

百胜中国 (09987.HK)

同店销售增速重新转正，运营效率持续提升

优于大市

核心观点

2025Q2 经营利润同增 14.3%。2025Q2，公司收入 27.87 亿美元/+4.0%；经营利润 3.04 亿美元/+14.3%，经营利润率 10.9%/+1.0pct；归母净利润 2.15 亿美元/+1.4%，其中归母净利润增速低于经营利润增速，主要系公司期内投资亏损约 1800 万美元影响（预计主要是美团股价波动影响），而去年同期为盈利 800 万美元。EPS 为 0.58 美元，同比+5.5%。

分品牌看，2025Q2 肯德基收入 20.96 亿美元/+4.1%；经营利润 2.92 亿美元/+10.6%，经营利润率 14.0%/+0.9pct；必胜客收入 5.54 亿美元/+2.6%；经营利润 4600 万美元/+15.0%，经营利润率 8.3%/+0.9pct。**分渠道看**，外卖收入同比高增 22%，环比大幅提速，占比达 45%/+7.0pct。

同店收入同比增速自 2024 年首度回正。2025Q2，系统销售额同增 4%，其中肯德基/必胜客分别同比 5%/3%；同店销售同比+1%，自 2024 年以来首度增速回正。**分品牌看**，肯德基同店销售同比+1%，其中交易量连续 10 个季度实现正增长，客单价同比+1%，主要系高单价的外卖占比提升；必胜客同店销售同比+2%，必胜客执行高性价比产品策略客单价同比继续走低，交易量恢复良好同增 17%。

2025Q2 门店净增 336 家，加盟占比持续提升。2025Q2，公司门店新增/净增 557/336 家，公司维持 2025 年全年净增 1600-1800 家门店计划不变，预计下半年门店净增节奏会有所提速。**分结构看**，二季度净增门店中，肯德基/必胜客加盟占比分别为 40%/22%，加盟占比持续提升。

运营效率持续提升。2025Q2，人工/食材/租金分别同比+0.9/-0.5/-1.1pct，其中外卖收入占比提升致外卖人工成本上升；期内公司餐厅利润率 16.2%/+0.7pct；管理费用率为 4.7%，同比-0.3pct。

肯悦咖啡门店突破 1300 家，股东回报计划稳步推进。公司肯悦咖啡门店数已经突破 1300 家。2025 年上半年，公司合计向股东回馈 5.36 亿美元（3.56 亿股股票回购+1.8 亿现金股息），预计 2025 年股东回馈至少 12 亿美元。

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：考虑到投资收益的边际拖累，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测至 9.46/9.93/10.65 亿美元（调整幅度-3.3%/-4.9%/-4.0%），兼顾股份回购，EPS 为 2.67/2.95/3.30 美元，对应 PE 估值 17.7/16.0/14.3x。运营效率持续改善下经营利润维持稳健增长（预计 24-27 年经营利润 CAGR 为 7.8%），后续外卖&产品创新驱动下同店改善有望延续，且扩张计划依旧稳健，稳步推进的股东回报也贡献额外看点，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	946	993	1065
(+/-%)	87.1%	10.2%	3.8%	5.0%	7.2%
每股收益(美元)	2.24	2.47	2.67	2.95	3.30
EBIT Margin	11.8%	11.2%	8.2%	8.3%	8.6%
净资产收益率(ROE)	12.9%	15.9%	14.6%	13.6%	13.1%
市盈率(PE)	21.1	19.2	17.7	16.0	14.3
EV/EBITDA	109.3	111.8	98.7	89.9	80.6
市净率(PB)	2.72	3.05	2.58	2.18	1.88

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	370.80 港元
总市值/流通市值	137001/137001 百万港元
52 周最高价/最低价	419.03/221.41 港元
近 3 个月日均成交额	186.49 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) - 同店销售止跌企稳，股东回报计划稳步推进》——2025-05-05
- 《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

2025Q2 经营利润同增 14.3%。2025Q2，公司实现收入 27.87 亿美元，同比+4.0%；经营利润 3.04 亿美元，同比+14.3%，经营利润率 10.9%，同比+1.0pct；归母净利润 2.15 亿美元，同比+1.4%，其中归母净利润增速低于经营利润增速，主要系公司期内投资亏损约 1800 万美元影响（预计主要是美团股价波动影响），而去年同期为盈利 800 万美元。EPS 为 0.58 美元，同比+5.5%。

分品牌看，2025Q2 肯德基实现收入 20.96 亿美元，同比+4.1%；经营利润 2.92 亿美元，同比+10.6%，经营利润率 14.0%，同比+0.9pct；必胜客实现收入 5.54 亿美元，同比+2.6%；经营利润 4600 万美元，同比+15.0%，经营利润率 8.3%，同比+0.9pct。**分渠道看**，外卖收入占比达 45%，同比提升 7pct，收入同增 22%，环比 25Q1 (+9%) 大幅提速。

图1：2020–2025Q2 百胜中国收入及利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：2022 年至今外卖收入占比及收入同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

同店收入增速自 2024 年首度同比回正。2025Q2，系统销售额同增 4%，其中肯德基/必胜客分别同比 5%/3%；同店销售同比+1%，自 2024 年以来首度增速回正。**分品牌看**，肯德基同店销售同比+1%，其中交易量连续 10 个季度实现正增长，客单价同比+1%，主要系高单价的外卖占比提升；必胜客同店销售同比+2%，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

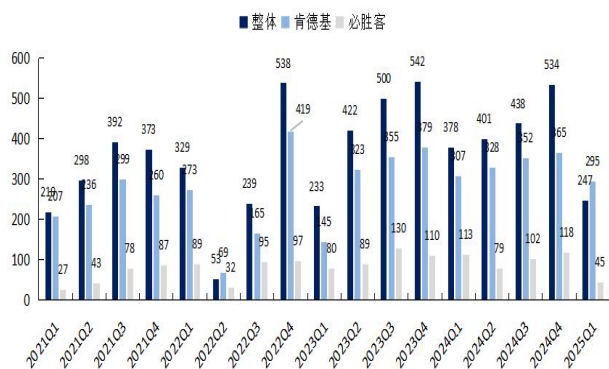
同店增速-量价图	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
整体同店增速	-3%	-4%	-3%	-1%	0%	1%
肯德基	-2%	-3%	-2%	-1%	0%	1%
TC (交易量)	4%	4%	1%	3%	4%	0%
TA (客单价)	-6%	-7%	-3%	-4%	-4%	1%
必胜客	-5%	-8%	-6%	-2%	0%	2%
TC (交易量)	8%	2%	4%	9%	17%	17%
TA (客单价)	-12%	-9%	-9%	-10%	-14%	-13%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2025Q2 门店净增 336 家，加盟占比持续提升。2025Q2，公司门店新增 557 家，门店净增 336 家略低于 2024 同期，公司提及维持 2025 年全年净增 1600–1800 家门店计划不变，预计下半年门店净增节奏会有所提速。**分结构看**，二季度净增门店中，肯德基/必胜客加盟占比分别为 40%/22%，加盟占比已经达到年初设定目标。

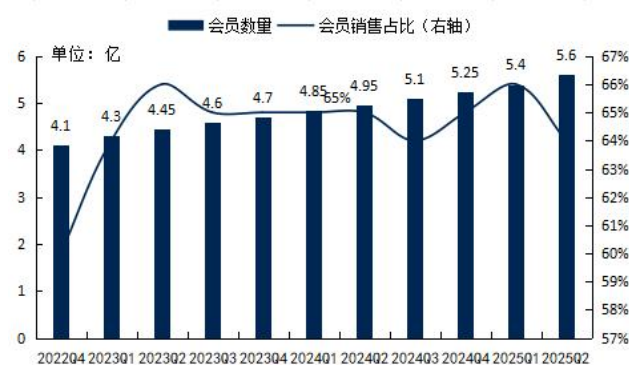
两大主力品牌会员数稳步扩容。2025 年第二季度，数字订单收入达 24 亿美元，占餐厅收入的 94%。季度末肯德基、必胜客的会员数合计超过 5.6 亿，同增 13%，会员销售额占肯德基/必胜客两品牌系统销售额的 64%。

图3：百胜中国整体/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

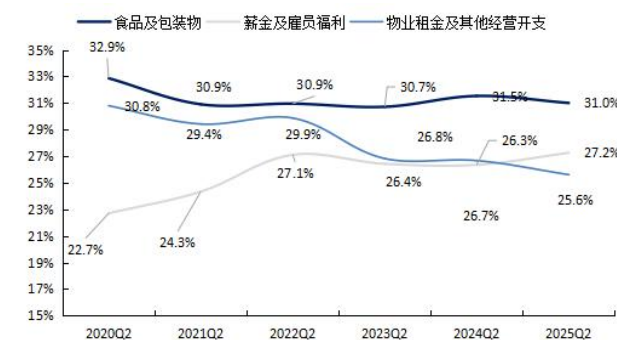
图4：百胜中国会员数量以及会员销售餐厅收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

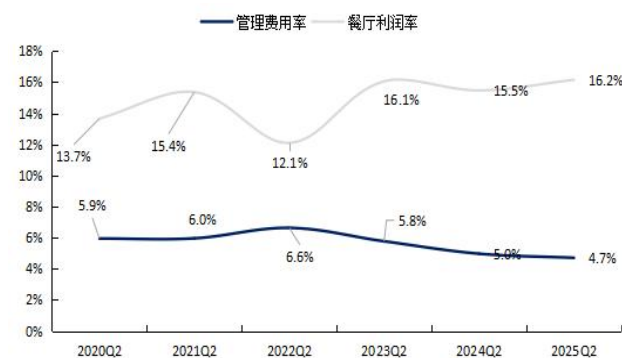
运营效率持续提升。2025Q2，薪金及雇员福利占比约 27.2%，同比+0.9pct，外卖收入占比提升致外卖骑手成本上升影响为主；食品及原材料占比为 31.0%，同比-0.5pct；物业租金及其他经营开支占比约 25.6%，同比-1.1pct，公司 Red eye 与 Fresh eye 提升经营效能效果持续体现，期内公司餐厅利润率 16.2%，同比+0.7pct；管理费用率为 4.7%，同比-0.3pct。

图5：百胜中国第二季度成本费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：百胜中国第二季度餐厅利润率



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 1300 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 1300 家。2025 年上半年，公司合计向股东回馈 5.36 亿美元，其中包含 3.56 亿美元股票回购和 1.8 亿美元现金股息，考虑剩余股票回购额度以及派息节奏，公司预计 2025 年股东回馈至少 12 亿美元，公司维持 2025-2026 年向股东回馈 30 亿美元的计划，股东回报计划目标稳步推进。

投资建议：考虑到投资收益的边际拖累，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测至 9.46/9.93/10.65 亿美元（调整幅度-3.3%/-4.9%/-4.0%），兼顾股份回购，EPS 为 2.67/2.95/3.30 美元，对应 PE 估值 17.7/16.0/14.3x。运营效率持续改善下经营利润维持稳健增长（预计 24-27 年经营利润 CAGR 为 7.8%），后续外卖&产品创新驱动下同店改善有望延续，且扩张计划依旧稳健，稳步推进的股东回报也贡献额外看点，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. 65	36. 98	0. 15	0. 21	0. 25	17. 6	12. 6	10. 6	优于大市
6862. HK	海底捞	12. 75	710. 49	0. 97	1. 10	1. 24	13. 1	11. 6	10. 3	优于大市
9987. HK	百胜中国	370. 80	1245. 56	20. 95	23. 16	25. 87	17. 7	16. 0	14. 3	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 单位已经调整为港元

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	3252	5380	7815	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	592	619	633
流动资产合计	3431	2694	5201	7295	9716	管理费用	479	564	802	832	836
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
投资性房地产	1659	1482	1482	1482	1482	资产减值及公允价值变动	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	14313	17101	20219	营业利润	1230	1336	1395	1464	1570
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	1395	1464	1570
其他流动负债	1378	1279	1778	1855	2153	所得税费用	329	356	377	395	424
流动负债合计	2422	2283	2846	2970	3314	少数股东损益	74	69	72	76	81
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	946	993	1065
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)					
负债合计	4912	4694	5757	6431	7325	净利润	827	911	946	993	1065
少数股东权益	714	699	771	847	928	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	6405	5728	6485	7279	8131	折旧摊销	0	0	415	437	464
负债和股东权益总计	12031	11121	13013	14557	16384	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)	1002	237	358
每股收益	2.24	2.47	2.67	2.95	3.30	其它	74	69	72	76	81
每股红利	0.00	0.00	0.53	0.59	0.66	经营活动现金流	411	956	2435	1742	1968
每股净资产	17.34	15.50	18.30	21.62	25.16	资本开支	0	(97)	(600)	(630)	(662)
ROIC	14%	14%	14%	16%	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%	8%	8%	9%	负债净变化	2	5	200	400	500
EBITDA Margin	12%	11%	12%	12%	12%	支付股利、利息	0	0	(189)	(199)	(213)
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%	4%	5%	7%	融资活动现金流	(897)	(800)	(780)	(768)	287
资产负债率	47%	48%	50%	50%	50%	现金净变动	(2)	(405)	1855	1159	2434
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	货币资金的期初余额	1130	1128	723	3252	5380
P/E	21.1	19.2	17.7	16.0	14.3	货币资金的期末余额	1128	723	2578	4411	7815
P/B	2.7	3.0	2.6	2.2	1.9	企业自由现金流	0	808	1528	791	973
EV/EBITDA	109	112	99	90	81	权益自由现金流	0	(41)	1611	1190	1464

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

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