

酒店餐饮行业深度报告

餐饮行业深度报告：餐饮边际复苏得验，可持续性高看

增持（首次）

2026 年 03 月 11 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

投资要点

■ **餐饮数据改善，期待连续性增强。**（1）行业层面，相关风险因素已释放，若后续服务消费及餐饮刺激政策落地，连锁餐饮品牌将直接受益；（2）公司层面，头部品牌的闭店/调改周期均近结束（九毛九、海底捞、百胜等），具备蓄势向上的潜力。

■ **消费复苏排头兵，重点企业延续改善态势。**复盘 2020 年以来我国餐饮行业表现，影响因素包括基数效应、疫情反复、节令性以及消费力，但需留意 2025 年 10 月以来社零餐饮收入同比增速显著高于社零整体且环比明显提速，关注后续服务消费刺激政策带来的餐饮（特别是大 B 餐饮）的弹性。2025 年外卖大战提升渗透率，但品牌方已趋于理性、行业格局优化，马太效应明显，头部更显韧性。

■ **格局向好，品牌分化。**据中国连锁经营协会《CCFA 数读：2025 年连锁餐饮调查快报》，2025 年可比单店平均销售额趋平淡是普遍现象，大部分受访连锁餐饮企业 2025 年净利润同比持平微降（下降 20% 以下）。开闭店而言，2023 年后新企业注册量递减、闭店率高峰（2024 年）已过，行业格局趋稳。以 2025 年为例，净增门店明显头部集中，门店 10001 家以上的餐饮企业净增门店显著领先，单年度达 6534 家、门店数量 1000 家及以下的餐饮品牌新开策略归于谨慎，甚至部分类型略有收缩。

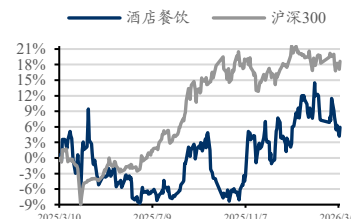
■ **头部品牌分化，但均步入正轨：①共性一：估值低。**截至 2026 年 2 月 26 日，西式快餐品牌百胜/达势 PE 分别 21x/70x，处历史分位数 41%/1%；休闲餐厅品牌绿茶集团/九毛九 PE 分别 11x/61x，处历史分位数 58%/45%；火锅及正餐品牌海底捞/广州酒家 PE 分别 20x/20x，处历史分位数 30%/21%。复盘美股股价表现，2010 年以来快餐龙头 PE 常年稳定在 20-40x 区间，百胜及麦当劳 2006 年至今市值分别实现了约 5 倍和 3 倍的增长，其业绩的持续稳健兑现有效消化估值。**②共性二：头部餐企门店数量陆续恢复至上升通道。**一为拓店逻辑，包括长青龙头，稳健拓店（如百胜）；以及处于第一轮拓店蜜月期的新晋品牌（如达势、绿茶、遇见小面）；二为前期扩张过快的餐企，本轮闭店已近尾声，门店数趋于平稳，可展望新一轮理性拓店。**③共性三：经营数据转好，**多数连锁餐饮门店同店表现（或者 TC）逐步转好；客单价亦有企稳态势。**④共性四：积极寻找第二成长曲线，**新品牌/新店型可圈可点。新品牌代表海底捞，开设焰请烤肉铺子、举高高（单人自助旋转小火锅）、如鮎寿司等；新店型代表如百胜中国、九毛九、绿茶集团。**⑤共性五：成本结构性优化，**主要优化项在于租金成本。**⑥共性六：AI 数字化、供应链提效。**

■ **餐饮新周期中，长青龙头与新晋品牌亦有分化：**（1）长青龙头：站位早，赛道卡位稀缺，①闭店或开店放缓（海底捞、九毛九）；②调改门店（九毛九/绿茶集团-新模型、百胜-新店型）；③发力新品牌（海底捞）；（2）新晋品牌：弱化赛道、突围依靠自身差异化能力（遇见小面-后台系统、达势股份-外送模式），处拓店蜜月期，①地域型扩张如绿茶、达势股份、小菜园；②下沉扩张如遇见小面。

■ **投资建议：餐饮边际复苏得验，可持续性高看。**作为顺周期板块及消费复苏排头兵，重点餐饮企业延续改善态势，推荐火锅相关标的海底捞，颐海国际；中西快餐龙头达势股份、百胜中国、遇见小面；休闲餐关注九毛九及绿茶集团。

■ **风险提示：餐饮市场竞争加剧、原料成本上涨、品牌老化客户流失风险。**

行业走势



相关研究

内容目录

1. 前言：餐饮数据改善，2026 年边际向好	4
2. 需求端：消费复苏排头兵，重点企业延续改善态势	4
2.1. 十月以来餐饮收入增速高于社零整体，关注大 B 弹性	4
2.2. 边际变化：外卖大战提升渗透率，品牌方趋于理性	6
2.3. 关注政策：扩大服务消费	7
3. 供给端：格局向好，品牌分化	8
3.1. 玩家出清，格局优化	8
3.2. 头部品牌分化，但均步入正轨	10
4. 投资建议：餐饮边际复苏得验，可持续性高看	18
5. 风险提示	18

图表目录

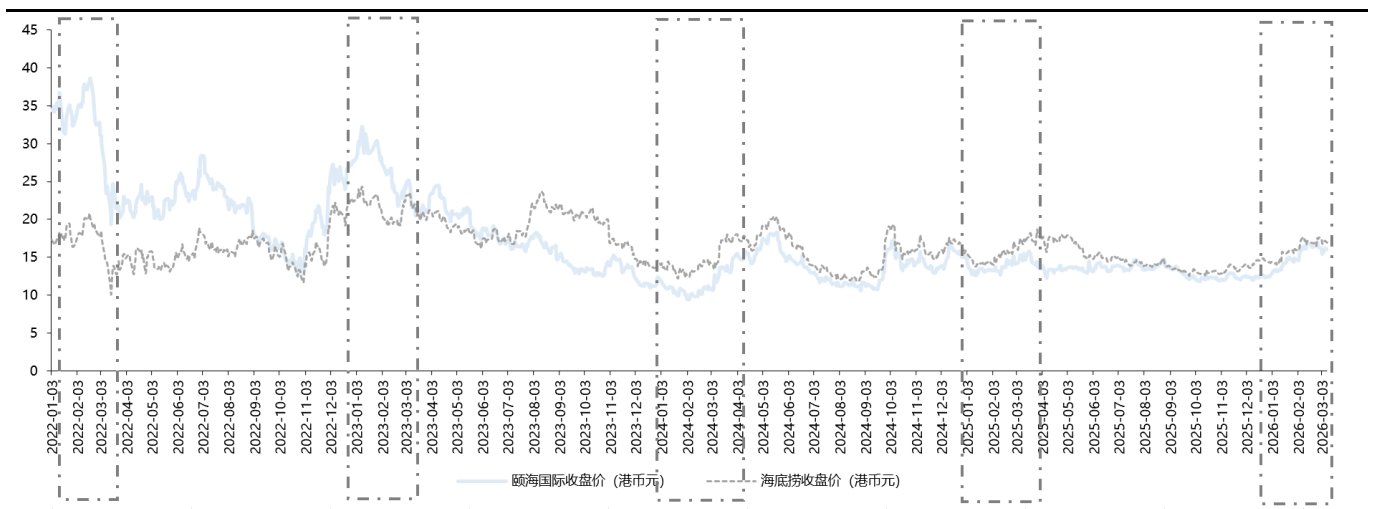
图 1:	2020 年以来我国餐饮表现复盘（海底捞、颐海国际为例）	4
图 2:	2020 年以来我国餐饮表现复盘（同比单位：%）	5
图 3:	多数年份节令性明显（特别是春节，同比单位%）	5
图 4:	新冠后居民储蓄倾向明显提升（单位：%）	5
图 5:	居民信心受损，修复是个慢变量	6
图 6:	限额以上表现略弱，关注修复弹性（同比单位%）	6
图 7:	2025 年外卖大战始末	7
图 8:	品牌方趋于理性，混合经营是主流	7
图 9:	餐饮券对餐饮消费存在促进作用	7
图 10:	餐饮券与股价走势复盘（该处所示收盘价单位均为港元）	8
图 11:	2025 年调查连锁餐饮可比单店平均销售额变化	9
图 12:	2025 年调查餐饮企业净利润同比变化	9
图 13:	2025 年调查餐饮企业净利润同比变化及占比	9
图 14:	2025 年调查连锁餐饮单店平均销售额同比变化	9
图 15:	2020-2025 年全国餐饮企业注册及存量、闭店率	10
图 16:	2025 年不同规模连锁餐饮净增门店数	10
图 17:	我国西式快餐、休闲餐厅、火锅、正餐的 PE 估值历史分位数	10
图 18:	美股快餐公司 PE 稳定于 20-40x 区间（图示指标为 PE，单位倍）	11
图 19:	美股正餐公司 PE 稳定于 15-35x 区间，稳健型 15-25x，成长型 25-35x	11
图 20:	头部餐企门店数量陆续恢复至上升通道	12
图 21:	头部餐企经营指标改善	12
图 22:	海底捞积极开拓新品牌、新产品及新场景	13
图 23:	肯德基及必胜客的新店型	14
图 24:	太二调改前后门店装修及菜单对比	14
图 25:	绿茶新开门店或以轻量化小型店为主	15
图 26:	连锁餐饮成本结构性优化	16
图 27:	中式快餐数字化标杆：遇见小面	16
图 28:	西式快餐数字化标杆：百胜中国	17
图 29:	餐饮新周期中，长青龙头与新晋品牌亦有分化	17

1. 前言：餐饮数据改善，2026 年边际向好

餐饮数据改善，期待连续性增强。复盘历年表现，Q1 多数餐饮股价表现存亮点，2026 年市场的赚钱效应、企业年会和客情或延后于 Q1、春节错期亦利好 26Q1 季报，叠加中长期的高分红预期等，多因素共振下，反映在客单、同店、翻台等指标上均有望边际向上。

2026 年低基数下边际向好。(1) 行业层面，相关风险因素已释放，若后续服务消费及餐饮刺激政策落地，连锁餐饮品牌将直接受益；(2) 公司层面，头部品牌的闭店/调改周期均近结束（九毛九、海底捞、百胜等），具备蓄势向上的潜力。

图1：2020 年以来我国餐饮表现复盘（海底捞、颐海国际为例）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 需求端：消费复苏排头兵，重点企业延续改善态势

2.1. 十月以来餐饮收入增速高于社零整体，关注大 B 弹性

复盘 2020 年以来我国餐饮行业表现，影响因素：

- (1) **基数效应**（主要阶段：2021M1-2021M3；2023M1-2023M4；2023M8-2023M12）；
- (2) **疫情反复**（主要阶段：2020 年初疫情爆发、2021H1 控制较好、2022H1 消费场景受限、2022 年底-2023 年初疫情放开）；
- (3) **节令性**：春节表现优于暑期、国庆元旦等；整体呈现春节旺季表现较旺的特点；
- (4) **消费力**：2024 年以来消费平淡、居民信心不足；

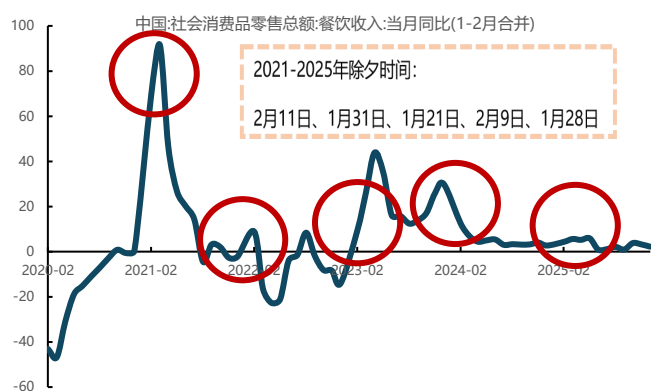
但需留意，2025 年 10 月以来社零餐饮收入同比增速显著高于社零整体且环比明显提速。

图2：2020 年以来我国餐饮表现复盘（同比单位：%）



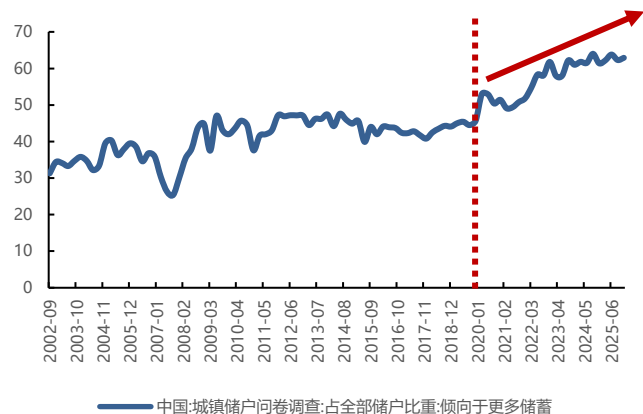
数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图3：多数年份春节令性明显（特别是春节，同比单位%）



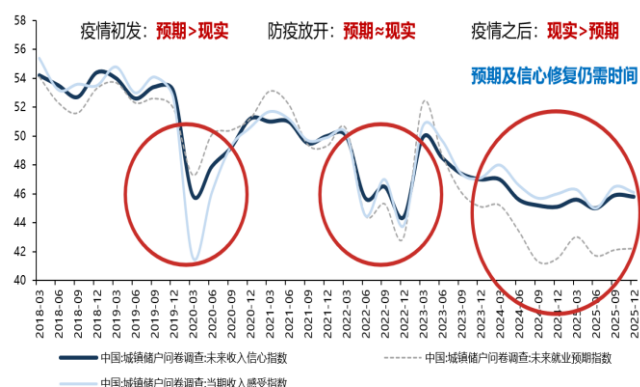
数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图4：新冠后居民储蓄倾向明显提升（单位：%）



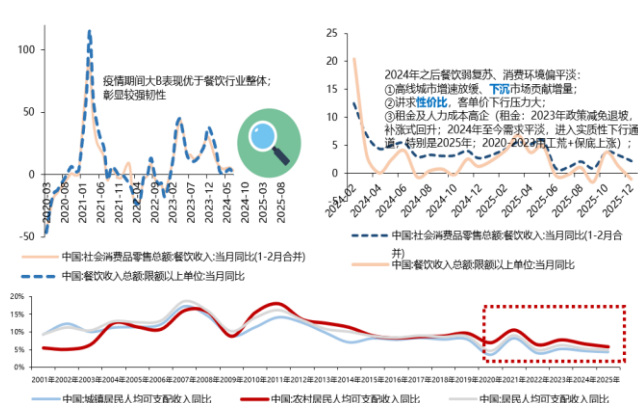
数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所
(注：时间截至 2025 年 12 月 31 日)

图5：居民信心受损，修复是个慢变量



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图6：限额以上表现略弱，关注修复弹性（同比单位%）



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所
(注：时间截至2025年12月)

2.2. 边际变化：外卖大战提升渗透率，品牌方趋于理性

2025年2月京东入局外卖市场，4月底阿里调整组织架构、全面发力即时零售，至Q3本轮外卖大战进入白热化阶段。考虑品类属性及消费场景差异，不同业态而言，影响程度：咖啡/茶饮>小吃/快餐>火锅/正餐。

持续大额补贴下，外卖“以价换量”增收效果不佳，且对堂食形成明显的替代效应：

(1) **商户整体：增收不增利**。据复旦大学张军教授领衔的课题组《“赚了流量，赔了利润”——补贴大战如何累及餐饮商户？》数据分析，分两个阶段看：①竞争升温期（4-7月），商户利润平均-1.7%；②竞争加剧期（7月之后），商户每日TC（外卖+堂食）同增7%，每日营收-4%，利润-8.9%；

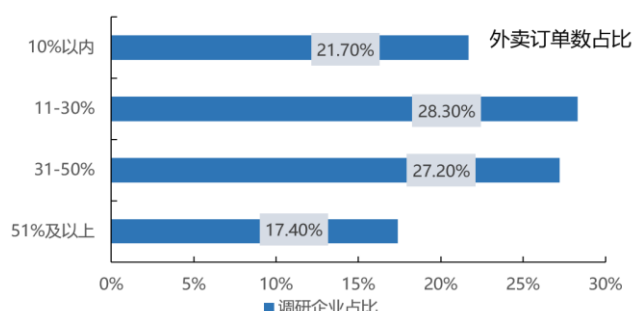
(2) **结构分化**：①堂食经营为主的企业韧性>外卖为主的企业；②品牌连锁商户的韧性>独立门店，行业格局优化、马太效应明显。

图7：2025 年外卖大战始末

时间	事件
2月	京东以“品质外卖”为旗号高调进军外卖市场，推出“0佣金”政策招募商家，并率先宣布为全职骑手缴纳五险一金，快速占领舆论高地，而后京东外卖订单量呈爆发式增长，3月突破100万单，4月达500万单，5月攀升至2000万单，截至6月上线90天，日订单量已突破2500万单。
4月	4月战事陡然升级。京东上线外卖百亿补贴，以“品质外卖”分化存量格局，同时大力补贴美团蓝骑士。4月底阿里将“小时达”升级为“淘宝闪购”，在淘宝App首页设置一级入口，携饿了么全面加入战局。
6月	重掌阿里电商帅印的蒋凡，宣布组织架构调整，将饿了么、飞猪合并入阿里中国电商事业群，全面发力即时零售。
7月初	补贴进入最疯狂的“零元购”阶段，淘宝闪购启动巨额补贴计划，美团随即推出“0元购”外卖应对。7月5日美团宣布即时零售日订单量突破1.2亿单，淘宝闪购日订单也达到8000万。
7月中旬	市场监管总局行政约谈了饿了么、美团、京东三家平台企业。
9月	市场监管总局组织三季度例行新闻发布会，披露已经及时约谈主要外卖平台，相关平台快速响应，集体发声，承诺严守法律法规，杜绝不正当竞争，抵制恶性补贴。
10-12月	平台补贴力度开始理性收缩，阿里CFO明确表示三季度是投入高点，四季度将显著收窄；美团CEO王兴在财报会上重申反对低质低价的内卷式竞争。

数据来源：大众新闻，每经网，证券时报网，上海证券报，同花顺财经，经济参考报，市场监管总局官网，中国证券报，东吴证券研究所

图8：品牌方趋于理性，混合经营是主流



在2025年外卖大战进一步推动下，近半数企业重度依赖外卖订单，**44.6%的样本企业外卖订单占比超过30%**，17%的企业外卖订单占比甚至超过50%。

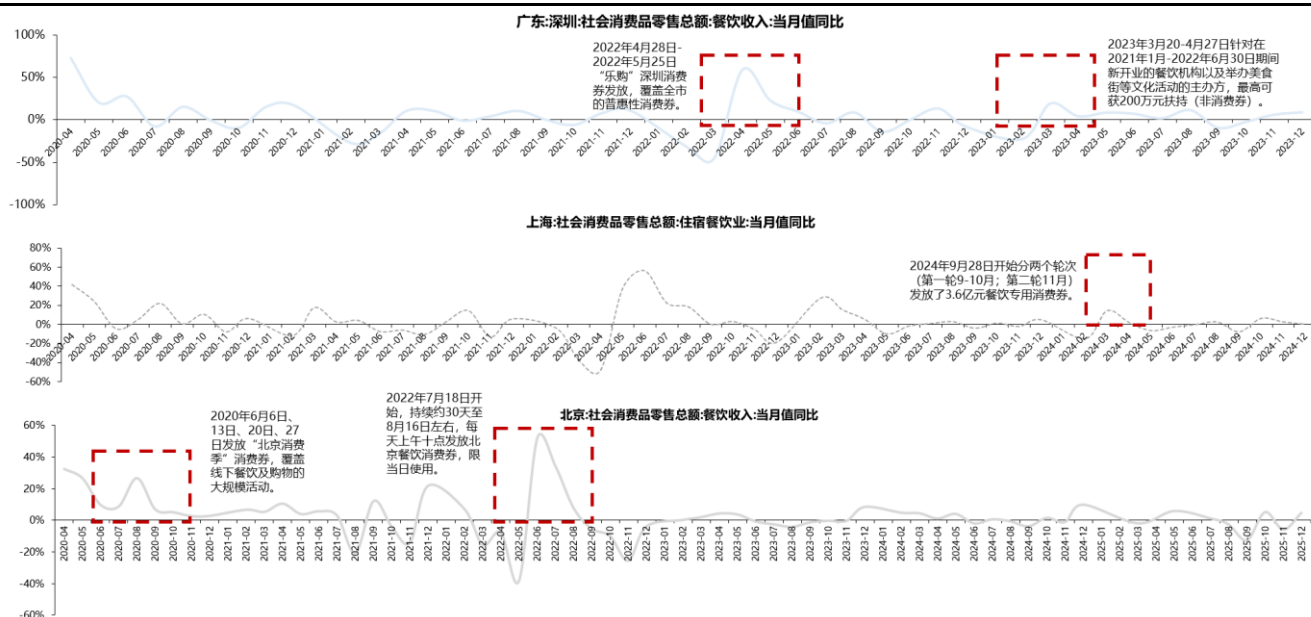
28.3%的企业外卖订单占比在11-30%区间，反映了绝大多数企业处在“堂食与外卖并重”的混合经营模式。

数据来源：《“赚了流量，赔了利润”——补贴大战如何累及餐饮商户？》，东吴证券研究所

2.3. 关注政策：扩大服务消费

复盘餐饮券等刺激政策与社零餐饮收入、股价表现的影响，①该类事件往往带来当期餐饮表现的直接提振，但如前所述，消费者信心的中长期修复仍是个慢变量；②大范围的餐饮支持政策短期对情绪面有改善，但对餐饮股价的趋势性影响偏小，股价更多受到公司基本面及行业β的综合影响。

图9：餐饮券对餐饮消费存在促进作用



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图10：餐饮券与股价走势复盘（该处所示收盘价单位均为港元）



数据来源: Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

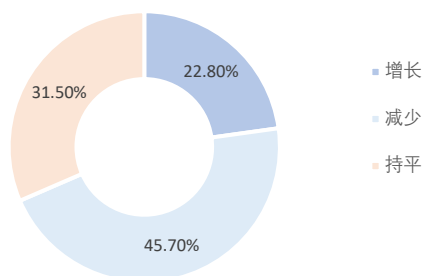
3. 供给端：格局向好，品牌分化

3.1. 玩家出清，格局优化

据中国连锁经营协会《CCFA 数读：2025 年连锁餐饮调查快报》（数据调研周期：2025 年，覆盖超 13.8 万家门店），**2025 年可比单店平均销售额平淡是普遍现象**。单点销售额是连锁企业的基本盘，2025 年 77.2% 的受访样本可比单店平均销售额没有增长（持平/下降），近半数（45.7%）的企业出现下滑（下降 5% 及以上），增长企业合计占比仅 22.8%，31.5% 的受访样本店均销售额持平。在食材、人工成本刚性上涨的情况下，持平实质意味着盈利能力的被动下降。

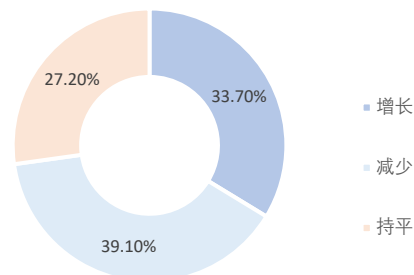
大部分受访连锁餐饮企业 **2025 年净利润同比持平微降（下降 20% 以下）**。净利润下降的企业（下降 5% 及以上）合计占比高达 39.1%，意味着超过 1/3 的企业利润仍在下降；净利润增长的企业（增长 5% 以上）占比仅为 33.7%，实现 20% 以上的高利润增长的企业占比 16.3%；

图11：2025 年调查连锁餐饮可比单店平均销售额变化



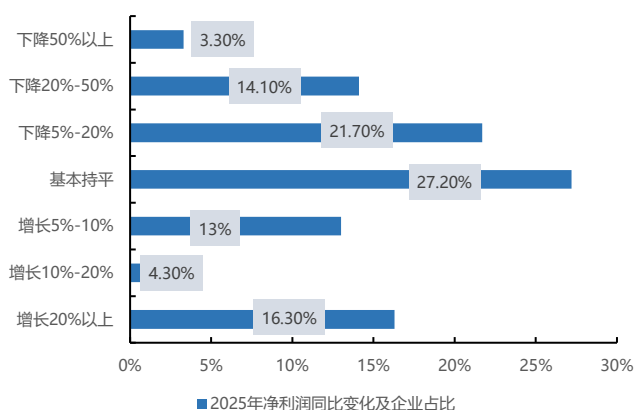
数据来源：中国连锁经营协会《CCFA 数读：2025 年连锁餐饮调查快报》，东吴证券研究所（注：调研企业占比）

图12：2025 年调查餐饮企业净利润同比变化



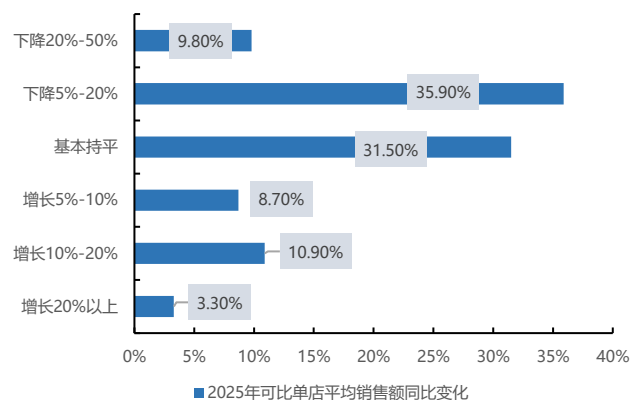
数据来源：中国连锁经营协会《CCFA 数读：2025 年连锁餐饮调查快报》，东吴证券研究所（注：调研企业占比）

图13：2025 年调查餐饮企业净利润同比变化及占比



数据来源：中国连锁经营协会《CCFA 数读：2025 年连锁餐饮调查快报》，东吴证券研究所（注：调研企业占比）

图14：2025 年调查连锁餐饮单店平均销售额同比变化

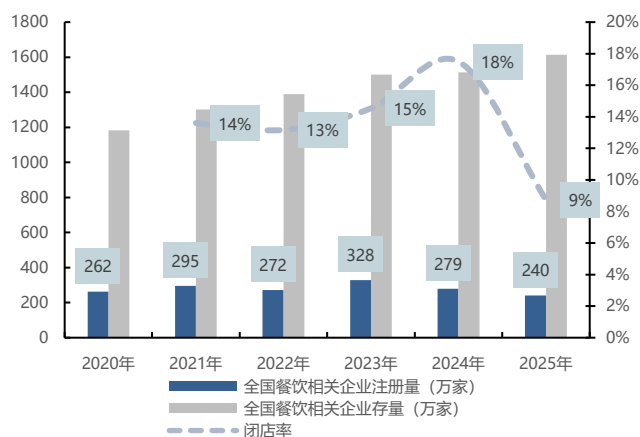


数据来源：中国连锁经营协会《CCFA 数读：2025 年连锁餐饮调查快报》，东吴证券研究所（注：调研企业占比）

2023 年后新企业注册量递减、闭店率高峰（2024 年）已过，行业格局趋于稳定。

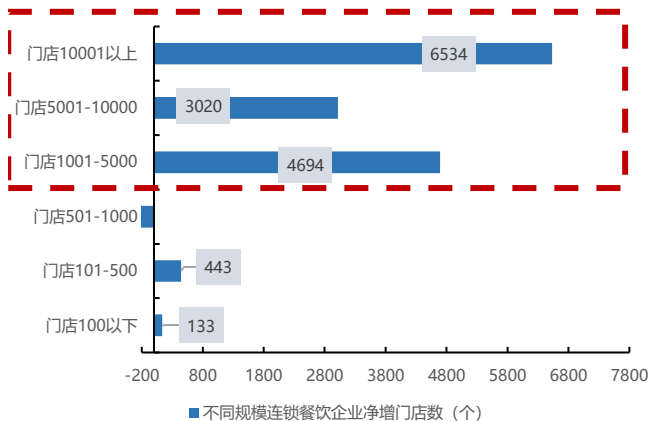
马太效应明显，格局优化。以 2025 年为例，净增门店明显头部集中，门店 10001 家以上的餐饮企业净增门店显著领先，单年度达 6534 家、门店数量 1000 家及以下的餐饮品牌新开策略归于谨慎，甚至部分类型略有收缩。

图15：2020-2025年全国餐饮企业注册及存量、闭店率



数据来源：企查查，红餐产业研究院，东吴证券研究所

图16：2025年不同规模连锁餐饮净增门店数

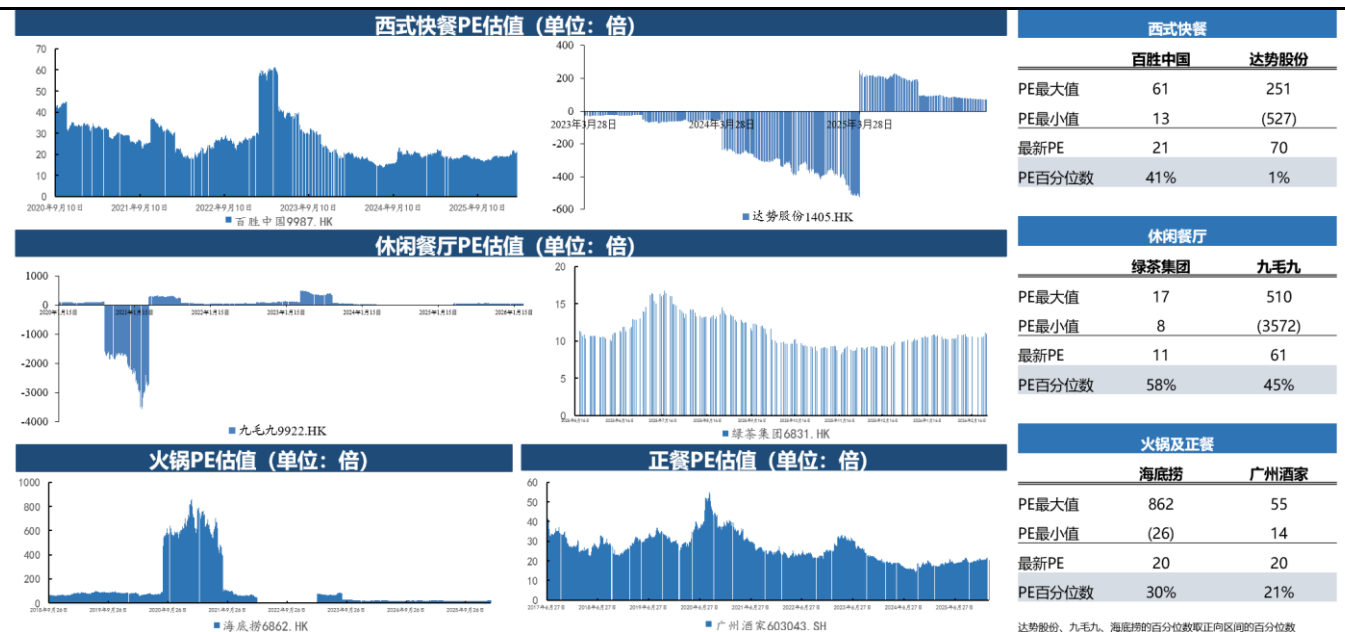


数据来源：中国连锁经营协会《CCFA数读：2025年连锁餐饮调查快报》，东吴证券研究所（注：调研企业占比）

3.2. 头部品牌分化，但均步入正轨

共性一：估值低。截至2026年2月26日，①西式快餐品牌：百胜/达势 PE 分别 21x/70x，处历史分位数 41%/1%；②休闲餐厅品牌：绿茶集团/九毛九 PE 分别 11x/61x，处历史分位数 58%/45%；③火锅及正餐品牌：海底捞/广州酒家 PE 分别 20x/20x，处历史分位数 30%/21%。

图17：我国西式快餐、休闲餐厅、火锅、正餐的 PE 估值历史分位数



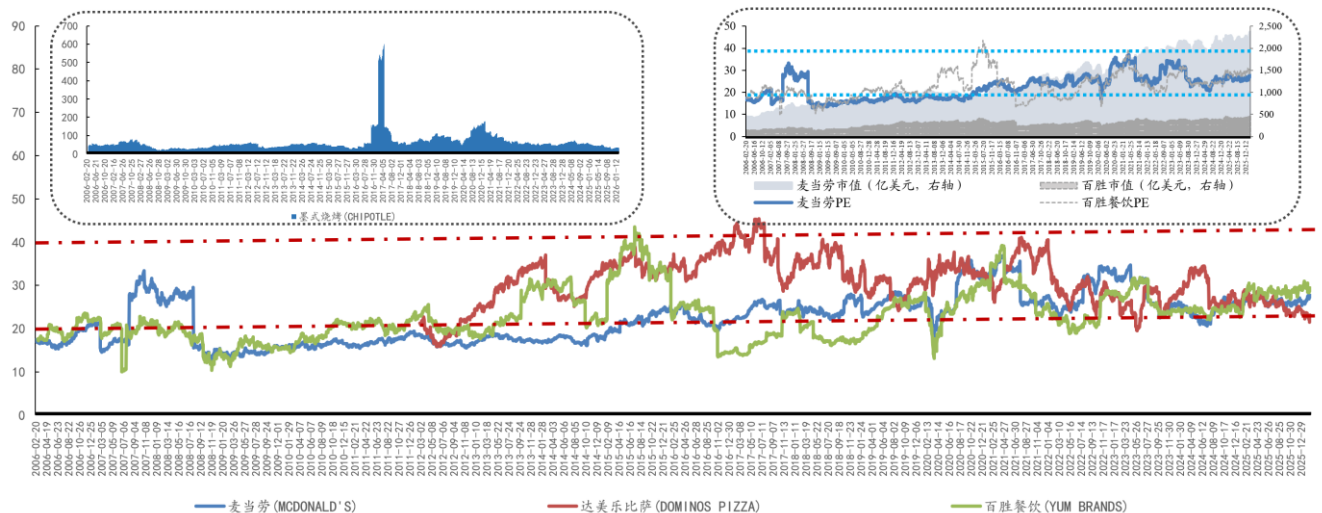
数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至日期：2026年2月26日，该处取PE-TTM）

该处我们复盘美股快餐龙头股价表现，2010年以来PE常年稳定在20-40x区间；

（1）美股快餐公司：麦当劳与肯德基（百胜餐饮）作为全球快餐行业的标杆，其

估值中枢长期更显稳定。复盘 2006 年至今，两家公司的市值分别实现了约 5 倍和 3 倍的增长，其核心驱动力在于业绩的持续稳健兑现，消化估值。

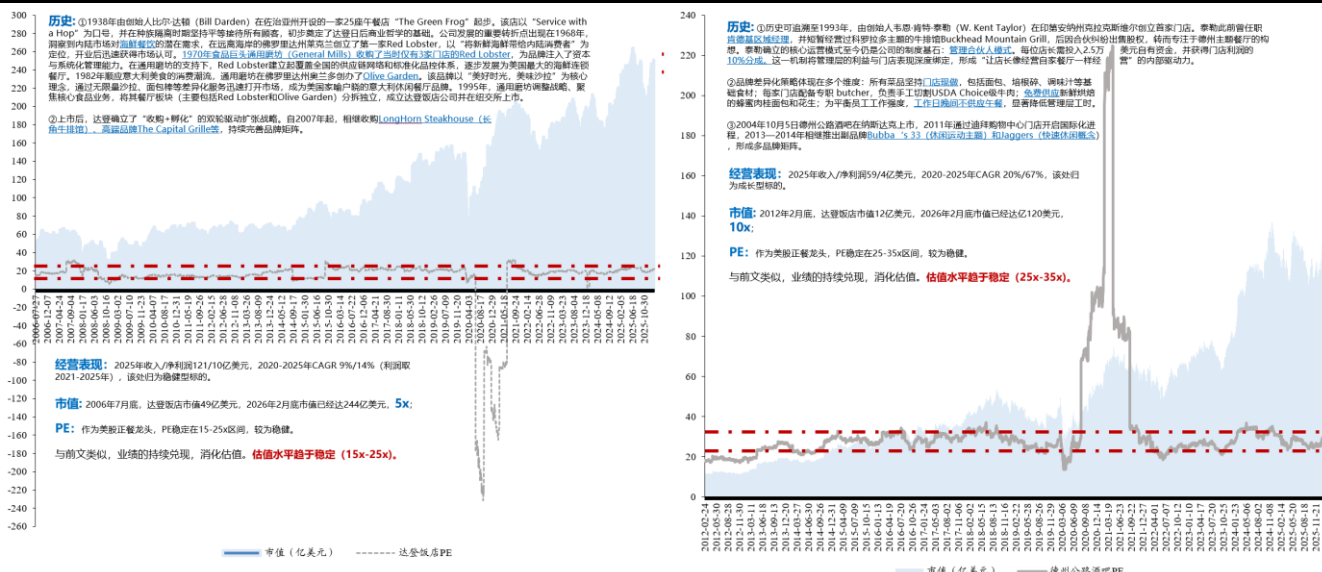
图18：美股快餐公司 PE 稳定于 20-40x 区间（图示指标为 PE，单位倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：该处取 PE-TTM）

（2）美股正餐公司：美股正餐公司 PE 基本位于 15-35xPE，稳健型 15-25x，成长型 25-35x。

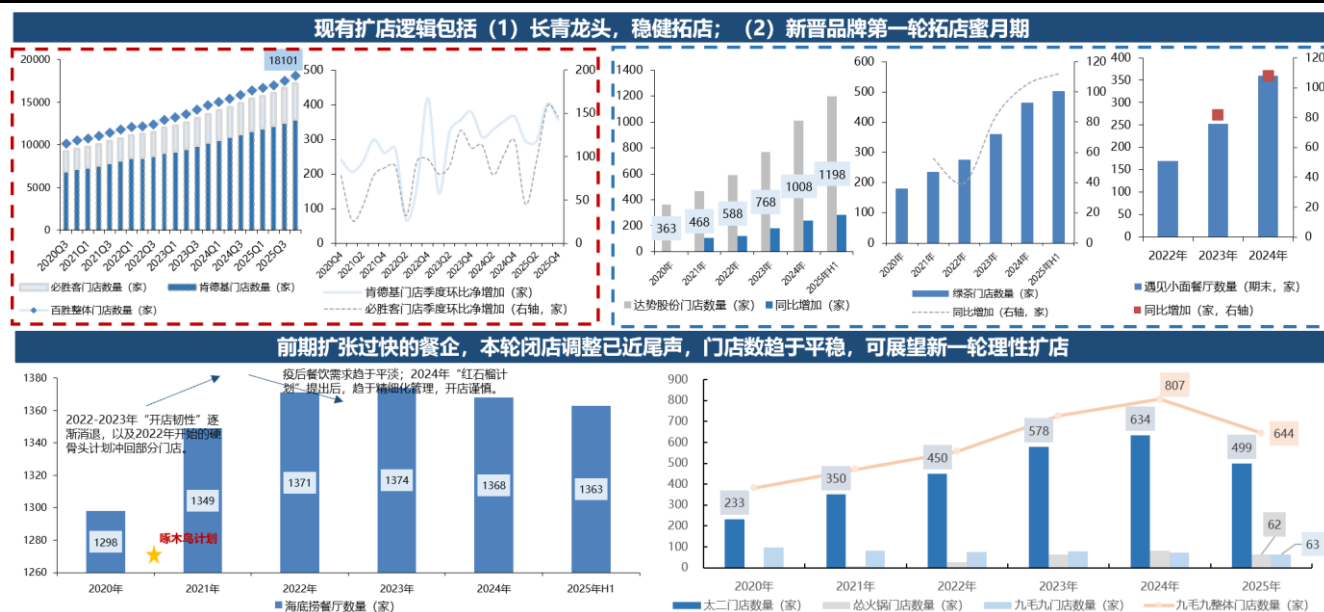
图19：美股正餐公司 PE 稳定于 15-35x 区间，稳健型 15-25x，成长型 25-35x



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：该处取 PE-TTM）

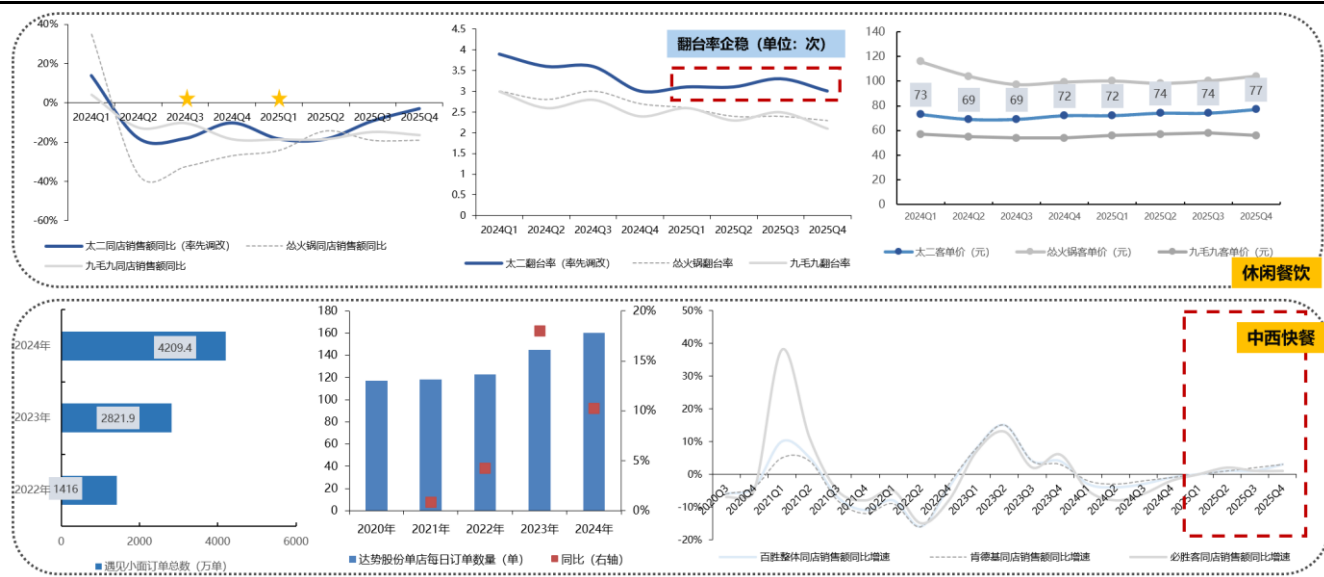
共性二：头部餐企门店数量陆续恢复至上升通道。分为两个类型：①拓店逻辑：现有拓店逻辑包括长青龙头，稳健拓店（如百胜）；以及处于第一轮拓店蜜月期的品牌（如达势、绿茶、遇见小面）；②前期扩张过快的餐企，本轮闭店已近尾声，门店数趋于平稳，可展望新一轮理性拓店。

图20：头部餐企门店数量陆续恢复至上升通道



共性三：经营数据转好：①多数头部连锁餐饮门店同店表现（或者 TC）逐步转好；
②客单价有企稳态势。

图21：头部餐企经营指标改善



共性四：积极寻找第二成长曲线，新品牌/新店型可圈可点。

模式一，新品牌：典型代表海底捞，新品牌如焰请烤肉铺子、举高高（单人自助旋转小火锅）、如鮑寿司；

模式二，新店型：典型代表百胜中国、九毛九、绿茶集团：①百胜中国：肯德基 Kpro、小镇 MINI 店、必胜客 wow 门店；②九毛九：太二调改（怂火锅及九毛九亦调整进行

中); ③绿茶集团: 升级轻量化店型。

①**海底捞**：2026 年 1 月 13 日公告创始人张勇回归重任 CEO，把控核心方向、稳定信心。我们预计在创始人带领下，红石榴计划有望进一步深化：后续将采用内部创业、外部合作等多种模式，推动红石榴计划打造更开放的餐饮创业创新平台。

- **焰请烤肉铺子**: 首店于西安开业, 截至 2025H1 已开 70 家门店, 其中上半年新开 46 家, 营业额 2 亿, 占海底捞其他餐厅总数的 56%; 收入保持稳定, 绝大多数门店持续盈利;
- **lucky garden 轻食店**: 迎合追求健康或减脂的年轻人, 提供健康特色轻食产品;
- **野谷飞鸟烘焙店**: 内部创业与外部合作的烘焙项目, 聚焦面包品类, 收入稳定且会员复购率较佳;
- **举高高旋转小火锅**: 主打 59.9 元单人自助旋转小火锅, 率先在杭州落地, 整体翻座率表现良好; 收入稳定, 利润率相对较优;
- **如鮪寿司**: 全国首店在浙江杭州龙湖金沙天街正式开业。该门店面积超 500 平方米, 共设 56 张桌位, 有适于 1-2 人用餐的卡座, 以及四人、六人餐桌, 同时有三间独立包间。如鮪寿司 SKU 涵盖寿司、刺身、面食、甜品、饮品等多个品类。从价格体系看, 门店菜品价格体系分为 8 元、9.9 元、15 元、19.9 元、28 元五档, 主力产品集中于 9.9 元、15 元价位段, 主打 “高质价比”;
- **海底捞大排档**: 属排档自选海鲜火锅, 主打肉类现场鲜切、海鲜现点现捞模式, 首批门店于 2025 年 12 月在广州、上海落地, 已落地门店消费者反馈良好。

图22: 海底捞积极开拓新品牌、新产品及新场景



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

②肯德基及必胜客：关键词“新店型”。

- **肯德基小镇 MINI 店：**针对低线城市，加速特许经营扩展。新店型往往开设于

小区底商、街边商铺，门店面积较小、初始投资额低，菜单精简，多用于满足低线城市或城乡结合部消费者需求。

- 肯德基 **Kcoffee** (Kcoffee 代表：气泡咖啡、冰淇淋顶咖啡、蛋挞等)、**Kpro** (主打轻食如帕尼尼、荞麦面、能量碗等)、标准门店并排模式：针对高线城市，改善门店经济效益。
- **必胜客卫星店及 WOW 店**：以卫星店、WOW 模式（目前在低线城市，一人份披萨售价 19 元起）渗透低线城市。

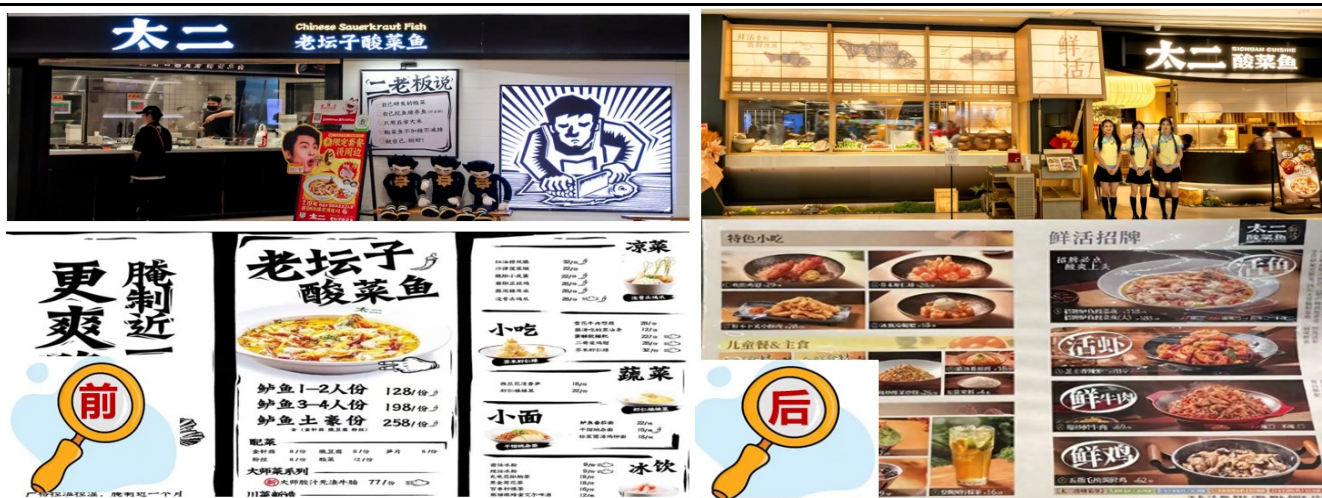
图23：肯德基及必胜客的新店型



数据来源：公告投资者日材料，东吴证券研究所

③九毛九集团：关键词“调改”。疫后购物中心客群发生变化，原有目标客群年轻人的消费频次降低+外出用餐要求提高，而家庭客比重上升。考虑到原有菜品结构（单一且集中）不适合多人用餐场景，会出现无菜可点的现象；客人对于菜单丰富度、装修氛围、服务、食材品质及现炒的要求提高。原先太二偏精简的模式让客户感到性价比不高。公司积极推进门店调改，太二先行、怂火锅及九毛九随至。①太二调改整体围绕“鲜活”转型；②提高菜单丰富度，③升级装修、④服务，提高客户对于太二性价比的感知。

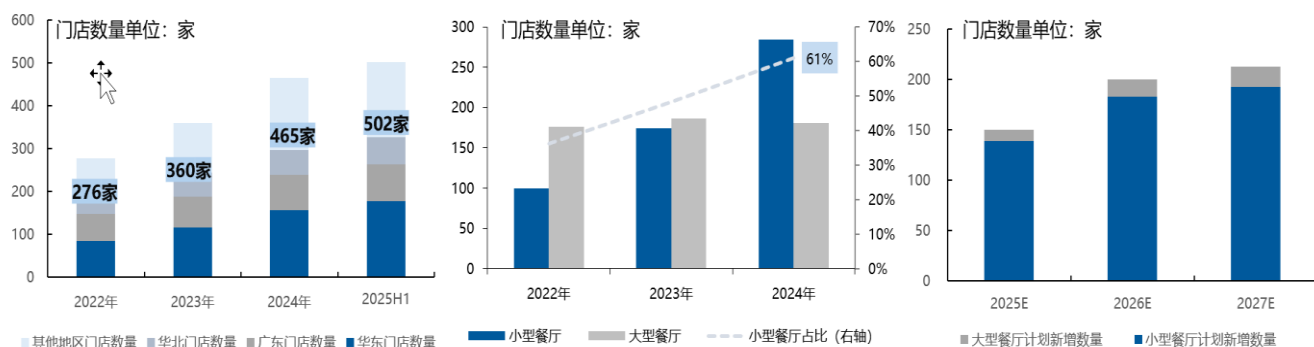
图24：太二调改前后门店装修及菜单对比



数据来源：新京报，东吴证券研究所

④绿茶集团：关键词“轻量化”。公司处拓店红利期，开店目标积极。同时持续精简店型，提升效率，2022 年开始将“小型餐厅”作为扩张主线，“轻量化”的小型餐厅主要面向二三线及以下城市核心商圈及交通枢纽，保留核心菜品的同时，将菜单数量压降至 45-50 款，新增一人食小份菜及下午茶甜品。小型餐厅翻台率较高且经营成本较低，据公告，截至 2024 年底，小型餐厅数量已达 284 家，占比整体餐厅数量的 61%，我们预计 2025-2027 年新增门店仍以小型店为主。

图25：绿茶新开门店或以轻量化小型店为主



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：计划新增数量来自招股说明书计划，2025E 即为 2025 年计划）

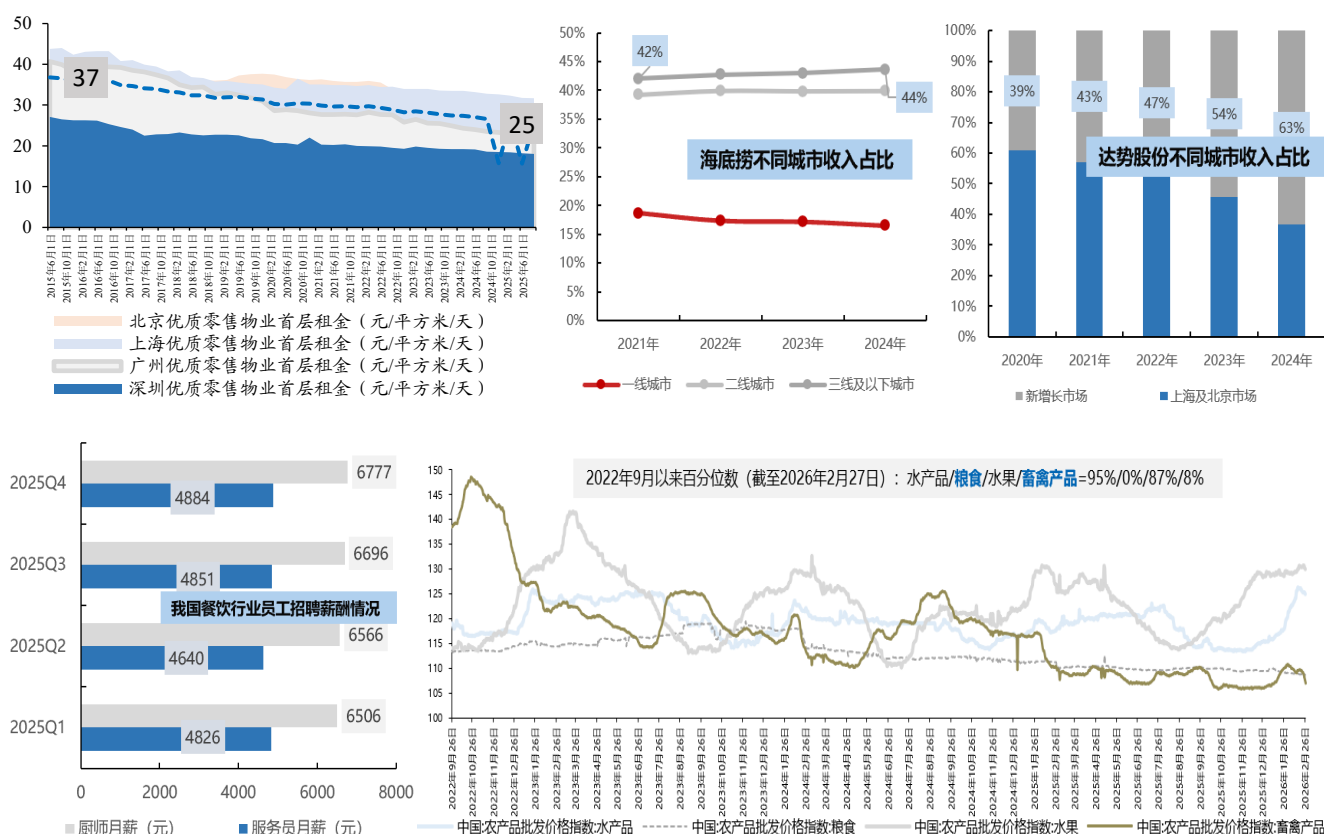
共性五：成本结构性优化。回顾连锁餐饮三大成本项：租金、人工、食材——主要优化项在于租金成本。

（1）租金：①店铺租金持续下降；②重点餐饮企业门店结构地域下沉（如海底捞/百胜/小面/达势）、类型多元（如小面，商场到街边店），租金趋低；

（2）人工：2025 年餐饮用工价格整体略有上涨；但各家公司优化薪酬结构（采用时薪制），提升兼职员工占比。

（3）食材：粮食/畜禽产品价格历史低位，水果/水产品价格高位，表现分化。

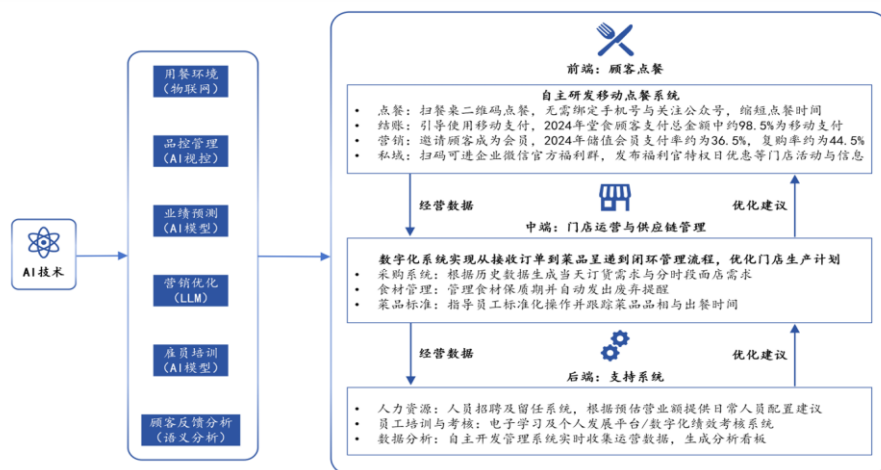
图26：连锁餐饮成本结构性优化



数据来源：公司公告，红餐产业研究院，Wind，东吴证券研究所

共性六：AI 数字化、供应链提效。

图27：中式快餐数字化标杆：遇见小面



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



图28：西式快餐数字化标杆：百胜中国



数据来源：华尔街见闻，东吴证券研究所

餐饮新周期中，长青龙头与新晋品牌亦有分化：

- （1）长青龙头：站位早，赛道卡位稀缺，①闭店或开店放缓（海底捞、九毛九）；
②调改门店（九毛九/绿茶集团-新模型、百胜-新店型）；③发力新品牌（海底捞）；
- （2）新晋品牌：弱化赛道、突围依靠自身差异化能力（遇见小面-后台系统、达势股份-外送模式），处拓店蜜月期，①地域型扩张如绿茶、达势股份、小菜园；②下沉扩张如遇见小面。

图29：餐饮新周期中，长青龙头与新晋品牌亦有分化

(2024 年)	肯德基	必胜客	太二	怂火锅	九毛九	海底捞	绿茶	达势股份	遇见小面
单店收入 (万元)	72 万美元	60 万美元	695	1118	768	2953	825	428	375
门店数 (家)	11648	3724	634	80	71	1368	465	1008	360
是否开放加盟	是	是	是	否	是	是	否	否	是
自营门店数 (家)	10187	3525	623	-	70	1355			279
%	87%	95%	98%		99%	99%			78%
加盟门店数 (家)	1461	199	11		1	13			81
%	13%	5%	2%		1%	1%			23%
客单价 (元)	38	70	71	103	55	97.5	56.2	82	32

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：肯德基/必胜客客单价取 2025Q3，达势股份、遇见小面取 TA-订单价格而非客单价，遇见小面境外包括中国香港地区）

4. 投资建议：餐饮边际复苏得验，可持续性高看

作为顺周期板块及消费复苏排头兵，重点餐饮企业延续改善态势：推荐火锅相关标的海底捞，颐海国际；中西快餐龙头达势股份、百胜中国、遇见小面；休闲餐关注九毛九及绿茶集团：

海底捞：创始人张勇回归重任 CEO，把控核心方向、稳定信心。我们预计在创始人带领下，红石榴计划有望提速：①举高高：59.9 元单人自助旋转小火锅；②焰请烤肉铺子：首店于西安开业，截至 2025H1 门店数达 70 家，占海底捞其他餐厅总数的 56%；③如鮨寿司：全国首店于杭州开业，主力产品集中于 9.9 元、15 元价位段；④海底捞大排档：25M12 全国首店于广州亮相，并于元旦前进入了上海、广州、武汉等多地。

颐海国际：2025 年第三方 C 端表现平稳，我们预计增量主要来自其他 B 端及海外市场。我们预计 2026 年收入实现中高个位数增长，其中 B 端业务 2025 年或实现超 3 亿收入，2026 年有望延续高双位数增长，海外维持双位数增速。

九毛九：调改新门店加速落地，2025 年 11 月怂火锅焕新店首店开业，同年 12 月“潮那边”烤鲜牛首店于广州开业、九毛九新模型落地，元旦期间太二的最新模型“新太二-鲜料川菜”在深圳福田的 coco park 开业，我们预计新模型门店同店增长显著优于旧模型，经营筑底改善可期。

百胜中国：以灵活模式（新店型如必胜客卫星店、wow 店；肯德基 K 咖啡、Kpro 等）增加高线城市密度、并渗透低线城市。通过新店开发、外卖增长、新品类&新场景&新渠道及新客群开拓，我们预计同店销售额稳健增长。

遇见小面：在外卖增量、海外拓展（中国香港及海外门店盈利状况更优）、经营降本的多重利好下，同店迎来修复。开店支撑下，公司经营有望提速。

5. 风险提示

餐饮市场竞争加剧的风险：餐饮企业面对海内外的竞争，如若不能尽快提升自身产品力及品牌知名度，保持及加强竞争优势，或面临市占率下降的风险。

原料成本上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，公司利润将受到影响。

品牌老化客户流失的风险：如若菜品推新滞后，或面临着品牌老化、客户流失的问题，对公司经营产生影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>