

百胜中国 (09987.HK)

同店收入连续 3 季度正增，2026 年门店扩张提速

优于大市

核心观点

2025Q4 归母净利润同增 22%。2025Q4，公司实现收入 28.23 亿美元/+8.8%；实现经营利润 1.87 亿美元/+23.8%；归母净利润 1.40 亿美元/+21.7%；EPS 为 0.40 美元。**分品牌看**，2025Q4，肯德基分部收入 21.25 亿美元/+8.75%；经营利润 2.23 亿美元/+16.1%；经营利润率为 10.5%/+0.7pct。必胜客分部收入 5.40 亿美元/+5.9%；经营利润 2000 万美元/+42.9%；经营利润率为 3.7%，同比+1.0pct。**分渠道看**，外卖收入同增 34%，增速环比继续上行，餐厅收入占比已达到 53%。

核心品牌同店继续维持韧性增长。2025Q4，系统销售同增 7%，其中肯德基、必胜客分别同增 8%/6%；整体同店销售同增 3%，连续 3 个季度维持正增长，分品牌看肯德基、必胜客分别同增 3%/1%，其中肯德基交易量/客单价分别同增 3%/0%，必胜客执行高性价比产品策略，客单价同比继续走低，交易量恢复良好同增 13%。**展望 2026 年**，我们认为公司同店有望稳中有增（公司指引同增 0-2%），其中交易量持续提升是核心驱动力。

2025Q4 门店净增 587 家，加盟占比继续提升。2025 年末，公司门店总数达到 18101 家，其中肯德基、必胜客分别为 12997/4168 家。**2025Q4**，公司单季度门店净增 587 家，其中肯德基、必胜客分别净增 357/146 家。与 2025 年底肯德基、必胜客加盟门店占比分别达到 15%/8%。

外卖占比提升人工成本上行，餐厅利润率表现优秀。2025Q4，薪金及雇员福利占比约 29.3%，同比+1.1pct，外卖收入占比提升致外卖骑手成本上升影响为主；食品及原材料占比为 31.7%，同比-0.2pct；物业租金及其他经营开支占比约 26.0%，同比-1.6pct，公司餐厅利润率 13.0%，同比+0.7pct，收入杠杆带动利润率改善；管理费用率为 6%，同比持平。

预计 2026 年门店净增超 1900 家。公司公告 2026 年股东回报约 15 亿美元，预计 2027-2028 年年均股东回报为 9 亿美元至逾 10 亿美元，并在 2028 年超过 10 亿美元。2026 年底门店总数预计超 2 万家，2026 年门店净增超 1900 家，其中肯德基、必胜客净增门店中加盟占比达到 40-50%。

风险提示：消费力下行、下沉效果不佳、品牌孵化慢于预期、行业竞争加剧。

投资建议：考虑同店连续 3 个季度维持韧性增长，我们上调 2026-2027 年归母净利润预测至 10.19/11.06 亿美元（调整幅度+2.6%/+3.8%），新增 2028 年归母净利润预测 11.70 亿美元，对应 PE 估值 17.4/15.2/13.8x。公司扩张计划稳健，未来外卖&业态产品创新驱动下同店有望持续呈现 α 改善态势，稳步推进的股东回报也贡献额外看点，维持公司“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	11,303	11,797	12,919	13,892	14,891
(+/-%)	3.0%	4.4%	9.5%	7.5%	7.2%
净利润(百万美元)	911	929	1019	1106	1170
(+/-%)	10.2%	2.0%	9.7%	8.5%	5.7%
每股收益(美元)	2.57	2.62	2.88	3.29	3.62
EBIT Margin	12.0%	12.7%	8.4%	8.6%	8.5%
净资产收益率(ROE)	15.9%	17.3%	16.5%	15.6%	14.6%
市盈率(PE)	19.4	19.1	17.4	15.2	13.8
EV/EBITDA	106.3	96.0	95.4	84.2	76.8
市净率(PB)	3.09	3.29	2.86	2.38	2.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

社会服务 · 酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

证券分析师：张鲁

010-88005377

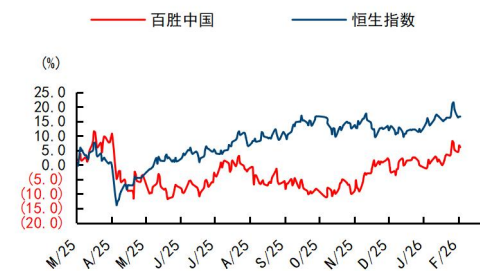
zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	392.40 港元
总市值/流通市值	139036/139036 百万港元
52 周最高价/最低价	414.71/318.86 港元
近 3 个月日均成交额	239.11 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百胜中国 (09987.HK) - 创新举措驱动同店稳健增长，开店与股东回报目标稳步推进》——2025-11-05
- 《百胜中国 (09987.HK) - 同店销售增速重新转正，运营效率持续提升》——2025-08-06
- 《百胜中国 (09987.HK) - 同店销售止跌企稳，股东回报计划稳步推进》——2025-05-05
- 《百胜中国 (09987.HK) - 第四季度同店销售降幅继续收窄，2025 年门店扩张稳步提速》——2025-02-09
- 《百胜中国 (09987.HK) - 经营数据环比继续改善，拟将 2024-2026 年股东回报提升 50%》——2024-11-06

2025Q4 归母净利润同增 22%。2025Q4，公司实现收入 28.23 亿美元，同比+8.8%；实现经营利润 1.87 亿美元，同比+23.8%；归母净利润 1.40 亿美元，同比+21.7%；EPS 为 0.40 美元。

分品牌看，2025Q4，肯德基分部实现收入 21.25 亿美元，同比+8.75%；经营利润 2.23 亿美元，同比+16.1%；经营利润率为 10.5%，同比+0.7pct。必胜客分部实现收入 5.40 亿美元，同比+5.9%；经营利润 2000 万美元，同比+42.9%；经营利润率为 3.7%，同比+1.0pct。**分渠道看**，外卖收入同增 34%，增速环比继续上行，餐厅收入占比已达到 53%。

图1：2020Q4-2025Q4 百胜中国收入及利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：2022 年至今外卖收入占比及收入同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心品牌同店继续维持韧性增长。2025Q4，系统销售同增 7%，其中肯德基、必胜客分别同增 8%/6%；整体同店销售同增 3%，连续 3 个季度维持正增长，分品牌看肯德基、必胜客分别同增 3%/1%，其中肯德基交易量/客单价分别同增 3%/0%，必胜客执行高性价比产品策略，客单价同比继续走低，交易量恢复良好同增 13%。展望 2026 年，我们认为公司同店有望稳中有增（公司指引同增 0-2%），其中交易量持续提升是核心驱动力。

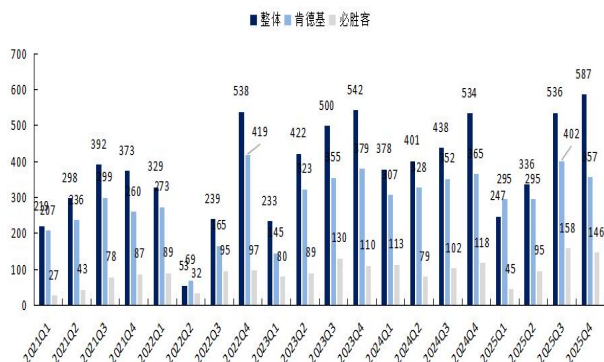
表1：百胜中国、肯德基、必胜客同店收入以及对应客流、客单价表现

同店增速-量价图	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
整体同店增速	-3%	-4%	-3%	-1%	0%	1%	1%	3%
肯德基	-2%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
transactions	4%	4%	1%	3%	4%	0%	3%	3%
average ticket	-6%	-7%	-3%	-4%	-4%	1%	-1%	0%
必胜客	-5%	-8%	-6%	-2%	0%	2%	1%	1%
transactions	8%	2%	4%	9%	17%	17%	17%	13%
average ticket	-12%	-9%	-9%	-10%	-14%	-13%	-13%	-11%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2025Q4 门店净增 587 家，加盟占比持续提升。2025 年末，公司门店总数达到 18101 家，其中肯德基、必胜客分别为 12997/4168 家。2025Q4，公司单季度门店净增 587 家，其中肯德基、必胜客分别净增 357/146 家。与此同时，2025 年底肯德基、必胜客加盟门店占比分别达到 15%/8%。

图3: 百胜中国整体/肯德基/必胜客季度净增门店



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

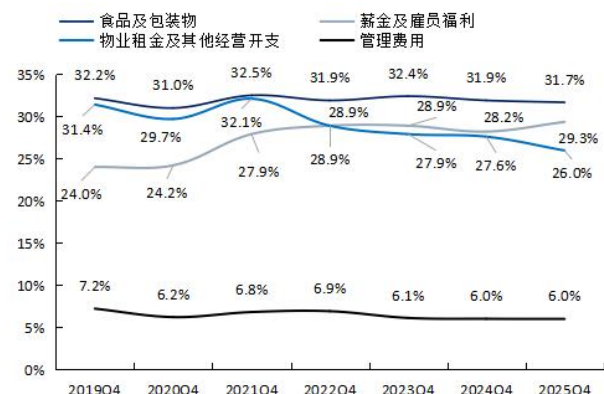
图4: 百胜中国会员数量以及会员销售餐厅收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

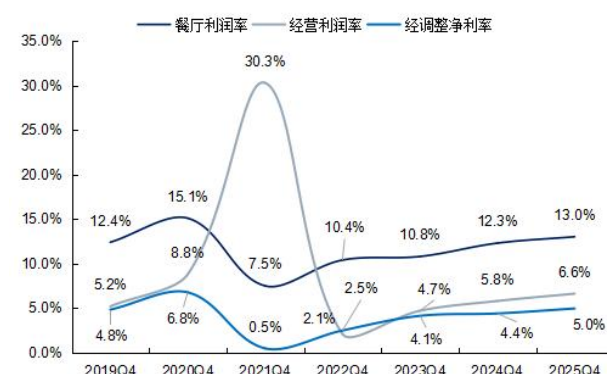
外卖占比提升人工成本上行，餐厅利润率表现优秀。2025Q4，薪金及雇员福利占比约 29.3%，同比+1.1pct，外卖收入占比提升致外卖骑手成本上升影响为主；食品及原材料占比为 31.7%，同比-0.2pct；物业租金及其他经营开支占比约 26.0%，同比-1.6pct，公司餐厅利润率 13.0%，同比+0.7pct，收入杠杆带动利润率改善；管理费用率为 6%，同比持平。

图5: 百胜中国第四季度成本费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 百胜中国第四季度餐厅利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

预计 2026 年门店净增超 1900 家，持续提升加盟占比。目前公司肯悦咖啡门店数已经突破 2200 家，继续超出年初指引，此外公司推出专注轻食的 K pro 店中店业态也形成较好协同，目前已扩展至 200 家门店。公司公告 2026 年全年股东回报为约 15 亿美元，预计 2027-2028 年年均股东回报为 9 亿美元至逾 10 亿美元，并在 2028 年超过 10 亿美元。门店拓展方面，2026 年底门店总数预计超 2 万家，2026 年门店净增超 1900 家，其中肯德基、必胜客净增门店中加盟占比达到 40-50%。

投资建议：考虑同店连续 3 个季度维持韧性增长，我们上调 2026-2027 年归母净利润预测至 10.19/11.06 亿美元（调整幅度+2.6%/+3.8%），新增 2028 年归母净利润预测 11.70 亿美元，对应 PE 估值 17.4/15.2/13.8x。公司扩张计划稳健，未来外卖&业态产品创新驱动下同店有望持续呈现 α 改善态势，稳步推进的股东回报也贡献额外看点，维持公司“优于大市”评级。

表2: 板块相对估值表

代码	公司简称	股价 (元)	EPS			PE			投资评级
			25E	26E	27E	25E	26E	27E	
0999. HK	小菜园	8.09	0.65	0.80	0.95	12.5	10.1	8.5	优于大市
9987. HK	百胜中国	370.80	20.95	23.16	25.87	19.1	17.4	15.2	优于大市
6862. HK	海底捞	14.59	0.76	0.85	0.97	19.2	17.2	15.0	优于大市

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2023	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万美元）	2023	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	723	506	3465	5795	8473	营业收入	11303	11797	12919	13892	14891
应收款项	423	535	354	381	408	营业成本	8972	9236	10336	11114	11912
存货净额	405	438	550	592	634	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	22	0	0	0	0	销售费用	500	500	646	692	759
流动资产合计	2694	2357	5248	7817	10515	管理费用	479	564	851	894	949
固定资产	2407	2543	2851	3168	3489	财务费用	43	60	(2)	(0)	10
无形资产及其他	4170	4300	4157	4013	3870	投资收益	0	0	(2)	0	1
投资性房地产	1482	1196	1196	1196	1196	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	368	387	887	1387	1887	其他收入	27	(64)	435	456	484
资产总计	11121	10783	14339	17582	20957	营业利润	1336	1373	1521	1650	1745
短期借款及交易性金融负债	127	30	10	10	10	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	877	2216	1156	1243	1331	利润总额	1336	1373	1521	1650	1745
其他流动负债	1279	0	3238	4868	6573	所得税费用	356	369	418	454	480
流动负债合计	2283	2246	4403	6121	7915	少数股东损益	69	75	83	90	95
长期借款及应付债券	49	51	251	651	1151	归属于母公司净利润	911	929	1019	1106	1170
其他长期负债	2362	2387	2687	2837	2887						
长期负债合计	2411	2438	2938	3488	4038						
负债合计	4694	4684	7341	9609	11953	净利润	911	929	1019	1106	1170
少数股东权益	699	720	803	893	989	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	5728	5379	6194	7079	8015	折旧摊销	0	0	435	456	484
负债和股东权益总计	11121	10783	14339	17582	20957	公允价值变动损失	0	0	0	0	0

现金流量表（百万美元）

	2023	2025	2026E	2027E	2028E		2023	2025	2026E	2027E	2028E
关键财务与估值指标	2023	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(24)	248	1246	313	484
每股收益	2.57	2.62	2.88	3.29	3.62	其它	69	75	83	90	95
每股红利	0.00	0.00	0.58	0.66	0.72	经营活动现金流	956	1252	2783	1965	2233
每股净资产	16.17	15.18	17.48	21.03	24.80	资本开支	0	(136)	(600)	(630)	(662)
ROIC	15%	18%	16%	20%	23%	其它投资现金流	351	243	0	(172)	50
ROE	16%	17%	16%	16%	15%	投资活动现金流	315	88	200	185	179
毛利率	21%	22%	20%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	13%	8%	9%	9%	负债净变化	5	2	200	400	500
EBITDA Margin	12%	13%	12%	12%	12%	支付股利、利息	0	0	(204)	(221)	(234)
收入增长	3%	4%	10%	8%	7%	其它融资现金流	(1686)	(804)	(20)	0	0
净利润增长率	10%	2%	10%	9%	6%	融资活动现金流	(1676)	(800)	(780)	(768)	266
资产负债率	48%	50%	52%	52%	53%	现金净变动	(405)	(217)	2203	1382	2678
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	1128	723	506	3465	5795
P/E	19.4	19.1	17.4	15.2	13.8	货币资金的期末余额	723	506	2709	4848	8473
P/B	3.1	3.3	2.9	2.4	2.0	企业自由现金流	0	1207	1869	1004	1227
EV/EBITDA	106	96	95	84	77	权益自由现金流	0	361	2050	1404	1720

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032