



百胜中国 (09987.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

Q1 业绩符合预期，红利属性突出

事件

2025 年 4 月 30 日，公司公告一季报，营收 29.81 亿美元/+0.8%，系统销售额同比+2%，核心经营利润 4.05 亿美元/剔除汇率影响+8%，经调整净利 2.92 亿美元/+2%（剔除汇率影响+3%），业绩符合预期。

点评

盈利能力继续提升、新店型进展好于预期。Q1 公司整体餐厅利润率 18.6%/+1.0pct，主要得益于毛利率提升、物业租金及其他运营成本占比下降。新店型，肯悦咖啡突破 1000 家，环比 24 年底净增约 300 家、开店进度好于预期；必胜客 WOW 单店资本开支降至标准店一半，长期期望继续打开下沉开店空间；尝试打造 KPRO 轻食门店、初步反馈良好。

肯德基：同店降幅环比收窄 1pct、订单均价环比稳定。Q1 肯德基系统销额+3%（前值+5%），SSSG 持平（前值-1%），单量+4%（前值+3%）、客单 40 元/-4%（前值 38 元/-4%）、涨价后环比提升；餐厅利润率 19.8%/+0.5pct、主要得益原材料价格低位及运营精简，其中原材料/人工/物业租金及其他成本占收入比同比-0.6/+0.4/-0.3pct；门店新增/净增 397/295 家、维持较快速度，其中加盟净增 122 家、占比 41%。

必胜客：同店降幅环比收窄 4pct、单量提升明显，利润率继续改善。Q1 必胜客系统销额+3%（前值+2%），SSSG 持平（前值-2%），单量+17%（前值+9%）、客单 78 元/-14%（78 元/-10%），大众化策略下预计客单仍将下降，餐厅利润率 14.4%/+1.9pct，其中原材料/人工/物业租金及其他成本占收入比同比-1.9/+0.3/-0.3pct。门店新增/净增 125/45 家，其中加盟净增 15 家、占比 33%。

盈利预测、估值与评级

短期春节临时闭店数增加、工作日同比 1Q24 减少 1 天等影响 Q1 系统销售额及收入增速，属于季节性因素。后续三个季度展望，公司同店销售增速在新品营销持续推出、肯德基提价、必胜客性价比提升等有利因素推动下望改善；运营效率持续提升，预计肯德基餐厅层面经营利润率稳健、必胜客餐厅利润率小幅改善。我们预计 25E~27E 归母净利 9.4/10.0/10.5 亿美元，同比+3.2%/6.6%/5.0%，PE 17.2/16.2/15.4X，25E~26E 股东回报合计 30 亿美元、对应年均含回购股息率约 9%，红利属性突出，维持“买入”评级。

风险提示

终端需求恢复不及预期；汇率波动影响；降本速度不及预期。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（港币）：362.600 元

相关报告：

- 《百胜中国港股公司点评：看好运营效率持续提升，新模型拓张》，2025.2.8
- 《百胜中国港股公司点评：业绩超预期，提升三年股东回报 50%》，2024.11.5
- 《百胜中国港股公司点评：Q2 降本增效，利润超预期》，2024.8.6



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,978	11,303	11,622	12,068	12,495
营业收入增长率	14.72%	2.96%	2.82%	3.83%	3.54%
归母净利润(百万元)	827	911	940	1,001	1,051
归母净利润增长率	87.10%	10.16%	3.16%	6.56%	4.96%
摊薄每股收益(元)	1.99	2.34	2.51	2.84	3.04
每股经营性现金流净额	3.62	3.74	4.70	4.80	5.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.91%	15.90%	18.24%	21.59%	21.56%
P/E	53.25	20.93	17.23	16.17	15.41
P/B	163.93	192.11	204.50	213.80	199.47

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	9,569	10,978	11,303	11,622	12,068	12,495
增长率	-2.9%	14.7%	3.0%	2.8%	3.8%	3.5%
主营业务成本	7,829	8,701	8,972	9,105	9,304	9,500
%销售收入	81.8%	79.3%	79.4%	78.3%	77.1%	76.0%
毛利	1,740	2,277	2,331	2,517	2,763	2,995
%销售收入	18.2%	20.7%	20.6%	21.7%	22.9%	24.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
加盟及联营相关开支	313	392	441	542	682	830
%销售收入	3.3%	3.6%	3.9%	4.7%	5.6%	6.6%
管理费用	594	638	568	568	570	576
%销售收入	6.2%	5.8%	5.0%	4.9%	4.7%	4.6%
关店减值及其他收益净额	57	29	38	37	36	37
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	601	1,061	1,207	1,283	1,381	1,460
%销售收入	6.3%	9.7%	10.7%	11.0%	11.4%	11.7%
财务费用	-84	-169	-129	-101	-87	-78
%销售收入	-0.9%	-1.5%	-1.1%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
投资收益	-26	-49	40	12	12	12
%税前利润	-3.8%	-4.0%	3.0%	0.9%	0.8%	0.8%
营业利润	658	1,135	1,200	1,264	1,365	1,444
营业利润率	6.9%	10.3%	10.6%	10.9%	11.3%	11.6%
营业外收支						
税前利润	685	1,230	1,336	1,385	1,468	1,538
利润率	7.2%	11.2%	11.8%	11.9%	12.2%	12.3%
所得税	207	329	356	374	395	414
所得税率	30.2%	26.7%	26.6%	27.0%	26.9%	26.9%
净利润	478	901	980	1,011	1,073	1,124
少数股东损益	36	74	69	71	72	73
归属于母公司的净利润	442	827	911	940	1,001	1,051
净利率	4.6%	7.5%	8.1%	8.1%	8.3%	8.4%

现金流量表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	442	827	911	940	1,001	1,051
少数股东损益	36	74	69	71	72	73
非现金支出	537	551	486	57	60	61
非经营收益						
营运资金变动	-168	-358	-454	211	52	36
经营活动现金净流	1,413	1,473	1,419	1,759	1,693	1,746
资本开支	-679	-710	-705	-732	-669	-638
投资	176	-38	523	250	250	250
其他	-19	5	4	19	16	16
投资活动现金净流	-522	-743	-178	-463	-403	-372
股权募资	-466	-613	-1,249	-1,171	-1,099	-380
债权募资	0	164	-39	-15	-15	-15
其他	-378	-267	-348	-334	-405	-425
筹资活动现金净流	-844	-716	-1,636	-1,520	-1,520	-819
现金净流量	-6	-2	-405	-239	-245	540

资产负债表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,130	1,128	723	484	239	779
应收款项	371	382	445	421	437	453
存货	417	424	405	417	426	435
其他流动资产	2,022	1,497	1,121	883	633	383
流动资产	3,940	3,431	2,694	2,205	1,736	2,051
%总资产	33.3%	28.5%	24.2%	20.4%	16.6%	19.0%
长期投资	266	0	0	0	0	0
固定资产	2,118	2,310	2,407	2,649	2,796	2,893
%总资产	17.9%	19.2%	21.6%	24.5%	26.8%	26.8%
无形资产	4,366	4,299	4,170	4,110	4,051	3,995
非流动资产	7,886	8,600	8,427	8,609	8,698	8,738
%总资产	66.7%	71.5%	75.8%	79.6%	83.4%	81.0%
资产总计	11,826	12,031	11,121	10,814	10,434	10,789
短期借款	0	168	127	112	97	82
应付款项	727	786	2,080	822	840	844
其他流动负债	1,439	1,468	76	1,546	1,605	1,662
流动负债	2,166	2,422	2,283	2,480	2,542	2,588
长期贷款	42	44	49	49	49	49
其他长期负债	2,458	2,446	2,362	2,362	2,362	2,362
负债	4,666	4,912	4,694	4,891	4,953	4,999
普通股股东权益	6,482	6,405	5,728	5,153	4,639	4,875
其中：股本	4	4	4	4	4	3
未分配利润	6,581	6,630	6,117	5,542	5,029	5,265
少数股东权益	678	714	699	770	842	915
负债股东权益合计	11,826	12,031	11,121	10,814	10,434	10,789

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.05	1.99	2.34	2.51	2.84	3.04
每股净资产	15.48	15.72	15.11	13.76	13.16	14.10
每股经营现金净流	3.38	3.62	3.74	4.70	4.80	5.05
每股股利	0.48	0.48	0.52	0.88	1.14	1.22
回报率						
净资产收益率	6.82%	12.91%	15.90%	18.24%	21.59%	21.56%
总资产收益率	3.74%	6.87%	8.19%	8.69%	9.60%	9.74%
投入资本收益率	5.82%	10.60%	13.41%	15.40%	17.94%	18.02%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.88%	14.72%	2.96%	2.82%	3.83%	3.54%
EBIT 增长率	-54.88%	76.54%	13.76%	6.30%	7.65%	5.72%
净利润增长率	-55.35%	87.10%	10.16%	3.16%	6.56%	4.96%
总资产增长率	-10.56%	1.73%	-7.56%	-2.76%	-3.51%	3.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.5	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2
存货周转天数	19.5	17.4	16.6	16.3	16.3	16.3
应付账款周转天数	35.8	31.3	57.5	57.4	32.2	31.9
固定资产周转天数	82.2	72.6	75.1	78.3	81.2	82.0
偿债能力						
净负债/股东权益	19.13%	21.49%	28.24%	34.43%	41.39%	29.61%
EBIT 利息保障倍数	—	—	—	247.1	286.7	328.7
资产负债率	39.46%	40.83%	42.21%	45.23%	47.47%	46.34%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究