

# 【广发批零社服&海外】百胜中国 (09987.HK/YUMC.N)

## Q4 同店与利润率优化超预期，龙头韧性凸显

### 核心观点：

- 公司发布 25Q4 业绩：(1) 25Q4：收入 28.2 亿美元/yoy+9%，核心经营利润 1.9 亿美元/yoy+23%，归母净利润 1.4 亿美元/yoy+24%。(2) 25 全年：收入 118.0 亿美元/yoy+4%，核心经营利润 12.9 亿美元/yoy+11%，归母净利润 9.3 亿美元/yoy+2%。
- 25Q4 肯德基同店增速环比提升。(1) 肯德基：同店销售+3% (25Q3 为+2%)，其中客单价持平 (25Q3 为-1%)，交易量+3% (25Q3 为+3%)。(2) 必胜客：同店销售+1% (25Q3 为+1%)，其中客单价-11% (25Q3 为-13%)，交易量+13% (25Q3 为+17%)。
- 稳步推进拓店。25 年门店数净增 1706 家至 18101 家 (肯德基/必胜客/其他品牌分别净变动+1349/+444/-87 家)，26 年维持达到 2 万家店目标 (据公司财报)，对应净增约 1900 家。
- 餐厅利润率保持优化。25Q4 肯德基餐厅利润率 14.0%/yoy+0.7pct，其中原材料/租金及其他分别优化 0.7pct/1.6pct；必胜客餐厅利润率 9.9%/yoy+0.6pct，其中人工/租金及其他分别优化 0.2pct/2.0pct。
- 维持高股东回报。据业绩会材料，25 年股东回报 14.9 亿美元，回购/分红分别 11.4/3.5 亿美元，26 年回报目标也为 15 亿美元，当前市值对应回报率 7.7%。27 年起每年回馈约 100%归母自由现金流，预计 27-28 年年均回馈 9-10 亿美元以上，当前市值对应回报率 4.6%-5.1%。
- 盈利预测与投资建议：预计 26-28 年归母净利润分别为 10.0、10.8、11.6 亿美元。公司单店 UE 优化，仍有较强扩张预期，维持较高股东回报指引，参考可比公司，给予 26 年 22 倍 PE，对应港股合理价值 492.22 港元/股，美股合理价值 63.05 美元/ADS，给予“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动，门店扩张不及预期，市场竞争加剧等。

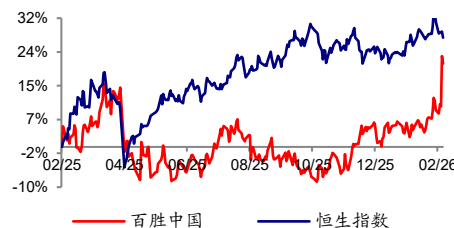
### 盈利预测：(货币单位为美元，汇率采用 1 港元=0.13 美元)

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11303	11797	12449	13142	13862
增长率 (%)	3.0%	4.4%	5.5%	5.6%	5.5%
EBITDA	1638	1737	1859	1977	2099
归母净利润	911	929	1002	1080	1157
增长率 (%)	10.2%	2.0%	7.8%	7.8%	7.1%
EPS (元/股)	2.33	2.50	2.87	3.30	3.72
市盈率 (P/E)	20.56	18.89	19.25	16.72	14.85
ROE (%)	15.9%	17.3%	20.7%	22.0%	23.1%
EV/EBITDA	10.70	9.64	10.51	9.88	9.82

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-H/买入-美股
当前价格	430.60 港元/55.67 美元
合理价值	492.22 港元/63.05 美元
前次评级	买入-H/买入-美股
报告日期	2026-02-06

### 相对市场表现



### 分析师：

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

### 相关研究：

【广发批零社服&海外】百胜 2025-12-30

中国 (09987.HK/YUMC.N)

系列深度二:穿越周期，向下一个万店进击

【广发批零社服&海外】百胜 2025-11-06

中国

(09987.HK/YUMC.N) : Q3

同店继续为正，主业盈利能力持续优化

### 联系人：

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

**资产负债表**

单位：百万美元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	2,694	2,357	1,890	2,065	2,294
现金	723	506	133	410	750
应收账款及票据	79	95	97	99	100
存货	405	438	430	419	406
其他	1,487	1,318	1,230	1,137	1,037
<b>非流动资产</b>	8,427	8,426	8,536	8,641	8,731
固定资产	2,407	2,543	2,643	2,743	2,833
无形资产	4,170	4,300	4,310	4,315	4,315
其他	1,850	1,583	1,583	1,583	1,583
<b>资产总计</b>	11,121	10,783	10,426	10,706	11,025
<b>流动负债</b>	2,283	2,246	2,357	2,471	2,592
短期借款	127	30	30	30	30
应付账款及票据	801	2,127	2,233	2,342	2,457
其他	1,355	89	94	99	105
<b>非流动负债</b>	2,411	2,438	2,438	2,438	2,438
长期债务	49	51	51	51	51
其他	2,362	2,387	2,387	2,387	2,387
<b>负债合计</b>	4,694	4,684	4,795	4,909	5,030
普通股股本	4	4	4	4	4
储备	6,117	5,560	5,011	5,089	5,194
归属母公司股东权益	5,728	5,379	4,830	4,908	5,013
少数股东权益	699	720	801	888	982
<b>股东权益合计</b>	6,427	6,099	5,631	5,796	5,995
负债和股东权益	11,121	10,783	10,426	10,706	11,025

**现金流量表**

单位：百万美元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1,419	1,466	1,656	1,751	1,865
净利润	827	911	929	1,002	1,080
少数股东权益	74	69	75	81	87
折旧摊销	476	448	490	495	510
营运资金变动及其他	42	38	162	173	187
<b>投资活动现金流</b>	-178	-5	-550	-550	-550
资本支出	-705	-626	-600	-600	-600
其他投资	527	621	50	50	50
<b>筹资活动现金流</b>	-1,636	-1,689	-1,489	-935	-986
借款增加	-39	-100	0	0	0
普通股增加	-1,249	-1,144	-1,119	-735	-736
已付股利	-187	-353	-370	-200	-250
其他	-161	-92	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	65	-217	-373	277	340

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.0%	4.4%	5.5%	5.6%	5.5%
归属母公司净利润	10.2%	2.0%	7.8%	7.8%	7.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	70.0%	70.7%	70.9%	71.0%	71.2%
销售净利率	4.4%	10.9%	10.9%	11.0%	8.1%
ROE	15.9%	17.3%	20.7%	22.0%	23.1%
ROIC	12.3%	13.7%	16.5%	17.4%	18.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.2%	43.4%	46.0%	45.9%	45.6%
净负债比率	-8.5%	-7.0%	-0.9%	-5.7%	-11.2%
流动比率	1.18	1.05	0.80	0.84	0.89
速动比率	0.99	0.85	0.62	0.67	0.73
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.97	1.08	1.17	1.24	1.28
应收账款周转率	160.33	135.60	129.82	134.57	139.59
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.33	2.50	2.87	3.30	3.72
每股经营现金流	3.74	4.13	4.67	4.94	5.26
每股净资产	15.11	15.16	13.63	13.85	14.15
<b>估值比率</b>					
P/E	20.56	18.89	19.25	16.72	14.85
P/B	3.17	3.11	4.05	3.98	3.90
EV/EBITDA	10.70	9.64	10.51	9.88	9.82

**利润表**

单位：百万美元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	11,303	11,797	12,449	13,142	13,862
食品及包装物	3,387	3,455	3,627	3,805	3,991
薪金及员工福利	2,787	2,987	3,137	3,292	3,454
物业租金及其他经营	2,798	2,794	2,925	3,054	3,195
管理费用	568	581	597	619	641
其他成本费用	594	688	759	859	953
<b>经营利润</b>	1,169	1,292	1,404	1,514	1,628
税前利润	1,331	1,358	1,470	1,586	1,700
所得税	356	369	399	431	462
<b>净利润</b>	980	1,004	1,083	1,167	1,251
少数股东损益	69	75	81	87	94
<b>归属母公司净利润</b>	911	929	1,002	1,080	1,157
<b>经调整净利润</b>	911	929	1,002	1,080	1,157
EBIT	1,162	1,290	1,404	1,514	1,628
EBITDA	1,638	1,737	1,859	1,977	2,099
EPS (元)	2.33	2.50	2.87	3.30	3.72

## 广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。