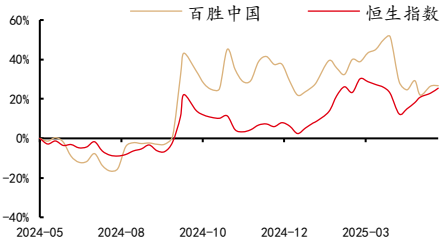
百胜中国 (9987.HK)

同店持续改善，加盟继续推进，业绩韧性十足

股票投资评级

买入|维持

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（港币）	348.00
总股本/流通股本（亿股）	3.73
总市值/流通市值（亿港币）	1,299.10
52 周内最高/最低价（港币）	419.2 / 324.0
资产负债率(%)	42.2084
市盈率	18.2327
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

事件

公司发布 25Q1 财务业绩公告，25Q1 公司实现营收 29.81 亿美元，同比+0.78%，归母净利润 2.92 亿美元，同比+1.74%。

投资要点

整体拆分：同店继续改善，成本下降管理改善。25Q1 营业收入 29.81 亿美元，同比+0.78%，不考虑外币换算的影响，中国系统销售额同比增长 2%。**拆分来看：**

1）门店：开店继续推进，加盟占比 1/4。25Q1 净新增门店贡献 4%，此外部分被 25 年较 24 年少一个营业日（24 年为闰年）抵消。25Q1 净新增门店 247 家，其中加盟店有 62 家，占比为 25%。截至 25Q1 公司门店总数达 16642 家。此外，突破性的商业模式肯悦咖啡已达到 1000 家的里程碑，必胜客全新的 wow 门店积极布局低线城市，其资本开支低至必胜客标准店的一半。

2） 同店：交易量、销售额均继续恢复。同店销售额为去年同期的 100%，继 24Q1-Q4 各个季度同店销售额增速-3%、-4%、-3%、-1%后，同店销售进一步恢复。同店交易量同比增长 6%，连续第九个季度实现增长。在交易量增长的情况下，销售额持平，客单价仍旧处于下降通道。

3）外卖及会员：继续双位数增长。公司外卖销售同比增长 13%，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 42%。肯德基及必胜客的会员数合计超过 5.4 亿，同比增长 12%，会员销售额占两品牌系统销售总额的 66%。

4）经营利润：成本下降管理改善。25Q1 餐厅利润率 18.6%，同比+100bp，经营利润率 13.4%，同比+80bp，这一方面得益于原材料成本（食品及包装物）、物业租金的下降，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。

肯德基:25Q1 肯德基营收 22.46 亿美元，同比+1%，不考虑汇率影响的系统销售额同比增长 3%。

1）门店：餐厅门店数量增长 13%，净增 1352 家至 11648 家（其中加盟店净增 122 家/净增门店占比 41%），加盟店速度加快。

2）同店：同店销售额与去年持平，同店交易量同比增长 4%，连续第九个季度实现增长。客单价同比下降 4%，与公司扩宽价格带区间扩大目标市场有关。

3）外卖：外卖销售同比增长 13%，约占公司餐厅收入的 43%。

4）经营利润：餐厅利润率 19.8%，同比+50bp，经营利润率 17.2%，同比+50bp，成本上一方面原材料价格下降、营运精简，另一方面高性价比产品增加、工资成本上涨、外卖占比提升占比骑手成本增加。

必胜客：必胜客营收 5.95 亿美元，同比+1%，不考虑汇率影响的系统销售额同比增长 2%。

1）门店：餐厅门店数量增长 10%，净增 45 家至 3769 家（其中加盟店净增 15 家/净增门店占比 33%），加盟店速度加快。

2）同店：同店销售额与去年持平，同店交易量同比增长 17%，连续第九个季度实现增长。客单价同比下降 14%，这与公司战略有关，报表期间必胜客提供了更具性价比的产品。

3）外卖：外卖销售同比增长 13%，约占公司餐厅收入的 42%。

4）经营利润：餐厅利润率 14.4%，同比+190bp，经营利润率 10.1%，同比+220bp，原因与肯德基相同。

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：25Q1 公司回馈股东 2.62 亿美元，包括 1.72 亿美元的股票回购和 9000 万美元的现金股息，未来仍有 11 亿美元将用于股票回购。此外，25 年至 26 年预计向股东回馈 30 亿美元，分红率有保证。

● 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%、11.0%、12.4%，EPS 分别为 2.49、2.77、3.11 美元/股，当下股价对应 PE 分别为 19x、17x、16x。维持公司“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	1,033.11	1,161.61
增长率(%)	10.16	2.20	10.97	12.44
EPS(美元/股)	2.34	2.49	2.77	3.11
市盈率（P/E）	22.18	19.35	17.44	15.51
市净率（P/B）	3.43	2.78	2.40	2.08
EV/EBITDA	11.36	9.55	8.03	6.58

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
利润表				
营业收入	**11303**	**11818**	**12568**	**13284**
营业成本	8972	9313	9866	10362
税金及附加	—	—	—	—
销售费用	204	473	503	531
管理费用	0	591	628	664
研发费用	78	112	122	118
财务费用	-129	-12	-36	-72
资产减值损失	—	—	—	—
营业利润	**1207**	**1324**	**1445**	**1594**
营业外收入	—	—	—	—
营业外支出	—	—	—	—
利润总额	**1336**	**1335**	**1482**	**1666**
所得税	356	334	370	417
净利润	**980**	**1002**	**1111**	**1250**
归母净利润	**911**	**931**	**1033**	**1162**
每股收益（美元）	**2.34**	**2.49**	**2.77**	**3.11**
资产负债表				
货币资金	723	1724	3157	4833
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	79	83	88	93
预付款项	22	23	24	26
存货	405	420	445	468
流动资产合计	**2694**	**3431**	**4618**	**6044**
固定资产	2407	2831	3023	3101
在建工程	107	107	107	107
无形资产	4170	4045	3924	3806
非流动资产合计	**8427**	**8573**	**8644**	**8604**
资产总计	**11121**	**12004**	**13261**	**14648**
短期借款	127	127	127	127
应付票据及应付账款	801	831	881	925
其他流动负债	1279	1337	1422	1503
流动负债合计	**2283**	**2375**	**2515**	**2645**
其他	2362	2324	2324	2324
非流动负债合计	**2411**	**2378**	**2383**	**2388**
负债合计	**4694**	**4753**	**4898**	**5033**
股本	4	4	4	4
资本公积金	6117	6870	7905	9069
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**	**7251**	**8364**	**9616**
负债和所有者权益总计	**11121**	**12004**	**13261**	**14648**

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	2.96%	4.56%	6.34%	5.70%
营业利润	13.76%	9.67%	9.19%	10.29%
归属于母公司净利润	10.16%	2.20%	10.97%	12.44%
获利能力				
毛利率	20.62%	21.20%	21.50%	22.00%
净利率	8.06%	7.88%	8.22%	8.74%
ROE	15.90%	14.36%	13.75%	13.38%
ROIC	13.41%	13.36%	12.68%	12.19%
偿债能力				
资产负债率	42.21%	39.60%	36.93%	34.36%
流动比率	1.18	1.44	1.84	2.29
营运能力				
应收账款周转率	153.78	146.27	147.48	147.04
存货周转率	21.65	22.57	22.79	22.70
总资产周转率	0.98	1.02	0.99	0.95
每股指标（美元）				
每股收益	2.34	2.49	2.77	3.11
每股净资产	15.11	17.36	20.13	23.25
估值比率				
PE	22.18	19.35	17.44	15.51
PB	3.43	2.78	2.40	2.08

现金流量表				
净利润	911	931	1,033	1,162
折旧和摊销	476	401	429	440
营运资本变动	-454	57	85	80
其他	486	77	85	95
经营活动现金流净额	1,419	1,465	1,632	1,776
资本开支	-705	-700	-500	-400
其他	4	115	0	0
投资活动现金流净额	-178	-285	-200	-100
股权融资	-1,249	0	0	0
债务融资	-39	5	5	5
其他	-348	-186	-7	-7
筹资活动现金流净额	-1,636	-181	-2	-2
现金及现金等价物净增加额	-405	1,001	1,433	1,676

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