

同店修复积极，餐厅利润率继续优化

华泰研究

2025年5月01日 | 中国香港/美国

季报点评

餐饮

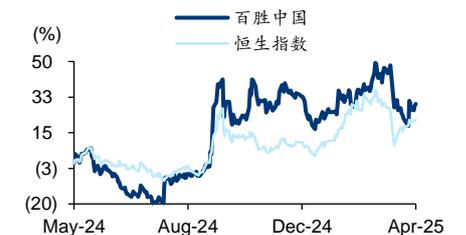
	9987 HK	YUMC US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 452.25	美元: 58.30

研究员	樊俊豪
SAC No. S0570524050001	fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986	+(852) 3658 6000
研究员	曾珺
SAC No. S0570523120004	zengjun@htsc.com
SFC No. BTM417	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/美元)	9987 HK	YUMC US
目标价	452.25	58.30
收盘价(截至4月30日)	362.60	46.68
市值(百万)	135,611	17,388
6个月平均日成交额(百万)	214.23	133.04
52周价格范围	225.20-421.40	28.13-53.99
BVPS	15.43	15.15

股价走势图



资料来源: S&P

百胜中国公布1Q25业绩: 1Q25收入29.81亿美元/yoy+1%，不计外币换算影响yoy+2%；经营利润3.99亿美元/yoy+7%，不计外币换算影响yoy+8%；核心经营利润4.05亿美元/yoy+8%。1Q25归母净利润2.92亿美元/yoy+2%，归母净利率9.8%/yoy+0.1pct。季内公司同店销售额突破关键里程碑（同比由负转为持平），叠加经营效率提升，餐厅利润率实现同比良好增长。1Q25发放季度股息0.24美元/股/yoy+50%，维持25年开店目标（净新开1600-1800家）与25-26股东回报计划指引（合计30亿美元）。加盟新店占比提升、小店比例增多对收入端增速产生一定影响，但伴随同店回暖、成本结构优化，我们依然看好利润率的上升趋势。维持“买入”评级。

1Q25同店明显修复，同店交易量连续九个季度增长；利润率提升靓丽

1Q25公司系统销售额yoy+2%，净新增门店对系统销售额的贡献为4%，同店销售实现24年来首个季度较去年同期的100%恢复。分品牌看，1Q25肯德基同店同比持平（交易量yoy+4%；客均价42元/yoy-4%）；必胜客同店同比持平（交易量yoy+17%；客均价78元/yoy-14%，持续巩固大众化定价策略）。1Q25公司直营门店原材料成本/人力成本/租金及其他成本31.2%/25.7%/24.6%，同比分别-0.9/+0.3/-0.4pct。1Q25肯德基/必胜客餐厅利润率分别达19.8%/14.4%，yoy+0.5/+1.9pct，主因原材料价格利好、经营精简。经营利润3.99亿美元/yoy+7%，经营利润率13.4%/yoy+0.8pct。

拓店步伐有条不紊，提高肯悦咖啡开店指引

截至1Q25末公司共有门店16,642家，其中肯德基/必胜客11,943家/3,769家。季内净新开门店247家（加盟占比25%），其中肯德基净新增295家/加盟占比41%，必胜客净新增45家/加盟占比33%，净新增门店中加盟店占比不断提升，期内关店283家/同比+140家，主因季节性暂时闭店，对门店经营时长调控更加灵活精准，一定程度影响收入增速。新店型方面，肯悦咖啡持续迭代菜单、引入茶饮系列，于1Q25内达成1000店里程碑，季内杯量及销售收入同比均有约20%增长，管理层展望25年底达1500家，高于此前1300家预期。必胜客WOW店型持续迭代，丰富入门价位菜单，单店CAPEX降至近标准店一半水平（约65万），具备下沉市场拓店潜力。

目标价452.25港币/58.30美元；维持“买入”

考虑加盟和小店占比变动，我们略微调整25-27年收入，预计25-27年EPS为2.65/3.10/3.27美元（前值：2.66/3.06/3.26美元，考虑回购）。参考25年可比Wind和彭博预期22xPE，给予22x25年PE，目标价452.25港币/58.30美元（前值434.83港币/55.85美元，对应21x25年PE，平价）。

风险提示：拓店稀释同店收入；拓店节奏放缓；新品牌表现不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	10,978	11,303	11,806	12,601	13,389
+/-%	14.72	2.96	4.45	6.73	6.26
归属母公司净利润(美元百万)	827.00	911.00	960.36	1,041	1,098
+/-%	87.10	10.16	5.42	8.38	5.51
EPS(美元,最新摊薄)	1.99	2.35	2.65	3.10	3.27
ROE(%)	12.81	14.98	17.42	20.28	20.47
PE(倍)	23.51	19.90	17.63	15.10	14.31
PB(倍)	3.03	3.16	3.20	3.16	2.73
EV EBITDA(倍)	13.22	11.96	8.58	8.21	7.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: YUMC: 可比公司估值

股票名称	股票代码	收盘价 (当地货币 元)	EPS (当地货币)			2025E-2027E		PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	CAGR	2025E	2026E	2027E	
海底捞	6862 HK	17.62	0.93	1.01	1.10	8%	17.62	16.22	14.90	
九毛九	9922 HK	2.53	0.12	0.17	0.22	77%	19.61	13.84	10.70	
小菜园	0999 HK	8.77	0.58	0.70	0.80	13%	14.06	11.65	10.20	
中国香港-均值						32%	17.10	13.91	11.93	
美国										
MCDONALDS	MCD US	314.05	12.84	13.30	14.67	8%	24.46	23.61	21.41	
DOMINOS PIZZA	DPZ US	493.43	17.93	19.28	21.27	8%	27.52	25.59	23.20	
CHIPOTLE MEXICAN GRILL	CMG US	50.65	1.32	1.45	1.71	16%	38.37	34.93	29.55	
YUM BRANDS	YUM US	147.69	6.00	6.70	7.52	12%	24.60	22.06	19.64	
WENDYS	WEN US	12.59	0.99	1.12	1.23	9%	12.68	11.24	10.23	
美国-均值						11%	25.5	23.5	20.8	
整体均值							22.4	19.9	17.5	

注: 港股数据基于 Wind 一致预测, 其他数据基于 Bloomberg 一致预测; 数据截至 25/04/30; 港币: 美元=0.12891:1
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

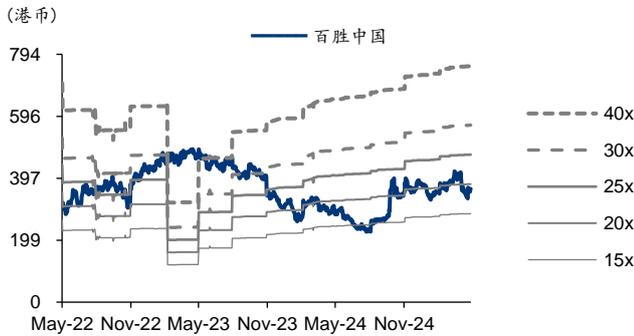
风险提示

拓店稀释同店收入: 随门店不断加密, 近距离开店或一定程度稀释同店收入。

拓店节奏或放缓: 肯德基、必胜客门店规模基数已相对较高, 先行进入下沉市场的本土品牌门店密集且定价较低, 有一定先发优势, 后续肯德基下沉拓店节奏或有所放缓。

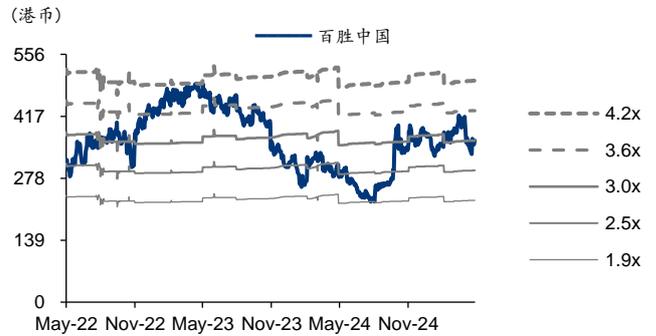
新品牌表现不及预期: Lavazza、塔可贝尔初进入中国市场, 市场教育尚不充分, 后续扩张和发展具有一定的不确定性。

图表2: 百胜中国 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 百胜中国 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,978	11,303	11,806	12,601	13,389
销售成本	(8,701)	(8,972)	(9,399)	(9,989)	(10,573)
毛利润	2,277	2,331	2,406	2,612	2,816
销售及分销成本	(421.00)	(480.00)	(417.96)	(473.22)	(538.86)
管理费用	(638.00)	(568.00)	(567.33)	(563.37)	(559.09)
其他收入/支出	(112.00)	(121.00)	(117.71)	(133.72)	(172.32)
财务成本净额	169.00	129.00	100.66	82.21	62.41
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,226	1,331	1,424	1,543	1,629
税费开支	(329.00)	(356.00)	(380.23)	(412.11)	(434.82)
少数股东损益	74.00	69.00	83.51	90.51	95.50
归母净利润	827.00	911.00	960.36	1,041	1,098
折旧和摊销	(453.00)	(476.00)	(1,025)	(993.72)	(964.92)
EBITDA	1,510	1,678	2,348	2,455	2,531
EPS (美元, 基本)	1.99	2.35	2.65	3.10	3.27

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	424.00	405.00	453.04	447.74	493.91
应收账款和票据	407.00	445.00	407.64	502.41	464.57
现金及现金等价物	1,128	723.00	726.10	796.45	2,045
其他流动资产	1,472	1,121	1,297	1,209	1,253
总流动资产	3,431	2,694	2,883	2,955	4,256
固定资产	2,310	2,407	2,628	2,624	2,611
无形资产	150.00	144.00	203.10	195.31	188.77
其他长期资产	6,140	5,876	5,318	5,037	4,891
总长期资产	8,600	8,427	8,149	7,856	7,690
总资产	12,031	11,121	11,032	10,811	11,946
应付账款	2,164	2,080	2,359	2,359	2,634
短期借款	168.00	127.00	127.00	127.00	127.00
其他负债	258.00	90.00	90.00	90.00	90.00
总流动负债	2,422	2,283	2,576	2,576	2,851
长期债务	1,899	1,816	1,809	1,802	1,795
其他长期债务	591.00	595.00	593.00	594.00	593.50
总长期负债	2,490	2,411	2,402	2,396	2,389
股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
储备/其他项目	6,414	5,737	5,281	4,975	5,747
股东权益	6,418	5,741	5,285	4,979	5,751
少数股东权益	701.00	686.00	769.51	860.02	955.52
总权益	7,119	6,427	6,055	5,839	6,707

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	23.51	19.90	17.63	15.10	14.31
PB	3.03	3.16	3.20	3.16	2.73
EV EBITDA	13.22	11.96	8.58	8.21	7.50
股息率 (%)	1.11	1.37	2.05	2.08	2.13
自由现金流收益率 (%)	10.93	3.14	8.45	6.97	9.21

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,510	1,678	2,348	2,455	2,531
融资成本	(169.00)	(129.00)	(100.66)	(82.21)	(62.41)
营运资本变动	1,394	(103.00)	267.88	(89.53)	267.29
税费	(329.00)	(356.00)	(380.23)	(412.11)	(434.82)
其他	(933.00)	329.00	(74.84)	169.96	18.54
经营活动现金流	1,473	1,419	2,061	2,041	2,320
CAPEX	(710.00)	(705.00)	(786.71)	(757.54)	(770.83)
其他投资活动	(33.00)	527.00	(116.50)	58.25	(29.13)
投资活动现金流	(743.00)	(178.00)	(903.21)	(699.29)	(799.96)
债务增加量	164.00	(39.00)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(216.00)	(248.00)	(248.00)	(346.67)	(326.38)
其他融资活动现金流	(500.00)	(1,388)	(899.34)	(917.79)	62.41
融资活动现金流	(716.00)	(1,636)	(1,154)	(1,271)	(270.96)
现金变动	14.00	(395.00)	3.10	70.36	1,249
年初现金	1,130	1,128	723.00	726.10	796.45
汇率波动影响	(16.00)	(10.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,128	723.00	726.10	796.45	2,045

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	14.72	2.96	4.45	6.73	6.26
毛利润	30.86	2.37	3.24	8.53	7.84
营业利润	75.83	5.06	12.17	10.58	7.27
净利润	87.10	10.16	5.42	8.38	5.51
EPS	88.45	18.11	12.87	16.79	5.51
盈利能力比率 (%)					
毛利率	20.74	20.62	20.38	20.73	21.03
EBITDA	13.75	14.85	19.89	19.48	18.90
净利率	7.53	8.06	8.13	8.26	8.20
ROE	12.81	14.98	17.42	20.28	20.47
ROA	6.93	7.87	8.67	9.53	9.65
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	14.63	21.25	22.89	22.74	(2.14)
流动比率	1.42	1.18	1.12	1.15	1.49
速动比率	1.24	1.00	0.94	0.97	1.32
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.92	0.98	1.07	1.15	1.18
应收账款周转天数	12.76	13.57	13.00	13.00	13.00
应付账款周转天数	59.81	85.14	85.00	85.00	85.00
存货周转天数	17.40	16.63	16.43	16.23	16.03
现金转换周期	(29.65)	(54.95)	(55.57)	(55.77)	(55.97)
每股指标 (美元)					
EPS	1.99	2.35	2.65	3.10	3.27
每股净资产	15.43	14.80	14.59	14.81	17.10

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾琚，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾珺本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司