

2026年2月6日

百胜中国 (9987.HK / YUMC.US)

四季度增长提速

事件：百胜中国 25 年四季度总收入同比增长 9% 至 28 亿美元，系统销售额同比增长 7%，经营利润同比增长 25% 至 1.87 亿美元，净利润同比增长 24% 至 1.4 亿美元，业绩增长超出市场预期。我们调整 26/27/28 年归母净利润为 10.1/10.7/11.5 亿美元（2025/11/5 预测为 10.2/10.5/N/A 亿美元），对应 EPS 为 22.2/23.7/25.4 港元（2025/11/5 预测为 21.8/22.5/N/A 港元）。维持“买入”评级，上调目标价至 512.1 港元（2025/11/5 为 477.4 港元），较当前股价有 19% 的上涨空间。

报告摘要

四季度同店增长提速。 25 年四季度公司总收入同比增长 9% 至 28 亿美元，系统销售额同比增长 7%，总门店数量达到 1.8 万家，较去年同期增长 10.4%。同店收入同比增长 3%，连续多个季度实现同店增长的改善。经营利润同比增长 25% 至 1.87 亿美元，经营利润率 6.6%，同比提升 0.8pct。净利润同比增长 25% 至 1.4 亿美元。经营利润提升主要受益于由同店增长带来的各项费用率的下降，以及内部效率的提升。此外二季度开始的外卖平台补贴大战也为公司带来额外的业绩增长，三季度外卖收入占比达到 51%，四季度进一步提升至 53%。全年来看，公司整体实现收入 118 亿美元，同比增长 4%，净利润 9.3 亿美元，同比增长 2%。

肯德基同店增长 3%。 肯德基第四季度总收入同比增长 9% 至 21.2 亿美元，系统销售额同比增长 8%，经营利润同比增长 16% 至 2.23 亿美元。同店销售额同比增长 3%，同店交易量同比增长 3%。客单价与去年同期持平，这是由于小额订单的增长被外卖占比的增加所抵销，而外卖订单客单价更高。四季度餐厅利润率为 14%，同比提升 0.7pct，主要得益于营运精简和有利的原材料价格，但部分被外卖占比提升而增加的骑手成本以及低个位数水平的工资成本上涨所抵消。肯德基四季度净新增门店达 357 家，其中加盟店净新增 100 家，占比 28%。截至 2025 年 12 月 31 日，门店总数达 12997 家，全年净增加 1349 家。我们认为肯德基的表现依然非常优秀，门店稳步扩张，经营效率也在不断提升。同时公司在不断尝试新店型，包括 KCOFFEE、KPRO、炸鸡兄弟等，目前 KCOFFEE 点位超过 2200 家，KPRO 超过 200 家。2025 年公司在低线城市尝试了双子星店型，即肯德基和必胜客双品牌并排的门店，门店投资分别为 70 万和 80 万人民币，对加盟商来说非常有吸引力。已经开设了 40 家双子星门店，未来预计会加速开店。

必胜客利润率持续提升，经营情况好转。 必胜客四季度系统销售额同比增长 6%。同店收入同比增长 1%。同店交易量同比增长 13%，连续第十二个季度实现增长。客单价同比下降 11%，主要因为公司提供了更具性价比的产品。四季度净新增门店 146 家，其中加盟店净新增 58 家，占比 40%。截至 2025 年 12 月 31 日，门店总数达 4168 家，全年净新增 444 家。四季度外卖销售占比从第三季度的 48% 提升至 54%，外卖收入同比增长 33%。四季度经营利润同比增长 52% 至 2000 万美元，经营利润率为 3.7%，同比增长 1.1pct。

2026 年计划门店数量突破 20000 家。 公司预计 2026 年净新增门店超过 1900 家，其中 40-50% 为加盟店。2025 年净新增门店数为 1706 家，扩张继续提速。从长期来看，公司预计到 2030 年达到 30000 家门店。**持续的股东回报。** 2026 年，公司计划向股东回馈 15 亿美元，其中每股现金股息增加 21% 至 0.29 美元，计划于 2026 年上半年在美国及香港进行总计约 4.6 亿美元的股票回购。值得注意的事，自 2027 年起，公司计划将约 100% 自由现金流，扣除支付给子公司少数股东的股息后回馈股东。预计在 2027 年和 2028 年期间，股东回报平均每年约为 9 亿美元至逾 10 亿美元，并在 2028 年突破 10 亿美元。以此计算到 2027 年股息率将接近 5%，具备投资的吸引力。

(转下页...)

公司动态分析

证券研究报告

酒店、餐馆与休闲

投资评级： 买入

维持买入评级

6 个月目标价 512.1 港元

股价 2026-2-6 430.6 港元

总市值(亿港元)	1,548.75
流通市值(亿港元)	1,548.75
总股本(亿股)	3.54
流通股本(亿股)	3.54
12 个月低/高(港元)	363.8/437.2
平均成交(百万港元)	245.99

股东结构 (截止 2025-06-30)

JP Morgan	7.7%
Black Rock	5.0%
Pollos Investment	3.2%
其他股东	84.1%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.61	26.78	-6.02
绝对收益	19.65	28.29	23.29

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

我们认为百胜中国在快餐赛道具备相当大的竞争优势和品牌影响力，管理层经营能力卓越，公司抗风险能力强。考虑公司近期的业绩表现，我们调整 26/27/28 年归母净利润为 10.1/10.7/11.5 亿美元。对应 EPS 为 22.2/23.7/25.4 港元。

维持“买入”评级，上调目标价至 512.1 港元，较当前股价有 19% 的上涨空间。

风险提示：行业竞争加剧，消费意愿不达预期，发生严重的食品安全问题。

财务及估值摘要

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	10,978.0	11,303.0	11,797.0	12,609.8	13,359.8	14,081.2
增长率(%)		2.96%	4.37%	6.89%	5.95%	5.40%
归母净利润(百万美元)	823.0	906.0	914.0	1,008.2	1,073.5	1,150.4
增长率(%)		10.09%	0.88%	10.31%	6.48%	7.16%
毛利率	70.63%	70.03%	70.71%	70.75%	70.89%	71.04%
归母净利润率(%)	7.50%	8.02%	7.75%	8.00%	8.04%	8.17%
每股收益(港元)	18.23	20.08	20.48	22.23	23.67	25.36
每股净资产(港元)	156.94	141.68	134.45	144.09	164.55	170.57
市盈率	23.62	21.44	21.03	19.37	18.20	16.98
市净率	2.74	3.04	3.20	2.99	2.62	2.52
净资产收益率(%)	12.62%	14.47%	16.03%	17.25%	16.58%	16.30%
股息收益率	1.51%	1.26%	1.28%	1.19%	4.95%	5.30%

数据来源：公司资料，国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

百万美元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	10,978	11,303	11,797	12,610	13,360	14,081
KFC	8,240	8,509	8,871	9,509	10,020	10,551
YoY		3.3%	4.3%	7.2%	5.4%	5.3%
必胜客	2,246	2,260	2,324	2,465	2,670	2,828
YoY		0.6%	2.8%	6.1%	8.3%	5.9%
食品及包装物	-3,224	-3,387	-3,455	-3,688	-3,889	-4,078
占收入比例	-29.4%	-30.0%	-29.3%	-29.2%	-29.1%	-29.0%
薪资及雇员福利	-2,725	-2,787	-2,987	-3,178	-3,351	-3,513
占收入比例	-24.8%	-24.7%	-25.3%	-25.2%	-25.1%	-24.9%
物业租金及其他经营开支	-2,752	-2,798	-2,794	-2,953	-3,111	-3,259
占收入比例	-25.1%	-24.8%	-23.7%	-23.4%	-23.3%	-23.1%
餐厅层面利润	1,690	1,679	1,803	2,063	2,185	2,304
占收入比例	15.4%	14.9%	15.3%	16.4%	16.4%	16.4%
管理费用-一般及行政费用	-638	-568	-581	-621	-656	-689
占收入比例	-5.8%	-5.0%	-4.9%	-4.9%	-4.9%	-4.9%
其他开支	-533	-602	-691	-758	-836	-918
占收入比例	-4.9%	-5.3%	-5.9%	-6.0%	-6.3%	-6.5%
其他收益	-	1	1	-	-	-
占收入比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	1,106	1,162	1,290	1,411	1,516	1,624
占收入比例	10.1%	10.3%	10.9%	11.2%	11.3%	11.5%
财务收入	169	129	92	88	80	81
占收入比例	1.5%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
投资收益	-49	40	-24	-	-	-
占收入比例	-0.4%	0.4%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前溢利	1,226	1,331	1,358	1,499	1,596	1,706
所得税	-329	-356	-369	-409	-436	-467
所得税率	26.8%	26.7%	27.2%	27.3%	27.3%	27.4%
净利润(含少数股东权益)	897	975	989	1,090	1,161	1,239
净利率	8.2%	8.6%	8.4%	8.6%	8.7%	8.8%
少数股东损益	74	69	75	82	87	89
净利润(不含少数股东权益)	823	906	914	1,008	1,074	1,150
EPS (港元)	18.23	20.08	20.48	22.23	23.67	25.36
市盈率(倍)	23.6	21.4	21.0	19.4	18.2	17.0

数据来源: 公司年报, 国投证券国际研究预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股中规模较大的餐饮企业，2026 年预测 PE 的平均值在 12.1x。考虑到百胜中国的行业地位和未来增长潜力，以及当前板块普遍低估的状况，给予 26 年 PE 23x。2026 年预测 EPS 为 22.23 港元，对应股价测算 511.2 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 7.2%，我们在短期内给予 3% 的增速，长期给予 2% 的增速。合理市值为 1817 亿港元，对应股价 512.9 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 512.1 港元，较最新收盘价有 19% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿人民币)					P/E				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
海底捞	6862.HK	968	港元	49.3	49.83	48.7	53.5	59.0	19.6	19.4	19.9	18.1	16.4
yoy				218%	1%	-2%	10%	10%					
九毛九	9922.HK	31	港元	5.3	0.47	1.4	2.4	3.1	6.0	65.9	22.6	12.9	10.1
yoy				739%	-91%	192%	75%	28%					
达势股份	1405.HK	87	港元	-0.3	0.59	1.7	2.8	4.1	148.1	51.6	31.2	21.3	
yoy				N/A	N/A	187%	65%	46%					
绿茶集团	6831.HK	49	港元	3.2	3.71	5.5	7.0	8.9	15.0	13.1	8.9	7.0	5.5
yoy				1632%	15%	47%	28%	27%					
小菜园	0999.HK	105	港元	5.8	6.16	8.4	10.2	12.3	17.9	17.0	12.5	10.3	8.5
yoy				118%	6%	36%	22%	21%					
平均估值									14.6	52.7	16.0	12.1	10.1

注：时间截止2026/2/6，预测值为iFind一致预测
资料来源：iFind，国投证券国际研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2026年EPS (港元)				
		18.00	20.00	22.23	24.45	26.89
PE	17x	306.1	340.1	377.8	415.6	457.2
	19x	342.1	380.1	422.3	464.5	511.0
	21x	378.1	420.1	466.7	513.4	564.8
	23x	414.1	460.1	511.2	562.3	618.5
	25x	450.1	500.1	555.6	611.2	672.3
	27x	486.1	540.1	600.1	660.1	726.1
	29x	522.1	580.1	644.6	709.0	779.9

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; 百万美元)	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035
	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	10,978	11,303	11,797	12,610	13,360	14,081	14,776	15,448					
增长率%		3.0%	4.4%	6.9%	5.9%	5.4%	4.9%	4.5%					
EBIT	1,057	1,202	1,266	1,411	1,516	1,624	1,732	1,840					
增长率%		13.7%	5.3%	11.5%	7.5%	7.1%	6.6%	6.2%					
EBIT率%	9.6%	10.6%	10.7%	11.2%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%					
有效税率%	26.8%	26.7%	27.2%	27.3%	27.3%	27.4%	27.4%	27.4%					
EBIT x (1-有效税率)	773	881	922	1,026	1,102	1,180	1,257	1,335					
+ 折旧摊销及非现金损益	996	923	939	473	514	533	546	563					
+ 营运资金变动	-358	-454	-511	106	77	75	72	70					
- 资本支出	-730	-705	-640	-690	-620	-600	-640	-680					
自由现金流, FCF	681	645	710	915	1,073	1,188	1,236	1,289	1,328	1,367	1,408	1,451	1,494
增长率%		-5.4%	10.2%	28.9%	17.2%	10.7%	4.0%	4.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
折现年份				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折现因子				0.9328	0.8702	0.8117	0.7572	0.7064	0.6589	0.6147	0.5734	0.5349	0.4989
FCF现值				854	934	965	936	910	875	840	808	776	746
FY2026-35 FCF现值总额			8,643										
永续期价值现值			14,623										
企业价值			23,266										
加: 净现金			803										
减: 少数股东权益			-802										
DCF 估值(百万港元)			181,716										
假设:													
WACC			7.2%										
短期增长率			3.0%										
永续增长率			2.0%										

资料来源: 公司年报, 国投证券国际研究预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、发生严重的食品安全问题。

附表：财务报表预测
资产负债表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	723	506	833	1,732	2,013
贸易应收款项	79	95	93	99	104
预付及其他应收款项	366	440	470	498	525
存货	405	438	450	474	497
短期理财	1,121	878	878	878	878
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动资产总额	2,694	2,357	2,724	3,681	4,018
物业、厂房及设备	2,407	2,543	2,760	2,866	2,933
使用权资产	2,146	2,189	2,189	2,189	2,189
无形资产	144	148	148	148	148
商誉	1,880	1,963	1,963	1,963	1,963
于联营及合营企业投资	368	387	387	387	387
长期银行存款	1,088	678	678	678	678
递延税项资产	138	156	156	156	156
其他非流动资产	256	362	362	362	362
非流动资产总额	8,427	8,426	8,643	8,749	8,816
总资产	11,121	10,783	11,367	12,430	12,833
贸易应付款项	2,080	2,127	2,274	2,409	2,539
短期有息债务	127	30	30	30	30
应付即期税项	76	89	89	89	89
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债总额	2,283	2,246	2,393	2,528	2,658
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	1,865	1,874	1,874	1,874	1,874
递延税负债	389	406	406	406	406
其他非流动负债	157	158	158	158	158
非流动负债总额	2,411	2,438	2,438	2,438	2,438
总负债	4,694	4,684	4,831	4,966	5,096
股本及资本溢价	4,032	3,800	2,656	2,656	2,656
留存收益	2,089	1,764	2,558	3,400	3,584
其他	413	520	520	520	520
少数股东权益	686	720	802	889	978
总股东权益	6,427	6,099	6,536	7,464	7,738

现金流量表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,419	1,466	1,670	1,751	1,847
营运资本变动	-454	-511	106	77	75
折旧及摊销	476	448	473	514	533
非现金开支/损益	447	491	-	-	-
其他	-30	34	-	-	-
经营性现金流净额	1,419	1,466	1,670	1,751	1,847
资本开支	-705	-640	-690	-620	-600
其他	527	635	-	-	-
投资性现金流净额	-178	-5	-690	-620	-600
新发股份	-	-8	-	-	-
支付股息	-328	-428	-214	-232	-966
新增债务	-39	-100	-	-	-
利息支出	-1,249	-1,144	-1,144	-	-
其他	-20	-9	-	-	-
筹资性现金流净额	-1,636	-1,689	-1,358	-232	-966
现金净变动	-395	-228	-378	899	281
现金期初余额	1,128	723	506	833	1,732
现金期末余额	723	506	833	1,732	2,013

数据来源：公司年报，国投证券国际研究预测

利润表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	11,303	11,797	12,610	13,360	14,081
食品及包装物	-3,387	-3,455	-3,688	-3,889	-4,078
薪资及雇员福利	-2,787	-2,987	-3,178	-3,351	-3,513
物业租金及其他经营开支	-2,798	-2,794	-2,953	-3,111	-3,259
管理费用-一般及行政费用	-568	-581	-621	-656	-689
其他开支	-602	-691	-758	-836	-918
其他收益	1	1	-	-	-
营业利润	1,162	1,290	1,411	1,516	1,624
财务收入	129	92	88	80	81
投资收益	40	-24	-	-	-
除税前利润	1,331	1,358	1,499	1,596	1,706
所得税	-356	-369	-409	-436	-467
净利润	975	989	1,090	1,161	1,239
归属母公司净利润	906	914	1,008	1,074	1,150
EPS (港元)	20	20	22	24	25
EBITDA	1,678	1,714	1,884	2,030	2,158

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		4.4%	6.9%	5.9%	5.4%
除税前利润增长率 (%)		2.0%	10.4%	6.5%	6.9%
净利润增长率 (%)		1.4%	10.2%	6.5%	6.8%
盈利能力:					
毛利率 (%)	70.0%	70.7%	70.8%	70.9%	71.0%
净利率 (%)	8.6%	8.4%	8.6%	8.7%	8.8%
ROE (%)	14.5%	16.0%	17.3%	16.6%	16.3%

偿债能力:

资产负债率 (%)	42.2%	43.4%	42.5%	39.9%	39.7%
流动比率 (x)	1.18	1.05	1.14	1.46	1.51
利息覆盖倍数 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
股息支付率 (%)	1.3%	1.3%	1.2%	4.9%	5.3%

营运能力

存货周转天数	45	45	45	45	45
应收账款周转天数	2	3	3	3	3

每股资料

EPS (港元)	20	20	22	24	25
BPS (港元)	142	134	144	165	171
每股经营现金 (港元)	31	32	37	39	41

估值比率

PE	21.4	21.0	19.4	18.2	17.0
PB	3.0	3.2	3.0	2.6	2.5

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券国际证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010