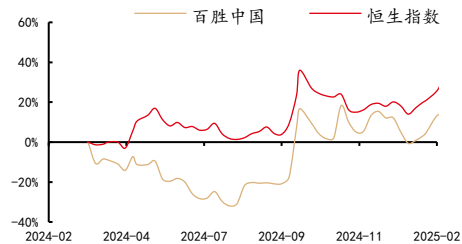


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (港元)	385.00
总股本/流通股本 (亿股)	3.76
总市值/流通市值 (亿港元)	1,448.39
52周内最高/最低价	390.00 / 325.40
资产负债率 (%)	42.21
市盈率	20.48
第一大股东	JP Morgan Chase & Co.

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

百胜中国 (9987.HK)

经营稳健，效率提升，韧性十足

● 事件

公司发布 24Q4 及 24 年财务业绩公告, 24 年公司实现营收 113.03 亿美元, 同比+3%, 归母净利润 9.11 亿美元, 同比+10%。其中 24Q4 公司实现营收 25.95 亿美元, 同比+4%, 归母净利润 1.15 亿美元, 同比+19%。

● 投资要点

收入拆分：门店扩张拉动增长，肯德基表现优于必胜客。 24 年营业收入 113.03 亿美元, 同比 3%, 不考虑外币换算的影响, 24 年百胜中国系统销售额同比增长 5%。截至 2024 年底, 公司门店总数达 16395 家。拆分来看：

1) **量额：门店贡献大部分增量。** 净新增门店贡献 7%，同店销售额为去年同期的 97%。24 年净新增门店 1751 家, 门店总数增长 12%，其中加盟店有 512 家, 占比为 29%。

2) **分品牌：肯德基表现优于必胜客。** 肯德基营收 85.09 亿美元, 同比+3%，不考虑汇率影响的系统销售额同比增长 6%，其中同店销售额为去年同期的 98%，餐厅门店数量增长 13%，门店净增 1352 家至 11648 家 (其中加盟店净增 402 家/总体加盟门店占比 13%)，门店净增创历史新高。必胜客营收 22.60 亿美元, 同比+1%，不考虑汇率影响的系统销售额同比增长 2%，其中同店销售额为去年同期的 95%，餐厅门店数增长 12%，门店净增 412 家至 3724 家 (其中加盟店净增 42 家/总体加盟门店占比 5%)。此外, 公司必胜客 wow 门店超 200 家, 突破性的肯悦咖啡已推广至约 700 家肯德基。

3) **外卖销售：公司外卖销售同比增长 14%，过去十年百胜中国外卖收入增速一直维持在双位数增长，目前肯德基和必胜客餐厅收入中外卖占比 39%。**

单季度分析：连续八个季度同店交易量增长。 24 年同店销售额虽然有一定下滑, 但分季度来看环比变化, 以及拆分为客单价、客流量两个维度来看, 发现公司经营有两大亮点：

1) 同店销售额单季度环比提升, 24Q1-Q4 各个季度同店销售额增速为-3%、-4%、-3%、-1%，销售额缩幅收窄。

2) 同店交易额同比增长 4%，这是公司连续第八个季度实现增长。同店销售额下滑主要来自客单价的下降, 在宏观环境、消费下行趋势下, 公司实现同店交易额增长体现了公司优秀的运营能力。

利润拆分：营运效率提升，餐厅净利率上行。 24 年餐厅利润率 15.7%，剔除 6000 万美元影响餐厅层面可比性的项目, 餐厅利润率与

去年持平。其中 24Q4 公司餐厅利润率 12.3%，同比+1.6pct，这是继 Q3 以来餐厅利润率（按可比口径）提升后进一步提升。24Q4 肯德基、必胜客餐厅净利率分别为 13.3%、9.3%，分别同比+1.3pct、+2pct，餐厅净利率上行一方面与原材料成本下降有关，另一方面与公司运营效率提升有关，公司相继推出“Fresh Eye”、“Red Eye”计划，人工智能助力公司降本增效。

公司展望：加速扩店，持续创新，为公司提供增长新动能。

1) 扩店：根据公司规划，2025 年公司预计净新增门店 1600-1800 家，资本支出 7-8 亿美元，门店增速约为 10%，将有效贡献收入增速。此外，公司将要不断增加直营和门店数量，稳步向 26 年实现 2 万家门店的目标迈进。未来几年内肯德基和必胜客新增门店中加盟门店比例将分别逐步增加至 40-50%和 20-30%，随着加盟比例提高，公司资产逐步变轻，周转加快。

2) 创新：公司不断推出创新措施，从菜单革新到引入突破性商业模式，未来公司将进一步扩展目标市场并扩大市场份额。

3) 股东回报：24 年公司回馈股东 15 亿美元，25 年至 26 年向股东回馈 30 亿美元。

● 投资建议与盈利预测

公司作为国内餐饮行业龙头，兼具传统和创新的特性。短期来看，25 年公司扩店 1600-1800 家，26 年冲击 2 万家门店，同店有望延续交易量继续上行的趋势，公司推出 Fresh Eye、Red Eye 等计划，将有效提升公司的运营效率，餐厅净利率有望持续上行。长期来看，公司业绩韧性十足。

我们预计公司 25-27 年营业收入增速为 4.6%、6.3%、5.7%，归母净利润增速为 2.2%、10.9%、12.4%，EPS 分别为 2.47、2.74、3.09 美元/股，当下股价对应 PE 分别为 20x、18x、16x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；食品安全问题；政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	11,303.00	11,818.42	12,568.28	13,284.11
增长率 (%)	2.96	4.56	6.34	5.70
EBITDA (百万美元)	1,683.00	1,724.46	1,874.83	2,034.12
归属母公司净利润 (百万美元)	911.00	931.00	1,032.46	1,160.74
增长率 (%)	10.16	2.20	10.90	12.42
EPS (美元/股)	2.34	2.47	2.74	3.09
市盈率 (P/E)	20.58	20.02	18.05	16.06
市净率 (P/B)	3.19	2.84	2.46	2.13
EV/EBITDA	10.52	9.94	8.38	6.91

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	11303	11818	12568	13284	营业收入	2.96%	4.56%	6.34%	5.70%
营业成本	8972	9313	9866	10362	营业利润	13.76%	9.67%	9.19%	10.29%
税金及附加	—	—	—	—	归属于母公司净利润	10.16%	2.20%	10.90%	12.42%
销售费用	204	473	503	531	获利能力				
管理费用	568	591	628	664	毛利率	20.62%	21.20%	21.50%	22.00%
研发费用	78	112	122	118	净利率	8.06%	7.88%	8.21%	8.74%
财务费用	-129	-12	-36	-71	ROE	15.90%	14.19%	13.62%	13.29%
资产减值损失	—	—	—	—	ROIC	13.41%	13.22%	12.58%	12.13%
营业利润	1207	1324	1445	1594	偿债能力				
营业外收入	—	—	—	—	资产负债率	42.21%	39.53%	36.93%	34.40%
营业外支出	—	—	—	—	流动比率	1.18	1.43	1.82	2.26
利润总额	1336	1335	1481	1665	营运能力				
所得税	356	334	370	416	应收账款周转率	153.78	150.94	155.31	154.60
净利润	980	1002	1111	1249	存货周转率	21.95	22.88	23.11	23.01
归母净利润	911	931	1032	1161	总资产周转率	0.98	1.01	1.01	1.00
每股收益(美元)	2.34	2.47	2.74	3.09	每股指标(美元)				
资产负债表					每股收益	2.34	2.47	2.74	3.09
货币资金	723	1687	3106	4770	每股净资产	15.11	17.43	20.15	23.21
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	79	83	88	93	PE	20.58	20.02	18.05	16.06
预付款项	22	23	24	26	PB	3.19	2.84	2.46	2.13
存货	405	420	445	468	现金流量表				
流动资产合计	2694	3393	4568	5981	净利润	911	931	1,032	1,161
固定资产	2407	2831	3023	3101	折旧和摊销	476	401	429	440
在建工程	107	107	107	107	营运资本变动	-454	57	85	80
无形资产	4170	4045	3924	3806	其他	486	77	85	95
非流动资产合计	8427	8726	8797	8757	经营活动现金流净额	1,419	1,465	1,632	1,775
资产总计	11121	12119	13364	14738	资本开支	-705	-700	-500	-400
短期借款	127	127	127	127	其他	4	0	0	0
应付票据及应付账款	801	831	881	925	投资活动现金流净额	-178	-400	-200	-100
其他流动负债	1279	1337	1422	1503	股权融资	-1,249	0	0	0
流动负债合计	2283	2375	2515	2645	债务融资	-39	5	5	5
其他	2362	2362	2362	2362	其他	-348	-97	-7	-7
非流动负债合计	2411	2416	2421	2426	筹资活动现金流净额	-1,636	-92	-2	-2
负债合计	4694	4791	4936	5071	现金及现金等价物净增加额	-405	964	1,420	1,663
股本	4	4	4	4					
资本公积金	6117	6948	7970	9121					
未分配利润									
少数股东权益	699	770	848	936					
其他	(341)	(341)	(341)	(341)					
所有者权益合计	6427	7328	8429	9668					
负债和所有者权益总计	11121	12119	13364	14738					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048