



百勝中國 (9987 HK)

百勝中國通往 2030 年 3 萬店之路

由量到質：百勝中國逾 1.8 萬店的成長曲線

百勝中國為中國最大連鎖餐飲運營商，至 2025 年末門店超過 18,100 家，覆蓋逾 2,500 個城市，主營品牌包括肯德基 (QSR) 與必勝客 (休閒餐飲)，並運營 Taco Bell、Lavazza (合資)、小肥羊與黃記煌等。公司以數字化會員與供應鏈優勢驅動效率與擴張；KFC+PH 會員總量逾 5.9 億、活躍會員 (12 個月消費) 逾 2.65 億。「RGM 3.0」(韌性、增長、護城河) 以前端場景細分 (如 KCOFFEE 咖啡館、KPRO 模組) + 後端資源整合為抓手，持續降本增效並提升城市/渠道密度。公司目標 2026 年門店突破 2 萬家、2030 年超 3 萬家；2026 - 2028 年以 2025 年為基期，系統銷售 CAGR 中高個位數、營運利潤 CAGR 高個位數，EPS 與 FCF/股雙位數增長。

Q4 超預期、全年穩健：利潤率上行與回饋股東

Q4：系統銷售 +7% YoY；同店銷售 +3%；收入 +9% 至 28 億美元；營運利潤 +25% 至 1.87 億美元；OP margin +80bps 至 6.6%；餐廳毛利率 +70bps 至 13.0%；攤薄 EPS US\$0.40 (+33%)。全年：系統銷售 +4%；同店 +1%；收入 +4% 至 118 億美元；營運利潤 +11% 至 13 億美元；OP margin 10.9% (+60bps)。外送佔比 Q4 達約 53% (全年 48%)。Q4 新開淨店 587 家 (單季新高)；全年 1,706 家 (其中 31% 為加盟)，總門店數 18,101 家。2025 年合計回饋股東約 15 億美元 (股息 3.53 億、回購 11.4 億)；2026 年續推 15 億美元。董事會將季度股息上調 21% 至 US\$0.29/股 (除權/派發：2026 年 3 月 4 日/3 月 25 日)；並已在 2026 年上半年預設約 4.6 億美元跨美港回購計劃。公司 2025 年 12 月上調回購授權額度 10 億美元 (自 2017 年以來累計授權 5.4 億美元已執行 4.2 億美元)。

肯德基領跑、必勝客修復：結構優化帶動利潤

KFC (2025 Q4/全年)：Q4 系統銷售 +8%，同店 +3%，OP US\$2.23 億 (+16%)，OP margin 10.5% (+60bps)。全年系統銷售 +5%、同店 +1%，外送佔比 48%，OP US\$12.85 億 (+8%)。年末門店 12,997 家 (全年淨增 1,349；當年淨新增店中 37% 為加盟；整體店中 15% 為加盟)。

必勝客 (2025 Q4/全年)：Q4 系統銷售 +6%，同店 +1%，外送佔比 54% (較去年同期 42%)，OP US\$2,000 萬 (+52%)，OP margin 3.7% (+110bps)。全年系統銷售 +4%，同店 +1%，OP US\$1.83 億 (+19%)，OP margin 7.9% (+110bps)。年末門店 4,168 家 (全年淨增 444；當年淨新增店 31% 為加盟；整體店 8% 為加盟)。

公司重申 2026 年 >2 萬店：低線滲透與結構升級

2026 年目標新增門店 >1,900 家，KFC/PH 淨新增店的加盟占比提升至 40 - 50%，對應 2026 年資本開支指南約 6 - 7 億美元。KCOFFEE 於 2025 年 4 月突破 1,000 家門店，年內上調門店目標；依託 KFC 「並排店」模式提升坪效與投資回報。Lavazza 於 2025 年門店與獲利持續改善。持續關注：低線城市滲透與渠道多元 (車站、商圈)；外送/外帶滲透與餐廳生產率；加盟佔比上升對資本效率與現金流的正面影響；大宗原材料/勞動效率、AI 工具 (如門店經理 AI 助手 Q-Smart) 導入。公司重申 2026 年 >2 萬店與 2026-2028 多年增長目標。百勝中國相較其增長前景與同業估值具吸引力，對尋求受惠中國消費復甦的香港投資者而言頗具吸引力。該股目前以 19.8 倍 /17.8 倍的 FY25 PE/FY26 PE 交易，低於公司過去 5 年遠期市盈率平均值 22.8 倍，顯示在近期業績走強的背景下或被低估。作為行業領導者，百勝中國的估值亦低於行業平均的 21.7 倍 FY25 PE，具有相對吸引力。

未評級

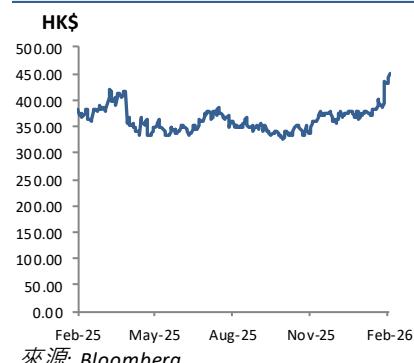
當前股價 (港元)*	450.80
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	27,172.87
* 價格截至午市收市	10-Feb-26

關鍵數據

股票代號	9987 HK
總市值 (港元)	159,693
近3個月人均成交額	258.7
52周最高價 (港元)	451.20
52周最低價 (港元)	324.00
自由流通比率 (%)	95.5%
總股本 (百萬股)	354.2

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	20.7%	16.5%
3個月	29.2%	26.7%
6個月	25.2%	14.6%

股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip

raymond.ip@crosby.com
+852 3476 2928



圖 1 同業分析（截至 2026 年 2 月 10 日中午收市價）

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth P/E(x)		EPS Cagr (%)	FY1-FY3		FY1 PEG (x)	Div Yld (%)	P/B (x)		ROE (%)		ROIC Hist (%)	Share px chg (%)			
				avg t/o	(US\$m)		FY1	FY2			FY1	Hist	FY1	Hist		1-mth	3-mth	12-mth	
HSI		27,161				13.2	11.8	12.0	1.10	2.9	3.2	1.45	1.43	10.4	10.5	3.5	1.9	26.2	
HSCEI		9,236				11.8	10.6	12.4	0.96	2.8	3.0	1.32	1.32	11.1	11.0	2.1	(2.2)	16.2	
CSI300		4,720				17.0	14.6	14.9	1.14	2.3	2.6	1.84	1.81	10.2	10.8	(0.8)	0.5	21.0	
Sector Average						21.7	15.7	31.5	0.9	5.0	5.2	4.1	13.6	15.5	20.8	8.7	7.4	(1.2)	(10.1)
Sector Median						19.8	15.0	24.2	0.8	4.4	4.2	2.1	3.3	5.4	13.3	4.0	3.4	(5.7)	(13.9)
Yum China Holdin	9987 HK	449.60	20,377	33.1	19.8	17.8	11.7	1.70	1.8	2.1	3.80	3.66	16.7	18.2	12.2	20.3	28.8	20.7	
Haidilao Interna	6862 HK	17.13	12,216	46.2	19.4	17.4	11.1	1.75	4.6	5.3	8.56	7.50	46.3	39.8	28.2	22.4	25.0	11.8	
Xiaocaiyuan Inte	999 HK	9.02	1,358	2.3	12.8	10.6	20.4	0.63	4.5	5.0	3.97	3.46	38.9	28.1	25.0	3.4	(17.4)	(10.0)	
Dpc Dash Ltd	1405 HK	67.80	1,141	2.8	50.4	31.5	49.6	1.01	0.0	0.0	3.36	3.30	4.9	6.5	4.1	(3.2)	(16.1)	(13.9)	
Super Hi Interna	9658 HK	13.40	1,115	1.0	27.7	21.7	28.9	0.96	0.0	0.0	2.93	2.77	5.6	13.3	0.5	8.2	(4.9)	(31.7)	
Green Tea Group	6831 HK	7.08	606	0.7	8.3	6.8	24.2	0.35	7.6	3.7	N/A	3.32	59.1	42.2	23.1	4.3	14.9	N/A	
Guangzhou Xiao-H	2408 HK	5.75	523	N/A	33.9	15.0	89.7	0.38	N/A	N/A	21.20	16.14	N/A	46.6	N/A	31.9	N/A	N/A	
Jiumaojiu Intern	9922 HK	2.22	395	1.5	20.4	12.1	50.7	0.40	3.4	4.0	0.87	0.85	1.4	4.0	1.9	18.7	15.6	(23.1)	
Cafe De Coral	341 HK	4.83	358	0.8	26.8	24.2	15.5	1.73	4.3	4.3	1.06	0.93	5.0	10.2	3.9	(3.2)	(20.0)	(35.7)	
Helens Internati	9869 HK	0.91	147	0.1	9.8	7.7	32.1	0.31	15.8	18.6	1.02	1.28	(7.8)	8.8	(3.0)	(1.1)	(17.3)	(53.5)	
Tai Hing Group H	6811 HK	1.06	132	0.1	9.6	8.2	12.8	0.75	7.8	9.1	1.20	#####	10.5	11.4	6.0	(3.6)	(6.2)	35.9	
Ajisen China Hol	538 HK	0.92	128	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.31	N/A	0.4	N/A	0.3	1.1	(5.2)	10.8	
Fairw ood Hdgs	52 HK	4.50	75	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.90	N/A	5.2	N/A	2.9	(2.6)	(12.1)	(23.1)	

來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 過去 5 年預期市盈率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 3 過去 5 年預期市帳率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities



主要財務數據

Yr ended 31 Dec	FY 2023	FY 2024	FY 2025	Yr ended 31 Dec	FY 2023	FY 2024	FY 2025
Income Statement (USD'm)							
Revenue	10,978	11,303	11,797	Net Income	827	911	929
YoY%	14.7	3.0	4.4	Dep & Amort.	453	476	448
Gross profit	7,754	7,916	2,520	Working capital changes	49	(43)	(100)
YoY%	15.2	2.1	(68.2)	Other adjustments	144	75	189
EBITDA	2,055	2,137	1,738	Cash From Operations (CFO)	1,473	1,419	1,466
YoY%	16.0	4.0	(18.7)	YoY%	4.2	(3.7)	3.3
Net profit	827	911	929	Capex	(710)	(705)	(626)
YoY%	87.1	10.2	2.0	Other investments	(33)	527	621
EPS (Fully diluted)	1.970	2.330	2.510	Cash From Investing Activities	(743)	(178)	(5)
YoY%	89.4	18.3	7.7	Free Cash Flow (CFO - Capex)	763	714	840
DPS	0.480	0.640	0.960	YoY%	4.0	(6.4)	17.6
YoY%	0.0	33.3	50.0	Net change in debts	141	(128)	(2,333)
Balance Sheets (USD'm)							
Cash & Cash Equiv	1,128	723	506	Shares issue & buyback (net)	(613)	(1,249)	(1,144)
ST Investments	1,472	1,121	878	Dividends	(216)	(248)	(353)
AR	68	79	95	Others	(44)	(21)	2,152
Inventories	424	405	438	Cash from Financing Activities	(732)	(1,646)	(1,678)
Other current assets	339	366	440	Opening cash	1,130	1,128	723
Total Current Assets	3,431	2,694	2,357	Net Changes in Cash	(2)	(405)	(217)
PP&E	4,527	4,553	4,732	Closing cash	1,128	723	506
LT Investments	1,265	1,088	678	Ratios			
Other Non-curr assets	2,808	2,786	3,016	Gross margin	70.6%	70.0%	21.4%
Total Non-Current Assets	8,600	8,427	8,426	Ebitda margin	18.7%	18.9%	14.7%
Payables & Accruals	1,401	1,304	2,216	Net margin	7.5%	8.1%	7.9%
ST Debts	599	549	30	Payout	24.1%	27.3%	38.1%
Other current Liabilities	422	430	0	Effective tax	26.8%	26.7%	27.2%
Total Current Liabilities	2,422	2,283	2,246	Ebit margin (%)	11.2	#N/A N/A	11.6
LT Debts	1,943	1,865	51	Interest burden (x)	1.00	#VALUE!	0.99
Other LT Liabilities	547	546	2,387	Tax budren (x)	0.67	0.68	0.68
Total Long-Term Liabilities	2,490	2,411	2,438	Asset turnover (x)	0.92	0.98	1.08
Shareholders' Equity	6,405	5,728	5,379	Leverage (x)	1.85	1.91	1.97
Minority interests	714	699	720	ROE	12.8%	15.0%	16.7%
Total Equity	7,119	6,427	6,099	ROIC	8.2%	8.9%	12.2%
Total Debts	2,542	2,414	81	Total debts / Total Capital	26.3%	27.3%	1.3%
Net cash / (debts)	(1,414)	(1,691)	425	Net debts / SH Equity	22.1%	29.5%	Net cash

來源: Bloomberg, Crosby Securities



信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY) : 預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL) : 預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10% 至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL) : 預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB) : 該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH) : 預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議: 策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR) : 沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR) : 股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。

一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。.

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去的表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同的觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。