

百胜中国 (09987.HK)

长策长驱，百战百胜

买入 (首次)

2025 年 10 月 11 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

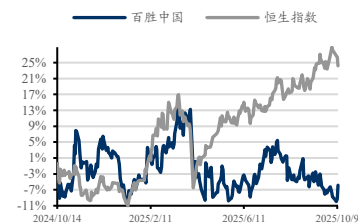
wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万美元)	10,978	11,303	12,019	12,758	13,496
同比(%)	14.72	2.96	6.34	6.15	5.79
归母净利润 (百万美元)	827.00	911.00	951.62	1,017.03	1,091.11
同比(%)	87.10	10.16	4.46	6.87	7.28
EPS-最新摊薄 (美元/股)	2.28	2.51	2.62	2.80	3.00
P/E (现价&最新摊薄)	19.32	17.54	16.79	15.71	14.65

投资要点

- **西式餐饮龙头，多维布局中国：**百胜中国涵盖西式快餐、中式餐厅以及咖啡店三大板块，旗下品牌包括肯德基/必胜客/塔克钟/黄记煌/小肥羊及 Lavazza。截至 2025H1，肯德基、必胜客及其他门店数量分别为 12238、3864 及 876 家。肯德基贡献主要收入，2024 年肯德基/必胜客/其他分部收入占比分别为 75%/20%/5%，2018-2024 年收入占比分别+3/-7/+3pct。
- **非中式连锁快餐方兴未艾，百胜中国份额当先：**2024 年中国内地餐饮服务市场规模达 54730 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 8.48%，其中：①**连锁餐饮增速更快：**2024 年连锁/非连锁餐饮市场规模分别为 12565/43153 亿元，2019-2024 年 CAGR 分别为 6.30%/2.90%。②**快餐餐厅增速更快：**2024 年全面服务餐厅/快餐餐厅市场规模分别为 32345/21290 亿元，2020-2024 年 CAGR 分别为 6.55%/11.94%。③**非中式餐饮增速更高：**2018-2023 年中式/非中式餐饮行业 CAGR 分别为 3.6%/7.2%。按销售额计，百胜于国内餐饮连锁市占率位居第一：2024 年市占率达 7.5%，同期蜜雪、麦当劳、瑞幸及海底捞为 4.1%/3.7%/3.6%/3.6%。
- **优势明显，千策千成：**(1) **肯德基 2024 年全球门店数量达 3.20 万家：**①经久不衰的大单品 (炸鸡系列)，市场认知强；②守正出奇，在保留核心产品的同时，积极在小食、甜点、饮料等品类推新；③深谙本地化经营，根据地域饮食习惯丰富菜单；④特许经营模式先行者 (1952 年)，较早开启全球化；⑤率先进行 IP 运营。(2) **必胜客：**①**先发优势明显，2024 年全球门店数量达 2.02 万家；**②场景定位清晰 (家庭聚餐)；③SKU 种类适中，客单价合理；④较早探索外送模式，构筑差异化。
- **开店仍有空间，同店改善可期：**(1) **高线城市加密，下沉城市拓店、功能区布局提速，开店逻辑仍存：**截至 25H1，肯德基于国内门店数量已达 12238 家，对标华莱士 (据红餐大数据，截至 2025 年 7 月共有门店约 19812 家，城市覆盖率 97%)，渗透率仍有进一步提升空间、下沉市场仍有开拓潜力。(2) **积极探索新型门店，同店改善可期：**创新店型如必胜客 wow、肯德基小镇 mini 模式、肯悦咖啡等，适配不同场景消费需求。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 120.19/127.58/134.96 亿美元，同比增速分别为 6%/6%/6%；2025-2027 年公司归母净利润为 9.52/10.17/10.91 亿美元，同比增速为 4%/7%/7%。对应 2025-2026 年 PE 为 16.79x、15.71x，考虑到公司门店渗透空间仍存、新店型可期，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**餐饮市场竞争加剧，原料成本上涨，品牌老化客户流失风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	342.20
一年最低/最高价	324.00/421.40
市净率(倍)	2.82
港股流通市值(百万港元)	124,360.56

基础数据

每股净资产(美元)	15.60
资产负债率(%)	41.10
总股本(百万股)	363.41
流通股本(百万股)	363.41

相关研究

内容目录

1. 长策长驱，百战百胜	4
1.1. 西式餐饮龙头，经营韧性强.....	4
1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	5
1.3. 肯德基收入占比逾七成，中国市场历久弥新.....	6
2. 非中式连锁快餐方兴未艾，百胜中国份额当先	8
2.1. 非中式连锁快餐业态增速领先.....	8
2.2. 百胜中国份额当先.....	10
2.3. 经营沉淀优势明显，千策千成.....	11
2.3.1. 肯德基：守正出奇，经久不衰.....	11
2.3.2. 必胜客：开创中国比萨品类，先发优势明显.....	15
3. 开店逻辑仍存，同店改善可期	16
3.1. 高线加密、下沉拓店，功能区布局亦加速，开店逻辑仍存.....	16
3.2. 布局新型门店，创新可圈可点.....	18
4. 盈利预测与投资评级	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 估值与投资建议.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1:	百胜中国品牌矩阵.....	4
图 2:	百胜中国历史复盘.....	5
图 3:	管理层背景（截至 2024 年底）.....	6
图 4:	在中国市场依托本土化战略，经营稳健.....	6
图 5:	肯德基收入占比逾七成.....	7
图 6:	肯德基经营韧性较强.....	7
图 7:	2024 年百胜中国餐厅开支构成.....	7
图 8:	百胜中国集团层面总成本及开支构成.....	7
图 9:	整体同店表现.....	8
图 10:	餐厅层面利润率.....	8
图 11:	2024 年集团经调整经营利润率为 10.28%.....	8
图 12:	2024 年集团经调整净利率为 8.30%.....	8
图 13:	中国内地餐饮服务行业稳步扩容.....	9
图 14:	连锁及非连锁餐饮市场规模.....	9
图 15:	中国连锁餐厅渗透率提升空间较大.....	9
图 16:	2024 年全面服务餐厅及快餐餐厅占比.....	10
图 17:	2021-2024 年快餐餐厅行业增速更快.....	10
图 18:	非中式餐饮增速更高.....	10
图 19:	2025 年非中式餐饮连锁化率显著领先.....	10
图 20:	2023 年世界餐饮连锁品牌销售额（十亿美元）.....	11
图 21:	中国连锁餐饮品牌市占率.....	11
图 22:	2025 年全国部分西式快餐品牌概况.....	11
图 23:	部分西式快餐品牌概况.....	12
图 24:	保留核心产品的同时，积极在小食、饮料等品类推新，上市限时品类及联名限定.....	12
图 25:	肯德基擅长根据当地饮食习惯进行菜单创新.....	13
图 26:	肯德基为特许经营模式先行者.....	14
图 27:	肯德基全球门店数量.....	14
图 28:	西式快餐品牌全球门店数量.....	14
图 29:	较早开始 IP 运营，山德士上校形象深入人心.....	15
图 30:	必胜客较早开放特许经营.....	16
图 31:	必胜客全球门店数量.....	16
图 32:	2024 年比萨品牌全球门店数量对比.....	16
图 33:	开店持续，门店数量提升.....	17
图 34:	加强功能区布局.....	18
图 35:	必胜客 wow 店与必胜客标准店对比.....	19
图 36:	肯德基标准门店与 MINI 门店对比.....	19
图 37:	咖啡门店对比.....	20
表 1:	公司营收测算汇总（百万美元）.....	21
表 2:	可比公司估值对比（估值日 2025/10/10）.....	21

1. 长策长驱，百战百胜

1.1. 西式餐饮龙头，经营韧性强

百胜中国涵盖西式快餐、中式餐厅以及咖啡店三大板块：（1）西式快餐品牌包括肯德基、必胜客、塔克钟；（2）中式餐厅包括黄记煌、小肥羊；（3）咖啡店包括 Lavazza。截至 2025H1，肯德基/必胜客/其他门店数量分别为 12238/3864/876 家，其中肯德基/必胜客客单价分别为 38/76 元。

图1：百胜中国品牌矩阵

	西式快餐			中式餐厅		咖啡店
	肯德基	必胜客	塔克钟	黄记煌	小肥羊	Lavazza
						
重要时点	1987年进入中国	1990年进入中国	2016年重返中国	2020年收购	2012年收购	2020年进入中国
品牌定位	西式快餐	西式休闲餐饮	西式墨西哥风味快餐	中式休闲餐饮	中式蒙古风味火锅	高端意式咖啡
主要产品	炸鸡、汉堡	披萨、意大利面	墨西哥卷饼	焖锅	火锅	咖啡
门店数量（家）	12,238	3,864			876	
直营店数量（家）	10,536	3,629			154	
加盟店数量（家）	1,702	235			722	
客单价（元）	38	76				

数据来源：公司公告，公司官网，窄门餐眼，东吴证券研究所（注：门店数量/直营加盟数量/客单价数据均来自第二季度业绩公告）

复盘公司在中国的发展史，大致可以分为两个阶段：

- （1）**1987-2015 年品牌导入，快速拓店；本土运作，多点开花：**①1987 年国内第一家肯德基餐厅于北京开业，三年后北京开设第一家必胜客门店，门店自此进入加速扩张期，至 1996 年肯德基于国内第 100 家门店、2004 年第 1000 家餐厅开业。②2012 年继而收购小肥羊，本土化经营矩阵进一步完善。
- （2）**2016 年至今资本市场加持，智能转型在途：**2016 年 11 月百胜中国于纽交所上市，资本市场加持下：①**数字化转型更进一步：**2016 年肯德基超级 APP 全新上线，支持品牌数字化转型；2020-2021 年启用上海、南京、西安三地的数字化研发中心；②**品牌矩阵日益完备：**2020 年完成黄记煌收购、正式成立中餐事业部，同年上海开设第一家 Lavazza 咖啡店；③**加盟模式多元化：**2019 年与中石化、中石油开启合作，首批加油站加盟餐厅开业。2022 年百胜中国将港交所的上市地位由“第二上市”自愿升级为“主要上市”，从而成为纽交所+港交所双重主要上市的公司。

图2：百胜中国历史复盘



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司股东主要系投资机构，市场化充分、且结构稳定。核心管理层均于公司任职多年，实践经验丰富，了解公司情况、兼具战略视角。

图3：管理层背景（截至 2024 年底）

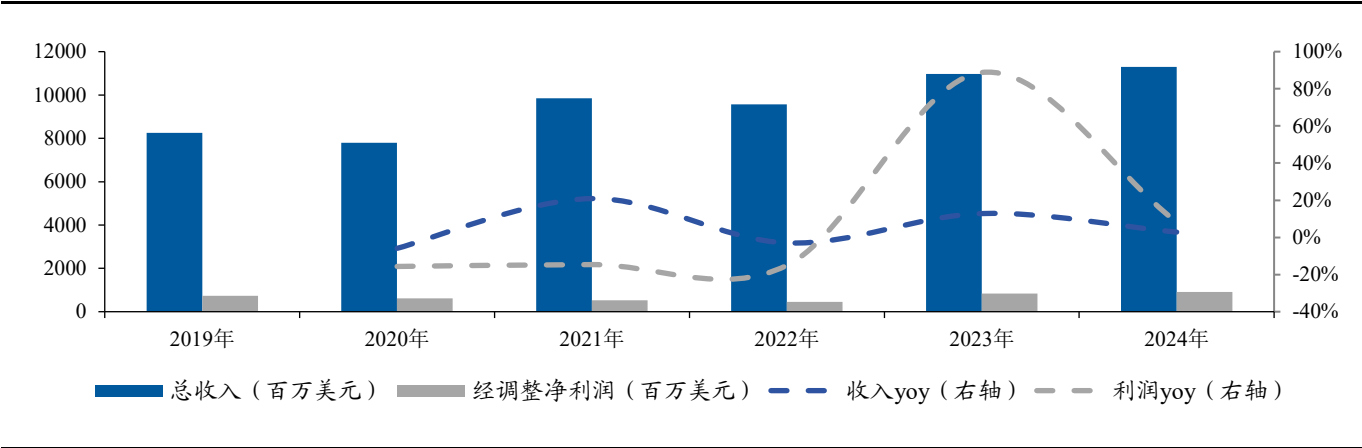
姓名	职务	年龄	履历
屈翠容	首席执行官、 董事	53	2004 年至 2014 年在屈臣氏任管理和战略岗位；2014 年 9 月加入百胜中国，任肯德基中国总裁；2016 年 10 月至 2017 年 2 月，任肯德基首席执行官；2017 年 2 月至 2018 年 2 月担任公司总裁兼首席运营官；2017 年 7 月至今担任董事会成员；2018 年 3 月至今担任公司首席执行官。
丁晓	首席财务官	38	曾在瑞银集团任投资银行部董事，曾任职于摩根士丹利和花旗亚洲；2018 年至 2019 年初就职于阿里巴巴集团控股有限公司，负责科技和媒体领域的战略投资；2019 年 3 月，担任公司企业金融部副总裁，2020 年 2 月至 2025 年 3 月担任公司首席投资官；2022 年 3 月至 2024 年 12 月担任公司合资企业 Lavazza 总经理；2024 年 10 月至 2025 年 3 月担任公司代理首席财务官。
汪涛	肯德基总经理	50	1998 年加入肯德基担任运营管理培训生；2007 年担任肯德基市场总经理，并于 2015 年担任肯德基区域营运副总裁；2020 年 7 月至 2022 年 6 月担任百胜中国首席开发官；2022 年 5 月起担任肯德基总经理。
蒯俊	必胜客总经理	44	2012 年 3 月至 2013 年 8 月，担任百胜餐饮中国外送支持中心总监，在建立线上点餐及电商功能方面发挥重要作用。在此之前，任职百胜餐饮中国的信息技术部门九年，增强了其信息技术基建及生产力；2016 年 10 月至 2017 年 10 月任必胜客宅急送总经理；2017 年 11 月起担任必胜客总经理。
黄多多	首席供应链官	52	在加入必胜客之前，曾在肯德基担任多个领导职位，包括肯德基南京和无锡市场的总经理；2018 年 6 月至 2021 年 11 月担任必胜客区域营运副总裁；2018 年 6 月至 2021 年 11 月担任必胜客区域营运副总裁；2021 年 11 月起担任本公司首席供应链官。
张雷	首席信息技术官	56	1992 年至 1996 年在英业达电子（上海）担任工程师；1996 年加入 YUM，曾在信息技术部门担任多个职位，并于 2017 年 2 月开始负责领导该部门；2016 年 10 月至 2018 年 3 月曾任信息技术部门副总裁；2018 年 3 月起担任本公司首席信息技术官

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 肯德基收入占比逾七成，中国市场历久弥新

公司在中国市场依托本土化战略，长期经营稳健：2024 年百胜中国营收/经调整净利润分别为 113.03/9.11 亿美元，同比分别 3%/8%，2019-2024 年 CAGR 分别为 6.49%/4.56%，特殊时期消费场景受限、经营表现略有承压，2023 年后修复明显。

图4：在中国市场依托本土化战略，经营稳健

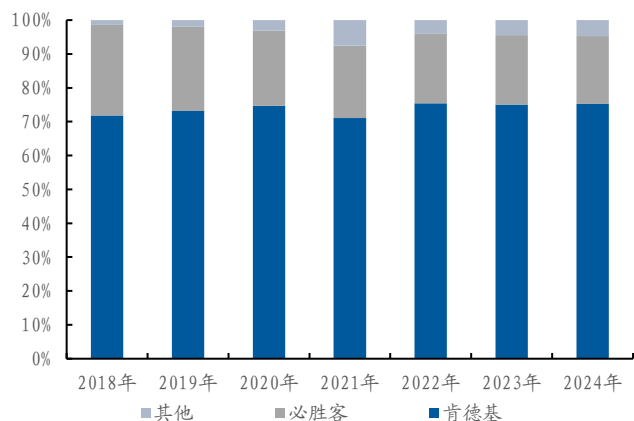


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分拆收入，肯德基仍为主要贡献，收入占比持续攀升：2024 年肯德基/必胜客/其他分部收入占比分别为 75%/20%/5%，2018-2024 年占比分别+3/-7/+3pct，即肯德基收入占比提升，必胜客略有下滑。

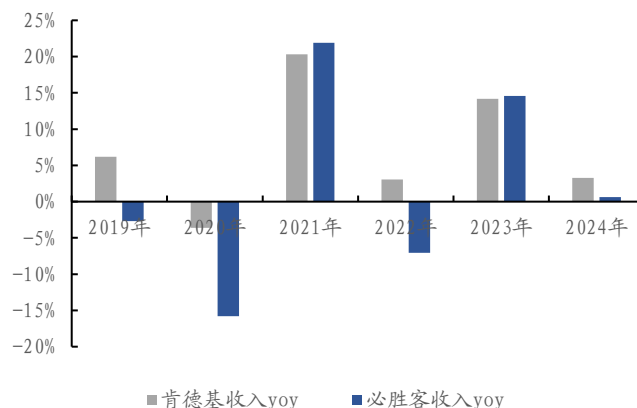
相对而言，肯德基作为基本盘业务，经营韧性较强，必胜客潜力则较大。2019-2024 年肯德基收入增速为 6%/-4%/20%/3%/14%/3%，同期必胜客为 -3%/-16%/22%/-7%/15%/1%。

图5：肯德基收入占比逾七成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

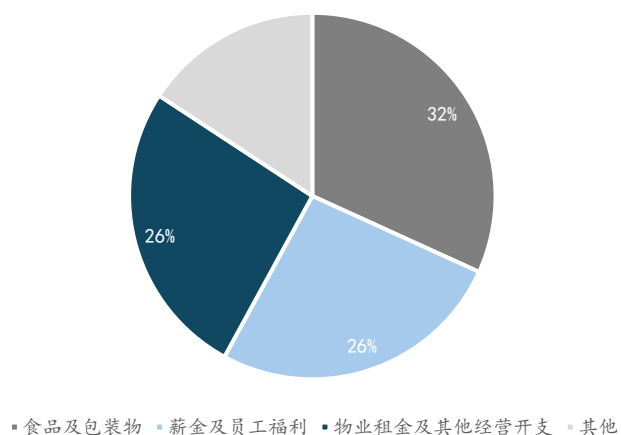
图6：肯德基经营韧性较强



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

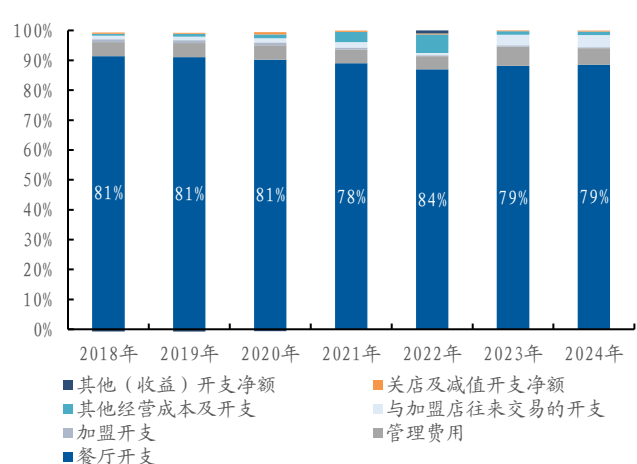
拆分成本：（1）餐厅层面，食品及包装物原料系主要开支项：2024 年食品及包装物/物业租金及其他经营开支/薪金及员工福利占餐厅收入比重分别为 32%/26%/26%；（2）集团层面，2024 年餐厅开支/管理费用/与加盟店往来的交易开支/其他经营成本开支占总营收比重分别为 79%/5%/4%/1%。

图7：2024 年百胜中国餐厅开支构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：百胜中国集团层面总成本及开支构成

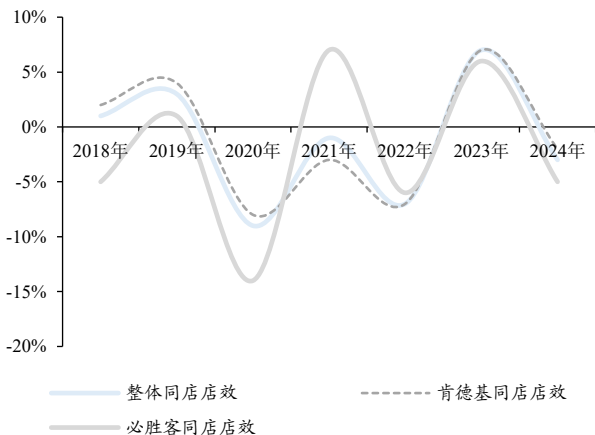


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情期间消费场景受限、叠加疫后餐厅环境整体疲软，近几年同店销售额表现略有承压，但我们认为拐点已现：2025Q1 整体同店销售额/肯德基同店销售额/必胜客同店销售额同比分别持平/持平/持平，25Q2 分别+1%/+1%/+2%。

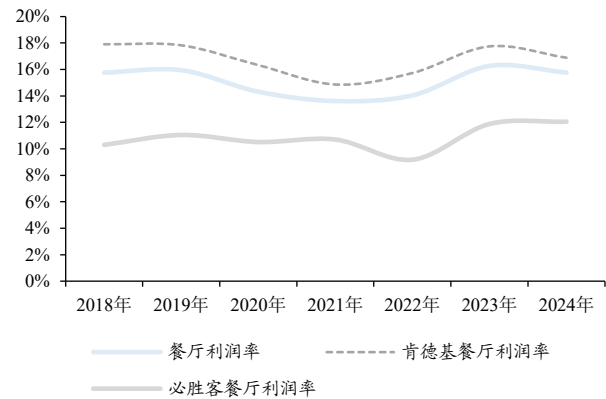
餐厅层面利润率亦有望迎来拐点：2025Q1 整体餐厅利润率/肯德基餐厅利润率/必胜客餐厅利润率分别为 18.6%/19.8%/14.4%，25Q2 分别为 16.1%/16.9%/13.3%。

图9：整体同店表现



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

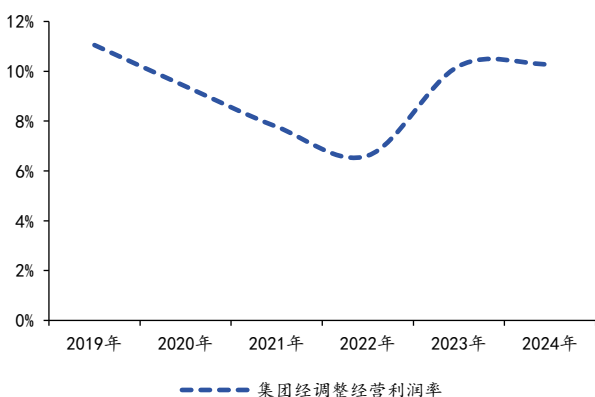
图10：餐厅层面利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

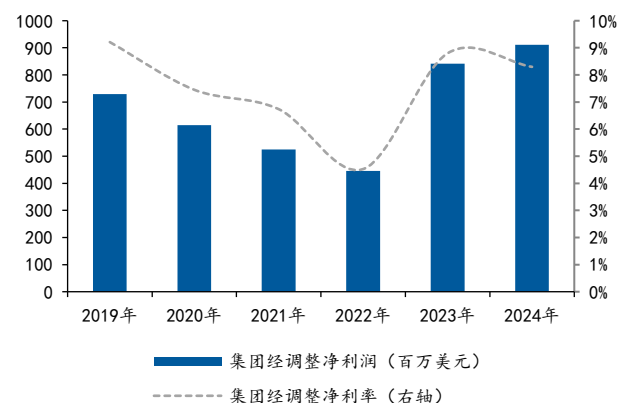
特殊时期后、消费场景修复，集团经营利润率迎来修复：2024 年集团经调整经营利润率为 10.28%，同比 2022 年提升 3.67pct。

图11：2024 年集团经调整经营利润率为 10.28%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：2024 年集团经调整净利率为 8.30%



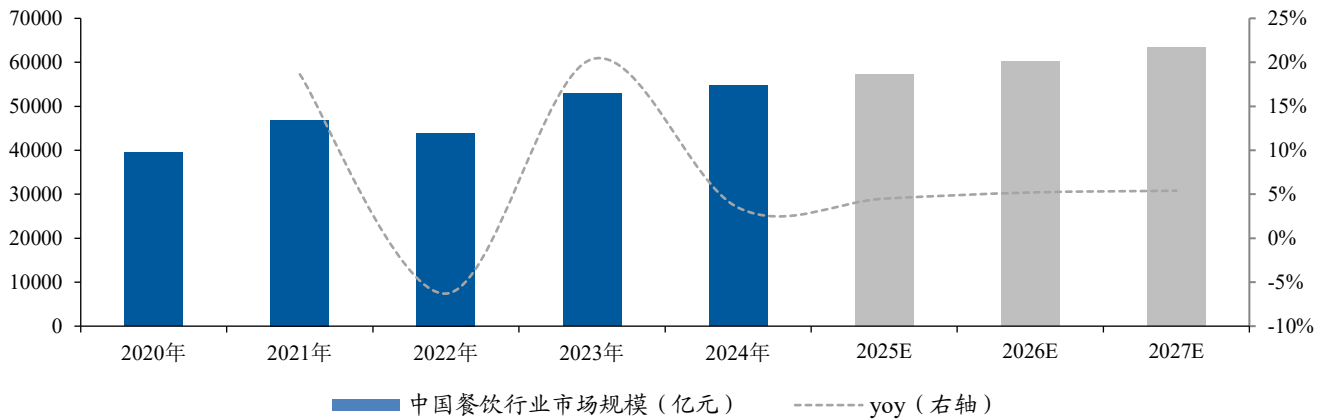
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 非中式连锁快餐方兴未艾，百胜中国份额当先

2.1. 非中式连锁快餐业态增速领先

中国内地餐饮服务行业稳步扩容，2024 年市场规模达 54730 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 8.48%。据 F&S 预测，预计 2024-2027 年行业规模 CAGR 为 5.03%，至 2027 年增至 63415 亿元，其中，非中式连锁快餐业态增速领先。

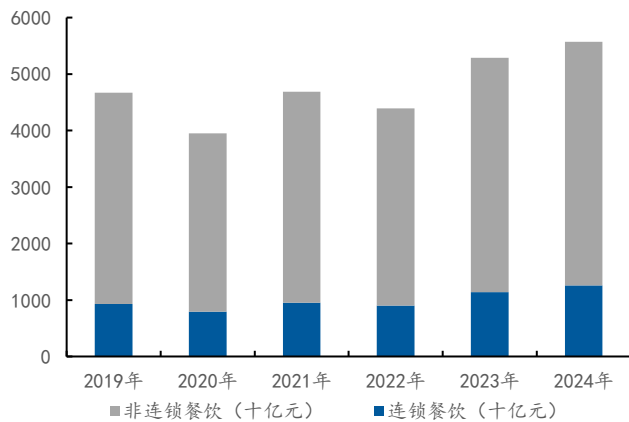
图13：中国内地餐饮服务行业稳步扩容



数据来源：国家统计局，中国食协，F&S，巴奴招股书，东吴证券研究所

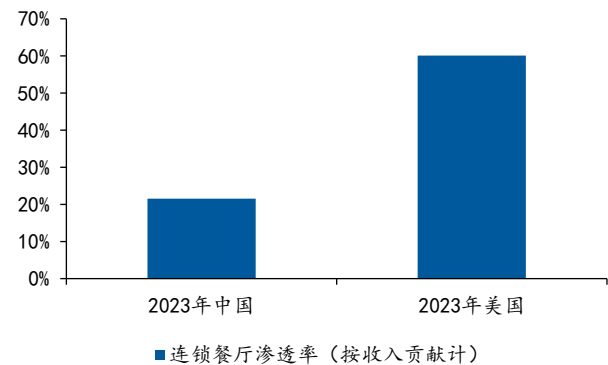
分形态看：（1）连锁餐饮增速更快：2024 年连锁餐厅/非连锁餐厅市场规模分别为 12565/43153 亿元，2019-2024 年 CAGR 分别为 6.30%/2.90%。据 F&S 预测，2024-2029 年 CAGR 预计分别为 11.00%/5.00%。横向对比，按收入贡献计，2023 年中国连锁餐厅渗透率仅 21.5%(中国低线城市连锁餐厅渗透率普遍低于 15%)，同期美国已达 60.10%，国内连锁餐厅渗透率提升空间较大。

图14：连锁及非连锁餐饮市场规模



数据来源：F&S，巴奴招股书，东吴证券研究所

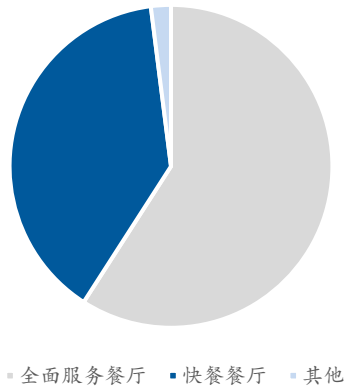
图15：中国连锁餐厅渗透率提升空间较大



数据来源：遇见小面招股书，东吴证券研究所

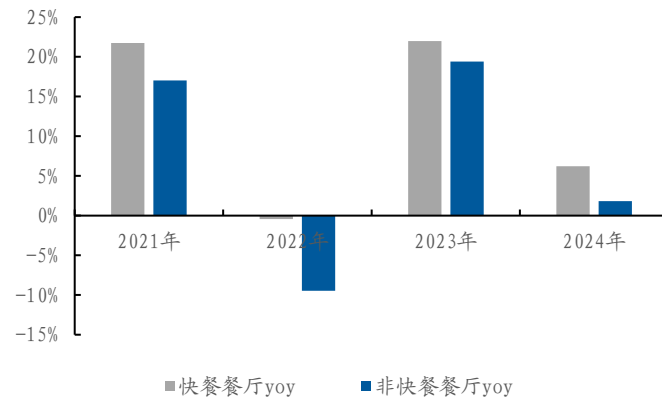
（2）快餐餐厅增速更快：2024 年全面服务餐厅/快餐餐厅市场规模分别为 32345/21290 亿元，2020-2024 年 CAGR 分别为 6.55%/11.94%。

图16：2024年全面服务餐厅及快餐餐厅占比



数据来源：国家统计局，中国食协，F&S，巴奴招股书，东吴证券研究所

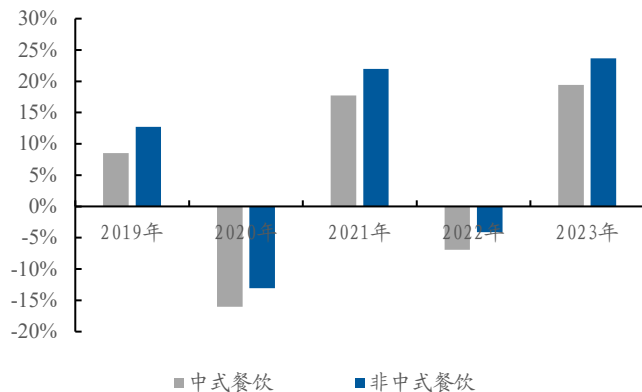
图17：2021-2024年快餐餐厅行业增速更快



数据来源：国家统计局，中国食协，F&S，巴奴招股书，东吴证券研究所

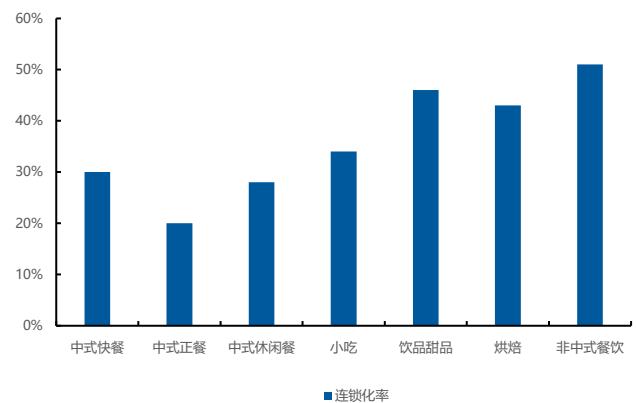
（3）非中式餐饮增速更高。2018-2023年为例，中式餐饮行业/非中式餐饮行业市场规模CAGR分别为3.6%/7.2%，据F&S预测，2023-2028年CAGR分别为8.7%/11.4%。其中，非中式餐饮连锁化率显著领先，高达51%。

图18：非中式餐饮增速更高



数据来源：F&S，东吴证券研究所

图19：2025年非中式餐饮连锁化率显著领先

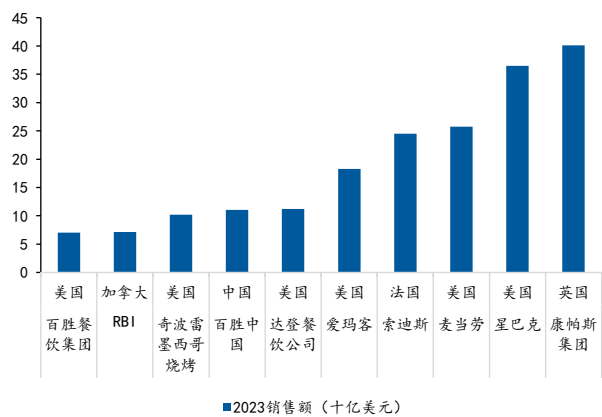


数据来源：《2025中国餐饮连锁化发展白皮书》，新华网，东吴证券研究所

2.2. 百胜中国份额当先

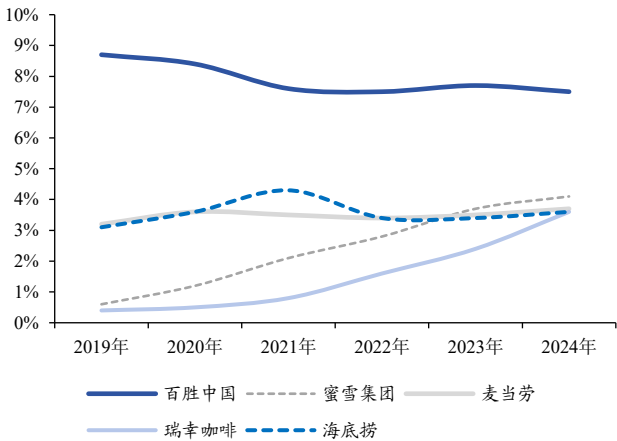
百胜于国内餐饮连锁业态市占率位居第一，断层领先：得益于肯德基+必胜客双轮驱动，2024年百胜中国于国内连锁餐饮业态市占率（按销售额计）达7.5%，同期蜜雪、麦当劳、瑞幸及海底捞仅为4.1%/3.7%/3.6%/3.6%。

图20：2023 年世界餐饮连锁品牌销售额（十亿美元）



数据来源：Statista，东吴证券研究所

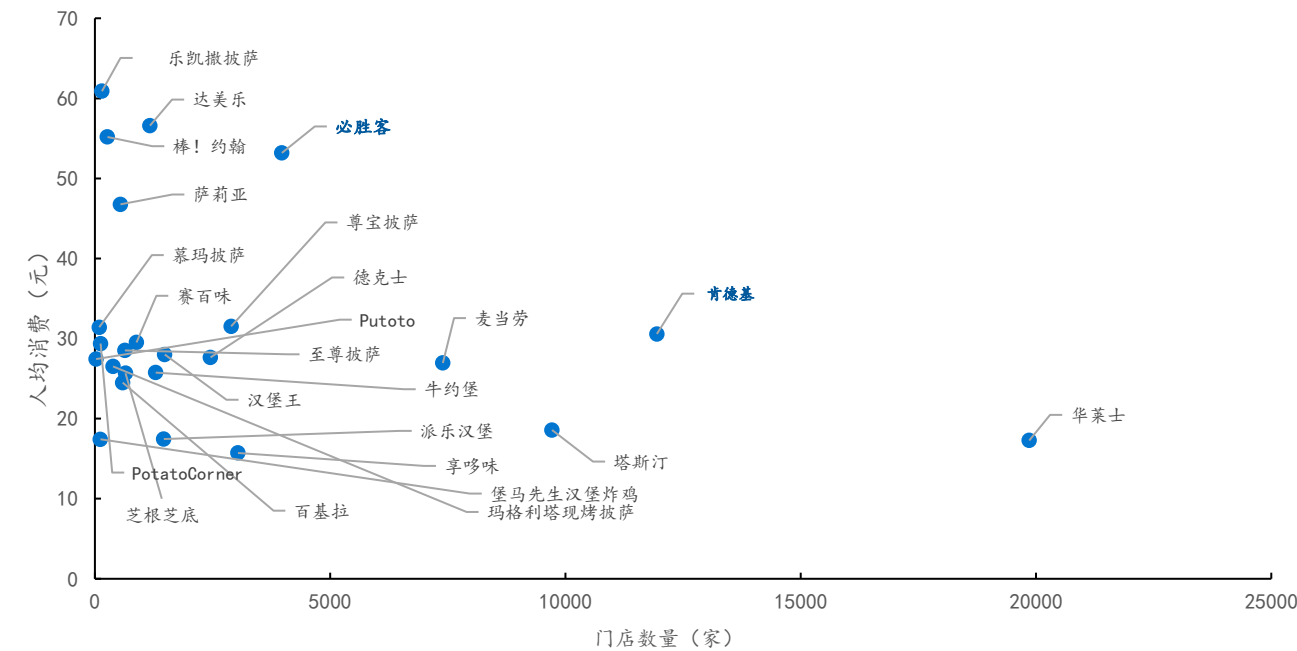
图21：中国连锁餐饮品牌市占率



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

市场定位而言，横向对比，肯德基定位大众适中价格带、门店数量较多（2024 年 11648 家）；必胜客门店数量偏少（2024 年 3724 家），但人均消费及调性定位更高。

图22：2025 年全国部分西式快餐品牌概况



数据来源：红餐产业研究院，东吴证券研究所

2.3. 经营沉淀优势明显，千策千成

2.3.1. 肯德基：守正出奇，经久不衰

1) 经久不衰的大单品，市场认知强：肯德基具备独一无二、经久不衰的炸鸡系列大单品，拥有高度保密的“11 种草药和香料配方”，外酥里嫩；且上市时间较早

(1940 年首款炸鸡产品面市)，具备明显的先发优势。

图23：部分西式快餐品牌概况

	肯德基	麦当劳	华莱士	塔斯汀
				
代表产品	吮指原味鸡	麦辣鸡翅	香酥鸡腿	藤椒半边鸡
核心特色	11种香料种类，外酥里嫩	肉质滑嫩多汁，辣而不燥	肉质紧实，金黄酥脆	藤椒风味，入口咸香
零售价	14.5元	14元	9元	16元
上市时间	1940年	1980年	2001年*	2012年*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：上市时间为炸鸡系列产品上市时间，非代表产品；华莱士及塔斯汀炸鸡系列上市时间“*”处取的是品牌成立时间。零售价为代表产品的零售价）

2) 守正出奇，传承与创新并进：肯德基在保留核心产品的同时，积极在小食、甜点、饮料等品类推新，同时上市限时品类及联名限定，如中国市场的龙虾塔可、手撕猪肉堡等，美国市场的蜂蜜烧烤鸡肉卷、蔓越莓星空饮料等，以及多款联名套餐、假日桶。

图24：保留核心产品的同时，积极在小食、饮料等品类推新，上市限时品类及联名限定

	炸鸡/套餐系列	汉堡/卷饼系列	小食系列	甜品饮料系列
	肯德基中国市场产品			
常驻菜单	 炸鸡系列 香辣鸡翅、全鸡、翅根、脆皮鸡、香骨鸡等	 汉堡卷饼系列 香辣鸡腿堡、新奥尔良烤鸡腿堡、劲脆鸡腿堡、老北京鸡肉卷等	 小食系列 薯条、土豆泥、红薯条、鸡块、鸡米花、红豆派等	 甜品饮料系列 蛋糕、可乐、圣代、甜筒等
限时品类/联名限定	 套餐系列 原神智味文律桶、宝可梦新春套餐、肯德基新春大金桶等	 汉堡卷饼系列 龙虾塔可、榴莲多汁汁和牛堡、手撕猪肉堡等	 小食系列 一闪一闪薯星星、格格脆薯块、奇想爆爆派等	 甜品饮料系列 奇想袖珍饮、九珍果汁风味圣代、王老吉风味气泡美式等
	肯德基海外市场产品（美国）			
常驻菜单	 炸鸡系列（美国） Original Recipe Drumsticks（原味鸡腿）、Original Recipe Tenders（原味鸡柳）等	 汉堡系列（美国） Spicy Chicken Sandwich（辣鸡堡）、Saucy Chicken Sandwich（酱汁鸡肉汉堡）等	 小食系列（美国） Mashed Potato Poppers（土豆泥爆米花）、薯条、Cherry Pie Poppers（樱桃派）等	 甜品饮料系列（美国） pepsi（可乐）、Sweet Tea（甜茶）、Lemonade（柠檬水）、圣代、甜筒
限时品类/联名限定	 套餐系列（美国） holiday bucket（假日桶）、F1TheMovie电影联名套餐、KentuckyFriedMiracle（仿鸡肉系列）等	 汉堡卷饼系列（美国） double down（无面包汉堡）、Honey BBQ Chicken Wrap（蜂蜜烧烤鸡肉卷）等	 小食系列（美国） Smash'd Potato bowls（土豆碗）、Mac&Cheese Bowls（奶酪通心粉碗）等	 甜品饮料系列（美国） Cranberry Starry（蔓越莓星空）、Cranberry Lemonade（蔓越莓柠檬水）等

数据来源：肯德基官方网站（中国）、肯德基官方网站（美国），东吴证券研究所

3) 深谙本地化经营，根据地域饮食习惯及口味特色丰富菜单，如中国市场的老北京鸡肉卷、嫩牛五方等；印度市场的素食汉堡；日本市场的抹茶甜筒等。

图25：肯德基擅长根据当地饮食习惯进行菜单创新

国家	本地化产品	产品简介	产品图片
中国	老北京鸡肉卷	融合北京烤鸭风味的鸡肉卷，配以甜面酱和葱段	
	嫩牛五方	中国肯德基的第一款牛肉产品，采用川辣口味	
印度	素食汉堡 (Paneer Zinger)	以印度传统奶酪Paneer为主料的素食汉堡，符合印度市场对素食的需求	
	素食米饭碗 (Veg Rice Bowl)	以印度香料米饭与蔬菜条混搭，淋上辣味酱，为满足本地高比例素食人口定制的午餐新品	
日本	抹茶红豆冰沙 (matcha azuki krusher)	选用爱知西尾抹茶和北海道红豆，融合米通与玉米片的清新冰饮，成功将传统日式甜品风味融入快餐饮品中	
马来西亚	原味炸鸡椰浆饭 (Nasi Lemak)	以香兰叶椰浆饭搭配辣味参巴酱、小鱼干、花生、黄瓜与水煮蛋，并附上肯德基招牌原味炸鸡，以快餐方式呈现传统马来风味	
法国	三重奶酪炙烤堡 (Grilled Cheese Raclette)	将本地人热爱的奶酪文化融入菜单，于冬季推出“Raclette系列”，展现对法国奶酪风味的本地化创新	
加拿大	爆米花鸡肉肉汁芝士薯条 (Popcorn Poutine)	将加拿大国民美食“Poutine”快餐化升级，加入招牌爆米花鸡块，在加拿大国庆日等节庆日限时免费赠送	

数据来源：肯德基官方网站，东吴证券研究所

4) 特许经营模式先行者，较早开启全球化。肯德基首个特许经营门店开设于1952年，为目前公认最早的现代快餐特许经营案例。

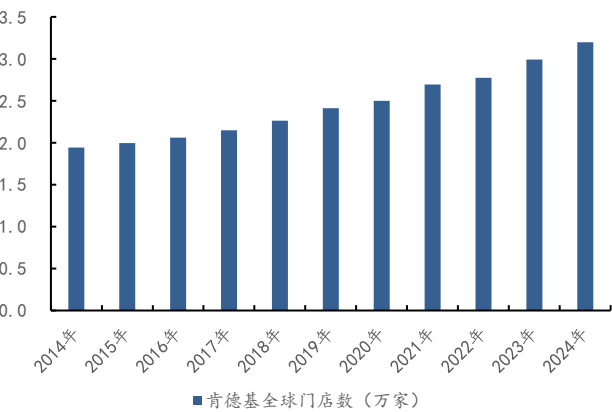
图26：肯德基为特许经营模式先行者

西式快餐品牌	肯德基	麦当劳	汉堡王	温蒂汉堡	赛百味
					
特许首店年份	1952 年	1955 年	1959 年	1970 年	1974 年
特许首店地点	美国盐湖城	美国伊利诺伊州德斯普兰斯	美国迈阿密	美国俄亥俄州哥伦布	美国康涅狄格州沃灵福德
是否加盟	是	是	是	是	是
说明	1952 年，公认最早的现代快餐特许经营案例	按 QSCV 体系开出的第一家真正意义上的特许经营店	1954 年创立，1959 年开始对外授权加盟	1969 年创立，次年即开放特许经营	1965 年创立，1974 年正式开放加盟并迅速扩张

数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

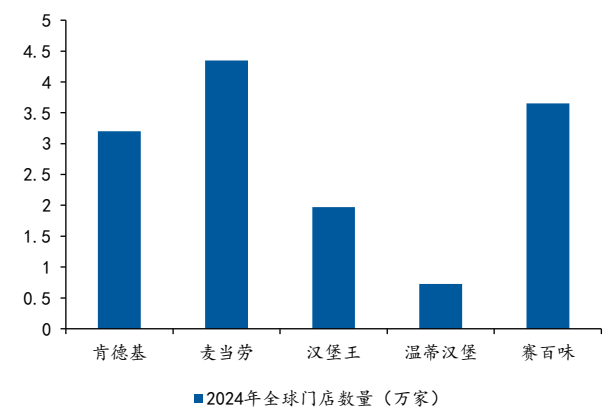
肯德基较早开启全球化，2024 年全球门店数量达 3.20 万家，于西式快餐品牌中位居第三，仅次于麦当劳及赛百味。

图27：肯德基全球门店数量



数据来源：百胜餐饮公告，东吴证券研究所

图28：西式快餐品牌全球门店数量



数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所（赛百味为2023 年数据）

5) 较早进行 IP 运营，山德士上校深入人心：肯德基为首个运用 IP 运营的餐饮企业，山德士上校 IP 于 1952 年面市，覆盖全年龄段客群，与肯德基品牌形成绑定协同。

图29：较早开始 IP 运营，山德士上校形象深入人心

餐饮品牌	核心IP	IP类型	图片	面市年份	IP当前状态/策略	目标客群
肯德基 (KFC)	山德士上校 (Colonel Sanders)	创始人形象		1952年	持续的经典形象年轻化、偶像化，与本土文化深度结合	全年龄段
麦当劳 (McDonald's)	麦当劳叔叔 (Ronald McDonald)	虚拟人物		1963年	曾是欢乐、儿童友好的象征，但因“小丑恐惧症”及品牌形象老化，约2016年后在全球和中国市场大幅减少商业曝光	儿童及家庭
汉堡王 (Burger King)	国王 (The King)	虚拟人物		1955年首次	风格备受争议，在中国市场极少使用，在全球市场偶尔在出位的营销中出现	追求个性、喜欢恶搞文化的年轻男性
温蒂汉堡 (Wendy's)	温蒂女孩 (Wendy)	创始人女儿形象		1969年	“社交媒体人格化”，在X(原Twitter)上，官方账号以IP的口吻化身为一个“毒舌、风趣”的少女	喜欢网络吐槽文化、追求真实不造作的年轻人
达美乐 (Domino's)	The Noid (历史反派IP)	虚拟人物		1986年首次	“2021年曾短暂”怀旧式“回归”，用于推广自动驾驶送餐车技术。目前非活跃IP	80/90年代有集体回忆的美国消费者
Popeyes	大力水手 (Popeye the Sailor Man)	授权IP (已结束)		1976年(开始授权)	历史资产，不再使用；在长达35年里，品牌借助“大力水手”的知名度快速发展；2012年授权结束后，该IP成为品牌的历史印记	70-90年代的家庭及儿童客群

数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

2.3.2. 必胜客：开创中国比萨品类，先发优势明显

- 1) 必胜客为比萨品类教育者，具备明显的先发优势。必胜客 1958 年面世，为最早将美式披萨大规模商业化及推广国际化的品牌，而达美乐/棒约翰分别于 1960、1984 年方创立上市。
- 2) 必胜客场景定位清晰，家庭聚餐、欢乐分享属性浓厚；
- 3) 产品 SKU 种类适中，客单价相对合理；
- 4) 较早探索外送模式，构筑差异化：必胜客最早的、成规模的配送模式可以追溯到 20 世纪 60 年代、始于美国。最早的模式为电话下单+自建团队配送，由必胜客自己雇佣的配送员驾驶汽车或摩托车送餐上门。此外，必胜客在 1994 年 8 月于美国加州圣克鲁斯地区推出 PizzaNet 网站，是全球第一个在线订餐网站，也被广泛认为是人类历史上第一个通过互联网完成的实体商品交易之一。

目前必胜客在全球多数市场采用混合模式：公司旗下专属骑手+第三方外卖平台骑手（如美国的 DoorDash、UberEats、Grubhub，欧洲的 Deliveroo，以及中

国的美团和饿了么)。

5) 必胜客首家特许经营门店开设于 1959 年，在连锁比萨业态中亦较为领先。

图30：必胜客较早开放特许经营

比萨品牌	必胜客	达美乐	棒约翰	Little Caesars
				
特许经营年份	1959年	1967年	1986年	1962年
特许经营地点	美国堪萨斯州托皮卡	美国密歇根州伊普西兰蒂	美国印第安纳州杰斐逊维尔	美国密歇根州沃伦市
是否加盟	是	是	是	是
说明	1958年创立， 1959年即开放加盟	1960年创立， 1967年开出第一家加盟店	1984年创立， 1986年对外授权加盟	1959年创立， 1962年签署首份特许经营协议

数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

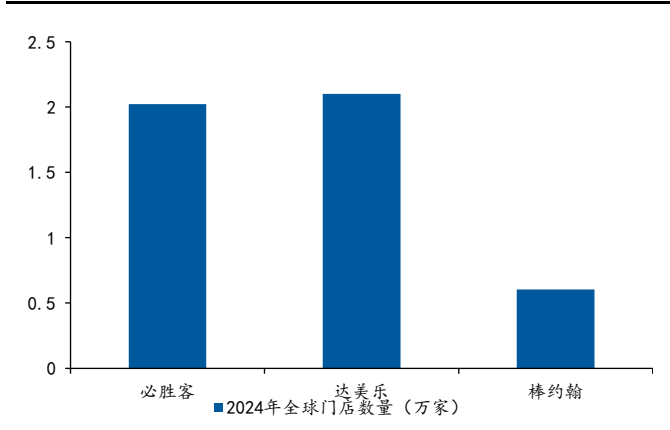
2024 年必胜客全球门店数量达 2.02 万家，于比萨品牌类目中位居第二，仅次于达美乐。

图31：必胜客全球门店数量



数据来源：百胜餐饮公告，东吴证券研究所

图32：2024 年比萨品牌全球门店数量对比



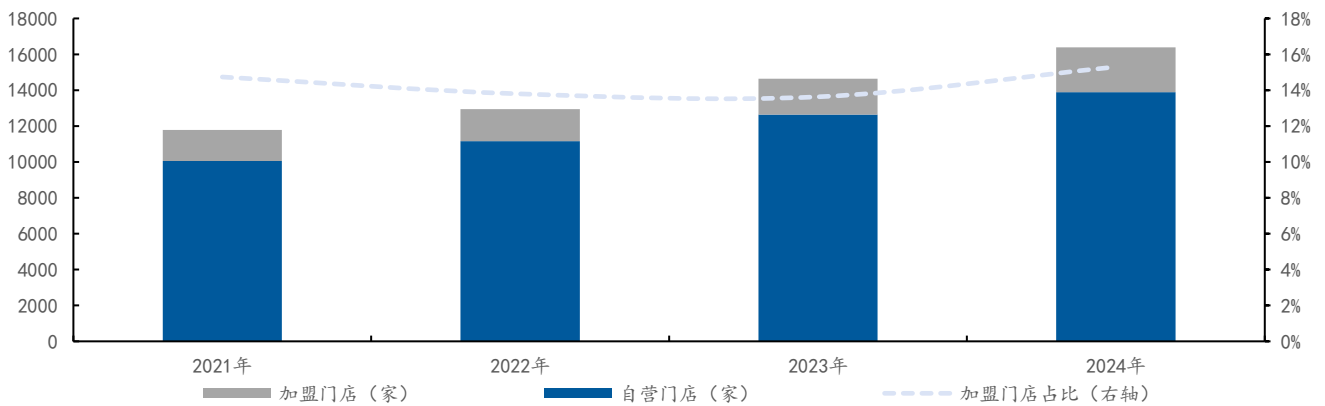
数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

3. 开店逻辑仍存，同店改善可期

3.1. 高线加密、下沉拓店，功能区布局亦加速，开店逻辑仍存

公司开店持续，百胜中国门店总数量由 2021 年的 11788 家增至 2024 年的 16395 家，期间 CAGR 为 11.62%，2024 年加盟门店占比为 15%。

图33: 开店持续, 门店数量提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们认为百胜中国的开店逻辑仍存, 增长来源于两方面:

- 1) **高线城市加密, 下沉城市拓店:** 截至 2025H1, 肯德基于国内门店数量已达 12238 家, 对标华莱士 (根据红餐大数据, 截至 2025 年 7 月共有约 19812 家门店, 三线及以下城市占比约 56.60%), 渗透率仍有进一步提升的空间。
- 2) **加强功能区布局:** 公司加大①交通枢纽如机场、高铁站; ②高速服务区、加油站; ③主题乐园、旅游景区以及④特定封闭场景如大学校园、企业园区及写字楼的门店布局。一方面于该类型“刚性就餐”场景, 旅客时间被车次、航班锁定, 替代选择少, 肯德基凭借标准化菜单+可预期口味, 成为“不会出错”的决策; 另一方面, 大学校园、企业园区及写字楼等封闭系统, 门店一旦入驻, 便容易形成“路径依赖”, 复购率及粘性极强。公司把握人流密集的物理节点, 将功能区门店转化为可扩张、可数据化、可资本化的超级杠杆。

图34：加强功能区布局

功能区类型	场景	门店实例		门店数占比		门店类型及区别	
		肯德基	必胜客	肯德基	必胜客	肯德基	必胜客
交通枢纽	机场、 高铁站			2.54%	0.13%	快餐店，菜单全，效率高	精选店，菜单简化、外带
		青岛北站店	首都机场店				
在途场景	高速服务区、加油站		无	1.84%	无	小型店或汽车穿梭餐厅，标准化程度极高	无
		阳澄湖服务区店					
旅游休闲	主题乐园、 旅游景区			1.58%	0.41%	标准店/售卖亭	定制化主题餐厅，或标准休闲餐厅
		北京环球度假区	朱家角旅游景区店				
特殊封闭场景	大学、园区 及写字楼			8.71%	4.27%	微型店或档口，专注外带外送	较少
		同济大学四平路店	东南大学梅园店				

数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

3.2. 布局新型门店，创新可圈可点

公司积极布局新型门店，如：必胜客 wow、肯德基小镇 mini 模式、肯悦咖啡等，有望提升整体经营效率：

- 1) 创新一：必胜客 wow 店。2024 年 5 月 15 日于广州开出全国首家必胜客 wow 门店，该类门店定位高性价比、一人食场景，目标人群为讲求便捷的学生、上班族或价格敏感型消费者。一人份披萨售价 19 元起，截至 2024 年底门店数量已达 200 家，低价策略有望打开下沉及年轻人市场。

图35：必胜客 wow 店与必胜客标准店对比

	必胜客标准店	必胜客WOW
		
门店定位	全品类西餐，注重 社交分享 聚餐	高性价比，轻量化单品， 强调一人食
菜单构成	80-90道，覆盖比萨、牛排、意面甜品等	40-50道，比萨、小食、甜品等
门店面积	250-400m²	80-150m²
初始投入	150-300万	80-120万
比萨	2-3人份，39元起	1人份，19元起
消费场景	多人聚餐、节日宴请、社交场景	一人食、日常简餐
目标人群	家庭与年轻消费者	学生、上班族、价格敏感型消费者
主要城市	一二线城市	高线城市试点，未来向低线城市下沉

数据来源：公司年报，36 氪，东吴证券研究所

2) **创新二：肯德基小镇 MINI 店**。新店型往往开设于小区底商、街边商铺，门店面积较小、初始投资额低，菜单更为精简，多用于满足低线城市或城乡结合部消费者需求。

图36：肯德基标准门店与 MINI 门店对比

对比	肯德基标准门店	肯德基 MINI 门店
		
目标市场	高线城市核心商圈、购物中心	低线城市、县镇市场、城乡结合部
门店面积	~180 m²	~120 m²
人力配置	12 - 15 人	4 - 8 人
菜品 SKU	全菜单	精简菜单
销售模式	堂食为主+外卖	外卖为主+有限堂食
装修与设备	全套厨房、点餐区、座位区、品牌装修	轻装修、精简厨房设备、部分品牌标识
选址灵活性	需在人流密集、租金昂贵的 核心区域	可开设于 小区底商、街边商铺、社区空铺 等
回本周期	约 2.5 - 3.5 年	约 2 年
适配加盟模式	适中	高适配（投资门槛低，易落地）

数据来源：公司公告，Foodtalk，东吴证券研究所

3) **肯悦咖啡**：截至 2025H1，肯悦咖啡国内门店约 1300 家，锚定年轻消费者，主力产品定价较低，依托肯德基网络扩张。

图37：咖啡门店对比

对比	肯悦咖啡	LAVAZZA	星巴克	瑞幸咖啡
				
品牌	百胜中国	百胜中国与 LAVAZZA 集团合资运营	星巴克公司	瑞幸咖啡
进入中国市场	2023 年（品牌升级）	2020 年	1999 年	2017 年（本土品牌）
品牌定位	全时段、高性价比	百年意大利咖啡世家，定位纯正的意式高端咖啡体验	高端精品咖啡连锁品牌，打造“第三空间”体验	“高品质、高性价比、高便利性”
核心目标客群	年轻消费者，覆盖下沉市场	追求生活品质的中高端意式咖啡爱好者	商务人士、中产阶级，注重品质、社交及品牌文化	年轻白领、学生，追求性价比与效率
产品与价格	主力价位<22 元，券后 9.9-20 元	主力价位 30-40 元，定位高端，价格对标星巴克或更高	主力价位 30-40 元，定位高端	主力价位 10-20 元，券后 9.9 元

数据来源：公司年报，百胜餐饮公告，公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

收入预测：我们看好公司未来发展，考虑到肯德基及必胜客门店数量仍有提升空间；且新店型看点较多，有望提升店效，预计 2025-2027 年营收同比增速为 6%/6%/6%，其中肯德基门店更为成熟，收入维持稳健增长，2025-2027 年营收同比增速为 5%/5%/5%；必胜客在 wow 等新店型的带动下迎来修复性增长，2025-2027 年营收同比增速为 6%/6%/6%。

业绩预测：随着新店型步入成熟期，成本摊薄+降本增效并进，经营利润率有望提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 9.52/10.17/10.91 亿美元，同比增速为 4%/7%/7%。

表1: 公司营收测算汇总 (百万美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	10,978	11,303	12019.18	12757.77	13496.31
YOY	15%	3%	6%	6%	6%
肯德基收入					
收入	8,241	8,509	8943.9	9401.77	9837.74
YOY	14%	3%	5%	5%	5%
必胜客收入					
收入	2,246	2,260	2397.33	2531.31	2672.91
YOY	15%	1%	6%	6%	6%
所有其他分部收入					
收入	492	534	678	825	986
YOY		9%	27%	22%	20%

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 120.19/127.58/134.96 亿美元，同比增速分别为 6%/6%/6%；2025-2027 年归母净利润为 9.52/10.17/10.91 亿美元，同比增速为 4%/7%/7%。

公司处于连锁餐饮业赛道，可比公司包括海底捞、九毛九、达势股份（同为西餐餐饮，更为类似）等。2025 年 10 月 10 日，同行可比公司对应 2025-2026 年 PE 为 34.81、22.68x，而公司对应 2025-2026 年 PE 为 16.79x、15.71x，考虑到公司门店渗透空间仍存、新店型可期，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2025/10/10)

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿港元)				PE (x)			
				2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
6862.HK	海底捞	12.86	717	49.65	50.84	47.27	52.42	14.44	14.10	15.17	13.68
9922.HK	九毛九	2.08	29	5.00	0.60	1.49	2.44	5.81	48.25	19.54	11.92
1405.HK	达势股份	86.40	113	-0.29	0.60	1.62	2.67	-385.56	189.90	69.72	42.45
	平均							-121.77	84.08	34.81	22.68
9987.HK	百胜中国	342.20	1,244	64.37	70.90	74.07	79.16	19.32	17.54	16.79	15.71

数据来源：Wind、东吴证券研究所；其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

餐饮市场竞争加剧的风险：餐饮企业面对海内外的竞争，如若不能尽快提升自身产品力及品牌知名度，保持及加强竞争优势，或面临市占率下降的风险。

原料成本上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，公司利润将受到影响。

品牌老化客户流失的风险：如若菜品推新滞后，或面临着品牌老化、客户流失的问题，对公司经营产生影响。

百胜中国三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,694.00	4,179.76	5,476.20	6,822.68	营业总收入	11,303.00	12,019.18	12,757.77	13,496.31
现金及现金等价物	723.00	2,639.47	4,343.64	6,087.04	营业成本	8,972.00	9,540.48	10,126.76	10,712.99
应收账款及票据	79.00	80.22	85.47	90.95	销售费用	-	-	-	-
存货	405.00	454.99	476.10	502.73	管理费用	-	-	-	-
其他流动资产	1,487.00	1,005.08	570.99	141.96	研发费用	-	-	-	-
非流动资产	8,427.00	7,950.80	7,902.76	7,901.58	其他费用	122.00	288.02	349.01	384.79
固定资产	2,407.00	2,386.01	2,426.39	2,439.84	经营利润	1,200.00	1,444.59	1,490.06	1,560.74
商誉及无形资产	4,170.00	4,030.79	3,914.36	3,871.74	利息收入	129.00	15.91	58.07	95.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.00	6.74	7.87	8.76
其他长期投资	368.00	404.00	440.00	476.00	其他收益	7.00	(38.92)	(35.01)	(32.69)
其他非流动资产	1,482.00	1,130.00	1,122.00	1,114.00	利润总额	1,336.00	1,414.84	1,505.25	1,614.86
资产总计	11,121.00	12,130.56	13,378.95	14,724.26	所得税	356.00	385.91	406.09	436.37
流动负债	2,283.00	2,580.72	2,725.96	2,888.78	净利润	980.00	1,028.93	1,099.16	1,178.49
短期借款	127.00	162.50	194.58	215.63	少数股东损益	69.00	77.31	82.13	87.37
应付账款及票据	801.00	860.81	910.68	963.31	归属母公司净利润	911.00	951.62	1,017.03	1,091.11
其他	1,355.00	1,557.41	1,620.69	1,709.85	EBIT	1,207.00	1,405.67	1,455.05	1,528.05
非流动负债	2,411.00	2,358.00	2,358.00	2,358.00	EBITDA	1,683.00	1,519.87	1,568.26	1,641.29
长期借款	49.00	49.00	49.00	49.00					
其他	2,362.00	2,309.00	2,309.00	2,309.00					
负债合计	4,694.00	4,938.72	5,083.96	5,246.78					
股本	4.00	4.00	4.00	4.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	699.00	776.31	858.44	945.82	每股收益(美元)	2.51	2.62	2.80	3.00
归属母公司股东权益	5,728.00	6,415.53	7,436.55	8,531.67	每股净资产(美元)	15.11	17.65	20.46	23.48
负债和股东权益	11,121.00	12,130.56	13,378.95	14,724.26	发行在外股份(百万股)	363.41	363.41	363.41	363.41
					ROIC(%)	12.71	14.60	13.33	12.20
					ROE(%)	15.90	14.83	13.68	12.79
					毛利率(%)	20.62	20.62	20.62	20.62
					销售净利率(%)	8.06	7.92	7.97	8.08
					资产负债率(%)	42.21	40.71	38.00	35.63
					收入增长率(%)	2.96	6.34	6.15	5.79
					归母净利润增长率(%)	10.16	4.46	6.87	7.28
					P/E	17.54	16.79	15.71	14.65
					P/B	2.91	2.49	2.15	1.87
					EV/EBITDA	10.50	8.92	7.58	6.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,
 (备注:由于港股报表披露差异,部分科目列示“-”)

美元汇率为2025年10月10日的0.13,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>