

# 连锁餐饮2026年度策略暨投资框架更新 餐饮布局正当时，茶饮淘金确定性

行业研究 · 行业专题

社会服务

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

[zengguang@guosen.com.cn](mailto:zengguang@guosen.com.cn)

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

[zhanglu5@guosen.com.cn](mailto:zhanglu5@guosen.com.cn)

S0980521120002

# 2026年投资策略：餐饮布局正当时，茶饮淘金确定性



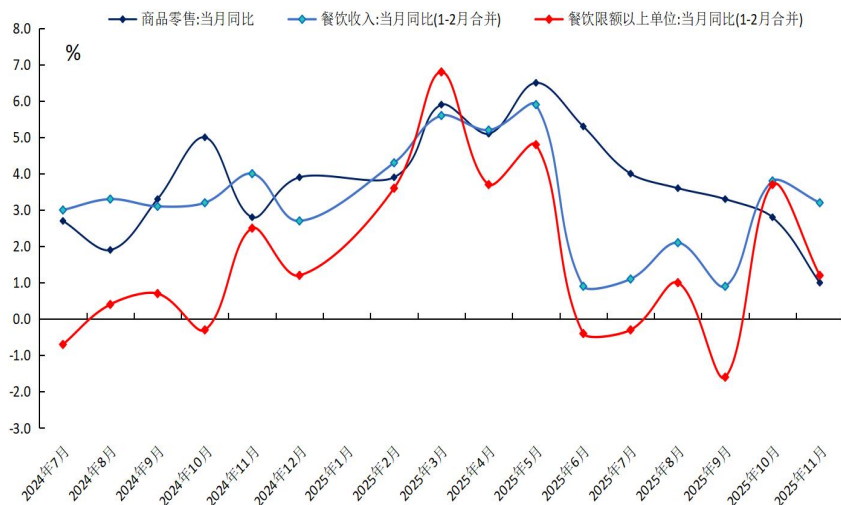
- **餐饮消费趋势：**1) **需求弱复苏供给出清，龙头多元举措觅增长：**2025年1-11月全国餐饮收入累计同增3.3%，慢于商品零售增速4.1%延续弱复苏。受需求端承压多数餐饮赛道2025年供给边际出清，龙头则依托产品线扩充、借力外卖渠道等多元思路创收；2) **线上渠道结构性增长：**2025年即时零售大战加速消费渗透率提升，奶茶咖啡、快餐阶段受益明显，但伴随平台竞争演进品牌方对外卖的态度也更为辩证与理性；3) **品牌塑造思路重构，会员价值凸显：**在当前消费环境下，品牌打造思路也从打造单品爆款到向供应链要效率，经营也更加注重构筑会员体系私域流量转化。
- **行情回顾：**年初至今，**同店增速强&扩张逻辑优的龙头领涨板块。**1、**咖啡茶饮龙头古茗/蜜雪集团/瑞幸咖啡领涨板块，**分别涨185.8%/45.4%/39.2%，平台外卖大战大幅提升消费频次，加盟商单店收入同比高增且加盟商展店热情高带动股价上涨；2、**餐饮龙头走势分化，**同店数据较强&开店速度较快如锅圈效率提升明显领涨98%，广州酒家/小菜园/绿茶集团/百胜中国分别涨11.8%/9.2%/8.8%/3.4%中规中矩，其他品牌则股价走势承压。3) **本地生活服务龙头美团-W**受竞争格局扰动承压累计跌32.5%，近期伴随补贴退坡后股价有所企稳。
- **子行业分析与展望：**1) **现制茶饮：**受益于本轮外卖补贴战，7家上市茶饮龙头2025H1收入&经调整净利润分别同增32.5%/58.0%，环比2024年(+22.5%/+15.0%)进一步提速。**伴随外卖补贴渐进退坡，市场也在观望茶饮龙头26Q2/Q3面临基数压力时的应对思路。**新产品线扩充如奶茶咖啡的相互渗透、产品的持续创新、新品牌曲线构筑是主要应对思路，伴随上市后品牌认知度提升+系列举措提升加盟商回报，头部集中趋势望继续演绎。2) **餐饮：**与咖啡茶饮赛道受益于外卖补贴战不同，2025H1上市餐饮龙头收入同增1.5%，慢于同期餐饮行业增速(+4.3%)，主因价格降价内卷、高端餐饮政策扰动、预制菜舆论等多因素扰动，但2025H1归母净利润同增7.5%表征经营效能改善。**考虑到2026年餐饮龙头经营基数相对较低，伴随CPI数据反弹、潜在服务政策提振以及龙头持续创新举措，如收入端呈现更多惊喜经营杠杆作用下板块有望在低基数下迎来触底反弹。**
- **餐饮投资框架更新思考（2025年）：**餐茶饮龙头估值切换源自业绩成长预期变化。1) **同店收入增速为估值锚，**既表征存量门店盈利能力，也影响未来门店扩张节奏；2) **门店增速为估值放大器，**上升期品牌若门店加速扩张，估值/业绩有望双击；同店下行期门店若激进扩张估值则可能回调；3) **新品孵化提供新动能，**但需配套激励制度、兼顾新老品牌团队利益；4) **外界因素：**疫情下龙头集中度逆势提升、外卖战下的茶饮龙头发展机遇均可带来估值提升投资机会。5) **估值溢价/折价：**历史上龙头PE溢价如动态PE达100x源自模式的确定性/成长，而溢价程度与赛道空间/竞争格局/企业治理相关。
- **投资建议：**维持板块“优于大市”评级。在基本面、估值面与政策面的综合视角下，具备强运营的餐饮龙头已显现配置价值；而茶饮虽面临增长基数压力，但运营与创新能力突出、能够保障加盟商稳定回报的龙头公司也有望穿越周期提升市场份额。基于宏观环境稳健复苏假设，看好2026年同店复苏动能较强的餐饮龙头以及加盟商单店回收期优秀的茶饮龙头，重点推荐海底捞、百胜中国、锅圈、古茗、蜜雪集团、小菜园。若后续服务业消费政策进一步出台消费信心持续回暖，连锁餐饮板块在顺周期中具备较强业绩与股价弹性，建议同步关注同庆楼、绿茶集团、达势股份、广州酒家、茶百道、沪上阿姨、九毛九等。此外，从中期视角看，我们持续看好本地生活服务龙头美团-W，在新竞争格局下不断巩固自身竞争力的前景。
- **风险提示：**宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

- 01** 餐饮行业：行业弱复苏龙头多元创收，线上渗透结构性亮点突出
- 02** 行情复盘：茶饮龙头显著受益于外卖大战，餐饮龙头走势相对分化
- 03** 子行业复盘：茶饮经营受益于外卖战，快餐显韧性，其余赛道阶段承压
- 04** 餐饮投资框架更新思考（2025年）
- 05** 投资建议：餐饮布局正当时，茶饮淘金确定性

## 餐饮消费趋势1：需求弱复苏供给出清，龙头追求多元增长

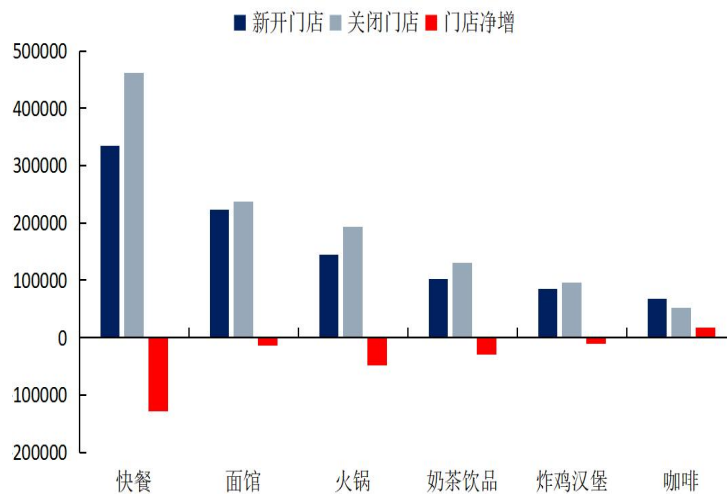
- **2025年经营需求延续弱势复苏。**国家统计局数据显示，2025年1-11月，全国餐饮收入累计同增3.3%，慢于同期商品零售增速4.1%，餐饮需求延续弱势复苏态势。分季度看，2025Q1餐饮需求年初呈现良好复苏态势；Q2则边际受到中美关税战、政策综合影响（5月新修订《党政机关厉行节约反对浪费条例》）需求边际走低；三季度整体呈现平稳态势，9/10月份中秋节错期月度间增速略有扰动；Q4则在低基数下有所反弹。
- **2025年多数餐饮赛道边际出清。**窄门餐眼统计数据显示，截至2025年12月16日，过去12个月，以快餐、面馆、火锅、奶茶、炸家汉堡为代表的餐饮赛道新开店规模虽维持增长，但关店率提升下赛道最终呈现门店规模净减状态，仅咖啡赛道呈现逆势增长态势。
- **龙头优化思路多元创收。**1) 扩展营业场景：突破现有营业时段限制，改善淡季时段店效，如茶饮咖啡龙头间的产品融合、肯德基入局平价咖啡、轻食赛道；2) 多元渠道扩容：外卖渠道已经成为重要增长渠道，茶饮咖啡及部分餐饮龙头以包容态度拥抱外卖渠道；3) 精细化运营：单店模型优化、门店运营效率提升、炒菜机器人应用以及租金谈判均为提效手段。

图：2025年餐饮收入月度同比增速弱于商品零售增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：限额以上餐饮企业是指年主营业务收入达到或超过200万元人民币的住宿和餐饮业企业

图：过去1年不同餐饮赛道新开/关店/净增数据



资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

图：肯德基三合一门店（肯德基+肯悦咖啡+K-PRO）

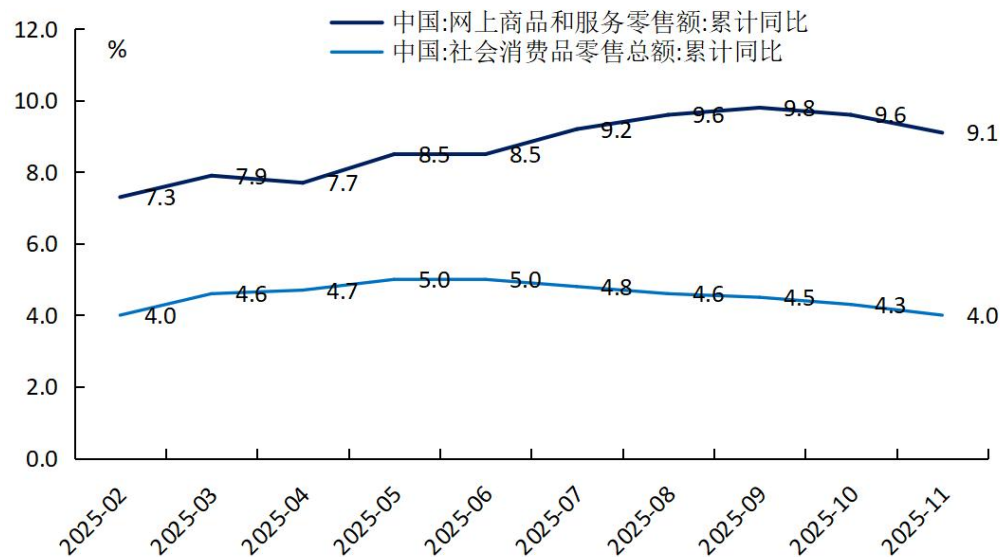


资料来源：百度文库，国信证券经济研究所整理

## 餐饮消费趋势2：线上渠道成增长新引擎

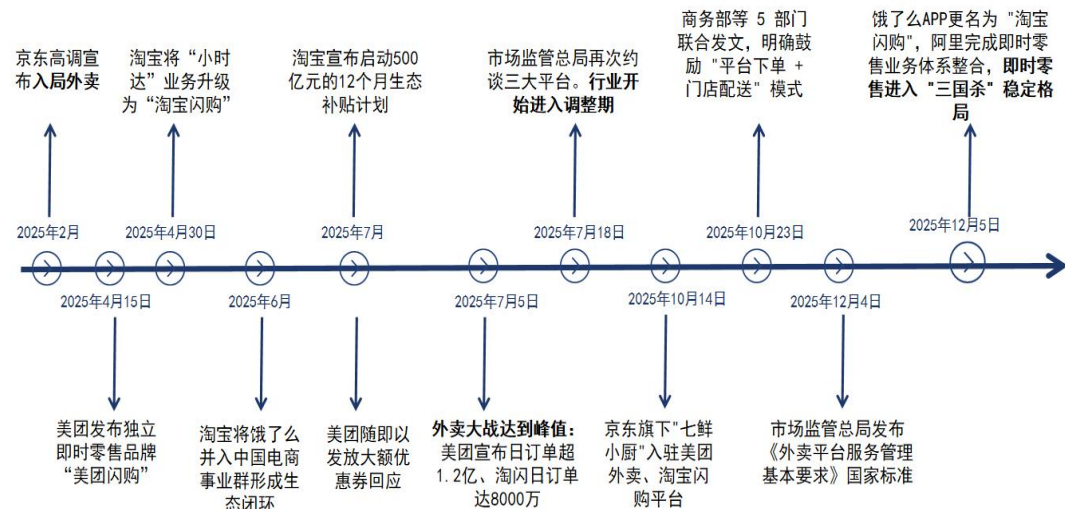
- **线上消费依旧呈现结构性增长亮点。**国家统计局数据显示，2025年以来网上商品和服务零售额同比增速维持中高个位数增长（7-9%），快于社零数据整体增速（4-5%）。2025年前11个月，中国网上商品和服务零售额占整体社零总额的比重为30.8%，高于2024年的30.6%，复盘历史年份数据，线上消费整体呈现波动上升大趋势。
- **2025年即时零售大战加速渗透率提升。**2月京东集团高调宣布入局外卖；6月淘宝将饿了么并入中国电商事业群、7月初宣布启动500亿元补贴直补商家与用户；而同期美团则以“0元喝奶茶”、大额优惠券等回应；外卖大战在7月达峰，美团宣布日订单超1.2亿、淘闪日订单达8000万。7月18日监管总局约谈主要平台要求理性竞争，竞争其后逐渐趋于缓和。

图：2025年以来线上流量增速高于整体消费品零售增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：2025年即时零售大战始末复盘

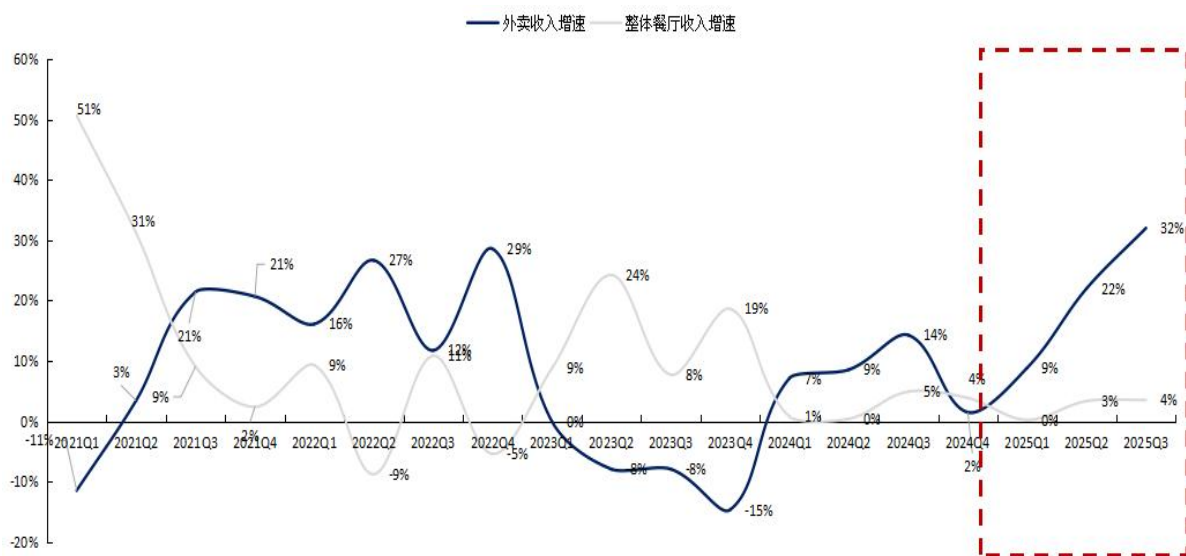


资料来源：京东黑板报、美团官微、饿了么官微，国信证券经济研究所整理

## 餐饮消费趋势2：线上渠道成增长新引擎

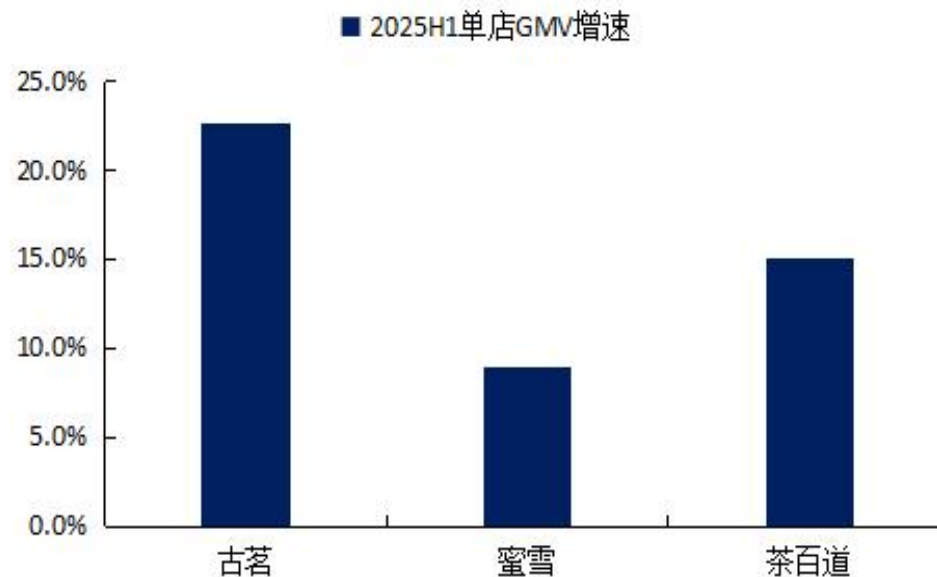
- **奶茶咖啡、快餐及部分轻正餐阶段受益。**我们把连锁餐饮业态分为咖啡茶饮（饮品大类）、中西式快餐、大众餐饮以及火锅业态4大类，按照外卖适配度从高到低排列，饮品大类/快餐>大众餐饮>火锅业态。其中咖啡茶饮天然适配外卖业务，外卖占比最高时可达5-7成，受益于外卖战2025H1茶饮龙头单店GMV均实现同比高增；餐饮业态中快餐、部分轻正餐同样受益，如百胜中国外卖业务增速贡献明显、小菜园2025H1外卖收入同增14%也高于整体收入增速；除此之外其他餐饮业态表现则相对平淡。
- **餐饮品牌对外卖态度更加辩证与理性。**餐饮龙头并非一边倒押宝外卖，也会注重线下体验与客户多样化选择需要；茶饮龙头也需兼顾补贴策略变化后，加盟店盈利能力下降甚至出现增收不增利的情况，基于品牌长远发展的考虑出发，茶饮龙头也在注重外卖占比与私域引流。

图：2024年以来百胜中国外卖收入增速显著高于餐厅收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2025年多数茶饮龙头单店日均GMV同比均大增



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 餐饮消费趋势3：品牌塑造思路重构，会员价值凸显

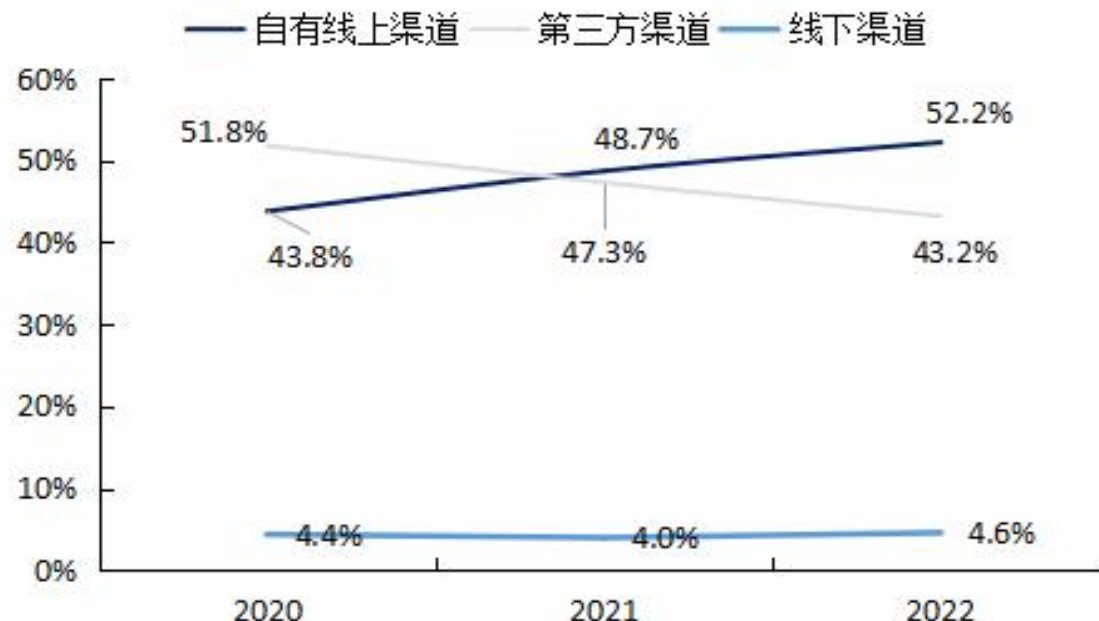
- **从大单品爆款到供应链赋能效率。**大单品爆款策略是餐饮品牌传统打造思路，凭借门店标准化（简化后厨）、精简SKU（提升周转）、品牌绑定品类等特点，帮助不少品牌在初创期迅速跑马圈地。近年来餐饮需求归于理性，大单品品牌的时尚流行周期大幅缩短，消费者转而对品牌的性价比提出了更高要求。餐饮行业供给端正在经历品牌塑造方法论的新一轮试错重构，伴随“大单品”策略的品牌红利成长期越来越短，供应链完善/运营效率高的品牌具备更强的穿越周期的潜力。
- **自有会员体系重要性凸显。**会员体系将平台顾客转化为私域用户后，品牌可摆脱对高价流量的依赖，转向近乎零成本的直接触达，后续通过会员积分、等级和专属权益，激励会员在品牌自有渠道消费，其终身价值远高于单次平台订单顾客。如肯德基、麦当劳已耕耘多年付费会员卡赛道、海底捞、达美乐披萨则主打积分会员模式提供增量权益。

图：百胜中国自有渠道会员销售占比数据



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：达势股份自有渠道销售占比稳步提升



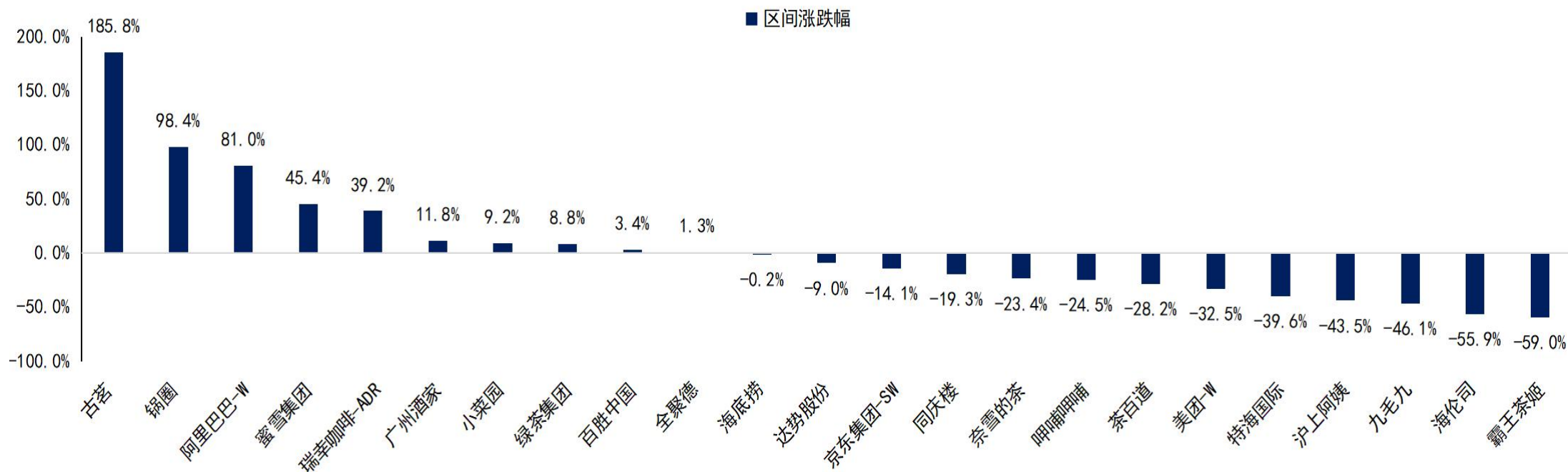
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 01** 餐饮行业：行业弱复苏龙头多元创收，线上渗透结构性亮点突出
- 02** 行情复盘：茶饮龙头显著受益于外卖大战，餐饮龙头走势相对分化
- 03** 子行业复盘：茶饮经营受益于外卖战，快餐显韧性，其余赛道阶段承压
- 04** 餐饮投资框架更新思考（2025年）
- 05** 投资建议：餐饮布局正当时，茶饮淘金确定性

## 股价复盘：茶饮龙头显著受益于外卖大战，餐饮龙头走势分化

- 个股总结：年初至今，**同店数据强、扩张逻辑优的龙头领涨板块**。1、**咖啡茶饮龙头古茗/蜜雪集团/瑞幸咖啡领涨板块**，受平台外卖大战带动消费频次影响，以销售物料设备为主要商业模式为主的茶饮咖啡龙头是核心受益方；但茶饮赛道个股并未均显著受益，主因Q3以来平台外卖战同步要求加盟商加大补贴，即使阶段品牌方经营业绩改善，但若加盟商经营体感较差如增收不增利，亦对品牌方2026年展店确定性也有影响；2、**餐饮龙头走势相对分化**，同店经营较强、开店逻辑较优的品种如锅圈、小菜园（开店逻辑强）等相对领涨，其他赛道则相对承压。

图：1.1-12.24板块个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 01** 餐饮行业：行业弱复苏龙头多元创收，线上渗透结构性亮点突出
- 02** 行情复盘：茶饮龙头显著受益于外卖大战，餐饮龙头走势相对分化
- 03** 子行业复盘：茶饮经营受益于外卖战，快餐显韧性，其余赛道阶段承压
- 04** 餐饮投资框架更新思考（2025年）
- 05** 投资建议：餐饮布局正当时，茶饮淘金确定性

板块回顾1：2025H1财报总结，降本增效是上半年经营主旋律



- **财报总结：**2025年上半年上市连锁餐饮企业展现出了优秀的增效控费能力，其中咖啡茶饮表现最为亮眼，西式餐饮、大众餐饮展现韧性，火锅品类多谨慎开店、修炼内功，提升盈利能力。
- **收入端：**上市公司凭借品牌、资本、效率和规模优势，依旧可以实现收入规模超出行业均值的增速。分赛道看，咖啡茶饮（32.5%）>西式餐饮（+8.9%）>大众餐饮（3.2%）>火锅及食材（-2.4%）。
- **门店端：**2025H1，门店规模增速上，咖啡茶饮（+21.5%）>西式餐饮（+11.3%）>大众餐饮（+6.7%）>火锅及食材（+5.5%）。咖啡茶饮本身系轻资产加盟模式扩张，二季度外卖补贴带动之下加盟商投资回收速度预计也有改善，门店规模扩张居首；模式较为成熟的西式餐饮、已经积极调改模型的大众餐饮门店规模同增6.7%；传统火锅店扩张较为谨慎，更轻资产的锅圈食汇扩店速度相对较优。
- **同店维度：**受外卖平台补贴带动，茶饮龙头品牌同店均同比快速增长，具体见后文图表；除此之外消费渐进复苏情况下多数赛道品牌同店均有一定压力，其中西式餐饮赛道表现优于中式大众餐饮。
- **归母净利润端：**2025H1，统计范围内公司归母净利润同比增长29.2%高于收入增速。咖啡茶饮业绩增速居前，大众餐饮&火锅赛道稳健。从归母净利润同比增速看，咖啡茶饮（+58.0%）>大众餐饮（+14.8%）>火锅及食材（+13.2%）>西式餐饮（+3.2%）。

表：2025H1统计范围内公司收入、门店、利润增速、归母净利润同比变动数据

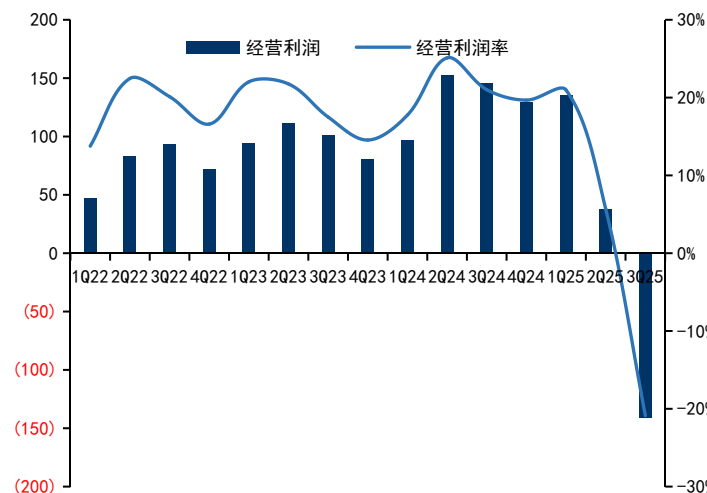
|         | 咖啡茶饮  | 西式餐饮  | 大众餐饮  | 火锅及食材 |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增速    | 32.5% | 8.9%  | 3.2%  | -2.4% |
| 门店增速    | 21.5% | 11.3% | 6.7%  | 5.5%  |
| 归母净利润增速 | 58.0% | 14.8% | 13.2% | 3.2%  |

资料来源：公司公告，Wind，bloomberg，国信证券经济研究所整理  
注：按照公司所经营的连锁餐饮品类分为咖啡茶饮（瑞幸咖啡、霸王茶姬、蜜雪集团、古茗、奈雪的茶、茶百道、沪上阿姨）、西式餐饮（百胜中国、达势股份）、大众餐饮（九毛九、小菜园、绿茶集团、同庆楼、全聚德、广州酒家）、火锅及食材（海底捞、锅圈、特海国际、呷哺呷哺）四大类别

## 板块回顾2：外卖市场再生变局，竞争趋缓巨头聚焦高价值订单

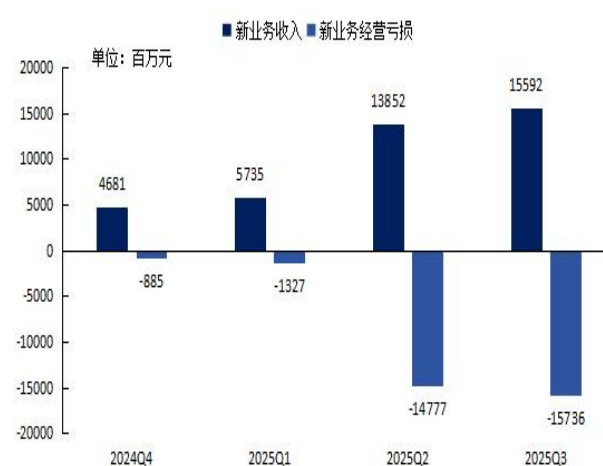
- **外卖大战回顾：Q1京东入局，Q2-3阿里美团迅速跟进愈演愈烈，9月后补贴渐进退坡。**2025年2月，京东正式入局外卖市场，打出“品质外卖、0佣金、骑手五险一金”三张王牌，日均单量由最初的百万量级最高峰达到2500万+单（6月1日披露数据），市场格局从“双雄争霸”演变为“三国杀”。与此同时，阿里系迅速跟进，4月饿了么开启百亿补贴，5月份外卖业务并入阿里中国电商事业群迅速铺开，其间美团也在迅速跟进；7月阿里、美团相继发放大额券，出现外卖“零元购”，当月18日监管部门约谈三大平台。8月三大平台集体发文抵制无序竞争。进入9月后，伴随天气转冷茶饮单量走低以及补贴对于业绩拖累显现，平台外卖补贴战阶段偃旗息鼓，未来更多聚焦高客单价订单。
- **外卖大战的影响：三大平台第三季度合计亏损650亿元。**综合对比三大外卖平台（美团、京东、淘宝/阿里巴巴）最新财报数据，包含外卖业务在内的即时零售业务均显著拖累了整体业绩表现，其中高频的低客单的订单补贴是亏损主要原因。其中美团2025Q3核心本地商业业务收入同降2.8%，经营亏损约140.7亿元；2025Q3京东集团-SW公司营业收入2991亿元/+15%，其中新业务收入同比+214%，主要由于京东外卖快速增长导致，新业务经营亏损也从25Q2的148亿元增长至25Q3的157亿元，外卖业务系核心亏损项目；FY2026Q2阿里巴巴-W即时零售收入229亿元，同比+59.9%。参考FY26Q2中国电商集团经调整EBITA105亿/-76%，我们测算本季度即时零售业务亏损约361亿元。

图：美团核心本地商业经营利润及经营利润率（亿元、%）



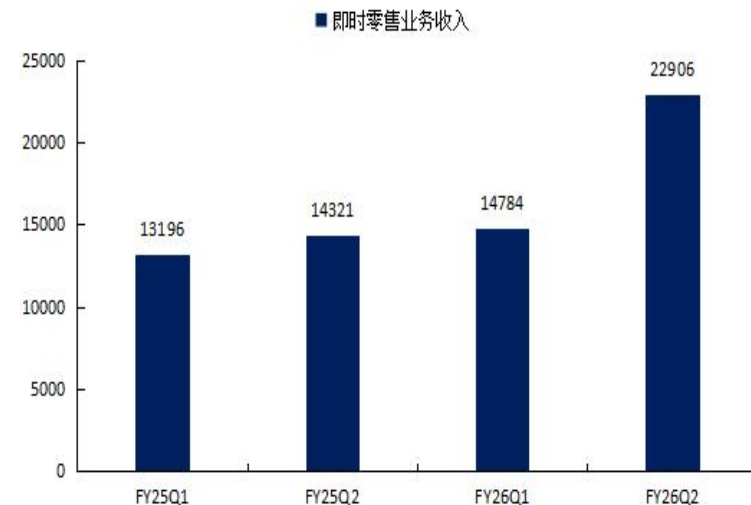
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：京东集团-SW新业务收入及经营利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：阿里巴巴-W即时零售业务收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理估算

板块回顾3：受益外卖战茶饮同店高增，快餐同店显韧性，其余赛道阶段承压



- 茶饮赛道龙头显著受益于外卖大战。茶饮品牌天然消费频次较高，是外卖大战平台补贴资源核心倾注方向，正如下表所示，2025Q2-3外卖补贴力度最大时间点，茶饮龙头店均GMV普遍同增20-30%显著受益；Q4补贴虽有退坡，但消费习惯养成+品牌主观经营动能维持韧性增长。
- 快餐赛道龙头维持韧性增长。肯德基、遇见小面同店分别同增约个位数，契合性价比消费趋势+品牌创新综合带动。
- 大众餐饮龙头同店仍呈现压力。受国内预制菜舆论影响、消费力下行扰动，餐饮龙头同店均呈现压力，仅部分品牌依托外卖优化同店表现。
- 火锅龙头海底捞经营先抑后扬。年初受同期高基数、消费力下行（桌均就餐人数下滑）扰动，同比有压力、但Q4以来逐渐缓解。

表：连锁餐茶饮龙头同店/单店恢复度数据

|          | 太二<br>(直营) | 九毛九<br>(直营) | 小菜园   | 绿茶   | 肯德基    | 必胜客  | 怂      | 海底捞<br>(整体翻台) | 奈雪的茶<br>(直营门店) | 蜜雪集团<br>(国内同店) | 古茗<br>(店均GMV) | 茶百道<br>(单店GMV) | 沪上阿姨<br>(同店GMV) | 遇见小面 |
|----------|------------|-------------|-------|------|--------|------|--------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|-----------------|------|
| 2024年1月  |            |             |       |      |        |      |        | 124%          | 77%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年2月  | 89%        | 96%         |       |      | 98%    | 95%  | 65%    | 140%          | 66%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年3月  |            |             |       |      |        |      |        | 130%          | 70%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年4月  |            |             |       |      |        |      |        | 120%          | 73%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年5月  | 82%        | 87%         |       |      | 97%    | 92%  | 63%    | 120%          | 78%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年6月  |            |             |       |      |        |      |        | 110%          | 71%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年7月  |            |             |       |      |        |      |        | 100%          | 69%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年8月  | 82%        | 90%         |       |      | 97%    | 92%  | 67%    | 100%          | 82%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年9月  |            |             |       |      |        |      |        | 95%           |                |                |               |                |                 |      |
| 2024年10月 |            |             |       |      |        |      |        | 95%           | 83%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年11月 | 75%        | 81%         |       |      | 98%    | 94%  | 73%    | 90%           | 81%            |                |               |                |                 |      |
| 2024年12月 |            |             |       |      |        |      |        | 87%           | 82%            |                |               |                |                 |      |
| 2025年1月  |            |             |       |      |        |      |        | 100%          | 92%            | 106%           |               |                |                 |      |
| 2025年2月  | 79%        | 81%         | 个位数下滑 | 93%  | 101%   | 102% | 76%    | 小个位数下滑        | 87%            | 102%           | 大个位数同增        |                |                 |      |
| 2025年3月  |            |             |       |      |        |      |        | 大个位数下滑        | 93%            | 105%           |               |                |                 |      |
| 2025年4月  |            |             | 小幅下滑  | 102% |        |      |        | 双位数下滑         | 103%           | 113%           | 122%          |                |                 |      |
| 2025年五一  |            |             | 正向微增  |      |        |      |        | 90%           | 125%           | 130%           |               |                |                 |      |
| 2025年5月  | 86%        | 82%         | 正向微增  | 108% | 101%   | 102% | 86%    | 95%           | 114%           | 117%           | 122%          |                |                 |      |
| 2025年6月  |            |             | 正向微增  | 102% |        |      |        | 单位数下滑         | 113%           | 113%           | 120%          |                |                 |      |
| 2025年7月  |            |             | 正向微增  | 103% |        |      |        | 同比持平          | 129%           | 113%           | 120%          | 120%           | 130%            | 102% |
| 2025年8月  | 91%        | 85%         | 98%   | 103% | 102%   | 101% | 81%    | 同比小幅提升        | 115%           | 113%           | 120%          | 120%           | 130%            | 102% |
| 2025年9月  |            |             | 95%   | 95%  |        |      |        | 同比个位数下滑       | 105%           | 106%           | 120%          | 115%           | 120%            | 99%  |
| 2025年10月 | 中高个位数下滑    | 低双位数下滑      | 95%   | 101% | 同比小幅正增 |      | 低双位数下滑 | 同比低单位数增长      | 103%           | 103%           | 120%          | 108%           | 118%            | 105% |
| 2025年11月 | 低单位数下滑     | 低双位数下滑      | ~92%  | 105% | 同比小幅正增 |      | 低双位数下滑 | 同比持平          | 113%           | 103%           | 117%          | 115%           | 120%            | 105% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

1、现制饮品：平台外卖战核心发力方向，现制饮品板块迎业绩爆发期



- 消费弹性较高的现制饮品赛道是本轮外卖战重点发力方向。外卖补贴大战大幅提升了现制饮品的消费频次，首先咖啡茶饮理论消费频次弹性大，早咖午茶消费潮流下1天消费频次可达3-5次，这也是补贴集中投向现制饮品赛道冲单量的逻辑；其次，补贴的存在也大幅降低了产品购买门槛，甚至在7月份外卖平台推出“买单”优惠，因此以咖啡茶饮为代表的高频需求自然会水涨船高。当然在龙头纷纷拥抱外卖红利同时，以霸王茶姬为代表的龙头基于自身品牌调性考虑，采取了相对保守的参与态度。
- 现制饮品龙头经营业绩显著受益于本轮外卖补贴战。伴随外卖大战的逐渐深化（Q2末淘宝、美团先后入局），加盟商承担红包比例环比走高，一定程度上影响了加盟单店的经营业绩（实收比例降低），但茶饮龙头作为物料&设备的供应方却是直接受益于单量的增长。如下表数据所示，除霸王茶姬外（谨慎参与外卖战），茶饮龙头2025H1收入&经调整净利润表现环比2024年均大幅改善。

表：现制饮品龙头2025H1业绩环比2024年大幅改善

|      | 收入    |        |        |        | 经调整净利润 |          |        |        | 门店数   |       |        |       |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|
|      | 2024  | YOY    | 2025H1 | YOY    | 2024   | YOY      | 2025H1 | YOY    | 2024  | YOY   | 2025H1 | YOY   |
| 瑞幸咖啡 | 146.8 | 38.0%  | 212.2  | 44.6%  | 7.9    | -49.6%   | 17.8   | 125.4% | 22340 | 37.7% | 26206  | 31.3% |
| 霸王茶姬 | 124.1 | 167.4% | 67.2   | 21.6%  | 25.2   | 214.2%   | 7.5    | -38.5% | 6440  | 83.4% | 7038   | 40.9% |
| 蜜雪集团 | 248.3 | 22.3%  | 148.7  | 39.3%  | 44.4   | 41.4%    | 26.9   | 42.9%  | 46462 | 23.8% | 53014  | 22.7% |
| 古茗   | 87.9  | 14.5%  | 56.6   | 41.2%  | 14.8   | 36.9%    | 16.3   | 121.5% | 9914  | 10.1% | 11179  | 17.5% |
| 奈雪的茶 | 49.2  | -4.7%  | 21.8   | -14.4% | -9.2   | -7036.5% | -1.2   | 73.1%  | 1798  | 14.2% | 1638   | 12.7% |
| 茶百道  | 49.2  | -13.8% | 25.0   | 4.3%   | 4.7    | -58.6%   | 3.3    | 37.5%  | 8395  | 7.6%  | 8444   | 0.7%  |
| 沪上阿姨 | 32.8  | -1.9%  | 18.2   | 9.7%   | 3.3    | -15.2%   | 2.0    | 20.9%  | 9176  | 17.8% | 9436   | 11.8% |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1、现制饮品展望：龙头多元思路经营以应对2026年同店基数挑战

- 1) 外卖补贴渐进退坡，26Q2/Q3面临基数压力，龙头借力品类扩充积极对冲：结合三大外卖平台（美团、京东、淘宝/阿里巴巴）最新财报数据，包含外卖业务在内的即时零售业务显著拖累了平台的整体业绩表现，目前平台逐渐将资源投向茶饮以外的高客单订单，平台补贴的渐进退坡也让市场关注2026年现制饮品龙头的应对思路。
- 虽有基数压力，但本轮外卖战实际也带来了品牌流量以及渗透率的大幅提升，茶饮咖啡龙头主要应对思路有1) 现有体系的产品创新，如近期出圈茶百道固体杨枝甘露、古茗的桃胶木薯炖奶等；2) 产品线扩充：如古茗2025年致力于咖啡业务的渗透，未来依托咖啡有望提升早餐渗透率；而瑞幸则是在咖啡基础上推新果茶以及轻乳茶，补足下午时间段产品线，**最终均希望做好品牌自有流量的转化留存。**
- 2) 龙头上市后品牌力提升+资金储备充足，头部集中有望继续演绎。目前头部现制茶饮品牌借助上市品牌认知度持续提升，且在手现金流进一步充裕后，也能够品牌营销、物料补贴、加盟商回馈角度更为从容，未来下沉市场有望争取更多加盟商资源。
- 3) 新曲线业务构筑。如蜜雪集团孵化幸运咖（已破万店）、福鹿家；瑞幸拟入局高端咖啡赛道等；霸王茶姬积极拓展海外业务。

图：古茗2025年致力于提升咖啡业务占比



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

表：头部茶饮品牌加盟条件梳理

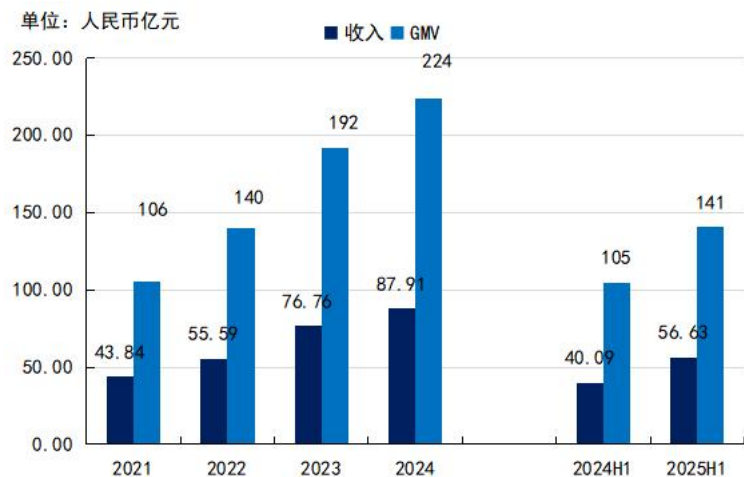
| 公司名称 | 加盟费用                                            | 管理费     | 物料费用           | 设备费用                   | 加总费用     | 是否有分期                                                              |
|------|-------------------------------------------------|---------|----------------|------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------|
| 蜜雪冰城 | 省会城市：11000元/年；<br>地级城市：9000元/年；<br>县级城市：7000元/年 | 4800元/年 | 50000元左右       | 70000元左右               | 210000万起 | 否                                                                  |
| 幸运咖  | 10000元/年                                        | 5000元/年 | 34000元起        | 66000元起                | 127000元起 | 否                                                                  |
| 茶百道  | 90000元                                          | 20000元  | 无              | 首付75000元，<br>共计120000元 | 175000元起 | 是<br>分期加盟模式：首年0加盟费启动，次年始缴纳，履约12个月时支付2万元；24个月支付4万元；36个月支付3万元，共计9万元。 |
| 古茗   | 98800元                                          | 无       | 20000-40000元左右 | 130000左右<br>(首年80000元) | 230000元起 | 是<br>咖啡机设备款支持24期免息分期支付；<br>其余设备：首年支付分期设备首付款3万元和不可分期设备款5万元。         |
| 沪上阿姨 | 49800元                                          | 无       | 30000-50000元左右 | 110000元起               | 196000元起 | 是<br>设备费用可选择先付费30%，余款分12期免息                                        |

资料来源：品牌官方微信小程序，国信证券经济研究所整理

## 古茗：咖啡布局成效良好助力同店增长，下沉&异地扩张助力门店规模扩张

- **2025H1公司经调整利润同增42.4%**。2025H1，公司收入56.6亿元/+41.2%，经调整利润10.9亿元/+42.4%，GMV为141亿元/+34.4%，门店扩张+店效提升综合带动。分业务看，销售商品及设备/加盟管理服务分别实现收入45.0亿元/11.6亿元，分别同比+41.8%/39.2%。2025H1，公司门店新增1570家、关店305家，净增1265家，扩张节奏环比大幅提速（2024年门店净增913家）。2025H1，店均GMV为137.1万元/+20.6%，考虑2025Q1同店收入约高单位数同比增长，推算Q2店均GMV同比增幅超30%。
- **咖啡业务+产品推新，构筑同店增长动能**。目前公司一方面持续布局咖啡产品，目前超85%门店布局咖啡机、咖啡销售单店销售占比持续稳定在15-20%；其次，公司季度新品如桃胶木薯炖奶也反馈良好，咖啡拓品逻辑验证叠加新品边际贡献，考虑补贴退坡我们预计25Q4同店GMV也有望维持良性增长。
- **下沉加密+异地扩展，门店有望维持快速增长**。2026年，公司一方面会持续巩固优势区域如浙江/福建/江西/广东/广西，另一方面会继续攻坚江苏、湖南、湖北、安徽等新进省市，考虑到公司稳扎稳打的对外扩张策略，我们预计2026年公司门店净增数有望达3000家店。
- **展望2026年，公司同店收入增长路径明确，存量城市加密驱动开店动能也相对更强，属于确定性与成长性兼具的品种，具备穿越茶饮下行周期的潜力。**

图：古茗收入以及GMV数据



图：古茗门店数量分城市等级



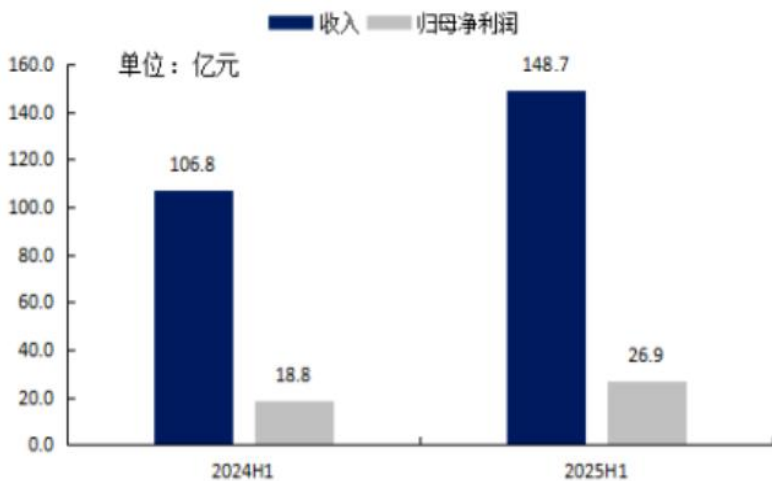
图：古茗现有门店区域分布示意图



## 蜜雪集团：主品牌韧性增长、咖啡扩张提速，海外业务提供额外看点

- **2025H1归母净利润同增43%。**2025H1，收入148.7亿元/+39.3%，归母净利润26.9亿元/+42.9%。分业务看，商品销售/设备销售/加盟服务收入为138.4/6.5/3.8亿元，同比+39.5%/42.3%/29.8%。**门店维度**，2025年中期末门店数达53014家，其中公司加盟店新增7721家、关店1187家、净增6534家。**分地理区域看**，内地/内地以外门店数分别为48281/4733家，较年初分别净增6697家/净关162家，占比分别91.1%/8.9%，印尼/越南门店数减少，主因公司聚焦该区域经营质量的提升而非规模增长。
- **主品牌25H2放缓扩张步伐，副品牌幸运咖显著放量。**据小食代信息，2025年6月将加盟门店的区域保护直线距离统一提升至1000米，此前为省会/地级市及以下城市建议避开200米/300米选址；同时限制新加盟商选址审核数量；同期幸运咖显著放量，参考幸运咖官网，截至2025年11月门店已突破万家，较年初门店规模已经翻倍。
- **展望2026年**，一方面主品牌扩张有望维持韧性增长，且早餐布局、产品推新下同店望呈现韧性；海外调整到位叠加新品牌持续开店&存量店爬坡有望贡献额外增量。远期来看，公司基于供应链规模降本提供性价比的产品的模式壁垒持续强化，维持中线看好。**此外，投资需兼顾26年3月限售股解禁资金面影响。**

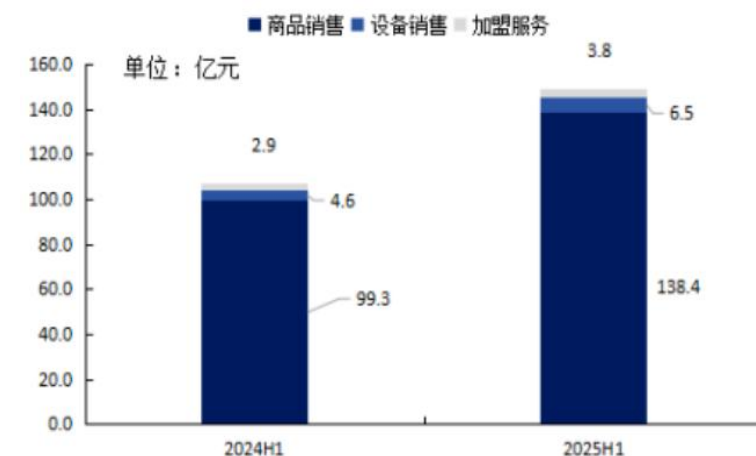
图：蜜雪集团收入以及归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：蜜雪集团收入结构占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：幸运咖门店数量

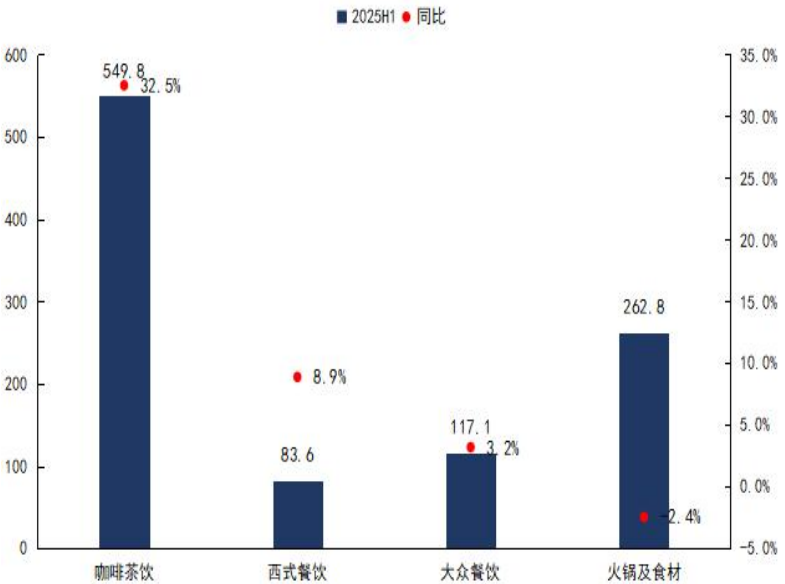


资料来源：幸运咖官网、国信证券经济研究所整理

2、餐饮：龙头逆风环境积极修炼内功，板块低基数下蓄力反弹

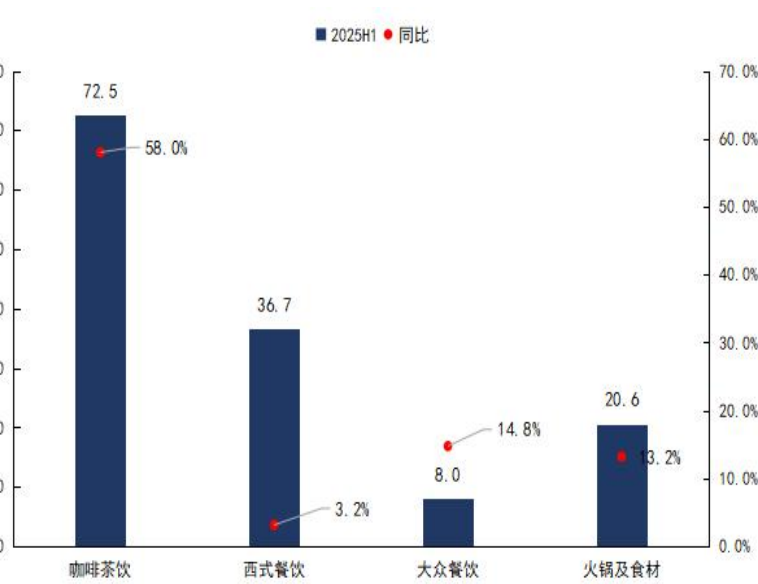
- 板块呈现弱势复苏，龙头积极修炼内功。与咖啡茶饮赛道受外卖补贴战提振收入明显不同，参考下左图（统计对应赛道上市公司），2025H1，西式餐饮/大众餐饮/火锅及食材赛道营业收入分别同比8.9%/3.2%/-2.4%，仅西式餐饮收入同比增速高于同期餐饮行业增速（+4.3%），背后系菜品降价、政策扰动、预制菜舆论等多因素综合扰动的结果。但从归母净利润表现看，除西式餐饮赛道外，大众餐饮/火锅及食材赛道利润增速均高于收入增速，逆风环境下餐饮龙头积极修炼内功，提升经营效能以改善盈利能力。
- 同店表现分化，餐饮龙头多元创收各显神通。若从餐饮企业核心经营指标同店收入增速来看，表现则有所分化，其中百胜中国、达势股份、绿茶集团同店收入表现具备相对优势，主要系1）品牌处于势能高增期（达美乐披萨）；2）以价换量举措成效（肯德基、必胜客）、以及业态创新综合带动（Kcoffee）；3）渠道扩容，如绿茶集团积极拥抱外卖渠道。其他品牌如小菜园、海底捞、太二等则更多受降价影响、基数影响扰动较大。

图：2025H1 餐饮赛道营收增速显著低于咖啡茶饮



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：2025H1 各餐饮赛道归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表：2018H1至今餐饮品牌同店收入增速

|       |      | 2022H1 | 2023H1 | 2024H1 | 2025H1 |
|-------|------|--------|--------|--------|--------|
| 西式餐饮  | 百胜中国 |        |        | -3.0%  | 0.0%   |
|       | 达势股份 |        |        | 3.6%   | -1.0%  |
| 大众餐饮  | 太二   | -23.2% | 16.1%  | -15.5% | -19.0% |
|       | 九毛九  | -9.6%  | 7.8%   | -8.5%  | -19.8% |
|       | 怂火锅  |        | 25.4%  | -34.7% | -20.1% |
|       | 小菜园  |        |        |        | -7.2%  |
|       | 绿茶集团 |        |        |        | -1.7%  |
| 火锅及食材 | 海底捞  | -10.6% | 16.0%  | 15.3%  | -9.9%  |
|       | 特海国际 |        | 12.9%  | 8.2%   | 3.0%   |
|       | 呷哺呷哺 | -44.1% | 29.1%  | -19.0% | -15.6% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、餐饮展望：2026年有望在低基数下迎来触底反弹

- 2026年展望：龙头业态效能提升&创新举措提供  $\alpha$  看点，服务业消费政策带来  $\beta$  机遇，考虑到餐饮龙头经营基数相对较低，伴随CPI数据反弹以及潜在龙头收入端创新举措，板块有望在低基数下迎来触底反弹。
- 1) 服务业消费政策东风（ $\beta$ ）。8月国务院第九次全体会议“系统清理消费领域限制性措施”、12月中央经济工作会议“清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力”，供给侧促消费从清理消费领域限制和扩大优质消费供给两方面着手，有望逐渐释放消费潜力。此外，外卖平台2026年有望将资源更多倾斜至高客单的餐饮订单以优化UE亏损，预计边际也会助力。
- 2) 业态创新+品牌孵化带动（ $\alpha$ ）。除去前文提及的龙头内部经营提效外，餐饮龙头依托扩展消费场景来提振消费店效，如百胜中国旗下肯德基的三合一门店（主店+肯律轻食+肯悦咖啡）来提升存量门店收入、绿茶集团依靠外卖渠道带动同店增长、海底捞探索更多午餐自助、下饭火锅菜、亲子餐等多元消费场景；其次部分龙头也积极探索新品牌孵化寻求新增长路线，如海底捞红石榴计划坚持品类创新探索。

图：政策持续发力下国内CPI数据持续触底反弹



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

表：餐饮龙头创新思路梳理

| 品牌  | 主营业务 | 创新业态/举措         | 内容与特点                                                                          |
|-----|------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 肯德基 | 西式快餐 | “KPRO”轻食品牌      | 旗下能量轻食品牌，主打谷物能量碗等均衡餐食，承诺使用可生食鸡蛋等“安心六承诺”。常与肯德基餐厅、肯悦咖啡以“三合一”模式并肩开店，共享供应链。        |
|     |      | 夜宵“火锅LiveHouse” | 将部分门店在夜间（通常晚上十点后）改造为夜宵主题店，引入DJ打碟、花式调酒、灯光舞美等表演，营造派对氛围，迎合年轻人“早C晚A”的社交习惯          |
| 海底捞 | 火锅   | 创新概念店           | 如北京亦庄店，集成了甜品站、互动娱乐区（娃娃机）、BAR调酒区、AI儿童乐园、母婴室等五大功能区，并可通过智能系统在正餐、清吧、俱乐部派对三种场景模式间切换 |
|     |      | 红石榴计划           | 通过“红石榴计划”内部创业机制，孵化了焰请烤肉铺子、嗨妮牛肉麻辣烫、拾捌要烘焙、举高高自助小火锅等超14个子品牌，涵盖烤肉、麻辣烫、烘焙等多个品类      |

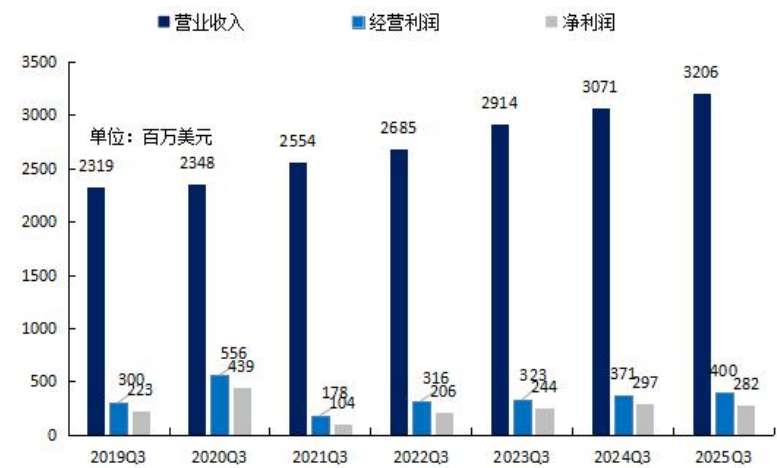
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

百胜中国：同店与开店韧性继续验证，股东回报具备吸引力，投资者日释放积极信号



- 2025Q3经营利润同增7.8%。2025Q3，公司收入32.06亿美元/+4.4%；经营利润4.0亿美元/+7.8%；归母净利润2.82亿美元/-5.1%，归母净利润下滑主要系税前投资亏损约1000万美元扰动（美团股价波动影响为主，24Q3同期盈利3400万美元）。
- 核心品牌同店继续维持正向增长。2025Q3，系统销售同增4%，其中肯德基/必胜客分别同增5%/4%；同店销售同增1%，分品牌看，肯德基/必胜客分别同增2%/1%，其中肯德基交易量/客单价分别同比+3%/-1%，必胜客执行高性价比产品策略，客单价同比继续走低，交易量恢复良好同增17%。
- 2025Q3门店净增536家，加盟占比持续提升。2025Q3，门店净增536家，前三季度门店累计净增1119家，维持全年1600-1800家净增目标。
- 投资者日更新：2025年为基准，2026-2028年增长目标1）同店销售额指数同比实现100-102（即同增0-2%）；2）系统销售额中至高单位数CAGR；3）经营利润高单位数CAGR，其中肯德基经营利润在2028年突破100亿元，必胜客2029年经营利润较2024年翻倍；4）EPS和每股自由现金流实现双位数CAGR。
- 展望2026年，期内运营效率持续改善带动经营利润稳健增长，扩张计划也相对稳健，展望未来外卖&业态产品创新驱动下同店有望持续呈现α改善态势，稳步推进的股东回报也贡献额外看点。

图：2020Q3-2025Q3百胜中国收入及利润数据



表：百胜中国、肯德基、必胜客同店收入以及对应客流、客单价表现

|               | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 整体同店增速        | -3%    | -4%    | -3%    | -1%    | 0%     | 1%     | 1%     |
| 肯德基           | -2%    | -3%    | -2%    | -1%    | 0%     | 1%     | 2%     |
| transactions  | 4%     | 4%     | 1%     | 3%     | 4%     | 0%     | 3%     |
| averageticket | -6%    | -7%    | -3%    | -4%    | -4%    | 1%     | -1%    |
| 必胜客           | -5%    | -8%    | -6%    | -2%    | 0%     | 2%     | 1%     |
| transactions  | 8%     | 2%     | 4%     | 9%     | 17%    | 17%    | 17%    |
| averageticket | -12%   | -9%    | -9%    | -10%   | -14%   | -13%   | -13%   |
| 系统增速          |        |        |        |        |        |        |        |
| 整体系统增速        | 6%     | 4%     | 4%     | 4%     | 2%     | 4%     | 4%     |
| 肯德基系统增速       | 7%     | 5%     | 6%     | 5%     | 3%     | 5%     | 5%     |
| 必胜客系统增速       | 4%     | 1%     | 2%     | 3%     | 2%     | 3%     | 4%     |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 海底捞：2026年同店预期企稳&股息率构筑基本盘，红石榴计划构筑新增长曲线

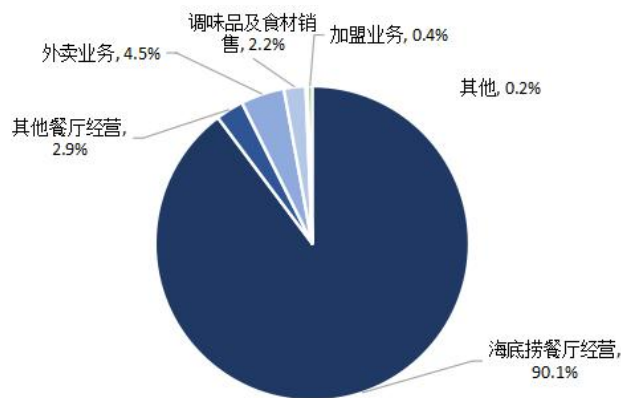
- **2025H1核心经营利润同降14%**。2025H1，公司营收207.0亿元/-3.7%；核心经营利润24.1亿元/-14.0%；归母净利润17.6亿元/-13.7%。分业务看，火锅主业面临基数增长压力，外卖、红石榴计划拉动收入增长，其中火锅主业收入185.8亿元/-9.0%；外卖业务收入9.3亿元/+59.6%，跃升为第二大收入来源占比达4.5%，除传统火锅外卖贡献，海底捞下饭菜增长明显、外卖收入占比超55%（拌饭/自制饮料等品类测试中）。
- **客单价触底回暖，同店面临基数增长压力**。2025H1公司整体客单价为97.9元/+0.5%，各线城市同比均有回暖；翻台率方面，2025H1公司整体翻台率为3.8次/天，同比-0.4次/天；3）同店收入方面，2025H1，同店收入同比-9.9%，同店翻台为3.8次/-9.5%。
- **门店扩张依旧审慎，烤肉品牌净增46家**。截止2025年6月底，海底捞门店数1363家，较年初门店净减5家，其中直营/加盟门店数分别为1322/41家，较年初同比-33家/+28家。期末合计运营14个餐饮品牌（不含海底捞，126个餐厅），其中烤肉品牌门店数已达70家，净增46家。
- **维持95%高现金分红比例**。2025H1公司宣布每股分配红利0.309元，对应分红比例为95%，与2024年分红比例持平。
- **展望后续，伴随火锅主业翻台基数回归正常、客单价稳步抬升后，主业收入有望重拾增长，此外红石榴计划以及外卖业务的持续赋能也为收入贡献额外新看点**。此外，公司95%分红比例也构筑了较强的估值底部支撑。

图：海底捞营收、核心经营利润及归母净利润



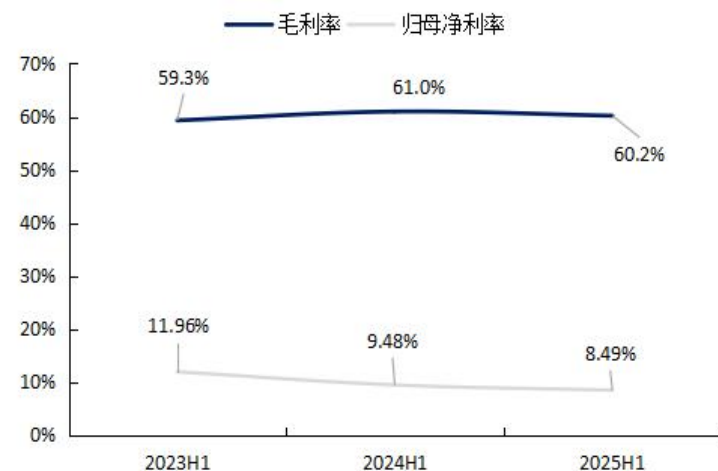
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：2025H1公司收入构成（按业务分部划分）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：海底捞毛利率、归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 锅圈：经营组合拳助力同店韧性增长，下沉市场支撑门店扩张

- 2025H1公司归母净利润同增36%。公司发布2025Q3经营情况，预计实现营收18.5亿-20.5亿元/+13.6%-25.8%，核心经营利润6500万-7500万元/+44.4%-66.7%。Q3门店净增361家，全年千家新店目标稳步推进。
- 开店加速目标如预期推进，同店及2B业务表现亮眼。Q3公司净增361家门店，前三季度共计净增616家，考虑Q4为火锅消费旺季，预计开店环比提速，全年净增千店目标有望顺利达成。我们测算季度同店近中个位数增长，其中向加盟商销售实现约中低双位数同比增长。尽管去年同期“毛肚自由”爆款套餐存在高基数，但会员体系建设、直播引流、加盟商赋能、品类拓展、无人零售改造等系列组合拳继续支撑同店亮眼表现，伴随Q4基数下降有望进一步提速。
- 探索锅圈小炒等新店型模式。2026年1月6日，“锅圈小炒”将进行首店试营业，以智能炒菜机为核心载体，结合锅圈在复合调味料与食材供应链领域的核心优势。
- 展望2026年，门店端门店数已过万家、经历短期整合后25年重新步入扩张阶段，26-27年有望加速扩张；分店型来看标准店新管理模式赋能下经营表现有望持续向好、乡镇店市场加密空间充足，属于成长路径较为清晰的选手。

图：锅圈2025H1营业收入以及核心利润数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：锅圈门店总数数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：锅圈无人食材超市



资料来源：潇湘晚报、国信证券经济研究所整理

## 小菜园：主动降价以换取客流增长，关注同店企稳与扩张节奏

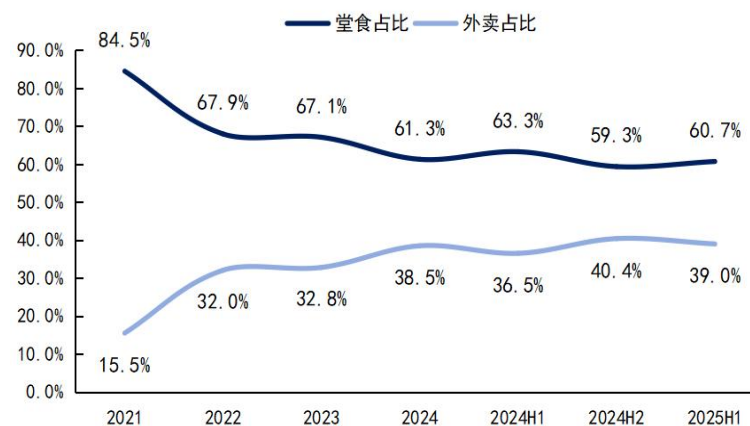
- **2025H1公司归母净利润同增36%**。2025H1，公司收入27.14亿元/+6.5%；归母净利润3.82亿元/+35.7%；经调整净利润3.82亿元/+44.6%。分收入结构看，同比堂食业务保持稳健、外卖业务是主要增长动力。2025H1，公司堂食业务收入16.47亿元/+2.2%；外卖业务收入10.57亿元/+13.7%，堂食/外卖占比分别为60.7%/39.0%，同比-2.6/+2.5pct，环比+1.4/-1.4pct。
- **同店收入受客单价下行影响，2025H2开店预计提速**。2025H1同店日均销售额下降至约2.29万元，同比-7.3%，整体同店翻台率为3.0次/天，同比下滑0.1次/天；2025H1门店仅净增5家，主要原因系上半年公司重心在门店精益管理、调整及降本增效。据企业官微显示，2025H2展店速度已边际提速，全年门店总数已经突破800家，即全年净增130家目标已经达成。
- **巩固供应链优势，高比例现金分红**。公司供应链建设节奏稳步推进，公司马鞍山新中央厨房预计年内有望建成完工；上半年公司每股分红0.2112元，分红比例为65%，参考最新收盘价计算股息率为6.0%。
- **2025年12月公司主动降价以换取堂食客流增长**，菜品降价幅度在15-20%左右，若后续客流改善效果良好，能够带动同店收入增速回正，叠加门店扩张效果的顺利验证，公司估值水平有望触底企稳。

图：2021-2025H1小菜园营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：2021-2025H1小菜园堂食和外卖占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：2025年12月小菜园宣布新一轮降价举措

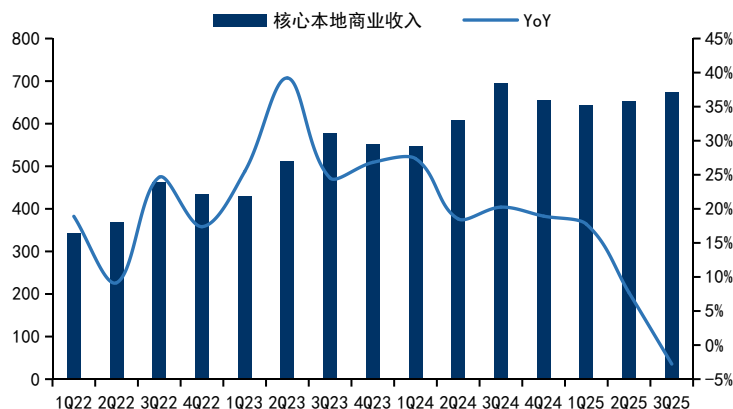


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

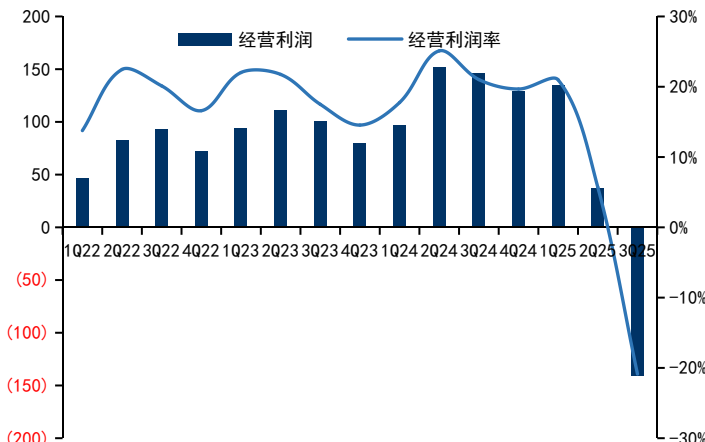
## 美团-W：外卖大战影响核心本地收入利润，预计影响将逐步减弱

- 外卖竞争影响公司收入利润，预计影响将逐渐减弱。2025Q3，公司收入同比增长2%，主要受核心本地业务竞争加剧影响。本季度美团实现营业收入955亿元，按收入类型划分，即时配送服务/交易佣金/营销服务收入yoy-17%/+1%/+6%。毛利率、销售费率、研发费率持续走弱，经调整亏损160亿，环比亏损持续增加；调整后净利润率-17%，由盈转亏。
- 公司表示外卖Q3单均亏损达到峰值，到店酒旅利润率受竞争及消费环境影响走低。1) 核心本地商业：收入同比下降3%，经营亏损141亿，由盈转亏，经营利润率-21.0%，同比下降42pct，预计25Q4持续大规模投入会员及品宣预算；管理层表示竞争持续白热化，预计25Q4核心本地经营亏损将持续。2) 即时配送：总单量同比增长17%，测算外卖/闪购单均亏损2.6/1.1元。其中，餐饮外卖订单量同比增长约15%，测算UE亏损2.6元；闪购订单量同比增长约30%，测算经营亏损约14亿元，主要受竞争影响。3) 到店酒旅：我们测算GTV增长接近20%，竞争性投入致利润率下调。我们测算到店酒旅收入yoy+13%，经营利润率降至29%，主要是广告收入增速下降及补贴增加，我们预期25Q4将持续加大到店补贴，到店经营利润率环比继续下降，预计在25-30%区间内。4) Keeta香港10月UE转正，Q4新开3个海湾国家预计将扩大亏损。本季度新业务收入同比增长16%至280亿元，经营亏损13亿元，经营亏损率5%，环比收窄2pct，同比扩大1pct。
- 我们认为，后续在各家平台保证自身份额相对稳定前提下，行业补贴有望更趋理性以及精细化运营，高客单价值的订单会是龙头未来重点的发力方向，美团凭借自身商家资源优势以及配送优势有望逐渐改善盈利能力。

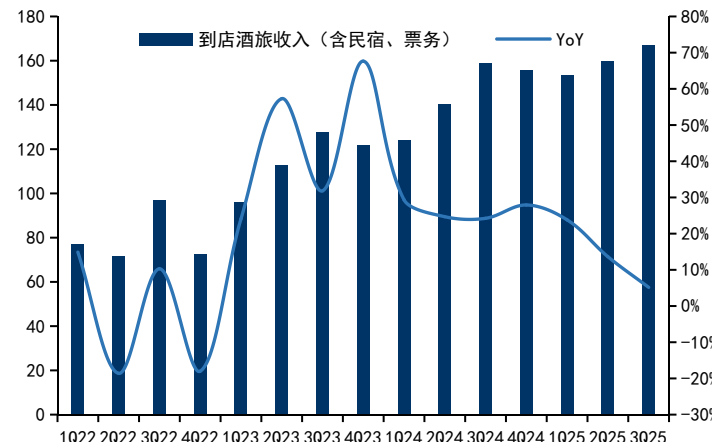
图：美团核心本地商业收入及增速（亿元、%）



图：美团核心本地商业经营利润及经营利润率（亿元、%）



图：美团到店酒旅收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

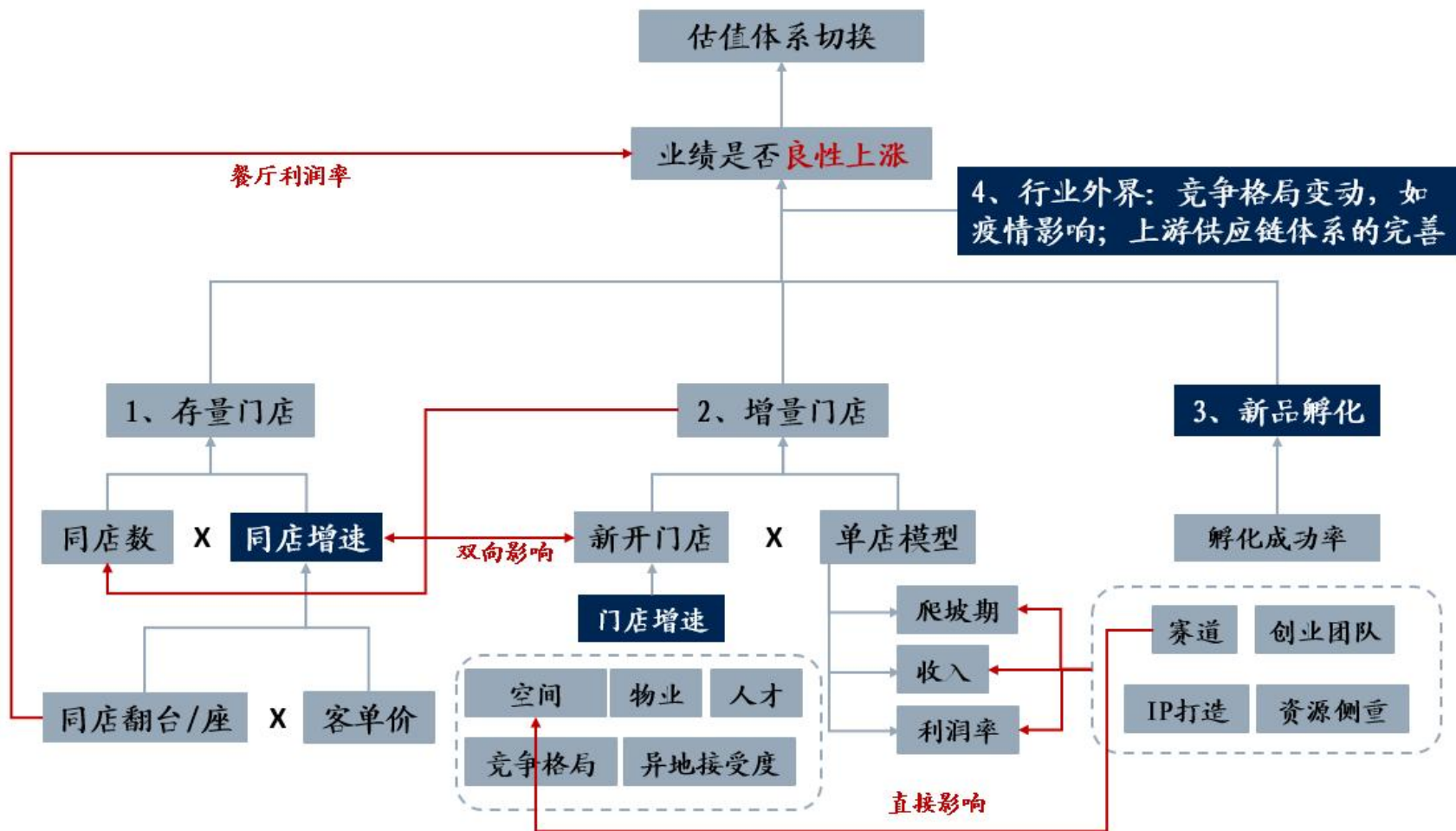
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 01** 餐饮行业：行业弱复苏龙头多元创收，线上渗透结构性亮点突出
- 02** 行情复盘：茶饮龙头显著受益于外卖大战，餐饮龙头走势相对分化
- 03** 子行业复盘：茶饮经营受益于外卖战，快餐显韧性，其余赛道阶段承压
- 04** 餐饮投资框架更新思考（2025年）
- 05** 投资建议：餐饮布局正当时，茶饮淘金确定性

- 我们曾在2021年5月深度报告《谁是影响餐饮龙头估值的关键因子？》中探讨餐饮龙头估值核心影响因子，考虑到近些年板块内如茶饮、快餐、大众餐饮等赛道再添新军，结合市场定价思路最新演绎，我们在前期研究基础上对板块投资框架再次进行完善！
- 餐企估值切换核心源自企业未来业绩一致预期的变化。因此探寻餐企估值切换的原因，便需对公司未来业绩走势进行提前的预判，某一具体餐饮企业成长驱动力则可拆解为三部分，同店增长、新开门店增量贡献以及新品牌的孵化：
  - 1、同店收入增长（同店）：即体内成熟门店的贡献，是品牌经营的基本盘，也是餐饮企业估值景气度的核心观测指标，复盘美国/港股市场历史，同店高增的品牌多可享受估值溢价，反之则存在估值折价。同店收入，与同店翻台/座率（若是翻台率则需同步关注桌均人数，表征客流量）和客单价直接相关，其中客单价受CPI以及产品结构影响，如2024年以来客单价阶段下行主因餐饮品牌多以价换量希望带动门店客流增长。
  - 同店收入增长动能来源，一方面与品牌、品类所处生命阶段有关，渗透率提升有望带动同店销售增长，另一方面则更加考验品牌的综合运营能力，即身处在存量消费赛道、但若持续领先同业挖掘引领市场需求，自身品牌份额预计也可持续提升，最终换得同店收入的持续增长。
  - 2、门店扩张节奏（扩张）：新开门店爬坡后进入成熟期后，也会贡献增量的收入与业绩，故餐厅数增速是餐企成长另一驱动力（单店模型相对稳定）。门店速度一方面会受市场空间、竞争格局、物业、人才、品牌异地接受度等条件制约，另一方面公司也会根据整体同店增速（同店翻台/座率）变化动态调整开店计划，如在部分城市进一步加密会呈现显著的门店分流，公司便会放缓该城市的门店加密计划，因此门店扩张速度实际会受到同店收入增速的影响，也即在餐饮估值体系中，同店收入增速的估值优先级，会高于门店扩张增速。
  - 3、新品牌孵化：除去极个别下沉市场渗透率较强的品牌，新品牌孵化是多数餐饮集团最终都需要面对的问题，因为餐饮本质为体验性消费，行业迭代周期短，孵化适合当今消费趋势的品牌是餐企寻求长效稳定增长的关键竞争力，优选赛道、打磨团队、IP打造以及集团资源侧重都是新品孵化的关键，但新品牌孵化成功是小概率事件，需兼顾天时地利人和等多方面因素。
  - 4、外部因素：除去餐企基本面变化带来的估值溢价，外部环境的变化同样会影响餐饮公司估值，如2020年疫情影响停业，龙头依托自身资金、品牌、管理优势业务迅速回暖、逆势扩张，行业出清、集中度提升预期带动行业估值大幅上扬；又如2025年外卖战带来茶饮消费频次大幅提升，业绩显著提升预期也带来估值的阶段高增；此外，市场流动性一定程度也会影响公司估值水位。

# 餐饮企业成长公式=同店增长+新店扩张+新品牌孵化（第二增长曲线）

图：连锁餐饮公司估值变量影响途径图解



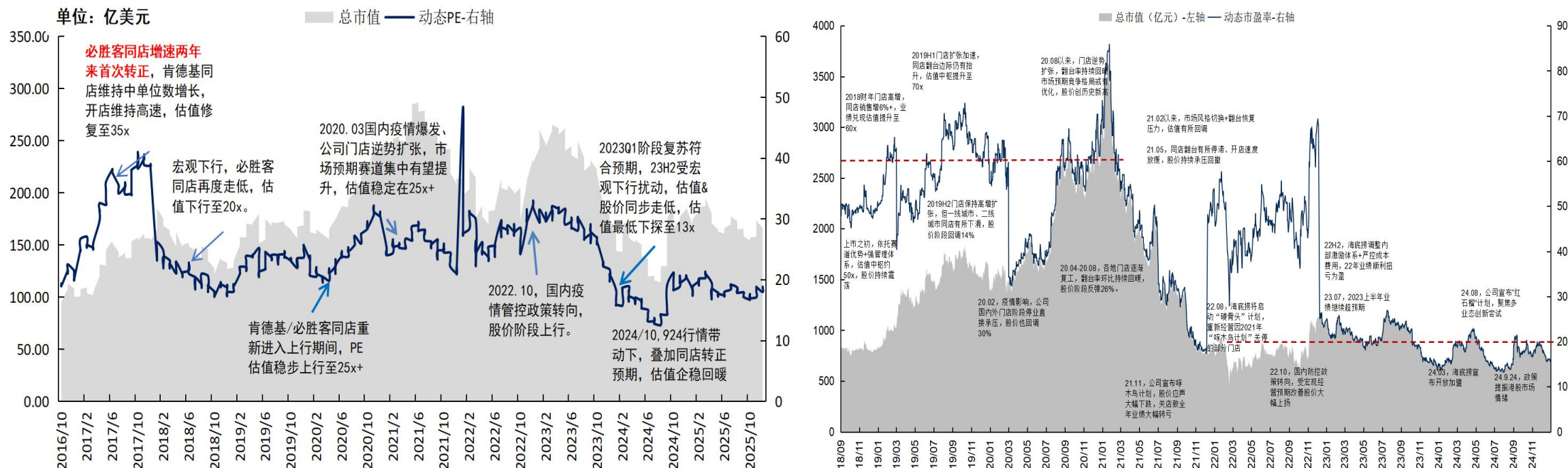
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 1、同店增速：企业业绩晴雨表，估值的锚指标

- **同店收入增速是餐企估值锚。**同店收入增速既表征公司现有门店盈利能力，也代表着门店未来的扩张潜力，是公司业绩动向的前瞻性指标，若品牌季度同店收入保持高增，往往意味着品牌处于业绩上升期，基于未来品牌的成长性估值往往也享受溢价；若品牌连续多个季度同店收入出现下滑，存量门店的基本面遭受到了增长压力，则意味品牌发展遇到了问题需要解决，短期业绩会有压力，估值往往也会相应调整。
- **同店收入增长动能来源。**一方面与品牌、品类所处生命阶段有关，新兴品牌同店韧性一般较强，核心在于品类发展早期、消费渗透提升的带动；若拉长时间维度看，同店持之以恒的增长则有赖于品牌的综合运营能力，尤其是偏存量消费逻辑的当下，能持续领先同业挖掘引领市场需求，产品端守住基本盘的同时，能够推陈出新，最终实现自身品牌份额的提升，最终换得同店收入的持续增长。

图：百胜中国（左图）、海底捞（右图）历史估值复盘，估值水平与同店增速高度联动



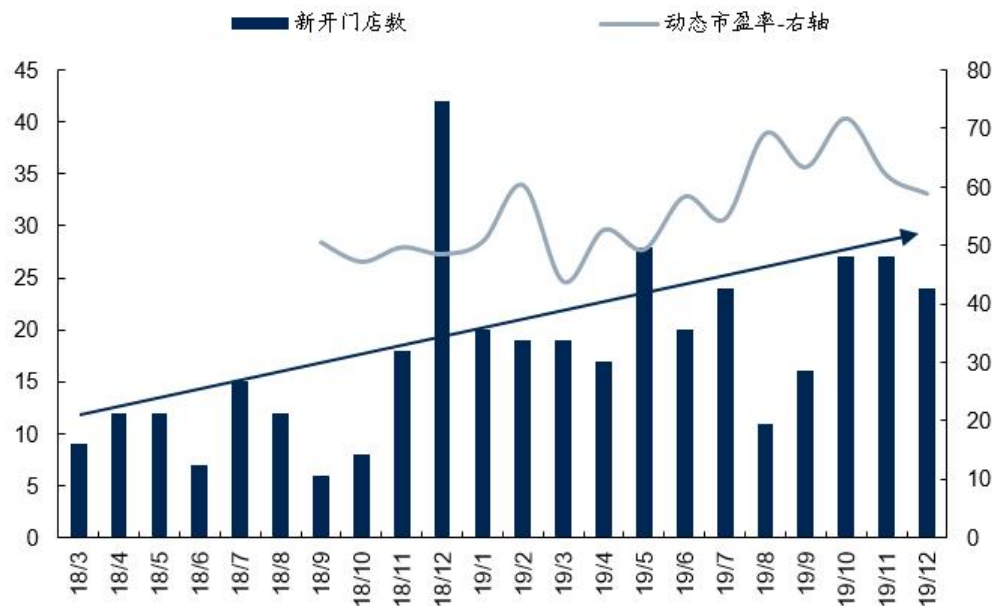
资料来源：公司公告，公司官网，彭博、Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2、开店增速：企业估值的放大器，健康的门店增长对估值有拉动作用

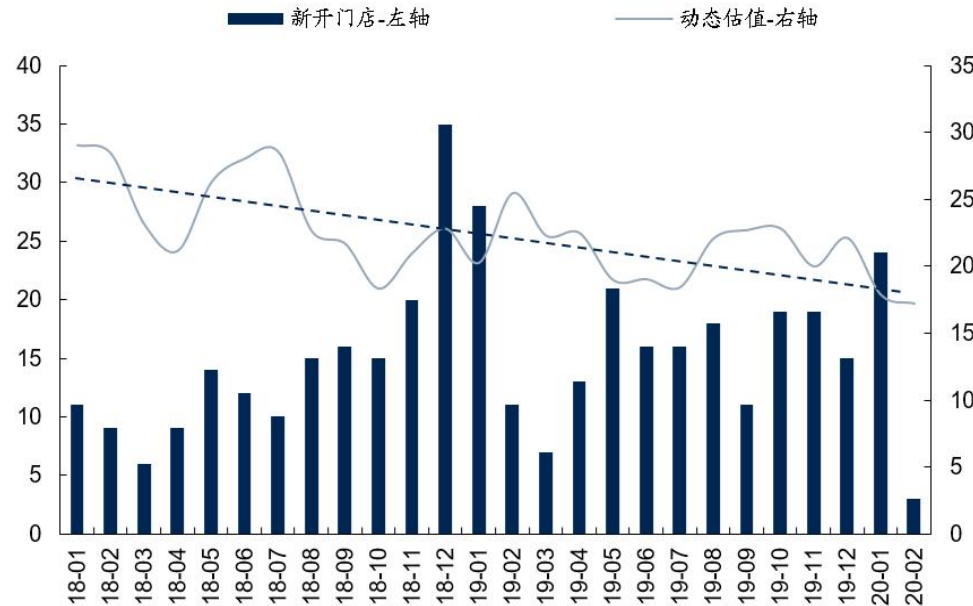
- 门店扩张对估值影响主要起到放大器作用。餐厅扩张对企业贡献的是增量收入与业绩，但在企业的不同发展时期，高速扩张的门店对餐饮企业的估值影响是截然相反的，需兼顾同店收入与收入利润的阶段表现。
- 1) 在一家餐饮品牌的强盛期，同店（成熟门店）收入保持增长、暂无下滑迹象，这种情况下新开出的门店往往会迅速度过经营爬坡期（老店门店部分排队等位客人转向新门店用餐），新门店爬坡成熟后，将会为企业贡献确定性的增量收入与业绩，**也即健康的门店扩张状态**，此阶段门店高速扩张支撑企业高估值水平，例如2019.02-2019.12时期的海底捞、2020.03-至今的太二酸菜鱼为例，2023年-2024年的达势股份，新开出的餐厅可迅速打平贡献收入业绩；2) 而当一家餐饮品牌逐渐成熟、同店收入增速转负，对于存量门店的经营优化便成为品牌阶段经营的第一要义，若仍保持原本激进门店扩张策略，则新开出的门店极有可能出现分流老店、爬坡期大幅拉长等负面作用，对于企业的成长逻辑有损伤的，很有可能出现“增收不增利”的情况。

图：海底捞（2019.02-2019.12）展店节奏持续加快，估值维持高位



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：呷哺呷哺（2018.09-2020.01）展店节奏持续加快，但估值水平走低

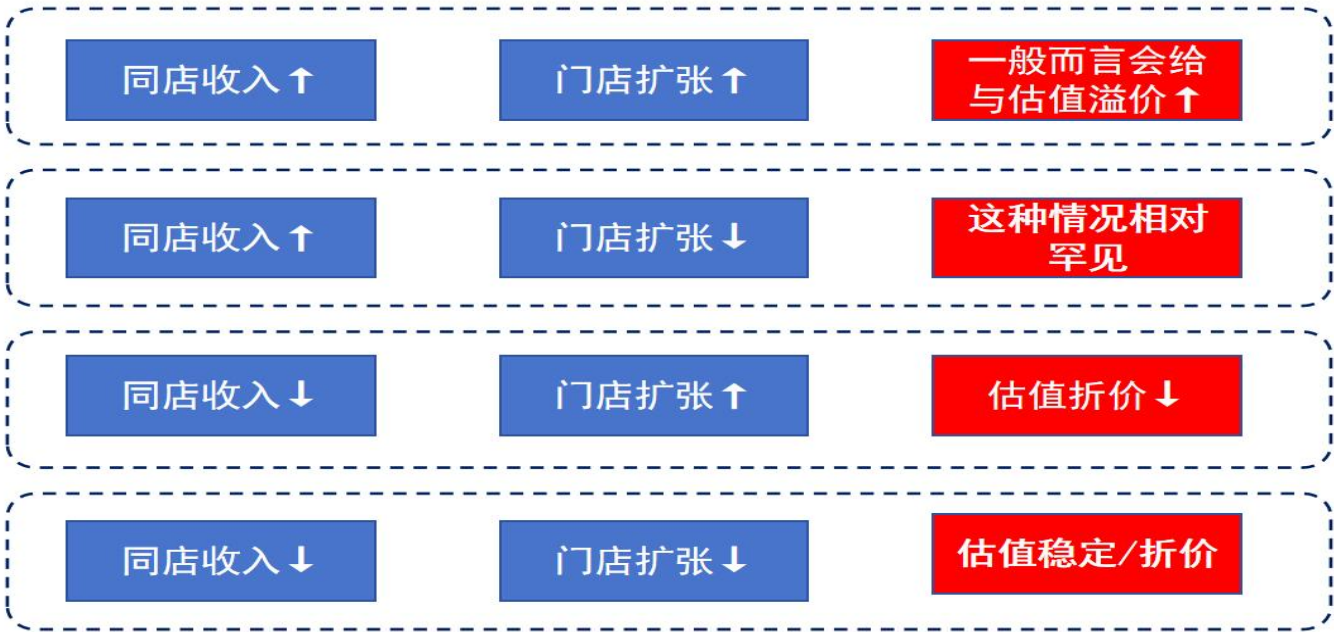


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

# 进阶思考：同店收入、门店扩张的估值协同性再讨论！

- 同店增长与门店扩张协同性分析。二者的估值协同性按情景分析如下，同店收入良性增长，叠加门店维持快速扩张，一般而言此类企业未来业绩的成长性与爆发力均不会差，资金也会给予估值溢价；若同店收入处于下行区间，而门店扩张维持较快增长，市场往往会担心门店之间的分流效应，估值一般会反映估值折价，即对企业经营未来的不确定性。若品牌同店处于下行区间，但阶段门店扩张节奏也相对谨慎，若品牌同店未来能有企稳预期，估值反而会相对稳定（2025年海底捞）；若放缓开店后、同店也难企稳则会估值折价。
- 部分个例情况分析。但实操来看，同店增长+门店扩张并非一定可以推导出企业定价的高估值，高估值的核心还是在于未来经营业绩的高成长性与确定性，若短期企业虽同店高增叠加门店快速扩张，但未来持续性较差，一般而言估值往往也不会出现溢价，如2025年外卖大战，茶饮龙头虽单店GMV同比高增、加盟商开店意愿较强，但考虑到同店增长更多是线上订单暴增带来，最终加盟商实收率不高，最终市场并不会基于短期业绩高增而给予估值溢价。简单来说，经营业绩的持续且健康的高增长，是估值溢价的核心观测点。

图：同店收入、门店扩张与估值水平情景分析

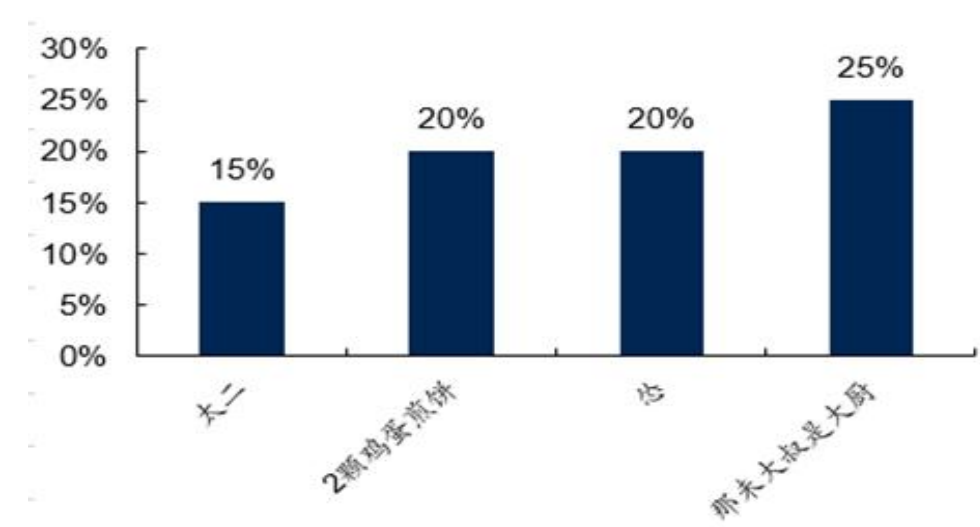


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

3、品牌孵化：必由之路，激励机制、团队间利益平衡为重中之重

- 行业高迭代率+消费者口味多变，单一品牌最终均面临天花板上限，积极勾勒第N条成长曲线是餐企必经之路。对于消费者来说，自身面对的餐厅选择非常多样，多元化品牌矩阵布局能够适应当今餐饮市场需求的多元变化；其次单一品牌最终都会面临开店饱和的问题，而多品牌发展则打开企业新的成长路径。如百胜中国积极孵化咖啡品牌、收购小肥羊、黄记煌多有尝试，海底捞内部提出红石榴计划寻求多元增长。
- 品牌孵化要素：优选赛道、管理团队、IP打造。一选赛道，优选标准化程度高，赛道空间大的赛道，其中标准化程度解决规划化复制难题，赛道空间大意味着要有足够多的目标受众。二拼管理，针对基层员工，明确晋升通道、完善收入保障可有效降低离职率；针对高管团队，采用股权绑定或业绩对赌机制，充分调动主观能动性。餐饮本身为劳动密集型行业，人的主观能动性激励需要现代化的管理体系保障。三看品牌调性打磨+供应链/会员体系打造，上述因素也是餐饮企业穿越周期的关键因子。
- 客观而言，新品牌孵化成功概率较低。品牌孵化最起码要解决两方面问题，一是创业团队的激励机制问题，二为新老团队的利益均衡问题；1) 品牌孵化需要配套制度调动主观能动性；2) 孵化品牌VS老品牌利益均衡，需要适当的制度来保证。但随着新孵化品牌的进一步壮大，集团势必需要在资金、物业、人才等资源方面给予新品牌更多的支持，而此举在一定程度上会妨害老品牌的发展，此时集团内部需要设立行之有效的制度来平衡双方团队的利益，以达到1+1>2的效果

图：九毛九创始团队持股模式是成功孵化太二的关键制度设计



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表：截止2025年1月海底捞旗下副品牌布局情况

| 品牌          | 品牌创立时间   | 细分赛道   | 客单价     | 门店数量 | 2024年毛开店数 |
|-------------|----------|--------|---------|------|-----------|
| 焰请烤肉铺子      | 2023年12月 | 融合烤肉   | 105.00元 | 38   | 16        |
| 苗师兄鱼虾锅      | 2021年3月  | 炒鸡香锅   | 49.94元  | 16   | 6         |
| 小嗨爱炸        | 2024年8月  | 炸鸡     | 36.22元  | 11   | 13        |
| 小嗨火锅        | 2023年9月  | 平价火锅   | 约70元    | 7    | 暂无数据      |
| 五谷三餐        | 2020年12月 | 中式快餐   | 19.67元  | 7    | 4         |
| 汉舍中国菜       | 2019年11月 | 精致中餐   | 167.50元 | 7    | 1         |
| 火焰官BarBecue | 2024年11月 | 烤串     | 约91元    | 1    | 1         |
| 沸派甄鲜小火锅     | 2024年11月 | 旋转小火锅  | 约49元    | 1    | 1         |
| 喵塘主麻辣烤鱼     | 2024年10月 | 烤鱼     | 约96元    | 1    | 1         |
| 十八余         | 2019年11月 | 米面快餐   | 24元     | 1    | 0         |
| 围吉山         | 2023年8月  | 云贵川创意菜 | 约300元   | 已闭店  | 0         |

资料来源：红餐网、窄门餐眼数据库、观潮新消费、国信证券经济研究所整理

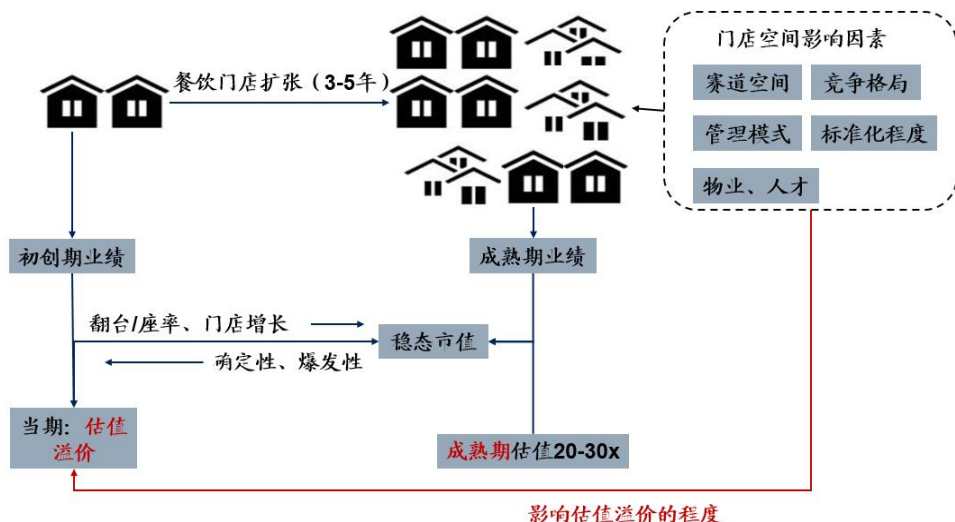
## 4、外部因素也会影响餐饮龙头估值定价

- 除去餐企基本面变化带来的估值溢价/折价，外部环境的变化同样会影响餐饮公司估值，部分情形整理如下：
- 1) 2020-2021年疫情下龙头份额逆势提升：如2020年疫情影响停业，阶段业绩虽较差，但龙头依托自身资金、品牌、管理优势业务迅速回暖、逆势扩张，行业出清、集中度提升预期带动行业估值大幅上扬；
- 2) 外卖战下茶饮龙头估值逆势高增：如2025年外卖战带来茶饮消费频次大幅提升，业绩显著提升预期也带来估值的阶段高增；
- 3) 市场流动性折价：考虑港股市场流动性，若市场流动性不高，也会影响部分公司估值水位，即使阶段数据相对不差。

# 溢价/折价：估值溢价源于品牌成长确定性与爆发力

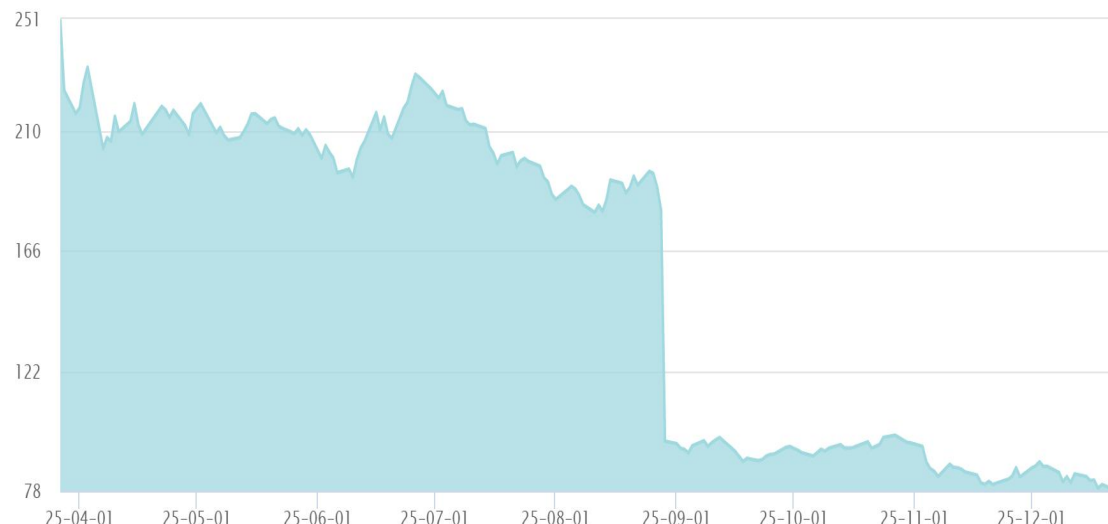
- 拉长维度看，目前餐饮茶饮龙头PE估值处于历史底部区域，但历史上部分强势能龙头动态PE估值最高可溢价至近100x，成因逻辑分析如下：
- 高势能品牌成长确定性与业绩爆发性，是彼时估值溢价核心。1) 高确定性：当一家餐饮品牌势能一旦建立，在不出现重大安全事故的前提下，品牌未来3-5年的成长确定性是较强的。2) 强爆发力：品牌势能建立后，公司大概率会加快品牌扩张步伐，抢占先发优势，扩大自身的份额。在品牌强势期内品牌经营业绩多会出现爆发式的增长。一方面是确定性带来的成长预期，另一方面是强爆发性下快速消化估值的能力，两方面因素导致高势能餐饮企业估值水平能够维持溢价状态。
- 估值溢价程度影响因素：赛道空间、竞争格局、管理能力等。赛道空间决定企业成长的持久性，以快餐、咖啡奶茶为代表的细分餐饮赛道拥有最广大的消费受众，存量区域的加密、异地的扩张都会为企业带来长久的成长动能；竞争格局决定最终体量，同处于现制饮品大赛道的不同企业，品牌竞争力不同最终会导致稳态下市场份额的差异，而成熟状态下公司体量不同也会带来当下估值的差异；管理体系是品牌成长、跨界孵化的基础，餐饮行业根本上是劳动密集型的行业，管理团队、基层制度、企业文化等软实力，是支撑现有品牌成长以及新品牌孵化的基础。综合而言，赛道空间、竞争格局、管理能力等因素最终均可归结为影响企业成熟期的业绩体量，而成熟情况下越大的利润体量往往对应越高的当期估值溢价。

图：餐饮企业估值溢价成因探讨



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：达势股份PE（TTM）估值水平明显高于板块平均水平



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

- 01** 餐饮行业：行业弱复苏龙头多元创收，线上渗透结构性亮点突出
- 02** 行情复盘：茶饮龙头显著受益于外卖大战，餐饮龙头走势相对分化
- 03** 子行业复盘：茶饮经营受益于外卖战，快餐显韧性，其余赛道阶段承压
- 04** 餐饮投资框架更新思考（2025年）
- 05** 投资建议：餐饮布局正当时，茶饮淘金确定性

## ■ 餐饮板块回顾与复盘：估值面、基本面与政策面处多重利好共振的拐点。

- 1) **2025年复盘回顾**：过往市场认为餐饮板块复苏节奏会较为曲折，主要基于对板块直营重资产潜在盈利拖累与品牌生命周期可持续性的担忧，受此影响2025年板块PE估值水平下探至8-18x，目前估值水平已经处于历史偏底部期间。
- 2) **展望2026年已积蓄多重向上势能**。首先，**餐饮板块基数相对健康**，由于业态属性特点多数餐企并未深度参与外卖战，基数相对可控，且积极消化了降价内卷与预制菜争议的阶段性冲击，为未来增长奠定了坚实的反弹基础；**其次，餐企在市场波动中苦练内功提升经营效能**，2025H1餐饮板块已经在逆风环境的盈利筑底企稳。再者，10月以来国内CPI指数企稳转正，价格信号回暖为同店销售提供更有力的反弹动能。而近期国家反复提及提振内需与服务业消费，2026年相关政策预期有望进一步稳固消费信心与经营环境。若后续同店复苏带动收入企稳反弹，直营模式餐饮企业将在收入回升时展现出经营杠杆效应，利润弹性有望充分释放，头部企业凭借成熟的供应链和品牌势能，开店扩张的节奏与质量将进入新一轮释放期，带来更为可观的成长。此外，考虑到百胜中国、海底捞主业已经进入相对平稳发展阶段，**现金流稳定，稳定的分红也增强了投资的额外看点**。

## ■ 茶饮板块回顾与复盘：穿越基数压力周期的茶饮龙头望获得估值溢价

- 1) **2025年复盘回顾**：蜜雪集团、古茗、沪上阿姨、霸王茶姬等茶饮龙头先后登陆资本市场，行业进入资本化发展新阶段，受益于茶饮消费的高频属性，平台发起的外卖补贴大战在短期内为品牌方带来了显著流量增长，直接提振了销售收入，也极大地激发了加盟商的投资热情，共同推动了茶饮龙头股价的领先表现，蜜雪集团、古茗上市以来股价分别涨60.99%、165.75%（25Q3因加盟商补贴投入增加有所回调）。
- 2) **2026年虽有高基数压力，优质茶饮龙头有望获得溢价**。2026年茶饮行业将从总量扩张转向经营分化与管理制胜，优秀的茶饮龙头通过对单店盈利模型的精准维护与构筑加盟商生态体系穿越周期。**行业未来的赢家将是那些通过产品持续创新与供应链成本优化，切实保障加盟商投资能在合理周期内稳定回收的头部企业**。优质的茶饮龙头通过构建利益共同体，不仅维护现有加盟商网络的稳定与信心，更能凭借已验证的成功模型和品牌势能，持续吸引新加盟商，在竞争激烈的市场中实现门店数量的净增长与市场份额的稳步提升。

2026年投资策略：餐饮布局正当时，茶饮淘金确定性



■ **投资建议：维持板块“优于大市”评级。**在基本面、估值面与政策面的综合视角下，具备强运营的餐饮龙头已显现配置价值；而茶饮虽面临增长基数压力，但运营与创新能力突出、能够保障加盟商稳定回报的龙头公司也有望穿越周期提升市场份额。**基于宏观环境稳健复苏假设，看好2026年同店复苏动能较强的餐饮龙头以及加盟商单店回收期优秀的茶饮龙头**，重点推荐海底捞、百胜中国、锅圈、古茗、蜜雪集团、小菜园。**若后续服务业消费政策进一步出台消费信心持续回暖，连锁餐饮板块在顺周期中具备业绩与股价弹性**，建议同步关注同庆楼、绿茶集团、达势股份、广州酒家、茶百道、沪上阿姨、九毛九等。此外，从中期视角看，我们也持续看好本地生活服务龙头美团-W，在新竞争格局下不断巩固自身竞争力的前景。

表：A/H连锁餐饮、茶饮龙头核心信息梳理表

| 代码         | 公司简称 | 股价<br>(元) | 总市值    | 同店收入/单店GMV增速 |        | 开店增速   |        | 股息+回购回报率<br>(不考虑特别派息) | 净利润     |        |        | EPS    |        |        | PE    |       |       | PEG   | 是否在沪<br>深港通 |
|------------|------|-----------|--------|--------------|--------|--------|--------|-----------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------------|
|            |      |           |        | 亿元           | 25E    | 26E    | 25E    | 26E                   | 25E     | 26E    | 27E    | 25E    | 26E    | 27E    | 25E   | 26E   | 27E   |       |             |
| 3690. HK   | 美团-W | 93. 7     | 5, 725 | -            | -      | -      | -      | -                     | -160. 4 | 124. 2 | 331. 9 | -2. 62 | 2. 03  | 5. 43  | -     | 46. 1 | 17. 3 | -     | 是           |
| 2097. HK   | 蜜雪集团 | 382. 9    | 1, 454 | 10. 0%       | 1. 0%  | 30. 8% | 24. 7% | -                     | 60. 3   | 74. 5  | 92. 2  | 15. 88 | 19. 62 | 24. 28 | 24. 1 | 19. 5 | 15. 8 | 0. 87 | 是           |
| 9987. HK   | 百胜中国 | 344. 2    | 1, 222 | 1. 5%        | 1. 5%  | 10. 4% | 10. 7% | 8. 8%                 | 68. 2   | 71. 3  | 76. 5  | 19. 20 | 20. 09 | 21. 55 | 17. 9 | 17. 1 | 16. 0 | 2. 68 | 是           |
| 6862. HK   | 海底捞  | 13. 3     | 739    | -4. 0%       | 3. 0%  | 5. 0%  | 6. 5%  | 5. 5%                 | 42. 2   | 47. 5  | 54. 2  | 0. 76  | 0. 85  | 0. 97  | 17. 5 | 15. 6 | 13. 6 | 3. 52 | 是           |
| 1364. HK   | 古茗   | 23. 2     | 553    | 26. 0%       | 0. 0%  | 31. 8% | 24. 6% | 2. 0%                 | 22. 2   | 27. 4  | 33. 1  | 0. 93  | 1. 15  | 1. 39  | 25. 0 | 20. 2 | 16. 7 | 0. 86 | 是           |
| 0999. HK   | 小菜园  | 8. 7      | 102    | -8. 0%       | -6. 0% | 19. 7% | 25. 0% | 4. 5%                 | 7. 7    | 9. 4   | 11. 2  | 0. 65  | 0. 80  | 0. 95  | 13. 3 | 10. 8 | 9. 1  | 0. 54 | 是           |
| 603043. SH | 广州酒家 | 18. 0     | 102    | -            | -      | -      | -      | 0. 7%                 | 5. 5    | 6. 1   | 6. 7   | 0. 97  | 1. 07  | 1. 17  | 18. 6 | 16. 8 | 15. 4 | 1. 80 | -           |
| 2555. HK   | 茶百道  | 6. 4      | 95     | 10. 0%       | -2. 5% | 6. 0%  | 10. 0% | 7. 3%                 | 8. 7    | 10. 1  | 11. 5  | 0. 59  | 0. 68  | 0. 78  | 10. 9 | 9. 3  | 8. 2  | 0. 34 | 是           |
| 1405. HK   | 达势股份 | 65. 3     | 86     | 0. 0%        | 1. 0%  | 30. 0% | 28. 0% | -                     | 1. 5    | 2. 4   | 3. 5   | 1. 13  | 1. 85  | 2. 67  | 57. 9 | 35. 2 | 24. 4 | 0. 68 | 是           |
| 2517. HK   | 锅圈   | 3. 2      | 89     | 8. 0%        | 4. 0%  | 11. 1% | 13. 0% | 4. 9%                 | 4. 3    | 5. 2   | 6. 3   | 0. 16  | 0. 19  | 0. 23  | 20. 5 | 16. 9 | 14. 0 | 0. 48 | 是           |
| 2589. HK   | 沪上阿姨 | 80. 6     | 85     | 22. 0%       | -4. 0% | 10. 9% | 20. 0% | 2. 0%                 | 4. 9    | 6. 2   | 7. 1   | 4. 67  | 5. 85  | 6. 79  | 17. 3 | 13. 8 | 11. 9 | 0. 61 | 是           |
| 605108. SH | 同庆楼  | 19. 5     | 51     | -            | -      | -      | -      | 1. 3%                 | 2. 2    | 3. 4   | 4. 4   | 0. 85  | 1. 30  | 1. 70  | 22. 9 | 15. 0 | 11. 5 | 0. 35 | -           |
| 6831. HK   | 绿茶集团 | 6. 0      | 40     | 1. 0%        | 2. 0%  | 30. 0% | 31. 0% | 0. 0%                 | 5. 1    | 6. 1   | 7. 1   | 0. 76  | 0. 90  | 1. 06  | 7. 8  | 6. 6  | 5. 7  | 0. 29 | 否           |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
注：单位均为人民币元；其中达势股份、茶百道、沪上阿姨盈利预测为wind一致预期；股息率除公司披露分红率外，其他均假设下半年分红率与上半年相同计算

- 一、同店恢复、门店扩张尤其异地扩张不及预期；
- 二、食品安全风险问题；
- 三、行业竞争加剧；
- 四、政策支持力度低于预期；
- 五、新品牌孵化进度低于预期。

| 国信证券投资评级                                                                                                                                                                                                                                |        |      |                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-----------------------|
| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                  | 类别     | 级别   | 说明                    |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                         | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032