

百胜中国 (09987.HK)

同店销售止跌企稳，股东回报计划稳步推进

优于大市

核心观点

2025Q1 经调整经营利润同增 6.7%。2025Q1，公司收入 29.81 亿美元/+0.8%，逊于彭博一致预期 (+5.7%)，主因净增门店贡献 (+4%) 弱于预期、2025Q1 同比少 1 个营业日 (2024 年为闰年) 及春节阶段关店控费提效综合影响；经调整经营利润 3.99 亿美元/+6.7%；经调整净利润 2.92 亿美元/+1.7%，净利润增速低于经营利润增速系利息收入及投资收益降低。EPS 为 0.77 美元/+8.1%，同样略低于 EPS 双位数年均复合增长的中线目标。

同店收入自 2024 年以来首次同比止跌，交易量复苏持续驱动。2025Q1，系统销售额同增 2%，净增门店贡献 4% 增长，部分被 2025 年少 1 个营业日及春节阶段关店影响抵消；整体同店销售同比持平，2024 年以来首度止跌企稳。**分品牌看**，肯德基同店销售同比持平，交易量连续 9 个季度实现正增长，扩大产品价格带下客单同比仍下降；必胜客同店销售同比持平，其中交易量同增 17%，执行高性价比产品策略，客单价同比-14%。

2025Q1 门店净增 247 家，外卖延续快速增长。2025Q1，门店新增 530 家，但净增 247 家低于 2024 同期 378 家，预计系本季度集中调整低效能门店，2025 年净增 1600-1800 家计划不变，预计后续季度净增节奏会提速。**分结构看**，净增门店中肯德基/必胜客加盟占比为 41%/33%。期末肯德基/必胜客会员数合计超 5.4 亿/+12%，会员销售占比 66%。外卖收入同增 13%，延续过往 11 年双位数增速表现，外卖业务收入占比已达 42%。

运营效率继续改善。2025Q1，食材/人工/租金占比分别同比 -0.9/+0.3/-0.4pct，人工成本上升系工资上涨以及外卖骑手成本较高影响；餐厅利润率 18.6%/+0.9pct；管理费用率同比-0.1pct。

肯悦咖啡门店数破千，股东回报计划稳步推进。自 2023 年 11 月正式更名为“肯悦咖啡”，目前肯悦咖啡门店数已经突破 1000 家。2025Q1 公司合计向股东回馈 2.62 亿美元 (1.72 亿股票回购 (360 万股) +9000 万美元现金股息)，2025-2026 年股东回馈 30 亿美元目标稳步推进。

风险提示：消费力下行、下沉效果不佳、品牌孵化慢于预期、行业竞争加剧。

投资建议：期内公司收入增速虽受有效经营时长及春节歇业影响，但积极控费提效下利润增长仍稳健，故维持 2025-2027 年归母净利润预测 9.78/10.45/11.10 亿美元，兼顾股份回购，EPS 为 2.76/3.11/3.43 美元，对应 PE 估值 15.6/13.9/12.6x。展望未来，系列创新举措带动下同店改善趋势有望延续，且扩张计划依旧稳健，2025-26 年累计回购分红 30 亿美元目标也将增强投资偏好，维持公司“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	10,978	11,303	11,846	12,372	12,909
(+/-%)	14.7%	3.0%	4.8%	4.4%	4.3%
净利润 (百万美元)	827	911	978	1045	1110
(+/-%)	87.1%	10.2%	7.4%	6.9%	6.2%
每股收益 (美元)	2.21	2.44	2.76	3.11	3.43
EBIT Margin	11.8%	11.2%	8.6%	8.9%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	15.9%	15.0%	14.2%	13.5%
市盈率 (PE)	19.5	17.7	15.6	13.9	12.6
EV/EBITDA	100.2	102.5	86.6	77.5	70.3
市净率 (PB)	2.52	2.82	2.35	1.98	1.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	334.80 港元
总市值/流通市值	125161/125161 百万港元
52 周最高价/最低价	421.40/222.27 港元
近 3 个月日均成交额	254.99 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《百胜中国 (09987.HK) - 第四季度同店销售降幅继续收窄，2025 年门店扩张稳步提速》——2025-02-09

《百胜中国 (09987.HK) - 经营数据环比继续改善，拟将 2024-2026 年股东回报提升 50%》——2024-11-06

《百胜中国 (09987.HK) - 促消费政策频出经营望受益，持续回购彰显管理层信心》——2024-09-30

《百胜中国 (09987.HK) - 高基数影响同店短期承压略降，门店扩张节奏趋势向好》——2024-05-05

《百胜中国 (09987.HK) - 2023 年财报点评-费用管控效果良好，重申中线增长目标》——2024-02-08

2025Q1 收入利润增速略低于市场预期。2025Q1，公司实现收入 29.81 亿美元，同比+0.8%，收入增速低于彭博一致预期（+5.7%），系净增门店贡献弱于预期、2025Q1 同比少 1 个营业日（2024 年为闰年）及春节阶段关店提效综合影响；经调整经营利润 3.99 亿美元，同比+6.7%；经调整净利润 2.92 亿美元，同比+1.7%，净利润增速低于经营利润增速主因利息收入及投资收益降低。EPS 为 0.77 美元，同比+8.1%，增速也低于公司中线增速目标（双位数年均复合增长）。

图1：2020-2025Q1 收入、经营利润以及归母净利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2025Q1 同店收入自 2024 年首度同比止跌，交易量恢复持续驱动。2025Q1，系统销售额同增 2%，主要得益于净增门店的贡献，部分被 2025 年少 1 个营业日（2024 年为闰年）及春节阶段关店影响抵消；公司同店销售同比持平，但是 2024 年以来首度止跌企稳。**分品牌看**，肯德基同店销售同比持平，其中交易量连续 9 个季度实现正增长，客单价持续扩大产品价格带、故仍延续下降态势；必胜客同店销售同比同样持平，必胜客执行高性价比产品策略（全年翻新菜单、推出必胜客 WOW 店模型等），客单价同比继续走低，交易量恢复良好同增 17%。

表1：百胜中国、肯德基、必胜客同店收入以及对应客流、客单价表现

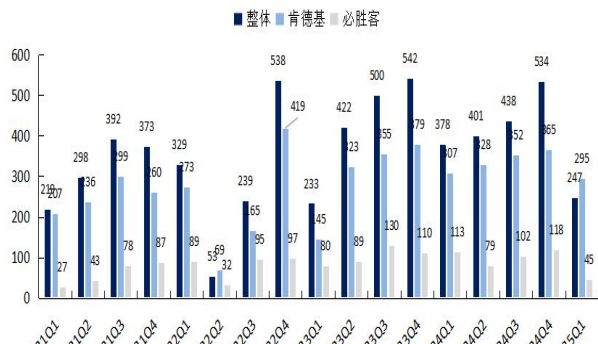
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
整体同店增速	8%	15%	4%	4%	-3%	-4%	-3%	-1%	0%
肯德基	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%	-2%	-1%	0%
TC (交易量)	6%	21%	9%	16%	4%	4%	1%	3%	4%
TA (客单价)	2%	-5%	-5%	-11%	-6%	-7%	-3%	-4%	-4%
必胜客	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%	-6%	-2%	0%
TC (交易量)	13%	27%	12%	15%	8%	2%	4%	9%	17%
TA (客单价)	-5%	-11%	-9%	-8%	-12%	-9%	-9%	-10%	-14%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2025Q1 门店净增 247 家，加盟占比持续提升。2025Q1，公司门店新增 530 家，门店净增 247 家略低于 2024 同期的 378 家，预计系公司期内做了较多门店关店调整，公司同样提及维持 2025 年全年净增 1600-1800 家门店计划不变，预计后续 3 个季度门店净增节奏会有所提速。**分结构看**，一季度净增门店中，肯德基/必胜客加盟占比分别为 41%/33%，新店加盟占比持续提升。

两大主力品牌会员数稳步扩容，外卖继续快速增长。2025 年第一季度，数字订单收入达 26 亿美元，占餐厅收入的 93%。季度末肯德基、必胜客的会员数合计超过 5.4 亿，同增 12%，会员销售额占肯德基/必胜客两品牌系统销售额的 66%。外卖收入同增 13%，延续过往 11 年的双位数增速表现，外卖收入占肯德基/必胜客餐厅收入比重为 42%。

图2：百胜中国整体/肯德基/必胜客季度净增门店



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

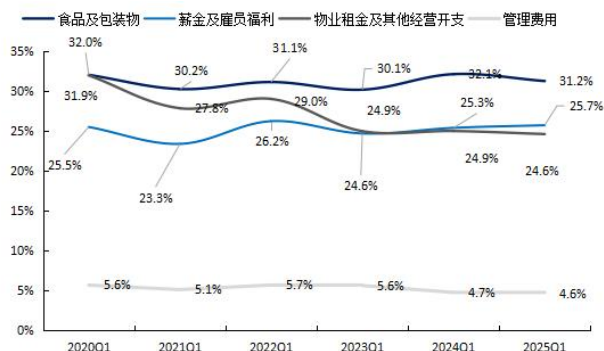
图3：百胜中国会员数量以及会员销售餐厅收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

运营效率持续提升。2025Q1，食品及原材料占比为 31.2%，同比-0.9pct；薪金及雇员福利占比约 25.7%，同比+0.3pct，人工成本上升系工资上涨以及外卖骑手成本较高影响；物业租金及其他经营开支占比约 24.6%，同比-0.4pct，期内公司餐厅利润率 18.6%，同比+0.9pct。管理费用同比-0.1pct。

图4：百胜中国第一季度成本费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：百胜中国第一季度餐厅利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

肯悦咖啡门店突破千家，股东回报计划稳步推进。公司于 2022 年 10 月开设首家 K COFFEE 独立门店后，2023 年 11 月正式更名为“肯悦咖啡”，目前公司肯悦咖啡门店数已经突破 1000 家。2025 年第一季度，公司合计向股东回馈 2.62 亿美元，其中包含 1.72 亿美元股票回购（360 万股）和 9000 万美元现金股息，截至报告期末，公司仍有 11 亿美元额度可用于股票回购。年初公司计划在 2025-2026 年向股东回馈 30 亿美元，全年目标稳步推进。

投资建议：期内公司收入增速虽受有效经营时长及春节阶段歇业影响，但积极控费提效下利润增长仍较为稳健，因此我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 9.78/10.45/11.10 亿美元，兼顾股份回购，EPS 为 2.76/3.11/3.43 美元，对应

PE 估值 15.6/13.9/12.6x。展望未来，系列创新举措带动下同店改善趋势有望延续，且扩张计划依旧稳健，2025-26 年累计回购分红 30 亿美元目标也将增强投资偏好，维持公司“优于大市”评级。

表2: 板块相对估值

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	
9922. HK	九毛九	2.38	32.95	0.15	0.21	0.25	15.89	11.35	9.53	优于大市
6862. HK	海底捞	16.81	927.07	0.97	1.10	1.24	17.33	15.28	13.56	优于大市
9987. HK	百胜中国	314.11	1,161.66	19.88	22.40	24.70	15.60	13.90	12.60	优于大市
605108. SH	同庆楼	21.37	55.56	1.08	1.48	-	19.79	14.44	-	优于大市
603043. SH	广州酒家	15.51	88.22	0.97	1.07	1.17	15.99	14.50	13.26	优于大市

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 百胜中国 EPS 单位为人民币元

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1128	723	3272	5441	7915	营业收入	10978	11303	11846	12372	12909
应收款项	382	423	325	339	354	营业成本	8701	8972	9477	9897	10327
存货净额	424	405	504	526	548	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	25	22	0	0	0	销售费用	500	500	563	567	580
流动资产合计	3431	2694	5221	7356	9817	管理费用	479	564	785	807	823
固定资产	2310	2407	2731	3063	3399	财务费用	43	60	0	1	12
无形资产及其他	4299	4170	4031	3892	3753	投资收益	0	0	5	5	5
						资产减值及公允价值					
投资性房地产	1659	1482	1482	1482	1482	变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	332	368	868	1368	1868	其他收入	(25)	129	415	437	464
资产总计	12031	11121	14333	17161	20319	营业利润	1230	1336	1442	1541	1636
短期借款及交易性金融负债	168	127	10	10	10	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	876	877	1059	1105	1151	利润总额	1230	1336	1442	1541	1636
其他流动负债	1378	1279	1769	1842	2141	所得税费用	329	356	389	416	442
流动负债合计	2422	2283	2838	2956	3301	少数股东损益	74	69	74	80	85
长期借款及应付债券	44	49	249	649	1149	归属于母公司净利润	827	911	978	1045	1110
其他长期负债	2446	2362	2662	2812	2862						
长期负债合计	2490	2411	2911	3461	4011	现金流量表（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4912	4694	5749	6417	7312	净利润	827	911	978	1045	1110
少数股东权益	714	699	773	853	938	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	6405	5728	6511	7347	8235	折旧摊销	0	0	415	437	464
负债和股东权益总计	12031	11121	13033	14617	16485	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	43	60	0	1	12
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(490)	(24)	993	232	358
每股收益	2. 21	2. 44	2. 76	3. 11	3. 43	其它	74	69	74	80	85
每股红利	0. 00	0. 00	0. 55	0. 62	0. 69	经营活动现金流	411	956	2461	1794	2017
每股净资产	17. 13	15. 32	18. 37	21. 82	25. 48	资本开支	0	(97)	(600)	(630)	(662)
ROIC	14%	14%	15%	17%	19%	其它投资现金流	550	351	0	71	50
ROE	13%	16%	15%	14%	13%	投资活动现金流	484	218	200	185	179
毛利率	21%	21%	20%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	11%	9%	9%	9%	负债净变化	2	5	200	400	500
EBITDA Margin	12%	11%	12%	12%	13%	支付股利、利息	0	0	(196)	(209)	(222)
收入增长	15%	3%	5%	4%	4%	其它融资现金流	(901)	(810)	(117)	0	0
净利润增长率	87%	10%	7%	7%	6%	融资活动现金流	(897)	(800)	(780)	(768)	278
资产负债率	47%	48%	50%	50%	50%	现金净变动	(2)	(405)	1881	1211	2474
息率	0. 0%	0. 0%	0. 2%	0. 2%	0. 2%	货币资金的期初余额	1130	1128	723	3272	5441
P/E	19. 5	17. 7	15. 6	13. 9	12. 6	货币资金的期末余额	1128	723	2604	4482	7915
P/B	2. 5	2. 8	2. 4	2. 0	1. 7	企业自由现金流	0	808	1555	842	1022
EV/EBITDA	100	102	87	78	70	权益自由现金流	0	(41)	1638	1241	1513

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032