

2026年02月06日

同店增长环比提速，多元门店形态贡献增量

百胜中国 (9987.HK)

| | | | |
|------------|-------|-----------------|-------------|
| 评级: | 增持 | 股票代码: | 9987 |
| 上次评级: | 增持 | 52周最高价/最低价(港元): | 437.2/332.4 |
| 目标价格(港元): | | 总市值(亿港元) | 1,525.53 |
| 最新收盘价(港元): | 430.6 | 自由流通市值(亿港元) | 1,525.53 |
| | | 自由流通股数(百万) | 354.28 |

事件概述

2025Q4，公司实现收入 28.23 亿美元/+9%，经营利润 1.87 亿美元/+25%，归母净利润 1.40 亿美元/+24%；全年来看，公司实现收入 117.97 亿美元/+4%，经营利润 12.90 亿美元/+11%，归母净利润 9.29 亿美元/+2%。2025Q4，公司向股东回馈 5.39 亿美元，全年累计向股东回馈 15 亿美元；2026 年公司仍计划向股东回馈 15 亿美元。

分析判断

► 同店连续三个季度实现增长，门店如期扩张

2025Q4，公司系统销售额/同店销售额同比+7%/+3%，净新增门店 587 家；全年来看，系统销售额/同店销售额同比分别+4%/+1%，净新增门店 1706 家，其中净新增加盟店占比 31%。分品牌来看，1) 肯德基：2025Q4，系统销售额/同店销售额同比+8%/+3%，其中，同店交易量/客单价同比+3%/+0%，净新增门店 357 家；全年来看，系统销售额/同店销售额同比分别+5%/+1%，净新增门店 1349 家，其中净新增加盟店占比 37%。2) 必胜客：2025Q4，系统销售额/同店销售额同比+6%/+1%，其中，同店交易量/客单价同比+13%/-11%，净新增门店 146 家；全年来看，系统销售额/同店销售额同比分别+4%/+1%，净新增门店 444 家，其中净新增加盟店占比 31%。

► 肯悦咖啡和 KPRO 增长迅速，试点推出“双子星”模式

公司持续通过产品创新与多元门店形态，触达更广泛的客群，满足多样化消费场景需求。肯悦咖啡和 KPRO 增长迅速，目前已分别进驻 2200 家与 200 多家肯德基门店，为母店带来业绩增量，据公司 2025Q4 Earnings Call，2026 年 KPRO 门店数量将翻倍至 400 多家。必胜客通过 WOW 门店模式成功入驻约 100 个新城镇。此外，据公司 2025Q4 Earnings Call，公司还推出“双子星”模式，将肯德基与必胜客门店相邻布局，以较低成本打入下沉市场，目前已开设约 40 对“双子星”门店，并计划在 2026 年加速布局。

► 原材料成本、租金及其他经营开支占比持续改善

2025Q4，公司经营利润率/餐厅利润率为 6.6%/13.0%，同比+0.8/+0.7pct，主要得益于运营精简和有利的原材料价格；分品牌来看，肯德基经营利润率/餐厅利润率为 10.5%/14.0%，同比+0.6/+0.7pct；必胜客经营利润率/餐厅利润率为 3.7%/9.9%，同比+1.1/+0.6pct。2025Q4，公司食品及包装物成本占比/人力成本占比/租金及其他费用占比同比分别-0.3pct/+1.2pct/-1.6pct，外卖占比提升导致骑手成本增加，2025Q4 外卖销售占比 53%/+11pct。

投资建议

结合年报，我们调整此前盈利预测并引入 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年收入分别为 125.22/132.64/139.83 亿美元（原预测 2026-2027 年为 123.50/130.13 亿美元），归母净利润分别为 10.15/11.27/12.28 亿美元（原预测 2026-2027 年为 9.83/10.61 亿美元），EPS 分别为 2.87/3.18/3.46 美元（原预测 2026-2027 年为 2.71/2.93 美元），最新股价（2月6日收盘价 430.60 港元/汇率 1HKD=0.13USD）对应 PE 分别为 19/17/16X，维持公司“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行，行业竞争加剧，食品安全风险，门店拓展不及预期。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|----------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万美元) | 11303.00 | 11797.00 | 12522 | 13264 | 13983 |
| YoY (%) | 2.96% | 4.37% | 6.14% | 5.93% | 5.42% |
| 归母净利润(百万美元) | 910.00 | 929.00 | 1015 | 1127 | 1228 |
| YoY (%) | 10.04% | 2.09% | 9.28% | 11.01% | 8.92% |
| 毛利率 (%) | 68.20% | 68.70% | 68.70% | 68.70% | 68.69% |
| 每股收益 (美元) | 2.34 | 2.52 | 2.87 | 3.18 | 3.46 |
| ROE (%) | 15.89% | 17.27% | 15.88% | 14.98% | 14.03% |
| 市盈率 | 20.46 | 18.72 | 19.23 | 17.32 | 15.90 |

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 许光辉

邮箱: xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话:

分析师: 王璐

邮箱: wanglu2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523040001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万美元) | | | | | 现金流量表 (百万美元) | | | | |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业收入 | 11797.00 | 12521.67 | 13263.94 | 13982.87 | 净利润 | 929.00 | 1015.22 | 1127.03 | 1227.52 |
| YoY (%) | 4.37% | 6.14% | 5.93% | 5.42% | 折旧和摊销 | 448.00 | 755.36 | 751.57 | 706.70 |
| 公司餐厅开支 | 9236.00 | 9782.11 | 10326.57 | 10873.06 | 营运资金变动 | -511.00 | 72.47 | 71.50 | 72.76 |
| 管理费用 | 581.00 | 609.11 | 640.98 | 672.27 | 经营活动现金流 | 1466.00 | 1928.20 | 2044.27 | 2109.25 |
| 加盟开支 | 41.00 | 48.21 | 56.66 | 63.75 | 资本开支 | -626.00 | -650.00 | -650.00 | -650.00 |
| 与加盟店及联合合营公司往来交易的开支 | 481.00 | 509.52 | 540.89 | 571.01 | 投资 | 619.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营成本及开支 | 132.00 | 99.90 | 66.25 | 30.74 | 投资活动现金流 | -5.00 | -650.00 | -650.00 | -650.00 |
| 关店及减值开支净额 | 37.00 | 39.26 | 41.39 | 43.45 | 股权募资 | -1144.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他收益净额 | -1.00 | -1.00 | -1.00 | -1.00 | 债务募资 | -100.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1290.00 | 1434.55 | 1592.21 | 1729.60 | 筹资活动现金流 | -1689.00 | -3.18 | -3.18 | -3.18 |
| 利息收入净额 | 92.00 | 72.00 | 80.25 | 91.99 | 现金净流量 | -217.00 | 1275.02 | 1391.09 | 1456.07 |
| 利润总额 | 1358.00 | 1506.55 | 1672.46 | 1821.59 | 主要财务指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 所得税 | 369.00 | 409.36 | 454.45 | 494.97 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 989.00 | 1097.18 | 1218.02 | 1326.62 | 营业收入增长率 | 4.37% | 6.14% | 5.93% | 5.42% |
| 归属于母公司净利润 | 929.00 | 1015.22 | 1127.03 | 1227.52 | 净利润增长率 | 2.09% | 9.28% | 11.01% | 8.92% |
| YoY (%) | 2.09% | 9.28% | 11.01% | 8.92% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 (元) | 2.52 | 2.87 | 3.18 | 3.46 | 毛利率 | 68.70% | 68.70% | 68.70% | 68.69% |
| 资产负债表 (百万美元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 净利率 | 7.87% | 8.11% | 8.50% | 8.78% |
| 货币资金 | 506.00 | 1781.02 | 3172.11 | 4628.19 | 总资产收益率 ROA | 8.62% | 8.45% | 8.44% | 8.28% |
| 预付款项 | | | | | 净资产收益率 ROE | 17.27% | 15.88% | 14.98% | 14.03% |
| 存货 | 438.00 | 463.90 | 489.72 | 515.63 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 流动比率 | 1.05 | 1.55 | 2.05 | 2.52 |
| 流动资产合计 | 2357.00 | 3690.78 | 5141.36 | 6655.95 | 速动比率 | 0.85 | 1.36 | 1.85 | 2.33 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 现金比率 | 0.23 | 0.75 | 1.26 | 1.75 |
| 固定资产 | 2543.00 | 2812.94 | 3049.13 | 3296.43 | 资产负债率 | 43.44% | 39.50% | 36.53% | 33.86% |
| 无形资产 | 4300.00 | 3924.70 | 3586.93 | 3282.94 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 0.00 | 178.15 | 178.15 | 178.15 | 总资产周转率 | 1.40 | 1.48 | 1.57 | 1.67 |
| 资产合计 | 8426.00 | 8498.79 | 8397.21 | 8340.51 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 2.52 | 2.87 | 3.18 | 3.46 |
| 应付账款及票据 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股净资产 | 15.16 | 18.05 | 21.23 | 24.69 |
| 其他流动负债 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 每股经营现金流 | 4.13 | 5.44 | 5.77 | 5.95 |
| 流动负债合计 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股股利 | 1.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 51.00 | 51.00 | 51.00 | 51.00 | PE | 18.72 | 19.23 | 17.32 | 15.90 |
| 非流动负债合计 | 2387.00 | 2387.00 | 2387.00 | 2387.00 | PB | 3.11 | 3.05 | 2.60 | 2.23 |
| 负债合计 | 2438.00 | 2438.00 | 2438.00 | 2438.00 | | | | | |
| 股本 | 28.00 | 28.00 | 28.00 | 28.00 | | | | | |
| 少数股东权益 | 5379.00 | 6394.22 | 7521.25 | 8748.77 | | | | | |
| 股东权益合计 | 720.00 | 801.96 | 892.95 | 992.05 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 8426.00 | 8498.79 | 8397.21 | 8340.51 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|---------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。