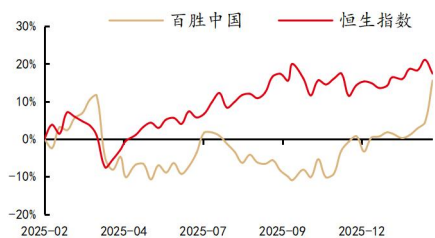


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	445.60
总股本/流通股本(亿股)	3.54
总市值/流通市值(亿港元)	1,578.99
52周内最高/最低价	450.00 / 363.80
资产负债率(%)	42.2084
市盈率	22.0504
第一大股东	JPMorgan Chase & Co.

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

百胜中国 (9987.HK)

同店销售提速，26 年展望积极

● 事件

公司发布 25Q4 财务业绩公告，25Q4 公司实现营收 28.23 亿美元，同比+9%，经营利润 1.87 亿美元，同比+25%，归母净利润 1.40 亿美元，同比+24%，经营利润率 6.6%，同比提升 0.8pct，餐厅利润率 13%，同比提升 0.7pct。

25 年公司实现营收 117.97 亿美元，同比+4%，经营利润 12.90 亿美元，同比+11%，归母净利润 9.29 亿美元，同比+2%，经营利润率 10.9%，同比提升 0.6pct，餐厅利润率 16.3%，同比提升 0.6pct。

● 投资要点

整体分析：收入进一步提速，同店销售连续三季度增长，同店交易量连续十二个季度增长，经营利润延续提升趋势。25 年营业收入 117.97 亿美元，同比+4%（其中 25Q1：+1%；25Q2：+4%；25Q3：+4%；25Q4：+9%），不考虑外币换算的影响，中国系统销售额同比+4%（其中 25Q1：+2%；25Q2：+4%；25Q3：+4%；25Q4：+7%），收入进一步提速。

Q4 拆分来看：

1) 门店：净新增门店创四季度最高，加盟占比提升。25Q4 净新增门店 587 家，创四季度新高，其中净新增加盟店占比为 36%，较前期 1/4 的比例大幅提升。25 年全年净新增门店 1706 家，其中净新增加盟店占比 31%，截至 25 年底公司门店总数达 18101 家。

2) 同店：销售额增长 3%，大幅提速。同店销售额同比增长 3%，24 年以来各个季度同店销售额增速-3%、-4%、-3%、-1%、0%、1%、1%、3%，同店销售额连续第三个季度实现增长。同店交易量同比增长 4%，连续第十二个季度实现增长。在交易量增长的情况下，销售额增速低于销量增速，客单价仍旧处于下降通道。

3) 经营利润：延续同比提升趋势。25Q4 餐厅利润率 13%，同比经营利润率 6.6%，同比+80bp，延续今年以来同比提升的趋势，一方面得益于原材料成本（食品及包装物）、物业租金的下降，另一方面与公司运营效率提升有关。25 年全年餐厅净利率 16.3%，同比+60bp，经营净利率 10.9%，同比+60bp。

4) 外卖及会员：继续双位数增长。公司外卖销售同比增长 34%，外卖销售约占公司餐厅收入的 53%，较去年同期 42%提升了 9pct。25 年全年外卖销售同比增长 25%，外卖销售约占公司餐厅收入的 48%，较去年 39%有所提升。肯德基及必胜客的会员数合计超过 5.9 亿，同比增长 13%，活跃会员数在过去 12 个月超过 2.65 亿，同比增长 13%。

肯德基：收入进一步提速，客单价持平。25 年肯德基营收 88.71

亿美元，同比+4%（其中 25Q1：+1%；25Q2：+4%；25Q3：+4%；25Q4：+9%），不考虑外币换算的影响，中国系统销售额同比+5%（其中 25Q1：+3%；25Q2：+5%；25Q3：+5%；25Q4：+8%），肯德基收入亦进一步提速。拆分来看：

1) 门店：25 年肯德基餐厅门店数量增长 12%，净增 1349 家至 12997 家，其中加盟店占比 15%，净增门店中加盟店净增 504 家/净增门店占比 37%，加盟店速度加快。

2) 同店：25Q4 同店销售额同比+3%，同店交易量同比增长 3%。客单价较去年持平，主要由于小额订单的增长被外卖占比的增加抵消，而外卖订单客单价更高。

3) 外卖：25Q4 外卖销售同比增长 34%，约占公司餐厅收入的 53%，较去年同期的 42%有所提升。

4) 经营利润：餐厅利润率 14.0%，同比+70bp，经营利润率 10.5%，同比+60bp，成本上一方面原材料价格下降、营运精简，另一方面高性价比产品增加、工资成本上涨、外卖占比提升占比骑手成本增加。

必胜客：收入亦提速，价减量增带动同店增长。25 年必胜客营收 23.24 亿美元，同比+3%（其中 25Q1：+1%；25Q2：+3%；25Q3：+3%；25Q4：+6%），不考虑外币换算的影响，中国系统销售额同比+4%（其中 25Q1：+2%；25Q2：+3%；25Q3：+4%；25Q4：+6%），必胜客收入进一步提速。拆分来看：

1) 门店：25 年必胜客门店数量增长 12%，全年净增 444 家至 4168 家，其中加盟店占 8%，净新增门店历史新高，其中加盟店净增 139 家/净增门店占比 31%，加盟店速度加快明显。

2) 同店：25Q4 同店销售额同比+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%，符合公司大众市场性价比的战略。

3) 外卖：外卖销售同比增长 33%，约占公司餐厅收入的 54%，较去年同期的 42%有所增长。

4) 经营利润：餐厅利润率 9.9%，同比+60bp，经营利润率 3.7%，同比+110bp，原因与肯德基相同。

新业态：公司持续拓宽目标市场，新业态拓展迅速。

1) 肯德基：通过肯悦咖啡和 KPRO 肩并肩模式，解锁了新消费场景，肯悦咖啡一年内翻了三倍，从 24 年的 700 家快速扩展至 25 年的 2200 家，强大的菜单创新能力实现了“周周有新品”，单店日均销售杯数同比上升 25%；聚焦轻食赛道的 KPRO（肯律轻食）同样发展迅速，25 年扩张至 200 多家，26 年 KPRO 计划翻倍扩展至 400 家，重点布局高线城市。

2) 必胜客：必胜客增强性价比，通过更低的资本支出、精简营运与简化菜单，WOW 模式帮助公司进入此前未覆盖的区域，尤其是低线城市，WOW 门店 25 年入驻约 100 个新城镇。

3) 拉瓦萨: 25 年同店销售额实现正增长, 门店总数增至 146 家, 并在香港开设首店。其零售业务发展迅速, 包装咖啡产品零售销售额去年同比增长超 40%, 经营利润同比增长超过一倍。

公司展望: 加速扩店, 持续创新, 为公司提供增长新动能。

1) 扩店: 根据公司规划, 2026 年公司预计净新增门店 1900 家, 门店总数超过 2w 家, 资本支出 6-7 亿美元, 门店增速约为 10%, 将有效贡献收入增速。此外, 公司将要不断增加直营和门店数量, 稳步向 30 年实现 3 万家门店的目标迈进。25 年肯德基和必胜客新增门店中加盟门店比例均达到 40-50%, 必胜客加盟比例有望快速提升, 随着加盟比例提高, 公司资产逐步变轻, 周转加快。

2) 创新: 公司不断推出创新措施, 从菜单革新到引入突破性商业模式, 肯悦咖啡、肯律轻食、WOW 门店拓展迅速, 未来公司将进一步扩展目标市场并扩大市场份额。

3) 股东回报: 25 年公司回馈股东 15 亿美元, 约占 26/2/3 市值的 8%, 其中 25Q4 回馈了 5.39 亿美元。2025 年全年, 百胜中国回购了 2470 万股普通股, 占比约 7%。此外, 26 年公司计划向股东回馈 15 亿美元, 分红率依旧有保证。

● 投资建议与盈利预测

公司作为国内餐饮行业龙头, 兼具传统和创新的特性。短期来看, 26 年公司扩店 1900 家, 冲击 2 万家门店, 28 年 2.5 万家, 30 年冲击 3 万家门店, 25Q2 以来公司门店销售额首次转正, 同店交易量连续 10+ 季度连续增长, 随着公司运营效率提升、原材料价格下行, 餐厅净利率有望持续上行。长期来看, 公司业绩韧性十足。

我们预计公司 26-28 年营业收入增速为 6.3%、6.0%、5.1%, 归母净利润增速为 10.1%、8.7%、7.4%, EPS 分别为 2.89、3.14、3.37 美元/股, 当下股价对应 PE 分别为 22x、21x、19x。维持公司“买入”评级。

● 风险提示:

消费复苏不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 食品安全问题; 政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	11797	12536	13293	13976
增长率 (%)	4.4%	6.3%	6.0%	5.1%
归属母公司净利润 (百万美元)	929	1022	1111	1193
增长率 (%)	2.0%	10.1%	8.7%	7.4%
EPS (美元/股)	2.52	2.89	3.14	3.37
市盈率 (P/E)	21.17	22.34	20.56	19.15
市净率 (P/B)	3.52	3.78	3.36	2.99
EV/EBITDA	10.70	11.23	10.12	9.25

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万美元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,357	3,320	4,260	5,254	营业收入	11,797	12,536	13,293	13,976
现金	506	1,576	2,559	3,600	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	95	101	107	113	营业成本	9,236	9,791	10,369	10,887
存货	438	464	492	516	销售费用	0	552	585	615
其他	1,318	1,178	1,103	1,024	管理费用	581	614	651	685
非流动资产	8,426	8,389	8,441	8,510	研发费用	0	0	0	0
固定资产	2,543	2,635	2,813	3,002	财务费用	-92	-9	-36	-60
无形资产	4,300	4,171	4,046	3,924	除税前溢利	1,373	1,473	1,601	1,719
其他	1,583	1,583	1,583	1,583	所得税	369	368	400	430
资产总计	10,783	11,708	12,701	13,764	净利润	1,004	1,105	1,201	1,289
流动负债	2,246	2,417	2,560	2,689	少数股东损益	75	83	90	96
短期借款	30	30	30	30	归属母公司净利润	929	1,022	1,111	1,193
应付账款及票据	2,127	874	926	972	EBIT	1,281	1,464	1,565	1,659
其他	89	1,513	1,605	1,687	EBITDA	1,729	1,901	2,013	2,091
非流动负债	2,438	2,443	2,448	2,448	EPS (美元)	2.52	2.89	3.14	3.37
长期债务	51	56	61	61					
其他	2,387	2,387	2,387	2,387					
负债合计	4,684	4,860	5,008	5,137	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
普通股股本	4	4	4	4	成长能力				
储备	5,560	6,227	6,982	7,819	营业收入	4.37%	6.26%	6.04%	5.13%
归属母公司股东	5,379	6,046	6,801	7,638	归属母公司净利润	1.98%	10.05%	8.66%	7.39%
少数股东权益	720	803	892	989	获利能力				
股东权益合计	6,099	6,848	7,693	8,627	毛利率	21.71%	21.90%	22.00%	22.10%
负债和股东权益	10,783	11,708	12,701	13,764	销售净利率	7.87%	8.16%	8.36%	8.54%
					ROE	17.27%	16.91%	16.34%	15.62%
					ROIC	15.16%	15.84%	15.08%	14.27%
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
经营活动现金流	1,466	1,714	1,727	1,792	资产负债率	43.44%	41.51%	39.43%	37.32%
净利润	929	1,022	1,111	1,193	净负债比率	-6.97%	-21.75%	-32.07%	-40.68%
少数股东权益	75	83	90	96	流动比率	1.05	1.37	1.66	1.95
折旧摊销	448	437	447	431	速动比率	0.85	1.17	1.46	1.75
营运资金变动及	14	172	79	71	营运能力				
投资活动现金流	-5	-290	-390	-390	总资产周转率	1.08	1.11	1.09	1.06
资本支出	-626	-400	-500	-500	应收账款周转率	135.60	127.95	127.82	127.29
其他投资	621	110	110	110	应付账款周转率	6.31	6.52	11.52	11.47
筹资活动现金流	-1,689	-365	-366	-371	每股指标 (美元)				
借款增加	-100	5	5	0	每股收益	2.52	2.89	3.14	3.37
普通股增加	-1,144	0	0	0	每股经营现金流	4.13	4.84	4.88	5.06
已付股利	-353	-370	-371	-371	每股净资产	15.16	17.07	19.20	21.56
其他	-92	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	-217	1,070	983	1,042	P/E	21.17	22.34	20.56	19.15
					P/B	3.52	3.78	3.36	2.99
					EV/EBITDA	10.70	11.23	10.12	9.25

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基 准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048