

重塑新标尺，纵横寻长牛

——中国/美国/日本近30年餐饮深度复盘

行业评级：看好

2026年7月31日

分析师
联系方式
证书编号

钟烨晨
18017203325
S1230523060004

研究助理 王宇阳

引言：餐饮是全球公认容易诞生大牛股的优质赛道，海外多家餐饮龙头凭借充沛的现金流、较高的ROE、可复制的商业模式，数十年持续兑现盈利，为投资者带来丰厚回报。反观国内餐饮行业，拥有巨大消费底盘却长期缺少长牛的标杆企业，海外的投资逻辑总是失效，难以直接复用。由此引发思考：在中国特殊的餐饮土壤中，投资框架及跟踪体系该如何建立？本文围绕这一核心，复盘近30年中美日餐饮板块的发展，试图探索适配中国餐饮行业的投资方法论。

➤ 长周期视角下，中国餐饮仍处成长期。美日餐饮超额增速核心驱动为CPI，中国则取决于居民收入

- 基于社会发展阶段及CPI组成等差异，中国餐饮投资框架与美日存在显著差异。日本美国已处于成熟阶段，而中国仍处于“消费升级与体验扩容”阶段。在餐饮投资时，美日市场关注CPI；基于CPI组成部分的差异，中国市场更应关注居民收入指标，即居民收入是中国餐饮增速跑赢GDP的正向核心指标。每当中国居民收入指标持续向上时，餐饮通常实现高弹性的超额增长。

➤ 近30年周期复盘，美日各轮赛季王者不尽相同

- **美国复盘：**2007-2009年周期中，消费趋势呈现收入型全面衰退、全民消费降级的态势，衰退周期下餐饮业态属性出现分化，**平价有限服务**显著优于中高端正餐；2022-2026年周期中，消费趋势完全颠覆旧范式，呈现总量扩张但购买力分层的态势，**中高端餐饮**增速持续领跑平价快餐，精准客群定位与分层产品力成为核心胜负手。
- **日本复盘：**2007-2009年周期中，宏观总需求快速收缩推动外食行业整体承压，资本市场在衰退期更关注消费场景覆盖能力与经营稳定性，COLOWIDE凭借居酒屋等多业态布局，覆盖**社交聚餐场景**，股价表现优于单一平价快餐业态泉膳。2022-2026年周期中，外食市场在通胀环境下持续扩容，消费需求进一步向场景价值迁移，增长驱动由价格优势转向体验升级，泉膳增长引擎由食其家平价快餐切换至滨寿司代表的**体验型家庭聚餐**。

➤ 经济增长+外食渗透+连锁升级，共同构建中国餐饮长期增长的底层基石

- 首先，GDP是中国餐饮长期扩容的底层驱动力。对比美日经济体，美国存在产业空心化问题，日本早已步入长期低增长的成熟阶段，二者经济内生增长动能持续弱化。中国经济总量持续保持稳健增长，居民收入整体水平持续提升，消费升级仍具长期空间。其次，外食化率提升是餐饮长期增长的重要来源。对比美国、日本成熟市场，中国居民饮食结构仍处于由内食向外食迁移阶段。随着城镇化推进、双职工家庭普及、生活节奏加快以及餐饮供应链工业化程度提升，居民在外就餐的机会成本持续下降，外食消费渗透率仍有提升空间。再者，连锁化率提升是餐饮产业升级的核心方向。相比美日的成熟餐饮市场，当前中国餐饮连锁化率处于较低水平，中国餐饮正在经历由数量扩张向效率竞争的转变。

➤ 消费场景与经营效率是当前中国餐饮竞争的胜负手，重点关注兼具体验价值及平台优势的龙头企业

- 当前中国消费呈现K型分化，体验价值成为本轮竞争核心。复盘美国墨式烧烤、日本滨寿司等周期经验，具备体验属性的餐饮企业更容易突破传统价格竞争，通过消费场景升级获得更高增长弹性。供应链体系逐步成熟，连锁龙头进入效率提升周期。复盘美国麦当劳、日本泉膳等长期赢家，平台能力决定企业长期扩张能力，供应链、加盟体系及规模运营优势将持续推动龙头提升市场份额。由此我们认为，兼具体验价值及平台能力优势的龙头更有机会在此类周期竞争中脱颖而出，有望成为长牛标的。基于此，我们重点关注**海底捞、百胜中国、蜜雪集团及古茗4家代表性龙头**。

- **风险提示：**宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、数据统计偏差风险等。

目录

CONTENTS

- 01 中国餐饮具长期投资价值!
- 02 中国vs美日，相同与不同?
- 03 具体标的，谁是赛季王者?
- 04 国内机遇及重要标的复盘
- 05 风险提示

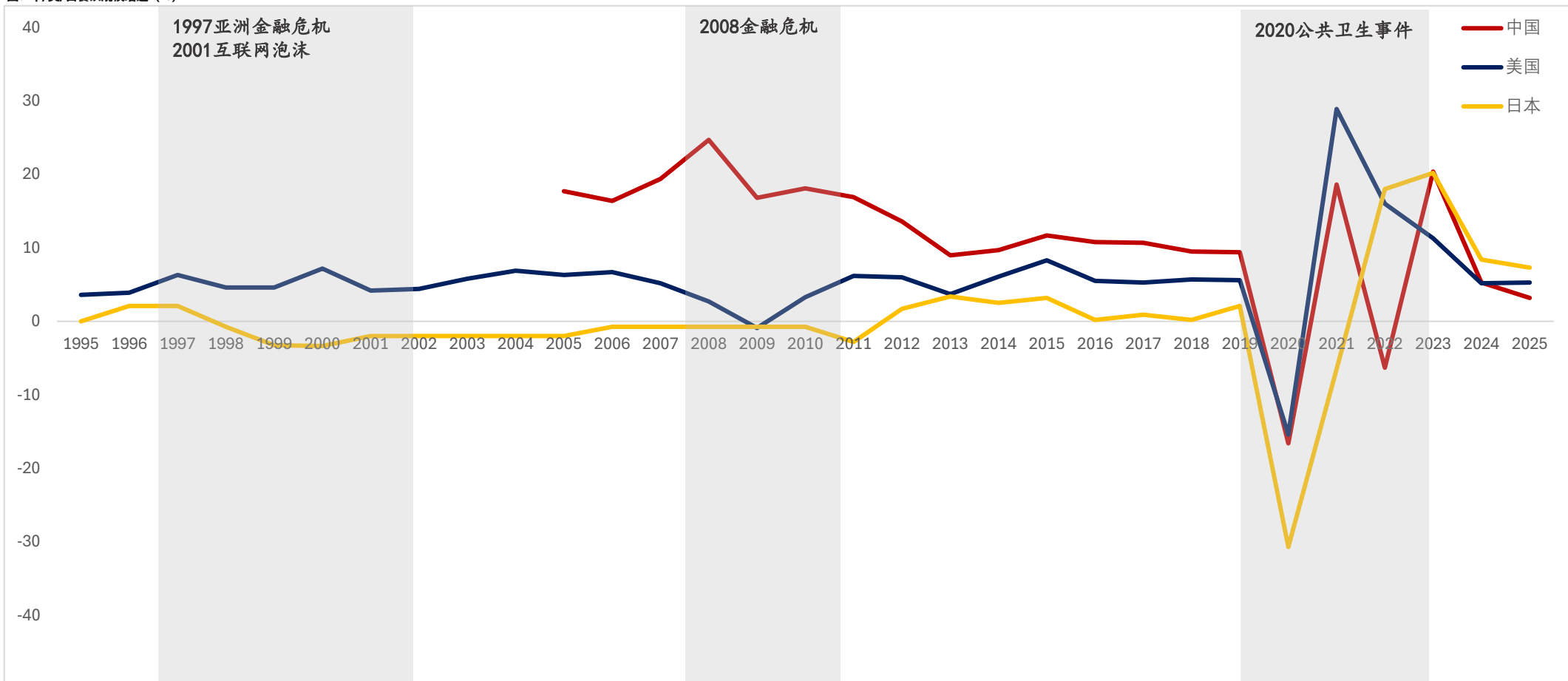
01

中国餐饮具备长期投资价值！

- 多轮周期往复，广义外食化率稳健上行，长周期下广义外食赛道跑赢内食赛道。
- 即使发达国家，连锁化率依旧持续上行，连锁餐饮增速预计跑赢整体餐饮增速。
- 中国仍处于“消费升级与体验扩容”阶段，长周期视角下中国餐饮仍处成长期。
- CPI之于美国/日本，居民收入之于中国，是餐饮超额GDP增长的核心正向变量。

- 1995年至今全球主要经历3轮周期，分别为**2000年前后的亚洲金融危机+互联网泡沫**、**2008年的全球金融危机**、**2020年的公共卫生事件**。
- **第一轮2000年前后**：美国餐饮增速稳健，日本餐饮开始降速。
- **第二轮2008年之后**：美国餐饮增速短暂回落后较快恢复，日本餐饮降幅走扩后直至2011年恢复正增长，中国餐饮增速几乎未受影响。
- **第三轮2020年之后**：美国餐饮增速短暂回落后较快恢复，日本餐饮增速短暂回落后较快恢复，中国餐饮增速波动较大。

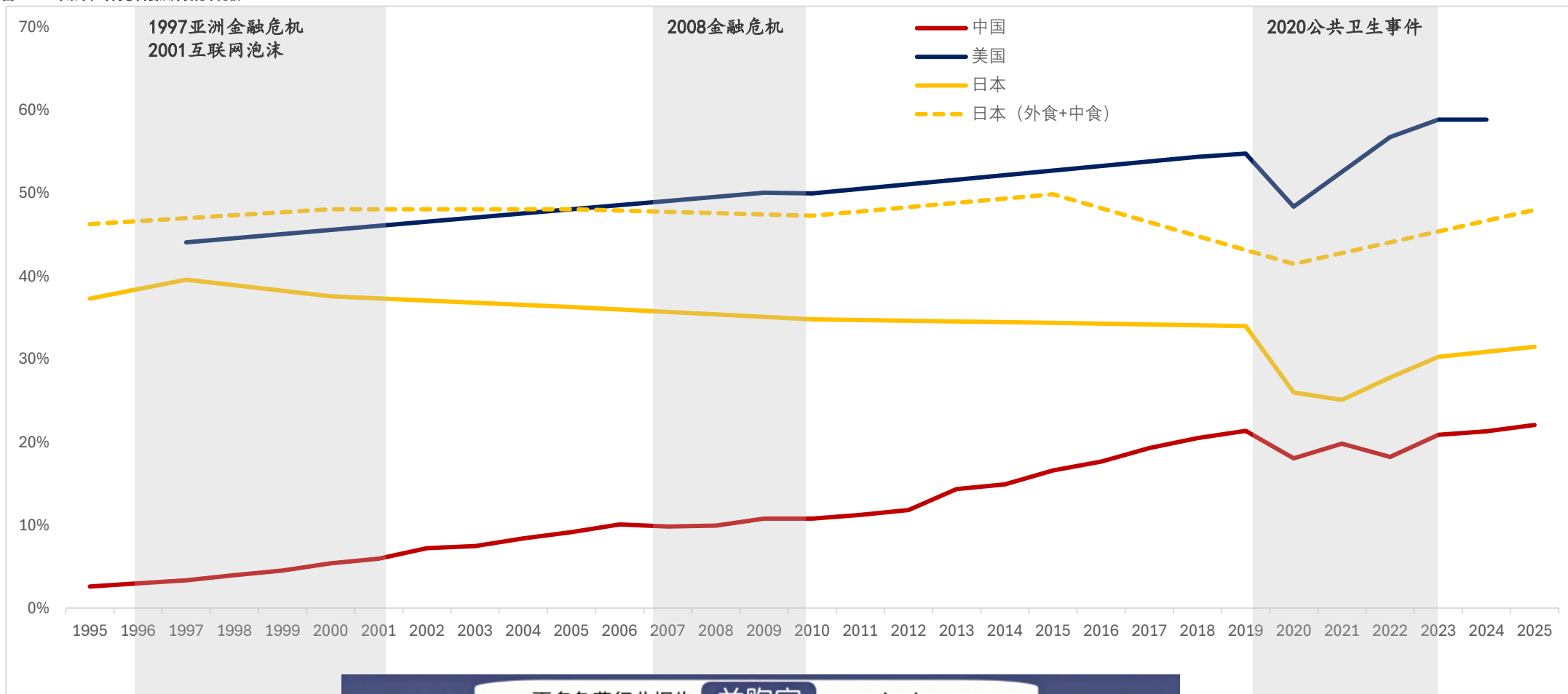
图：中/美/日餐饮规模增速（%）



考虑日本特有的中食文化后，中美日广义外食化率整体趋势上行。外食化率是外出就餐在居民饮食中渗透率的体现，多国长期趋势上行的本质在于双职工家庭普及后在家用餐的机会成本抬升、餐饮供应链工业化程度提升、城镇化率攀升等，时代性趋势已现，长期趋势不可逆。**我们认为，外食化率长期趋势上行是非通缩周期中餐饮增速持续跑赢GDP的重要驱动因素。**

- **美国：**3轮周期均未影响外食化率整体上行趋势。仅2020年因公共卫生事件出行受限短暂影响，2022年显著恢复上行趋势。
- **日本：**3轮周期影响外食化率整体上行趋势，考虑日本特有的中食文化后，外食+中食（广义外食）占比整体趋势持平或上行。
- **中国：**3轮周期均未影响外食化率整体上行趋势。仅2020年因公共卫生事件出行受限短暂影响，2022年恢复上行趋势。

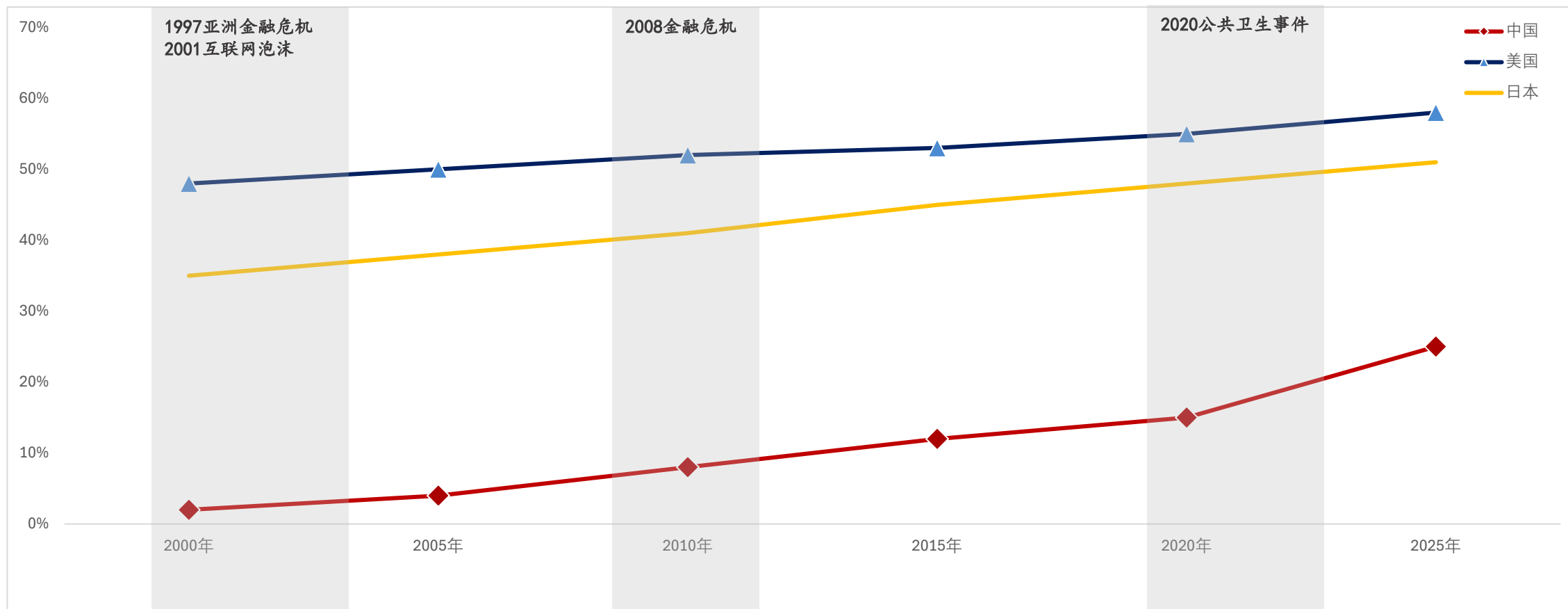
图：1995年以来，中/美/日餐饮外食化率比较



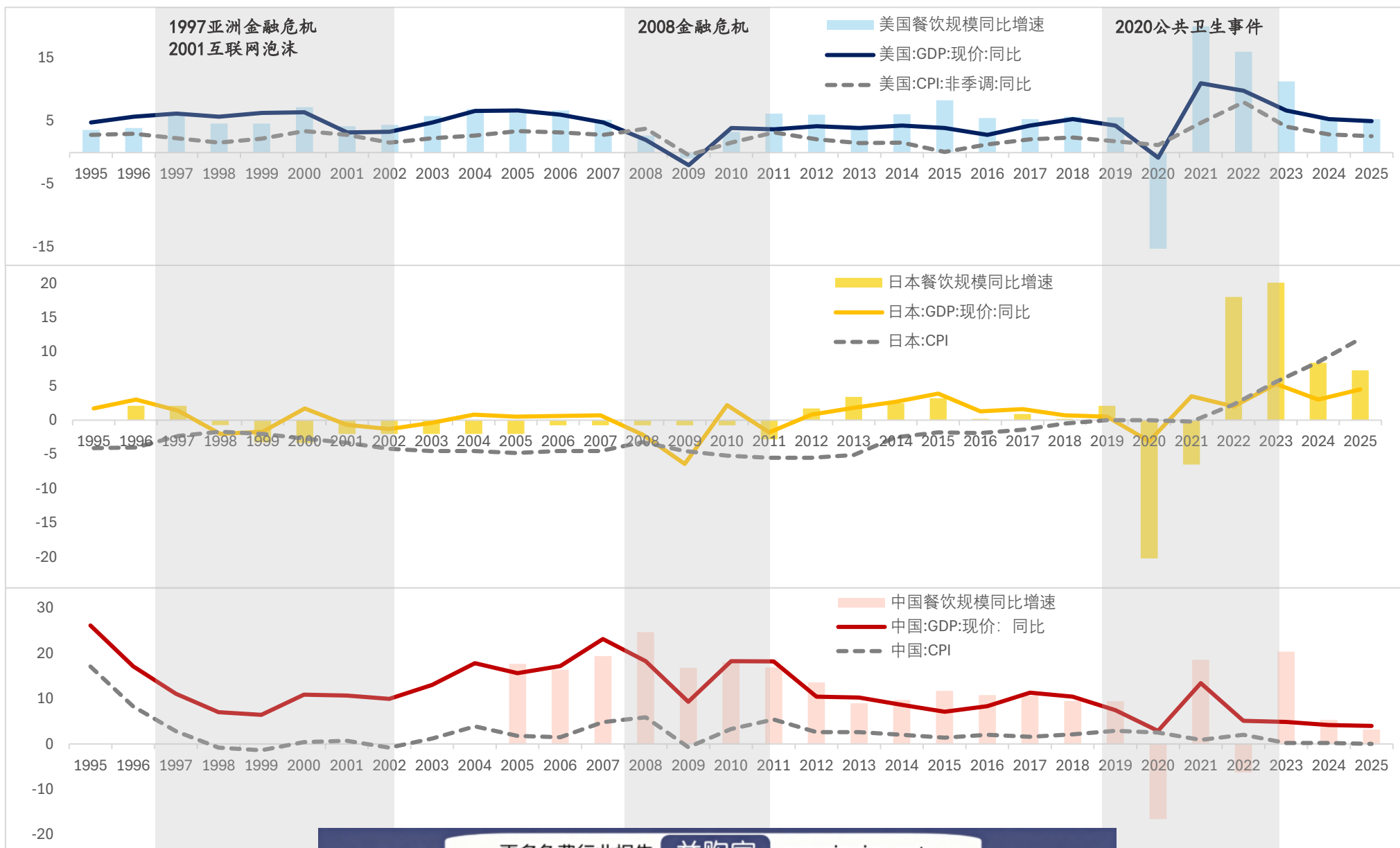
- **美国**：3轮周期均未影响连锁化率整体上行趋势。当前美国餐饮连锁化率（门店数计）近60%/连锁化率（销售额计）近70%。
- **日本**：3轮周期均未影响连锁化率整体上行趋势。当前日本餐饮连锁化率（门店数计）约50%/连锁化率（销售额计）近60%。
- **中国**：3轮周期均未影响连锁化率整体上行趋势。当前中国餐饮连锁化率（门店数计）约25%/连锁化率（销售额计）近30%。

各国销售额计算的连锁化率均大于门店数计算的口径，即连锁品牌单店销售额显著大于非连锁，马太效应显著呈现。我们认为，连锁化率长期趋势上行是连锁餐饮增速长期跑赢餐饮大盘的重要驱动因素，也是美国日本股市中总跑出餐饮大牛股的重要原因。

图：1995年以来，中/美/日餐饮连锁化率比较



图：1995年以来，中/美/日餐饮规模增速、GDP名义增速、CPI比较 (%)



居民收入是中国餐饮增速跑赢GDP的正向核心变量。

- ✓ 兼具数据可得性及统一性，美国选取1996Q1以来、日本选取2009Q1以来、中国选取2013Q4以来季度数据，令DEG=餐饮超额名义GDP的增速、ICM=人均可支配收入同比增速，做关于CPI、人均可支配收入同比增速的线性回归，可得如下结果：

美国： $DEG_t = +1.63CPI_t - 0.65ICM_t - 0.31$

注：本次回归p-value显著小于0.01，具统计学意义，极度显著。

日本： $DEG_t = +9.77CPI_t - 3.20ICM_t + 0.23$

注：本次回归p-value显著小于0.05，具统计学意义，高度显著。

中国： $DEG_t = -6.64CPI_t + 3.52ICM_t - 16.5$

注：本次回归p-value显著小于0.01，具统计学意义，极度显著。

根据上述回归，我们不难发现：

- 对于美国与日本而言，餐饮超额增长与CPI正相关，而与人均可支配收入负相关；
- 中国情况则恰恰相反，餐饮超额增长与CPI负相关，而与人均可支配收入正相关。
- 我们认为，产生显著差异背后的原因主要在于：社会发展阶段和CPI组成差异。
- 首先，中国与美国日本在社会发展阶段上有显著差异。美国日本其餐饮连锁化率、外食化率、居民收入等均显著高于中国，已进入成熟发展阶段。对于他们而言，收入暴增会流向资产端，导致餐饮相对增速落后。而中国仍处于“消费升级与体验扩容”阶段，外出就餐对中国最广大的普通居民而言，仍属于升级及体验需求。当可支配收入实质性增加时，居民会显著增加在外就餐的频次和客单价，推动行业爆发出显著超越GDP的超额增速。
- 其次，中国的CPI组成与美国日本有显著差异。中国CPI组成中商品驱动强于服务，商品权重超60%。具体来看，食品及烟酒类占据30%左右最高份额，中国CPI的波动对猪肉涨价十分敏感，猪肉等食材作为餐饮重要的原材料，其涨价对于餐饮往往是负向的成本压力。而美国日本则不然，以美国为例，2025年美国CPI中居住类权重高达约33%，其CPI上涨本质是服务型通胀。
- 基于以上数据及回归结果，我们认为，中国餐饮投资与日本美国存在显著差异。日本美国已处于成熟阶段，而中国仍处于“消费升级与体验扩容”阶段，长周期视角下中国餐饮仍处成长期。每当中国居民收入指标持续向上时，餐饮通常实现高弹性的超额增长。在餐饮投资时，美国日本市场关注CPI，基于CPI组成部分的差异，中国市场更应关注居民收入指标，即居民收入是中国餐饮增速跑赢GDP的正向核心指标。

02

中国vs美日，相同与不同

- **2007-2009年美国：平价消费防御**

相似处：宏观下行压制餐饮消费；不同处：美国消费降级明显，中国政策托底快速修复

- **2007-2009年日本：外食需求下行**

相似处：总需求走弱拖累外食行业；不同处：日本陷入通缩衰退，中国维持高增长修复

- **2020-2024年美国：扩容周期K型分化**

相似处：消费分层推动餐饮分化；不同处：美国收入分层主导，中国供给出清主导

- **2020-2024年日本：场景价值进一步深化**

相似处：场景分化推动业态分化；不同处：日本体验消费升级，中国头部企业龙头集中

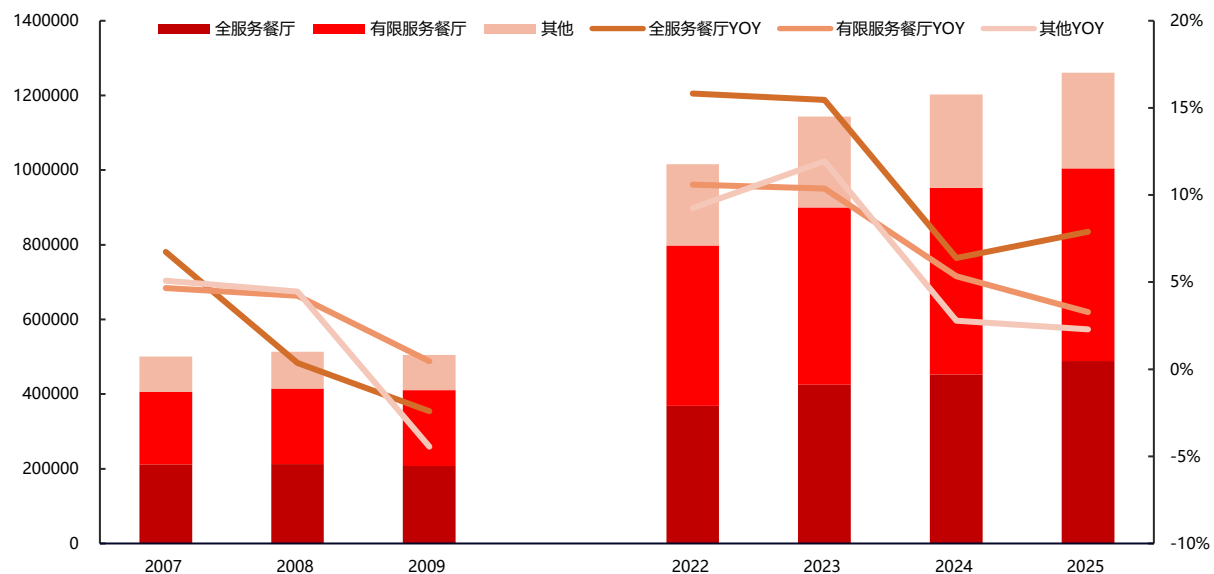
■ 2007-2009周期：收入型全面衰退，总量收缩催生全民线性餐饮消费降级。

- **衰退周期下餐饮业属性出现分化，平价有限服务显著优于中高端正餐。**2008Q4，GDP同比转负至-2.5%，外食市场销售额同比跌至-2.9%；2009年CPI最低回落至-2.1%进入通缩区间，居民收入、就业、信贷同步收紧，整体压缩外食预算，2009年外食市场销售额同比跌至-2%。
- **需求端**，2008年有限服务餐厅销售额同比+4%、全服务餐厅0增长；2009年有限服务增速持平0%、全服务同比-2%。
- **供给端**，餐饮整体连锁化率（按销售额计）由2007年44.7%提升至2009年45.5%，其中有限服务餐厅连锁化率稳定80%以上，全服务仅32%，标准化与供应链优势放大平价赛道红利。

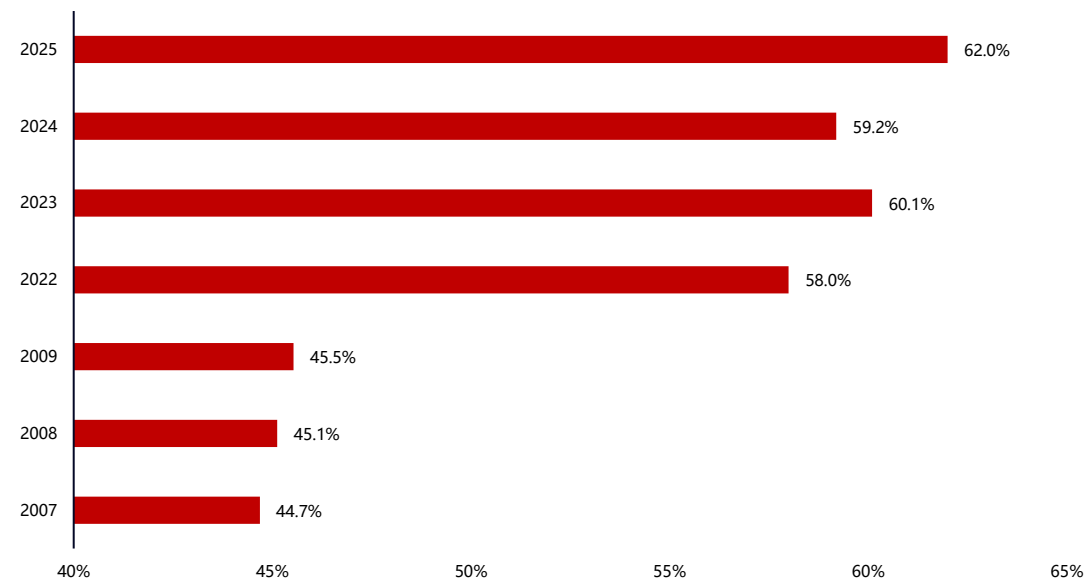
■ 2022-2026周期：总量扩张但购买力分层颠覆旧周期范式。

- **中高端餐饮增速持续领跑平价快餐，精准客群定位与分层产品力成为核心胜负手。**2022-2025年GDP全程维持正增长，CPI在2022年6月冲高至9.06%，2024-2025年回落至2.3%-3.0%区间，2026年5月再度反弹至4.2%。外食市场销售额连续多年双位数/中单位数扩张，2022-2025年全服务餐厅年度增速持续高于有限服务（2022年16%vs11%、2025年8%vs3%）；全服务销售占比自36%抬升至39%，居民消费向体验、品质型中长期升级。行业总量扩张但平价有限服务赛道景气持续走弱。
- **从行业结构来看**，美国餐饮连锁化率（按销售额计）由2022年58%提升至2025年62%。但在中低收入平价快餐客群价格敏感度抬升，高收入群体购买力持续支撑中高端餐饮的K型消费格局下，连锁化规模红利已无法普惠传统平价龙头，精准客群定位与分层产品力成为本轮周期核心竞争胜负手。

图：外食消费分类及销售额情况（百万美元，%）



图：按销售额计算，美国餐厅连锁化率



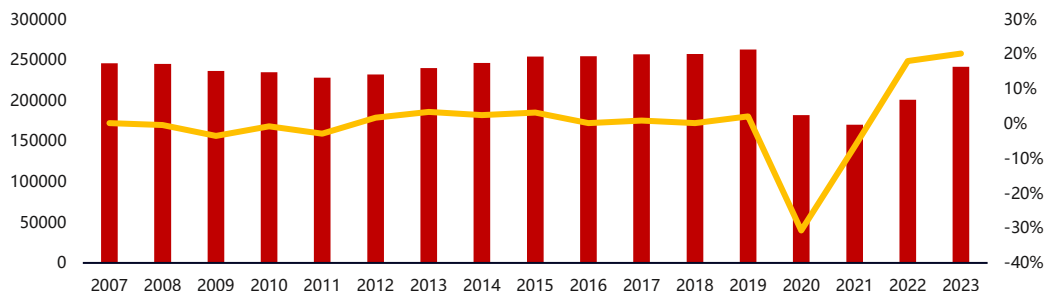
■ 2007-2009周期：宏观总需求快速收缩驱动外食行业整体同步下行。

- **CPI冲高转通缩、GDP深跌、外食转负，总需求全面萎缩。**日本CPI受输入型通胀推动于2008年7月冲高至+2.3%，随后急坠，2009年均值-1.34%、最低-2.5%重回通缩；GDP同比2008Q4转负至-3.7%、2009Q1深跌至-8.3%且四个季度均为负；外食市场销售额同比由2007年的约0增长转为2008/2009年的-0.3%/-3.5%。

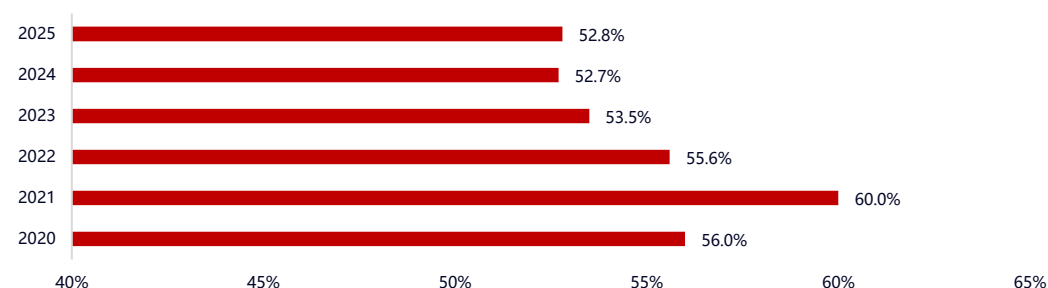
■ 2022-2026周期：外食市场规模持续扩容，餐饮消费增长依托场景需求驱动。

- **通胀驱动日本外食总量高增，业态分层分化成核心特征。**日本CPI自2022年初+0.5%攀升至2023年1月峰值+4.3%，2024-2025年高位运行于2.1%-4.0%，2026年回落至+1.5%的温和水平；GDP多数季度温和正增长；外食市场销售额同比连续多年正增长，2022年均值+13.4%、2023年+14.4%的两位数高增，2024年回落至+8.5%、2025年+7.3%的中高个位数。
- **从行业结构来看，**日本餐饮连锁化率已处于较高水平。根据欧睿国际口径，2020-2025年按销售额计算，日本餐饮连锁化率始终保持在50%以上。尽管公共卫生事件后消费结构修复导致销售额口径连锁化率有所波动，但长期来看，日本餐饮行业集中度仍持续提升，我们预计连锁品牌销售增速将跑赢行业整体。
- **分业态数据来看，**居酒屋/酒馆业态在2022-2023年高基数反弹后快速回落至2024年/2025年/2026年前5个月的+5.7%/+4.0%/+4.2%，呈现明显增速塌缩；而家庭餐厅在2022-2023年维持+18.8%/+18.1%的高增长，显著领先快餐（同期约+7.9%/+10.5%），即便2024-2025年回归常态后仍基本与快餐持平（均约+7%）。

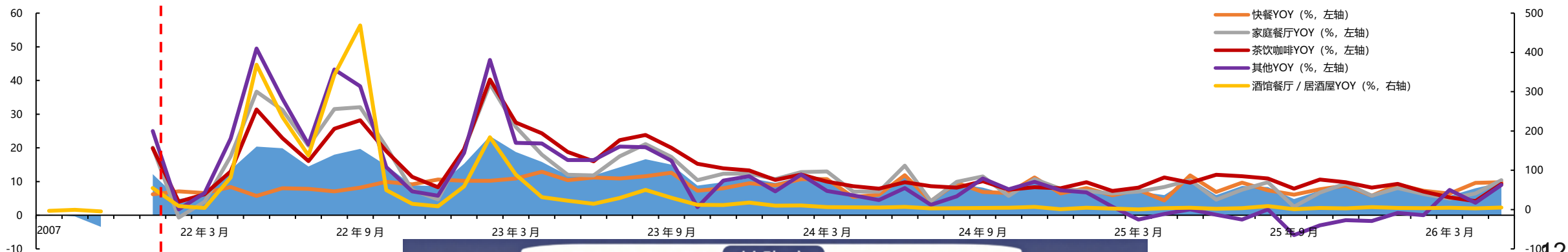
图：日本外食市场规模（亿日元）及同比（%）



图：按销售额计算，日本餐厅连锁化率



图：日本外食细分领域销售额同比（%）



➤ 中国餐饮长期逻辑——经济增长、外食渗透、连锁升级

✓ 经济总量：持续增长，始终稳健上行

- GDP是餐饮长期扩容的底层驱动力。相比日本成熟经济体进入低增长阶段，中国经济总量仍保持稳健增长，居民收入水平持续提升，消费升级仍具长期空间。餐饮作为顺周期消费领域，其需求扩张与居民收入增长高度相关。**我们认为，随着中国居民消费能力持续提升，餐饮消费将持续受益于外出就餐频次提升及客单价升级，行业长期仍处成长阶段。**

✓ 外食化率：低位且上行

- 外食化率提升是餐饮长期增长的重要来源。对比美国、日本成熟市场，中国居民饮食结构仍处于由内食向外食迁移阶段。随着城镇化推进、双职工家庭普及、生活节奏加快以及餐饮供应链工业化程度提升，居民在外就餐的机会成本持续下降，外食消费渗透率仍有提升空间。**我们认为，外食化趋势将推动餐饮规模长期扩容，餐饮增速有望持续跑赢广义食品消费；长期视角下，居民收入的持续提升将支撑餐饮行业跑赢GDP增长。**

✓ 连锁化率：低位且上行

- 连锁化率提升是餐饮产业升级的核心方向。相比美国、日本成熟餐饮市场，中国餐饮行业仍较为分散，连锁化率处于较低水平。随着标准化能力提升、供应链体系完善及数字化运营普及，中国餐饮行业供给持续出清，行业集中度进入提升周期与美日餐饮市场发展规律一致，正在经历由数量扩张向效率竞争的转变。**我们认为，连锁化率提升将推动资源持续向具备品牌、供应链及规模优势的龙头企业集中，连锁餐饮增速有望长期跑赢行业整体。**

➤ 基于上述经济增长、外食渗透、连锁升级三大长期核心逻辑，下文将对标美国、日本成熟餐饮市场的发展特征与增长规律，重点聚焦中国餐饮行业的周期特征。

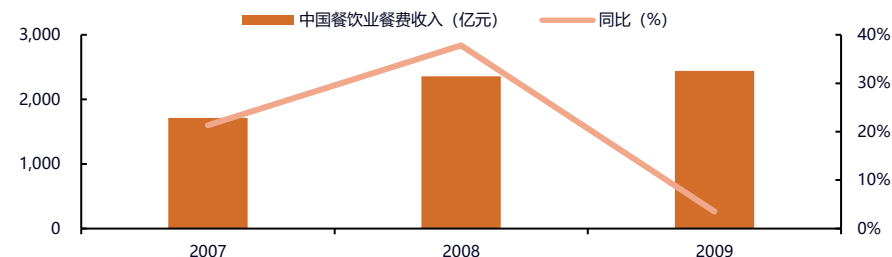
■ 2007-2009周期：金融危机冲击下增速断崖式回落，四万亿刺激后快速修复。

- **CPI冲高回落、GDP深跌，政策强托底实现V型反弹。** 2007-2008年上半年经济过热，CPI攀升至2008年2月的8.7%高点；下半年全球金融危机爆发，GDP增速从2007年14.2%快速回落至2009Q1的6.4%低点。2008年底“四万亿”刺激政策出台，经济迅速V型反弹，2009全年GDP增长9.4%，2010年重回10.6%高增速。
- **可选消费属性凸显，餐饮收入弹性剧烈波动。** 中国餐饮业零售额呈现典型“高峰—骤降—修复”周期脉络：2008年行业零售额增速回落，全年收入2355亿元，同比大增38%；2009年受金融危机直接冲击，增速骤降至仅4%（收入2441亿元），充分体现可选消费品在经济下行期的高弹性。2010年起在刺激政策带动下快速修复，增速回升至19%（收入2893亿元），2011年维持19%的高增长（收入3434亿元）。

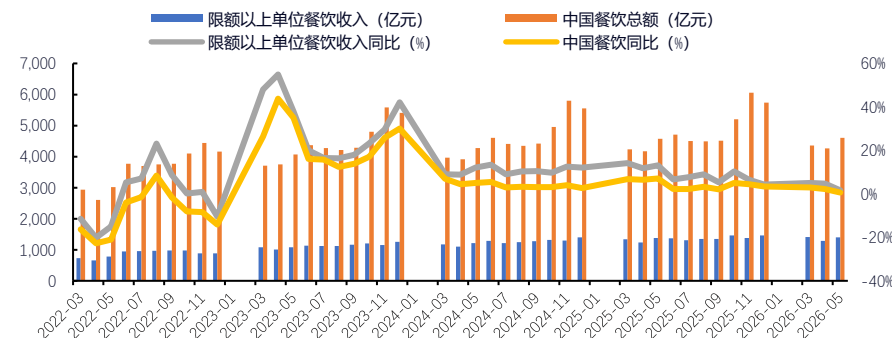
■ 2022-2026周期：餐饮消费经历“反弹—回落—调整”三阶段。

- **2023年以来，受宏观需求放缓及供给快速扩张影响，中国餐饮行业经历供需错配阶段，行业增长由过去依靠门店扩张的增量模式逐步转向存量竞争下的结构优化。** CPI自2023年下半年进入低位运行区间，2024-2025年维持低位，2026年逐步回升至温和正增长；GDP整体保持4.5%-5.5%的平稳增长区间。受低基数影响，社零餐饮收入2023年实现双位数增长，随后逐步回归常态，2024年增速回落至3%-5%，2025-2026年进一步放缓至0%-6%，行业总量进入温和增长阶段。
- **需求端：中国餐饮核心变量是居民收入水平，总量复苏温和，消费场景分化推动头部品牌率先修复。** 本轮周期区别于过去行业高速扩张阶段，餐饮消费并未呈现全面复苏，而是表现为明显的K型分化：具备高频消费属性、品牌势能及体验价值的连锁品牌率先恢复，而同质化竞争激烈、差异化不足的品类仍处于调整阶段。
- **1) 从行业长期增长逻辑来看，** 相较美国、日本成熟市场，中国餐饮仍处于消费升级阶段，居民收入提升对外出就餐需求具有更强拉动作用，中外餐饮市场增长驱动存在显著差异。根据前文研究，我们认为美国、日本餐饮超额增长更多受CPI驱动，而中国餐饮景气度与居民人均可支配收入高度绑定。
- **2) 从品牌表现来看，** 头部茶饮品牌自25Q1起逐步回暖，25Q2起受益外卖大战平台流量倾斜实现较快增长，26Q2受高基数影响增速有所回落，但整体景气度仍然较高；头部西式快餐及正餐品牌自25Q2-Q3起逐步恢复，26年以来修复趋势延续。
- **3) 从需求结构来看，** 同比2019年维度，2026年1-5月社零餐饮收入恢复度约131%，限额以上餐饮收入恢复度约140%，限额以上餐饮恢复程度高于整体市场，显示消费者需求正在向品牌化、规模化餐饮企业集中。我们认为，24Q2-25Q1为本轮行业基本压力最大阶段，目前行业最弱时点已经过去，边际数据已进入温和向上通道。
- **4) 从政策来看，** 当前多重政策持续加码，为餐饮消费复苏保驾护航、对冲行业波动。依托《提振消费专项行动方案》，国内持续稳就业、拓宽居民增收渠道，夯实大众消费基本盘；叠加《扩大消费“十五五”规划》《餐饮业促进和经营管理办法》等配套政策，持续扶持特色餐饮发展、扩容线下消费场景、优化行业经营环境。我们认为，政策托底能够有效对冲居民收入短期波动带来的压力，居民收入稳步修复叠加各类促消费政策落地，将共同支撑餐饮行业取得跑赢GDP的增长优势。

图：2007-2009年中国餐饮业餐费收入（亿元；%）



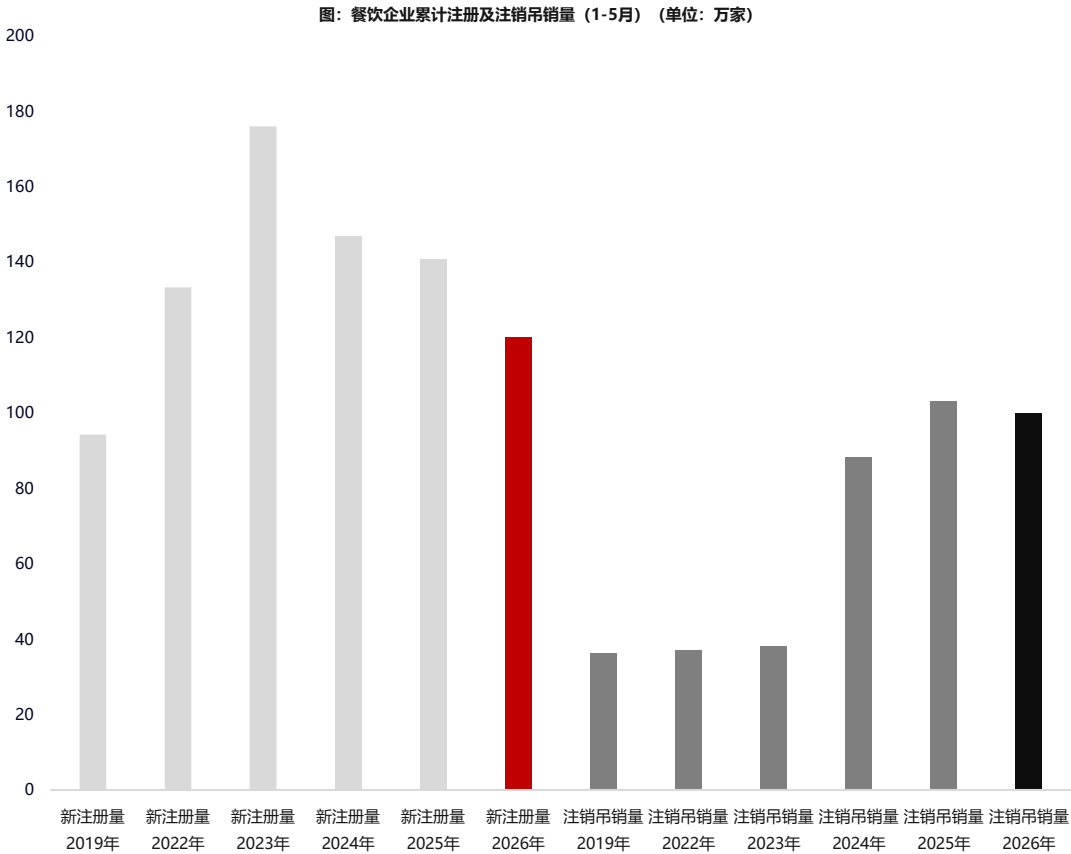
图：2022-2026年5月我国社零餐饮规模及增速（亿元；%）



图：2026年社零餐饮同比恢复度

月度	2026年社零餐饮同比恢复度											
	2026年累计恢复百分比						2026年当月恢复百分比					
	2019	2021	2022	2023	2024	2025	2019	2021	2022	2023	2024	2025
1-2月	140.5%	146%	134%	123%	109%	105%	140.5%	146%	134%	123%	109%	105%
3月	135.5%	138%	138%	121%	109%	104%	125.0%	123%	147%	116%	109%	103%
4月	133.3%	135%	142%	119%	109%	104%	125.9%	125%	161%	112%	108%	102%
5月	131.1%	132%	144%	117%	108%	103%	122.4%	119%	151%	112%	107%	101%

- **供给端：供给持续出清，行业进入效率竞争阶段，平台能力与品牌优势成为龙头胜出的核心。**
- **1) 供需错配推动行业出清，资源持续向头部品牌集中。**自2023年以来，餐饮需求增速放缓，而供给端扩张仍较快，行业供需持续错配；叠加25年外卖大战期间平台流量进一步向头部品牌倾斜，尾部品牌加速退出。根据企查查数据，26年1-5月餐饮企业净注册量约20万家，低于往年同期。根据窄门数据，截至26年4月末，餐饮终端门店总数同比下降约6%，超过80%的细分赛道呈现净关店，行业进入主动出清阶段。与此同时，头部品牌凭借品牌、供应链及规模优势持续扩张，肯德基、必胜客、海底捞、古茗、蜜雪冰城、瑞幸咖啡等均保持净开店，行业资源持续向龙头集中，马太效应进一步强化。长期来看，随着餐饮连锁化率提升及行业集中度提高，连锁龙头销售增速有望持续跑赢整体餐饮市场。

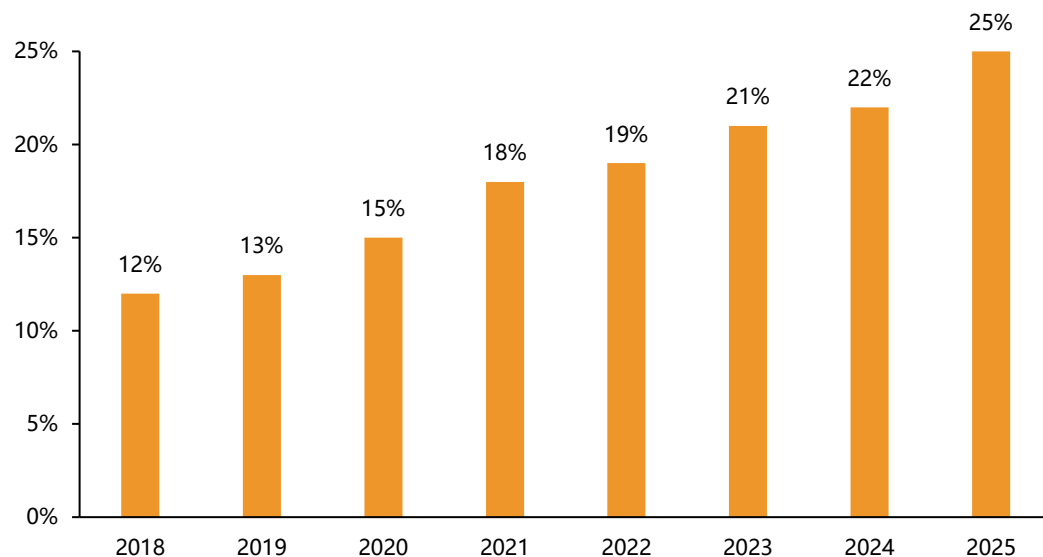


图：净开店数，茶饮赛道分化，咖啡赛道增速仍快；正餐赛道数据分化，快餐赛道增速仍快。

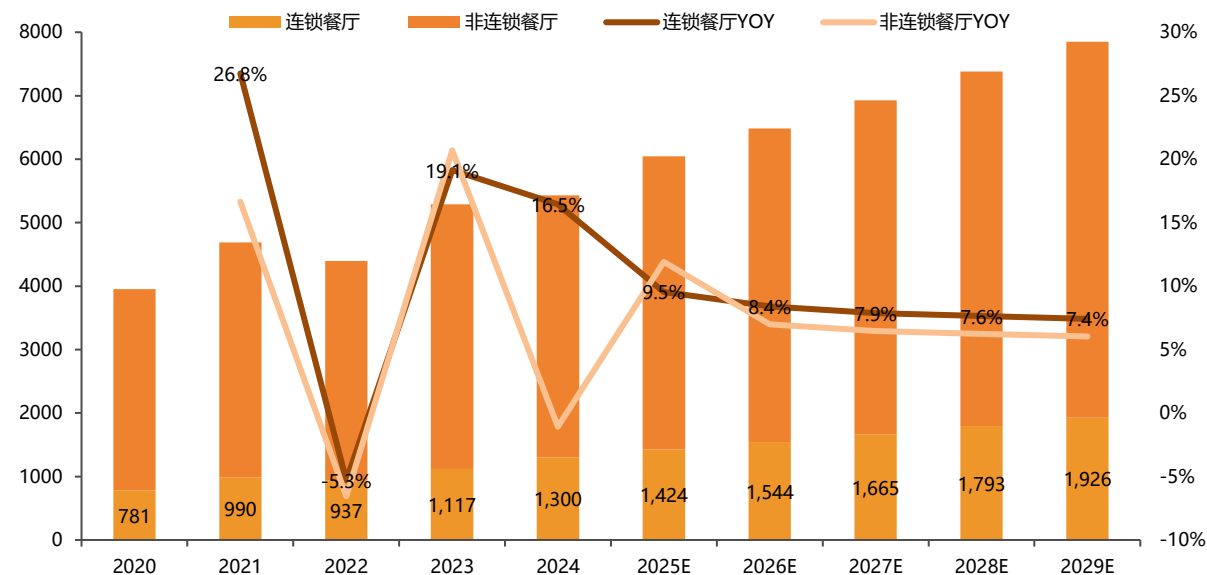
	26年1-6月累计 净开店数量	26年1-6月累计 净开店增幅		26年1-6月累计 净开店数量	26年1-6月累计 净开店增幅
茶饮			西式快餐		
蜜雪冰城	4083	10%	肯德基	1277	10%
书亦烧仙草	80	2%	麦当劳	498	6%
古茗	857	6%	华莱士	-93	0%
茶百道	590	7%	必胜客	598	14%
coco都可	-210	-6%	达美乐	253	19%
益禾堂	449	7%	尊宝披萨	-2	0%
沪上阿姨	1204	12%	塔斯汀	1341	12%
甜啦啦	-119	-2%	萨莉亚	14	2%
一点点	1191	31%	咖啡		
7分甜	-92	-15%	瑞幸咖啡	5396	18%
黑泷堂	-27	-23%	星巴克	155	2%
奈雪的茶	42	3%	幸运咖	1126	15%
喜茶	-288	-7%	库迪咖啡	876	6%
茶颜悦色	-40	-5%	Manner	244	10%
乐乐茶	49	12%	Tims	-9	-1%
霸王茶姬	66	1%	火锅		
酸菜鱼			海底捞	64	5%
太二	-43	-9%	九毛九	0	0%
鱼你在一起	107	4%	怂	-10	-15%
小鱼号	-14	-3%	呷哺呷哺	-77	-10%
江渔儿	-47	-18%	凑凑	-32	-22%
董小姐1人1份	-12	-12%	巴奴火锅	43	26%
卤味			小酒馆		
紫燕百味鸡	-231	-5%	海伦司	331	160%
绝味鸭脖	-641	-6%	胡桃里	-1	-3%
周黑鸭	107	4%	贰麻酒馆	-7	-15%

- 2) 连锁化率持续提升，平台型企业迎来长期发展空间。**长期来看，中国餐饮仍处于连锁化提升阶段。随着标准化能力提升、供应链体系完善及数字化运营普及，餐饮行业正由“分散经营”向“规模化运营”转变，连锁化成为提升经营效率、降低成本及推动复制扩张的重要路径。根据美团数据，我国餐饮行业连锁化率（门店数计，门店数 ≥ 2 家即为连锁品牌）自2018年12%提升至2023年21%，五年几乎翻倍，2024-2025延续上行趋势。连锁餐厅增速显著领先，供给侧效率加持下扩张弹性强。2020-2024年，连锁餐厅收入复合增速达14%，远高于非连锁餐厅的7%。尽管连锁餐饮整体收入规模在2024年仍低于非连锁，但其扩张速度与盈利模型更具可持续性，正在成为资本与企业争夺的焦点。参考美国麦当劳、日本泉膳等长期赢家，平台型企业并非依靠单一门店增长，而是通过供应链、加盟体系及规模效应实现持续复制，在连锁化率提升过程中持续扩大市场份额。当前中国餐饮连锁化率仍低于美国、日本成熟市场，未来提升空间广阔。

图：2018-2025年全国餐饮连锁化率（单位：%）



图：连锁品牌增速显著快于非连锁品牌（单位：十亿元）



2026年6月各赛道连锁化率对比

(门店数计, 门店数>=3家定义为连锁品牌)

			人均GDP 高一低																																	
	品类平均		北京市	上海市	江苏	福建	浙江	天津市	广东	内蒙古	湖北	重庆市	山东	陕西	安徽	湖南	新疆	西藏	四川	江西	辽宁	宁夏	海南	山西	云南	青海	河南	河北	吉林	贵州	广西	黑龙江	甘肃			
省市平均	连锁化率		31%	36%	25%	22%	23%	25%	21%	16%	24%	19%	18%	20%	22%	21%	16%	10%	18%	25%	19%	13%	17%	19%	14%	12%	20%	19%	18%	12%	19%	19%	15%			
连锁化率 高一低	披萨	52%	87%	89%	58%	66%	60%	62%	67%	41%	72%	72%	39%	53%	55%	65%	31%	28%	72%	63%	41%	23%	52%	43%	40%	54%	45%	42%	38%	48%	43%	31%	49%			
	茶饮	46%	63%	71%	64%	50%	61%	66%	40%	63%	67%	57%	63%	71%	71%	60%	55%	32%	53%	61%	60%	59%	26%	69%	35%	52%	77%	71%	51%	47%	42%	62%	65%			
	炸鸡汉堡	44%	51%	57%	45%	51%	50%	46%	52%	42%	54%	58%	36%	55%	46%	50%	45%	31%	54%	49%	34%	33%	49%	47%	44%	36%	46%	43%	39%	54%	48%	39%	47%			
	面包烘焙	41%	80%	75%	39%	32%	36%	49%	38%	27%	43%	46%	30%	35%	33%	39%	31%	12%	41%	35%	35%	23%	25%	37%	30%	17%	33%	31%	32%	33%	31%	29%	28%			
	日韩	40%	35%	29%	32%	18%	29%	30%	22%	26%	27%	23%	30%	49%	25%	22%	53%	35%	27%	30%	21%	15%	19%	25%	11%	11%	32%	28%	23%	9%	20%	32%	16%			
	酸菜鱼	38%	76%	56%	29%	55%	38%	71%	32%	51%	35%	7%	19%	74%	24%	20%	38%	0%	19%	42%	30%	56%	29%	40%	14%	39%	31%	44%	10%	17%	13%	34%	71%			
	麻辣烫冒菜	30%	25%	56%	45%	38%	45%	24%	31%	32%	32%	29%	30%	19%	36%	40%	30%	30%	25%	44%	28%	18%	32%	21%	33%	22%	22%	31%	19%	26%	31%	31%	22%			
	螺蛳粉	29%	44%	53%	36%	30%	29%	45%	19%	52%	28%	36%	42%	37%	40%	29%	54%	32%	45%	22%	35%	43%	23%	40%	26%	32%	38%	51%	38%	20%	20%	48%	35%			
	卤味熟食	23%	39%	49%	29%	24%	27%	34%	33%	22%	38%	31%	15%	28%	20%	30%	30%	10%	26%	39%	22%	16%	29%	22%	16%	18%	17%	11%	31%	22%	28%	25%	16%			
	东南亚菜	19%	39%	35%	9%	19%	12%	12%	14%	0%	11%	19%	11%	17%	2%	3%	7%	0%	25%	11%	4%	0%	8%	0%	3%	0%	7%	0%	19%	0%	6%	6%	0%			
	包子	18%	38%	48%	25%	25%	26%	28%	44%	13%	20%	9%	14%	14%	18%	32%	16%	1%	17%	28%	27%	8%	33%	27%	14%	9%	13%	16%	33%	14%	25%	20%	8%			
	火锅	18%	32%	35%	26%	15%	22%	24%	15%	12%	17%	14%	17%	19%	19%	17%	18%	8%	13%	24%	21%	11%	14%	19%	10%	14%	20%	19%	15%	7%	14%	16%	15%			
	米粉米线	15%	34%	22%	23%	11%	13%	27%	11%	35%	18%	9%	25%	37%	20%	11%	48%	1%	12%	15%	38%	30%	9%	25%	11%	14%	20%	32%	34%	3%	9%	33%	23%			
	烤肉	14%	33%	36%	28%	18%	25%	25%	19%	25%	31%	19%	20%	17%	28%	31%	8%	13%	17%	29%	13%	8%	7%	28%	6%	6%	26%	25%	13%	7%	8%	14%	11%			
	烤鱼	14%	23%	19%	18%	6%	7%	34%	14%	25%	12%	5%	26%	12%	17%	11%	35%	4%	8%	6%	33%	35%	19%	26%	10%	18%	21%	26%	25%	6%	5%	24%	20%			
	牛排	13%	19%	24%	18%	20%	10%	0%	9%	3%	16%	9%	16%	8%	3%	7%	2%	0%	8%	15%	5%	14%	21%	3%	1%	0%	17%	11%	6%	2%	3%	3%	8%			
	湘菜	13%	19%	26%	21%	15%	17%	19%	18%	11%	14%	7%	22%	16%	18%	10%	9%	9%	13%	10%	24%	13%	16%	18%	10%	3%	17%	13%	20%	10%	22%	24%	9%			
	牛蛙	12%	26%	29%	15%	14%	18%	0%	18%	6%	10%	1%	4%	5%	7%	22%	0%	0%	1%	7%	4%	0%	23%	12%	1%	0%	5%	12%	2%	1%	36%	7%	0%			
	面馆	11%	15%	22%	18%	11%	16%	16%	13%	6%	17%	7%	13%	9%	10%	9%	6%	5%	7%	16%	15%	6%	15%	8%	6%	4%	9%	9%	13%	2%	9%	13%	6%			
	快餐	10%	24%	24%	17%	12%	14%	17%	13%	9%	14%	14%	11%	13%	13%	11%	7%	3%	9%	10%	12%	6%	5%	8%	6%	4%	11%	11%	11%	4%	9%	11%	7%			
	西北菜	9%	14%	19%	10%	4%	8%	8%	12%	17%	15%	4%	8%	8%	5%	13%	6%	6%	9%	8%	16%	5%	9%	24%	1%	2%	27%	15%	7%	7%	2%	2%	6%			
	徽菜	9%	27%	14%	24%	11%	11%	25%	30%	0%	49%	0%	24%	34%	7%	15%	0%	0%	8%	6%	0%	0%	32%	4%	0%	0%	17%	10%	0%	0%	0%	0%	12%			
	川菜	9%	22%	29%	16%	24%	12%	13%	19%	8%	14%	10%	12%	8%	12%	10%	4%	2%	9%	7%	11%	9%	5%	7%	6%	4%	12%	11%	17%	3%	11%	13%	5%			
	小龙虾	8%	13%	16%	7%	11%	10%	4%	11%	10%	23%	9%	6%	9%	8%	13%	14%	8%	10%	10%	7%	7%	7%	13%	8%	8%	11%	10%	17%	6%	11%	12%	12%			
	粤菜	8%	25%	30%	14%	7%	14%	14%	9%	10%	13%	7%	13%	13%	8%	4%	8%	0%	7%	3%	18%	2%	5%	7%	3%	1%	12%	14%	12%	2%	3%	9%	2%			
	云南菜	7%	49%	24%	12%	15%	10%	52%	19%	0%	13%	25%	12%	16%	0%	17%	0%	0%	14%	0%	8%		8%	16%	5%	0%	6%	0%	0%	1%	0%	12%	0%			
	江浙菜	5%	34%	18%	6%	4%	7%	6%	8%	2%	14%	10%	3%	9%	4%	6%	2%	0%	4%	5%	7%	0%	3%	3%	4%	16%	6%	2%	5%	5%	5%	5%	8%			
	海鲜	4%	11%	13%	7%	4%	7%	7%	4%	7%	9%	7%	5%	6%	10%	6%	6%	0%	7%	9%	5%	1%	3%	5%	6%	2%	7%	4%	8%	6%	3%	9%	6%			

• 3) 行业竞争由规模扩张转向综合能力竞争，具备差异化优势的企业更易突围。拆分梯队来看，我们预计中腰部连锁品牌受影响较为明显，而以蜜雪冰城、古茗、百胜中国、海底捞等为代表的头部连锁品牌在此轮竞争中具经营韧性，其收入/销售额相较于2023年同期增速显著优于社零同期增速，市占率地位未被撼动。我们认为，历经2年维度整体市场的充分竞争，当前市场已趋于理性并逐渐恢复常态。伴随消费持续复苏，连锁化率将重回温和上升轨道。分品类看，连锁化率呈现更为显著的“轻餐饮>快餐>正餐”梯度结构，品类越“轻”连锁化率程度往往越高。品类维度，茶饮与披萨领跑，品牌集中度高；炸鸡汉堡、麻辣烫冒菜等快餐依托规模供应链形成复制优势；正餐类品类普遍低，如湘菜、川菜等，地方化、口味差异大及单店模型复制难度高。标准化程度相对较高的品类如：火锅、中式快餐、米粉米线、面馆等品类，其连锁化率仍显著低于均值，有望成为未来3-5年诞生高成长品牌的细分领域。

图：2025年餐饮行业分品类集中度情况

奶茶全国合计	top1	top2	top3	top4	top5	top6	top7	top8	top9	top10	top10当年合计
总数	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨	茶百道	霸王茶姬	益禾堂	甜啦啦	书亦烧仙草	一点点	喜茶	27%
399048	44093	13430	10087	8390	7044	6868	6198	4948	4178	3869	
	11.0%	3.4%	2.5%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%	1.2%	1.0%	1.0%	
咖啡全国合计	top1	top2	top3	top4	top5	top6	top7	top8	top9	top10	top10当年合计
总数	瑞幸咖啡	库迪咖啡	星巴克	幸运咖	NOWWA 挪瓦咖啡	MannerCoffee	肯悦咖啡	沪咖	Tims 天好咖啡	MStand	35%
228436	30731	16485	8667	8420	7693	2395	2329	2320	901	595	
	13.5%	7.2%	3.8%	3.7%	3.4%	1.0%	1.0%	1.0%	0.4%	0.3%	
火锅全国合计	top1	top2	top3	top4	top5	top6	top7	top8	top9	top10	top10当年合计
总数	围辣小火锅	海底捞火锅	许府牛	王婆大虾	冒菜西施·火锅冒菜	呷哺呷哺	邹立国火锅煎烤超市	广顺兴	李想大虾	郭淑芬鲜切牛肉自助老火锅	2%
491278	1743	1403	1324	1300	752	747	708	662	491	483	
	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
披萨全国合计	top1	top2	top3	top4	top5	top6	top7	top8	top9	top10	top10当年合计
总数	必胜客	尊宝比萨	达美乐	S-pizza披萨速递	芝根芝底	至尊比萨	三只熊披萨	比格披萨	玛格利塔	麦翁掌上披萨	35%
34626	4429	2860	1348	725	724	647	441	372	320	307	
	12.8%	8.3%	3.9%	2.1%	2.1%	1.9%	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%	
炸鸡汉堡全国合计	top1	top2	top3	top4	top5	top6	top7	top8	top9	top10	top10当年合计
总数	华莱士	肯德基	塔斯汀	正新鸡排	麦当劳	临榆炸鸡腿	享哆味汉堡炸鸡	叫了只炸鸡	德克士	叫了个炸鸡	28%
280927	19571	12878	11379	10100	8368	5031	3320	2585	2572	2042	
	7.0%	4.6%	4.1%	3.6%	3.0%	1.8%	1.2%	0.9%	0.9%	0.7%	

• **价值端：价格竞争趋缓，消费重新回归品质与体验价值。**经历23年末至25年初超过一年价格竞争后，餐饮行业竞争逻辑正在从单纯低价竞争转向“性价比+品质体验”的价值竞争。截至26年6月，外卖大战补贴仍对部分茶饮、咖啡品牌客单价形成压力，但环比趋势已逐步企稳；相比之下，正餐及西式快餐头部品牌客单价同比、环比表现相对稳定。随着25年10月以来CPI同比持续回正，消费环境逐步改善。以肯德基为例，25Q2以来同店客单价同比基本企稳，全家桶、全鸡套餐等高客单价产品销量表现较好；海底捞鲜切系列等高价产品亦受到消费者欢迎。我们认为，经历23年末至25年初的价格内卷后，消费者正在逐步回归对于品质、体验和场景价值的支付，具备品牌优势、供应链优势及规模优势的连锁龙头有望率先实现量价修复和盈利改善。

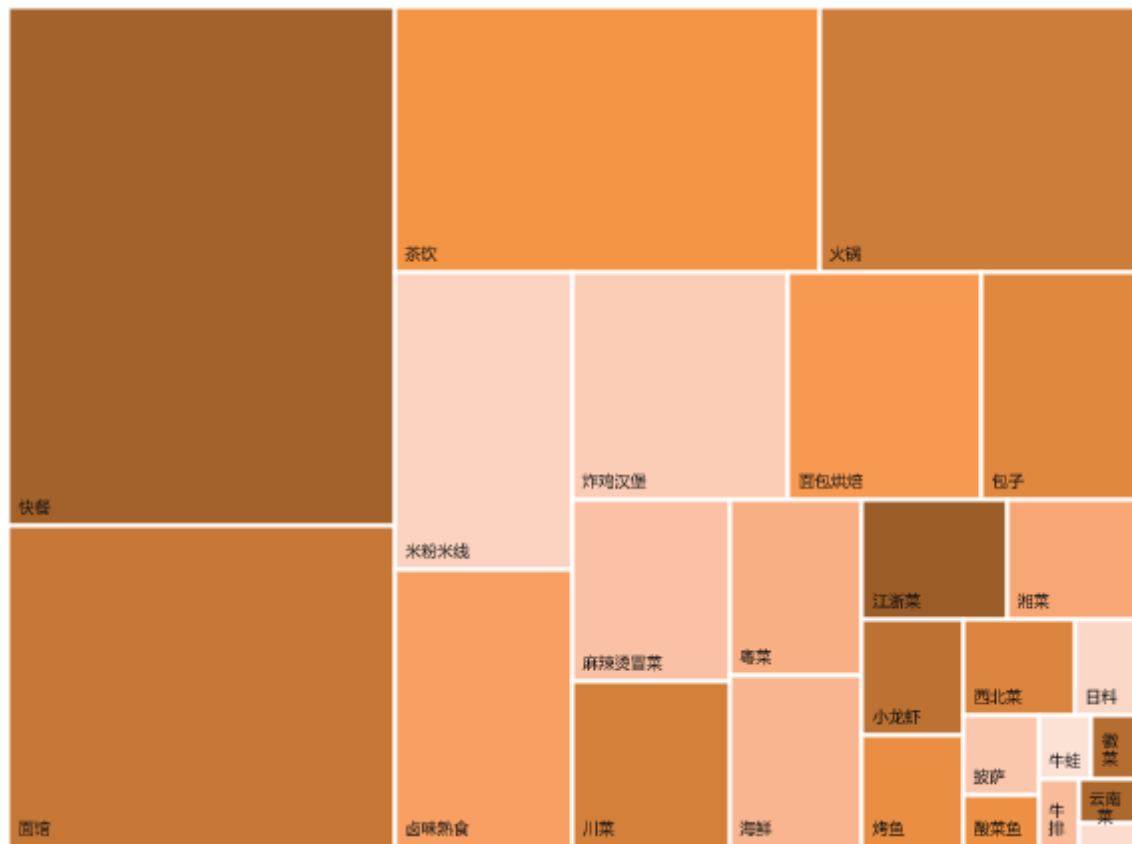
图：客单价，茶饮咖啡同比仍有压力，环比企稳；正餐快餐头部品牌同比环比相对企稳

	同比25年6月	环比26年5月		同比25年6月	环比26年5月
茶饮			西式快餐		
蜜雪冰城	1%	0%	肯德基	-1%	0%
书亦烧仙草	-2%	0%	麦当劳	0%	0%
古茗	-4%	-1%	华莱士	-1%	0%
茶百道	0%	0%	必胜客	-4%	1%
coco都可	-6%	-1%	达美乐	-7%	-1%
益禾堂	-1%	0%	尊宝披萨	-3%	-1%
沪上阿姨	7%	0%	塔斯汀	-3%	0%
甜啦啦	-6%	0%	萨莉亚	-1%	0%
一点点	0%	0%	咖啡		
7分甜	-3%	1%	瑞幸咖啡	0%	0%
黑泷堂	1%	-1%	星巴克	-2%	0%
奈雪的茶	-2%	0%	幸运咖	24%	0%
喜茶	4%	0%	库迪咖啡	0%	0%
茶颜悦色	1%	0%	Manner	-2%	-1%
乐乐茶	1%	0%	Tims	1%	0%
霸王茶姬	0%	0%	火锅		
酸菜鱼			海底捞	0%	0%
太二	0%	0%	九毛九	0%	-1%
鱼你在一起	-4%	0%	怂	2%	1%
小鱼号	-1%	0%	呷哺呷哺	-4%	0%
江渔儿	-3%	0%	凑凑	6%	1%
董小姐1人1份	-4%	-1%	巴奴火锅	-2%	0%
卤味			小酒馆		
紫燕百味鸡	-7%	0%	海伦司	-7%	-2%
绝味鸭脖	-1%	0%	胡桃里	-12%	1%
周黑鸭	-4%	0%	贰麻酒馆	6%	1%

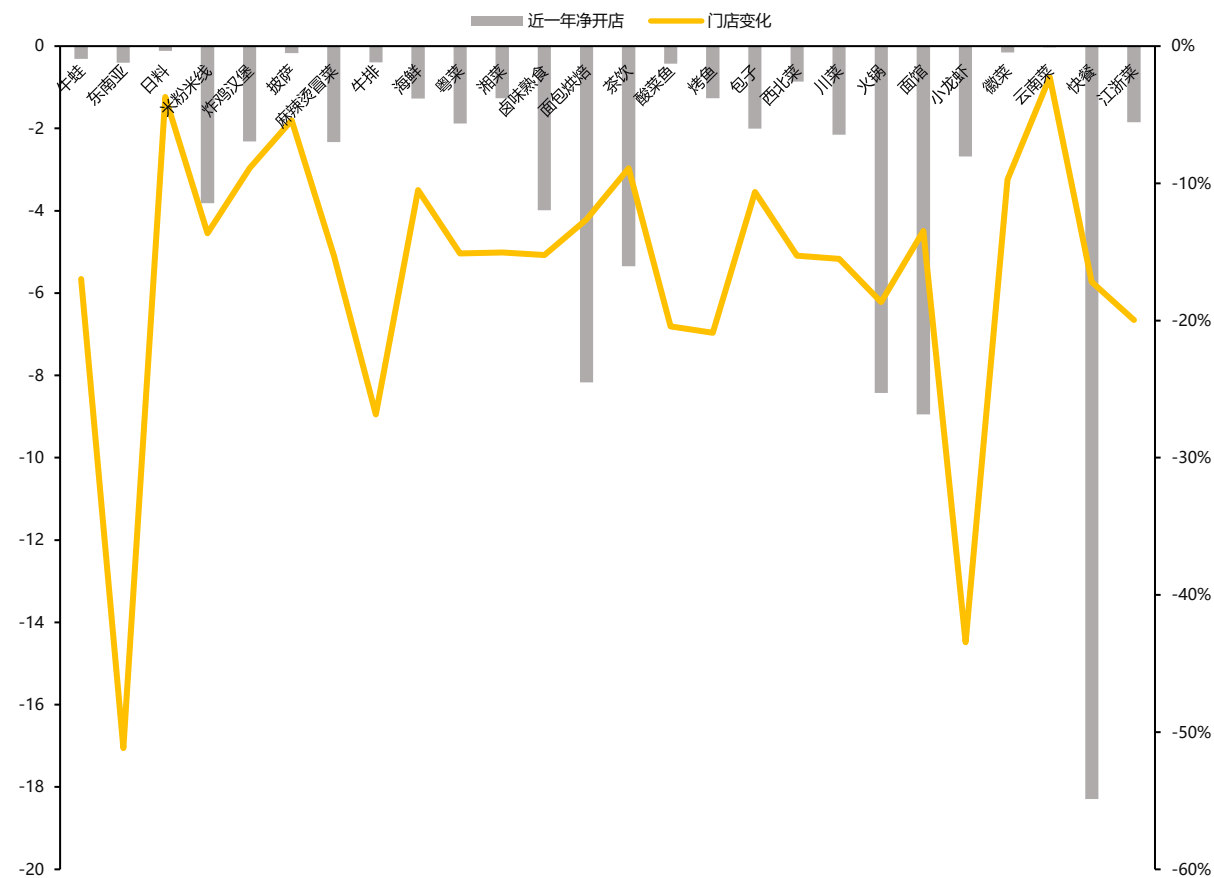
资料来源：窄门餐眼, 浙商证券研究所。注：数据截至2026年6月。

- 消费端：品类结构持续分化，场景价值成为增长核心。** 本轮餐饮调整并非所有品类同步承压，而是呈现明显结构分化。具备社交属性、消费频次及场景价值的品类展现出更强韧性，而同质化竞争激烈、差异化不足的品类进入深度调整。截至2026年6月，云南菜、日料、披萨等品类门店数降幅相对较窄，分别同比-2.3%、-3.7%、-5.4%；茶饮、炸鸡汉堡等高频消费品类同样展现出较强韧性，门店数同比均下降8.9%。相比之下，东南亚菜、小龙虾、牛排等品类进入深度调整期，门店数分别同比下降51.2%、43.4%、26.8%。从品类规模来看，快餐仍是最大的餐饮细分赛道，门店数超过100万家；面馆、茶饮、火锅等品类门店数超过40万家；米粉米线、卤味熟食、炸鸡汉堡、面包烘焙等品类门店数超过20万家；包子、麻辣烫冒菜等品类门店数超过15万家；川菜、粤菜、海鲜等品类门店数超过10万家；江浙菜、湘菜、小龙虾、烤鱼、西北菜等品类超过5万家。整体来看，大规模、高频次消费品类及平台型的消费品牌仍具备较强扩张空间，而缺乏差异化竞争优势的品类正在加速出清，行业增长动力逐步由门店数量扩张转向品牌力、供应链和消费场景驱动。

图：我国餐饮市场分品类门店数分布（单位：万家）



图：我国餐饮市场分品类门店数近一年净开店及门店变化（左轴：万家；右轴：%）



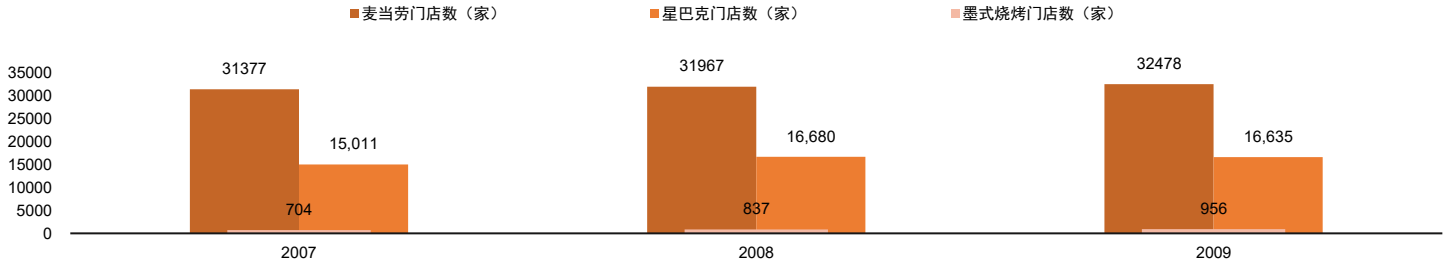
03

具体标的，谁是赛季王者？

- 2007-2009年美国：低价刚需快餐的麦当劳跑赢
- 2020-2024年美国：升级体验快餐的墨式烧烤跑赢
- 2007-2009年日本：场景体验消费的居酒屋（COLOWIDE）跑赢
- 2020-2024年日本：场景体验餐饮的滨寿司（泉膳）跑赢

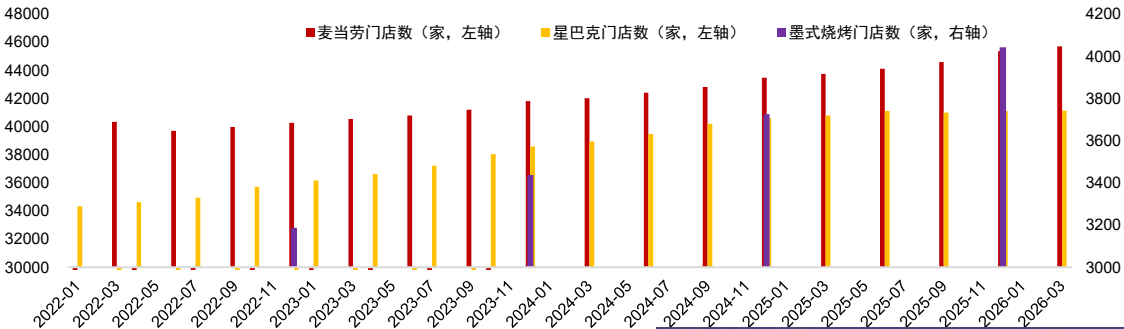
- 2007-2009周期：平价刚需赛道具备强防御性，整体跑赢轻奢可选消费，验证了“衰退超配平价、低配轻奢”的核心逻辑。
- **刚需平价快餐麦当劳：**凭借1美元单品矩阵、最低3.89美元的正餐套餐构筑极低消费门槛，是居民预算收缩阶段的核心替代消费。刚需属性带来显著的赛道壁垒，2008年美国餐饮行业整体门店约57.5万家、销售额3700亿美元，麦当劳门店数仅占行业2.4%，却抢占8.1%的行业销售份额，单店产出与龙头优势突出。受益于消费降级趋势，公司2008年全年同店增长+6.9%，门店由31967家扩张至32478家，2007-2009年股价逆势上行，充分兑现平价赛道的衰退红利。
 - **轻奢体验餐饮星巴克：**主力咖啡单价约4美元，属于非必需体验型消费，在收入下行周期最易被居民削减开支。其虽为细分赛道龙头，2011年美国咖啡连锁市占率达32.6%，但轻奢业态的天然短板无法通过赛道地位弥补，即便阶段性推出低价产品，也难以改变高端定位、适配全民降级需求。2008年公司全球同店-3%（美国-5%），关停600家门店、裁员6700人，股价自13美元最大回撤73%至3.5美元，2009年同店继续-6%，与麦当劳逆势走强形成鲜明周期分化。

图：2007-2009年麦当劳、星巴克及墨式烧烤门店数（家）



- 2022-2026周期：轻奢升级快餐韧性凸显，刚需平价快餐修复，纯休闲轻奢业态承压。
- **本轮周期结构性胜出者集中于以墨式烧烤为代表的体验型轻奢赛道，**约10美元的主菜定价建立相对麦当劳的上行锚点，同时较Sweetgreen、Cava等正餐替代型竞品低30%-40%，在“快餐升级但未进入正餐”的中间带形成稳定的性价比区间。2022-2024年同店持续7%以上高增、门店稳步扩张，2024年末股价冲高至60.3美元。
 - **刚需平价龙头麦当劳呈现周期韧性修复特征，**面对中低收入群体价格敏感度抬升的环境，2024年同店首次转负至-0.1%；后续依托精准的价值定价策略修复增长，2025年门店扩张至45356家，股价再创历史新高。
 - **纯休闲轻奢属性的星巴克走势显著偏弱，**2024-2025年同店连续两年负增长；落地“BacktoStarbucks”改革后，2026Q1同店+4%、美国客流八季度首次转正，股价反弹至99.2美元。

图：2022-2025年麦当劳、星巴克及墨式烧烤门店数（家）



图：截至2026Q1，麦当劳、墨式烧烤及星巴克各自赛道市占率情况

公司	26Q1销售额(百万美元)	市占率 (%)
墨式烧烤	12138.59	9.23
麦当劳	27446.00	20.87
星巴克	38471.60	29.25

资料来源：各公司官网及财报、MediaCorporate、Franchising、NRN、京

2007.1-2008.6

危机前夜：通胀冲高，消费预期分化。

1.宏观：

- 美国CPI从2007年初2.1%缓升至年末4.1%，GDP尚未转负，市场对餐饮股按常规成长逻辑定价，衰退风险未被计入。

2.个股：

- 麦当劳延续“PlantoWin”强劲增长，全球同店持续高位，2007全年+6.8%，并延续至2008Q1+7.4%，股价自约26美元稳步上行至约36美元，防御属性尚被低估。
- 星巴克作为轻奢代表已先感寒意，2008Q2美国同店出现个位数中段下滑，股价从约13美元开始高位回落。

2008.7-2009.2

雷曼冲击：通缩来临，消费极致降级。

1.宏观：

- 2008年9月雷曼倒闭，GDP四季度转负，为-2.5%；FAFH实际销售额转负，为-2.9%，全面衰退确立。

2.个股：

- 麦当劳逆势加速，2008下半年同店延续强劲，四季度更升至+7.2%，2008全年+6.9%，股价不跌反涨，2008年末收于约38美元，“衰退超配平价快餐”逻辑确立。
- 星巴克遭遇重挫，2008年同店率先转负-3%（美国-5%）；2008年7月，由于无法兑现预期，计划关闭600家美国门店，股价从约13美元暴跌至2008年末3.5美元（跌幅约73%）。2009年1月，星巴克裁员6700人并关闭300家分店，以应对不景气的经济形势。

2009.3-2009.12

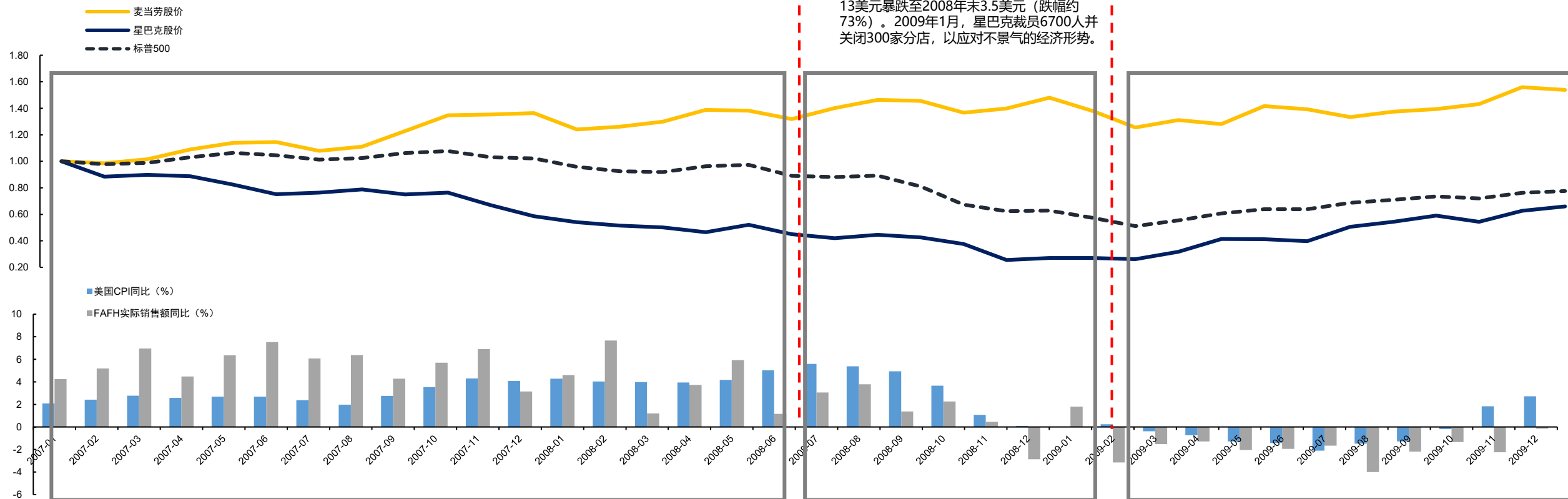
衰退深化与筑底：防御兑现、可选消费深蹲反弹。

1.宏观：

- 2009年美国陷入通缩（CPI最低-2.1%）、GDP全年负增长，但下半年市场开始预期复苏。

2.股价：

- 麦当劳2009年全球同店+3.8%；门店增长至32478家，2007-2009年CAGR为1.7%。
- 星巴克由于美国市场的不景气，09年全球同店-6%；门店增长至16635家，07-09年CAGR为5.3%；随市场情绪回暖股价反弹至年末约8.5美元。



2022.1-2022.12

高通胀高位：提价驱动普涨，尚未分化。

1.宏观：

- 美国CPI于2022年6月见顶9.06%，但GDP正增长、FAFH持续扩张，本轮并非全面衰退。

2.个股：

- 麦当劳全球同店大增+10.9%（美国+5.9%）、门店增至40,275家，股价高位震荡、年末263.53美元。
- 墨式烧烤同店+8.0%、营业利润率提升至13.4%（+270bps）。
- 星巴克2022年同店+8%（美国+12%，提价驱动）、年末股价约91美元。

2023.1-2024.6

通胀回落、增长见顶：K型分化初现。

1.宏观：

- CPI从9%回落至3%区间，但通胀累积已侵蚀中低收入客群实际购买力，K型分化启动。

2.个股：

- 麦当劳增长明显失速，同店从2023全年+9.0%（Q1+12.6%/Q2+11.7%）大幅回落至2024Q1+1.9%，持续提价使价值公信力受质疑、中低收入客群价格敏感度上升，叠加中东抵制，股价从2023年末279美元回落至2024年中243美元附近。
- 墨式烧烤成为K型上沿赢家，2023全年同店+7.9%、2024Q1+7%（延续跑赢），股价2024年中一路走高。
- 星巴克2023年同店+8%，2024Q1同店增速从2023年的高位大幅放缓至5%。

2024.7-2026.6

分化加剧、拐点交错：平价转负、轻奢分道。

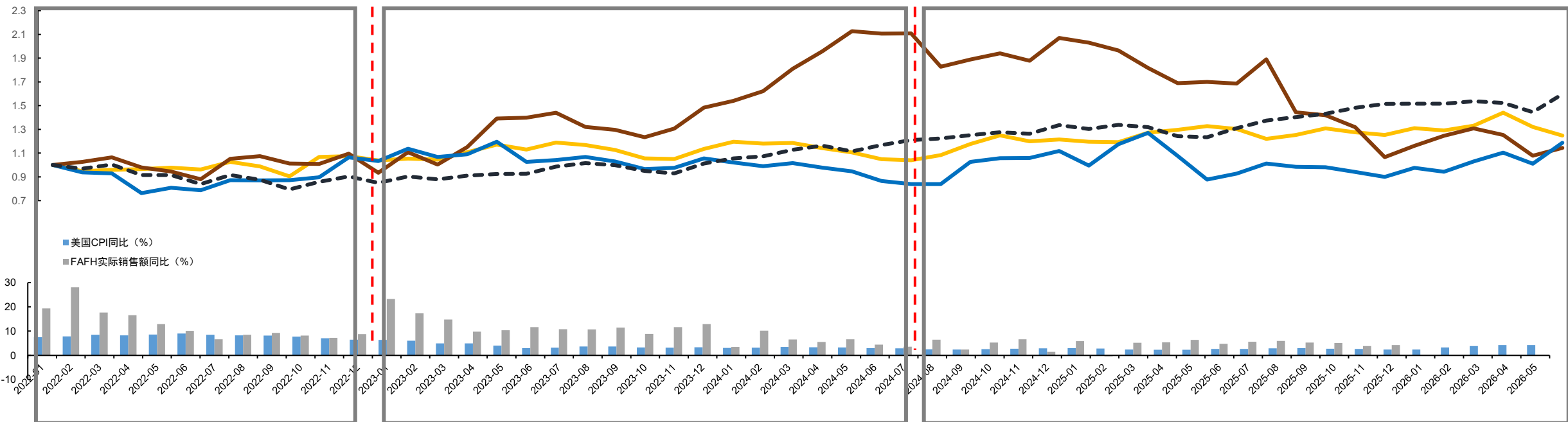
1.宏观：

- 2024下半年-2025年CPI由3.3%回落至年末2.9%，2025年区间2.3%-3.0%；GDP逐季放缓至2.0%-2.3%，餐饮销售稳步扩容。行业分化并非总量因素，而是K型消费结构叠加企业自身经营差异导致。
- 2026年初通胀平稳，1-2月CPI均2.4%，3月起快速上行至5月4.2%，通胀再度升温；一季度GDP回升至2.7%，餐饮增速逐月走高。

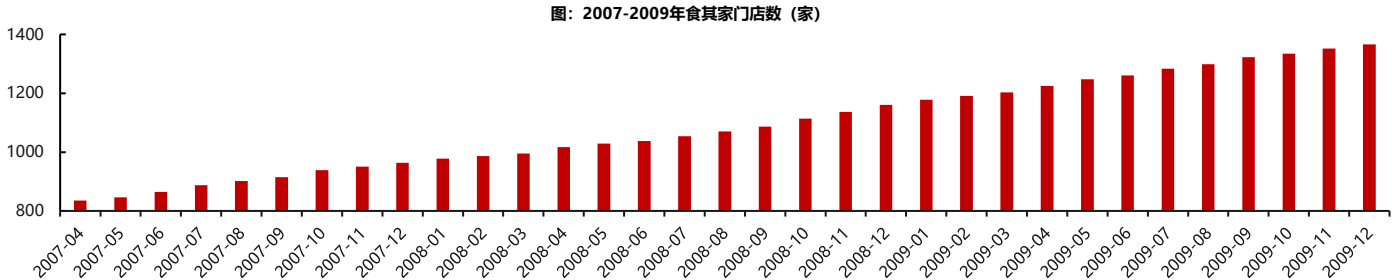
2.个股：

- 麦当劳2024全年首次转负-0.1%，但2025年靠价值策略修复回升至全年+3.1%。2025年末股价305.63美元，创新高。26Q1同店回暖+3.8%（美国+3.9%）、门店达45699家，股价2026Q1末310.79美元，防御属性经价值重建后重新激活。
- 墨式烧烤2024年同店+7.4%，2025全年转负-1.7%（客流-2.9%），提价疲劳+估值高位引发戴维斯双杀，股价从60.3美元腰斩至37.0美元。墨式烧烤2026Q1单季同店回正+0.5%（客流+0.6%超预期）但盈利仍承压（营业利润率12.9%），股价约31.9美元低位盘整，修复最慢。
- 星巴克2024年同店-2%，2025同店-1%，年末股价83.2美元。2026Q1同店加速+4%、美国客流八季度以来首次转正（"BacktoStarbucks"改革见效），股价反弹至2026年5月约99美元，成为率先走出低谷的标的。

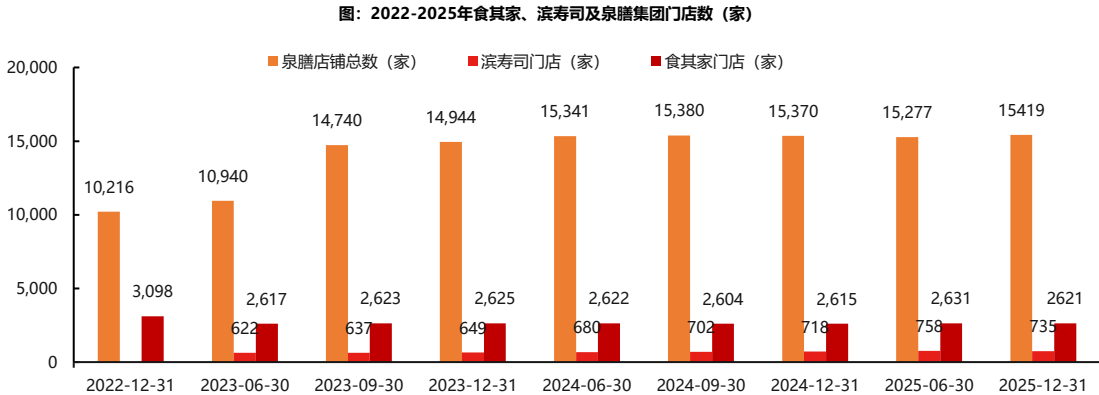
—— 麦当劳股价
—— 墨式烧烤股价
—— 星巴克股价
—— 标普500



- 2007-2009周期：社交场景餐饮获得资本防御溢价，COLOWIDE跑赢。
 - 刚需平价牛肉饭依托低客单、高频饱腹属性虽具备刚需属性，但在本轮周期中并未获得资本市场溢价。2009年12月食其家下调全套餐售价，原价430-490日元降至380-440日元，单套餐客单价统一下调50日元，进一步强化极致平价定位，承接大量降级客流。泉膳依托旗下食其家平价牛肉饭刚需定位，在需求收缩期逆势抢占市场份额，充分验证衰退低配可选、超配平价的规律。战略端持续推进门店扩张，门店规模自2007年初835家扩张至2009年末1366家，仅2008年单年新增340家门店；同时依靠自有垂直整合MMD大规模采购加工供应链持续压降成本，以规模优势巩固平价赛道护城河。本轮周期完成份额集中后，2013年食其家牛肉饭赛道市占率达41.4%，大幅领先吉野家27.1%、松屋20.4%，奠定龙头地位。
 - 相较于单一功能型餐饮，居酒屋依托社交聚餐场景形成差异化需求，具备更强消费黏性与抗周期能力。以COLOWIDE旗下甘太郎为例，晚间社交场景人均客单价约2001-3000日元，高于牛肉饭快餐，但公司通过品牌整合与供应链优化提升运营效率，股价于2008年底后率先修复，2009年底恢复至560日元，基本回到周期初水平，表现显著优于泉膳。
 - 从股价表现来看，金融危机阶段市场并未给予平价快餐龙头明显估值溢价，反而更偏好成熟综合餐饮。同期COLOWIDE股价由580日元回落至560日元，跌幅显著小于泉膳，体现出危机阶段更强的防御属性。



- 2022-2026周期：市场重新奖励成长性，泉膳增长引擎从低价刚需切换至体验型消费，滨寿司驱动估值重估。
 - 与2008年周期“单一依赖食其家”的结构不同，本轮泉膳的股价动能主要来自滨寿司。泉膳通过滨寿司快速扩张切入回转寿司与体验式家庭聚餐市场，使其在回转寿司细分市场中从追赶者跃升至前三梯队竞争者。滨寿司门店由2023年6月的622家扩张至2025年6月的758家（累计净增136家），依托体验式家庭聚餐模式实现量价齐升，成为推动股价由2022年1月的2659日元上涨至2025年9月历史高点9637日元的核心引擎，累计涨幅达+262.4%。反观昔日主力食其家，在2022-2024年仍受益公共卫生事件后复苏，实现约+17.4%的同店增速，但2025年后显著走弱，2025年4月同店转负至-7.2%。
 - Colowide本轮跑输，股价仅由1632日元微升至1790日元（+9.7%），并在2024年7月至2025年9月泉膳创新高期间逆势下跌约-11.4%，其疲弱本质来自业态结构错配，而非宏观周期影响。



图：按销售额排名，2022-2023年日本餐饮公司排名前五

排名	公司	销售额(亿日元)
1	泉膳集团	7,799
2	日本麦当劳	3,523
3	Skylark	3,037
4	FOOD&LIFECOMPANIES	2,813
5	Colowide	2,208

2007.1-2008.1

危机前夜：景气见顶，防御属性尚被低估。

1.宏观：

- 日本CPI从2007年初的0%附近缓升至年末的0.7%，GDP同比虽仍为正但逐季走低（一季度+2.6%放缓至四季度+0.8%），外食市场基本零增长，市场对餐饮股仍按常规逻辑定价，衰退风险尚未计入。

2.个股：

- 泉膳自2007年3月高点1102日元震荡回落至863日元，全段-12.2%，属景气见顶前的估值温和消化，尚无恐慌。
- COLOWIDE同步自580回落至506，-12.8%，与泉膳跌幅接近，防御属性尚未显现。

2008.2-2008.10

雷曼冲击：需求收缩，低价逻辑未转化为股价优势。

1.宏观：

- 日本CPI因输入型通胀一路冲顶至2008/7的2.3%，但GDP同比同步转负（Q2为-0.4%、Q3为-0.8%），“成本涨、需求弱”的滞胀式组合叠加全球金融危机，餐饮股遭遇成本与客流双杀。

2.个股：

- 泉膳率先崩跌，2008年1月即从863日元跌至598日元，至2008年10月见全区间大底321日元，全段暴跌-62.8%；其股价大底领先宏观最差点（2009年GDP-8.3%）约半年，领先出清。
- COLOWIDE同期从506日元跌至461日元（-8.8%）。

2008.11-2009.12

绝地反转：市场提前交易修复，COLOWIDE股价率先反弹

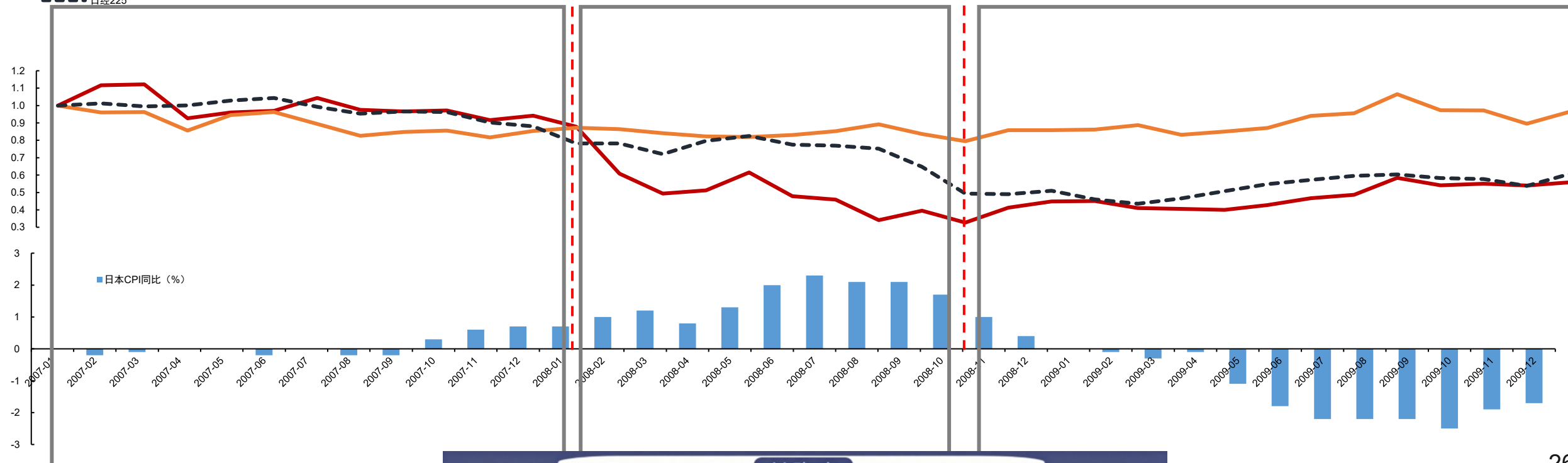
1.宏观：

- 日本经济进入深度衰退与通缩，GDP同比连续深跌（2009一季度-8.3%为全区间最低），CPI转为深度通缩（最低-2.5%），外食销售额同比转负至-3.5%，基本面全面恶化。

2.个股：

- COLOWIDE凭借多品牌布局及成熟餐饮运营体系，在消费疲软环境下保持经营稳定性。公司通过品牌整合与供应链优化提升运营效率，股价于2008年底后率先修复，2009年底恢复至560日元，基本回到周期初水平，表现显著优于泉膳。
- 泉膳虽然依靠食其家平价定位承接消费降级需求，并持续提升市场份额，但海外业务亏损及盈利压力影响市场预期，股价2009年底仅恢复至549日元，仍未回到周期初水平。

— 泉膳股价
— COLOWIDE股价
--- 日经225



2022.1-2023.4

复苏起点：再通胀开启，客流强劲回补。

1.宏观：

- 日本CPI由2022年初的0.5%持续攀升至2023年1月的峰值4.3%，外食市场销售额同比全程维持两位数高增（2022年5月峰值+20.4%、2023年2月峰值+23.5%），“再通胀+客流复苏”构成餐饮股的黄金组合。

2.个股：

- 泉膳的食其家期间同店约+10.5%，净关店3家。股价自2659日元稳步上行至4215日元，全段+58.5%。
- COLOWIDE同步自1632日元升至2067日元（+26.6%），两股此段共振向上，尚未分化。

2023.5-2023.11

主升浪：泉膳七个月翻倍，双龙头开始分化。

1.宏观：

- 日本CPI高位小幅回落（3.5%→2.8%），外食销售额同比维持强劲（区间均值约+13.0%），需求景气延续。

2.个股：

- 泉膳的食其家期间同店约+17.4%，门店净增5家；滨寿司6月-9月门店由622增至637家。股价自4215日元飙升至8054日元，全段+91.1%。
- COLOWIDE同期仅+7.5%（区间高点2510日元出现在2023年8月后即回落），双龙头自此走向分化。

2023.12-2024.7

高位整理：需求增速换挡，兑现前期涨幅。

1.宏观：

- 日本CPI高位震荡（区间2.2%-2.8%），外食同比增速降档（区间均值约+9.1%，2024年7月仅+4.3%），GDP两个季度录得-1.1%，景气边际走弱。

2.个股：

- 泉膳的食其家期间同店约11.3%，门店净增5家。滨寿司12月门店649家。股价自高点8054日元回落至6012日元，全段-25.4%，因前期涨幅大而回撤更深。
- COLOWIDE相对抗跌，自2222日元小幅回落至2059日元（-7.3%）。

2024.8-2025.9

二次冲高：泉膳独立创历史新高，COLOWIDE逆势下行。

1.宏观：

- 日本CPI再度冲高至2025年1月的4.0%后高位运行，外食同比企稳于中个位数（区间均值约+7.4%），GDP温和转正。

2.个股：

- 泉膳的食其家期间同店约+6.9%，门店净增25家，滨寿司6月-9月门店由680增至702家。滨寿司24年12月-25年6月门店718增至758家。股价自6012日元一路创出9637日元的历史新高，全段+60.3%。
- COLOWIDE却逆势下行，自2059日元跌至1825日元（-11.4%，一度探至1682），两股彻底背离，印证此段非行业普涨。

2025.10-2026.5

见顶震荡：通胀回归温和，动能衰减。

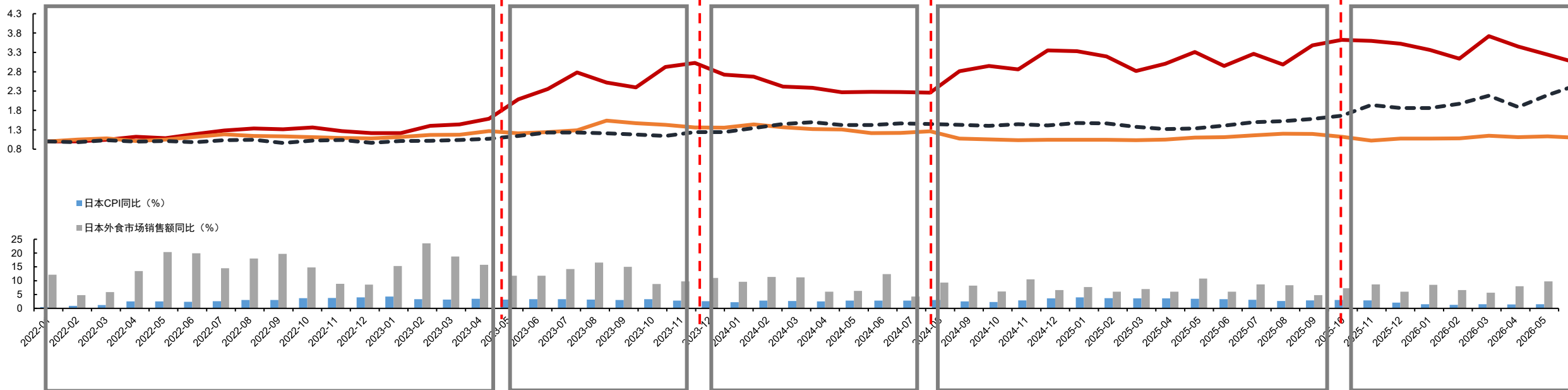
1.宏观：

- 日本CPI自2.9%回落至1.5%的温和区间，外食销售额同比仍稳健（区间均值约+7.3%），需求未失速但通胀降温。

2.个股：

- 泉膳的食其家期间同店+8.5%，门店净增24家。股价自9637高点回落至8052，全段-16.4%（2026年2月曾冲高至9893后再落），高估值下动能衰减，进入顶部震荡。
- COLOWIDE自1825日元微跌至1790日元（-1.9%），基本走平。

— 泉膳股价
— COLOWIDE
- - - 日经225



04

国内机遇及重要标的复盘

➤ **周期特征——需求温和复苏，消费场景与经营效率成为胜负手**

- **经济仍处增长阶段，居民收入修复支撑餐饮消费升级。**区别于日本2008年后长期低增长及通缩环境，中国经济总量仍保持增长，居民收入水平持续提升，餐饮行业仍处于消费升级阶段。相较美国、日本成熟市场，中国外出就餐仍具较强升级属性，居民收入改善不仅带动消费频次提升，也推动客单价及消费场景升级。我们认为，居民收入持续修复将支撑餐饮行业长期保持高于GDP的增长弹性。
- **消费呈现K型分化，体验价值成为本轮竞争核心。**本轮周期并非简单的需求收缩，而是在总量温和复苏背景下呈现结构性分化：1) 高频消费、品牌优势及场景价值突出的品类率先修复，如茶饮、西式快餐、火锅等；2) 同质化竞争激烈、缺乏差异化能力的品类仍处于调整阶段。**复盘美国墨式烧烤、日本滨寿司等周期经验，具备体验属性的餐饮企业更容易突破传统价格竞争，通过消费场景升级获得更高增长弹性。**
- **供应链体系逐步成熟，连锁龙头进入效率提升周期。**区别于过去依靠门店数量扩张的发展模式，中国餐饮行业正在由“规模扩张”转向“效率竞争”。随着供应链体系完善、数字化能力提升及标准化运营成熟，连锁企业具备更强复制能力和成本优势，行业供给持续出清，资源加速向品牌、供应链及规模优势企业集中。**复盘美国麦当劳、日本泉膳等周期赢家，平台能力决定企业长期扩张能力，供应链、加盟体系及规模运营优势将持续推动龙头提升市场份额。**

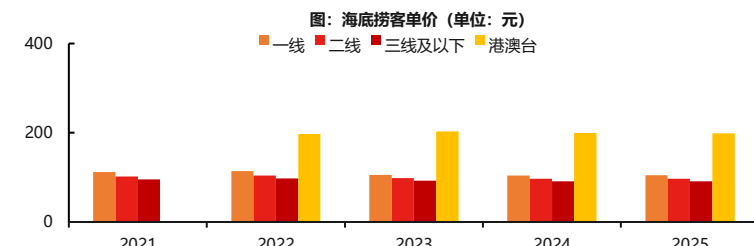
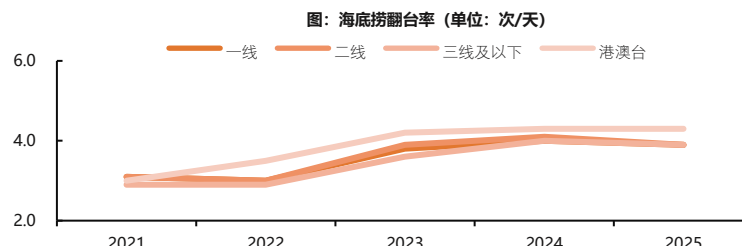
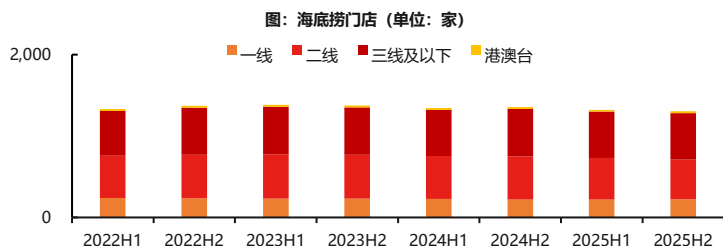
➤ **赛季王者——兼具体验价值及平台能力优势的龙头。基于此，我们重点关注海底捞、百胜中国、蜜雪集团及古茗四家代表性龙头。**

- **海底捞：体验式消费龙头，受益消费场景价值回归。**本轮消费修复并非单纯价格驱动，而是消费者重新为品质、服务和场景价值付费。海底捞凭借火锅社交属性和服务体验优势，在消费场景恢复过程中率先实现单店修复，翻台率回升推动经营杠杆释放。
- **百胜中国：平台型餐饮龙头，规模效率持续兑现。**类似美国麦当劳，其核心优势并非单一品类，而是品牌矩阵、供应链体系和规模运营能力。依托肯德基、必胜客双品牌，公司持续推进加盟化扩张，提高资本效率，并通过供应链优势强化长期竞争壁垒。
- **蜜雪集团：供应链赋能的平台型茶饮龙头。**茶饮仍处于连锁化提升阶段，类似麦当劳/泉膳，其核心价值在于通过供应链、加盟体系和规模效应实现快速复制。蜜雪集团依靠全产业链能力支撑大规模门店扩张，同时推动品牌从低价竞争向品质升级演进。
- **古茗：区域密度+品质升级赋能的平台型茶饮龙头。**随着茶饮行业由门店扩张转向综合运营能力竞争，具备供应链和品牌管理能力的平台型企业有望持续提升份额。古茗依托区域密度、供应链体系和加盟运营能力，在下沉市场形成规模优势。

➤ **餐饮：体验价值与平台能力并行，龙头率先受益于行业修复经历本轮行业调整后，餐饮竞争逻辑正由单纯价格竞争转向消费场景、运营效率及平台能力的综合竞争。参考美国、日本成熟餐饮市场的发展经验，在需求分化及行业集中度提升阶段，具备体验价值的品牌能够率先承接消费升级需求，而平台型企业则依托品牌矩阵、供应链及规模优势持续扩大市场份额。**

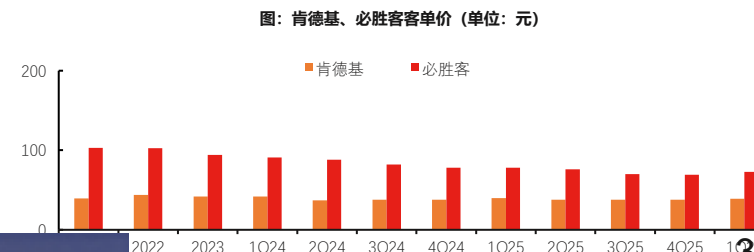
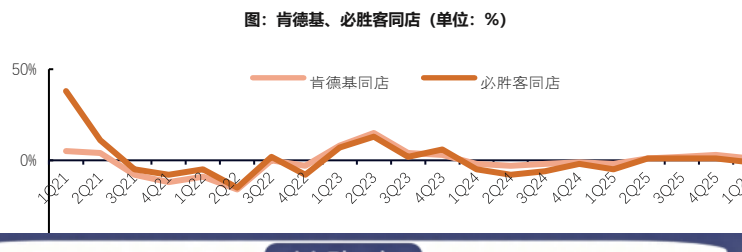
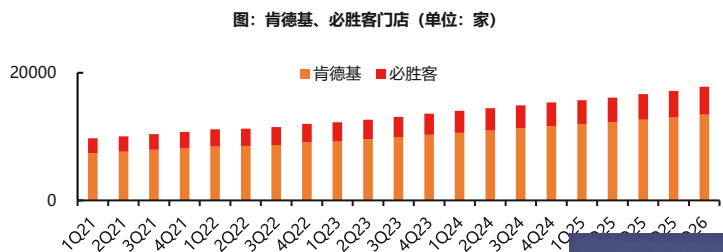
■ **海底捞：消费场景价值回归，龙头经营修复。本轮餐饮消费分化背景下，具备社交属性和体验价值的正餐品牌率先恢复。海底捞凭借服务体验、品牌认知及情绪价值优势，在消费弱复苏环境中仍保持较强经营韧性。展望26年，考虑整体消费有望逐步复苏，结合公司富含“情绪价值”的品牌属性，我们预计客单价有望继续企稳抬升，翻台率有望持平或超越25年全年。**

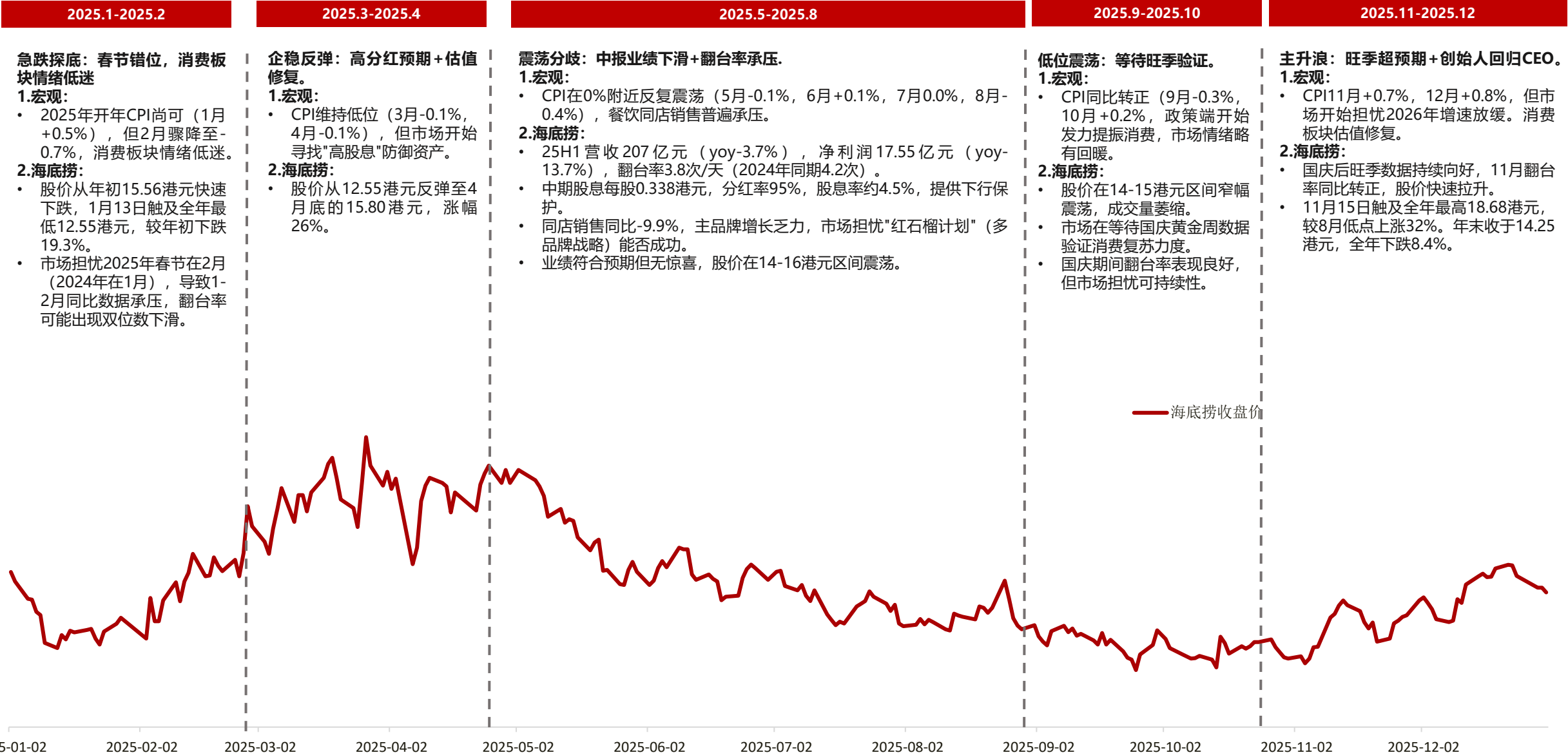
- **1) 经营模型修复，重新打开成长空间。**2021/2022/2023/2024/2025年主品牌门店总数分别为1349/1371/1374/1368/1383家，在公共卫生事件后消费弱复苏当下，门店数已实现逆势净增。
- **2) 体验价值驱动翻台率回升。**“精神消费”属性迎合当下消费趋势，翻台率重回4.0以上可期。25年公司实现翻台率3.9，虽然同比24年下滑，但仍处于历史较高水平，是为数不多相较23年单店维度有超额恢复的品牌。
- **3) 品牌升级推动价值回归，客单价持续企稳上行。**品牌焕新卓有成效。23H2客单价一度下探至约95元，伴随产品上新及折扣调整，24H1/24H2/25H1/25H2客单价已呈现回升态势，维持在97元以上。



■ **百胜中国：平台型餐饮龙头，规模效率持续提升。参考美国麦当劳发展路径，平台型餐饮企业依靠品牌资产、供应链体系及规模优势，在行业成熟阶段持续提升市场份额。**

- **1) 加盟模式推动轻资产增长。**2021/2022/2023/2024/2025年门店总数分别为11788/12947/14644/16395/18101家，年化增速保持10%以上，其中2025年肯德基12997家、必胜客4168家。公司自2025年起通过提升加盟店占比加速轻资产扩张，并计划在未来几年将肯德基、必胜客新增门店中的加盟店占比分别从37%、31%提升至40%-50%。我们认为，此举一方面可加速公司低线扩张的步伐，另一方面也可以削减2026年资本开支至6-7亿美元，优化现金流，从而更从容地完成股东回报目标。
- **2) 规模优势推动利润率提升。**同店维度，25年公司同店销售额+1%，肯德基/必胜客同店增速分别为+1%/+1%，其中交易量同比分别+3%/+16%、客单价同比分别-1%/-13%；2026-2028年，公司同店销售目标为每年同比增长0%至2%。26年1/2/3月同店+1%/+3%/+0%。门店利润率维度，25年公司门店利润率为16.3%，同比+0.6pcts；肯德基/必胜客分别为17.3%/12.7%，同比分别+0.5pcts/+0.7pcts。根据投资者日指引，2026-2028年公司目标餐厅利润率为16.7%，肯德基/必胜客分别为17.3%/14.5%。





2026.1	2026.2-2026.3	2026.4-2026.5	2026.6-至今
--------	---------------	---------------	-----------

创始人回归催化，开门红行情。

- 1.宏观：
- 2026年1月CPI同比+0.2%。
- 2.海底捞：
- 1月13日公司公告创始人张勇时隔4年重新出任CEO，苟轶群转岗智能中台，四位一线女性高管（李娜娜、朱银花、焦德凤、朱轩宜）新任执行董事。
 - 从1月2日的14.41港元快速拉升，1月16日触及年内高点17.68港元，涨幅22.7%。

年报季预期博弈，分红率略降引发担忧。

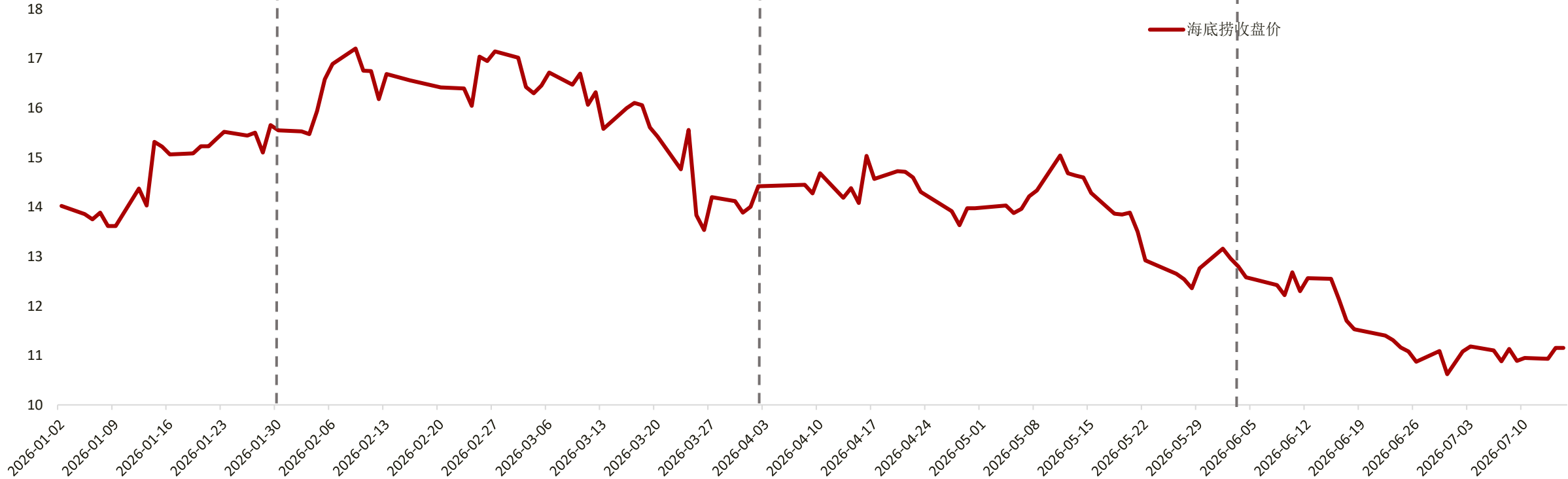
- 1.宏观：
- 2026年2月CPI同比+1.3%，春节错位效应（2026年春节在2月15-23日）提前拉动消费。3月CPI+1.0%，消费复苏斜率略放缓。
- 2.海底捞：
- 2025年营收432.25亿元（yoy+1.1%），净利润40.50亿元（yoy-14%），分红率87%（2024年为95%）。
 - 外卖业务+112%至26.6亿元，其他餐厅（红石榴计划）+215%至15.2亿元，加盟业务+1519%至2.7亿元。
 - 主品牌翻台率3.9次/天（-0.2次），同店销售-7%，原材料成本占比升至40.5%（+2.6pct）。
 - 年报发布后，因利润下滑和分红率略降，股价从17港元回落至3月底的15.50港元，跌幅约8.8%。

红石榴计划提速，杨利娟回归统筹。

- 1.宏观：
- 4月CPI+1.2%，5月CPI+1.2%。
- 2.海底捞：
- 4月15日公告杨利娟辞任特海国际CEO，回归海底捞全面统筹“红石榴计划”。市场解读为多品牌战略进入“深耕期”，从“广撒网试错”转向“聚焦标杆品牌”。
 - 股价在15-16港元区间窄幅震荡，市场等待6月端午数据验证。

业绩担忧加剧，股价创新低。

- 1.宏观：
- 6月CPI+1.0%。
- 2.海底捞：
- 股价跌破11港元关口，7月9日触及年内最低10.89港元，较年初高点下跌38.4%。
 - 市场担忧：①2026年H1业绩可能不及预期（翻台率同比增速放缓至中单位数，利润率承压）；②红石榴计划投入加大拖累整体利润率；③原材料成本持续上涨无法完全传导至客单价。





资料来源：WIND、公司公告、国家统计局，浙商证券研究所。注：股价单位为港元。

2026.1-2026.2

延续2025年势头，开门红行情。

1.宏观:

- 2025年12月CPI同比+0.8%，2026年2月CPI同比+1.3%，春节错位效应（2026年春节在2月15-23日）提前拉动消费。

2.百胜中国:

- 发布2025年Q4及全年业绩，Q4系统销售额+7%，同店销售+3%（肯德基+3%、必胜客+1%），核心营业利润+23%，大超市市场预期。25年营收118亿美元（+4%），净利润9.29亿美元（+2%），同店销售+1%（Q4加速至+3%），门店净增1,706家至18,101家。
- 季度股息上调21%至0.29美元/股，宣布2026年15亿美元回购计划，承诺2027年起100%自由现金流回馈股东。
- 2026年计划净增约1,900家门店，加盟比例提升至40-50%。

2026.3-2026.4

持续回购+新店型超预期，股价创新高。

1.宏观:

- 3月CPI+1.0%，消费复苏斜率略放缓。

2.百胜中国:

- 肯悦咖啡：Q1净增400家至2,600+家，销售额同比+100%+，为母店带来中个位数销售增量，2027年目标上调至5,000家（提前两年达成）。
- KPRO轻食：Q1净增80家至280家，年底目标上调至600家。
- 必胜客WOW：门店同比翻番至390家，新开自营店利润率与主模式持平。

2026.5

Q1财报符合预期，维持高股东回报。

1.宏观:

- 5月CPI+1.2%。

2.百胜中国:

- 26Q1 营收 32.7 亿美元 (yoy+10%)，归母净利润3.1亿美元 (yoy+6%)。同店销售肯德基+1%，必胜客-1%。
- Q1净新增636家（创单季新高），总门店数达18,737家。
- 财报发布后股价在430-450港元高位震荡，市场消化“符合预期”的业绩。5月底小幅回落至420港元附近。

2026.6-至今

必胜客中国收购落地，利润增厚预期。

1.宏观:

- 6月CPI+1.0%。

2.百胜中国:

- 6月16日百胜餐饮 (YUM.N) 公告分拆出售必胜客全球业务。百胜中国将以12亿美元现金收购必胜客品牌在中国大陆市场的全部商标、知识产权所有权。交易预计2026年Q3完成交割。收购后，百胜中国将停止向YumBrands支付必胜客使用权费用。
- 收购公告后股价在400-420港元区间震荡，市场消化“利好但已部分预期”的信息。6月底收于405港元附近。



► 茶饮：平台化竞争深化，供应链优势推动行业升级。

- 1) 经历前期低价竞争后，行业竞争逻辑逐步由单一价格优势转向“规模网络+供应链能力+产品升级”的综合竞争。参考美国、日本成熟餐饮市场发展经验，随着行业连锁化率提升，具备品牌、供应链及规模优势的平台型企业更容易在行业集中过程中持续获取市场份额；
- 2) 消费需求由低价尝鲜向品质化、健康化升级，也推动具备产品创新能力和供应链能力的品牌持续受益。茶饮行业长期沿“粉末冲调→真茶改良→鲜果鲜奶”的路径持续升级，消费者对于品质化、健康化产品的需求不断提升。

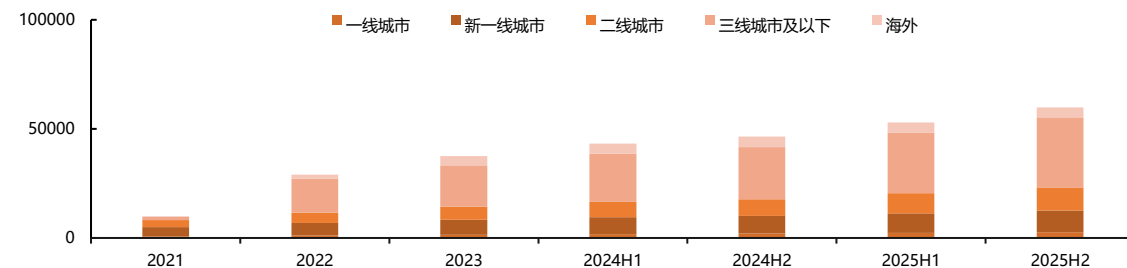
■ 蜜雪集团：平台化能力释放，供应链优势推动品质升级。

- 1) 平台化扩张持续强化，规模优势进一步凸显。茶饮行业竞争正由单一产品竞争转向“供应链+加盟体系+门店网络”的综合能力竞争，具备平台化能力的企业有望持续提升市场份额。蜜雪集团依托成熟供应链体系及加盟商赋能能力，实现快速规模复制。2025年公司同比2024年净开超13,000家门店，同比增长37%（vs24年同比+10%）；其中蜜雪冰城净开超9,000家门店至超4万家，同比增长28%（vs24年同比+19%）；幸运咖净开超4,000家门店至近1万家，同比增长123%（vs24年同比+18%）。随着门店网络持续扩张，公司有望进一步强化规模效应与供应链优势。
- 2) 供应链持续投入，推动品牌由低价竞争向平价高质升级。2026年主动放缓国内开店节奏，将战略重心聚焦于供应链升级与单店经营质量提升，全年规划投入18-20亿元改造供应链，其中14亿元用于国内升级、2亿元布局海外生产基地，核心围绕原料新鲜化完成全面迭代。同步重塑旗下三大品牌定位：蜜雪冰城以“真鲜纯”为核心推进全链条品质升级，幸运咖从“拼价格”转向“拼品质与门店经营质量”，福鹿家则重点加强产能建设。

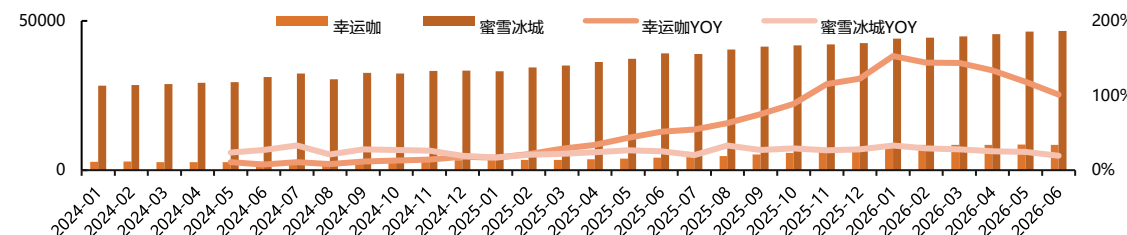
■ 古茗：区域密度提升，鲜活供应链驱动品质升级。

- 1) 区域密度持续提升，加盟体系推动规模扩张。古茗依托区域深耕策略，通过高密度门店布局提升加盟商经营效率。2025年公司同比2024年净开约3,000家门店至超1万家，同比增长30%，相比上一年度明显提速。截至2026年6月，公司位于乡、镇的门店比例由2024年的39%提升至40.5%，持续强化下沉市场覆盖。
- 2) 鲜活供应链构筑差异化，受益健康饮品消费趋势。古茗依托自身成熟冷链体系与供应链能力，持续强化健康饮品布局，自建鲜活供应链，并主动采用成本更高、工艺更复杂的“HPP超高压冷杀菌”技术，最大程度保留水果天然风味与色泽。在消费需求由低价尝鲜向品质体验升级的背景下，具备供应链优势的品牌有望持续提升竞争力。

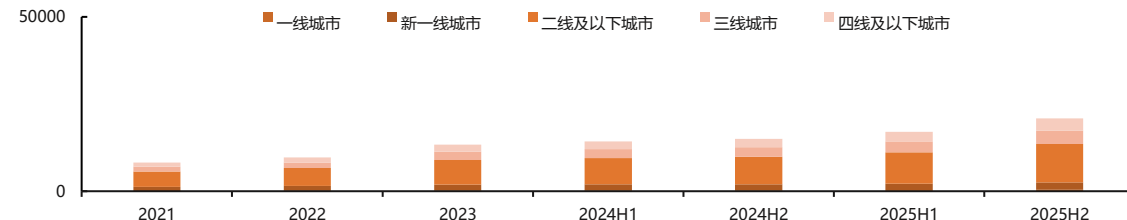
图：蜜雪集团门店（单位：家）



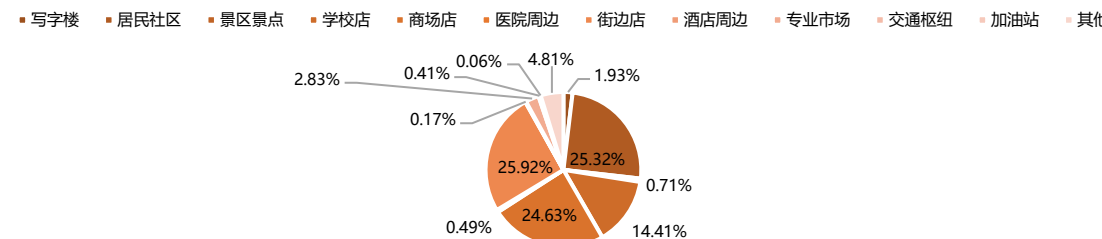
图：蜜雪冰城及幸运咖门店（单位：家）



图：古茗门店（单位：家）



图：古茗门店分布（单位：%）



2025.3

上市首日高开，短暂冲高后回落。

- 1.宏观：**
- 3月CPI维持在-0.1%，但市场对平价消费赛道相对乐观。
- 2.蜜雪集团：**
- 3月3日在港交所上市，IPO发售价202.50港元。
 - 上市首日大幅高开，收盘价约290港元附近。随后几个交易日短暂冲高至约298港元后回落，3月中下旬回调至260-270港元区间，市场消化IPO热度。

2025.4-2025.5

品牌力获认可，股价稳步攀升。

- 1.宏观：**
- 4-5月CPI维持在-0.1%。
 - 外卖平台补贴战全面升级，茶饮品类成为补贴重点受益对象。
- 2.蜜雪集团：**
- 5月，《雪王驾到》动画片推出多语言版本，强化品牌IP海外影响力。
 - 持续发力供应链体系建设。截至6月30日，在中国共设有29个仓库，较去年三季度新增两座仓库。配送网络覆盖中国33个省级行政区（含香港、澳门），超过300个地级市，并覆盖4个海外国家，现已在4个海外国家建立本地化的仓储体系。
 - 市场对蜜雪“供应链+IP”双壁垒逻辑高度认可，股价稳步攀升。

2025.6-2025.7

门店扩张，股价震荡上行。

- 1.宏观：**
- 6月CPI+0.1%，7月0.0%，消费价格低位徘徊。
- 2.蜜雪集团：**
- 门店持续高速扩张，根据窄门餐眼，2025年1-7月国内净增超5000家门店，幸运咖门店突破4000家。
 - 股价震荡上行。

2025.8-2025.9

半年报超预期，股价冲至年内高点。

- 1.宏观：**
- 8月CPI-0.4%，但平价消费赛道展现抗周期韧性。
- 2.蜜雪集团：**
- 25H1营收148.7亿元（同比+39.3%），净利润27.2亿元（同比+44.1%），净利润率同比改善0.6pct至18.3%，全面超预期。
 - 全球门店数增至53014家，较年初净增6535家，其中中国内地48281家，三线及以下城市占比58%。海外门店4733家，印尼、越南存量门店运营优化后日均营业额平均提升超50%。
 - 股价在业绩发布后大幅冲高，9月初触及全年最高约615.5港元。

2025.10

限售股解禁压力，股价大幅回调。

- 1.宏观：**
- 9月CPI-0.3%，10月转正至+0.2%，消费价格出现回暖迹象。
- 2.蜜雪集团：**
- 9月3日迎来限售股解禁。
 - 解禁后获利盘涌出，股价从高点615.5港元快速回落，9-10月跌至400-450港元区间，较高点回调约30%。

2025.11-2025.12

企稳反弹后年末震荡。

- 1.宏观：**
- 11月CPI升至+0.7%，12月+0.8%，消费价格持续回暖。
- 2.蜜雪集团：**
- 股价在400港元附近企稳。10月1日，公司公告以总对价约2.97亿元（增资2.856亿元+股权受让1,120万元）收购鲜啤福鹿家53%股权，进军现打鲜啤赛道。福鹿家主打6-10元鲜啤饮品，截至2025年8月拥有约1,200家门店，与蜜雪“高质平价”定位高度契合。
 - 12月22日股价单日大涨至435港元，但随后回落，年末收于409.8港元。



2026.1-2026.2

上市红利延续，春节旺季预期。

1.宏观：

- 2025年12月CPI同比+0.8%，2026年2月CPI同比+1.3%，春节错位效应（2026年春节在2月15-23日）提前拉动消费。
- 现制饮品行业延续2025年外卖补贴红利，但市场担忧2026年补贴退坡影响。

2.蜜雪集团：

- 春节旺季预期：1月为传统饮品淡季，但市场预期春节假期（2月）下沉市场消费爆发。
- 从年初约290港元小幅上涨至2月底的310-320港元区间，涨幅约7-10%。

2026.3

2025年年报发布，“提质增效”战略引发分歧。

1.宏观：

- 3月CPI+1.0%，消费复苏斜率略放缓。

2.蜜雪集团：

- 25年收入335.6亿元（+35.2%），净利润58.9亿元（+32.7%），毛利率31.1%（-1.3pct）。门店数为59,823家（+28.7%），其中国内55,356家（+33.1%），海外4,467家（-9%）。
- 管理层宣布2026年战略转向“提质增效”，主动放缓开店速度，聚焦存量门店盈利提升。
- 年报发布后股价从320港元回落至3月底的280-290港元，跌幅约10%。

2026.4-2026.5

同店数据转负，外卖退坡担忧加剧。

1.宏观：

- 4月CPI+1.2%，5月CPI+1.2%。五一假期现制饮品行业“量增价减”。

2.蜜雪集团：

- 4-5月蜜雪主品牌同店同比下滑，下滑原因：①2025年外卖补贴高基数；②门店加密分流；③4月天气偏冷+营销错峰；④产品升级（现磨咖啡）尚未形成增量对冲。
- 从290港元震荡下跌至5月底的250-260港元，跌幅约10-15%。

2026.6-至今

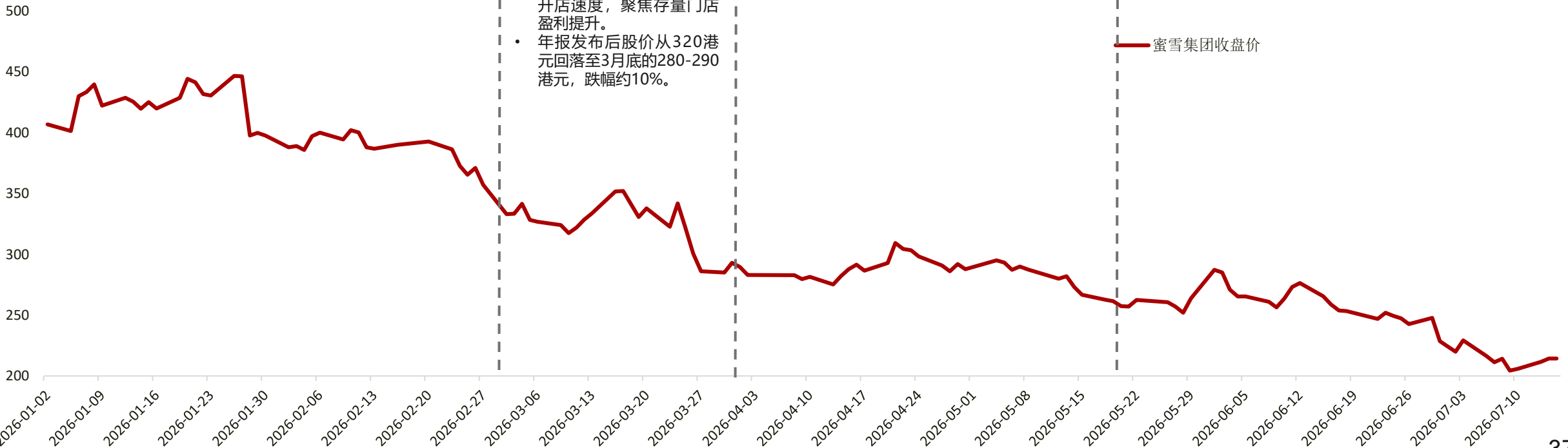
香港关店新闻发酵，出海逻辑受质疑。

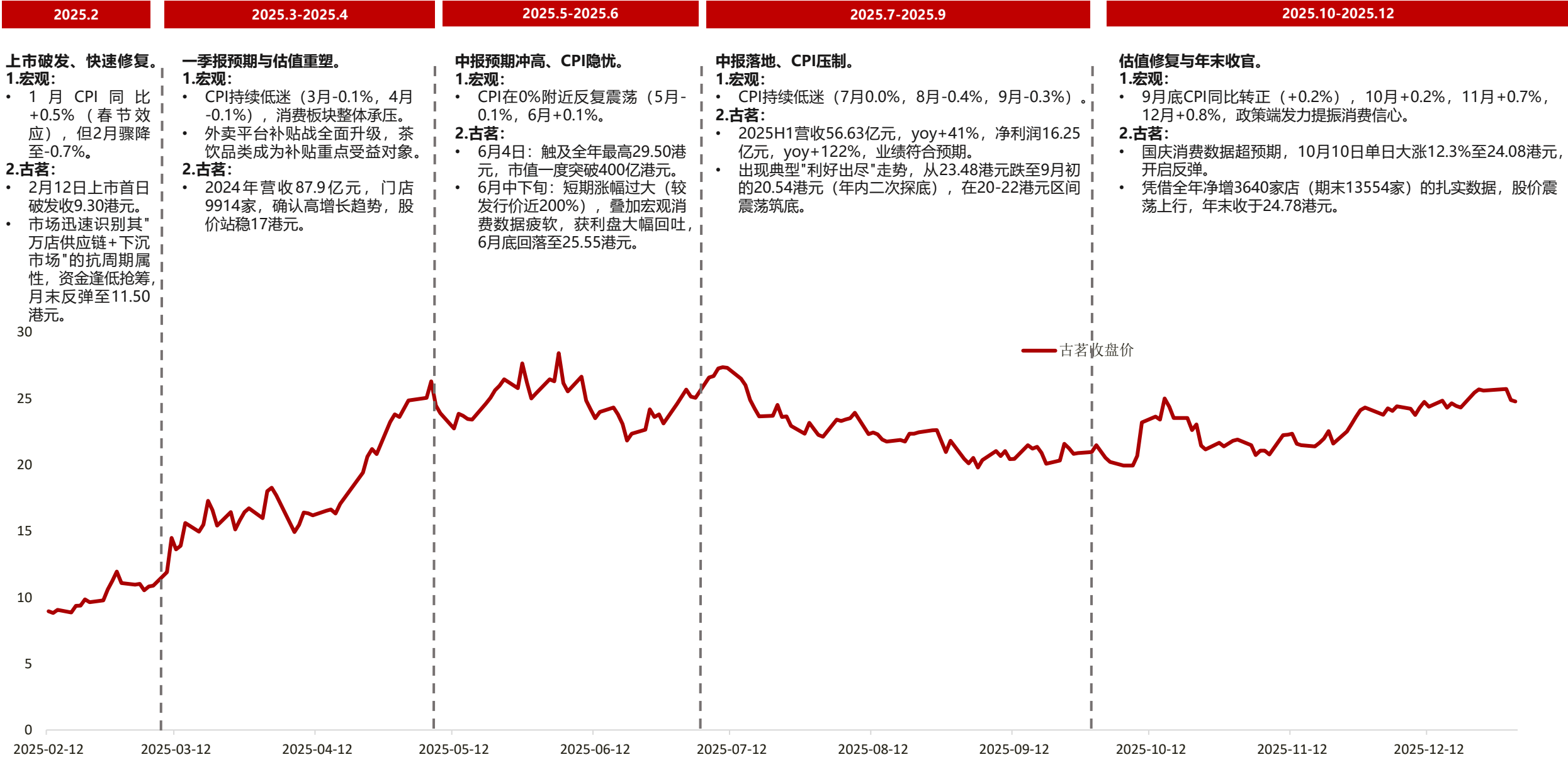
1.宏观：

- 6月CPI+1.0%。

2.蜜雪集团：

- 6月中旬，蜜雪冰城香港关闭3家门店（尖沙咀、元朗、石门），全港门店从9家缩减至5家，源于香港核心商圈租金过高（弥敦道店月租28.8万港元）。
- 从260港元快速下跌至6月底的230-240港元，跌幅约10%。





资料来源：WIND、公司公告、国家统计局，浙商证券研究所。注：股价单

2026.1-2026.2

上市红利延续，春节旺季预期。

1.宏观：

- 2025年12月CPI同比+0.8%，2026年2月CPI同比+1.3%，春节错位效应（2026年春节在2月15-23日）提前拉动消费。
- 现制饮品行业延续2025年外卖补贴红利，但市场担忧2026年补贴退坡影响。

2.古茗：

- 春节旺季预期：1月为传统饮品淡季，但市场预期春节假期（2月）下沉市场消费爆发。
- 从年初24.54港元上涨至1月15日的26.50港元，涨幅约8%。2月受春节假期影响，交易清淡，股价在25-26港元区间震荡。

2026.3

2025年年报发布，“量利齐升”获认可。

1.宏观：

- 3月CPI+1.0%，消费复苏斜率略放缓。

2.古茗：

- 25年收入129.14亿元（yoy+46.9%），净利润31.16亿元（yoy+108.6%），毛利率33.0%（yoy+2.4pct）。门店数为13,554家（+36.7%）。
- 年报发布后股价从26港元小幅回落至3月底的25-26港元区间，跌幅约5%。

2026.4-2026.5

同店数据稳健，但市场担忧高基数。

1.宏观：

- 4月CPI+1.2%，5月CPI+1.2%。五一假期现制饮品行业“量增价减”。

2.古茗：

- 同店维稳抓手：①咖啡业务贡献增量；②六代店店型升级；③新品迭代。
- 从26港元震荡下跌至5月底的23-24港元，跌幅约10%。

2026.6-至今

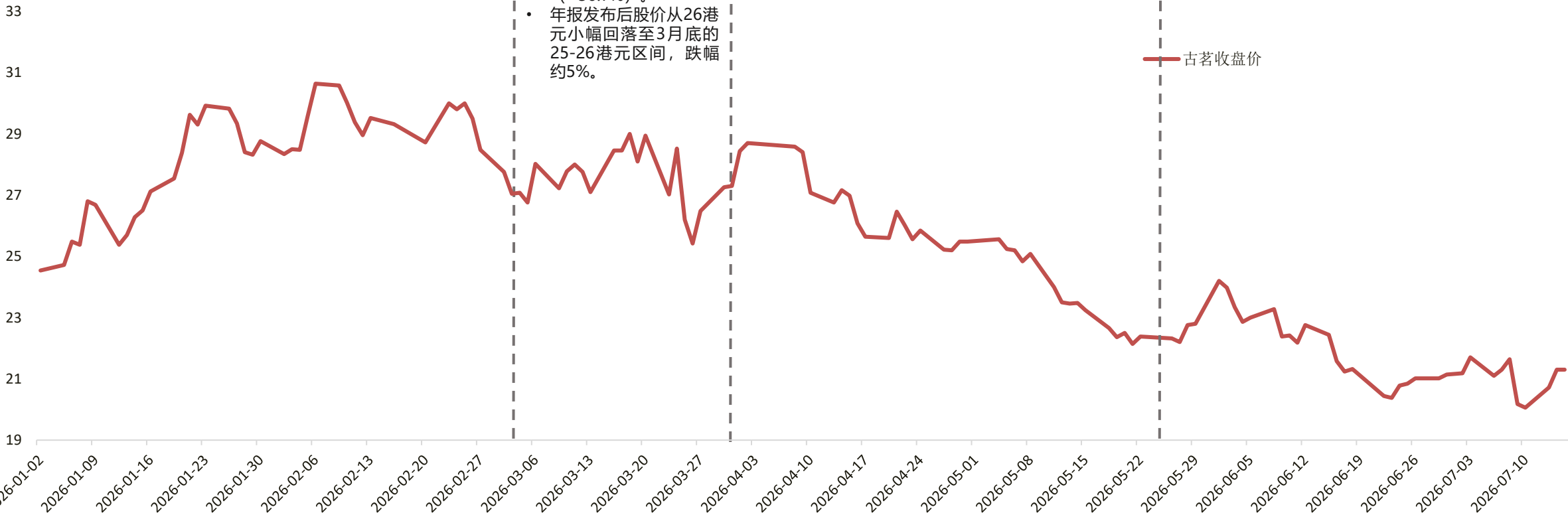
发行可转债+同步回购，优化资本结构。

1.宏观：

- 6月CPI+1.0%。

2.古茗：

- 6月24日宣布发行19.6亿港元零息担保可换股债券，同步进行股份回购：1) 可转债条款：期限1年，2027年6月到期，初始转股价23.54港元。2) 股份回购：以每股20.38港元回购3,400万。
- 从24港元快速下跌至6月底的21-22港元，跌幅约10%。



05

风险提示

- 1、**宏观经济下行风险。**餐饮行业属于消费行业，其发展依赖居民收入水平。若宏观经济出现大幅波动影响居民收入水平，将对整体行业造成不利的影响。
- 2、**行业竞争加剧风险。**头部品牌加速开店、下沉市场竞争全面白热化，单店模型承压，同质化产品导致价格战风险上升，可能侵蚀盈利能力。
- 3、**数据统计偏差风险。**本报告由底层数据出发，海量数据处理过程中存在统计误差，单独数据条本身或不具备意义。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动。；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>