

公司研究

25Q4 业绩超预期，26 年同店收入及利润率预计继续改善

——百胜中国 (9987.HK) 25Q4 业绩点评

买入 (维持)

当前价: 392.40 港元

作者

分析师: 陈彦彤

执业证书编号: S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师: 汪航宇

执业证书编号: S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师: 聂博雅

执业证书编号: S0930522030003

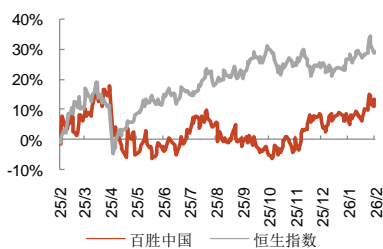
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.54
总市值(亿港元):	1,390.36
一年最低/最高(港元):	318.86/414.71
近3月换手率:	11.722%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.70	7.83	-16.14
绝对	4.15	12.14	13.00

资料来源: Wind

相关研报

同店销售额持续正增长，净利润受美团投资收益拖累——百胜中国 (9987.HK) 25Q3 业绩点评 (2025-11-05)

25Q2 同店销售额同比增速转正，利润率同比改善——百胜中国 (9987.HK) 25Q2 业绩点评 (2025-08-06)

同店收入增速进一步修复，餐厅利润率同比改善——百胜中国 (9987.HK) 25Q1 业绩点评 (2025-05-03)

要点

事件: 25Q4 公司实现营收 28.23 亿美元，同比+9% (或+7%，不计及外币换算影响)；实现经营利润 1.87 亿美元，同比+25% (或+23%，不计及外币换算影响)。

25Q4 同店销售额增长提速，开店节奏加快。 门店经营方面，25Q4 系统销售额同比+7% (肯德基/必胜客分别同比+8%/+6%)，25Q4 同店销售额同比+3% (肯德基/必胜客分别同比+3%/+1%)。其中 25Q4 肯德基同店交易量/客单价分别同比+3%/持平，客单价保持稳定主要系小额订单的增长被外卖占比的增加所抵销，外卖订单客单价更高；外卖业务表现强劲，25Q4 外卖销售额同比+34%，占肯德基餐厅收入比例显著提升。25Q4 必胜客同店交易量/客单价分别同比+13%/-11%，交易量连续第十二个季度实现增长，客单价同比下降符合公司提供更具性价比产品的策略。公司预计 26 年同店收入继续保持增长，系统销售额实现高个位数增长。

开店方面，25Q4 净增 587 家门店 (肯德基/必胜客分别+357/+146 家)；期末餐厅总数 18101 家 (肯德基/必胜客分别为 12997/4168 家)。公司 2025 年实际净新增 1706 家门店，完成净增加 1600-1800 家的目标，其中 2025 年肯德基和必胜客净新增门店中加盟店占比分别达到 37%和 31%。公司计划 26 年门店数超 20000 家，净新增门店超 1900 家，较 25 年提速。

经营效率提升，25Q4 餐厅利润率同比改善。 25Q4 食品及包装物成本受益于供应链效率优化及原材料价格优势，推动成本占比下降，叠加运营效率提升，25Q4 餐厅利润率 13.0%，同比+0.7pcts (肯德基/必胜客分别为 14.0%/9.9%，分别同比+0.7pcts/+0.6pcts)。25Q4 核心经营利润 1.85 亿美元，同比+23%，主要受益于运营效率提升、大宗商品价格利好及销售杠杆效应。25Q4 公司净利润为 1.4 亿美元，同比+24%；剔除对美团的投资影响后，净利润同比+14%。随着公司经营效率的持续提升，公司预计 26 年餐厅利润率和营业利润率均同比略有改善。

新业态与新产品进展态势良好。 25 年新业务取得积极进展：1) 肯悦咖啡：25 年末公司肯悦咖啡门店总数已达 2200 家，为其所属的肯德基门店带来了中个位数的销售额增长。2) KPRO：主打健康轻食的 KPRO 于 25 年新增 200 多家门店，总数突破 200 家，为所属肯德基门店带来两位数销售额增长，公司计划 26 年门店数超过 400 家。3) WOW：必胜客 WOW 门店全年助力品牌进入 100 多个新城市，25 年末总数进一步扩张，有效助力品牌渗透低线市场。4) 双子星店：肯德基与必胜客并排开设的“双子星店”25 年已开设约 40 对，预计 26 年将加速拓展。

核心产品和创新产品共同驱动业绩增长：1) 核心产品：肯德基推出辣味原味鸡、薄脆金沙鸡翅等衍生创新产品，25 年核心产品及衍生品类贡献高个位数销售额增长；必胜客披萨全年销量超 2 亿份，全新手作薄底披萨广受好评，占总销量的三分之一，吸引大量年轻消费者。2) 创新产品：必胜客推出门店现做面包胚的汉堡产品，切入单人餐市场，25 年单人餐销量增长高双位数。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司经营势头良好，经营效率持续提升，我们上调公司 2026-2027 年归母净利润预测分别至 10.27/11.09 亿美元 (分别上调 2%/3%)，新增 2028 年归母净利润预测为 11.83 亿美元，折合 2026-2028 年 EPS 分别为 2.90/3.13/3.34 美元。当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 17x/16x/15x，公司为西式快餐龙头企业，具备较强的数字化和供应链能力，两大核心品牌在渠道下沉方面仍具有一定增长空间，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险，食品安全风险，汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万美元）	11,303	11,797	12,671	13,403	14,036
营业收入增长率	3.0%	4.4%	7.4%	5.8%	4.7%
归母净利润（百万美元）	911	934	1,027	1,109	1,183
归母净利润增长率	10.2%	2.5%	10.0%	8.0%	6.6%
EPS（美元）	2.40	2.63	2.90	3.13	3.34
P/E	21	19	17	16	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-02-04（注：USD/HKD=7.8146；2024-2028 年公司总股本数分别为 3.79/3.55/3.54/3.54/3.54 亿股）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,303	11,797	12,671	13,403	14,036
公司餐厅开支	-8,972	-9,236	-9,879	-10,405	-10,839
其他收益	1	1	1	1	1
运营成本及其他开支	-1,170	-1,272	-1,376	-1,455	-1,524
经营利润	1,162	1,290	1,417	1,544	1,674
利息收入 (支出)	129	92	89	86	66
投资收入 (亏损)	40	-24	-	-	-
税前利润	1,331	1,358	1,507	1,630	1,741
所得税开支	-356	-369	-409	-443	-473
净利润	980	1,004	1,097	1,187	1,268
少数股东损益	69	70	70	77	85
归母净利润	911	934	1,027	1,109	1,183
资产负债表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产总额	11,121	10,783	11,560	12,328	13,245
现金及现金等价物	723	506	1,317	1,868	2,685
应收款项合计	79	95	79	105	87
存货	405	438	407	499	442
其他短期投资	1,121	878	702	562	450
待摊费用及其他流动资产	366	440	440	440	440
流动资产合计	2,694	2,357	2,945	3,474	4,104
固定资产净值	2,407	2,543	2,721	2,942	3,205
使用权资产	2,146	2,189	2,272	2,355	2,438
商誉	1,880	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	144	148	144	140	136
长期定存投资	1,088	678	610	549	494
于联营合营公司的投资	368	387	387	387	387
递延所得税资产	138	156	156	156	156
其他非流动资产	256	362	362	362	362
非流动资产合计	8,427	8,426	8,615	8,854	9,141
负债总额	4,694	4,684	4,752	4,753	4,849
贸易及其他应付款项	801	789	840	824	905
应付税项	76	68	75	82	87
其他流动负债	1,406	1,389	1,389	1,389	1,389
流动负债合计	2,283	2,246	2,304	2,295	2,381
长期租赁负债	1,865	1,874	1,884	1,894	1,904
递延所得税负债	389	406	406	406	406
其他负债	157	158	158	158	158
非流动负债合计	2,411	2,438	2,448	2,458	2,468
权益总额	6,427	6,099	6,808	7,575	8,396
普通股股本	4	4	4	4	4
库存股	-52	-28	-28	-28	-28
未分配利润和储备	5,776	5,403	6,042	6,732	7,467
百胜中国控股股东权益总额	5,728	5,379	6,018	6,708	7,443
少数股东权益	686	720	790	868	953

可赎回少数股东权益	13	-	-	-	-
现金流量表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,419	1,466	1,645	1,531	1,954
净利润	1,331	1,358	1,507	1,630	1,741
折旧和摊销	476	448	402	429	462
营运资本变动	23	-61	98	-134	156
融资成本	-129	-92	-89	-86	-66
支付所得税	-356	-369	-402	-437	-467
其他非现金调整	74	182	129	129	129
投资活动现金流	-178	-5	-445	-556	-666
资本支出	-705	-626	-689	-757	-833
短期投资及长期定存投资	523	633	243	202	167
其他投资活动现金流	4	-12	-	-	-
融资活动现金流	-1,636	-1,689	-389	-424	-471
就普通股支付的现金股息	-248	-353	-388	-419	-447
其他融资活动现金流	-1,388	-1,336	-1	-4	-24
净现金流	-395	-228	811	551	817

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼