

2025 年 11 月 08 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 11 月 06 日
收盘价（港元）	340.80
一年内最高/最低（港元）	421.40/324.00
总市值（百万港元）	123,409.26
流通市值（百万港元）	123,409.26
资产负债率（%）	42.12

资料来源：聚源数据

百胜中国 (09987. HK)

——开店强劲 同店销售连续两季正增 餐厅利润率回升彰显经营韧性

投资要点：

- 2025 年 11 月 4 日，公司发布截至 2025 年第三季度业绩公告。2025 年第三季度，公司实现收入 32.1 亿美元，同比增长 4%；实现归母净利润 2.8 亿美元，同比下滑 5%；第三季度经营利润率和归母净利率分别为 12.5%和 8.8%，分别实现同比增长 0.4 个百分点和同比下滑 0.9 个百分点。
- 外卖补贴热潮下，公司核心品牌平衡发展，系统销售额和同店销售额同步增长。**2025 年第三季度公司系统销售额同比增长 4%，跑赢国内餐饮行业；同店销售额同比增长 1%，连续第二个季度实现正增长，其中，同店交易量同比增长 4%，反算同店平均客单价下滑 3%。分品牌看，**肯德基**系统销售额同比增长 5%，同店销售额同比增长 2%，小额订单快速增长导致客单价同比下降 1%；**必胜客**系统销售额同比增长 4%，同店销售额同比增长 1%，其中必胜客运营战略调整造成客单价同比下滑 13%。
- 核心品牌肯德基&必胜客运营利润率及餐厅利润率均实现同比提升，彰显公司 RGM 战略韧性。**2025 年第三季度**肯德基**餐厅利润率/经营利润率分别为 18.5%/16.0%，同比提升 0.2pct/0.3pct，**必胜客**餐厅利润率/经营利润率分别为 13.4%/8.9%，同比提升 0.6pct/0.3pct。**核心品牌利润率提升主要来自原材料成本节降和精简运营**，外卖销售占比提升带来的高骑手成本和高性价比产品占比提升等负面影响被降本增效行为抵消。
- 门店开店节奏强劲，公司有望在 2026 年底实现两万店目标。**截至 2025 年 9 月 30 日，公司门店总数达到 17514 家，前三季度净新增门店 1119 家，第三季度净新增 536 家门店，开店节奏加速，肯德基创前 9 个月最快开店记录。其中，肯德基门店总数达 12640 家，必胜客门店总数达 4022 家，KCoffee 点位布局达 1800 个，超公司预期。**加速开店的背后是更灵活的门店模式和加盟布局**，肯德基单店投入降至人民币 130-140 万元，**必胜客**单店投入降至人民币 100-110 万元，公司通过战略布局加盟进一步渗透更多市场。
- 前三季度完成 9.5 亿美元分红回购，全年 15 亿美元股东回报稳步推进。**2025 年前三季度公司分红回购共计 9.5 亿美元，包括 6.8 亿美元回购和 2.7 亿美元现金股息。公司预计 2025 年全年股东回报约 15 亿美元，截至 2025 年 9 月 30 日，公司仍有 6.1 亿美元回购授权。公司计划于 2024-2026 年间完成 45 亿美元股东回报，**3 年年度平均股东回报金额占公司截至 2025 年 11 月 3 日市值的 9%**。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.18/9.73/10.58 亿美元，同比增速分别为 0.7%/6.0%/8.7%，当前股价对应的 PE 分别为 18 /16/14 倍。鉴于公司经营状况稳健，开店加速，客单量表现提升，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	11712.75	12480.57	13158.89
同比增长率（%）	14.7%	3.0%	3.6%	6.6%	5.4%
归母净利润（百万美元）	827.00	911.00	917.79	972.90	1057.80
同比增长率（%）	87.1%	10.2%	0.7%	6.0%	8.7%
每股收益（美元/股）	1.99	2.34	2.42	2.71	3.03
ROE（%）	12.9%	15.9%	17.9%	21.0%	22.3%
市盈率（P/E）	21.27	20.37	17.96	16.03	14.33

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	11,713	12,481	13,159	货币资金	723	355	300	536
增长率	3.0%	3.6%	6.6%	5.4%	应收款项	423	456	486	512
营业成本	8,972	9,272	9,869	10,360	存货	405	373	397	417
%销售收入	79.4%	79.2%	79.1%	78.7%	其他流动资产	1,143	1,524	1,626	1,727
毛利	2,331	2,441	2,612	2,799	流动资产	2,694	2,709	2,809	3,193
%销售收入	20.6%	20.8%	20.9%	21.3%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	2,407	2,474	2,529	2,575
%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	441	451	481	507	非流动资产	8,427	7,932	7,587	7,533
%销售收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	资产总计	11,121	10,641	10,397	10,726
管理费用	568	584	623	643	应付款项	801	824	869	904
%销售收入	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	短期借款	127	32	82	132
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	1,355	1,370	1,460	1,540
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	2,283	2,227	2,411	2,575
财务费用	-129	-94	-69	-56	长期债务	49	49	49	49
%销售收入	-1.1%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	其他长期负债	2,362	2,462	2,462	2,462
息税前利润 (EBIT)	1,207	1,239	1,337	1,465	非流动负债	2,411	2,511	2,511	2,511
%销售收入	10.7%	10.6%	10.7%	11.1%	负债总计	4,694	4,738	4,922	5,086
投资收益	5	0	0	0	归属母公司股东权益	5,728	5,136	4,639	4,736
%税前利润	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	699	768	836	903
除税前利润	1,336	1,334	1,406	1,521	负债股东权益合计	11,121	10,641	10,397	10,726
利润率	11.8%	11.4%	11.3%	11.6%	比率分析				
所得税	356	347	366	395		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	26.6%	26.0%	26.0%	26.0%	每股指标				
净利润(含少数股东损益)	980	987	1,041	1,125	每股收益	2.34	2.42	2.71	3.03
少数股东损益	69	69	68	68	每股净资产	15.11	13.53	12.91	13.57
归属于母公司的净利润	911	918	973	1,058	每股经营现金净流	3.74	4.10	4.65	5.03
增长率	10.2%	0.7%	6.0%	8.7%	每股股利	0.72	1.19	0.95	1.00
净利率	8.1%	7.8%	7.8%	8.0%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	15.90%	17.87%	20.97%	22.33%
单位: 美元(百万)					总资产收益率	8.19%	8.62%	9.36%	9.86%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	13.41%	15.32%	17.65%	18.62%
净利润	911	918	973	1,058	增长率				
少数股东损益	69	69	68	68	营业收入增长率	2.96%	3.63%	6.56%	5.44%
营运资金变动	-454	36	79	66	EBIT增长率	13.76%	2.68%	7.89%	9.55%
其他变动	893	534	550	565	净利润增长率	10.16%	0.75%	6.01%	8.73%
经营活动现金流量净额	1,419	1,556	1,669	1,757	总资产增长率	-7.56%	-4.31%	-2.30%	3.16%
资本开支	-705	-452	-452	-452	资产管理能力				
投资	523	-380	-100	-100	应收账款周转天数	2.3	2.5	2.4	2.4
其他	4	517	250	-54	存货周转天数	16.6	15.1	14.1	14.2
投资活动现金流量净额	-178	-315	-302	-606	应付账款周转天数	31.8	31.5	30.9	30.8
股权募资	-1,249	-1,058	-1,119	-580	固定资产周转天数	75.1	75.0	72.2	69.8
债权募资	-39	-95	50	50	偿债能力				
其他	-348	-446	-344	-375	流动比率	1.18	1.22	1.17	1.24
筹资活动现金流量净额	-1,636	-1,599	-1,413	-905	速动比率	0.99	1.04	0.99	1.07
现金净变动	-405	-368	-55	236	净负债/股东权益	-8.51%	-4.64%	-3.08%	-6.30%
					EBIT利息保障倍数	—	334.7	425.9	333.7
					资产负债率	42.21%	44.52%	47.34%	47.42%

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）。