

2025年8月6日

百胜中国 (9987.HK / YUMC.US)

SDIOSI

公司动态分析

证券研究报告

酒店、餐馆与休闲

二季度同店收入增长回正

事件：百胜中国 25 年二季度总收入同比增长 4% 至 28 亿美元，系统销售额同比增长 4%，经营利润同比增长 14% 至 3.04 亿美元，归母净利润同比增长 1% 至 2.15 亿美元，经营利润增长超市场预期。我们维持 25/26/27 年归母净利润为 9.4/10.2/10.5 亿美元。对应每 EPS 收益为 20.1/21.6/22.2 港元。维持“买入”评级，维持目标价 476.9 港元，较当前股价有 36% 的上涨空间。

报告摘要

外卖带动业绩改善。 25 年二季度公司总收入同比增长 4% 至 28 亿美元，系统销售额同比增长 4%，总门店数量达到 1.69 万家，同比增长 10.1%。同店收入同比增长 1%，自去年以来首次增速转正。经营利润同比增长 14% 至 3.04 亿美元，经营利润率 10.9%，同比提升 1pct。归母净利润同比增长 1% 至 2.15 亿美元，低于经营利润增长，主要是投资亏损 1800 万美元。经营利润提升主要受益于由同店增长带来的各项费用率的下降，以及内部效率的提升。此外二季度开始的外卖平台补贴大战也为公司带来额外的业绩增长，二季度外卖收入同比增长 22%，收入占比达到 45%，环比一季度的占比提升 3pct。二季度原材料占比下降 0.7pct，人工占比增加 0.7pct，租金及其他占比下降 1.2pct。上半年收入 43.4 亿，同比增长 2%，归母净利润 5.1 亿，同比增长 1%。

肯德基同店增长 1%。 肯德基第二季度总收入同比增长 4.1% 至 20.9 亿美元，系统销售额同比增长 5%，经营利润同比增长 11% 至 2.92 亿美元，创第二季度新高。同店收入同比增长 1%，同店交易量持平。客单价同比增长 1%，主要由于外卖占比的提升。二季度餐厅利润率为 16.9%，同比增长 70pct，主要得益于有利的原材料价格和营运方面的精简，部分被因外卖占比提升而增加的骑手成本、高性价比产品的增加以及工资成本的上涨所抵销。肯德基二季度净新增门店 295 家，其中加盟店净新增 119 家，占比 40%。截至 2025 年 6 月，门店总数达 12,238 家，同比增长 12%。我们认为肯德基的表现依然非常优秀，门店稳步扩张，经营效率也在不断提升。外卖大战下，公司坚持不“buy sales”，平衡好收入增长和盈利的关系，实现了利润的超预期增长。肯悦咖啡的门店模式会继续扩张，截止 6 月已经达到 1300 家，提前完成此前的全年计划。

必胜客利润率持续提升，经营情况好转。 必胜客二季度系统销售额同比增长 3%。同店收入同比增长 2%。同店交易量同比增长 17%，连续第十个季度实现增长。客单价同比下降 13%，主要因为公司提供了更具性价比的产品。二季度净新增门店 95 家，其中加盟店净新增 21 家，占比 22%。截至 2025 年 6 月，门店总数达 3,864 家，同比增长 10.3%。二季度外卖销售同比增长 15%，约占必胜客公司餐厅收入的 43%。二季度经营利润同比增长 16% 至 4,600 万美元，创第二季度新高。经营利润率为 8.3%，同比增长 90pct，创第二季度新高。WOW 门店数量已经超过 200 家，将会继续将传统门店转型为 WOW 门店。

维持开店计划，下调资本开支计划。 公司维持全年 1600-1800 家门店的开店指引，上半年净开店 583 家。全年资本开支预期 6-7 亿美元，较此前下降，主要是单店开支有所减少。第二季度管理费用 1.31 亿美元，费用率 4.7%，同比减少 0.3pct。

我们认为百胜中国在快餐赛道具备相当大的竞争优势和品牌影响力，管理层经营能力卓越，公司抗风险能力强。考虑公司近期的业绩表现，我们维持 25/26/27 年归母净利润为 9.4/10.2/10.5 亿美元。对应每 EPS 收益为 20.1/21.6/22.2 港元。维持“买入”评级，维持目标价 476.9 港元，较当前股价有 36% 的上涨空间。

风险提示： 行业竞争加剧，消费意愿不达预期，发生严重的食品安全问题。

(转下页...)

投资评级： 买入

维持评级

6 个月目标价 476.9 港元

股价 2025-8-5 370.8 港元

总市值(亿港元)	1,370.27
流通市值(亿港元)	1,370.01
总股本(亿股)	3.69
流通股本(亿股)	3.69
12 个月低/高(港元)	324/421.4
平均成交(百万港元)	1.85

股东结构 (截止 2024-12-31)

JP Morgan	11.8%
Pollos Investment	3.1%
其他股东	85.1%
总计	100.0%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.84	0.18	15.34
绝对收益	3.29	10.06	62.29

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	9,569.0	10,978.0	11,303.0	11,629.8	12,441.6	13,148.9
增长率(%)		14.72%	2.96%	2.89%	6.98%	5.68%
归母净利润(百万美元)	442.0	823.0	906.0	944.6	1,015.3	1,046.9
增长率(%)		86.20%	10.09%	4.26%	7.49%	3.11%
毛利率	70.36%	70.63%	70.03%	70.86%	71.00%	71.06%
归母净利润率(%)	4.62%	7.50%	8.02%	8.12%	8.16%	7.96%
每股收益(港元)	9.39	17.57	19.36	20.07	21.57	22.24
每股净资产(港元)	152.12	151.25	136.55	138.71	125.27	127.05
市盈率	37.29	19.93	18.09	17.45	16.23	15.74
市净率	2.30	2.32	2.56	2.52	2.80	2.76
净资产收益率(%)	6.34%	12.62%	14.47%	15.76%	17.71%	19.11%
股息收益率	0.98%	1.45%	1.21%	1.38%	1.48%	1.52%

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

百万美元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	9,569	10,978	11,303	11,630	12,442	13,149
KFC	7,219	8,240	8,509	8,764	9,339	9,806
YoY		14.1%	3.3%	3.0%	6.6%	5.0%
必胜客	1,960	2,246	2,260	2,302	2,496	2,704
YoY		14.6%	0.6%	1.9%	8.4%	8.3%
食品及包装物	-2,836	-3,224	-3,387	-3,388	-3,608	-3,805
占收入比例	-29.6%	-29.4%	-30.0%	-29.1%	-29.0%	-28.9%
薪资及雇员福利	-2,389	-2,725	-2,787	-2,914	-3,148	-3,345
占收入比例	-25.0%	-24.8%	-24.7%	-25.1%	-25.3%	-25.4%
物业租金及其他经营开支	-2,604	-2,752	-2,798	-2,797	-2,913	-3,072
占收入比例	-27.2%	-25.1%	-24.8%	-24.1%	-23.4%	-23.4%
餐厅层面利润	1,281	1,690	1,679	1,887	2,030	2,112
占收入比例	13.4%	15.4%	14.9%	16.2%	16.3%	16.1%
管理费用-一般及行政费用	-594	-638	-568	-544	-585	-620
占收入比例	-6.2%	-5.8%	-5.0%	-4.7%	-4.7%	-4.7%
其他开支	-423	-533	-602	-677	-773	-838
占收入比例	-4.4%	-4.9%	-5.3%	-5.8%	-6.2%	-6.4%
其他收益	-94	-	1	-	-	-
占收入比例	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	629	1,106	1,162	1,309	1,414	1,469
占收入比例	6.6%	10.1%	10.3%	11.3%	11.4%	11.2%
财务收入	84	169	129	104	87	79
占收入比例	0.9%	1.5%	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
投资收益	-26	-49	40	-15	-	-
占收入比例	-0.3%	-0.4%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%
除税前溢利	687	1,226	1,331	1,398	1,501	1,548
所得税	-207	-329	-356	-377	-401	-413
所得税率	30.1%	26.8%	26.7%	27.0%	26.7%	26.7%
净利润(含少数股东权益)	478	897	975	1,021	1,100	1,135
净利率	5.0%	8.2%	8.6%	8.8%	8.8%	8.6%
少数股东损益	36	74	69	76	85	88
净利润(不含少数股东权益)	442	823	906	945	1,015	1,047
EPS (港元)	9.39	17.57	19.36	20.07	21.57	22.24
市盈率(倍)	37.3	19.9	18.1	17.4	16.2	15.7

数据来源: 公司年报, 国证国际研究预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股中规模较大的餐饮企业，2025 年预测 PE 的平均值在 15.7x。考虑到百胜中国的行业地位和未来增长潜力，以及当前板块普遍低估的状况，给予 25 年 PE 23x。2025 年预测 EPS 为 20.07 港元，对应股价测算 461.6 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 7.4%，我们在短期内给予 3% 的增速，长期给予 2% 的增速。合理市值为 1819 亿港元，对应股价 492.3 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 476.9 港元，较最新收盘价有 36% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿人民币)					P/E				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
海底捞	6862.HK	781	HKD	49.5	51.76	55.7	60.7	66.3	15.8	15.1	14.0	12.9	11.8
yoy				227%	5%	8%	9%	9%					
九毛九	9922.HK	41	HKD	5.0	0.61	1.7	2.6	3.3	8.2	66.3	23.6	15.7	12.4
yoy				820%	-88%	181%	50%	27%					
达势股份	1405.HK	113	HKD	-0.3	0.61	1.4	2.5	3.9	186.3	80.1	45.9	28.8	
yoy				N/A	N/A	133%	75%	59%					
绿茶集团	6831.HK	54	HKD	3.2	3.85	5.2	6.5	8.4	16.5	13.9	10.2	8.2	6.4
yoy				1683%	18%	36%	25%	28%					
小菜园	0999.HK	118	HKD	5.8	6.38	7.9	9.5	11.5	20.2	18.5	15.0	12.4	10.3
yoy				124%	9%	23%	21%	21%					
平均估值									15.2	60.0	15.7	12.3	10.2

注：时间截止2025/8/5，预测值为wind一致预测
资料来源：wind，国证国际研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS (港元)				
		16.26	18.06	20.07	22.08	24.28
PE	17x	276.4	307.1	341.2	375.3	412.8
	19x	308.9	343.2	381.3	419.4	461.4
	21x	341.4	379.3	421.4	463.6	510.0
	23x	373.9	415.4	461.6	507.7	558.5
	25x	406.4	451.6	501.7	551.9	607.1
	27x	438.9	487.7	541.9	596.1	655.7
	29x	471.4	523.8	582.0	640.2	704.2

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035
(年结31/12: 百万美元)	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	9,853	9,569	10,978	11,303	11,630	12,442	13,149								
增长率%		-2.9%	14.7%	3.0%	2.9%	7.0%	5.7%								
EBIT	1,332	603	1,057	1,202	1,294	1,414	1,469								
增长率%		-54.7%	75.3%	13.7%	7.7%	9.2%	3.9%								
EBIT率%	13.5%	6.3%	9.6%	10.6%	11.1%	11.4%	11.2%								
有效税率%	26.5%	30.1%	26.8%	26.7%	27.0%	26.7%	26.7%								
EBIT x (1-有效税率)	979	421	773	881	945	1,037	1,077								
+ 折旧摊销及非现金损益	588	1,124	996	923	539	575	619								
+ 营运资金变动	-418	-168	-358	-454	43	91	79								
- 资本支出	-1,104	-702	-730	-705	-584	-620	-540								
自由现金流, FCF	45	675	681	645	944	1,083	1,235	1,272	1,310	1,349	1,390	1,431	1,474	1,519	1,564
增长率%		1403.9%	0.9%	-5.4%	46.4%	14.8%	14.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
折现年份					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
折现因子					0.9311	0.8669	0.8072	0.7516	0.6998	0.6516	0.6067	0.5649	0.5260	0.4897	0.4560
FCF现值					879	939	997	956	917	879	843	809	775	744	713
FY2025-35 FCF现值总额				9,450											
永续期价值现值				13,472											
企业价值				22,921											
加: 净现金				1,011											
减: 少数股东权益				-762											
DCF 估值(百万美元)				181,889											
假设:															
WACC				7.4%											
短期增长率				3.0%											
永续增长率				2.0%											

资料来源: 公司年报, 国证国际研究预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、发生严重的食品安全问题。

附表：财务报表预测
资产负债表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,128	723	1,138	552	794
贸易应收款项	68	79	76	81	86
预付及其他应收款项	339	366	377	403	426
存货	424	405	415	442	466
短期理财	1,472	1,121	-	-	-
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动资产总额	3,431	2,694	2,005	1,477	1,770
物业、厂房及设备	2,310	2,407	3,273	3,317	3,238
使用权资产	2,217	2,146	2,146	2,146	2,146
无形资产	150	144	144	144	144
商誉	1,932	1,880	1,880	1,880	1,880
于联营及合营企业投资	332	368	368	368	368
长期银行存款	1,265	1,088	1,088	1,088	1,088
递延税项资产	129	138	138	138	138
其他非流动资产	265	256	256	256	256
非流动资产总额	8,600	8,427	9,293	9,337	9,258
总资产	12,031	11,121	11,298	10,814	11,028
贸易应付款项	2,164	2,080	2,140	2,290	2,420
短期有息债务	168	127	127	127	127
应付即期税项	90	76	76	76	76
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债总额	2,422	2,283	2,343	2,493	2,623
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	1,943	1,865	1,865	1,865	1,865
递延税项负债	390	389	389	389	389
其他非流动负债	157	157	157	157	157
非流动负债总额	2,490	2,411	2,411	2,411	2,411
总负债	4,912	4,694	4,754	4,904	5,034
股本及资本溢价	4,324	4,032	2,532	1,032	232
留存收益	2,310	2,089	2,809	3,591	4,387
其他	422	413	413	413	413
少数股东权益	701	686	762	847	935
总股东权益	7,119	6,427	6,529	5,896	5,980

现金流量表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,473	1,419	1,603	1,766	1,833
营运资本变动	-358	-454	43	91	79
折旧及摊销	453	476	524	575	619
非现金开支/损益	543	447	15	-	-
其他	-66	-30	-	-	-
经营性现金流净额	1,473	1,419	1,603	1,766	1,833
资本开支	-730	-705	-584	-620	-540
其他	-13	527	1,121	-	-
投资性现金流净额	-743	-178	537	-620	-540
新发股份	32	-	-	-	-
支付股息	-293	-328	-225	-233	-251
新增债务	164	-39	-	-	-
利息支出	-613	-1,249	-1,500	-1,500	-800
其他	-6	-20	-	-	-
筹资性现金流净额	-716	-1,636	-1,725	-1,733	-1,051
现金净变动	14	-395	415	-587	242
现金期初余额	1,130	1,128	723	1,138	552
现金期末余额	1,128	723	1,138	552	794

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

利润表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,978	11,303	11,630	12,442	13,149
食品及包装物	-3,224	-3,387	-3,388	-3,608	-3,805
薪资及雇员福利	-2,725	-2,787	-2,914	-3,148	-3,345
物业租金及其他经营开支	-2,752	-2,798	-2,797	-2,913	-3,072
管理费用-一般及行政费用	-638	-568	-544	-585	-620
其他开支	-533	-602	-677	-773	-838
其他收益	-	1	-	-	-
营业利润	1,106	1,162	1,309	1,414	1,469
财务收入	169	129	104	87	79
投资收益	-49	40	-15	-	-
除税前利润	1,226	1,331	1,398	1,501	1,548
所得税	-329	-356	-377	-401	-413
净利润	897	975	1,021	1,100	1,135
归属母公司净利润	823	906	945	1,015	1,047
EPS (港元)	18	19	20	22	22
EBITDA	1,510	1,678	1,818	1,989	2,088

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		3.0%	2.9%	7.0%	5.7%
除税前利润增长率 (%)		8.6%	5.0%	7.4%	3.1%
净利润增长率 (%)		8.7%	4.7%	7.8%	3.1%
盈利能力:					
毛利率 (%)	70.6%	70.0%	70.9%	71.0%	71.1%
净利率 (%)	8.2%	8.6%	8.8%	8.8%	8.6%
ROE (%)	12.6%	14.5%	15.8%	17.7%	19.1%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	40.8%	42.2%	42.1%	45.3%	45.6%
流动比率 (x)	1.42	1.18	0.86	0.59	0.68
利息覆盖倍数 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
股息支付率 (%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%
营运能力					
存货周转天数	48	45	45	45	45
应收账款周转天数	2	2	2	2	2
每股资料					
EPS (港元)	18	19	20	22	22
BPS (港元)	151	137	139	125	127
每股经营现金 (港元)	31	30	34	38	39
估值比率					
PE	19.9	18.1	17.4	16.2	15.7
PB	2.3	2.6	2.5	2.8	2.8

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010