

百胜中国 (09987.HK)

Q2 同店销售正增，盈利能力持续提升

事件: 8月5日，公司发布 2025Q2 业绩公告，2025Q2 实现收入 27.87 亿美元/同比+4%，归母净利润 2.15 亿美元/同比+1%，核心经营利润 3.03 亿美元/同比+14%。

净增门店中加盟店占比已达先前目标，系统销售额增长环比提升。 1) 门店扩张: 截至 2025Q2，公司门店总数达到 16978 家，其中，肯德基/必胜客门店数分别为 12238/3864 家。2025Q2，净新增 336 家门店，其中，肯德基净新增 295 家，包含 119 家加盟店 (占比 40%)，必胜客净新增 95 家，包含 21 家加盟店 (占比 22%)。预计 2025 年肯德基和必胜客净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，未来将在既定目标范围内逐步提高净新增门店中加盟占比。2) 系统销售额: 不计及外币换算影响，2025Q2 公司系统销售额同比+4%，环比提升，主要得益于 4% 的净新增门店贡献以及 1% 的同店销售额增长。

Q2 同店销售正增，利润率持续提升。 1) 同店销售: 2025Q2，公司整体/肯德基/必胜客同店销售额分别实现 1%/1%/2% 的正增。同店交易量同比+2%，连续第 10 个季度实现增长，其中，肯德基/必胜客同店交易量分别同比 0%/+17%，客单价分别同比+1%/-13%，肯德基客单价提升主要系外卖占比提升，必胜客客单价下降符合提供更具性价比产品的策略。2) 餐厅利润率: 2025Q2，餐厅利润率为 16.1%/同比+0.6pct。肯德基方面，餐厅利润率为 16.9%/同比+0.7pct，其中，食品及包装物/薪金及雇员福利/物业租金及其他经营开支占比分别为 30.7%/27.0%/25.4%，同比-0.9/+1.1/-0.9pct；必胜客方面，餐厅利润率为 13.3%/同比+0.1pct，其中，食品及包装物/薪金及雇员福利/物业租金及其他经营开支占比分别为 32.5%/28.3%/25.9%，同比+0.9/0/-1.0pct。餐厅利润率的提升主要得益于食品及包装物、物业租金及其他经营开支的减少，肯德基人工费用率的提升主要系更高的外卖占比导致骑手成本上升，必胜客利润表现受自助餐活动影响。3) 经营利润率: 2025Q2 同比+1pct 至 10.9%，创 Q2 新高，得益于餐厅利润率增长和管理费用的减少。

外卖销售显著增长，数字订单占比提升，会员数持续增加。 2025Q2，1) 外卖销售: 受外卖平台活动影响，公司外卖销售同比+22%，占餐厅收入的 45%/同比+7pct。其中，肯德基/必胜客外卖销售同比+25%/+15%，占各自餐厅收入的 45%/43%，同比+7/+5pct。2) 数字订单: 数字订单收入达 24 亿美元，占餐厅收入的 94%/同比+4pct。3) 会员数: 肯德基及必胜客的会员数合计约 5.6 亿/同比+13%，会员销售额占比 64%/同比-1pct。

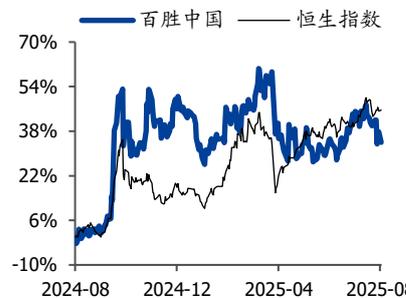
店型持续创新优化，资本支出目标下调，股东回馈稳步推进。 1) 店型创新: 截至 2025Q2，肯悦咖啡已开至 1300 多家，全年开店目标从 1500 家提升至 1700 家；必胜客 WOW 新店型自 2024 年 5 月首店，至今已超 200 家，其中，10 家新店为新城市拓展门店，为必胜客进入低线城市提供新的解决方案。2) 资本支出: 公司持续对门店进行优化，2025H1，肯德基单店资本支出从 150 万元下降至 140 万元，必胜客单店资本支出从 120 万下降至 110-120 万元，必胜客 WOW 新开门店单店投资为 65-85 万元，单店投资成本的下降带动 2025 年资本支出目标从 7-8 亿元下调至 6-7 亿元。3) 股东回馈: 2025H1，公司向股东回馈 5.36 亿美元，其中股票回购/现金股息分别为 3.56/1.8 亿美元，考虑已宣布的 2025H2 5.1 亿美元的股票回购协议，2025 年预计全年股东回馈至少 12 亿美元，2025-2026 年向股

买入 (维持)

股票信息

行业	酒店餐饮
前次评级	买入
08月11日收盘价(港元)	350.00
总市值(百万港元)	129,218.87
总股本(百万股)	369.20
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	0.54

股价走势



作者

分析师 杜玥莹
执业证书编号: S0680520080008
邮箱: duyueying@gszq.com

研究助理 陈天明
执业证书编号: S0680123110020
邮箱: chentianming@gszq.com

相关研究

- 《百胜中国 (09987.HK): Q4 同店销售增速环比改善，2025 门店数稳步扩张》 2025-02-11
- 《百胜中国 (09987.HK): Q3 业绩超预期，三年股东回馈提高至 45 亿美元》 2024-11-15
- 《百胜中国 (09987.HK): 2024Q2 门店持续扩张，收入利润创季度新高》 2024-08-11

东回馈 30 亿美元的目标稳步推进。4) 董事任命: 8 月 5 日, 公司公告董事会规模从 12 名董事扩充至 13 名, 委任嘉御资本创始合伙人兼主席卫哲先生为董事。

投资建议: 公司作为国内餐饮行业龙头, 立足于优质产品, 持续创新商业模式, 优化菜单、流程, 吸引更多客群; 多年来积累品牌实力, 持续加大对于数字化、供应链、门店店型等方面的投入和创新, 积累会员, 降本增效。长期来看, 公司业绩具有韧性, 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 117.96/124.67/133.24 亿美元, 归母净利润分别为 9.3/10.3/11.1 亿美元, 当前股价对应 PE 分别为 17.6x/16.0x/14.8x, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 门店扩张不及预期; 2) 同店销售不及预期; 3) 食品安全问题。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	10,978	11,303	11,796	12,467	13,324
增长率 yoy (%)	14.7	3.0	4.4	5.7	6.9
归母净利润 (百万美元)	827	911	934	1,029	1,112
增长率 yoy (%)	87.1	10.2	2.6	10.1	8.1
EPS 最新摊薄 (美元/股)	2.24	2.47	2.53	2.79	3.01
净资产收益率 (%)	12.7	15.2	13.9	13.5	12.9
P/E (倍)	19.9	18.1	17.6	16.0	14.8
P/B (倍)	2.6	2.9	2.5	2.2	2.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 11 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3431	2694	4088	5076	6628
现金	1128	723	2076	3057	4546
应收票据及应收账款	68	79	74	88	86
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	424	405	451	444	510
其他流动资产	1811	1487	1487	1487	1487
非流动资产	8600	8427	8117	8077	7905
长期投资	332	368	404	440	476
固定资产	2310	2407	2176	2100	2006
无形资产	2367	2290	2176	2176	2061
其他非流动资产	3591	3362	3362	3362	3362
资产总计	12031	11121	12205	13154	14533
流动负债	2422	2283	2502	2484	2806
短期借款	168	127	127	127	127
应付票据及应付账款	2164	2080	2300	2281	2604
其他流动负债	90	76	75	76	75
非流动负债	2490	2411	2411	2411	2411
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2490	2411	2411	2411	2411
负债合计	4912	4694	4913	4895	5217
少数股东权益	714	699	775	860	951
股本	4	4	4	4	4
资本公积	4320	4028	4028	4028	4028
留存收益	2310	2089	3100	4212	5415
归属母公司股东权益	6405	5728	6517	7399	8365
负债和股东权益	12031	11121	12205	13154	14533

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1473	1419	1318	1253	1676
净利润	901	980	1011	1113	1203
折旧摊销	453	0	363	379	397
财务费用	-169	-129	-98	-68	-38
投资损失	45	-45	9	0	0
营运资金变动	59	-117	178	-25	259
其他经营现金流	184	730	-145	-145	-145
投资活动现金流	-743	-178	-1942	-339	-224
资本支出	730	-31	-346	-76	-209
长期投资	-18	-36	-36	-36	-36
其他投资现金流	-31	-245	-2324	-451	-469
筹资活动现金流	-716	-282	97	67	37
短期借款	168	-41	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-70	-292	0	0	0
其他筹资现金流	-814	51	97	67	37
现金净增加额	-2	959	1353	982	1489

利润表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10978	11303	11796	12467	13324
营业成本	8701	8972	9260	9685	10327
营业税金及附加	36	37	40	51	60
营业费用	356	404	465	502	543
管理费用	638	568	564	557	578
研发费用	112	122	130	198	189
财务费用	-169	-129	-98	-68	-38
资产减值损失	29	39	30	32	33
其他收益	0	-1	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-45	45	-9	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1230	1336	1397	1512	1632
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1230	1336	1397	1512	1632
所得税	329	356	386	399	429
净利润	901	980	1011	1113	1203
少数股东损益	74	69	76	84	91
归属母公司净利润	827	911	934	1029	1112
EBITDA	1216	1317	1726	1821	1923
EPS (美元)	2.24	2.47	2.53	2.79	3.01

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	14.7	3.0	4.4	5.7	6.9
营业利润(%)	79.6	8.6	4.6	8.2	8.0
归属于母公司净利润(%)	87.1	10.2	2.6	10.1	8.1
获利能力					
毛利率(%)	20.7	20.6	21.5	22.3	22.5
净利率(%)	7.5	8.1	7.9	8.3	9.0
ROE(%)	12.7	15.2	13.9	13.5	12.9
ROIC(%)	10.3	12.1	11.4	11.1	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	42.2	40.3	37.2	35.9
净债比率	16.0	22.2	1.0	-11.0	-25.7
流动比率	1.4	1.2	1.6	2.0	2.4
速动比率	1.1	0.8	1.3	1.7	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	166.3	153.8	153.8	153.8	153.8
应付账款周转率	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	2.24	2.47	2.53	2.79	3.01
每股经营现金流(最新摊薄)	3.99	3.84	3.57	3.40	4.54
每股净资产(最新摊薄)	17.35	15.51	17.65	20.04	22.66
估值比率					
P/E	19.9	18.1	17.6	16.0	14.8
P/B	2.6	2.9	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	0.5	0.9	-0.1	-0.5	-1.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月11日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com