

公司研究

同店收入增速进一步修复，餐厅利润率同比改善

——百胜中国（9987.HK）25Q1 业绩点评

买入（维持）

当前价：334.80 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

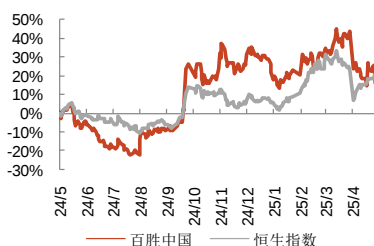
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.74
总市值(亿港元):	1,251.97
一年最低/最高(港元):	222.27/421.40
近 3 月换手率:	10.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-22.47	-19.61	-5.62
绝对	-26.22	-7.20	15.51

资料来源：Wind

相关研报

24Q4 利润增长显著，必胜客迎拐点——百胜中国（9987.HK）2024 年年报点评（2025-02-09）

创新增长策略成效显著，股东回馈再加码——百胜中国（9987.HK）跟踪报告（2024-11-13）

重视性价比，持续推动效率提升——百胜中国（9987.HK）2024 年半年报点评（2024-08-07）

要点

事件：25Q1 公司实现营收 29.81 亿美元，同比+1%（或同比+2%，不计外币换算影响）；实现经调整净利润 2.92 亿美元，同比+2%（或同比+3%，不计外币换算影响）；实现核心经营利润率 13.4%，同比+0.8pcts。

同店销售额同比持平，继续量增价减。门店经营方面，25Q1 系统销售额同比+2%（KFC/必胜客分别同比+3%/+2%）。25Q1 系统销售额同比增速较过去放缓，主要系：1) 25Q1 工作日比 24Q1（闰年）少一天，产生约 1%的影响；2) 与 24 年同期相比 25 年春节假期期间临时多关闭了一些门店，25Q1 必胜客永久性关闭门店数量也较其他季度更多；3) 公司开设了更多的小型门店，并向低线城市发展，影响了单店销售额。25Q1 同店销售额同比持平（KFC/必胜客分别同比持平/持平）；其中 KFC/必胜客客单价分别同比-4%/-14%，KFC 客单价同比下滑主要系拓宽价格区间扩大目标市场，必胜客客单价同比下滑主要系提供更具性价比产品；KFC/必胜客同店交易量分别同比+4%/+17%。

开店方面，25Q1 净增 247 家门店（KFC/必胜客分别净增 295/45 家）；期末餐厅总数 16642 家（KFC/必胜客分别为 11943/3769 家）。2025 年公司计划净新增门店 1600-1800 家，2026 年门店总数将突破 20000 家。公司预计在未来几年内，KFC 和必胜客净新增门店中加盟店的比例将分别逐渐增加到 40%-50%和 20%-30%。

经营效率提升，25Q1 餐厅利润率同比改善。25Q1 食品及包装物占餐厅收入比例为 31.2%，同比-0.9pcts，受益于食材成本价格的下降和“红眼计划”的实施。25Q1 薪金及雇员福利占餐厅收入比例为 25.7%，同比+0.3pcts，主要系配送业务增长导致骑手成本占比提升；此外公司通过自动化、简化运营抵消了一线员工工资上涨，非骑手成本保持稳定。25Q1 租金及其他成本占餐厅收入比例为 24.5%，同比-0.4pcts。综合来看，25Q1 餐厅利润率 18.6%，同比+1.0pcts（KFC/必胜客分别为 19.8%/14.4%，分别同比+0.5/+1.9pcts）。25Q1 必胜客餐厅利润率提升较多，主要与必胜客自助餐活动举办时间调整有关（24 年必胜客自助餐活动在 Q1，25 年必胜客自助餐活动在 Q2，有自助餐活动的情况下食品及包装物成本较高）。

新店型积极推进，肯悦咖啡上调全年开店指引。25Q1 肯悦咖啡和必胜客 WOW 店发展态势良好。25Q1 肯悦咖啡杯数和销售额同比双位数增长，当前会员中尝试者比例低，客户基础潜力较大。今年推出了 12.9 元高品质咖啡豆产品，茶饮业务也在推进。肯悦咖啡对肯德基母店的收入和利润有正向贡献，公司将其 25 年底门店数量目标从 1300 家上调至 1500 家，未来将继续丰富产品，提升对肯德基的业绩贡献。必胜客 WOW 店 25Q1 门店利润率同比增长，外卖业绩持续向好，24 年 12 月底推出的下沉市场新店模式成本低（开店成本约 65 万元，为正常店铺开店成本的一半）、盈利能力较好。后续公司将优化 WOW 店配送业务提升利润率，并在低线城市和竞争激烈区域增开新店，挖掘市场潜力。

盈利预测、估值与评级：考虑到必胜客闭店增加，以及小店数量占比提升，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别至 9.57/10.36/11.05 亿美元（分别下调 2%/2%/4%），折合 2025-2027 年 EPS 分别为 2.56/2.77/2.96 美元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 17x/16x/15x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险，食品安全风险，汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	10,978	11,303	11,821	12,570	13,336
营业收入增长率	14.7%	3.0%	4.6%	6.3%	6.1%
归母净利润（百万美元）	827	911	957	1,036	1,105
归母净利润增长率	87.1%	10.2%	5.0%	8.3%	6.7%
EPS（美元）	2.03	2.40	2.56	2.77	2.96
P/E	21	18	17	16	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-02（注：USD/CNY=7.2014，HKD/CNY=0.9281；2023-2027 年公司总股本数分别为 4.07/3.79/3.74/3.74/3.74 亿股）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,978	11,303	11,821	12,570	13,336
公司餐厅开支	-8,701	-8,972	-9,311	-9,892	-10,476
其他收益	-	1	-1	-1	-1
运营成本及其他开支	-1,171	-1,170	-1,208	-1,285	-1,370
经营利润	1,106	1,162	1,300	1,391	1,489
利息收入 (支出)	169	129	95	144	216
投资收入 (亏损)	-49	40	20	5	-10
税前利润	1,226	1,331	1,415	1,541	1,695
所得税开支	-329	-356	-382	-416	-475
净利润	901	980	1,033	1,125	1,221
少数股东损益	74	69	76	89	115
归母净利润	827	911	957	1,036	1,105
资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产总额	12,031	11,121	11,975	12,988	14,013
现金及现金等价物	1,128	723	1,850	3,033	4,237
应收款项合计	68	79	83	89	93
存货	424	405	399	455	472
其他短期投资	1,472	1,121	897	717	574
待摊费用及其他流动资产	339	366	366	366	366
流动资产合计	3,431	2,694	3,595	4,661	5,742
固定资产净值	2,310	2,407	2,490	2,556	2,609
使用权资产	2,217	2,146	2,129	2,112	2,095
商誉	1,932	1,880	1,880	1,880	1,880
无形资产	150	144	140	136	132
长期定存投资	1,265	1,088	979	881	793
于联营合营公司的投资	332	368	368	368	368
递延所得税资产	129	138	138	138	138
其他非流动资产	265	256	256	256	256
非流动资产合计	8,600	8,427	8,380	8,327	8,271
负债总额	4,912	4,694	4,776	4,946	5,051
贸易及其他应付款项	1,043	816	792	855	848
应付税项	90	76	82	89	101
其他流动负债	1,289	1,391	1,391	1,391	1,391
流动负债合计	2,422	2,283	2,265	2,335	2,340
长期租赁负债	1,943	1,865	1,965	2,065	2,165
递延所得税负债	390	389	389	389	389
其他负债	157	157	157	157	157
非流动负债合计	2,490	2,411	2,511	2,611	2,711
权益总额	7,119	6,427	7,199	8,042	8,962
普通股股本	4	4	4	4	4
库存股	-	-52	-52	-52	-52
未分配利润和储备	6,401	5,776	6,473	7,227	8,031

百胜中国控股股东权益总额	6,405	5,728	6,425	7,179	7,983
少数股东权益	701	686	762	851	966
可赎回少数股东权益	13	13	13	13	13
现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,473	1,419	1,565	1,649	1,662
净利润	1,226	1,331	1,415	1,541	1,695
折旧和摊销	453	476	502	519	532
营运资本变动	305	-219	-22	1	-29
融资成本	-169	-129	-95	-144	-216
支付所得税	-329	-356	-376	-409	-462
其他非现金调整	-13	315	141	141	141
投资活动现金流	-743	-178	-372	-428	-473
资本支出	-710	-705	-705	-705	-705
短期投资及长期定存投资	-18	523	333	277	232
其他投资活动现金流	-15	4	-	-	-
融资活动现金流	-716	-1,636	-66	-37	15
就普通股支付的现金股息	-216	-248	-260	-282	-301
其他融资活动现金流	-500	-1,388	195	244	316
净现金流	14	-395	1,127	1,183	1,203

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP