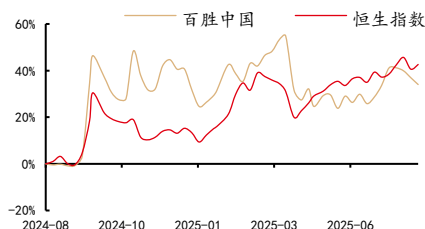


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	349.20
总股本/流通股本(亿股)	3.69
总市值/流通市值(亿港元)	1,289.24
52周内最高/最低价	324/ 419.2
资产负债率(%)	42.2084
市盈率	17.9124
第一大股东	JP Morgan Chase & Co.

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

百胜中国 (9987.HK)

同店销售转正，经营利润提速

● 事件

公司发布 25Q2 财务业绩公告, 25Q2 公司实现营收 27.87 亿美元, 同比+4%, 经营利润 3.04 亿美元, 同比+14%, 归母净利润 2.15 亿美元, 同比+14%, 利润率 10.9%, 同比提升 1pct, 餐厅利润率 16.1%, 同比提升 0.6pct。

● 投资要点

整体拆分：同店销售首次转正。25H1 营业收入 57.68 亿美元, 同比+2% (其中 25Q1: +1%; 25Q2: +4%), 不考虑外币换算的影响, 中国系统销售额同比+3% (其中 25Q1: +2%; 25Q2: +4%), 收入进一步提速。

Q2 拆分来看：

1) 门店：净新开门店贡献 4%。25Q2 净新增门店贡献 4%, 净新增门店 336 家, 其中加盟店有 89 家, 占比为 26%, 延续 1/4 的趋势。截至 25H1 公司门店总数达 16978 家。此外, 公司持续拓宽目标市场, 肯悦咖啡扩展至 1300 多家, 必胜客全新的 wow 门店继续布局低线城市, 资本开支约为人民币 65-85 万。

2) 同店：销售额转正增长 1%。同店销售额较去年同期增长 1%, 24 以来各个季度同店销售额增速-3%、-4%、-3%、-1%、0%、1%, 同店销售额进一步恢复。同店交易量同比增长 2%, 连续第十个季度实现增长。在交易量增长的情况下, 销售额持平, 客单价仍旧处于下降通道。

3) 经营利润：成本下降管理改善。25Q2 餐厅利润率 16.1%, 同比+60bp, 经营利润率 10.9%, 同比+100bp, 创下二季度新高, 这一方面得益于原材料成本(食品及包装物)、物业租金的下降, 另一方面与公司运营效率提升有关。

4) 外卖及会员：继续双位数增长。公司外卖销售同比增长 22%, 过去十年百胜中国外卖收入增速一直维持在双位数增长, 目前肯德基和必胜客餐厅收入中外卖占比 45%。肯德基及必胜客的会员数合计超过 5.6 亿, 同比增长 13%, 会员销售额占两品牌系统销售总额的 64%。

肯德基：收入进一步提速，外卖带动下客单价增长。25H1 肯德基营收 43.42 亿美元, 同比+2% (其中 25Q1: +1%; 25Q2: +4%), 不考虑外币换算的影响, 中国系统销售额同比+4% (其中 25Q1: +3%; 25Q2: +5%), 肯德基收入亦进一步提速。

1) 门店：餐厅门店数量增长 12%，本季度净增 295 家至 12238 家 (其中加盟店净增 119 家/净增门店占比 40%), 加盟店速度加快。

2) 同店：同店销售额同比+1%，同店交易量持平，继前面第九个季度增长后首次持平。客单价同比+1%，主要由于外卖占比提升。

3) 外卖：外卖销售同比增长 25%，约占公司餐厅收入的 45%。

4) 经营利润: 餐厅利润率 16.9%, 同比+70bp, 经营利润率 14.0%, 同比+90bp, 成本上一方面原材料价格下降、营运精简, 另一方面高性价比产品增加、工资成本上涨、外卖占比提升占比骑手成本增加。

必胜客: 收入亦提速, 价减量增带动同店增长。 25H1 必胜客营收 11.49 亿美元, 同比+1% (其中 25Q1: +1%; 25Q2: +3%), 不考虑外币换算的影响, 中国系统销售额同比+3% (其中 25Q1: +2%; 25Q2: +3%), 必胜客收入进一步提速。

1) 门店: 餐厅门店数量增长 10%, 本季度净增 95 家至 3864 家 (其中加盟店净增 21 家/净增门店占比 22%), 加盟店速度加快。

2) 同店: 同店销售额同比+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%, 符合公司性价比的战略。

3) 外卖: 外卖销售同比增长 15%, 约占公司餐厅收入的 43%。

4) 经营利润: 餐厅利润率 13.3%, 同比+10bp, 经营利润率 8.3%, 同比+90bp, 创第二季度新高, 原因与肯德基相同。

公司展望: 加速扩店, 持续创新, 为公司提供增长新动能。

1) 扩店: 根据公司规划, 2025 年公司预计净新增门店 1600-1800 家, 资本支出 6-7 亿美元 (单店投资成本下降, 资本支出下调), 门店增速约为 10%, 将有效贡献收入增速。此外, 公司将要不断增加直营和门店数量, 稳步向 26 年实现 2 万家门店的目标迈进。2025 年肯德基和必胜客新增门店中加盟门店比例将分别逐步增加至 40-50% 和 20-30%, 随着加盟比例提高, 公司资产逐步变轻, 周转加快。

2) 创新: 公司不断推出创新措施, 从菜单革新到引入突破性商业模式, 未来公司将进一步扩展目标市场并扩大市场份额。

3) 股东回报: 25Q2 公司回馈股东 2.74 亿美元, 包括 1.84 亿美元的股票回购和 9000 万美元的现金股息。此外, 25 年至 26 年预计向股东回馈 30 亿美元, 分红率有保证。

● 投资建议与盈利预测

公司作为国内餐饮行业龙头, 兼具传统和创新的特性。短期来看, 25 年公司扩店 1600-1800 家, 26 年冲击 2 万家门店, 25Q2 公司门店销售额首次转正, 同店延续交易量上行趋势, 公司推出 Fresh Eye、Red Eye 等计划, 将有效提升公司的运营效率, 餐厅净利率有望持续上行。长期来看, 公司业绩韧性十足。

我们预计公司 25-27 年营业收入增速为 4.6%、6.3%、5.7%, 归母净利润增速为 2.2%、11.1%、12.4%, EPS 分别为 2.52、2.80、3.15 美元/股, 当下股价对应 PE 分别为 18x、16x、14x。维持公司“买入”评级。

● 风险提示:

消费复苏不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 食品安全问题; 政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	11,303.00	11,818.42	12,568.28	13,284.11
增长率(%)	2.96	4.56	6.34	5.70
EBITDA（百万美元）	1,683.00	1,724.46	1,874.83	2,034.12
归属母公司净利润（百万美元）	911.00	931.00	1,034.67	1,163.24
增长率(%)	10.16	2.20	11.14	12.43
EPS(美元/股)	2.34	2.52	2.80	3.15
市盈率（P/E）	20.37	17.64	15.87	14.12
市净率（P/B）	3.15	2.57	2.21	1.91
EV/EBITDA	10.41	8.58	7.13	5.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	11303	11818	12568	13284	营业收入	2.96%	4.56%	6.34%	5.70%
营业成本	8972	9313	9866	10362	营业利润	13.76%	9.67%	9.19%	10.29%
税金及附加	—	—	—	—	归属于母公司净利润	10.16%	2.20%	11.14%	12.43%
销售费用	204	473	503	531	获利能力				
管理费用	0	591	628	664	毛利率	20.62%	21.20%	21.50%	22.00%
研发费用	78	112	122	118	净利率	8.06%	7.88%	8.23%	8.76%
财务费用	-129	-12	-39	-74	ROE	15.90%	14.56%	13.92%	13.53%
资产减值损失	—	—	—	—	ROIC	13.41%	13.52%	12.80%	12.29%
营业利润	1207	1324	1445	1594	偿债能力				
营业外收入	—	—	—	—	资产负债率	42.21%	39.81%	37.09%	34.48%
营业外支出	—	—	—	—	流动比率	1.18	1.48	1.87	2.32
利润总额	1336	1335	1484	1668	营运能力				
所得税	356	334	371	417	应收账款周转率	153.78	146.27	147.48	147.04
净利润	980	1002	1113	1251	存货周转率	21.65	22.57	22.79	22.70
归母净利润	911	931	1035	1163	总资产周转率	0.98	1.03	1.00	0.96
每股收益(美元)	2.34	2.52	2.80	3.15	每股指标(美元)				
资产负债表					每股收益	2.34	2.52	2.80	3.15
货币资金	723	1813	3250	4930	每股净资产	15.11	17.32	20.13	23.30
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	79	83	88	93	PE	20.37	17.64	15.87	14.12
预付款项	22	23	24	26	PB	3.15	2.57	2.21	1.91
存货	405	420	445	468	现金流量表				
流动资产合计	2694	3520	4711	6141	净利润	911	931	1,035	1,163
固定资产	2407	2831	3023	3101	折旧和摊销	476	401	429	440
在建工程	107	107	107	107	营运资本变动	-454	57	85	80
无形资产	4170	4045	3924	3806	其他	486	77	85	95
非流动资产合计	8427	8382	8453	8413	经营活动现金流净额	1,419	1,465	1,634	1,778
资产总计	11121	11902	13164	14554	资本开支	-705	-700	-500	-400
短期借款	127	127	127	127	其他	4	291	0	0
应付票据及应付账款	801	831	881	925	投资活动现金流净额	-178	-109	-200	-100
其他流动负债	1279	1337	1422		股权融资	-1,249	0	0	0
流动负债合计	2283	2375	2515	2645	债务融资	-39	5	5	5
其他	2362	2309	2309	2309	其他	-348	-275	-7	-7
非流动负债合计	2411	2363	2368	2373	筹资活动现金流净额	-1,636	-270	-2	-2
负债合计	4694	4738	4883	5018	现金及现金等价物净增加额	-405	1,090	1,436	1,680
股本	4	4	4	4					
资本公积金	6117	6784	7822	8990					
未分配利润									
少数股东权益	699	770	848	936					
其他	(341)	(341)	(341)	(341)					
所有者权益合计	6427	7164	8281	9537					
负债和所有者权益总计	11121	11902	13164	14554					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048