


公司评级 **买入（维持）**
报告日期 2026 年 02 月 11 日

基础数据

02 月 10 日收盘价（港元）	450.00
总市值（亿港元）	1,594.13
总股本（亿股）	3.54

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外社服】百胜中国 (09987.HK)2025Q3 业绩点评： 同店销售保持同比正增，核心经营利润率平稳提升-2025.11.10

【兴证海外社服】百胜中国 (09987.HK)2025Q2 业绩点评： 2025Q2 核心经营利润增长超预期，同店销售额同比转正-2025.08.15

【兴证海外社服】百胜中国 (09987.HK)2025Q1 业绩点评： 同店销售同比恢复至持平，积极派息回购-2025.05.07

分析师：宋健

S0190518010002
BMV912
songjian@xyzq.com.cn

分析师：严宁馨

S0190521010001
请注意：严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
yanningxin@xyzq.com.cn

百胜中国(09987.HK)
港股通（沪、深）
2025Q4 业绩表现优异，积极派息回购回馈股东
投资要点：

- **维持“买入”评级：**公司 2025Q4 的同店同比持续改善，门店数量稳步拓张，餐厅经营利润率同步提升，推动四季度和全年业绩都取得亮眼表现。公司的三年发展路径清晰，稳步开店的同时，积极培育新的增长曲线，经营利润率稳中有增，股东回馈政策稳定，安全边际明显。我们预计公司 2026/2027/2028 年营业收入为 126.3/135.1/143.8 亿美元，同比增长 7.1%/6.9%/6.5%；归母净利润为 10.1/11.0/11.8 亿美元，同比增长 8.3%/8.8%/7.5%。我们维持“买入”评级，2026/2/10 收盘价对应 2026/2027/2028 年 PE 为 20.1/17.5/15.4 倍。
- **2025Q4 业绩超预期。**（1）2025Q4 公司实现营业收入 28.2 亿美元，同比增长 9%，不计外币换算影响同比增长 7%；归母净利润为 1.4 亿美元，同比增长 24%；核心经营利润为 1.85 亿美元，同比增长 23%。核心经营利润率为 6.6%，同比提升 0.8 个百分点。2025Q4 不计外币换算影响的收入同比增长超预期，利润率提升超预期，主要受益于餐厅利润率优化，整体业绩表现亮眼。
（2）2025 年全年公司的营业收入为 118.0 亿美元，同比增长 4%；核心经营利润为 12.9 亿美元，同比增长 11%；归母净利润为 9.3 亿美元，同比增长 2%，受到四季度利润率强劲拉动，累计归母净利润同比转正。
- **慷慨稳健的派息回购。**2025Q4 公司回馈股东 5.39 亿美元。2025 年全年，公司累计派息和回购 15 亿美元，实现 2025+2026 年派息回购 30 亿美元的年化目标。2025Q4 开始，公司提升季度每股派息至 0.29 美元，环比提升 21%。2027 年开始公司计划按照 FCF 100%返还股东，对应 9 亿~逾 10 亿美元金额，按 10 亿美元计算，占当前市值（2026/2/10 收盘价对应 1594 亿港币市值，1USD=7.8HKD）比例为 5.0%。
- **2025Q4 肯德基和必胜客的餐厅利润率同步提升。**2025Q4 肯德基和必胜客的餐厅经营利润率分别为 14.0%和 9.9%，同比增长 0.7 和 0.6 个百分点。肯德基和必胜客均取得店效提升、毛利率提升、O&O 占比下降，抵消员工成本增长压力，带动餐厅盈利能力优化。
- **四季度外卖退坡之下，同店销售同比增速逆势提升。**2025Q4 肯德基的同店销售额同比增长 3%，其中同店交易量同比增长 3%，客单价同比修复至持平。必胜客 2025Q4 的同店销售额同比增长 1%，其中同店交易量同比增长 13%，客单价同比下降 11%，必胜客的菜单价格以主动降低为主要策略。2025Q4 同店表现优异，同比为 2024 年以来新高。
- **外卖业务延续高增长势头。**2025Q4 外卖 KFC 的外卖销售额同比增长 34%，占餐厅收入比例达到 53%，环比提升 2 个百分点，同比提升 11 个百分点。2025Q4 必胜客的外卖销售额同比增长 33%，占餐厅收入比例达到 54%，环比提升 6 个百分点，同比提升 12 个百分点。
- **稳步开店，多店型并行。**2025Q4 公司总净增门店为 587 家，截至 2025 年末总门店数为 18101 家，其中肯德基和必胜客分别为 12997 和 4168 家。净新增门店中加盟门店占比持续增长，截至 2025 年肯德基和必胜客总门店数量中加盟占比分别达到 15%和 8%。公司多元化店型多点开花，覆盖多种客群，提升下沉市场

渗透，比如 KFC 小镇模式、双子星模式、必胜客 WOW 模式，积极探索新增长曲线。预计公司 2026 年净开店 1900+家门店，总门店数量达到 20000 家。

- **肯悦和 KPRO 或将打开新的增长路径：**肯悦咖啡已经达到 1800 家门店，开店速度超预期。肯悦咖啡带动母店店效增长，并产生积极的相互协同作用，提升品牌矩阵的影响力。公司在投资者日提出了 2029 年开到 5000 家目标，对应门店数量 2025~2029 年 CAGR 为 29%。KPRO 门店数量已经突破 100 家，公司预计门店数量在五年内有望达到千店以上。
- **风险提示：**食品安全，原材料价格、租金显著波动，加盟机制管理风险，特许经营协议终止或受限制。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	11,797	12,632	13,506	14,380
同比增长(%)	4.4	7.1	6.9	6.5
归母净利润(百万美元)	929	1,006	1,095	1,176
同比增长(%)	2.0	8.3	8.8	7.5
经营利润率(%)	10.9	11.2	11.4	11.5
归母净利润率(%)	7.9	8.0	8.1	8.2
净资产收益率(%)	16.7	18.4	19.1	19.3
基本每股收益(美元)	2.52	2.87	3.29	3.73
每股股息(美元)	1.01	1.20	1.38	1.59

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位:百万美元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	2,357	2,343	2,489	2,484	
现金及现金等价物	506	477	567	562	
短期投资	878	878	878	878	
应收账款净额	95	99	108	113	
存货净额	438	449	496	492	
待摊费用及其他流动资产	440	440	440	440	
非流动资产	8,426	8,833	9,265	9,634	
固定资产净额	2,543	2,914	3,309	3,642	
经营租赁使用权资产	2,189	2,226	2,262	2,299	
商誉	1,963	1,963	1,963	1,963	
无形资产净额	148	148	148	148	
递延税项资产	156	156	156	156	
于联营合营公司的投资	387	387	387	387	
其他资产	1,040	1,040	1,040	1,040	
资产总计	10,783	11,177	11,754	12,118	
流动负债	2,246	2,375	2,530	2,424	
应付账款及其他流动负债	2,127	2,256	2,411	2,305	
应付所得税	89	89	89	89	
非流动负债	2,438	2,438	2,438	2,438	
长期经营租赁负债	1,823	1,823	1,823	1,823	
长期融资租赁负债	51	51	51	51	
递延所得税负债	406	406	406	406	
其他负债	158	158	158	158	
负债合计	4,684	4,813	4,968	4,862	
可赎回非控股权益	0	0	0	0	
股东权益	5,379	5,563	5,896	6,271	
股本	4	4	4	4	
库存股份	-28	-28	-28	-28	
资本公积	3796	3796	3796	3796	
未分配利润	1764	1948	2281	2656	
累计其他综合收益	-157	-157	-157	-157	
非控股权益	720	801	890	985	
权益合计	6099	6364	6786	7256	
负债及权益合计	10,783	11,177	11,754	12,118	

现金流量表		单位:百万美元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
净利润	1004	1087	1183	1271	
营运资金变动前的经营现	1532	1410	1482	1632	
营运资金的变动	-100	114	99	-106	
经营活动产生现金流量	1466	1524	1581	1526	
投资活动产生现金流量	-5	-730	-730	-730	
融资活动产生现金流量	-1689	-822	-761	-801	
现金净变动	-217	-29	90	-6	
现金的期初余额	723	506	477	567	
现金的期末余额	506	477	567	562	

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

利润表		单位:百万美元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业收入	11,797	12,632	13,506	14,380	
原材料成本	3,455	3,769	4,014	4,245	
人员成本	2,987	3,274	3,513	3,769	
物业租金及其他经营开支	2,794	3,009	3,215	3,430	
餐厅经营利润	1,803	1,979	2,172	2,339	
管理费用	581	609	652	691	
加盟开支	41	72	63	63	
与加盟店及联合合营公司往来开支	481	300	308	311	
其他经营成本及开支	132	141	151	161	
关店及减值开支	37	42	47	53	
利息收入	92	74	78	85	
税前利润	1,358	1,489	1,621	1,741	
所得税	369	402	438	470	
净利润	1,004	1,087	1,183	1,271	
非控股权益	75	81	88	95	
归母净利润	929	1,006	1,095	1,176	
每股股息 (美元)	1.01	1.20	1.38	1.59	

主要财务比率					
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
成长性(%)					
营业收入增长率	4.4	7.1	6.9	6.5	
餐厅经营利润增长率	7.4	9.8	9.7	7.7	
归母净利润增长率	2.0	8.3	8.8	7.5	
盈利能力(%)					
餐厅经营利润率	16.3	16.4	16.8	17.0	
归母净利率	7.9	8.0	8.1	8.2	
经营利润率	10.9	11.2	11.4	11.5	
ROE	16.7	18.4	19.1	19.3	
偿债能力					
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	

营运能力(次)					
资产周转率	1.08	1.15	1.18	1.20	
存货周转率	8.20	8.50	8.50	8.60	
每股资料(美元)					
基本每股收益	2.52	2.87	3.29	3.73	
每股净资产	14.58	15.85	17.71	19.91	
估值比率(倍)					
PE	22.9	20.1	17.5	15.4	
PB	4.0	3.6	3.3	2.9	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、瑛泰医疗、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、江苏银行股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、米多多集团股份有限公司、南安市发展投资集团有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、盐城市大丰区海城实业发展有限公司、江苏银行、海南橡胶、合盛农业有限公司、广东天域半导体股份有限公司、成都兴城投资集团有限公司、江苏平仲科技发展集团有限公司、泰兴市江桥投资建设发展有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区诸城实业发展有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、金叶国际集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、CMBC International Holdings、CMBC International Funding (HK) Limited、TFI Overseas Investment Limited、TIANFENG SECURITIES、TF International Securities Group Limited、INT MEDICAL、INDUSTRIAL BANK、UETD CONSTRUCTION & DEVELOPMENT STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION (GROUP) CO., LTD.、GAOYOU CITY CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Bank of Jiangsu Co., Ltd Yangzhou Branch、Hongxing Coldchain (Hunan) Co., Ltd.、Miduoduo Group Inc.、NAN' AN DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo Zhangdian District State-owned Assets Operation Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Haicheng Industrial Development Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、CHINA HAINAN RUBBER INDUSTRY、HALCYON AGRI CORPORATION LIMITED、Guangdong Tianyu Semiconductor Co., Ltd.、CHENGDU XINGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangsu Pingzhong Technology Development Group Co., Ltd.、Taixing Jiangqiao Investment Construction and Development Co., Ltd.、Jiangxi Provincial Credit Financing Guarantee Group Co., Ltd.、LONGNAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF SHANGHAI、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、Holyfire Technology Group Limited、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海

地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层
邮编: 200135
邮箱: research@xyzq.com.cn

北 京

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编: 100020
邮箱: research@xyzq.com.cn

深 圳

地址: 深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn

香 港 (兴证国际)

地址: 香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编: 518035
邮箱: ir@xyzq.com.hk