时，低线城市购物中心流量增长强劲，同比增长超过高线城市。低线城市居民在住房自有率、房价收入比和租金收入比上相较于高线城市居民有优势，居民可支配收入中用于日常消费的支出占比或更大，从而提升低线市场活力，推动商业发展。

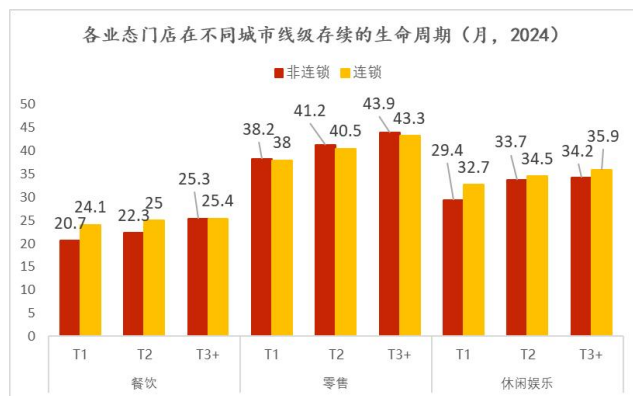
从店铺层面看，下沉城市门店生命周期更长，经营或更稳定，但是同时连锁品牌会面临更强的单体竞争。下沉市场店铺生命周期通常比高线市场更长，主要是因为开店成本相对较低，包括租金和人力成本等，使得初始投资和运营成本更为可控，降低经营风险的同时也降低了行业进入门槛。此外，下沉城市往往拥有较为集中的商业区，这种布局有利于吸引和聚集大量消费者，从而提高客流量。

图表 20：三线及以下城市商业活力更具韧性



资料来源：灼识咨询，华源证券研究所

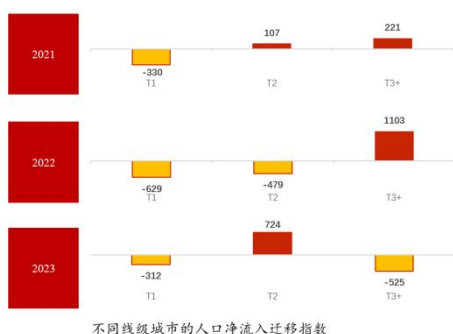
图表 21：三线以下城市各业态门店生命周期更长



资料来源：久谦中台，华源证券研究所

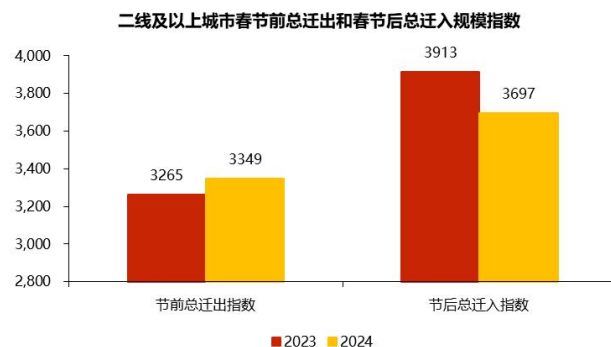
迁徙规模指数反映人口迁徙变化。2024 年春节后，二线及以上城市迁入指数高于节前但低于 2023 年。这表明更多人留在家乡寻找发展机会，这种趋势在一定程度上促进低线城市经济繁荣，为商业带来更多活力和潜力。大量连锁品牌的下沉使得乡镇市场的商业迎来了快速连锁化和品牌化的趋势。

图表 22：2021-2023 不同线城市人口净流入迁移指数



资料来源：久谦中台，华源证券研究所。注：迁移规模指数衡量了入境或出境迁移的规模，便于跨城市比较；该指数的迁移边界与城市的行政区域一致，包括所有受管辖的区、县、乡和村

图表 23：2024 年春节后更多人选择留在家乡寻找发展机会



资料来源：百度迁徙数据，灼识咨询，华源证券研究所

通信基建完善，人口自高线城市回流，低线城市具备商业连锁化扎根的土壤。通信基础设施完善后，社交及生活信息 APP 打破了消费者信息壁垒。这些 APP 让各线城市消费者及时获取流行趋势和生活资讯，缩小信息差距，为品牌和商家带来广阔市场。信息共享机制使乡镇消费者需求与城市基本趋于一致。

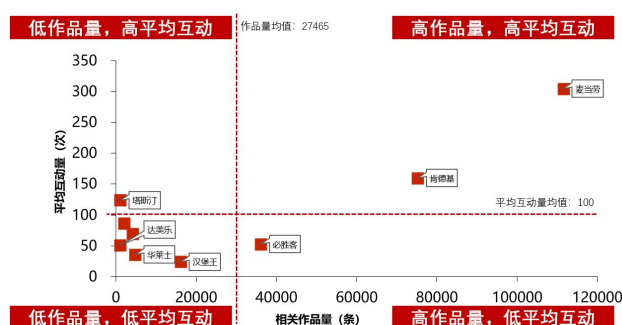
西式快餐整体价格段下行背景下，品牌认知成为抢占互联网消费者消费习惯的首要因素。在社媒全网中，麦当劳肯德基稳居高作品量、高互动量区域，营销费用投入高且收获用户反馈密集，而塔斯汀在低作品量基础上保持高互动量，表明其品牌消费者认知程度较强，品牌形象独树一帜，或做到了价格、卫生、品牌的良好平衡。尽管华莱士门店数量保持领先，其社媒互动量却远不及行业平均水平，说明门店分布不是抢占互联网用户认知的驱动因素。

图表 24：通信基建设施完善打破各线城市消费信息壁垒

图表 25：西式快餐品牌社媒竞争格局

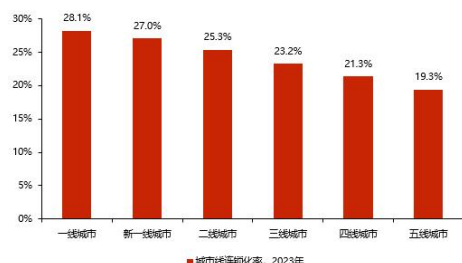


资料来源：工信部，灼识咨询，华源证券研究所



资料来源：艺恩营销智库，华源证券研究所。注：跟踪时间为23M4-24M3，监测平台为社媒全网

图表 26：低线城市仍有连锁化空间

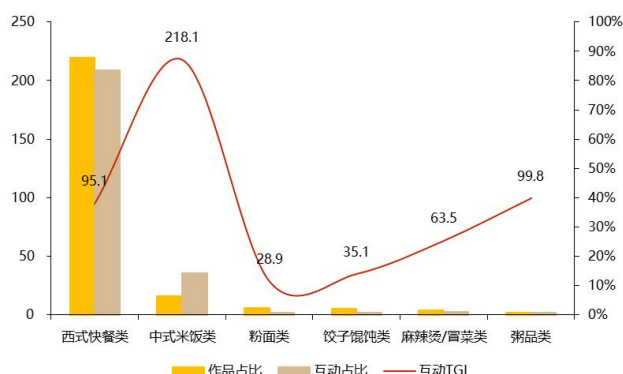


资料来源：中国连锁经营协会，美团《2024 中国餐饮加盟行业白皮书》，各公司官网，华源证券研究所

2.2. 汉堡赛道：快餐顶流、产品同质——麦肯华塔如何突出重围？

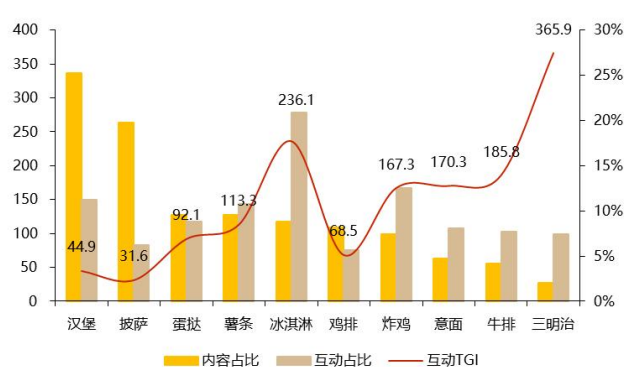
顶流中的顶流，菜单同质化严重。快餐细分品类众多，根据艺恩营销智库数据，在快餐细分品类中，西式快餐和中式米饭快餐的互联网声量占比更高，具备较强发展潜力。从西式快餐 TOP10 细分品类的内容与互动表现来看，汉堡和披萨仍然是西式快餐赛道的主要品类，内容量占比居前列。从汉堡头部 TOP10 品牌产品看，香辣鸡腿堡是大部分汉堡品牌的热门产品，行业内菜单同质化严重，单品风味或非竞争要件。

图表 27：西式快餐在快餐业态内为顶流



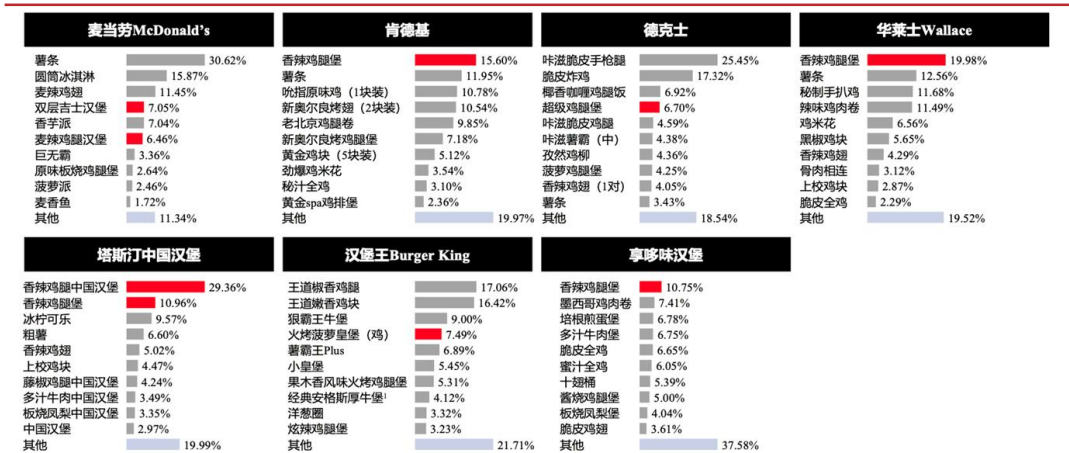
资料来源：艺恩营销智库，华源证券研究所。注：跟踪时间为23M4-24M3，监控平台为社媒全网

图表 28：汉堡乃快餐顶流中的顶流



资料来源：艺恩营销智库，华源证券研究所。注：跟踪时间为23M4-24M3，监控平台为社媒全网

图表 29：香辣鸡腿堡是大部分汉堡品牌推荐数 Top10 产品



资料来源：久谦中台，华源证券研究所

麦当劳：先驱于标准化流程，凭“地产+餐饮”模式拓展，运营与品牌影响力并重。1940年代，麦当劳兄弟引入“Speedee”服务系统，融合标准化于餐饮业。其后，通过独特的“地产+餐饮”特许经营模式为其全球扩张奠定资金基础。2024年，麦当劳以2219.02亿美元的品牌价值居凯度 BrandZ 最具价值全球品牌榜第五，为前十中唯一快餐品牌。截至2025年1月10日，麦当劳国内门店增至7464家。

塔斯汀：异军突起、网红爆品属性浓厚的中国汉堡。在西式快餐产品同质化现象严重的背景下，塔斯汀巧妙地填补了市场上汉堡类快餐产品的空白：塔斯汀定价介于以麦当劳、肯德基为代表的高客单价和以华莱士为代表的低客单价之间，成功找到一个未被充分开发的价格区间；依靠营销国潮美学出圈，实现与中国文化深度绑定，差异化产品具备网红爆品底层属性。

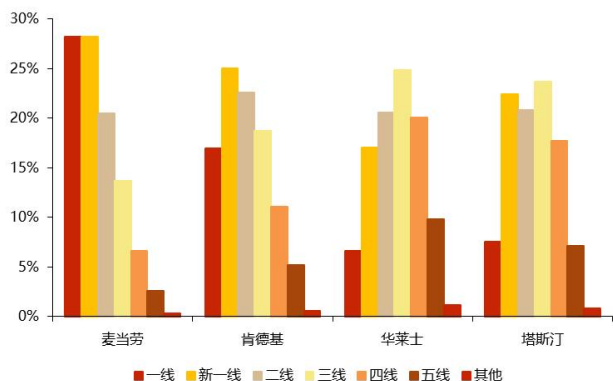
华莱士：具备创新加盟模式下的极致成本掌控力。华莱士通过避开一线城市核心商圈，选择租金较低的二级路段和社区的方式降低租金成本，公司采用统一采购和标准化装修，以规模效应降低成本。其“合作联营”模式通过门店众筹和外部合伙，形成利益共同体，激励各门店积极性并减轻总部压力。通过优化产业链整合，凭借庞大采购量获得对供应商的超强议价能力，确保原材料的低成本获取，维持产品低价优势。

肯德基：“西方不亮东方亮”的国产化洋品牌。肯德基起源于美国，主打炸鸡产品。二十世纪下半叶，肯德基经历了多次所有权变更，先后被休伯莱恩、R.J.雷诺兹烟草公司和百事公司收购。进入中国市场后，肯德基通过本土化改进产品，并利用平台优势培育本地供应链公司，建立了完善的国内供应链体系和物流体系。肯德基完善供应链体系和自有物流体系为其前端门店拓展提供坚实基础。

通过比较四家门店分布可以发现，麦当劳门店主要以一线及新一线城市为主，与其他几家头部品牌形成鲜明差异，肯德基门店略微下沉，重心位于新一线及二三线城市，以下沉市场为主的华莱士和塔斯汀门店分布稍有不同，华莱士以三线城市为主阵营，塔斯汀更倾向于肯德基式城市布局，走“农村包围城市”的策略效果显现。

从投资回收期来看，肯德基门店投资回收期长期保持在 2 年的水平。

图表 30：头部汉堡品牌门店分布情况（按城市层级）



资料来源：窄门餐眼，华源证券研究所。注：数据截至 2024 年 12 月

图表 31：肯德基平均税前现金回收期为 2 年

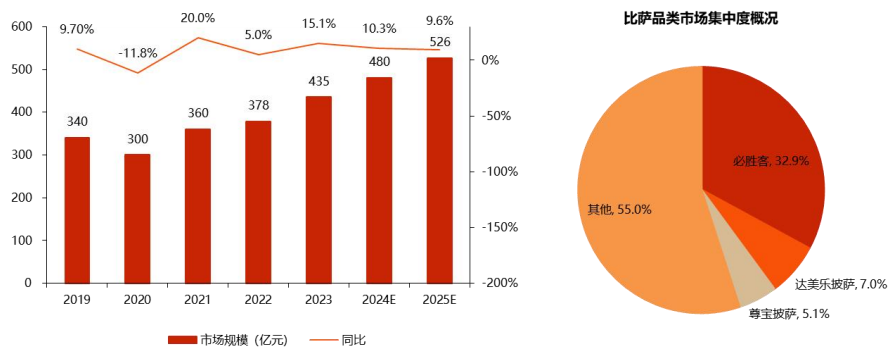


资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：指平均税前现金回收期，假设每年现金流与第一年相同，扣除 3% 的许可费后，未计入管理费用和所得税。2017-2023 年数据为基于 2022 年 7 月至 2023 年 6 月期间开业的门店，2024 年数据基于 2022 年 10 月至 2023 年 9 月期间开业的门店

2.3. 比萨赛道：下沉困难，异军突起——达美乐和必胜客如何差异化竞争？

比萨与汉堡几乎同期进入我国市场，因产品定位和消费场景的差异，比萨在西式快餐领域的市场份额较少且集中于高线城市。据红餐大数据，2023 年全国比萨市场规模达到 435 亿元，同比增长 15.1%，预计 2024 年将增长至 480 亿元。目前，比萨行业已有三大品牌门店数超千家，其中必胜客领先，尊宝比萨紧随其后，达美乐比萨也加速扩张至千家门店，三大品牌合计占据约 45% 的市场份额。

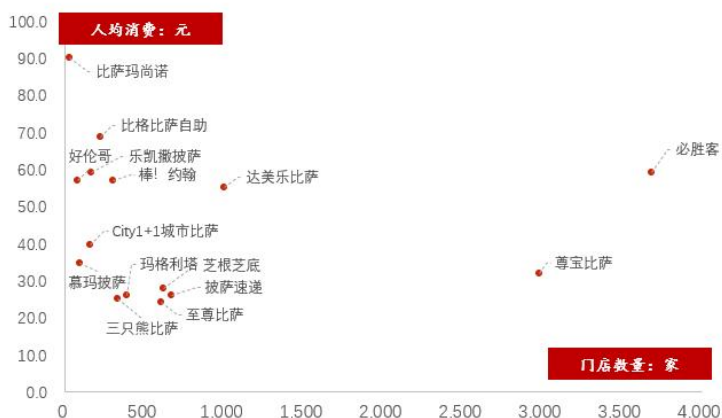
图表 32：2019-2025 全国比萨品类市场规模和市场集中度情况



资料来源：红餐大数据，华源证券研究所

快餐与休闲简餐组成披萨市场，形成“两超多强”格局。尊宝比萨和必胜客的门店数量在一众披萨品牌中居于前列，人均消费分别分布于 30 元和 60 元价格带，芝根芝底及玛格利塔等快餐比萨品牌以高性价比著称，人均消费在 20 至 30 元之间。而必胜客、乐凯撒披萨、比萨玛尚诺及棒!约翰等休闲简餐类比萨品牌，则侧重家庭聚会与商务宴请，人均消费较高。

图表 33：比萨赛道主要分为快餐与休闲简餐两种消费场景，尊宝&必胜客两超多强



资料来源：红餐大数据，华源证券研究所。注：统计时间截至 2024 年 11 月

达美乐：外卖为王，一二线城市仍以外送为主要发力点。达美乐实施快速外送战略，以小店面结合自建专职骑手车队和“30 分钟必达”承诺为特点，提升外送体验并优化门店布局。市场营销方面，达美乐前端利用社交媒体发布新菜单、促销活动和奖励小游戏吸引关注，后端构建客户数据平台，深度追踪个性化需求，提供精准差异化建议与促销策略。此外，还部署智能订单调度系统，自动匹配订单与骑手，规划最佳配送路线，提升外送效率。

必胜客：披萨消费启蒙品牌，打造性价比，坚持多层级消费场景覆盖。必胜客作为首批进入中国的休闲西餐连锁品牌，截至 2024 年末，必胜客中国门店达 3724 家，覆盖国内超 800 个城镇。随着高性价比比萨品牌 (如尊宝比萨、达美乐、棒!约翰) 的兴起及国内高端西餐厅供给增加，必胜客面临性价比不足、高端化不够和产品力弱化的挑战，品牌形象逐渐老化。2017 年必胜客推出“振兴计划”，以产品创新、服务改善、面向家庭等为支点推动品牌价值修复。近年来，通过加速门店改造、拓展小型店铺及扩大外送范围，必胜客投资回收期缩短，加盟吸引力提升，未来或有机会利用肯德基的供应链优势渗透至更多城镇。

3. 百胜中国何以行深致远？

3.1. 肯“下”功夫

3.1.1. 加盟模式进化：依靠加盟商锁定优质区位资源

从“卖店模式”转向“渠道加盟”，三赢局面共同促成加盟拓店。就肯德基加盟而言，旧加盟方式为“不从0开始”的加盟模式，公司总部前期完成选址、建店、开店、门店管理等一系列工作，在门店运营步入正轨后将门店出售给加盟商。目前肯德基加盟模式为“渠道加盟”，即加盟商在特定渠道或地区以自有物业或场地资源开设加盟门店。对加盟商来说，可以借助肯德基品牌优势实现盈利；对于渠道（医院、景区、学校、交通枢纽等）来说，可以借助肯德基品牌优势拓展客流，吸引更多流量进渠；对公司来说，加盟模式转向轻量化，公司可以实现更快的现金流回收，同时锁定下沉市场优质区位资源。根据2023年9月投资者大会披露，肯德基已有190家门店入驻高速服务区，220家门店入驻医院，210家门店入驻大学校园。

未来公司将着重Mini店和低线门店的加盟增量。180平米标准店为常规肯德基店型，小镇Mini店的店铺面积更小，初始加盟费用最低可至50万人民币，租金收入和员工成本都更小，为利润提升留出空间。

图表 34：肯德基门店的4种店态增强布局灵活性



资料来源：2023年投资者大会，华源证券研究所

高店效更具加盟吸引力。根据久谦中台数据，2024年第三季度，距肯德基门店3000米范围内的竞品品牌门店店效和坪效均优于其他可比品牌。单季度店效方面，24Q3肯德基单季度店效分别为3km范围内塔斯汀/麦当劳/德克士/汉堡王门店的2.5/1.2/2.3/2.2倍，单季度坪效分别为3km范围内塔斯汀/麦当劳/德克士/汉堡王门店的1.1/1.3/1.7/1.8倍。

图表 35：对比肯德基及其 3km 之内的竞品门店，肯德基店效/坪效均保持优越

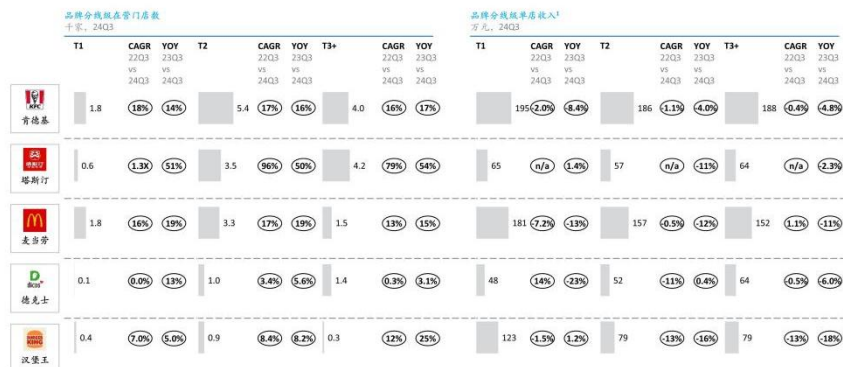


资料来源：久谦中台，华源证券研究所。注：样本为 23Q3-24Q3 位于 3km 范围内的肯德基及竞品品牌门店，样本数量 N (塔斯汀) =10, N (麦当劳) =96, N (德克士) =7, N (汉堡王) =57

3.1.2. 下沉市场演变：轻量运营，空间广阔

下沉市场中，肯德基店铺规模小，租金及人力成本更低，原材料成本可控情况下净利表现更优。根据久谦中台数据，在主要汉堡门店中，肯德基 T1、T2、T3+城市中单店收入在量上更优，塔斯汀位于高速扩张期，2024 年第三季度在 T1、T2、T3+城市的在营门店数量同比增速均在+50%以上，在营门店三线及以上城市门店数量超越肯德基，在下沉市场中规模效应明显。2024 年第三季度，麦当劳在三线及以上城市的单店收入和门店数量均不如肯德基占优。

图表 36：24Q3 肯德基各线城市单店收入均优于竞对



资料来源：久谦中台，华源证券研究所

图表 37：塔斯汀门店与肯德基选址重合度较高



1 500米范围内点重合度 = 两个品牌在500米半径范围内相邻的门店数/两个品牌总门店数；2 指肯德基和麦当劳T3城市存在55%的门店在500米范围内有对方门店；3 24M9在营门店数

资料来源：久谦中台，华源证券研究所

共赢的商业模式、完善的供应链建设、高品牌知名度、高标准化、数字化系统，使连锁品牌天然具备下沉优势。共赢商业模式激发合作积极性，加速盈利扩张；完善供应链与高效运营支撑门店业绩，实现丰富 SKU 与极致性价比。在下沉市场，品牌声誉与社交裂变策略效果较好，连锁品牌凭借可复制性与标准化快速扩张，数字化系统与大数据分析提高企业快速响应市场能力，为长期发展奠定坚实基础。

图表 38：连锁化模式加速门店拓展，天然具备下沉优势



资料来源：灼识咨询，华源证券研究所

静态分析下小店仍有较大拓店空间。根据 YUM BRANDS 披露，2023 年肯德基全球系统销售额为 338.6 亿美元，其中中国市场肯德基系统销售收入占比为 27%。根据红餐产业研究院数据，2023 年全国西式快餐市场规模为 2680 亿元，预计 2025 年全国西式快餐市场规模约为 3300 亿元。根据肯德基中国系统销售额推算可得 2023 年肯德基中国市占率约为 24.6%。假设 2025 年肯德基中国市占率保持不变，即 2025 年肯德基中国系统销售额约为 811 亿元，扣除已有店铺可形成的 658 亿元销售额后，按照每家小店每年能够形成 340 万销售额计算，到 2025 年肯德基在全国范围内仍可新开 4479 家小店店铺。

图表 39：肯德基拓店空间测算

指标	数值
2023 年全国西式快餐市场规模	2680 亿元
2023 年 YUM 肯德基系统销售额	338.6 亿美元
2023 年肯德基中国系统销售额	91 亿美元（折合 658 亿元）
2023 年肯德基中国市占率	24.6%
2025 年全国西式快餐市场规模（预估）	3300 亿元
2025 年肯德基中国系统销售额（预估）	811 亿元
小店单年店效	340 万元
到 2025 年可开小店门店数	4479 家

资料来源：EDGAR，红餐产业研究院，公司公告，华源证券研究所。注：参考汇率为 1 美元=7.2 元人民币

3.2. “必”达使命

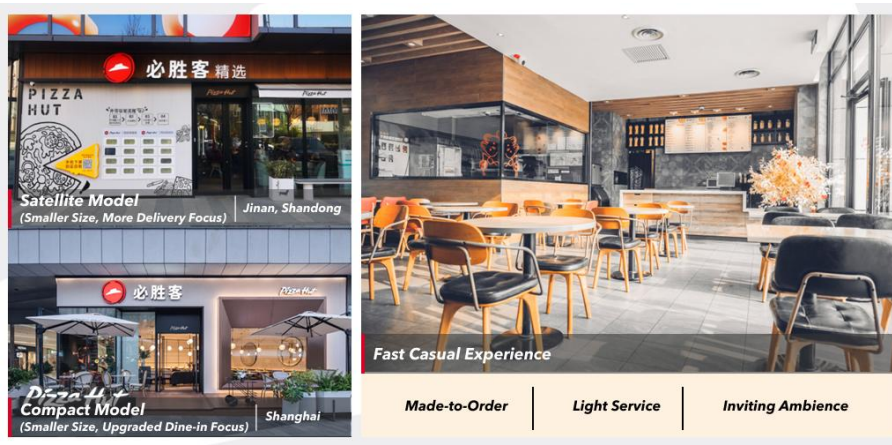
更灵活的店态针对不同消费场景。必胜客作为首家加入中国的披萨品牌，品牌认知基础相对其他后发品牌更稳固，多店态发展攻守兼备。2024 年必胜客先后推出“WOW”店和“Pizzeria”店作为已有店型的补充，上可满足高客单价品质消费需求，下可渗透追求性价比的一人食习惯用户，卫星店承接外卖需求，挖掘更多披萨消费增量。“Pizzeria”定位纯正意式窑炉披萨，满足聚餐用户的高品质消费场景需求；“WOW”店则主打性价比，由存量门店转型而来，该店型自 2024 年 5 月推出，门店数量于 11 月达到 150 家，全国范围内覆盖 10 个省份。

图表 40：必胜客多店态攻守兼备

	Pizzeria	卫星店	WOW 店
门店定位	多人聚餐 社交属性	小店面 可自取	性价比 轻服务
消费场景	高品质、高体验消费	专注外卖需求	一人食
产品差异	纯正意式窑炉披萨，高定价套餐	-	品类相比常规门店减少，单价和分量更低
人均消费（元）	89-100	40-60	55-65

资料来源：小红书，美团 APP，华源证券研究所

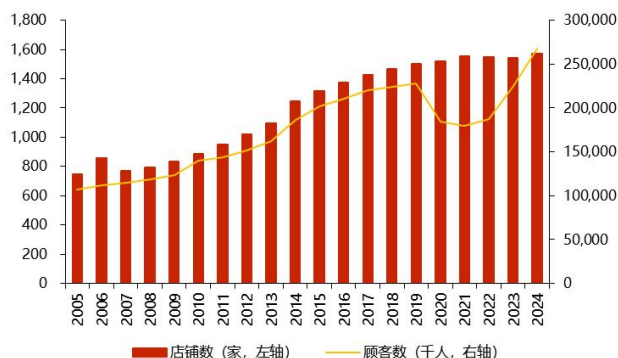
图表 41：灵活店态提升高线城市覆盖密度



资料来源：2023 年投资者大会，华源证券研究所

WOW 店对标萨莉亚，做消费降级时代背景中的西餐“低价王者”。萨莉亚历经日本多个经营周期，通过业务锁定平价意大利菜，大幅降低菜品价格等方式打破消费者对西餐的固有印象，将连锁经营作为经营战略，凭借性价比优势在日本经济萧条期逆势增长。当前随着消费降级、平替经济的发展，WOW 店通过降低菜品价格，控制菜品数量，增加“一人食”场景，最大化保留菜品丰富度的同时将服务轻量化，有望成为必胜客穿越周期的立足点。

图表 42: FY2005-FY2024 萨莉亚门店数翻倍



资料来源：萨莉亚官网，华源证券研究所

图表 43: 必胜客 WOW 店菜单简洁化



资料来源：FoodTalks (TopMarketing)，必胜客 WOW 店菜单，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 收入与成本费用预测

收入端：

肯德基：我们预计 2025-2027 年肯德基形成业务收入分别为 91.49/99.55/106.10 亿美元，同比+8%/+9%/+7%。

必胜客：我们预计 2025-2027 年必胜客形成业务收入分别为 24.29/26.53/27.98 亿美元，同比+7%/+9%/+5%。

其他：包括塔可钟、Lavazza、小肥羊、黄记煌等品牌以及外送、新零售等业务收入和企业未分配收入，我们预计 2025-2027 年其他部分形成业务收入分别为 4.12/4.06/3.87 亿美元，同比-23%/-1%/-5%。

综上，我们预计 2025-2027 年公司收入同比增速分别为+6%/+9%/+6%，对应总收入为 119.9/130.1/138.0 亿美元。

成本端：我们预计公司食品及包装成本围绕 31%上下波动，薪金及雇员福利成本和物业租金及其他经营开支保持相对平稳。

费用端：随着门店规模扩大及管理效率改善，我们预计 25-27 年公司总体管理费用率分别为 4.8%/4.7%/4.7%。

图表 44: 百胜中国：公司收入预测

(单位: 百万美元)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
百胜中国总收入	9853	9569	10978	11303	11990	13013	13795
YoY	19%	-3%	15%	3%	6%	9%	6%
肯德基	7003	7219	8240	8509	9149	9955	10610
YoY	20%	3%	14%	3%	8%	9%	7%
必胜客	2109	1960	2246	2260	2429	2653	2798
YoY	22%	-7%	15%	1%	7%	9%	5%
其他	741	390	492	534	412	406	387
YoY	4%	-47%	26%	9%	-23%	-1%	-5%

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

4.2. 盈利预测与评级

我们预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 9.60/10.56 亿美元, 同比增速分别为 5.3%/10.1%, 当前股价对应的 PE 分别为 18/16 倍。我们选取海底捞、九毛九、麦当劳、达美乐比萨、YUM BRANDS 为可比公司, 2025-2026 年可比公司平均 PE 分别为 21/19 倍, 公司 PE 低于可比公司 PE 平均值。鉴于公司处于下沉市场扩张期, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 45: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS				PE	
		2025-02-14	24E	25E	26E	24E	25E	26E
6862.HK	海底捞	15.98	0.87	0.96	1.04	18	17	15
9922.HK	九毛九	2.96	0.15	0.23	0.29	20	13	10
MCD.N	麦当劳	308.55	11.78	12.51	13.51	26	25	23
DPZ.O	达美乐比萨	476.66	16.67	17.54	19.37	29	27	25
YUM.N	YUM BRANDS	147.91	5.47	5.97	6.58	27	25	22
					平均	24	21	19
9987.HK	百胜中国	372.60	—	20.53	23.56	—	18	16

资料来源: Capital IQ, iFinD, 华源证券研究所。注: 港股 EPS 数据来自 iFinD 一致预测, 美股 EPS 数据来自 Capital IQ 一致预测; 港股 EPS、收盘价单位为港元, 美股 EPS、收盘价为美元; 折算百胜中国 EPS 所用汇率为 1 美元=7.79 港元。

5. 风险提示

- 1) 宏观消费恢复不及预期: 居民消费意愿具备不确定性, 或将影响公司门店收入;
- 2) 快餐行业竞争加剧: 伴随行业竞争加剧, 行业内或出现品牌间价格竞争, 公司客单价及客流或将受到影响;
- 3) 同店增长不及预期: 公司运营能力难以承接短期内大量低线拓店增长, 同店增长或受到影响;
- 4) 门店数量测算存在偏差: 远期门店数为无外部因素扰动的理想测算值, 和实际情况有一定偏差。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：美元(百万)					单位：美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,303	11,990	13,013	13,795	货币资金	723	996	1,415	2,765
增长率	3.0%	6.1%	8.5%	6.0%	应收款项	445	467	507	537
营业成本	8,972	9,488	10,314	10,928	存货	405	422	430	455
%销售收入	79.4%	79.1%	79.3%	79.2%	其他流动资产	1,121	721	421	271
毛利	2,331	2,502	2,699	2,867	流动资产	2,694	2,606	2,773	4,028
%销售收入	20.6%	20.9%	20.7%	20.8%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	2,407	2,556	2,584	2,428
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	4,170	4,070	3,970	3,870
销售费用	441	461	465	447	非流动资产	8,427	8,476	8,404	8,148
%销售收入	3.9%	3.8%	3.6%	3.2%	资产总计	11,121	11,081	11,177	12,176
管理费用	568	570	612	646	应付款项	2,080	2,161	2,292	2,429
%销售收入	5.0%	4.8%	4.7%	4.7%	短期借款	127	127	127	127
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	76	84	91	97
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	2,283	2,372	2,510	2,652
财务费用	-129	-98	-93	-97	长期债务	49	54	59	64
%销售收入	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	其他长期负债	2,362	2,362	2,362	2,362
息税前利润 (EBIT)	1,207	1,306	1,452	1,588	非流动负债	2,411	2,416	2,421	2,426
%销售收入	10.7%	10.9%	11.2%	11.5%	负债总计	4,694	4,788	4,931	5,078
投资收益	5	0	0	0	归属母公司股东权益	5,728	5,522	5,395	6,160
%税前利润	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	699	771	851	937
除税前利润	1,336	1,404	1,545	1,685	负债股东权益合计	11,121	11,081	11,177	12,176
利润率	11.8%	11.7%	11.9%	12.2%					
所得税	356	372	410	447					
所得税率	26.6%	26.5%	26.5%	26.5%					
净利润(含少数股东损益)	980	1,032	1,136	1,239					
少数股东损益	69	72	80	87					
归属于母公司的净利润	911	960	1,056	1,152					
增长率	10.2%	5.3%	10.1%	9.0%					
净利率	8.1%	8.0%	8.1%	8.4%					
现金流量表					比率分析				
单位：美元(百万)									
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	911	960	1,056	1,152	每股指标				
少数股东损益	69	72	80	87	每股收益	2.34	2.64	3.02	3.30
营运资金变动	-454	50	90	86	每股净资产	15.11	15.17	15.45	17.64
其他变动	893	598	622	613	每股经营现金净流	3.74	4.61	5.29	5.55
经营活动现金流量净额	1,419	1,680	1,848	1,937	每股股利	0.72	0.95	0.99	1.00
资本开支	-705	-602	-502	-302	回报率				
投资	523	400	300	150	净资产收益率	15.90%	17.38%	19.58%	18.70%
其他	4	-44	-49	-54	总资产收益率	8.19%	8.66%	9.45%	9.46%
投资活动现金流量净额	-178	-246	-251	-206	投入资本收益率	13.41%	14.82%	16.59%	16.01%
股权募资	-1,249	-794	-812	0	增长率				
债权募资	-39	5	5	5	营业收入增长率	2.96%	6.07%	8.54%	6.01%
其他	-348	-362	-362	-377	EBIT增长率	13.76%	8.18%	11.20%	9.35%
筹资活动现金流量净额	-1,636	-1,150	-1,168	-372	净利润增长率	10.16%	5.32%	10.10%	9.05%
现金净变动	-405	273	419	1,350	总资产增长率	-7.56%	-0.36%	0.86%	8.94%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	2.3	2.4	2.4	2.4
					存货周转天数	16.6	15.7	14.9	14.6
					应付账款周转天数	57.5	80.5	77.7	77.8
					固定资产周转天数	75.1	74.5	71.1	65.4
					偿债能力				
					流动比率	1.18	1.10	1.10	1.52
					速动比率	1.00	0.92	0.93	1.35
					净负债/股东权益	-8.51%	-12.95%	-19.68%	-36.26%
					EBIT利息保障倍数	—	—	—	—
					资产负债率	42.21%	43.21%	44.12%	41.71%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。