

2025 年 08 月 11 日

投资评级： 增持（维持）

证券分析师

朱芸
SAC: S1350524070001
zhuyun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 08 日
收盘价（港元）	360.00
一年内最高/最低（港元）	421.40/253.40
总市值（百万港元）	132,960.66
流通市值（百万港元）	132,960.66
资产负债率（%）	41.10

资料来源：聚源数据

百胜中国 (09987. HK)

——同店转正 运营提升 经营利润改善 开店行稳致远

投资要点：

- 2025 年 8 月 5 日，公司发布截至 2025 年第二季度业绩公告。2025 年第二季度，公司实现收入 27.87 亿美元，同比增长 4%；实现净利润 2.15 亿美元，同比增长 1%；第二季度经营利润率和净利率分别为 10.9%和 7.7%，分别实现同比增长 1.0 个百分点和同比下滑 0.2 个百分点。
- **自 2024 年后同店首次实现转正，主要靠同店交易量增长带动。**2025 年第二季度公司同店销售额实现 1%正增长，同店交易量同比增长 2%，反算同店平均客单价下滑 1%，主因外卖补贴带来小额订单（尤其是饮料品类）数量提升。其中，同店销售额自 2024 年全年持续为负，2025 年第一季度持平后实现首季度转正。同时，同店交易量连续十个季度实现增长，未来公司交易量增长或为同店表现提升的核心变量。
- **运营效率提升带动餐厅利润率持续回升。**本季度公司实现经营利润率及餐厅利润率双增长，其中第二季度经营利润率 10.9%，同比增长 1.0 个百分点，餐厅利润率 16.1%，同比增长 0.6 个百分点。肯德基餐厅利润率 16.9%，同比增长 0.7 个百分点，受益于供应链效率提升；必胜客餐厅利润率 13.3%，同比增长 0.1 个百分点，连续五个季度实现利润率同比提升。公司持续受益于 Red Eye 和 Fresh Eye 项目带来的成本节约和运营效率提升。
- **维持全年 1600-1800 家净新增门店指引，下调资本开支指引。**全年净新增门店数量指引及加盟店占比指引不变，肯德基和必胜客新增门店中加盟店占比将分别达到 40%-50%和 20%-30%，提前达成先前目标，未来计划逐步提高净新增门店中加盟占比。单店投资成本下降，肯德基单店投入降至 140 万，必胜客单店投入降至 110 万，资本开支节省一方面释放部分自由现金流，另一方面有助于打开未来加盟空间。
- **全年分红回购至少 12 亿美元，未来两年 30 亿美元回报彰显公司信心。**2025 年上半年分红回购共计 5.36 亿美元，包括 3.56 亿美元回购和 1.8 亿美元现金股息。公司预计 2025 年全年股东回报至少 12 亿美元，截至 2025 年 6 月 30 日，公司仍有 9.36 亿美元回购授权，维持 2025-2026 年 30 亿回购分红指引。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.34/10.13/11.38 亿美元，同比增速分别为 2.5%/8.5%/12.3%，当前股价对应的 PE 分别为 19/16/14 倍。鉴于公司经营状况稳健，下半年开店加速提升客单量表现，维持“增持”评级。
- **风险提示。**宏观消费不及预期；快餐行业竞争加剧；堂食&外卖客单量下滑明显。

盈利预测与估值（美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	10978.00	11303.00	11763.26	12474.08	13249.77
同比增长率（%）	14.7%	3.0%	4.1%	6.0%	6.2%
归母净利润（百万美元）	827.00	911.00	933.54	1012.75	1137.52
同比增长率（%）	87.1%	10.2%	2.5%	8.5%	12.3%
每股收益（美元/股）	1.99	2.34	2.44	2.78	3.20
ROE（%）	12.9%	15.9%	17.7%	21.7%	24.7%
市盈率（P/E）	21.27	20.37	18.77	16.49	14.32

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：美元(百万)					单位：美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,303	11,763	12,474	13,250	货币资金	723	648	248	390
增长率	3.0%	4.1%	6.0%	6.2%	应收款项	423	458	486	516
营业成本	8,972	9,323	9,848	10,351	存货	405	414	410	431
%销售收入	79.4%	79.3%	78.9%	78.1%	其他流动资产	1,143	565	266	-33
毛利	2,331	2,441	2,626	2,899	流动资产	2,694	2,085	1,410	1,304
%销售收入	20.6%	20.7%	21.1%	21.9%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	2,407	2,656	2,842	2,968
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	4,170	4,070	3,970	3,870
销售费用	0	453	480	510	非流动资产	8,427	8,576	8,662	8,688
%销售收入	0.0%	3.9%	3.9%	3.9%	资产总计	11,121	10,661	10,073	9,992
管理费用	0	558	588	622	应付款项	801	829	867	903
%销售收入	0.0%	4.7%	4.7%	4.7%	短期借款	127	127	127	127
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	1,355	1,259	1,148	1,020
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	2,283	2,214	2,142	2,050
财务费用	-129	-93	-77	-53	长期债务	49	54	59	64
%销售收入	-1.1%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	其他长期负债	2,362	2,362	2,362	2,362
息税前利润 (EBIT)	1,207	1,264	1,387	1,582	非流动负债	2,411	2,416	2,421	2,426
%销售收入	10.7%	10.7%	11.1%	11.9%	负债总计	4,694	4,630	4,563	4,476
投资收益	5	0	0	0	归属母公司股东权益	5,728	5,262	4,670	4,604
%税前利润	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	699	769	840	912
除税前利润	1,336	1,356	1,464	1,635	负债股东权益合计	11,121	10,661	10,073	9,992
利润率	11.8%	11.5%	11.7%	12.3%					
所得税	356	353	381	425	比率分析				
所得税率	26.6%	26.0%	26.0%	26.0%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	980	1,004	1,083	1,210	每股指标				
少数股东损益	69	70	70	73	每股收益	2.34	2.44	2.78	3.20
归属于母公司的净利润	911	934	1,013	1,138	每股净资产	15.11	13.77	12.83	12.96
增长率	10.2%	2.5%	8.5%	12.3%	每股经营现金净流	3.74	3.77	4.36	4.79
净利率	8.1%	7.9%	8.1%	8.6%	每股股利	0.72	1.19	0.95	1.00
现金流量表					回报率				
单位：美元(百万)					净资产收益率	15.90%	17.74%	21.69%	24.71%
	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率	8.19%	8.76%	10.05%	11.38%
净利润	911	934	1,013	1,138	投入资本收益率	13.41%	15.05%	18.02%	20.51%
少数股东损益	69	70	70	73	增长率				
营运资金变动	-454	-115	-98	-144	营业收入增长率	2.96%	4.07%	6.04%	6.22%
其他变动	893	553	600	636	EBIT增长率	13.76%	4.68%	9.77%	14.07%
经营活动现金流量净额	1,419	1,442	1,586	1,701	净利润增长率	10.16%	2.47%	8.49%	12.32%
资本开支	-705	-652	-632	-602	总资产增长率	-7.56%	-4.13%	-5.52%	-0.80%
投资	523	580	300	300	资产管理能力				
其他	4	-45	-50	-54	应收账款周转天数	2.3	2.5	2.4	2.4
投资活动现金流量净额	-178	-118	-381	-356	存货周转天数	16.6	15.8	15.1	14.6
股权募资	-1,249	-933	-987	-511	应付账款周转天数	31.8	31.5	31.0	30.8
债权募资	-39	5	5	5	固定资产周转天数	75.1	77.5	79.3	78.9
其他	-348	-462	-613	-688	偿债能力				
筹资活动现金流量净额	-1,636	-1,390	-1,595	-1,194	流动比率	1.18	0.94	0.66	0.64
现金净变动	-405	-75	-400	142	速动比率	0.99	0.74	0.46	0.41
					净负债/股东权益	-8.51%	-7.74%	-1.13%	-3.61%
					EBIT利息保障倍数	—	253.9	269.2	297.0
					资产负债率	42.21%	43.43%	45.30%	44.80%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。