

公司報告

百勝中國 (YUMC US/9987 HK)

業績持續穩健，同店銷售增長領先同行

- 二季度肯德基/必勝客同店銷售增長分別為同比+1%/+2%，好於預期
- 財年指引維持不變，預計實現中單位數銷售增長，並推動利潤率擴張
- 目標價基於21.5倍26年中期的市盈率，維持增持

二季度業績穩健，市場關注正轉向資本回報與淨新增門店數

二季度業績略超預期，財務指標整體符合或略高於市場預期，延續了一季度表現。系統銷售同比增長加快至4%，淨利潤達2.15億美元，餐廳利潤率為16.1%，均高於市場一致預期。肯德基(KFC)和必勝客(PH)的同店銷售增長(SSSG)均有所改善，分別同比增長1%和2%，得益於銷量上升和產品組合優化；同店表現優於同行九毛九(9922 HK, 中性)和海底撈(6862.HK, 增持)。儘管業績表現穩健，財報公布後股價仍下跌了5%，主要因投資者關注三大問題：1) 每年15億美元股東回報計劃是否可持續；2) 門店擴張速度低於預期；3) 管理層對補貼結束後的外送銷售持謹慎態度。儘管資本回報可能會有所放緩，以保留營運資金的靈活性，但我們仍預計資本回報率將維持在約5%（較此前的10%有所下降），這得益於公司有能力的穩定產生自由現金流(FCF)，三年平均超過7.5億美元。值得注意的是，我們仍對公司基本面持樂觀態度：公司執行力強，加盟店比例持續改善，單店資本支出下降，這些因素預計將支持下半年門店開設加速（以及股價上升）。結合穩健的利潤率，以及數字化和外送業務的持續強勁表現，我們認為公司可實現中單位數的銷售增長，並存在利潤率上行的空間。維持增持。

分析師電話會議要點

- **展望：**公司重申其25財年門店開設目標，並下調資本支出指引，反映資本效率的提升。管理層仍專注於優化加盟店結構、推進數字化戰略以及提升股東回報，以維持長期盈利能力。
- **門店擴張：**25年二季度淨新增門店336家，不足以支撐實現全年1,600至1,800家門店的擴張目標。不過，管理層仍有信心迎頭趕上，得益於單店資本支出降低以及加盟店擴張比例提升。
- **外送業務：**25年二季度該業務銷售同比增長22%，目前已占肯德基和必勝客總銷售額的40%以上。儘管騎手成本上升，外送仍是推動增長和用戶互動的關鍵動力。

盈利預測調整、估值與風險

- 25-27年預測保持不變。
- 我們最新目標價是基於26年中期預測市盈率(P/E) 21.5倍（此前為22.5倍），該倍數仍反映過去三年的平均水平。**主要風險：**成本通脹壓力；反美品牌情緒。

盈利預測及估值

12月31日年結(百萬美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,978	11,303	11,787	12,741	13,570
同比增長	14.7%	3.0%	4.3%	8.1%	6.5%
可歸屬淨利潤	825	910	962	1,067	1,149
經調整每股基本盈利(美元)	1.98	2.33	2.54	2.82	3.04
同比增長	90.9%	17.1%	8.2%	11.0%	7.7%
市盈率	23.3x	19.9x	18.8x	16.8x	15.4x
ROE	12.6%	14.5%	16.7%	20.0%	22.8%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；截至2025年8月5日收市價

黃銘謙

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

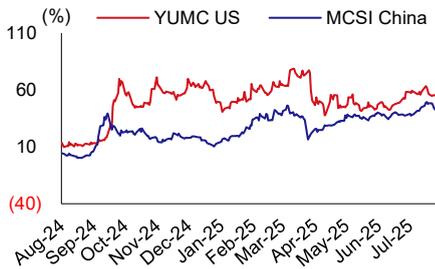
最新變動

二季度業績穩健，全年指引維持不變；市場關注轉向資本回報與擴張節奏

增持

前次評級	增持
股價	46.5美元 / 370.8港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	元/442.0港元 (+21.9%/+19.3%)
前次目標價	57.0美元/445.0港元

股價表現



資料來源：彭博；截至2025年8月5日收市價

%	1m	6m	12m
9987 HK	(1.3)	(2.7)	40.1
MSCI 中國	5.9	18.0	45.2

行業：消費

恒生指數 (2025/8/5)	24,902
恒生國企指數 (2025/8/5)	8,946

重要數據

52周股價區間(港元)	225.2 - 421.4
市值(百萬美元)	172,059
日均成交量(百萬股)	83.54
每股淨資產(美元)	16.6
主要股東	
管理層及其他	4.2%
總股數(百萬股)	377
自由流通量	95.8%

資料來源：彭博

相關報告

1. 百勝中國(YUMC US/9987 HK) - 一季度業績喜悅參半：門店下半年擴張提速(增持)(2025/5/6)
2. Yum China (YUMC US/9987 HK) - 4Q SSSG better-than-fear; another beat with margins(增持)(2025/2/7)
3. Yum China (YUMC US/9987 HK) - 4Q likely inline; New biz/cost cut fuel 25E growth(增持)(2025/1/16)

25年二季度业绩要点

关键财务数据

- **集团销售增长:**
 - 报告期内集团销售同比增长 4.0%，基本符合市场预期
 - 按固定汇率计算的系统销售增长在 25 年二季度同比加速至 4%（一季度为 2%）
 - 按品牌分：
 - 肯德基同比增长 5%
 - 必胜客同比增长 3%
- **餐厅利润率:**
 - 餐厅利润率同比提升 0.6 个百分点至 16.1%（市场一致预期约为 15.7%），主要受益于食品及纸品成本下降，但部分被骑手成本上升（由于外卖占比提升）、更多价值驱动型促销活动以及工资上涨所抵消。
 - 按品牌分：
 - 肯德基：餐厅利润率为 16.9%（同比提升 0.7 个百分点；市场一致预期为 16.4%）
 - 必胜客：餐厅利润率为 13.3%（同比提升 0.1 个百分点；市场一致预期为 13.3%）
- **集团经营利润率:**
 - 录得 10.9%，略高于市场预期（市场一致预期为 10.5%），主要得益于餐厅利润率和管理及行政费用控制优于预期。
- **净利润:**
 - 净利润为 2.15 亿美元（市场一致预期：2.05 亿美元）
- **每股股息 (DPS):**
 - 每股 0.24 美元，环比持平
- **一次性项目:**
 - 净投资损失 1,800 万美元，包括美国的公允价值变动收益，略低于市场预期。

同店销售增长 (SSSG)、净新开门店数及业态创新

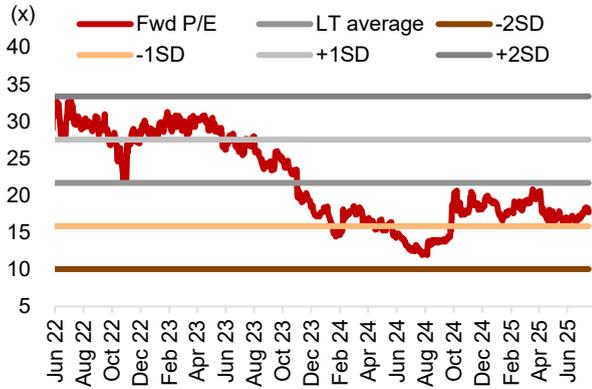
- **同店销售增长 (SSSG):**
 - 整体同比增长 1%（市场一致预期：+0.2%）；肯德基同比增长 1%（一致预期：持平），必胜客同比增长 2%（一致预期：持平）。均较 25 年一季度的 0%/0% 有所改善。
 - 必胜客的同店销售增长主要由交易量同比增长 17% 驱动；肯德基的增长则得益于客单价提升 1%（受外卖占比提升带动）。
- **净新开门店数:**
 - 25 年二季度净新开 336 家餐厅，其中肯德基净增 295 家，必胜客净增 95 家，其他品牌净减少 54 家。
 - 89 家新门店 (26%) 由加盟商开设。
 - 每家新店平均资本性支出：肯德基 140 万元人民币，必胜客 110-120 万元人民币，均较此前有所下降。
 - 门店回本周周期：肯德基约 2 年，必胜客约 2-3 年。
- **外送与数字化:**
 - 25 年上半年，外送占肯德基/必胜客公司销售额的 44%/42%，同比略有提升。
 - 25 年上半年外送销售同比增长 17%（25 年二季度同比增长 22%），
 - 数字化销售占总销售额的 94%；肯德基/必胜客会员数达到约 5.6 亿（同比增长 13%），占系统销售额的 64%。

- **业态创新:**
 - KCOFFEE 门店扩展至 1,300 家 (1,000 家)。
必胜客 WOW 持续向低线城市扩展, 单店资本性支出较低 (WOW 为 65 万-85 万元人民币, 品牌平均为人民币 110-120 万元)。

展望

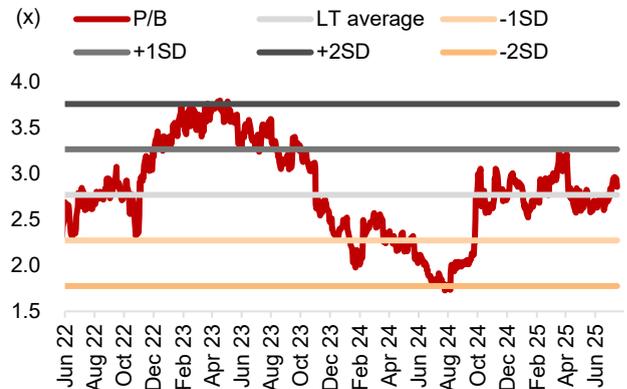
- **门店开设指引:**
 - 2025 年净新增门店目标维持在 1,600-1,800 家。
- **资本性支出指引:**
 - 下调至 6 亿-7 亿美元 (此前为 7 亿-8 亿美元), 主要由于单店平均资本性支出降低及加盟比例提升。
- **加盟比例:**
 - 2025 年净新增门店的加盟比例目标已提前实现: 肯德基为 40-50%, 必胜客为 20-30%, 预计未来几年将在该区间内进一步提升。
- **股东回报:**
 - 25 年二季度公司向股东返还 2.74 亿美元, 包括 1.84 亿美元的股票回购和 9,000 万美元的分红。从长期来看, 公司计划将大部分自由现金流用于股东回报。
- **战略重点:**
 - 管理层持续聚焦数字化、外送及加盟扩张, 以推动未来资本效率和盈利能力提升, 同时将利润率韧性和审慎的资本分配作为优先事项。

图5: 前瞻P/E水平——百胜中国股价较3年均值低1个标准差



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图6: 历史P/B水平——百胜中国股价目前处于账面价值的平均水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及其等价物	1,128	723	563	647	749
短期投资	1,472	1,121	871	721	621
应收账款	68	79	77	91	108
库存	424	405	386	418	446
待摊费用及其他流动资产	339	366	366	366	366
流动资产总额	3,431	2,694	2,263	2,243	2,289
固定资产	2,310	2,407	2,611	2,274	1,903
经营租赁使用权资产	2,217	2,146	2,146	2,146	2,146
商誉	1,932	1,880	1,880	1,880	1,880
无形资产	150	144	144	144	144
递延所得税	129	138	138	138	138
与联营合营公司的投资	332	368	368	368	368
其他资产	1,530	1,344	1,344	1,344	1,344
非流动资产	8,600	8,427	8,631	8,294	7,923
总资产	12,031	11,121	10,893	10,537	10,212
应付账款与其他流动负债	2,332	2,207	2,511	2,510	2,451
应付所得税	90	76	76	76	76
流动负债总额	2,422	2,283	2,587	2,586	2,527
长期经营租赁负债	1,899	1,816	1,816	1,816	1,816
长期融资租赁负债	44	49	49	49	49
其他负债	547	546	546	546	546
非流动负债总额	2,490	2,411	2,411	2,411	2,411
负债总额	4,912	4,694	4,998	4,997	4,938
可赎回非控股权益	13	13	13	13	13
股东权益	4	4	4	4	4
库存股份	0	-52	-52	-52	-52
资本公积	4,320	4,028	3,668	3,318	2,977
未分配利润	2,310	2,089	1,847	1,764	1,755
累计其他综合收益	-229	-341	-341	-341	-341
股东权益总额-百胜中国	6,418	5,741	5,139	4,706	4,356
非控股权益	701	686	756	834	917
权益总额	7,119	6,427	5,895	5,540	5,273
负债、可赎回非控股权益及权益总额	12,031	11,121	10,893	10,537	10,212

现金流量表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	901	980	1,032	1,145	1,233
折旧及摊销	453	476	496	537	571
股权激励开支	64	41	0	0	0
营运资金变动	-358	-454	325	-48	-103
其他	413	376	0	0	0
经营活动所产生现金	1,473	1,419	1,853	1,634	1,702
资本支出	-710	-705	-700	-200	-200
其他	-33	527	250	150	100
投资活动所产生现金	-743	-178	-450	-50	-100
银行贷款还款	164	-39	0	0	0
新借款	0	0	0	0	0
股票发行募集资金	0	0	0	0	0
股票回购	-613	-1,249	-1,200	-1,167	-1,137
现金股息	-216	-248	-364	-333	-363
其他	-51	-100	0	0	0
融资活动所产生现金净额	-716	-1,636	-1,564	-1,500	-1,500
汇率影响	-16	-10	0	0	0
净现金流量	-2	-405	-160	84	102

利润表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,978	11,303	11,787	12,741	13,570
公司餐厅开支	-8,701	-8,972	-9,329	-10,072	-10,720
管理费用	-638	-568	-586	-622	-661
加盟开支	-36	-37	-42	-49	-62
与加盟店及联营合营公司往来交易的开支	-356	-404	-435	-452	-459
其他开支/收益	-143	-161	-151	-154	-154
经调整经营利润	1,104	1,161	1,244	1,392	1,514
一次性收益/费用	0	0	0	0	0
经营利润	1,104	1,161	1,244	1,392	1,514
利息收入净额	169	129	131	140	140
投资收益(亏损)	-49	40	33	40	40
除所得税前收入	1,224	1,330	1,408	1,572	1,694
所得税	-329	-356	-381	-427	-460
净利润	899	979	1,032	1,145	1,233
净利润-包括非控股权	-74	-69	-70	-78	-84
净利润	825	910	962	1,067	1,149
经调整净利润	834	914	962	1,067	1,149
每股基本盈利(美元)	2.00	2.35	2.54	2.82	3.03
调整后每股基本盈利	1.98	2.33	2.54	2.82	3.04
每股股息(美元)	0.55	0.73	0.96	0.88	0.96

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	14.7%	3.0%	4.3%	8.1%	6.5%
调整后经营利润	75.5%	5.2%	7.2%	11.9%	8.7%
调整后净利润	89.5%	9.6%	5.2%	11.0%	7.7%
调整后每股盈利	90.9%	17.1%	8.2%	11.0%	7.7%
利润率					
餐厅利润率	15.4%	14.9%	15.0%	15.2%	15.5%
调整后经营利润率	10.1%	10.3%	10.6%	10.9%	11.2%
调整后净利润率	7.6%	8.1%	8.2%	8.4%	8.5%
流动性					
应收账款天数	2.2	2.4	2.4	2.6	2.9
存货天数	47.6	44.7	40.0	40.0	40.0
应付账款天数	250.8	244.6	260.0	240.0	220.0
现金周转天数	-201.0	-197.5	-217.6	-197.4	-177.1
现金流与杠杆					
自由现金流	256	208	1,030	1,303	1,371
净负债/权益	-15.8%	-11.2%	-9.5%	-11.7%	-14.2%
股息发放率	27.7%	30.6%	37.8%	31.2%	31.6%
股息率	1.2%	1.6%	2.1%	1.9%	2.1%
回报分析					
ROE	12.6%	14.5%	16.7%	20.0%	22.8%
ROA	3.8%	4.2%	4.7%	5.3%	5.9%
ROIC	10.1%	11.0%	12.3%	14.5%	16.8%
估值					
市盈率	23.3x	19.9x	18.8x	16.8x	15.4x
市净率	2.7x	2.8x	3.0x	3.2x	3.3x

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828