

餐饮行业动态点评

从瑞幸和百胜中国看外卖补贴大战的得与失

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 社会服务 · 酒店餐饮

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：曾光 0755-82150809
证券分析师：张鲁 010-88005377
联系人：周瑛皓

zengguang@guosen.com.cn
zhanglu5@guosen.com.cn
zhouyinghao@guosen.com.cn

执证编码：S0980511040003
执证编码：S0980521120002

事项：

2025年11月17日，瑞幸咖啡披露2025Q3经营业绩数据；百胜中国举办线下投资者交流日。

国信社服观点：

1) 外卖大战下，瑞幸咖啡 VS 百胜中国 2025Q3 财报对比。瑞幸咖啡：外卖大战下收入同比高增，但利润受配送费用扰动。2025Q3，瑞幸咖啡收入 152.9 亿元/+50.2%；经营利润 17.8 亿元/+12.9%；归母净利润 12.8 亿元/-2.7%。外卖大战刺激了收入同比高增，但也导致了配送费用大幅上升，其中 2025Q3 配送费用 28.9 亿元/+211.4%，占比从 9.1%提升至 18.9%；百胜中国：外卖销售收入驱动效果显著，经营利润率则相对稳健。2025Q3，百胜中国收入 32.06 亿美元/+4.4%；经营利润 4.00 亿美元/+7.8%；归母净利润 2.82 亿美元/-5.1%，归母净利润同比下滑主因美团投资收益影响而非经营扰动。分渠道看，2025Q3，外卖收入同增 32%是核心驱动，外卖占餐厅收入占比已达 51%。外卖占比持续提升的同时，百胜中国经营利润率稳步抬升，2023Q3-2025Q3 分别为 11.1%/12.1%/12.5%。

2) 同样是借力外卖渠道拓宽收入来源，为何百胜中国经营利润率相对稳健，而瑞幸咖啡短期却有波动？一系竞争环境差异。咖啡奶茶是典型高频消费赛道，价格因补贴降低后会催生出大量需求，因此咖啡奶茶赛道成为平台补贴的聚焦方向。若品牌方不参与外卖业务，直接面临被同行价格内卷后丧失份额的风险，因此瑞幸最终选择积极与外卖平台合作，外卖订单高增也导致了配送费用大幅上行。而百胜中国所处的西式快餐/休闲餐饮赛道，并非平台补贴的重点发力方向，赛道品牌内卷程度较之饮品赛道也相对可控，外卖大战下也能够和堂食间达到较好的动态平衡，整体看百胜中国能够相对从容地参与外卖大战。

二是会员渠道贡献的差异。百胜中国私域运营经营丰富，会员销售占比约占 6 成，来自于会员销售渠道的线上订单，能够避免被三方平台多抽佣金；而瑞幸咖啡作为国内咖啡龙头佼佼者，也正在积极补齐自有 APP 运营能力，借助将核心优惠通过自有 App 的会员系统、微信私域独家发放的方法，尝试将外部流量转化为私域流量，进而平滑三方平台费用影响。

3) 维持行业“优于大市”评级。百胜中国通过借力外卖业务实现收入与利润的双重改善，背后系经营策略与会员体系的综合赋能；瑞幸咖啡借力外卖收入虽高增但利润阶段受到扰动，但公司目前也正通过私域流量运营以改善盈利状况。再次呼应我们前期外发的行业深度《餐饮行业专题报告：餐饮外卖业务，蜜糖还是砒霜？》的核心结论，外卖与堂食不是非此即彼的关系，“线上流量”与“线下体验”兼得是最理想的状态。参考上述两大龙头的运营经验，从外卖堂食战略成效以及未来进一步的盈利改善潜力角度，我们重点推荐小菜园、锅圈、古茗、蜜雪集团、海底捞、百胜中国；建议关注绿茶集团、达势股份、同庆楼、广州酒家、九毛九、茶百道、沪上阿姨等。此外，我们依然中期角度看好外卖与堂食业务“并驾齐驱”具有绝对的综合产业链赋能优势的平台龙头美团-W。

4) 风险提示：消费力复苏不及预期；食品安全风险；行业竞争加剧等。

评论：

◆ 外卖补贴大战下，百胜中国整体表现稳健，而瑞幸收入增长靓丽、利润则有压力

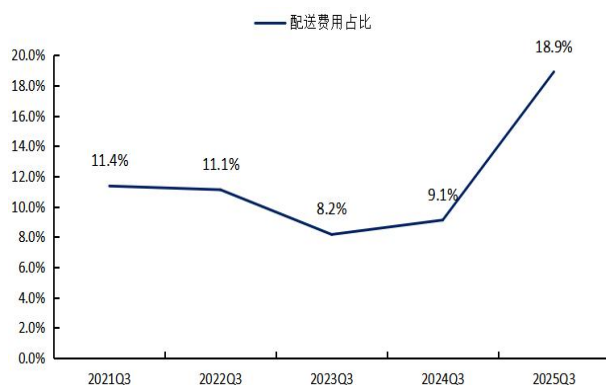
瑞幸咖啡：外卖大战下收入同比高增，但利润表现受到配送费用扰动。瑞幸咖啡披露 2025Q3 财报，公司实现营收 152.9 亿元，同比增长 50.2%；经营利润 17.8 亿元，同比增 12.9%；归母净利润 12.8 亿元，同比下降 2.7%。外卖大战一方面大幅刺激了门店收入增长，2025Q3 收入同比增长 50.2% 系公司过去 7 个季度内最高单季营收增速；另一方面，外卖大战也导致了配送费用的大幅上升，25Q3 单季配送费用达 28.9 亿元，同比增 211.4%，配送费用占比也从 9.1% 上升到 18.9%，最终导致了 25Q3 盈利能力的边际走低，参考下图数据，2023-2025Q3 的经营利润率分别为 13.4%、15.5%、11.6%，2025Q3 利润表现受到配送费用上行的扰动。

图1：2020Q3-2025Q3 瑞幸咖啡收入及利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

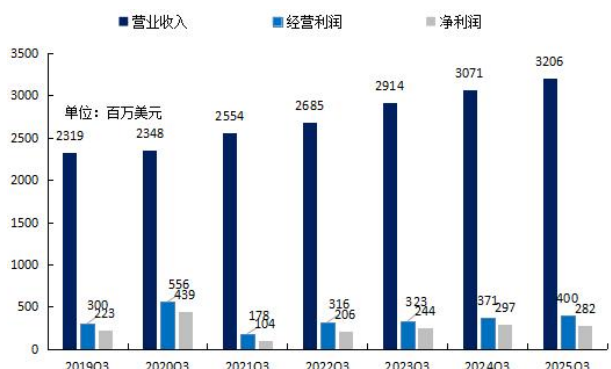
图2：2020Q3-2025Q3 瑞幸咖啡配送费用占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

百胜中国：外卖销售收入驱动效果同样显著，利润率表现相对稳健。2025Q3，公司实现收入 32.06 亿美元，同比+4.4%；实现经营利润 4.00 亿美元，同比+7.8%；归母净利润 2.82 亿美元，同比-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），EPS 为 0.77 美元。分渠道看，外卖收入同增 32%，环比 Q2（+22%）继续上行，2025Q3 外卖占餐厅收入占比已达到 51%（Q2 为 45%），线上外卖渠道系公司收入增长的核心驱动来源。从经营利润率看，百胜中国经营利润率稳步抬升，2023-2025Q3 经营利润分别为 11.1%、12.1%、12.5%。

图3：2020Q3-2025Q3 百胜中国收入及利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：2022 年至今外卖收入占比及收入同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 瑞幸咖啡 VS 百胜中国，如何看待外卖补贴大战下品牌的得与失？

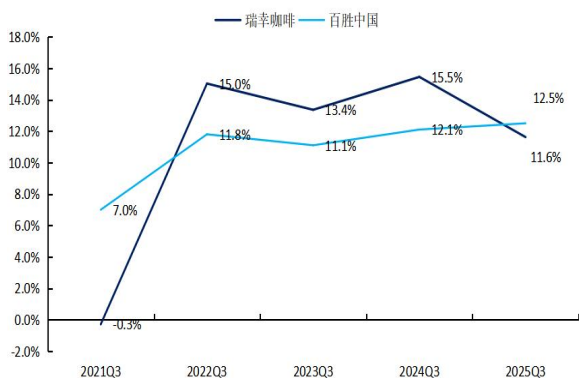
如下图所示，同样是借力外卖渠道拓宽收入来源，为何西式快餐龙头经营利润率能够稳步上行，而瑞幸咖啡短期却被配送费用扰动利润表现？我们分析原因如下：

一系二者外部竞争环境有差异。瑞幸所处的咖啡奶茶赛道，是典型的高频消费赛道，产品补贴价格降低后能催生出大量需求，因此咖啡奶茶也是本轮外卖平台方的补贴大战核心聚焦方向。对于单一品牌来说，若品牌方对外卖业务持相对谨慎的态度，则直接面临被同行内卷后丧失份额的风险，因此瑞幸也成为各平台“外卖补贴战”冲单的重点合作品牌之一。参考国际金融报信息，瑞幸董事长在近期采访中透露，公司加快了与外卖平台合作的步伐，从第三方平台来的流量和客户所占比例较此前大大提高。

而百胜中国处于西式快餐/休闲餐饮赛道，一方面不是外卖平台补贴的重点发力方向，其次赛道的经营竞争内卷程度较之饮品赛道也相对可控，即使外卖占比提升也能够和堂食间达到较好的平衡，因此百胜中国能够以相对从容的态度参与到外卖大战中来，在 2025 年 11 月投资者日上公司表示，核心品牌肯德基/必胜客保持平衡策略，即在推动销售的同时保障盈利能力；而肯悦咖啡则会更多借助平台增加了品牌曝光度，吸引额外客流量。

二是会员渠道贡献的差异。百胜中国 2025Q3 外卖渠道占比虽高达 5 成，但考虑到公司会员销售占比约为 60%，故部分线上订单来自于会员销售渠道，会员渠道的外卖订单（私域流量&部分为自有配送团队）可以避免被三方平台再多抽佣金；而瑞幸咖啡作为国内咖啡赛道的佼佼者，同样意识到自有 APP 流量的重要性，参考最新业绩会交流，公司加大了对自有 APP 的运营力度，试图将外卖补贴所带来的流量进行转化，如减少第三方平台的优惠力度，把最高价值的折扣券-瑞王卡等核心优惠全部一通过自有 App 的会员系统、微信私域独家发放，确保自有 APP 内为全渠道最低价，避免外卖平台的佣金抽成以及流量费。

图5：瑞幸咖啡 VS 百胜中国 2021Q3-2025Q3 经营利润率数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：百胜中国会员数量以及会员销售餐厅收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

维持行业“优于大市”评级。百胜中国与瑞幸咖啡在外卖大战下的应对策略值得所有餐饮企业学习借鉴，参考上文分析，西式快餐龙头百胜中国通过借力外卖业务取得收入与利润的双重改善，背后是经营策略与会员体系的综合赋能；瑞幸咖啡借力外卖后收入虽高增但利润受到外卖费用扰动，但公司目前也正通过自有 APP 将流量留在私域以改善盈利状况。再次呼应我们前期外发的行业深度《餐饮行业专题报告：餐饮外卖业务，蜜糖还是砒霜？》的核心结论，外卖与堂食不是非此即彼的关系，“线上流量”与“线下体验”兼得是理想状态。

结合当下宏观经济环境，从外卖堂食战略成效以及未来进一步的盈利改善潜力角度，我们重点推荐小菜园、

锅圈、古茗、蜜雪集团、海底捞、百胜中国；建议关注绿茶集团、达势股份、同庆楼、广州酒家、九毛九、茶百道等。此外，我们依然中期角度看好外卖与堂食业务“并驾齐驱”具有绝对的综合产业链赋能优势的平台龙头美团-W。

◆ 风险提示

消费力复苏不及预期；食品安全风险；行业竞争加剧等。

相关研究报告：

《餐饮行业专题报告-餐饮外卖业务，蜜糖还是砒霜？》——2025-11-13

《国信证券-社会服务-行业月报：连锁餐饮 10 月跟踪：优选性价比餐饮&茶饮龙头》——2025-10-15

《大众餐饮行业深度-解码大众餐饮龙头逆势增长的生意经》——2025-08-19

《餐饮行业 2024 年年报总结：行业供需重构变局之年，重视供应链与品牌流量价值》——2025-04-18

《新股前瞻研究系列 2-古茗万店计划的底气来源——“属地深耕”战略》——2025-01-13

免责声明

分析师声明

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。

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

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

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中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 层

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