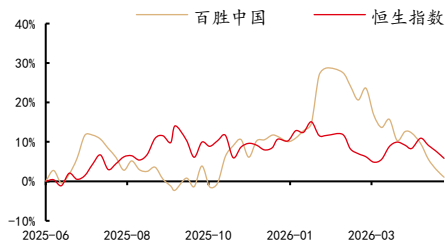


股票投资评级

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)	343.00
总股本/流通股本(亿股)	3.48
总市值/流通市值(亿港元)	1,194.24
52周内最高/最低价	450.00 / 333.00
资产负债率(%)	42.2084
市盈率	15.8866
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)

门店扩张势头强劲，创新业务发展优异

● 事件

百胜中国发布 26Q1 业绩公告，26Q1 实现营收 32.71 亿美元，同比+10%（剔除外币换算影响增长 4%）；经营利润 4.47 亿美元，同比+12%；归母净利润 3.09 亿美元，同比增长 6%；每股摊薄盈利 0.87 美元，同比增长 13%。

26Q1 经营利润率 13.7%，同比提升 0.3pct，连续第八个季度实现提升，餐厅利润率 18.2%，同比下降 0.4pct，外卖占比提升骑手成本增加。

● 投资要点

整体分析：门店扩张与外卖双轮驱动，同店交易量延续高增、经营利润持续向好。2026 年 Q1 营业收入 32.71 亿美元，同比+10%；不考虑外币换算影响，系统销售额同比+4%，较 25Q4 有所回落。

拆分来看：

1) 门店：净新增门店创单季新高，加盟化率稳步提升。Q1 净新增门店 636 家，创单季历史新高，是去年历史同期的两倍以上，其中净增加盟店占比 39%，轻资产扩张模式持续推进。截至 3 月末总门店达 18737 家。

2) 同店：同店销售额持平，交易量第 13 个季度正增长，客单价依旧下行。同店销售额同比持平，主要系春节较晚以及四月新增春假等影响一季度的聚会消费模式。拆分来看，同店交易量同比+2%，连续第十三个季度保持正增长；客单价同比-2%，客单价依旧处于下行通道。

分品牌看，肯德基同店销售额、交易量均同比增长 1%，客单价基本持平；必胜客同店销售额同比-1%，但交易量同比+5%，客单价同比-6%，客流弹性显著释放。

3) 经营利润：利润率连续八季改善。26Q1 经营利润 4.47 亿美元，同比增长 12%，增速高于营收增速；餐厅利润率 18.2%，同比-40bp，主要系外卖占比提升带动骑手成本增加，经营利润率 13.7%，同比+30bp，连续第八个季度上行，主要受益于规模效应释放、运营精简优化，部分抵消外卖骑手成本上涨压力。

4) 外卖及会员：高增态势延续。26Q1 外卖收入同比增长 31%，外卖收入占餐厅收入比重从去年同期 42%提升至 54%，渠道渗透持续加深，有效对冲堂食波动，成为营收增长核心驱动力。肯德基及必胜客活跃会员数超 2.70 亿，同比增长 9%，会员粘性持续增强。

肯德基：同店销售额连续第四个季度增长，客单价下行。26Q1 肯德基实现营收 24.53 亿美元，同比增长 9%，占公司总营收超 75%，为

核心收入来源。系统销售额同比增长 5%，剔除汇率影响增长 4%。拆分来看：

1) 门店：26Q1 年肯德基餐厅门店数量增长 13%，门店净增 457 家至 13454 家，其中加盟店净新增 172 家，占比 38%，下沉市场与新城镇拓店加速。

2) 同店：26Q1 同店销售额同比增长 1%，连续第四个季度正增长，其中交易量同比增长 1%，客单价同比下降 1%，主要是由于小额订单的快速增长，部分被外卖占比的增加所抵消，而外卖订单客单价更高。

3) 外卖：外卖收入同比增长 33%，占餐厅收入比重 55%，外卖渠道增长强劲。

4) 经营利润：Q1 经营利润 4.17 亿美元，同比增长 8%，高于收入增速，其中餐厅利润率 19.1%，同比-70bp，经营利润率 17.0%，同比-20bp，一方面外卖占比提升，骑手成本增加，另一方面高性价比产品增加，虽然原材料价格下行及运营精简，依旧抵消不了上述成本提升。

必胜客：同店下行，交易量。26Q1 必胜客实现营收 6.35 亿美元，同比增长 7%，系统销售额同比增长 4%。拆分来看：

1) 门店：26Q1 必胜客门店数量增长 16%，全年净增 207 家至 4375 家，其中加盟店净增 105 家/净增门店占比 51%。

2) 同店：同店销售额同比下降 1%，其中交易量同比增长 5%，连续第十三个季度实现增长，高性价比策略带动客流大幅提升；客单价同比下降 6%，贴合大众市场定位。

3) 外卖：外卖收入同比增长 25%，占餐厅收入比重 51%，外卖渠道持续贡献增量。

4) 经营利润：26Q1 经营利润 7100 万美元，同比增长 18%，高于收入增速，其中餐厅利润率 15.0%，同比+60bp，经营利润率 11.2%，同比+110bp，连续第八个季度实现提升。尽管客单价更低，餐厅净利率仍实现提升，主要是一方面原材料价格下降、营运精简，能覆盖成其他因素的增加，另一方面高性价比产品增加、外卖占比提升占比骑手成本增加。

新业态：公司持续拓宽目标市场，新业态拓展迅速。

1) 肯德基：肯悦咖啡 (KCOFFEE) 门店超 2600 家，Q1 新增约 400 家，销售额同比翻倍，预计 2027 年底达 5000 家（提前 2 年达标）；肯律轻食 (KPRO) 门店超 280 家，Q1 新增 80 家，年内目标上调至 600 家，较之前增加 200 家，为母店带来约 20% 销售增量，第二增长曲线成型。

2) 必胜客：WOW 模式门店达 390 家，同比翻倍，新进入 100 多个城镇，下沉市场渗透提速；其中近 80 家为肯德基-必胜客“双子星”门店，轻资产模式成效显著。此外，一季度推出多款新品，IP 联名活动与自助餐战役拉动客流，菜单优化持续推进。

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：26Q1完成3.16亿美元股东回馈(含2.14亿美元股票回购、1.02亿美元现金股息)，公司回购410万普通股。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

公司作为国内餐饮龙头，兼具规模扩张与创新活力，依托门店下沉与多品牌、新业态协同，成长路径清晰。短期来看，2026年公司计划净新增1900家门店、冲击2万家规模，加盟化率稳步提升；同店交易量已连续13个季度正增长，外卖高增叠加运营效率优化，餐厅及经营利润率有望持续上行。长期来看，公司业绩韧性十足，下沉市场空间广阔，肯悦咖啡、肯律轻食等新业态加速放量，股东回报力度突出，增长确定性强。

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%、8.6%、7.4%，EPS分别为2.94、3.19、3.42美元/股，当下股价对应PE分别为17x、16x、15x。维持公司“买入”评级。

● 风险提示：

消费复苏不及预期；原材料、人力成本大幅上涨；行业竞争加剧；门店扩张不及预期；海外市场波动风险。

■ 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	1110	1192
增长率(%)	2.0%	10.1%	8.6%	7.4%
EPS(美元/股)	2.52	2.94	3.19	3.42
市盈率(P/E)	21.62	17.26	15.90	14.81
市净率(P/B)	3.59	2.92	2.60	2.32
EV/EBITDA	10.93	8.53	7.58	6.80

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)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,357	3,261	4,192	5,177	成长能力				
现金	506	1,517	2,491	3,523	营业收入	4.37%	6.26%	6.04%	5.13%
应收账款及票据	95	101	107	113	归属母公司净利润	1.98%	10.05%	8.56%	7.38%
存货	438	464	492	516	获利能力				
其他	1,318	1,178	1,103	1,024	毛利率	21.71%	21.90%	22.00%	22.10%
非流动资产	8,426	8,429	8,481	8,550	销售净利率	7.87%	8.16%	8.35%	8.53%
固定资产	2,543	2,635	2,813	3,002	ROE	17.27%	16.93%	16.36%	15.66%
无形资产	4,300	4,171	4,046	3,924	ROIC	15.16%	15.85%	15.11%	14.32%
其他	1,583	1,623	1,623	1,623	偿债能力				
资产总计	10,783	11,690	12,674	13,727	资产负债率	43.44%	41.48%	39.43%	37.34%
流动负债	2,246	2,417	2,560	2,689	净负债比率	-6.97%	-20.92%	-31.26%	-39.91%
短期借款	30	30	30	30	流动比率	1.05	1.35	1.64	1.93
应付账款及票据	2,127	874	926	972	速动比率	0.85	1.15	1.44	1.72
其他	89	1,513	1,605	1,687	营运能力				
非流动负债	2,438	2,432	2,437	2,437	总资产周转率	1.08	1.12	1.09	1.06
长期债务	51	56	61	61	应收账款周转率	135.60	127.95	127.82	127.29
其他	2,387	2,376	2,376	2,376	应付账款周转率	6.31	6.52	11.52	11.47
负债合计	4,684	4,849	4,997	5,126	每股指标(美元)				
普通股股本	4	4	4	4	每股收益	2.52	2.94	3.19	3.42
储备	5,560	6,219	6,965	7,794	每股经营现金流	4.13	4.92	4.96	5.14
归属母公司股东权益	5,379	6,038	6,784	7,613	每股净资产	15.16	17.34	19.49	21.87
少数股东权益	720	803	892	988	估值比率				
股东权益合计	6,099	6,840	7,676	8,601	P/E	21.62	17.26	15.90	14.81
负债和股东权益	10,783	11,690	12,674	13,727	P/B	3.59	2.92	2.60	2.32
					EV/EBITDA	10.93	8.53	7.58	6.80
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,466	1,714	1,726	1,790	营业收入	11,797	12,536	13,293	13,976
净利润	929	1,022	1,110	1,192	其他收入	0	0	0	0
少数股东权益	75	83	90	96	营业成本	9,236	9,791	10,369	10,887
折旧摊销	448	437	447	431	销售费用	0	552	585	615
营运资金变动及其他	14	172	79	71	管理费用	581	614	651	685
投资活动现金流	-5	-341	-390	-390	研发费用	0	0	0	0
资本支出	-626	-400	-500	-500	财务费用	-92	-9	-34	-58
其他投资	621	59	110	110	除税前溢利	1,373	1,473	1,599	1,717
筹资活动现金流	-1,689	-365	-365	-371	所得税	369	368	400	429
借款增加	-100	5	5	0	净利润	1,004	1,105	1,200	1,288
普通股增加	-1,144	0	0	0	少数股东损益	75	83	90	96
已付股利	-353	-370	-370	-371	归属母公司净利润	929	1,022	1,110	1,192
其他	-92	0	0	0	EBIT	1,281	1,464	1,565	1,659
现金净增加额	-217	1,011	974	1,033	EBITDA	1,729	1,901	2,013	2,091
					EPS(美元)	2.52	2.94	3.19	3.42

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于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

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