

# 每日投资策略

## 公司点评

### 全球市场观察

- 中国股市反弹，港股可选消费、医疗保健与信息科技领涨，能源、必选消费与工业跑输，南向资金净买入 85.7 亿港元，阿里巴巴、腾讯与快手净买入居前，中芯国际、中海油与华虹半导体净卖出最多。阿里 AI 助手千问 App 公测首周下载突破 1,000 万，股价大涨。A 股国防军工、媒体娱乐与软件服务涨幅居前，石油石化、煤炭与银行跌幅最大。国债收益率和人民币兑美元基本走平，期权定价显示市场对人民币看涨情绪创 14 年新高。招银国际预计美元/人民币汇率从今年末的 7.09 降至明年末的 7.05。
- 中美元首通话，中方强调台湾回归中国是战后国际秩序重要组成部分，双方讨论乌克兰危机问题并确定特朗普明年 4 月访华。中国将开展太空探源科学卫星计划。今年前 10 个月，光伏发电装机容量同比增速 43.8%，呈现回升态势。前 10 个月，30 大中城市一二手房成交总量同比基本持平，其中一线城市同比增长明显，深圳、北京、上海和广州一二手房成交总量同比增速分别达到 12%、7%、6% 和 2%。
- 美股大涨，通讯服务、信息技术与可选消费涨幅居前，必选消费、能源与地产相对落后。美联储鸽派官员出面安抚市场。美联储下任主席热门人选沃勒称支持 12 月降息，因更担心就业而非通胀；公开场合很少偏离鲍威尔立场的旧金山联储主席也表示支持 12 月降息，因就业突然恶化风险超过通胀大幅反弹风险。市场对 12 月降息概率预期大幅上升。
- 美债收益率回落，美元指数转跌。黄金上涨创 1 周新高，加密货币反弹，原油转涨。特朗普签署行政令启动人工智能“创世纪计划”。乌克兰称美乌敲定新版和平草案，敏感部分待美俄总统决定。

### 公司点评

- 百胜中国 (9987 HK/YUMC US, 买入, 目标价: 457.48 港元/58.56 美元)  
— 2025 年投资者日点评

尽管宏观环境严峻，但我们认为百胜中国韧性十足。根据我们的测算，肯德基与必胜客在 25 年前 10 个月的同店销售恢复率（对比 2019 年）高达 88%，远优于行业平均的 70%。我们认为超额表现主要归功于公司坚持提供「优质美味且物超所值」的产品。就公司指引（26–28 财年目标）而言，我们认为主要的超预期来自必胜客（特别在门店扩张与餐厅层面营运利润率），而肯德基的数据则略低于预期（主要在餐厅层面营运利润率）。此外，百胜中国提高股息以及承诺自 27 财年起将 100% 自由现金流用于回馈股东，我们对此计划感到满意。

展望未来，百胜中国不仅将持续强化性价比，更会聚焦核心（如明星产品）、开发市场空白、吸纳新客群并捕捉不同场合的新需求。在此之上，通过执行

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

### 环球主要股市上日表现

|            | 收市价    | 升跌 (%) |       |
|------------|--------|--------|-------|
|            |        | 单日     | 年内    |
| 恒生指数       | 25,717 | 1.97   | 28.20 |
| 恒生国企       | 9,079  | 1.79   | 24.55 |
| 恒生科技       | 5,546  | 2.78   | 24.11 |
| 上证综指       | 3,837  | 0.05   | 14.47 |
| 深证综指       | 2,391  | 0.87   | 22.15 |
| 深圳创业板      | 2,929  | 0.31   | 36.77 |
| 美国道琼斯      | 46,448 | 0.44   | 9.18  |
| 美国标普 500   | 6,705  | 1.55   | 14.00 |
| 美国纳斯达克     | 22,872 | 2.69   | 18.44 |
| 德国 DAX     | 23,239 | 0.64   | 16.73 |
| 法国 CAC     | 7,960  | -0.29  | 7.84  |
| 英国富时 100   | 9,535  | -0.05  | 16.66 |
| 日本日经 225   | 48,626 | 0.00   | 21.89 |
| 澳洲 ASX 200 | 8,525  | 1.29   | 4.49  |
| 台湾加权       | 26,504 | 0.26   | 15.06 |

资料来源: 彭博

### 港股分类指数上日表现

|        | 收市价    | 升/跌 (%) |       |
|--------|--------|---------|-------|
|        |        | 单日      | 年内    |
| 恒生金融   | 47,405 | 1.60    | 34.91 |
| 恒生工商业  | 14,156 | 2.25    | 25.84 |
| 恒生地产   | 18,581 | 1.72    | 24.60 |
| 恒生公用事业 | 37,691 | 0.76    | 5.68  |

资料来源: 彭博

RGM 3.0 策略（从前端到后端、从供应链到门店及虚拟空间的全方位效率提升），其效率将进一步优化。因此，尽管我们对中国餐饮行业在 26 财年至 27 财年的前景仍持高度审慎态度，但相信百胜中国能跑赢同业，并在未来 2-3 年为股东带来合理回报。据此，我们维持买入评级并上调目标价。

百胜中国集团在现有 25 财年预测基础上，制定了中期（26-28 财年）目标。就 26-28 财年系统销售增长而言，百胜中国目标为中至高个位数年复合增长（肯德基为中至高个位数，必胜客为高个位数）。同店销售增长目标定于 0%-2%（肯德基与必胜客相同）。餐厅营运利润率方面，百胜中国预期将由 24 财年的 15.7% 微升至 25 财年的 16.2%-16.3%，并于 28 财年达 16.7% 或以上。其中，肯德基预计保持稳定，由 24 财年的 16.9% 升至 25 财年的 17.3%，并于 28 财年维持在 17.3%；必胜客则预计有显著攀升，由 24 财年的 12.0% 升至 25 财年的 12.7%，并于 28 财年达 14.5% 或以上。集团层面营运利润率方面，目标由 24 财年的 10.3% 提升至 25 财年的 10.8%-10.9%，并于 28 财年达 11.5% 或以上。资本支出方面，尽管门店扩张加速，26-28 财年每年的计划支出仍维持在约 6 亿-7 亿美元，与目前 25 财年目标相当，保持稳定。

根据招银国际测算，27-28 财年股东回报依然可观。股东回报作为投资者关注重点之一，前景相当健康。公司将继续履行其承诺（推算自 24-26 财年总计 45 亿美元目标），在 26 财年提供不低于 15 亿美元的现金回馈（结合股息与回购等）。而针对 27 财年及以后，公司将随时间推移增加每股股息（招银国际测算 25 财年约 3.22 亿美元），并分派 100% 自由现金流（平均年回报约为 9 亿-10 亿美元或以上）。总体而言，我们预期 27-28 财年的有效现金回报约为 16.5 亿-18.9 亿美元，不低于 26 财年保证的 15 亿美元。

维持买入并上调目标价至 457.48 港元/58.56 美元（基于 21 倍 26 财年预测市盈率，此前为 21 倍 25 财年）。我们微调 25/26/27 财年净利润预测 -0%/-2%/0%，以反映：1) 门店扩张快于预期；2) 必胜客营运利润优于预期但肯德基低于预期等因素。目前股价对应 26 财年 17 倍预测市盈率，考虑其销售增速并非特别吸引。然而，我们维持买入评级，主因下行风险有限，其 26-28 财年指引扎实且足够保守（难以不达标），加上资本回报计划（约占当前市值 9%）。

肯德基 26-28 财年计划大致符合预期（销售增长略快，但餐厅营运利润率略低于招银国际测算）。肯德基目标在 26-28 财年实现中至高个位数系统销售年复合增长，其中包含 0%-2% 同店销售年复合增长，以及 26-30 财年 10% 的门店年复合增长（隐含于百胜中国集团 26 财年 20,000 家及 30 财年 30,000 家的门店目标中）。管理层列出的增长驱动包括：1) 明星产品策略（持续升级与创新鸡肉产品）及新品发布（如 26 财年将推出碳水类明星产品）；2) 提升性价比（改善口感与质地，强化超值活动行销及「三件套」等超值套餐）；3) 品类拓展（如加倍投入 K-coffee，目标 2 年内由目前约 1,800 家增至 5,000 家；并推动 K-pro，长远目标由目前约 100 家增至 1,000 家）；4) 捕捉新场景（如更多单人餐，并从 26 财年起加大投入得来速需求，推出更多放纵型零食及针对骑手、大学生、上班族等的产品）；5) 门店焕新及推出更多新店型（如小镇迷你店、Gemini 模式——双品牌并排开店以增强交叉销售并通过共享区域与设备节省空间与人力，以及加盟模式）。

利润率方面，肯德基目标在 28 财年实现 100 亿美元餐厅层面营运利润，并在 26–28 财年期间维持约 17.3% 或以上的稳定餐厅层面营运利润率。虽然此目标相较招银国际测算偏保守，但我们认为实现度极高。驱动因素包括：1) 供应链效率与食品成本进一步改善；2) 通过更高效的小型店铺、更佳的空间利用及简化备餐烹饪流程进一步降低租金；3) 借助 AI 及推行超级店长制进一步提升人均产出。我们相信这些正面影响足以抵消加盟业务与外送业务占比提升带来的利润率拖累。

必胜客 26–28 财年计划全面超预期（门店扩张与销售增长均更快，餐厅营运利润率远高于招银国际测算）。必胜客目标在 26–28 财年实现高个位数系统销售年复合增长，包含 0%–2% 同店销售年复合增长，以及 26–30 财年 13% 的门店年复合增长（隐含于集团 30 财年 30,000 家门店目标中）。管理层强调的增长驱动为：1) 加大产品创新投入（面团与口味创新）及明星产品策略（SKU 已由 105 减至 80，将在此基础上进一步强化）；2) 提升性价比（平均客单价可能由 70 元人民币以上降至 60 元人民币以上，并将推出更多入门价位比如人民币 39 至 49 元的披萨或产品）；3) 品类拓展（如扩展汉堡系列及推出更多具潜力产品）；4) 捕捉新场景（如单人餐，使外带与外送的购买用餐过程更无缝友善）；5) 加速开店，必胜客目标由 25 财年约 4,000 家增至 28 财年约 6,000 家（高于招银国际测算的 5,300 家）。

利润率方面，必胜客同样超预期，目标在 29 财年将餐厅层面营运利润翻倍至 3 亿美元，并将餐厅层面营运利润率由 25 财年的 12.7% 提升至 28 财年的约 14.5% 或以上。我们认为有多重驱动因素（足以抵消加盟占比提升等拖累）：1) 随着销量快速增长与持续创新带来的规模效应，食品成本与质量进一步优化；2) 通过更好的空间利用（如 Gemini 模式可通过双品牌共享减少面积）及简化备餐烹饪流程（如 i-kitchen 辅助）进一步降低租金；3) 通过菜单创新与 SKU 精简、自动化与流程集中化、引入更多激励计划等逐步提升劳动生产率；4) 随着单店资本支出下降（卫星店与 WOW 店资本支出较低但营运利润率至少高于传统店），折旧摊销费用有望改善。

另外，公司宣布 30,000 家或以上的新门店目标及时间表（30 财年）。百胜中国曾在 2023 年投资者日承诺在 26 财年达 20,000 家或以上门店。按照目前的进度，我们对公司达成此目标相当有信心。而此次 2025 年投资者日，百胜中国宣布 30 财年达 30,000 家或以上门店的目标，隐含 26–30 财年门店年复合增长率为 10%，与 23–26 财年的 11% 相比并未显著放缓。事实上，这略为优于预期（主要归功于必胜客），随着基数与渗透率提高，我们原预测中国市场空白减少，扩张将放缓。然而，我们认同创新至关重要，Gemini 模式或三合一模式等新店型更具成本与经济效益，尽管对管理能力要求略高，但确实能为新店扩张打开更多空间。（[链接](#)）

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

|     |                               |
|-----|-------------------------------|
| 买入  | ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | ：招银国际环球市场并未给予投资评级             |

### 招银国际环球市场行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | ：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标   |
| 同步大市 | ：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若  |
| 落后大市 | ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

### 招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。