下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

社会服务行业深度报告

寻找国内规模化地面履约业态——服务商业

增持（维持）

2026 年 06 月 16 日

证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 杜玥莹
执业证书：S0600526040001
duyy@dwzq.com.cn
证券分析师 郗越
执业证书：S0600524080008
xiy@dwzq.com.cn
证券分析师 阳靖
执业证书：S0600523020005
yangjing@dwzq.com.cn
证券分析师 王琳婧
执业证书：S0600525070003
wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

- **我们首先提出服务商业/地面履约业态概念。**发达国家巡礼，以日本便利店为例，其销售额多年比肩大卖场、约为百货业态两倍，且维持稳健增长，CR3 占比 90%以上，呈现稳固的高集中度；龙头企业具备规模，并实现了较好的营收/盈利；以 7-11 为例，据公司公告，2024 年日本门店数约 2 万家，销售总额/营业收入分别为 2565.7 /429.4 亿元，净收入百亿元。同时，如墨西哥、北美、欧洲，均有各具特色的相似业态。其背后原因主要系：1）满足了广泛消费人群基础的需求；2）业态自身产品、供应链、运营等多方面能力，形成好的单店盈利结构；3）优质企业具备竞争优势，并可标准化扩张。

- **国内消费基础庞大，商品/服务均有机会，终端业态即时性及体验感无法替代。**一方面，2025 年国内社零总额已达 50.12 万亿，下沉市场占比较高、增速较快；于连锁行业子赛道龙头而言，其规模扩张需要全国版图布局；另一方面，商品消费外，服务业主导为经济发展成熟阶段的必然结果，国内政策频频落地，提升供给+优化改革，具备规模化能力的服务商业既成就企业，亦促进就业及人群消费。国内零售渠道变迁、电商行业发达，一定程度弱化了终端一站式购买需求；而外卖即时零售行业的发展，印证终端履约多重需求，并对全品类小店规模化盈利形成更大挑战，终端业态即时性及体验感无法替代。

- **规模化服务商业探索 1——有下沉能力的茶饮龙头。**茶饮行业需求大、成瘾性强，2025 年市场规模约 3500 亿元，近 5 年复合增速近 20%，相比快餐卤制品等行业：由于地域需求差异相对较小，个体经营入门门槛相对更高，门店标准化带来的规模优势更强，茶饮行业单店模型体现了更高的毛利率、净利率以及相对较短的投资回报期，并且龙头加盟商具备更强的溢价优势或盈利优势。优质龙头下沉扩张，其中：1）蜜雪集团于采购、生产、物流、研发、质控、数字化、营销、供应商、会员等多方面具备竞争能力，仍有翻倍规模空间；2）古茗具备竞争能力，2025 年经营优于同行，2026 年单店重塑，具备 3-4 万家门店规模空间。

- **规模化服务商业探索 2——具备核心优势的零食折扣连锁。**2020-2025 年，中国量贩零食行业规模从 109 亿元增至 2140 亿元，年复合增速 81.5%，其背后一为品类消费+极致性价比需求，二为优质龙头竞争优势表现。优质龙头以产品及品牌能力，打造消费心智；凭借规模享受成本优势及上游定制能力；同时于仓配履约、加盟体系运营及管理能力、全流程数字化等诸多方面不断深耕。据公司公告， 2025 年赵一鸣/零食很忙/好想来 GMV 占比分别为 23.6%/19.0%/30.3%；远期来看，行业及龙头企业门店规模均有翻倍空间。

- **其他：有改革基因及能力的商超百货龙头等。**商超百货行业一站式购买需求放缓，商超百货龙头通过多种方式完成服务商业升级：1）商品/服务/商业模式改造。通过盈利模式调整及产品、服务、员工、环境布局等方面改变，改善消费场景、获得单店增长；2）内容化，如顺应谷子增长趋势，百联股份、王府井等公司依托原有区位与客流卡位做场景改造、品牌引入与活动运营，用二次元内容把逛街变成打卡；3）质价比+体验等方面业态有所革新，如奥莱/年轻化品牌建设，龙头企业奥莱门店同店长期高于其余业态，且正将新增开店更多转向存量效率及业态升级。

- **投资建议：**2025 年国内社零规模已达 50 万亿，一方面，于连锁行业子赛道龙头而言，其规模需要全国版图布局；另一方面，相对广泛的人群基础、好的单店盈利、优势企业的竞争能力亦尤其重要。我们于本文提出服务商业的概念，旨于寻找具备规模及盈利愿景的连锁龙头企业。核心推荐：1）具备下沉能力的茶饮龙头，蜜雪集团、古茗等；2）零食折

行业走势



相关研究

《业绩陆续披露，重视教育行业红利属性》

2026-04-20

《餐饮行业深度报告：餐饮边际复苏得验，可持续性高看》

2026-03-11

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

扣连锁，鸣鸣很忙、万辰集团等；3）其他：有改革基因及能力的商超百货龙头、酒店龙头、名创优品等。

- **风险提示：**1）消费增速严重不及预期；2）行业竞争严重加剧；3）龙头扩张、费用管控不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 国内消费基础庞大，商品/服务均有机会 6
1.1. 社零 50 万亿规模，下沉市场铸就龙头规模基础 6
1.2. 商品消费外，服务业主导为经济发展成熟阶段的必然结果 8
2. 发达国家巡礼：以日本便利店等为例，什么是好的“地面履约业态” 10
2.1. 便利店在日本：销售额比肩大卖场，集中程度高，龙头企业具备规模 10
2.2. 什么是好的“地面履约业态” 12
3. 中国：电商行业发达，终端业态即时性及体验感无法替代 14
3.1. 国内电商行业发达，一定程度弱化了终端一站式购买需求 14
3.2. 终端业态即时性及体验感无法替代 15
4. 中国地面履约业态：规模化服务商业探索——有下沉能力的茶饮龙头 16
4.1. 茶饮行业需求大、成瘾性强，盈利模型较好且可标准化 16
4.2. 优质龙头具备竞争实力，下沉扩张，具备空间 18
4.3. 敏感性分析——同店敏感性 20
5. 中国地面履约业态：规模化服务商业探索——零食折扣连锁/商超百货改革/其他 21
5.1. 零食折扣连锁：品类需求+极致性价比，行业持续增长 21
5.2. 有改革基因及能力的商超百货龙头 23
6. 投资建议 25
7. 风险提示 26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 社零整体增速趋稳，线上线下齐同发力.....6
图 2： 分渠道零售额同比增长，下沉市场占比较高、增速较快.....7
图 3： 子赛道龙头规模基础需要全国版图布局——商业龙头：以商超为例.....8
图 4： 子赛道龙头规模基础需要全国版图布局——服务业龙头：以酒店为例（华住集团/锦江）.....8
图 5： 中美日英服务业增加值占 GDP 比重.....9
图 6： 便利店兴起于日本，并呈现出高渗透率、稳定增长.....11
图 7： 日本便利店 CR3 市场份额稳定在 90%以上.....11
图 8： 日本便利店单店日销/盈利能力均高于国内.....11
图 9： 日本便利店对应 10 分钟步行人群覆盖率达 98%.....12
图 10： 日本消费者周均到店频次 3.2 次.....12
图 11： 日本便利店门店密度及销售额仍逐年增加.....13
图 12： 全球其他国家的“地面履约业态”.....13
图 13： 国内线下连锁演进路径.....14
图 14： 国内线上渠道演进路径.....15
图 15： 终端业态即时性及体验感无法替代.....16
图 16： 2025 年国内现制饮品行业规模约 3500 亿，年复合增速近 20%.....17
图 17： 截至 2025 年底，国内茶饮行业门店总数 41 万家，平均万人门店数 3 家，下沉市场具备业态需求.....17
图 18： 据测算，截止 2023 年，国内现制茶饮消费人群频次已经达到相对较高水平.....17
图 19： 优质龙头具备竞争实力.....19
图 20： 下沉扩张，具备空间.....20
图 21： 国内休闲零食饮料零售行业稳健增长（单位：亿元）.....22
图 22： 专卖店渠道占比有所提升.....22
图 23： 中国量贩零食行业高速增长.....22
图 24： 下沉市场占比较高（2025 年数据）.....22
图 25： 头部企业具备竞争优势.....23
图 26： 有改革基因及能力的商超百货龙头.....24
图 27： 品牌一览.....25

表 1： 国内政策频频落地，提升供给+优化改革，各子行业均有变化.....10
表 2： 龙头企业具备规模.....12
表 3： 传统商超规模性龙头营收/毛利构成：食百/生鲜占据大多数——以某龙头为例.....15
表 4：盈利模型较好且可标准化，呈现高连锁化率.....18
表 5：敏感性分析-古茗 2026 年营业收入（单位：亿元）——横轴为同店（单位：%）、纵轴为开店数（单位：家门店）.....20
表 6：敏感性分析-古茗 2026 年归母净利润（单位：亿元）——横轴为同店（单位：%）、纵轴为开店数（单位：家门店）.....21
表 7：敏感性分析-蜜雪 2026 年营业收入（单位：亿元）——横轴为同店（单位：%）、纵轴为开店数（单位：家门店）.....21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：敏感性分析-蜜雪 2026 年归母净利润（单位：亿元）——横轴为同店（单位：%）、纵轴为开店数（单位：家门店）.....21
表 9：零食折扣头部企业门店数较多，且仍具备空间.....23
表 10：板块估值表.....25

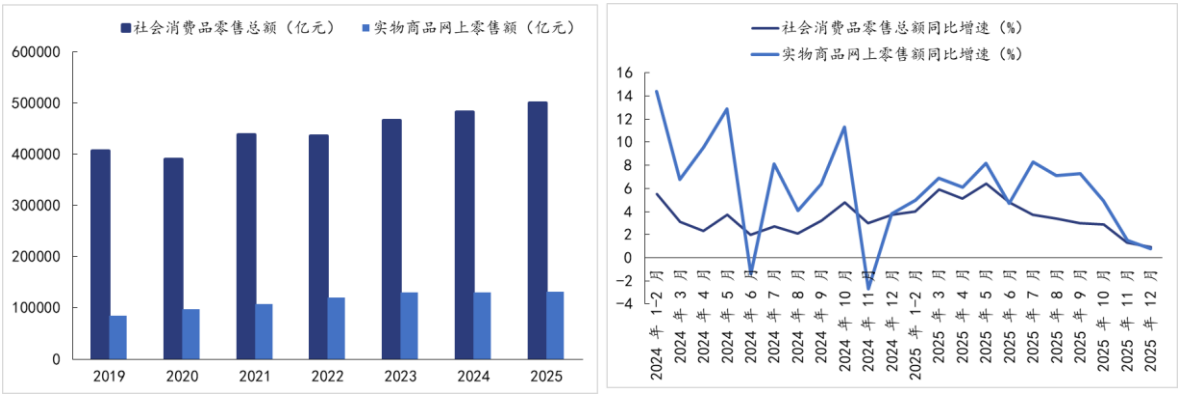
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 国内消费基础庞大，商品/服务均有机会

1.1. 社零 50 万亿规模，下沉市场铸就龙头规模基础

2025 年，中国社零总额 501202 亿元，比上年增长 3.7%，分渠道增速有所不同。国内社零整体增速趋稳，分渠道来看：1）线上线下协同发力。2025 年，中国社零总额 501202 亿元/同比+3.7%，增速趋稳；其中网上零售额 159722 亿元/同比 8.6%，实物商品网上零售额 130923 亿元/同比+5.2%，拉动同期社零总额增长 1.3pct。限额以上零售业实体店商品零售额比上年增长 1.7%，满足居民品质化、个性化消费需求的实体新兴业态（如仓储会员店、集合店等）保持两位数增长；2）分渠道零售额多为同比增长。2025 年，限额以上零售业单位中超市/百货店/便利店/专业店零售额同比上年分别增长 4.3%/0.1%/5.5%/2.6%，品牌专卖店零售额下降 0.6%；3）下沉市场占比较高、增速较快。2025 年，国内县乡市场规模（包括镇区和乡村）占社零总额比重为 38.7%，占比较高，县域商业体系不断完善、消费潜力稳定释放；城镇/乡村消费品零售额同比增长 3.6%/4.1%，下沉市场增速仍然较快。

图1：社零整体增速趋稳，线上线下齐同发力

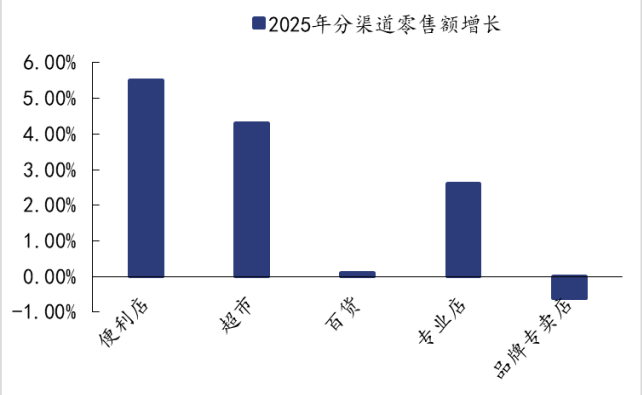


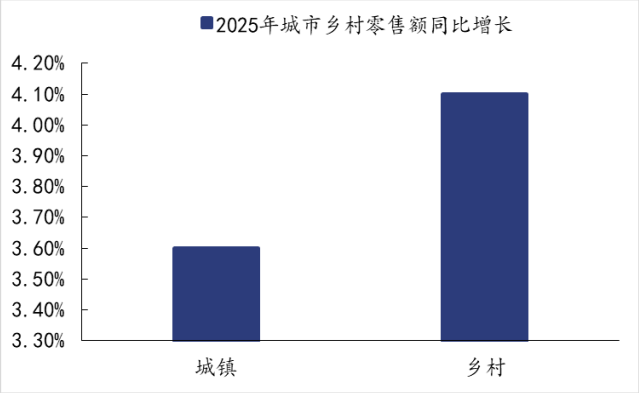
数据来源：国家统计局，中华全国商业信息中心，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：分渠道零售额同比增长，下沉市场占比较高、增速较快





数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

子赛道不乏龙头，龙头规模基础需要全国版图布局。1）商业龙头：以商超为例。国内超市行业由于最早为外资引入，且龙头跨区域扩张需要解决选址、供应链、物流、消费者认知等多方面问题，且需要面对成型对手及线上巨头竞争，目前仍体现低集中度割据。一方面，据国家统计局及 Wind 数据，2025 年限额以上单位消费品零售额 20.16 万亿元，占社零总额的 40.22%，商超上市公司（共计 14 家，多为龙头公司）2024 年总营收约 1729 亿元；另一方面，据连锁经营协会数据，2024 年中国超市 TOP100 总营收约 9000 亿元，行业前五分别为沃尔玛/康成投资/盒马/永辉超市/物美，规模分别为 1588.4/764.1/750.0/732.4/579.0 亿元，全国龙头市占率略高。2）服务业态龙头：以酒店为例。据《中国酒店业发展报告》及《2025 中国酒店集团及品牌发展报告》，2024 年国内酒店行业连锁客房 707 万间，连锁化率约 40%，相距美国/欧洲同期（约 72%/44%），还有一定空间；龙头锦江酒店/华住集团/首旅酒店合计连锁客房 290 万间，占连锁酒店比重。区域分布来看，据公司公告，2025Q4 华住集团一线/二线/三线及以下城市在营酒店占比分别为 16%/40%/44%,签约门店占比分别为 11%/37%/52%，下沉市场开店占比较高。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：子赛道龙头规模基础需要全国版图布局——商业龙头：以商超为例

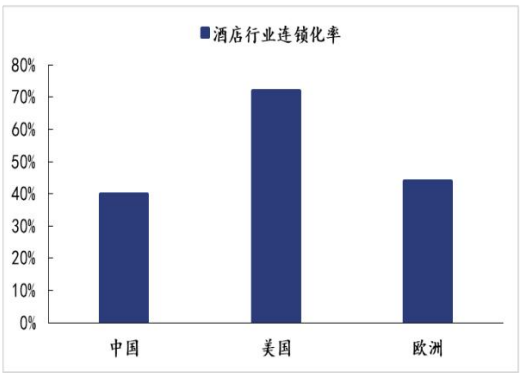
社会消费品零售总额（2025年，亿元）	501202
限额以上单位消费品零售额（2025年，亿元）	201618
限额以上占比	40%
商超上市公司2024年总营收（亿元，共计14家，多为龙头公司）	1729

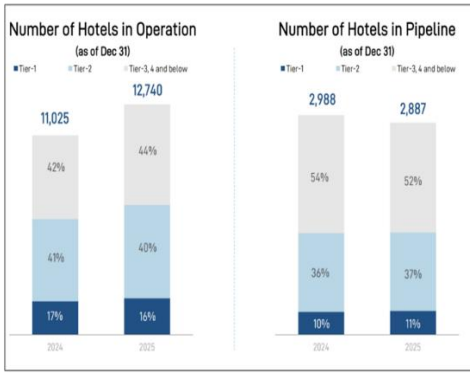
超市品牌	2024 销售规模（含税亿元）
沃尔玛、山姆	1588.4
大润发、大润发 Super、M 会员店	764.1
盒马鲜生等	750.0
永辉	732.4
物美、麦德龙	579.0
世纪联华、联华、华联	486.4
华润万家、Ole、华润苏果	481.0
家家悦、世伴	299.0
中百仓储、中百超市	179.5
钱大妈	136.3
TOP100	9000.0

数据来源：国家统计局，Wind，连锁经营协会，东吴证券研究所

图4：子赛道龙头规模基础需要全国版图布局——服务业龙头：以酒店为例（华住集团/锦江）

连锁客房数(万间)	707
非连锁客房数（万间）	1057
华住集团/锦江酒店/首旅酒店合计客房数(万间)	290





数据来源：《中国酒店业发展报告》，《2025 中国酒店集团及品牌发展报告》，东吴证券研究所

1.2. 商品消费外，服务业主导为经济发展成熟阶段的必然结果

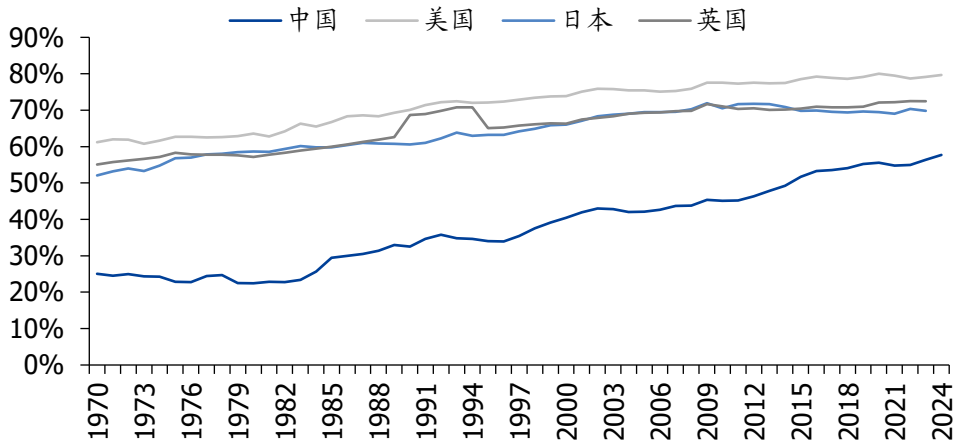
商品消费外，服务业主导为经济发展成熟阶段的必然结果。据国家统计局 2023 年发布的《现代服务业统计分类》，现代服务业是指伴随信息技术和知识经济的发展而产生，利用现代科学技术和现代管理理念，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸、推动生活性服务业向高品质和多样化升级、加强公益性基础性服务业发展所形成的具有高技术含量、高人力资本含量、高附加价值等特征的经济活动。从发达国家来看，随着

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

经济发展，现代服务业发展、服务业占据 GDP 最多比重是必然使然：以美国/英国/日本为例，伴随经济发展需求、政策支持及技术进步，过往几十年，其现代服务业逐渐发展，目前年服务业增加值占 GDP 比重分别达约 70-80%左右；具体子行业来看，包含艺术娱乐餐饮、批发零售、教育行业在内的行业合计占 GDP 比重约 25%，各国家略有差别。

图5：中美日英服务业增加值占 GDP 比重



数据来源：wind，世界银行，上海经济研究，广东统计信息网，广东省科学技术厅官网，东吴证券研究所

国内政策频频落地，提升供给+优化改革，各子行业均有变化。我国现代服务业自 1980 左右开始起步，近年政策频频落地：2022 年 2 月，国家发展改革委等 14 部门出台 43 条举措，通过普惠性纾困与针对性支持结合，助力服务业市场主体渡过难关、恢复发展；2022 年 12 月，国务院批复在 6 个城市开展服务业扩大开放综合试点，推进服务业高水平对外开放，塑造行业国际竞争新优势；2024 年 8 月，国务院出台相关意见，聚焦服务消费提质，优化和扩大服务供给，释放服务消费潜力；2025 年 4 月/12 月，商务部推进服务业扩大开放综合试点深化，与中央网信办等其他 5 部门联合印发计划，推动服务外包高质量发展、助力数字贸易创新升级。2026 年以来，国务院办公厅集中发力服务消费培育领域，精准补齐行业发展短板。整体而言，2025 年，我国服务业增值占 GDP 比重约 58%，近年政策落地激励方向明确，提升供给+优化改革，各子行业均有变化，并于困难时期给与特殊舒缓。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：国内政策频频落地，提升供给+优化改革，各子行业均有变化

发布时间	发布方	政策名称	要点
2022 年 02 月 18 日	国家发展改革委、财政部等 14 部门	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	提出 10 项普惠性纾困措施+31 项行业针对性举措，含延续增值税加计抵减、房租减免、稳岗返还等，助力服务业主体纾困恢复。
2022 年 12 月 20 日	国务院	《国务院关于同意在沈阳等 6 个城市开展服务业扩大开放综合试点的批复》	同意 6 个城市开展服务业扩大开放综合试点，试点期 3 年，推进制度型开放，探索差异化发展经验，带动全国服务业开放创新。
2024 年 08 月 03 日	国务院	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	聚焦服务消费提质，优化和扩大服务供给，释放服务消费潜力，满足群众多样化、品质化服务消费需求。
2025 年 04 月 11 日	商务部	《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》	深化服务业扩大开放综合试点，完善试点政策，推动行业市场化改革，扩大服务业开放范围与深度。
2025 年 12 月 07 日	商务部、中央网信办等 6 部门	《促进服务外包高质量发展行动计划》	推动服务外包提质增效，打造数字贸易新引擎，完善保障措施，加强部门协同，助力数字贸易创新升级。
2026 年 01 月 29 日	国务院办公厅	《加快培育服务消费新增长点工作方案》	聚焦交通、家政、文旅等重点潜力领域，优化服务供给、创新消费场景，健全标准体系、强化财政金融支持，培育服务消费新增长点。

数据来源：国务院，东吴证券研究所

2. 发达国家巡礼：以日本便利店等为例，什么是好的“地面履约业态”

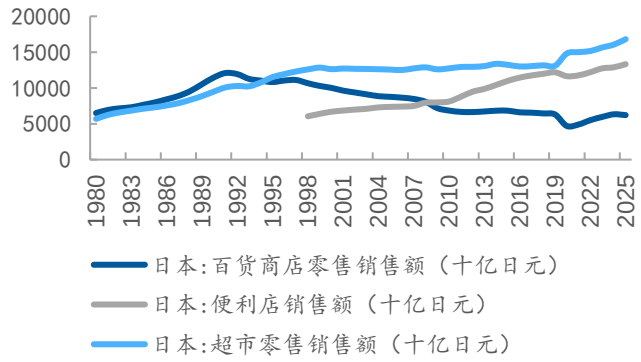
2.1. 便利店在日本：销售额比肩大卖场，集中程度高，龙头企业具备规模

便利店兴起于日本，并呈现出高渗透率、稳定增长、高集中度的行业格局。日本便利店业态销售额多年比肩大卖场，约为百货业态两倍，且维持稳健增长：根据日本特许经营协会（JFA）及日本经济产业省最新数据，截止 2025 年，日本便利店销售额为 13.32 万亿日元（约 5772 亿人民币），占零售总销售额 8.5%，过往 5 年复合增速约 2.52%。据毕马威数据，日本便利店人均占有量约为 2197 人/店，国内同期约为 4441 人/店（广东东莞渗透率较高，达 2048 人/店）；行业格局方面，日本便利店 CR3（7-11、全家、罗森）的销售额份额已稳固在 90%以上，呈现稳固的高集中度。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

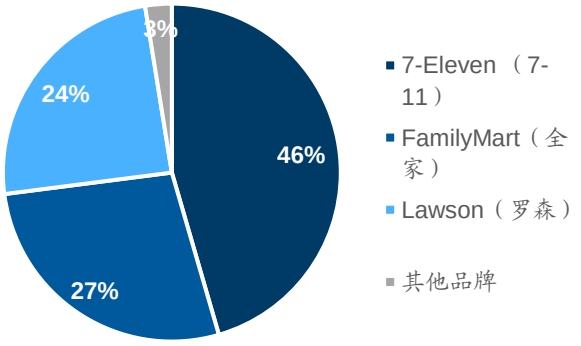
下载日志已记录，仅供内部参考

图6：便利店兴起于日本，并呈现出高渗透率、稳定增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

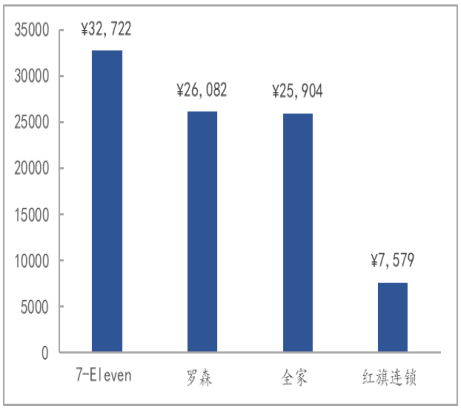
图7：日本便利店 CR3 市场份额稳定在 90%以上

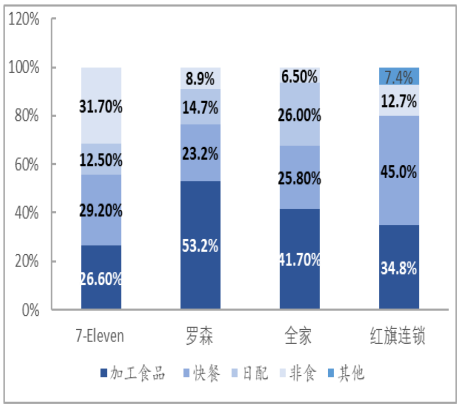


数据来源：公司公告、日本特许经营协会，东吴证券研究所，注：图中为 2025 年财年数据

龙头企业具备规模。日本的城市化进程及人口结构培养了居民追求极致便利、小额高频的消费习惯，相比国内便利店：1）营收规模较高，如上，年销售额达数千亿人民币体量；2）即食食品、自有品牌等营收占比较高，日配、快餐等合计占比可达 50%左右，并成就了店面业态的较高日销及高毛利率。据公司公告，2024 年日本 7-11 单店日销约 68 万日元（约 3.2 万人民币），毛利率约 32.20%；红旗连锁同期单店日销约 7711 元，毛利率约 29.35%；3）通过加盟输出构筑盈利。以 7-11 为例，总部主要提供品牌特许权、数字化订单系统及冷链供应链赋能，并基于品牌及商品能力赚取加盟费、管理费及供应链收入，最终实现扩张及盈利规模。据公司公告，2024 年日本 7-11 门店约 2 万家，公司实现销售总额 2565.71 亿元，营业收入 429.44 亿元，净收入约百亿元。

图8：日本便利店单店日销/盈利能力均高于国内





门店毛利率	7-11	罗森	红旗连锁
加工食品	40.2%	23.2%	19.8%
快餐	37.2%	41.1%	25.7%
日配	34.7%	35.3%	
非食	20.0%	50.2%	26.9%
合计	32.2%	31.5%	29.4%

数据来源：《中国酒店业发展报告》，《2025 中国酒店集团及品牌发展报告》，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：龙头企业具备规模

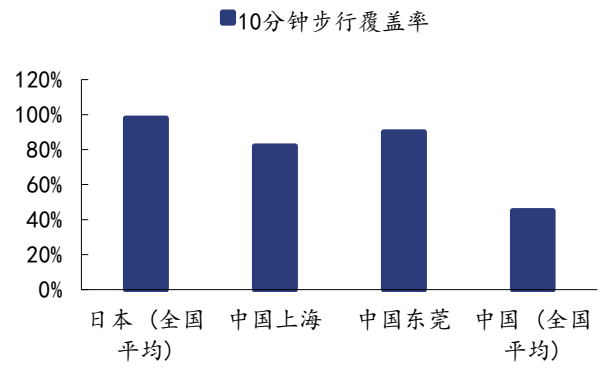
	门店数	销售总额(亿元)	营业收入（亿元）	净收入（亿元）
7-Eleven	21,410	2565.70	429.44	101.33

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2.2. 什么是好的“地面履约业态”

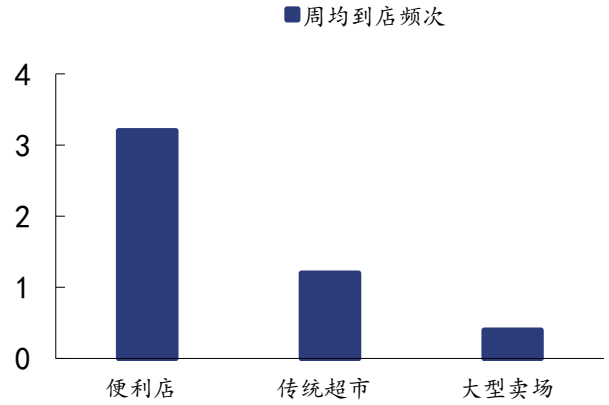
什么是好的“地面履约业态”。日本便利店之所以形成规模，主要系：1）具备较广的消费人群基础；2）满足了日本消费环境下的消费者需求，并由于业态自身产品、供应链、运营等多方面能力，形成了好的单店盈利结构；3）优质企业具备一定竞争优势，并能够标准化输出，通过供应链、仓储物流等支撑扩张，并具备管理能力。据日本总务省统计局、日本经济产业省及日本特许经营协会，日本便利店对应 10 分钟步行人群覆盖率达 98%，消费者周均到店频次 3.2 次（高于传统超市的 1.2 次及大型卖场的 0.4 次），在上文所述的整体行业规模下，其门店密度及行业销售额仍逐年增加。

图9：日本便利店对应 10 分钟步行人群覆盖率达 98%



数据来源：日本总务省统计局、中国连锁经营协会，东吴证券研究所

图10：日本消费者周均到店频次 3.2 次

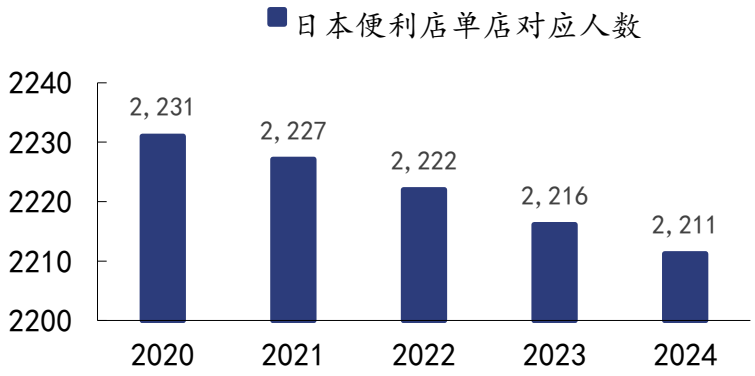


数据来源：日本特许经营协会、日本经济产业省，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：日本便利店门店密度及销售额仍逐年增加



数据来源：wind，世界银行，上海经济研究，广东统计信息网，广东省科学技术厅官网，东吴证券研究所

全球其他国家的“地面履约业态”。在不同国家，受限于不同的资源禀赋（如数字化程度、人口密度等），演化出了各具特色的履约业态。1）拉美地区以墨西哥的 Oxxo 为代表。利用超过 20,000 家门店的网点优势，Oxxo 进化为墨西哥最大的金融服务履约点。在信用卡普及率较低的环境下，它通过代收现金完成电商支付闭环，成功卡位了“最后零距离”的信用中枢。2）北美地区以美国的 Wawa 为代表。Wawa 深耕“社区餐饮履约中枢”，通过高品质定制化鲜食迎合消费者的即时餐饮需求。其盈利模型已脱离传统便利店，更接近于一种高频次、高粘性的“社区食堂”。3）欧洲地区以波兰 Żabka 和德国 REWE To Go 为代表。波兰的 Żabka 是欧洲增长最快的便利店品牌之一。它通过模块化的城市小店，重点攻克“即时餐饮”，并集成大量的包裹寄递和移动支付业务，成为欧洲城市居民步行范围内的高频服务补给点；德国的 REWE To Go 代表了欧洲零售的去超市化趋势。它们大量卡位交通枢纽和加油站，将高品质的生鲜、现做咖啡与 24 小时即时补给结合，弥补了欧洲传统超市周日及夜间闭店的服务空白。

图12：全球其他国家的“地面履约业态”



数据来源：公司公告，美国便利店协会，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

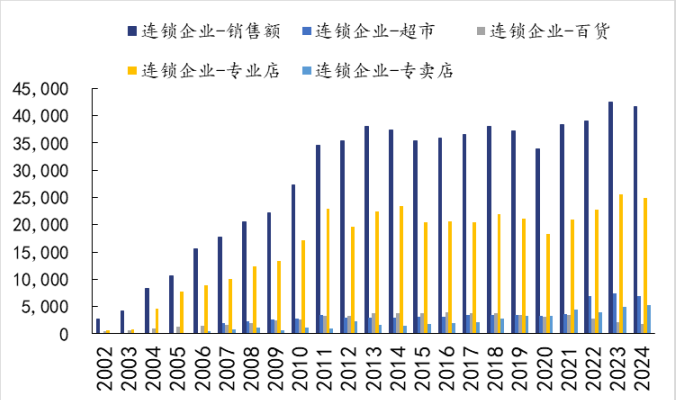
下载日志已记录，仅供内部参考

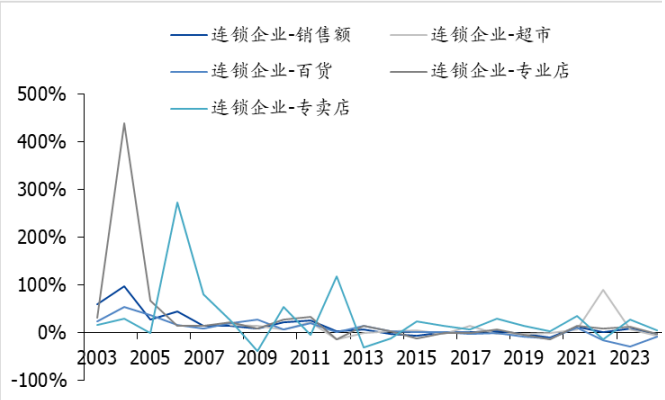
3. 中国：电商行业发达，终端业态即时性及体验感无法替代

3.1. 国内电商行业发达，一定程度弱化了终端一站式购买需求

国内零售渠道持续演进。纵观国内零售渠道，围绕流量入口与履约体系，沿更低决策成本及更高交付效率方向持续迁徙：1）百货/街铺发展期，由外资零售商引入，满足国内消费者的商品需求，2000-2007 年增速尤其突出；2）商超/大卖场发展期，同样为品牌舶来品，后随国内优质供应链企业稳定发展，由于线上企业及非连锁店的存在，不同时期，变革及挑战并存；3）平台电商发展期，人口、品类、流量红利逐步渗透，当前国家统计局口径，年复合增速约 5-10%（仍高于线下，差异收窄）；4）内容电商、即时零售发展期，据星图数据及华经产业研究院，以双十一为例，据星图数据，2020-2024 年直播带货占整体销售额比重从 8%增至 23%，且抖快平台增速相对较快；2021-2025 年，中国即时零售年复合增速 20-30%，截止 2025 年增至约 9714 亿元。整体而言，国内零售渠道持续演进，且近年包括山姆、零食折扣、盒马、快乐猴在内的业态持续迭代，并且出现即时零售“折扣”大战的企业选择。

图13：国内线下连锁演进路径



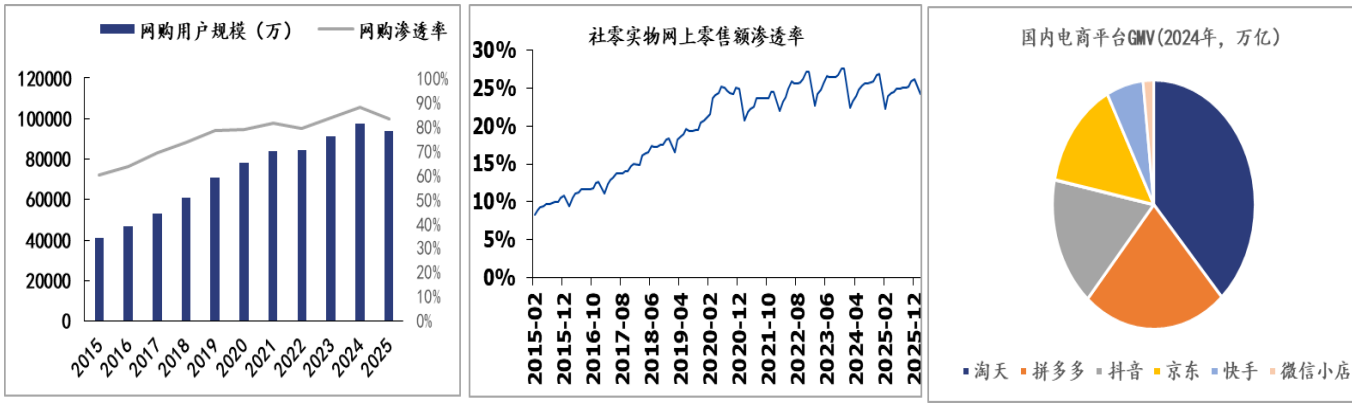


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图14：国内线上渠道演进路径



数据来源：Wind，东吴证券研究所

电商行业发达，线上巨头一定程度弱化了终端一站式购买需求。一方面，发达的电商行业及高集中度的行业格局下，线上龙头呈现了供应链端的规模效应；另一方面，部分线上龙头通过补贴、业务阶段亏损的方式，对线下企业带来了竞争与挑战。据公司公告，阿里巴巴/京东/拼多多最新财年营收约 1 万亿/1.31 万亿/0.39 万亿，归母净利润约百亿-千亿体量，且企业角度均曾经亏损，抖音亦是；再看传统商超模型，规模性龙头全年营收可达 500-1000 亿、综合毛利率可达 15-20%，其中食百/生鲜贡献大部分营收与毛利率，据公司公告，2024 年永辉超市营业收入 676 亿元、综合毛利率约 20.5%，其中生鲜/食百（服装）分别贡献营收约 43%/52%、贡献毛利约 27%/48%。线上巨头一定程度弱化了终端一站式购买需求，且对大店业态的流量入口、盈利能力造成影响。

表3：传统商超规模性龙头营收/毛利构成：食百/生鲜占据大多数——以某龙头为例

	营业收入（亿元）	营收占比	毛利额（亿元）	毛利占比	毛利率
生鲜	288.25	42.7%	36.86	26.7%	12.8%
食品用品（服装）	349.43	51.7%	65.74	47.6%	18.8%
其他	380.61	5.6%	35.63	25.8%	93.6%
总计	675.74		138.23		20.5%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.2. 终端业态即时性及体验感无法替代

外卖及即时零售行业的发展，印证终端履约即时性和相关体验需求，并对全品类小店规模化盈利形成更大挑战。以外卖行业及即时零售行业为例，龙头通过互联网马太效

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

应及领先竞争对手的履约效率及服务体验，并获得高营收、高净利率，据公司公告，2024年美团营业收入、净利率分别为3376亿、10.6%，其中用户数、商户数均逐年增长，闪购分部增长势头强劲，印证了终端履约即时性及相关体验需求，同时对全品类小店规模化盈利形成更大挑战。另一方面，据国家统计局及CCFA数据，以社零口径来看，2024年限额以上便利店零售额同比+4.7%，仅略高于全年社零+3.5%，并未体现出“显著跑赢”的高增趋势；同期便利店企业毛利率约26.4%，但净利率约2.5%、与2023年持平，本质反映在租金、人力等刚性费用与平台化经营成本下，行业净利仍偏薄。

终端业态即时性及体验感无法替代。所谓即时性，如生鲜、瓶装水等品类急用时，消费者可能（即时半小时即速达）无法等待；所谓体验感，如部分业态满足了亲子逛街或聚会需求，部分业态满足了琳琅满目的逛街需求或触摸&信任感需求。再如近年茶饮、平价零食折扣、下沉市场平价餐饮、连锁在内的服务商业业态，则同时满足了即时性及体验感需求。我们认为，在中国的当前消费背景下，以下业态/行业具备服务商业属性，并且为有可能成就具备收入及盈利规模的“地面履约业态”。

图15：终端业态即时性及体验感无法替代



数据来源：公司公告，国家统计局，CCFA，东吴证券研究所

4. 中国地面履约业态：规模化服务商业探索——有下沉能力的茶饮龙头

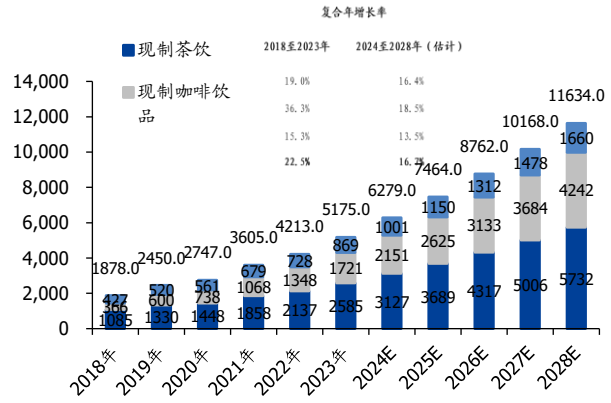
4.1. 茶饮行业需求大、成瘾性强，盈利模型较好且可标准化

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

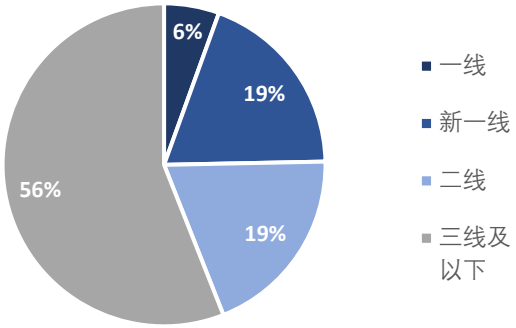
茶饮行业需求大、成瘾性强。1）据艾媒咨询及窄门餐眼，2025 年，国内现制茶饮行业市场规模约 3500 亿元，近 5 年年复合增速近 20%；至 2025 年底，国内茶饮行业门店总数约 41 万家，平均万人门店数约 3 家，人均占有门店数于连锁行业中相对较高。2）从线级布局来看，截止 2025 年底，一线/新一线/二线/三线及以下 GMV 占比分别是 8.6%/17.8%/18.3%/55.4%，下沉市场具备业态需求；3）从客群分拆来看，据测算，截止 2023 年，国内现制茶饮消费人群频次已经达到相对较高水平，且高线城市频次或不弱于咖啡 。从需求端看，茶饮行业需求大、成瘾性强，以龙头蜜雪集团为例，其于下沉市场同时满足即时性和体验感需求，至 2025 年底内地门店数达 55356 家。

图16：2025 年国内现制饮品行业规模约 3500 亿，年复合增速近 20%



数据来源：灼识咨询，中国国家统计局，古茗招股书，东吴证券研究所

图17：截至 2025 年底，国内茶饮行业门店总数 41 万家，平均万人门店数 3 家，下沉市场具备业态需求



数据来源：日本特许经营协会、日本经济产业省，东吴证券研究所

图18：据测算，截止 2023 年，国内现制茶饮消费人群频次已经达到相对较高水平

现制茶饮频次测算2					
	总人数（亿人）	频次	现制茶饮消费人数（亿人）	现制茶饮消费人群频次	非现制茶饮消费人数（亿人）
一线城市	0.8	27	0.36	60	0.44
二线及以下城市	13.3	10	2.84	47	10.46
总计情况	14.1	11	3.20	49	10.90
备注	一线城市现制茶饮消费人群频次为假设，二线及以现制茶饮消费人群频次为推测				

数据来源：德勤咨询，古茗招股书，中国现磨咖啡行业白皮书，第一财经，东吴证券研究所

盈利模型较好且可标准化，呈现高连锁化率。据灼识咨询及公司公告，2025 年现制

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

茶饮连锁店在中国现制茶饮店市场已达 60%以上，且若以 GMV 计，蜜雪集团/古茗/霸王茶姬/茶百道/沪上阿姨合计市占率约 50%。相比快餐卤制品等行业，由于地域需求差异相对较小，个体经营入门门槛相对更高，门店标准化带来的规模优势更强，茶饮行业单店模型体现了更高的毛利率、净利率以及相对较短的投资回报期。并且龙头加盟商具备更强的溢价优势或盈利优势。

表 4：盈利模型较好且可标准化，呈现高连锁化率

	蜜雪冰城	古茗	正新鸡排	绝味食品	巴比食品	鸣鸣很忙
初始投资（万元）	**30**	**50**	**22**	**23**	**20**	**50**
门店面积（㎡）	25	50	20	20	20	100
日均单量（单）	500	384	211	80	650	420
客单价（元）	7.0	17	14	32	5	33
年营收（万元）	128	180.0	108	93	119	506
坪效（万元/年/㎡）	5.1	3.6	5.4	4.7	5.9	5.1
人效（万元/年）	32.9	36	36.0	93.4	39.5	101.2
毛利率（%）	55%	60%	50%	40%	50.0%	19%
员工费用率（%）	16%	15.3%	17%	8%	15.2%	5%
员工数（人）	4	5	3	1	3	5
员工工资（元/月）	4500	4500	5000	6000	5000	4500
租金费用率（%）	9.4%	8.1%	10.0%	10.3%	10.1%	3.6%
水电费用率（%）	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.0%	2.0%
折旧及摊销费率（%）	2.3%	3.0%	1.0%	3.2%	3.4%	2.0%
配送费用率等（%）	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0%
门店经营利润率（%）	**21.8%**	**18.5%**	**17.3%**	**13.8%**	**15.3%**	**6.0%**
门店年经营利润（万元）	28	33.3	19	13	18	30.6
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
现金利润（万元）	23.9	30.4	15.1	12.7	17.6	32.9
现金投资回收期（年）	1.3	1.7	1.5	1.8	1.1	1.5

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

4.2. 优质龙头具备竞争实力，下沉扩张，具备空间

优质龙头具备竞争实力。我们认为，当前国内茶饮行业市场处于渗透率主导阶段，优质龙头产品为基，需要于采购、生产、物流、研发、质控、数字化、营销、供应商、会员等多方面优化管理。当前龙头各有明确规划，其中：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：优质龙头具备竞争实力

	蜜雪冰城	茶百道	古茗	沪上阿姨	霸蛮的茶	喜茶	霸王茶姬
门店	国内41584家，国外4895(加盟店46462家、直营店17家)	国内8395家(其中加盟店8382家、直营店13家)，国外14家	9914家	9176家(加盟店9152家，直营店24家)	1798家(加盟店345家、直营店1453家)	全球超4000家（加盟店超过2300家）	国内6284家，海外156家（加盟店6271家、直营店169家）
产品	蜜雪冰城：果饮、茶饮及冰淇淋幸运咖：高质平价咖啡	经典款（全年供应）、季节性及区域性茶饮（取决于时令特色水果、消费者接受度以及销售营销因素）	果茶饮品：占总杯数的41% 奶茶饮品：占总杯数的47% 咖啡及其他：占总杯数的12%	沪上阿姨：鲜果茶、多料奶茶等 沪咖：咖啡饮品 轻享版：奶茶、轻乳茶、水果茶及冰淇淋	现制茶饮：现制茶饮+烘焙产品 茶言茗茶：高端茶叶饮品 RTD瓶装茶：气泡水、纯茶、果茶和柠檬茶	主打产品包括芝士茗茶、当季限定等，产品有新，强勃性强	招牌茶拿铁、雪顶茶拿铁、东方冰茶、抹茶茶及其他创意茶饮如Vitality 水果茶
采购	原材料质量食品类核心原料，依托全球网络低成本采购，与蜜乐宝共建战略	具有严格的供应商筛选标准及全面的采购系统	大规模集中采购，具有优势价格，多供应商合作降低集中风险	饮品原料、包装材料、门店销售茶食和设备均来自于供应商	采购茶饮烘焙原料及包装消耗品，总部设采购团队，集中管理供应链	与广东、海南建设订单农业基地，保障原料供应；自建贵州茶园，有机种植把控品质	采购原叶茶1.3万吨，与20余家国内主要产茶省茶厂及部里业大等国际产地合作
生产	拥有河南、海南、广西、重庆和安徽五个生产基地，自研自产饮品原料，包括生产鲜牛乳等乳制品	自建工厂覆盖包材、茶叶及茉莉花窨制，在建的果汁果蔬工厂预计今年年底投入使用	拥有一个果汁工厂、两个茶叶工厂	2022年浙江海盐工厂投产，面积超1万平方米，生产珍珠、芋圆、芋泥、茶叶	具有标准采购系统、全面员工培训、自动化管理系统	坚持鲜茶、鲜奶、鲜果、鲜糖原则，创新研发3.8源鲜饮标，与乳企合作研发专用牛奶，严格水果原料检测，自研智能设备提升标准化水平	采用自动化技术，与供应链联合研发泡茶机，效率提升至8秒/杯，误差率控制在2%
物流	自建专属物流体系（国内27仓，海外4国），配送网络覆盖全国31省、300+地级市和海外4国	配送半径500公里，次日达92%，每周配送95%，41条现间线，多温层配送，水果统配71.7%门店	约75%的门店位于距离仓库150公里范围内。因此，可向约97%的门店提供两天一配的冷链配送	第三方物流运送食材，保持储存条件、安装热送除器，运输后清洁消毒并抽样检查	委托物流方运输，建立9个租赁仓库，地点覆盖广	覆盖超300城，新一线城市“一天一配”，大数据规划路线，预冷处理保障品质	建立两级仓储体系（集中仓和区域仓），国内37地级供仓储服务，实现冷链运输-次日达
研发	应用研发和基础研发紧密协同，自主研发鲜牛乳奶基座工艺	推出60款新品、升级迭代42款，共开发372个新方，满足健康需求	与浙江大学、江南大学及中国农业科学院茶叶研究所合作，研究农产品质量控制的定量方法。、	设有专门的研发中心，专注食品科学研究，建立起储备产品库	专注创新健康茶饮，特定加工融入独特元素	研发减糖茶饮，自研茶底配方，融合地方特色	围绕核心菜单研发，不定季组期热门饮品，主打现代茶饮料
质控	全链路质控，保障始终如一的高质量产出	严筛供应商、把关材，仓储遵循HACCP体系、使用GPS监控，门店严守SOP	建130人质检团队，严筛供应商，检测抽选产品，要求加盟商检查原料，门店每日自查并上传照片，违规原料保质期，监控外卖投诉。	多层食品安全管理团队，总部设中心直管，品质总监汇报管理层，部门独立有否决权	专业团队管控食安，制定政策、监控全链，强化降低供应商、物态评估风险、优化投诉处理	全链路食安体系，超3.3万次检查、132万培训人次；智能监控原料效期	严筛供应商、智能仓储保鲜、门店规范操作、定期抽检
数字化	多个综合数字化管理系统，建立专属的“蜜雪冰城”应用程序	营销接入多渠道，运营系统引入AI，应用智能奶茶机，获评智放领航者案例	优化升级业务、管道系统，利用数据分析智能决策，引进培养IT人才	利用人工智能分析消费信息，建设数字管理中心，利用物联网技术提升服务质量	通过线上渠道打造数字新零售，自主研发数字运营系统和自动化设备	开发“茶茶食安智慧平台”，应用智能监控技术，训练图像模型识别食安风险	系统实时分析消费者偏好，供应链端到端数字化管理，依托数据整合茶进、销售等信息
营销（IP）	以雪王IP线上线下联动，创作番乐组片和多部动画	茶百道话题播放量达149亿，自媒体传播19亿，广告曝光超30亿	开设“秋天的第一杯奶茶”活动，与《恋与深空》联名上海快闪店首日爆火	推出“猎豹女士”等IP，与《魔道祖师》等热门IP合作，在抖音、小红书等平台促销	合作 IP 类型涵盖萌宠、游戏、影视等，包括“哈利波特”、《明日方舟》等	与植物拉合作推出“轻贵柠”系列联名饮品及线下活动，海外设限定产品	融入文化IP、借鉴番茄品美学，推地域限定款：单出40-50周边，联名《哪吒2》、乌镇等，限量概率盲盒引收藏热
供应商	合作种植基地相关的供应商超过120家，前20大供应商中，有65%已通过IS014001认证	合作273家、各地263家供应商，经严格评估分级管理，A级优质、B级增值、C级淘汰	超过1,100名供应商，未面临供应商集中风险	分级管理供应商，A、B级优先合作，C级减购再替代，D级取消资格，违规者清除	与超过250家和名原材料供应商建立了合作伙伴关系	-	核绪效评级采购，优先高评级，调整低评级合作
前五供应商采购占比	不足15%	约占30.6%	不足30%	15.9%	17.94%	-	前二不超过25%
会员	3.15亿	1.39亿	1.51亿	1.153亿	1.028亿	超1.5亿	超1.77亿
复购率	-	45.8%	50%（季度）	44.30%（季度）	24%(月度)	-	88.8%（季度）
创始情况	创始人张红超，1997年创立于河南郑州	创始人王宫银、刘湖雪夫妇，2008年创立于四川成都	创始人王云安，2010年创立于浙江台州温岭	创始人[illegible]韬、周婉琼夫妇，2013年创立于上海	创始人彭心、赵林，2015年创立于广东深圳	创始人聂云宸，2012年创立于广东江门（初名“皇茶”）	创始人张傲杰，2017年创立于云南昆明

数据来源：各公司公告，中国网财经，新浪财经，中国质量新闻网，经济网，消费质量报，钱江晚报，界面新闻，读特新闻，36 氪，中国市场监管报，东吴证券研究所，注：部分数字截止 2024 年

古茗：据公司加盟商大会，2026 年主要战略为回归堂食、单店重塑。其中：1）卖咖啡，日均出杯已达 90 杯，预计 2026 年出杯占比 20%、往 25%努力，是增量，同时门店人力没增加，2025 年茶饮企业占咖啡比重从 4 月 4%升至 11 月 14%，未来预计将大幅提升，公司于部分城市市占率已较高；2）做早餐，开得早（2026 年应开尽开、要开好）、有热食（两广铺设&8 月上线）、看得到，8000 元日销为例，7-9 点销售额可达 1500 元左右；3）挖邻里，2025 年学生卡人群 770w、50%月复购；自带杯已经尝试、7 月铺广上线，提升私域流量。**同时，公司对产品、品牌、运营及智慧门店等多方面更新举措。**

蜜雪集团：仍然维持茶饮行业最高的开店速度。据公司业绩说明会：1）管理梯队有所调整，张渊总任集团首席执行官，张红甫总继续参与重大决策，为全球化发展、领导梯队建设进一步强化筹备，并需要加强数字化运营能力。2）主品牌蜜雪冰城将保持门店稳定扩张节奏，注重门店经营质量提升，海外调改优化+进入新区域，围绕产品、供应链、品牌营销持续深耕；主动放缓开店节奏，稳步推进门店加密、精细化布局及空白市场开拓；资源向存量门店盈利提升、数字化基建、供应链升级倾斜；推进产品真鲜醇升级，扩充现磨咖啡，强化会员体系、丰富营销。3）多品牌协同：蜜雪冰城主攻高性价比+咖啡补充，幸运咖专注现磨专业咖啡，共享集团供应链降本，鲜啤福鹿家切入千亿鲜啤蓝海，依托冷链及晚点加盟网络实现极致性价比。4）海外稳步推进，2026 年有望实

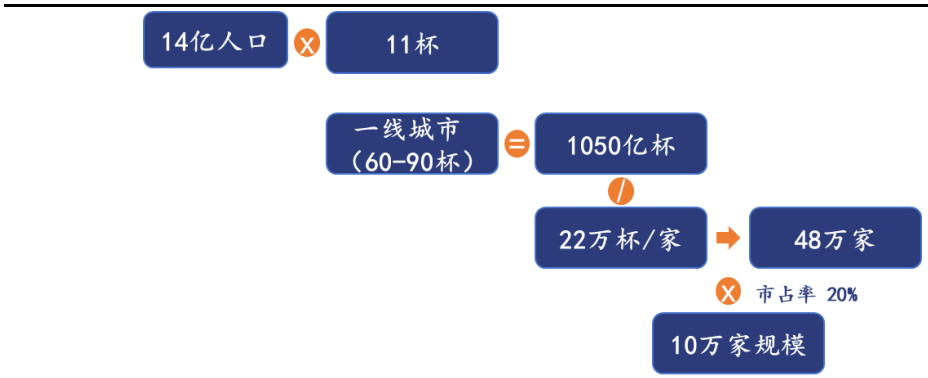
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

现海外门店数量净增长。

下沉扩张，具备空间。如前所述，据灼识咨询，国内 14 亿人口为基数，当前人均现制饮品摄入量约 11 杯，一线城市已喝现制茶饮成熟消费者约 60-90 杯，假设未来人口人均茶饮/饮料摄入量达到类似量级，则年消费杯量约 75 杯*14 亿=1050 亿杯，当前蜜雪冰城店均杯数约 22 万杯，据此计算国内行业门店家数约 48 万家，以蜜雪集团为例，假设市占率 22%不变，对应门店空间约 9.55 万家。此外，据古茗公司调研，其门店扩张空间预计将达 3-4 万家，单店收入 8000 元左右。

图20：下沉扩张，具备空间



数据来源：灼识咨询，公司公告，东吴证券研究所

4.3. 敏感性分析——同店敏感性

2025 年，由于外卖大战等诸多原因，茶饮龙头同店基数相对较高，以蜜雪集团/古茗为例，同店分别约为 4%/20%，同时考虑 2026 年以来 CPI 上行，我们做敏感性分析如下。

表 5：敏感性分析-古茗 2026 年营业收入（单位：亿元）——横轴为同店（单位：%）、纵轴为开店数（单位：家门店）

	-4%	-2%	0%	2%	4%
3000	144.8	145.3	145.8	146.3	146.8
3500	150.6	151.1	151.6	152.1	152.6
4500	162.1	162.7	163.2	163.8	164.3
5000	167.9	168.5	169.0	169.6	170.1

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：敏感性分析-古茗 2026 年归母净利润（单位：亿元）——横轴为同店（单位：%）、纵轴为开店数（单位：家门店）

	-4%	-2%	0%	2%	4%
3000	28.3	28.4	28.6	28.7	28.8
3500	29.9	30.0	30.2	30.3	30.4
4500	33.0	33.2	33.3	33.5	33.6
5000	34.6	34.8	34.9	35.1	35.2

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表 7：敏感性分析-蜜雪 2026 年营业收入（单位：亿元）——横轴为同店（单位：%）、纵轴为开店数（单位：家门店）

	-4%	-2%	0%	2%	4%
9000	340.09	346.85	353.61	360.38	367.14
10000	343.50	350.31	357.13	363.94	370.76
11000	346.91	353.78	360.64	367.51	374.38
12000	350.32	357.24	364.16	371.08	378.00

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表 8：敏感性分析-蜜雪 2026 年归母净利润（单位：亿元）——横轴为同店（单位：%）、纵轴为开店数（单位：家门店）

	-4%	-2%	0%	2%	4%
9000	56.9	58.5	60.1	61.8	63.4
10000	57.7	59.3	61.0	62.6	64.3
11000	58.5	60.2	61.8	63.5	65.1
12000	59.3	61.0	62.7	64.3	66.0

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

5. 中国地面履约业态：规模化服务商业探索——零食折扣连锁/商超百货改革/其他

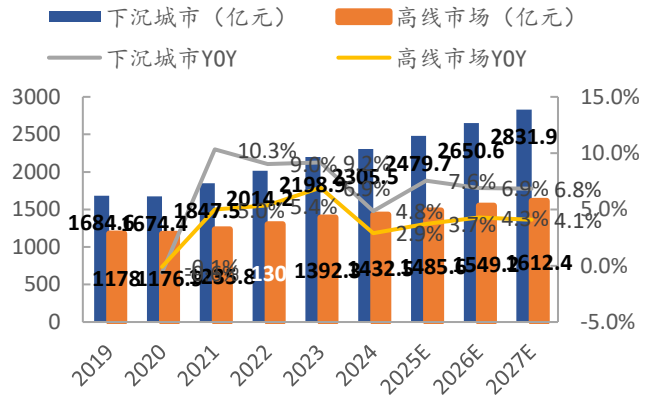
5.1. 零食折扣连锁：品类需求+极致性价比，行业持续增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

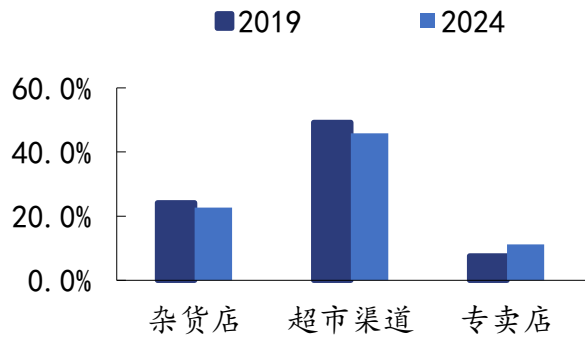
品类需求+极致性价比，行业持续增长。据弗若斯特沙利文数据，2024 年国内休闲食品饮料零售行业规模约 3.7 万亿，2019-2024 年年复合增速 5.5%，其中下沉市场/高线城市占比分别约为 62%/38%，2019-2024 年年复合增速约 6.5%/4.0%。渠道占比来看，2019-2024 年，杂货店渠道占比从 24.2%下降至 22.7%，超市渠道从 49.2%下降至 45.8%，专卖店从 7.6%上升至 11.2%。在专卖店内部，整体而言，中国零食集合店经历了从家庭作坊-品牌连锁-电商渠道变化-零食折扣/集合店的发展过程。其中零食折扣连锁快速扩张：据灼识咨询，2020-2025 年，中国量贩零食行业规模从 109 亿元增至 2140 亿元，年复合增速 81.5%；其中，一线/新一线/二线/三线/其他低线城市年复合增速分别为 19.5%/20.2%/28.9%/29.6%/29.7%，占比分别为 4.8%/17.1%/13.9%/32.5%/31.7%(三线及以下城市合计占比 64.2%)。

图21：国内休闲零食饮料零售行业稳健增长（单位：亿元）



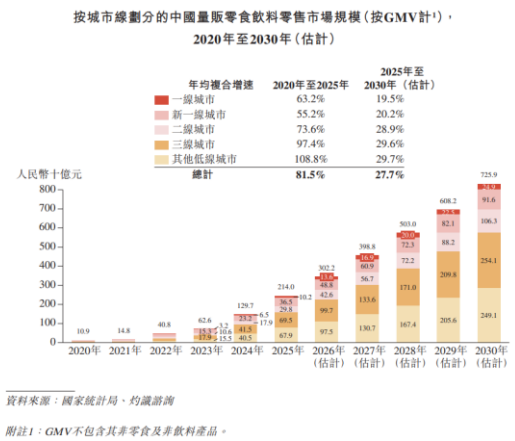
数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图22：专卖店渠道占比有所提升



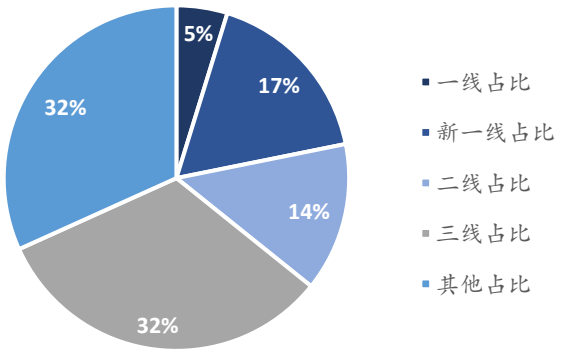
数据来源：公司公告，灼识咨询，东吴证券研究所

图23：中国量贩零食行业高速增长



数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图24：下沉市场占比较高（2025 年数据）



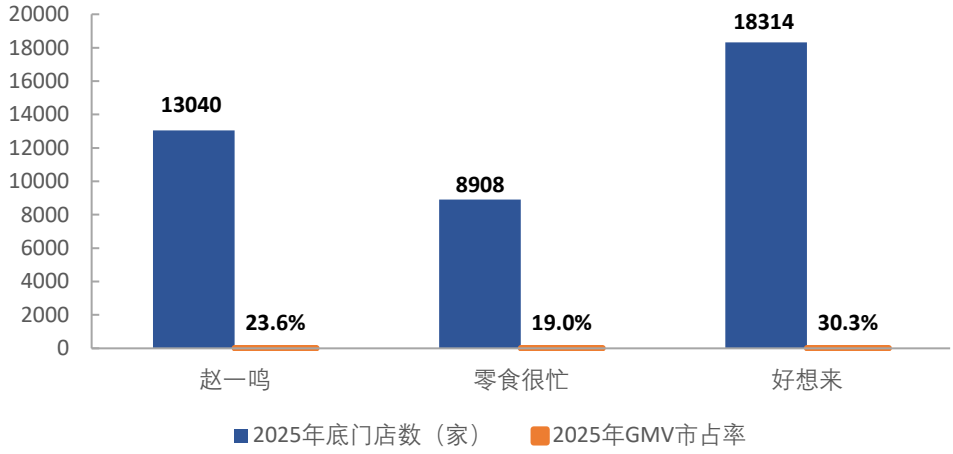
数据来源：公司公告，灼识咨询，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

头部企业具备竞争优势。我们认为，零食折扣龙头的竞争优势至少包括：1）产品能力及品牌能力，打造消费心智；2）规模决定成本优势及上游定制能力；3）仓配履约；4）加盟体系运营及管理能力；5）全流程数字化等诸多方面。正因如此，优势龙头通过拓店、并购等各种方式，形成高市占率。据公司公告，截止 2025 年底，国内共 6 万家量贩零食门店，其中赵一鸣/零食很忙/好想来 2025 年门店数分别为 13040 家/8908 家/18314 家（包含其他品牌，部分约等），2025 年 GMV 占比分别为 23.6%/19.0%/30.3%。远期来看，据公司公开业绩交流会，湖南当前 5000 万人，合计行业 5000-6000 家门店，约 1 万人 1 家店，据当前全国人口（14 亿人）数目估算，零食折扣行业全国空间亦达 10 万家门店以上。

图25：头部企业具备竞争优势



数据来源：灼识咨询，公司公告，东吴证券研究所

表 9：零食折扣头部企业门店数较多，且仍具备空间

	零食折扣（鸣鸣很忙）	酒店（汉庭）	黄金珠宝（周大福）	专业连锁（名创优品）
单店投入	50-100 万	700 万	1300 万	100 万
回收期	18-24 个月	4-5 年	14-24 个月	18-24 个月
门店数	21948	4556	6274	4568

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

5.2. 有改革基因及能力的商超百货龙头

整体而言，商超百货所代表的一站式购买需求放缓。以社零为例，2025 年中国社零总额 50.12 万亿元/同比+3.7%，2026 年 1-2 月/3 月社零增速分别为 2.8%/1.7%，且线上渗透率仍有所提升，同时即时零售高速发展，据商务部数据，2025 年 GMV 达 9714 亿元,同比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

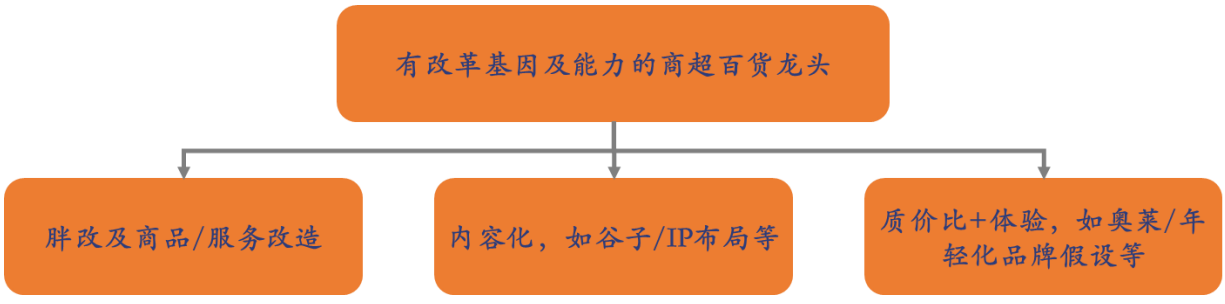
增长 20-25%。在此背景下，商超百货龙头积极改革，通过商品/服务力再造、内容化引流、新业态承接等方式，完成自身服务商业升级：

其一，胖改及商品/服务改造（胖东来式 & 非胖东来式）。超市调改核心是克服传统盈利模式，调整为去 KA 采购，并具体体现为产品、服务、员工、环境布局等多个方面，具体可分为胖改和非胖改两类，部分公司去年已见成效；百货调改则包括调整商品结构和品牌、引进新品牌、调整商品布局等方面。2025 年以来，商超龙头百货龙头调改举措频频落地，部分财务指标已有见效。

其二，内容化。如谷子/IP 布局，把商场变成“目的地”。据中研网，2024 年谷子经济 1689 亿元/同比+40%+，预计 2029 年市场规模超过 3000 亿，其中吧唧/卡牌/亚克力/毛绒玩具转矩多数。在此背景下，商超百货依托原有区位与客流卡位做场景改造、品牌引入与活动运营，用二次元内容把逛街变成打卡，如王府井喜悦中心、百联 ZX 等改造后，均有明显数据改善。

其三，质价比+体验，如奥莱/年轻化品牌建设。据行业报告智库，2024 年 7 月-2025 年 6 月，全国 205 家品质化奥特莱斯实现销售额 1800 亿元/同比+8.9%；客流量达到 9 亿人次/同比+ 12.5%。以上市公司为例，龙头企业奥莱门店同店长期高于其余业态，且正将新增开店更多转向存量效率及业态升级。

图26：有改革基因及能力的商超百货龙头



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 投资建议

国内社零规模已达 50 万亿，一方面，于连锁行业子赛道龙头而言，其规模需要全国版图布局；另一方面，相对广泛的人群基础、好的单店盈利、优势企业的竞争能力亦尤其重要。我们于本文提出服务商业的概念，以日本便利店为巡礼，核心推荐：1）具备下沉能力的茶饮龙头，蜜雪集团、古茗等；2）零食折扣连锁，鸣鸣很忙、万辰集团等；3）其他：有改革基因及能力的商超百货龙头、酒店龙头、名创优品等。

表 10：板块估值表

股票代码	股票简称	市值（亿元人民币）	归母净利润（亿元）			PE		
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
2097. HK	蜜雪集团	905.0	58.9	62.5	71.1	15.4	14.5	12.7
1364. HK	古茗	466.8	31.1	33.5	38.5	15.0	13.9	12.1
1768. HK	鸣鸣很忙	706.4	23.3	38.1	51.2	30.3	18.5	13.8
300972. SZ	万辰集团	378.1	13.4	22.4	27.5	28.1	16.8	13.7
9896. HK	名创优品	277.8	12.1	38.6	33.8	23.1	7.2	8.2
1179. HK	华住集团	951.3	51.1	55.5	63.5	18.6	17.1	15.0
600754. SH	锦江酒店	197.7	9.3	11.6	14.1	21.4	17.0	14.0
600258. SH	首旅酒店	142.4	8.1	9.3	10.4	17.6	15.3	13.7

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，市值为 2026 年 6 月 14 日收盘市值，表格公司预测来源于东吴证券研究所，选取 6 月 14 日当日港币兑人民币汇率 1：0.8625，市值单位均为亿元人民币

图27：品牌一览



请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

7. 风险提示

1）消费增速严重不及预期。若消费增速整体严重不及预期，文中连锁龙头可能在同店、开店等方面受到压力。

2）行业竞争严重加剧。当前子赛道龙头享受一定市占率，若行业竞争严重加剧，企业经营或受到一定影响。

3）龙头扩张、费用管控不及预期。连锁企业规模扩张需要现金、管理能力等多方面支撑，若其扩张、费用管控、运营不及预期，可能有所影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn