下载日志已记录，仅供内部参考

从增长弹性到商业模式护城河

海外消费龙头复盘与商业模式比较

优于大市

核心观点

海外消费龙头复盘：我们选取酒店、餐饮、互联网平台及品质零售等多个美日资本市场消费子行业龙头（除日股瑞可利外，皆为美股），对其2023年起至2026年7月30日的股价表现进行复盘。2023—2024年，疫后需求修复与AI应用（降本增效）推动酒店、直营餐饮和OTA等高弹性资产领先；2025年美国内需放缓，资金转向酒店、大众餐饮和质价比零售，市场对AI通用大模型对垂类平台的替代性担忧压制部分垂类平台估值；2026年地缘冲突与再通胀扰动增加，酒店延续创新高，餐饮、零售等成本敏感资产阶段承压，近期市场风格切换资金开始向前期回撤较多的垂类平台公司扩散。

连锁业态之酒店：2023年至今（2026年7月30日，下同），万豪国际、希尔顿集团和洲际酒店集团较2023年初累计上涨约161%、157%和196%。RevPAR回归常态化增长后，轻资产扩张、多元化的创收来源和回购继续推动EPS上行，2026年叠加世界杯催化，龙头股价再创新高。

连锁业态之餐饮：2023至今Chipotle（墨式烧烤）/百胜集团/麦当劳/达美乐累计上涨约39%/31%/11/7%。2023—2024年Chipotle依靠经营杠杆弹性涨幅领先；2025年至今，百胜上涨约20%、麦当劳下跌约4%，表现优于Chipotle。内需放缓与成本压力下，性价比、供应链优势和轻资产结构共同强化大众餐饮韧性。

互联网平台：2023年至今瑞可利（Recruit,日股）/Expedia/Booking/多邻国(Duolingo)/Airbnb累计上涨约207%/159%/103%/40%/37%。2025年以来，OTA、招聘和在线教育受AI大模型替代担忧压制，但盈利仍在释放；2026年Booking、Expedia、多邻国、瑞可利均较年内低点大幅反弹。AI Agent与OTA合作多于竞争，通用模型亦难短期复制垂类业务的履约闭环。

品质零售：沃尔玛和开市客2023年初至2026年7月30日累计涨幅约145%和119%（2026年受美国通胀影响有一定回撤）。性价比心智和供应链效率提供稳健的经营基础，会员费、广告和平台服务等高毛利收入推动利润快于商品销售。

通过对海外龙头的复盘，我们归纳了四项连锁业态穿越周期所具备的能力：即同店的长期内生增长力、门店网络的多元变现能力、标准模型的规模复制力、单店经营的抗通胀力。

对标海外龙头，中国连锁业态仍有网络扩张、同店成长和收益质量改善空间。酒店商业模式最接近海外龙头，但2024年中国酒店连锁化率约40%，显著低于美国2025年的73%，中高端升级、会员直销、会员衍生业务仍在提升通道。餐饮短期同店承压，但我国市场具备更强的新品研发土壤以及供应链优势，同店及连锁化率仍有长期成长动能。

我国平台型企业虽然也面临AI大模型重构流量入口的压力，但具有更强的经营壁垒。OTA方面，美国酒店连锁化率约73%、头部集团直销能力较强；中国酒店连锁化率仅约40%，携程、同程连接大量单体酒店及交通供给，并提供会员、交易和数字化经营服务，平台价值更深。本地生活方面，海外前置仓受城市密度和履约成本制约难以大范围铺开；美团依托高频订单、商户、骑手及门店仓、前置仓形成即时履约网络，物理壁垒更强。

品质零售方面，海外龙头的高估值与国内市场需求共同验证赛道价值。沃尔玛、开市客在中个位数收入增长下仍获得较高估值;山姆中国2025年销售额约1,400亿元、付费会员超过千万，验证品质商超在我国的需求景气度。东方甄选自营产品占比快速提升，后续仍有复购率、渠道扩张和会员费收入提升空间。

投资建议：多数中国消费龙头估值已进入历史低位区间，中长期配置赔率改善。重点关注华住集团-S、亚朵、百胜中国、美团-W、古茗、蜜雪集团、东方甄选、携程集团-S、同程旅行、BOSS直聘、科锐国际、北京人力、锦江酒店、首旅酒店等。

风险提示：宏观消费需求不及预期、行业竞争加剧、政策监管风险。

行业研究·行业专题

社会服务

优于大市·维持

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003

证券分析师：徐晴 xuqing3@guosen.com.cn S0980526070004

市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《社会服务行业双周报（第135期）-AI应用热度扩散，社服板块受益方向梳理》 ——2026-08-04

《社会服务行业双周报（第134期）-港股社服板块迎估值修复：资金再配置驱动，餐饮、教育领涨》 ——2026-07-22

《社会服务行业投资策略：资金再平衡窗口，关注优质龙头低位修复及避暑游景区》 ——2026-07-21

《社会服务行业双周报（第133期）-寿司赛道观察：跨周期性价比模型的高线渗透 国内寿司赛道观察：跨周期性价比模型的高线渗透》 ——2026-07-08

《景区赛道投资框架系列（三） 旺季主题热度不减，成长叙事增添看点》 ——2026-06-30

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

海外消费龙头股价复盘 7
先说结论：多元化创收能力、供应链与 AI 边界决定长期价值 7
连锁业态之酒店：轻资产扩张经营韧性强，龙头市值持续创新高 8
连锁业态之餐饮：高弹性成长转向大众餐饮韧性，直营龙头经营改善后修复 11
平台型企业：业绩仍在兑现，AI 替代担忧压制估值，近期进入重新评估 15
品质零售：沃尔玛、开市客护城河支撑长期上涨，Target 经营修复推动股价反转 25
商业模式比较：从海外龙头寻找中国消费优质赛道 28
连锁业态：四种穿越周期能力决定长期价值 28
平台型：履约深度决定商业壁垒，AI 生态差异重塑流量分配 49
品质零售：高毛利附属收入决定估值，中国企业仍处会员沉淀期 55
投资建议 63
多数中国消费龙头处于历史估值低位，中长期配置窗口正在形成 63
风险提示 70

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 万豪、希尔顿、洲际、温德姆累计涨跌幅（后复权） 8
图2： 万豪、希尔顿、洲际、温德姆 PE（TTM） 8
图3： 2023-2026Q1 万豪、希尔顿、洲际、温德姆 RevPAR 同比增速（单位：%） 9
图4： 2023-2026Q1 万豪、希尔顿、洲际、温德姆经调整净利润同比增速（单位：%） 9
图5： 2023-2025 年万豪、希尔顿、洲际回购金额（ 亿美元） 10
图6： 2024 年酒店龙头管理及加盟费收入同比增速（单位：%） 10
图7： 2023-2025 年美国密歇根大学消费者信心指数（ 月度） 10
图8： 2023-2025 年酒店龙头经调整利润同比增速（单位：%） 10
图9： 2023-2026Q1 万豪经调整净利润（亿美元）及同比增速（单位：%） 11
图10： 2023-2026Q1 希尔顿经调整净利润（亿美元）及同比增速（单位：%） 11
图11： 2023-2025 年洲际经调整盈利（亿美元）及同比增速（单位：%） 11
图12： 2023-2026Q1 温德姆经调整净利润（亿美元）及同比增速（单位：%） 11
图13： 餐饮龙头累计涨跌幅（日度，2023 年首个有效交易日=0%） 12
图14： 餐饮龙头 PE（TTM，日度） 12
图15： 2023 年餐饮公司季度同店表现（单位：%） 12
图16： 2023 年餐饮龙头同店销售与全球门店数同比增速（单位：%） 12
图17： 2024 年餐饮龙头涨跌幅 13
图18： 2024 年餐饮龙头收入与净利润增速（单位：%） 13
图19： 2025 年餐饮龙头股价涨跌幅（单位：%） 14
图20： 2023-2025 年美国外出就餐 CPI 与消费者信心 14
图21： 2026 年初至 7 月 30 日餐饮龙头股价涨跌幅（单位：%） 14
图22： 2026Q1 餐饮龙头收入与利润增速（单位：%） 14
图23： 平台样本公司股价涨跌幅（后复权） 15
图24： 2023—2025 年平台样本公司收入与经调整利润 CAGR（单位：%） 15
图25： 2023 年 OTA 股价涨跌幅（单位：%） 16
图26： 2023 年 OTA 收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%） 16
图27： 2024 年 OTA 股价涨跌幅（单位：%） 16
图28： 2024 年 OTA 收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%） 16
图29： 2025 年 OTA 股价涨跌幅（单位：%） 17
图30： 2025 年 OTA 收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%） 17
图31： 2026 年初至 7 月 30 日 OTA 股价涨跌幅（单位：%） 18
图32： 2026Q1 OTA 收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%） 18
图33： 2023—2026 年 7 月 30 日多邻国年度股价涨跌幅（单位：%） 19
图34： 多邻国收入增速与 Adjusted EBITDA 率（单位：%） 19
图35： 多邻国 DAU 与 Bookings 同比增速（单位：%） 19
图36： Duolingo Max 将生成式 AI 纳入高价订阅层 20
图37： 2023 年多邻国核心财务与运营指标（单位：%） 20

下载日志已记录，仅供内部参考

图38： Video Call with Lily 切入口语练习场 景 20
图39： 2024 年多邻国核心财务与运营指标同比增速 20
图1： 2025 年 GEMINI 发布语言学习专项工具 21
图2： 2025 年多邻国核心财务与运营指标同比增速 21
图3： 2026 年多邻国扩大口语练习与 AI 功能覆盖 21
图4： 2026Q1 多邻国核心指标同比增速（单位：%） 21
图5： 瑞可利与日股指数年度涨跌幅（单位：%） 23
图6： 瑞可利 FY2024 各分部收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%） 23
图7： FY2025 公司美国 HR Technology 业务 ARPJ 持续提升（单位：%） 23
图8： 公司 AI 产品提升招聘效率 23
图9： 瑞可利股价累计涨跌幅（后复权） 24
图10： 瑞可利 FY2025 各分部收入与 EBITDA+S 同比增速 24
图11： 公司指引 FY2026ARPJ 加速提升（单位：%） 24
图12： 公司指引 HR Technology 业务利润率 FY2026 继续提升 24
图13： 瑞可利美国 HR Technology 职位量、ARPJ 与收入同比变化（单位：%） 25
图14： 瑞可利 FY2026 收入与 EBITDA+S 增长指引（单位：%） 25
图15： 品质零售样本公司累计涨跌幅 25
图16： 商超百货样本公司 PE（TTM，日度） 25
图17： 沃尔玛 FY2024 核心指标增速（单位：%） 26
图18： 开市客 FY2023 核心指标增速（单位：%） 26
图19： 沃尔玛 FY2025 核心指标增速（单位：%） 26
图20： 开市客 FY2024 核心指标增速（单位：%） 26
图21： 沃尔玛 FY2026 核心指标增速（单位：%） 27
图22： 开市客 FY2025 核心指标增速（单位：%） 27
图23： 沃尔玛 Q1 FY2027 核心指标增速（单位：%） 27
图24： 开市客 FY2026 前 36 周核心指标增速（单位：%） 27
图25： 2025 年海外代表连锁公司直营网点与加盟/许可门店占比（单位：%） 28
图26： 2025 年中国代表连锁公司直营与加盟/合作/管理门店占比（单位：%） 28
图27： 2025 年代表性连锁公司报表收入结构（单位：%） 29
图28： 2025 年直营与加盟相关业务利润率对比（单位：%） 29
图29： 2009—2019 年万豪、希尔顿与洲际 RevPAR 同比增速（单位：%） 30
图30： 2009—2019 年万豪、希尔顿与洲际 ADR 同比增速（单位：%） 30
图31： 2009—2019 年万豪、希尔顿与洲际 OCC 同比变化（单位：%） 31
图32： 2010—2019 年海外酒店龙头 RevPAR 复合增速对比（单位：%） 31
图33： 2009-2019 年麦当劳、星巴克、达美乐同店增速 32
图34： 2025 年海外酒店与餐饮龙头可比 Fee Take Rate（单位：%） 34
图35： 海外酒店龙头会员间夜占比（单位：%） 34
图36： 万豪信用卡联名收入（单位：百万美元） 34
图37： 2023—2025 年麦当劳加盟收入结构（单位：十亿美元） 35
图38： 2025 年达美乐与蜜雪集团加盟业务收入结构 36
图39： 美国、欧盟与中国酒店连锁化率（单位：%） 37

下载日志已记录，仅供内部参考

图 40： 2025 年新开业酒店中翻牌酒店数量占比（单位：%） 37
图 41： 2025 年签约酒店中翻牌酒店数量占比（单位：%） 37
图 42： 2024 年美国 Top50 餐饮品牌消费支出及门店占餐饮行业比重（单位：%） 38
图 43： 2025 年美国品牌咖啡店门店结构（单位：%） 38
图 44： 2025 年美国代表性快餐与正餐品牌门店数（单位：家） 39
图 45： 美国典型餐厅成本结构（单位：%） 40
图 46： 2024 年海外酒店集团 ADR 及同比（单位：美元、%） 40
图 47： 2019 与 2024 年 Chipotle 门店经营利润率及麦当劳直营餐厅利润率（单位：%） 40
图 48： 2025 年海外代表酒店集团 RevPAR（单位：美元） 42
图 49： 2025 年中国代表酒店集团 RevPAR（单位：元） 42
图 50： 2025 年国内外代表酒店集团 RevPAR 同比（单位：%） 43
图 51： 2025 年净开店中中端及中高端以上数量占比 43
图 52： 2023—2025 年华住管理加盟收入及同比（单位：亿元、%） 44
图 53： 2023—2025 年华住轻资产收入占比与经营利润率（单位：%） 44
图 54： 2024—2025 年中国餐饮龙头同店指标（单位：%） 44
图 55： 2023—2025 年海底捞同店销售额 44
图 56： 2025 年肯德基、必胜客、海底捞、达美乐中国门店数量（单位：家） 45
图 57： 2023—2025 年肯德基、必胜客、达美乐中国净开店数量（单位：家） 45
图 58： 蜜雪集团 2024 年前九个月杯量结构（单位：%） 46
图 59： 2023—2025 年古茗全年上新 SKU 数量 46
图 60： 2020—2025 年中国在业新式茶饮门店数量（单位：万家） 46
图 61： 2025 年现制饮品龙头供应链与履约指标 46
图 62： 2023—2025 年量贩零食龙头门店数量 48
图 63： 2023—2025 年量贩零食龙头利润（单位：亿元） 48
图 64： 2023—2025 年鸣鸣很忙平均单店收入贡献（万元） 48
图 65： 鸣鸣很忙单店模型 48
图 66： 2026Q1 海外 OTA 收入同比（单位：%） 49
图 67： 2026Q1 Booking 与 Expedia 经调整 EBITDA 率（单位：%） 49
图 68： 2023—2025 年 Booking 间夜量及总预订额 50
图 69： 2024—2025 年携程国际业务收入贡献 50
图 70： 2023—2025 年 DoorDashGOV 及订单量 51
图 71： 美团核心本地商业经营利润率（单位：%） 51
图 72： 2024—2025 年美团研发投入（单位：十亿元） 53
图 73： Recruit FY2025 美国 ARPJ 与 HR Tech EBITDA+S 率的同比变化 54
图 74： 2024—2025 年 BOSS 直聘收入及净利润（单位：十亿元） 54
图 75： 2024—2025 年 BOSS 直聘 MAU 及付费企业客户（单位：百万人） 54
图 76： 2023—2025 年 BOSS 直聘员工数量（单位：人） 54
图 77： 2023 年初至 2026 年 7 月 30 日海外品质零售龙头股价涨跌幅（单位：%） 56
图 78： Costco FY2025 收入与利润指标同比（单位：%） 56
图 79： Costco FY2025 会员费利润覆盖与续费率（单位：%） 57
图 80： Walmart FY2026 收入及利润增速 57

下载日志已记录，仅供内部参考

图81： Kirkland Signature 销售额 2017-2025 年增长近 3 倍 57
图82： 2025 年末山姆中国与 Costco 中国门店数量（单位：家） 59
图83： 东方甄选 FY2025 及 FY2026E 收入（单位：亿元） 60
图84： 东方甄选 FY2025 及 FY2026E 净利润（单位：亿元） 60
图85： 东方甄选 1HFY2025-1HFY2026 自营产品收入（单位：亿元） 61
图86： 东方甄选 1HFY2025-1HFY2026 毛利率（单位：%） 61
图87： 东方甄选自营产品 SPU 数量（单位：个） 62
图88： 东方甄选 App 付费会员订阅数（单位：千） 62

表1： 瑞可利三大业务的商业模式与 FY2025 盈利表现 22
表2： 代表性连锁公司经营模式与门店职能分工 30
表3： 海外餐饮同店增长的五类驱动及验证指标 33
表4： 2024 年美国餐饮破产案例及主要经营约束 41
表5： 2024 年麦当劳与百胜集团门店扩张及加盟结构 41
表6： AI 入口与 OTA 交易链路分工 50
表7： Getir 海外市场退出时间线 52
表8： Recruit 与 BOSS 直聘 AI 产品及商业化阶段 55
表9： 海外品质零售三类利润模型对比 55
表10： 重点公司 PE（TTM）及 2023 年以来历史分位 63
表11： 酒店公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比） 64
表12： 美团收入及归母净利润（亿元，括号内为同比） 64
表13： 咖啡茶饮公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比） 65
表14： 品质零售公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比） 66
表15： OTA 公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比） 67
表16： 餐饮公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比） 68
表17： 人服公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比增速） 69
表18： 核心公司估值一览 71

下载日志已记录，仅供内部参考

海外消费龙头股价复盘

先说结论：多元化创收能力、供应链与 AI 边界决定长期价值

结论一：可复利资产的核心，是依托存量网络持续叠加高毛利收入，将需求增长转化为更稳定的 EPS 与股东回报。 酒店是最典型的样本：RevPAR 回归温和增长后，龙头仍可依靠净房量扩张、管理及加盟费、会员与联名信用卡收入以及持续回购推动每股收益增长。类似地，开市客以会员费提升利润和现金流的可预测性，沃尔玛则在门店与电商流量之上发展广告、Marketplace、会员及履约服务。市场长期给予溢价的，并非某一阶段的收入高增，而是公司能否以较低资本投入对既有网络进行高毛利二次变现，使利润增速持续快于收入，并形成可预测的现金流与长期复利。

结论二：质价比不是简单低价，而是供应链和运营效率的最终体现；强供应链帮助直营与加盟连锁熨平利润率波动。沃尔玛、开市客依靠规模采购、库存周转、仓配网络和全渠道履约吸收成本变化，麦当劳、百胜集团则通过全球采购、菜单工程、标准化运营和广泛门店网络分散原材料、人工及区域需求波动。经营模式只决定风险和收益如何分配，长期价值仍取决于供应链效率能否持续改善产品质价比、单店回报和总部利润。

结论三：AI 对传统线下消费主要是提效工具，对互联网平台的影响则集中于流量入口重构及核心功能能否被大模型替代。酒店、餐饮和实体零售依赖物业、门店、供应链与物理履约，AI 主要改善收益管理、选址、排班、库存和会员运营；OTA 的浅层搜索可能被分流，但实时库存、交易支付与售后仍需平台承接，瑞可利已将 AI 匹配转化为 ARPJ 增量，多邻国则以结构化课程、学习评估、行为激励和订阅转化区别于通用语言陪练。通用 AI 更可能重构交互入口，而非短期替代完整商业闭环。

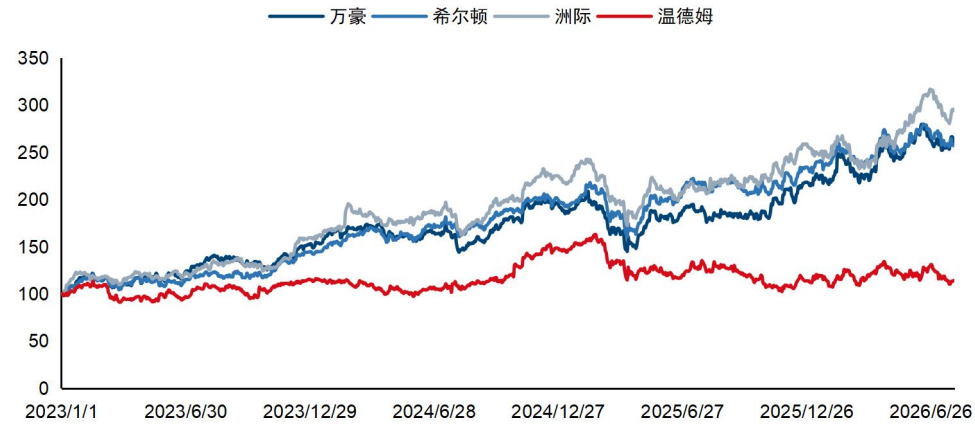
下载日志已记录，仅供内部参考

连锁业态之酒店：轻资产扩张经营韧性强，龙头市值持续创新高

酒店板块是 2023 年以来持续超额收益显著的海外消费资产。2023 年初至 2026 年 7 月 30 日，洲际酒店集团、希尔顿集团和万豪国际累计涨幅分别为 195.9%、157.4%和 160.9%，且 2023—2025 年每年保持正收益，2026 年上涨趋势延续。三大龙头在 RevPAR 增速趋缓后仍可依靠净房量扩张、管理及加盟费、会员与联名信用卡收入以及持续回购推动每股收益增长，股价与估值中枢同步抬升。

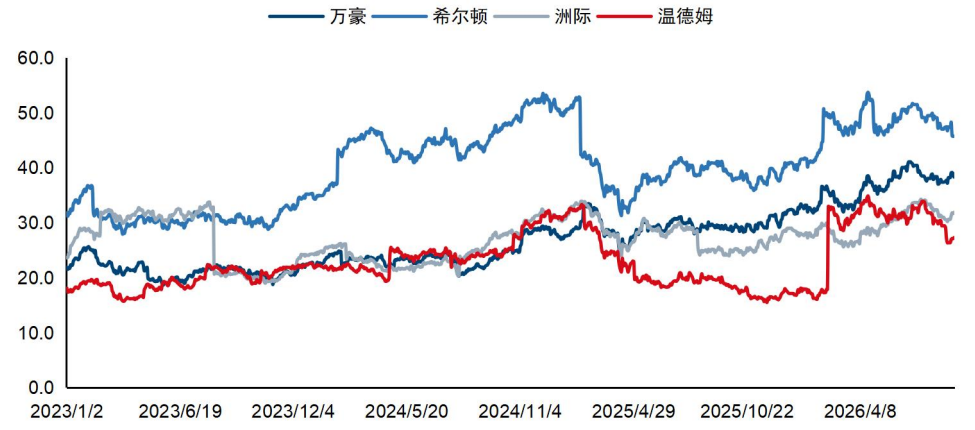
从 2023 年至今海外酒店龙头的股价表现来看，我们发现：1）RevPAR 是影响股价的最重要因素，是提升利润兑现置信度的重要指标；2）在 RevPAR 表现相对平淡期间，龙头公司依然可以通过轻资产扩张、会员衍生业务、积极回购等实现可观的 EPS 增长，使得市场认识到酒店龙头是一类能够持续创造 EPS 复利的“轻资产现金流资产”，从而推动估值水平抬升，投资者依然取得可观的资本回报；3）相比中端及经济型酒店集团，高端酒店集团体现出更强的 RevPAR 韧性和弹性以及更高的会员附加值，从而实现更强劲的业绩增长和更高的估值水平。

图1：万豪、希尔顿、洲际、温德姆累计涨跌幅（后复权）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图2：万豪、希尔顿、洲际、温德姆 PE（TTM）



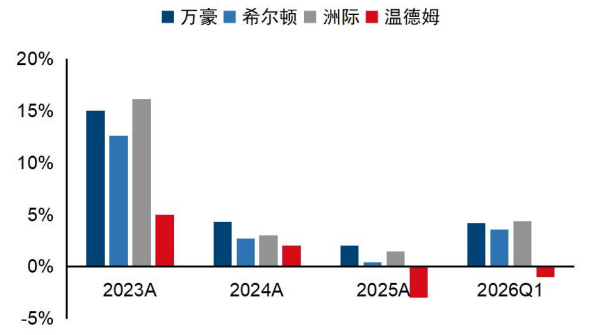
资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

分阶段来看：

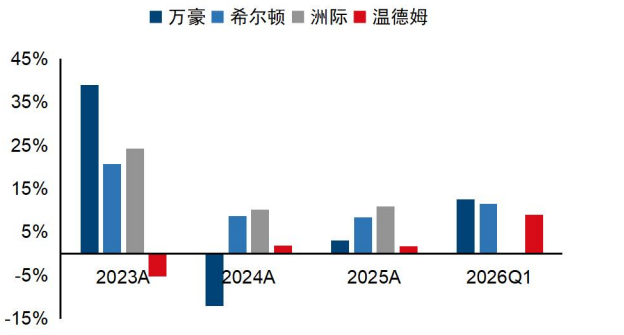
2023 年：全球开启疫后复苏，板块整体上涨。2023 年，万豪、希尔顿、洲际、温德姆股价分别上涨 53%/45%/60%/15%，主要系疫后复苏阶段 EPS 持续兑现。上述四家公司 2023 年 RevPAR 分别同比上涨 15%/12.6%/16.1%/5.0%（万豪和希尔顿为全球同店 RevPAR，洲际、温德姆为全球 RevPAR），RevPAR 的大幅修复带动相关公司利润增长，2023 年万豪、希尔顿、洲际、温德姆经调整后净利润分别同比+39%/+21%/+24%/-5.3%（温德姆 2023 年经调整净利润下滑主要系 2022 年退出自营及有限服务酒店业务所致，剔除已退出业务及营销基金波动后，公司 2023 年可比调整后 EBITDA 同比增长 6%）。

图3：2023-2026Q1 万豪、希尔顿、洲际、温德姆 RevPAR 同比增速（单位：%）



资料来源：万豪、希尔顿、洲际、温德姆公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2023-2026Q1 万豪、希尔顿、洲际、温德姆经调整净利润同比增速（单位：%）

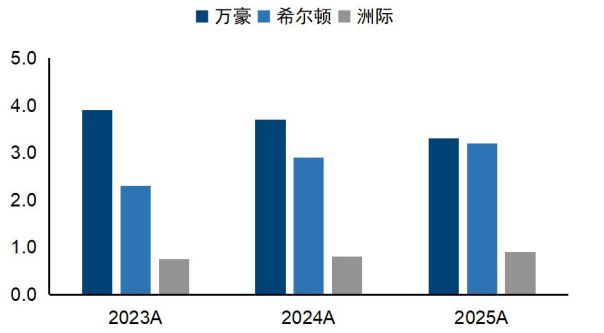


资料来源：万豪、希尔顿、洲际、温德姆公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年：RevPAR 上涨趋缓，利润端仅温和增长，但龙头公司股价表现依旧亮眼。2024 年，万豪、希尔顿、洲际、温德姆 RevPAR 分别同比增长 4%/3%/3%/2%，进入稳态化增长阶段。2024 年万豪、希尔顿、洲际收入分别同比增长 6%/9%/6%，经调 EBITDA 分别同比增长 7%/11%/9.5%。但 2024 年万豪、希尔顿、洲际股价涨幅分别为 25%/36%/39%，利润端温和增长但 PE 水平大幅提升，截至 2024 年底，万豪、希尔顿、洲际 PE（TTM）分别为 28/51/31 倍。我们认为在此期间：1）龙头轻资产扩张表现亮眼，高基数下稳健增长，2024 年万豪、希尔顿、洲际房量分别同比+7%/+7%/+4%；2）万豪、希尔顿、洲际全年均大额回购，提升 EPS；3）royalty rate 稳定，2024 年万豪、希尔顿、洲际管理费相关收入分别同比+8%/9%/6%。**以上三点使得市场跳出 RevPAR 波动为龙头酒店资产重新定价，稳定现金流+全球扩张+重股东回报的长期可复利资产收获估值溢价。**

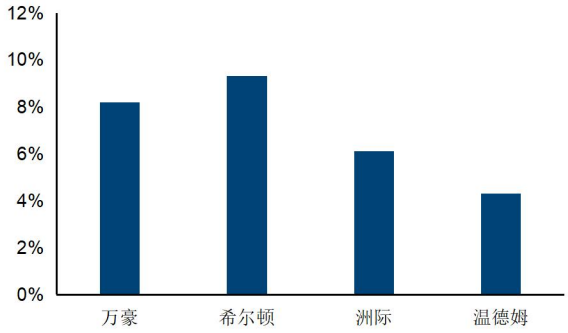
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：2023-2025 年万豪、希尔顿、洲际回购金额（亿美元）



资料来源：万豪、希尔顿、洲际公司公告，国信证券经济研究所整理

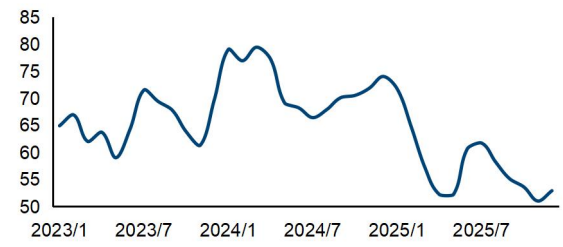
图6：2024 年酒店龙头管理及加盟费收入同比增速（单位：%）



资料来源：万豪、希尔顿、洲际、温德姆公司公告，国信证券经济研究所整理

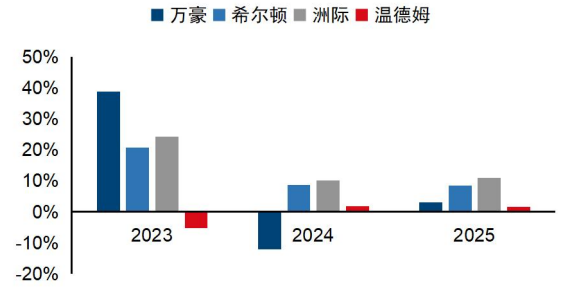
2025 年：RevPAR 上涨继续放缓，伴随关税战、消费预期走弱，估值承压，但龙头公司全年仍取得正收益。进入 2025 年，龙头酒店集团 RevPAR 增速进一步放缓，温德姆转为负增长，同时伴随着关税战、美国消费预期走弱，酒店龙头公司股价有明显回调。但全年维度来看，万豪、希尔顿、洲际股价分别同比上涨 12%/17%/15%，仍实现正收益，但温德姆股价同比下跌 24%。其间差异主要系高端酒店集团具有更强的 RevPAR 及经营韧性从而体现出更强的基本面，2025 年万豪、希尔顿、洲际、温德姆经调整净利润分别同比+3%/+8%/+11%/+2%，EBITDA 分别同比+11%/+15%/+16%/-12%。

图7：2023-2025 年美国密歇根大学消费者信心指数（月度）



资料来源：密歇根大学、FRED，国信证券经济研究所整理

图8：2023-2025 年酒店龙头经调整利润同比增速（单位：%）



资料来源：万豪、希尔顿、洲际、温德姆公司公告，国信证券经济研究所整理

2026 年至今：RevPAR 韧性、轻资产扩张与股东回报共同推动龙头继续创新高。进入 2026 年，万豪国际、希尔顿集团和洲际酒店集团 Q1 RevPAR 均好于市场此前对低速增长的预期，净房量扩张、管理及加盟费收入增长和持续回购强化 EPS 可见度，美加墨世界杯亦提升商务及休闲需求预期。2026 年初至 7 月 30 日，万豪国际、希尔顿集团、洲际酒店集团和温德姆股价分别上涨 21.5%、12.2%、16.4%和 1.8%，同期 PE（TTM）约为 38.3、45.8、31.9 和 27.3 倍。酒店定价逻辑已由单一 RevPAR 弹性扩展至“RevPAR 韧性+净房量+Fee 收入+回购”的每股收益复利。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：2023-2026Q1 万豪经调整净利润（亿美元）及同比增速（单位：%）



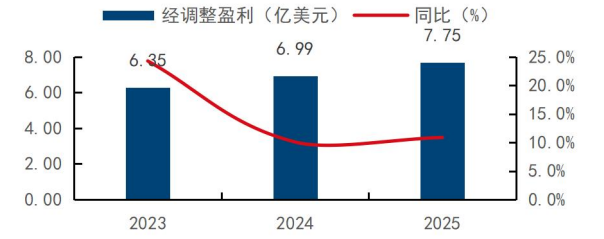
资料来源：万豪公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2023-2026Q1 希尔顿经调整净利润（亿美元）及同比增速（单位：%）



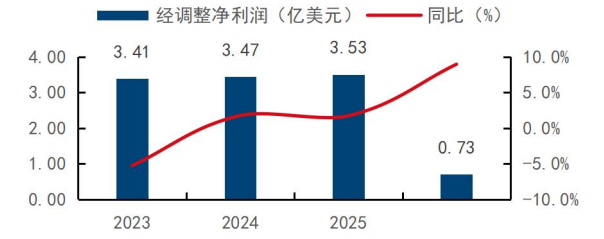
资料来源：希尔顿公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：2023-2025 年洲际经调整盈利（亿美元）及同比增速（单位：%）



资料来源：洲际公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：2023-2026Q1 温德姆经调整净利润（亿美元）及同比增速（单位：%）



资料来源：温德姆公司公告，国信证券经济研究所整理

连锁业态之餐饮：高弹性成长转向大众餐饮韧性，直营龙头经营改善后修复

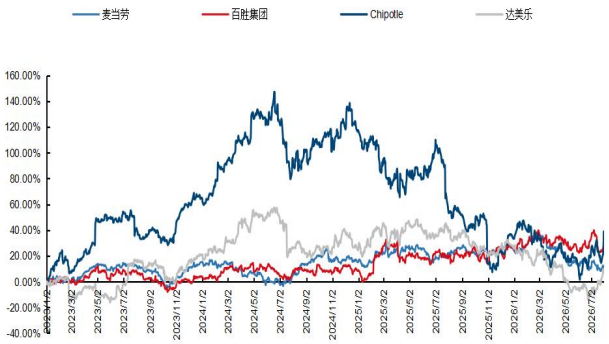
2023—2024 年，Chipotle（墨式烧烤）依靠同店增长、门店扩张和直营经营杠杆领先；2025 年美国内需放缓、外出就餐通胀仍高，百胜集团和麦当劳分别上涨 14.9%和 7.9%，显著跑赢下跌 38.6%的 Chipotle，大众餐饮的相对优势扩大。2026 年初至 7 月 30 日，百胜集团和 Chipotle 分别上涨 4.8%和 4.1%，麦当劳、达美乐分别下跌 11.1%和 14.5%；Chipotle 在 7 月 30 日因 Q2 交易量恢复正增长并上调全年同店指引大幅反弹，板块表现重新转向经营数据驱动。

从 2023 年至今海外餐饮龙头的股价表现来看，我们发现：1）同店销售是最重要的高频指标，但主要由单量拉动，单价上涨难以持续，故同店长期成长性弱于酒店；2）直营模式完整享受同店及门店扩张，也直接承担人工、食材、新店爬坡和促销成本，增长预期转弱时经营杠杆与估值收缩会同时反向作用；3）加盟模式能

下载日志已记录，仅供内部参考

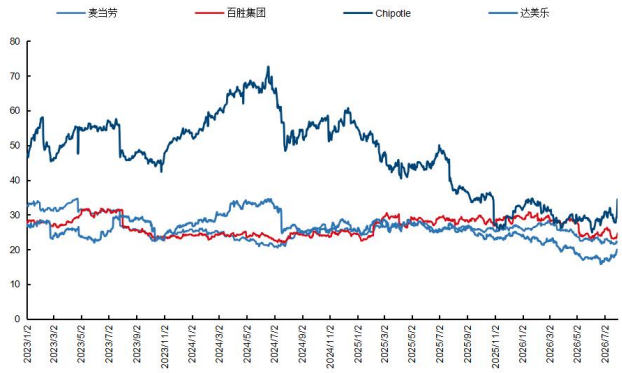
够提高品牌方利润率和现金流稳定性，但成本压力并未消失，而是先由加盟商承担，最终仍会通过单店回报、开店意愿、供应链采购和 Fee 收入传导至品牌方；4）餐饮单店模型对成本端（食材、人工、租金）变动更敏感，故龙头基本面及股价波动远大于酒店集团。

图13：餐饮龙头累计涨跌幅（日度，2023 年首个有效交易日=0%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图14：餐饮龙头 PE（TTM，日度）

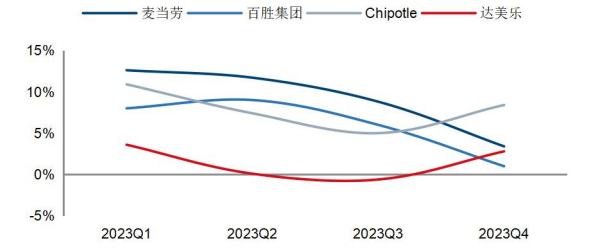


资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

分阶段来看：

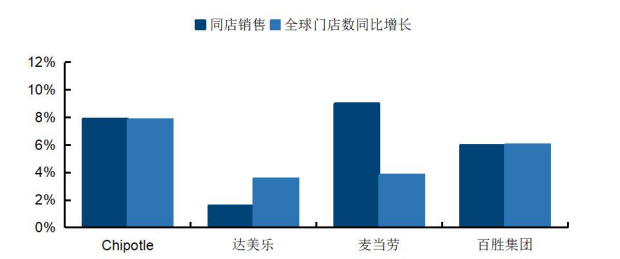
2023 年：提价、客流修复和门店扩张共同支撑餐饮股上涨，高直营占比公司更加受益。2023 年 Chipotle（直营为主）、达美乐、麦当劳和百胜集团股价分别上涨 64.8%、20.7%、15.1%和 3.9%。2023 年 Chipotle 同店销售同比增长 7.9%、净门店数同比增长约 8%，经营利润率升至 15.8%，经营利润同比增长 34.2%，同店、开店与利润率形成三重驱动，弹性最高；2023 年麦当劳全球同店销售同比增长 9.0%，调整后经营利润同比+16%。2023 年百胜集团同店销售同比增长 6%、全球门店数同比增长约 6%，带动核心经营利润同比增长 12%；但 2023Q4 集团同店增速放缓至 1%，其中必胜客同店下降 2%、核心经营利润下降 2%，品牌组合拖累使股价明显跑输。2023 年达美乐美国同店销售全年仅同比增长 1.6%，但 23Q4 同店增长提速（23Q3-0.6%/23Q4+2.8%），中国业务扭亏为盈，全年维度亦有估值修复。

图15：2023 年餐饮公司季度同店表现（单位：%）



资料来源：麦当劳、百胜集团、Chipotle、达美乐公司公告，国信证券经济研究所整理

图16：2023 年餐饮龙头同店销售与全球门店数同比增速（单位：%）



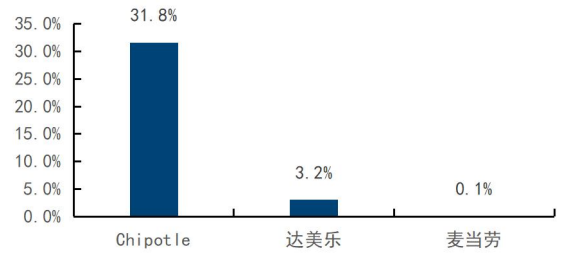
资料来源：麦当劳、百胜集团、Chipotle、达美乐公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年：Chipotle 继续兑现业绩高增长驱动股价持续上涨，加盟龙头业绩与股

下载日志已记录，仅供内部参考

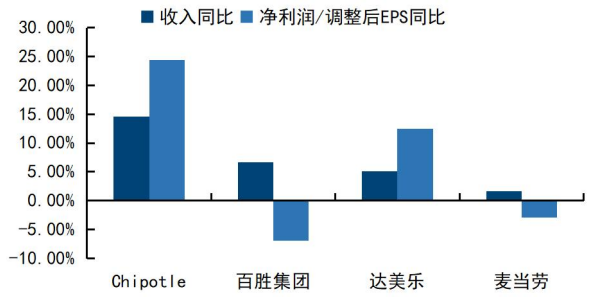
价均较平淡，跑输大盘。2024 年 Chipotle 股价上涨 31.8%，2024 年百胜集团、达美乐和麦当劳股价分别仅上涨 4.7%、3.2%和 0.1%。2024 年 Chipotle 收入同比增长 14.6%、同店销售同比增长 7.4%、调整后 EPS 同比增长约 24.4%，经营利润率由 2023 年的 15.8%提升至 2024 年的 16.9%，同店和利润率同步改善支撑股价。相比之下，2024 年百胜集团收入同比增长 6.7%、净利润同比下降 6.9%，2024 年麦当劳收入同比增长 1.7%、净利润同比下降 2.9%；2024 年达美乐收入同比增长 5.1%、净利润同比增长 12.5%，但同店逐季走弱并下调全年开店预期。三家加盟龙头的业绩表现相对平淡，股价跑输大盘。

图17：2024 年餐饮龙头涨跌幅



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图18：2024 年餐饮龙头收入与净利润增速（单位：%）

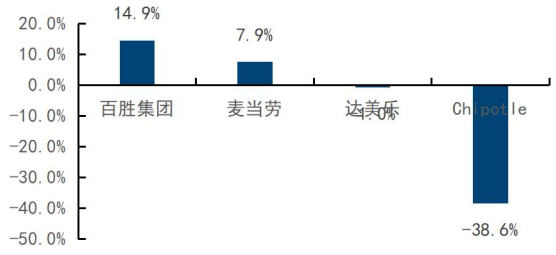


资料来源：麦当劳、百胜集团、Chipotle、达美乐公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年：消费承压叠加外出就餐通胀高企，直营体系遭遇戴维斯双杀，成熟全球加盟体系更稳健。2025 年密歇根大学消费者信心指数年度均值由 2024 年的 72.5 降至 57.6，2025 年美国外出就餐 CPI 仍同比上涨 4.1%。2025 年百胜集团/麦当劳/达美乐披萨/Chipotle 股价分别+14.9%/+7.9%/-1.0%/-38.6%。消费环境承压背景下直营模式放大同店波动，2025 年 Chipotle 同店销售同比下降 1.7%，收入依靠门店扩张同比+5.4%，经营利润率由 2024 年的 16.9%降至 2025 年的 16.2%，归母净利润同比增长大幅放缓至+0.11%，引发估值水平大幅回调；2025 年麦当劳和百胜集团同店销售分别同比增长 1.8%和 3.0%，成熟品牌、大众餐饮属性同店表现更具韧性，轻资产经营模式利润率相对稳定，2025 年麦当劳/百胜集团收入端分别同比+3.72%/+8.9%，营业利润分别同比+4.6%/+5.2%。2025 年达美乐美国同店销售同比增长 3.0%，但公司收入包含面向加盟商的供应链销售，食材价格、采购量和披萨品类集中度使其盈利可见度低于以租金和特许经营费为主的加盟模式，虽然收入及利润端取得增长，但估值水平回调。

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：2025 年餐饮龙头股价涨跌幅（单位：%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

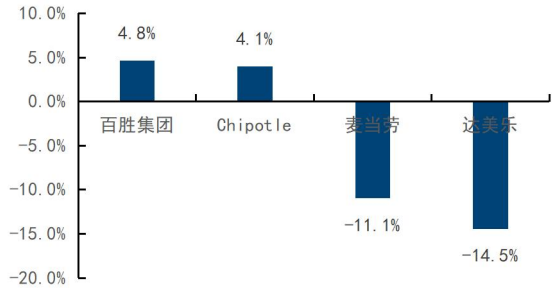
图20：2023-2025 年美国外出就餐 CPI 与消费者信心



资料来源：BLS、密歇根大学、FRED，国信证券经济研究所整理

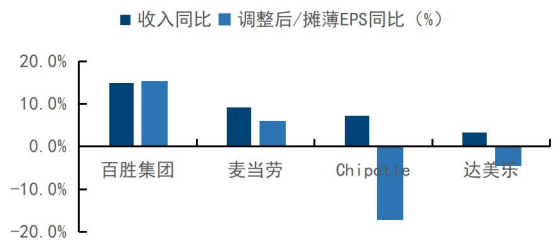
2026 年至今：成本压力仍在，但个股表现重新由经营改善与催化驱动。2026 年初至 7 月 30 日，百胜集团和 Chipotle 股价分别上涨 4.8%和 4.1%，麦当劳和达美乐分别下跌 11.1%和 14.5%。百胜集团受资产优化与回购预期支撑；Chipotle 前期仍受同店放缓和牛肉、人工等成本压力压制，但 7 月 30 日因 Q2 同店增长 2.2%、交易量恢复正增长，并将全年同店指引由大致持平上调至低个位数增长而显著跳涨。大众餐饮的供应链、价格带和网络优势仍具韧性，高成长直营餐饮则需通过客流和利润率改善重新验证估值。

图21：2026 年初至 7 月 30 日餐饮龙头股价涨跌幅(单位:%)



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图22：2026Q1 餐饮龙头收入与利润增速（单位：%）



资料来源：麦当劳、百胜集团、Chipotle、达美乐公司公告，国信证券经济研究所整理

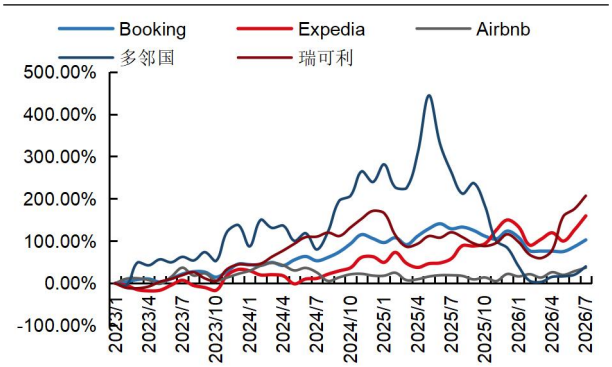
下载日志已记录，仅供内部参考

平台型企业：业绩仍在兑现，AI 替代担忧压制估值，近期进入重新评估

平台样本包括 Booking、Expedia、Airbnb、多邻国及 Recruit Holdings（瑞可利，6098.T）。2023—2025 年，多数公司收入和利润持续增长，平台规模效应并未消失；但自 2025 年起，市场开始担忧 AI Agent 分流搜索入口、通用模型降低招聘匹配与语言内容的稀缺性，估值率先承压。2026 年资金再平衡叠加基本面继续兑现，Booking、Expedia 和多邻国较年内低点分别反弹约 25.7%、56.1%和 48.4%，瑞可利较 2 月低点反弹约 113.8%，平台资产进入替代边界与长期价值的重新评估阶段。

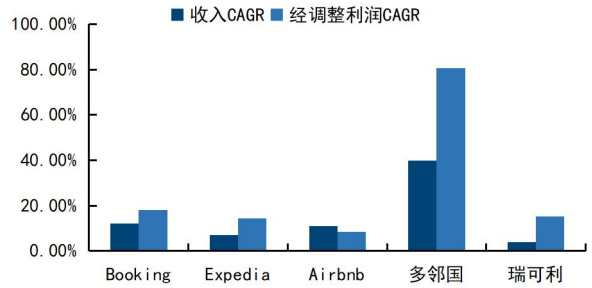
AI 对平台的影响不能一概而论。对 OTA 而言，通用模型可以改变搜索、推荐和行程规划入口，却难以独立完成实时库存、价格、支付、履约及售后；对招聘平台而言，价值取决于能否以职位、企业和求职者数据提升匹配效果并形成收费增量；对在线教育而言，通用模型降低内容和开放式对话门槛，但结构化课程、动态难度、学习效果评估、游戏化激励与订阅转化仍构成长期学习闭环。我们认为，头部平台与大模型更可能形成竞合关系，而非被简单替代。

图23：平台样本公司股价涨跌幅（后复权）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图24：2023—2025 年平台样本公司收入与经调整利润 CAGR（单位：%）



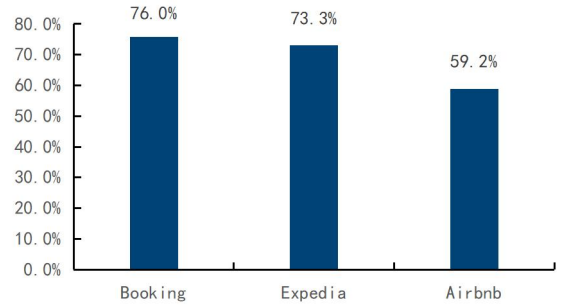
资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

OTA：AI 重构搜索入口，但交易履约闭环仍在，股价自低点修复

2023 年：出行复苏利润兑现以及 AI 应用热潮共同推动 OTA 股价大幅上涨。2023 年 Booking、Expedia 和 Airbnb 股价分别上涨 76.0%、73.3%和 59.2%；2023 年三家公司收入分别同比增长 25.0%、10.0%和 18.0%，Adjusted EBITDA 分别同比增长 34%、14%和 26%。Booking 的利润增速明显快于收入，反映直接流量、Merchant 支付和交易规模带来的经营杠杆；Expedia 在技术迁移和品牌整合期间仍保持利润增长；Airbnb 虽然收入增长较快，但产品和技术投入使利润增速明显低于收入。AI 应用热潮亦为板块估值带来较强推动：Booking 于 2023 年 6 月推出基于大语言模型的 AI Trip Planner，将自然语言旅行需求与平台实时房源、价格和预订页面连接；Expedia 较早将 ChatGPT 嵌入旅行规划流程；Airbnb 则于 2023 年 11 月收购 GamePlanner.AI，为此后重构搜索、客服及产品界面储备团队。

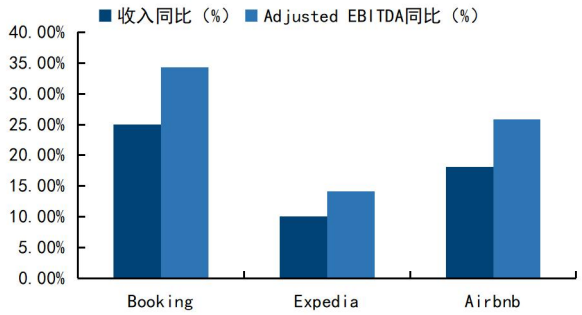
下载日志已记录，仅供内部参考

图25：2023 年 OTA 股价涨跌幅（单位：%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

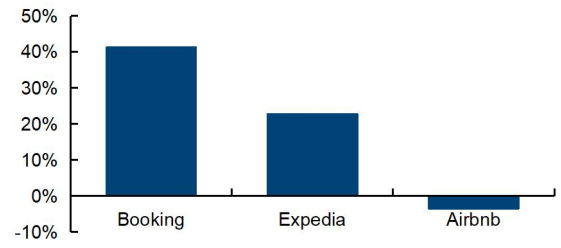
图26：2023 年 OTA 收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%）



资料来源：Booking、Expedia、Airbnb 公司公告，国信证券经济研究所整理

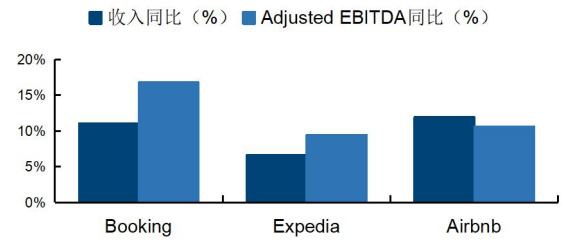
2024 年：市场重新聚焦利润兑现，三家公司股价开始分化。2024 年 Booking 和 Expedia 股价分别上涨 41.3%和 22.8%，Airbnb 股价下跌 3.5%；股价涨跌幅差异基本反映了当年公司盈利质量的差异：2024 年 Booking 收入和 Adjusted EBITDA 分别同比增长 11%和 17%,Expedia 分别增长 7%和 10%,Airbnb 分别增长 12%和 11%。Booking 利润端增长最快且 EBITDA 率保持提升；Expedia 利润与收入增速基本匹配，盈利质量居中；Airbnb 收入利润保持双位数增长，但受营销投入加大影响 EBITDA 率同比下滑，归母净利润端受到所得税项目影响 2024 年同比下滑 45%。

图27：2024 年 OTA 股价涨跌幅（单位：%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图28：2024 年 OTA 收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%）

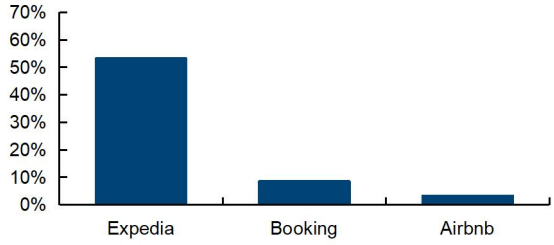


资料来源：Booking、Expedia、Airbnb 公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年：业绩继续兑现，AI 叙事由应用赋能转向入口替代担忧，个股表现取决于盈利质量。2025 年 Expedia、Booking 和 Airbnb 股价分别上涨 53.3%、8.6%和 3.3%；三家公司收入分别增长 8%、13%和 10%，Adjusted EBITDA 分别增长 19%、20%和 6%。Expedia 成本控制和利润改善推动估值修复，Booking 经营仍强但开始受到 AI 流量分流担忧压制，Airbnb 利润增速相对较慢，三者的差异更多来自利润兑现与估值消化。

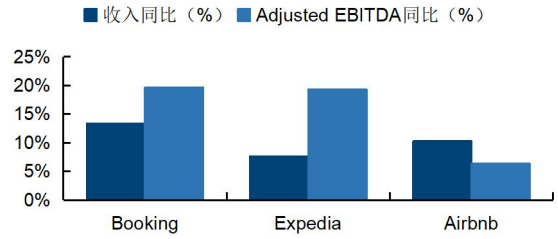
下载日志已记录，仅供内部参考

图29：2025 年 OTA 股价涨跌幅（单位：%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图30：2025 年 OTA 收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%）



资料来源：Booking、Expedia、Airbnb 公司公告，国信证券经济研究所整理

2026 年至今：外部扰动与 AI 入口担忧使 OTA 先承压，近期业绩韧性和资金再平衡推动修复。2026 年初至 7 月 30 日，Airbnb、Expedia 和 Booking 股价分别上涨 12.1%、3.8%和下跌 9.4%；但 Booking 与 Expedia 已分别较年内低点反弹 25.7%和 56.1%。股价路径表明，市场仍在博弈 AI 是否削弱获客和流量价值，但当期住宿间夜、GMV 及利润继续增长，估值争议更多集中于长期入口，而非交易、支付和履约闭环已经被替代。

2026Q1 三家 OTA 收入和 Adjusted EBITDA 均好于或接近市场预期，经营杠杆继续释放。AI 的短期作用主要是改善客服、推荐、房源入驻和营销效率；长期则可能分流浅层搜索与行程规划，但用户完成预订仍需要实时库存、价格比较、支付、取消改签和售后保障。以下经营数据说明，平台核心交易能力仍在持续兑现：

► Booking：酒店间夜数同比提升 6%至 3.38 亿，其中亚洲同比增长高单个位数、美国同比增长低双位数、欧洲同比增长中单个位数，其他地区受地缘波动影响，同比下降低单个位数；GMV 达 538 亿美元，同比增长 15%；收入实现 55 亿美元，同增 16%，符合市场预期；经调整 EBITDA 13 亿美元（利润率 23%），高于市场预期 4%。

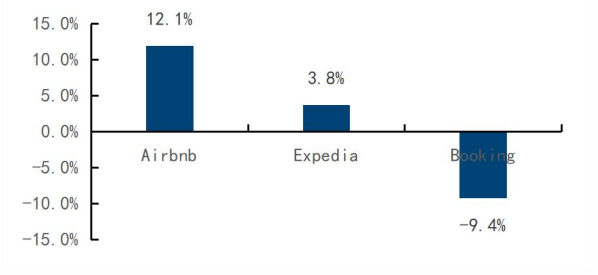
► Expedia：酒店间夜数同比提升 6%达 1.14 亿，其中美国同增中单个位数，欧洲低单个位数，亚太和其他地区同增低双位数；GMV 355 亿美元，同增 13%；收入实现 34 亿美元，同增 15%，超市场预期 2%；经调整 EBITDA 5.4 亿美元（利润率 16%），高于市场预期 20%。

► Airbnb：间夜和其他体验预订同比提升 9%达 1.56 亿，其中亚太和拉丁美洲同增高双位数，北美同增高单个位数，欧洲中东和其他地区同增中单个位数；GMV 292 亿美元，同增 19%；收入实现 27 亿美元，同增 18%，超市场预期 2%；经调整 EBITDA 5.2 亿美元（利润率 19%），高于市场预期 7%。

三家公司均在积极投入 AI 应用：Airbnb 从客服、房源匹配和定价切入，Booking 以 Penny 等对话式工具连接搜索与预订，Expedia 则将 AI 用于个性化推荐、房源入驻、客服及广告。大模型可能成为新的交互层，但若缺乏库存接入、交易支付和售后履约，仍难独立完成完整旅行服务。OTA 的长期竞争焦点将由“是否拥有搜索入口”转向“能否以更低获客成本承接并完成交易”。

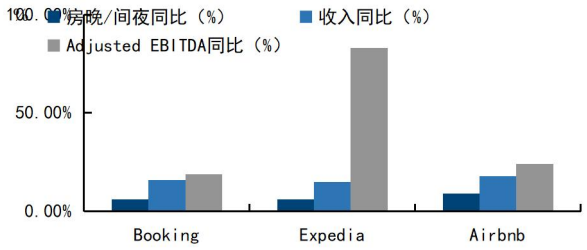
下载日志已记录，仅供内部参考

图31：2026 年初至 7 月 30 日 OTA 股价涨跌幅（单位：%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图32：2026Q1 OTA 收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%）



资料来源：Booking、Expedia、Airbnb 公司公告，国信证券经济研究所整理

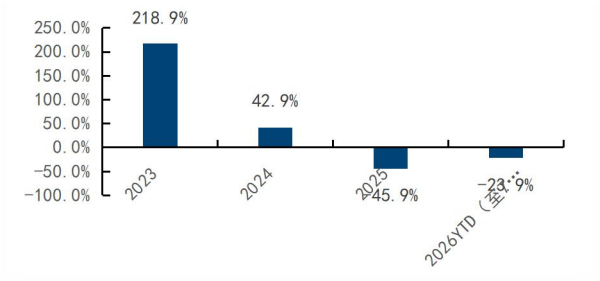
多邻国：通用模型压低长期估值，但结构化学习闭环仍具差异化

多邻国的股价波动，反映的是市场对“通用大模型能否替代垂类语言学习平台”的持续博弈，而非当期经营突然转弱。2023 年初至 2026 年 7 月 30 日，公司股价累计上涨 87.8%，但 2025 年下跌 45.9%、2026 年至今仍下跌 23.9%；与此同时，公司收入、用户与 Adjusted EBITDA 仍保持增长。2026 年 4 月低点至 7 月末股价反弹约 48.4%，既包含市场风格切换，也反映投资者开始重新评估通用语言陪练与长期学习产品之间的差异。

多邻国的优势不在于静态课程内容本身，而在于把内容组织、动态难度、学习效果评估、游戏化激励和订阅转化连接为长期行为闭环。通用模型可以低成本提供翻译、答疑和开放式口语对话，也会降低课程生产成本；但持续学习的核心难点仍是路径设计、难度控制、反馈评估与习惯养成。连续打卡、排行榜、社交机制和个性化课程共同提升留存与使用频次，使多邻国更接近“学习操作系统”，而非单一内容库。

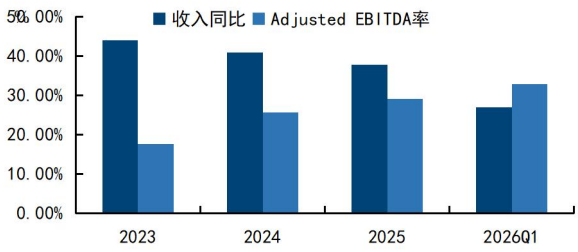
下载日志已记录，仅供内部参考

图33：2023—2026 年 7 月 30 日多邻国年度股价涨跌幅（单位：%）



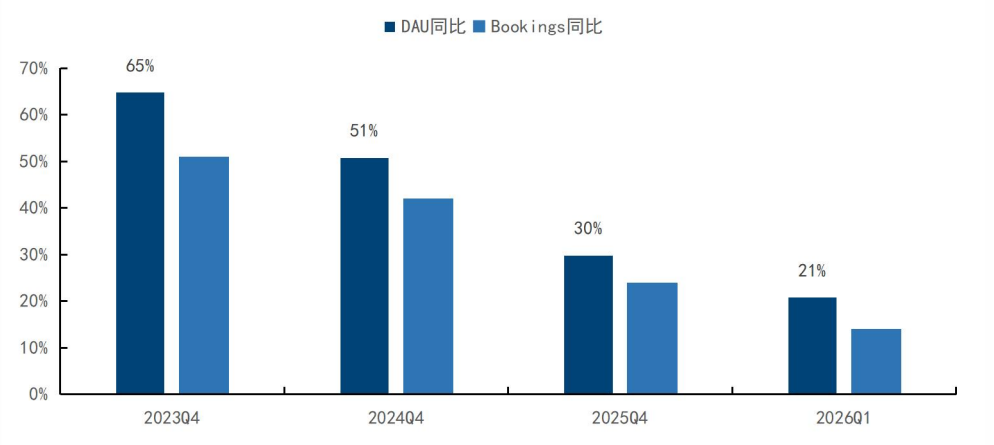
资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图34：多邻国收入增速与 Adjusted EBITDA 率（单位：%）



资料来源：Duolingo 公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：多邻国 DAU 与 Bookings 同比增速（单位：%）

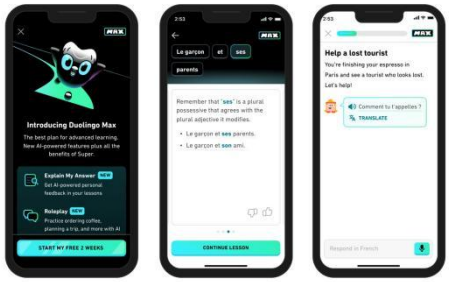


资料来源：Duolingo 公司公告，国信证券经济研究所整理

2023 年：用户增长、付费转化和盈利改善共同推动多邻国股价大幅上涨。2023 年多邻国股价上涨 218.9%；2023 年多邻国营业收入同比增长 44%、Bookings 同比增长 45%、DAU 同比增长 65%、付费用户同比增长 57%，Adjusted EBITDA 率提升至 17.6%。2023 年市场同时交易用户增长、订阅变现和 AI 辅助内容生产带来的效率提升，收入、用户和利润率同步改善为高估值提供了基本面支撑。

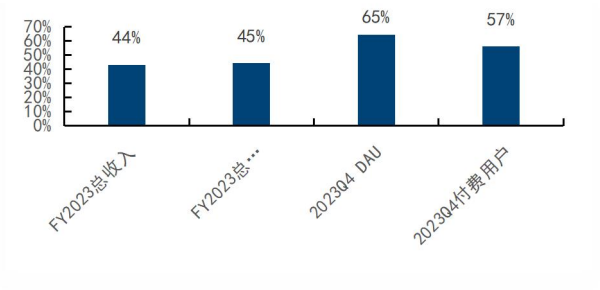
下载日志已记录，仅供内部参考

图36：Duolingo Max 将生成式 AI 纳入高价订阅层



资料来源：Duolingo 公司官网，国信证券经济研究所整理

图37：2023 年多邻国核心财务与运营指标（单位：%）



资料来源：Duolingo 公司公告，国信证券经济研究所整理

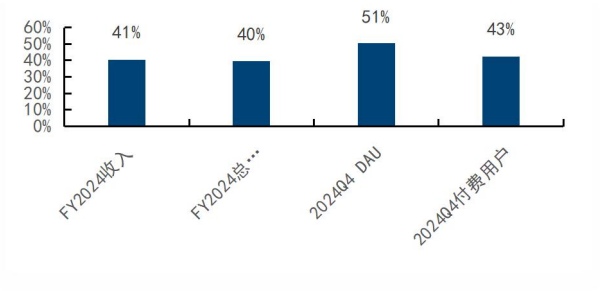
2024 年：用户、付费订阅和利润率继续同步提升，多邻国维持高成长溢价。2024 年多邻国股价上涨 42.9%；2024 年多邻国 DAU 由 2023 年的 2690 万增至 4050 万，付费用户由 2023 年的 660 万增至 950 万，营业收入同比增长 40.9%，Adjusted EBITDA 率由 2023 年的 17.6%升至 2024 年的 25.7%。2024 年用户规模、付费转化和利润兑现同步改善，使市场继续为长期增长空间支付高估值。

图38：Video Call with Lily 切入口语练习场景



资料来源：Duolingo 公司官网，国信证券经济研究所整理

图39：2024 年多邻国核心财务与运营指标同比增速

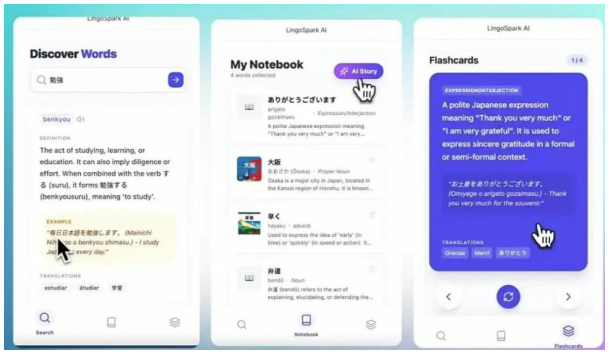


资料来源：Duolingo 公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年：当期收入、用户和利润仍保持较快增长，但高基数、增速放缓与 AI 替代争议推动长期估值下修。2025 年多邻国股价下跌 45.9%，同期营业收入增长 39%、Bookings 增长 33%、付费用户增长 28%，Adjusted EBITDA 率升至约 29%，收入与利润率仍在持续增长。但同期 GEMINI 等大模型推出语言学习类专用功能，对在线教育未来的竞争格局产生扰动，市场开始担心多邻国语言学习课程的稀缺性下降。

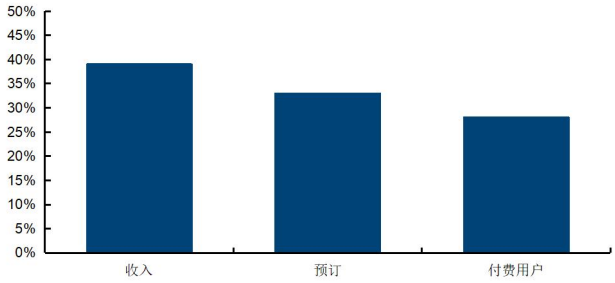
下载日志已记录，仅供内部参考

图1：2025 年 GEMINI 发布语言学习专项工具



资料来源：多鲸公众号，国信证券经济研究所整理

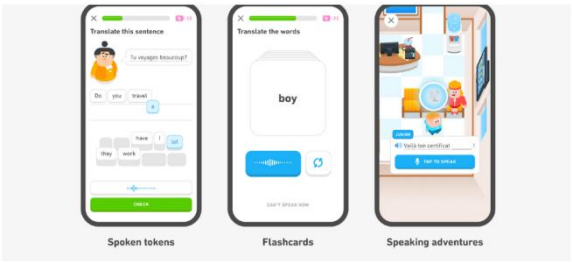
图2：2025 年多邻国核心财务与运营指标同比增速



资料来源：Duolingo 公司公告，国信证券经济研究所整理

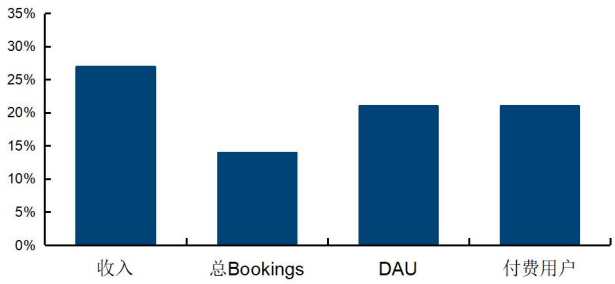
2026 年至今：全年增长指引放缓，但产品差异化仍在。2026Q1 公司收入增长 27%，Adjusted EBITDA 率为 33%，DAU 与付费用户均增长 21%，Bookings 增长 14%；FY2026 指引预计收入和 Bookings 分别增长约 16.1%和 10.5%。公司将 Video Call 等口语功能逐步下沉至 Super，主动降低付费门槛以扩大使用覆盖。2026 年初至 7 月 30 日股价下跌 23.9%，但较 4 月低点反弹 48.4%，我们认为语言学习难点并非找到课程，而在于坚持，公司长期竞争力仍在于对学员长期学习链路赋能（如坚持激励设置、升级游戏属性等），AI 大模型对于其课程研发的赋能或多于分流的负面影响。

图3：2026 年多邻国扩大口语练习与 AI 功能覆盖



资料来源：Duolingo 公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2026Q1 多邻国核心指标同比增速（单位：%）



资料来源：Duolingo 公司公告，国信证券经济研究所整理

瑞可利（日股，6098.T）：AI 商业化提升 ARPJ，招聘需求低迷下盈利韧性持续验证

瑞可利由 HR Technology、Staffing 和 Marketing Matching Technologies（MMT）三类业务构成。HR Technology 包括 Indeed、Glassdoor 和 Indeed PLUS，通过职位发布、按效果付费和招聘匹配变现；Staffing 在日本及欧美澳提供派遣服务；MMT 覆盖美容、旅行、餐饮、住房与房地产等本地生活平台，主要收入为向商家收取的订阅套餐费用、平台交易佣金等。FY2025，HR Technology、MMT 和 Staffing 分别贡献经调整 EBITDA 的约 68%、19%和 12%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：瑞可利三大业务的商业模式与 FY2025 盈利表现

业务	代表平台/产品	收入模式	FY2025 收入/利润增速	核心变量
HR Technology	Indeed、Glassdoor、Indeed PLUS	职位发布、按效果付费、AI 招聘匹配	收入+6.3%，EBITDA+S+21.5%	付费职位量、ARPJ、匹配效率
Staffing	日本及欧美澳派遣	派遣服务收入	收入+2.2%，EBITDA+S+2.4%	就业周期、工资、人员利用率
MMT	Hot Pepper、SUUMO、Jalan、Air BusinessTools	本地生活撮合、广告及 SaaS	收入+4.7%，EBITDA+S+13.0%	商户数、用户行动、SaaS 交叉使用

资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

瑞可利股价在 2023 年修复、2024 年加速上涨、2025 年回调，2026 年又明显反弹，背后依次反映招聘周期、AI 商业化、利润兑现与估值消化。市场一度担忧通用 AI 削弱招聘平台的匹配价值，但 Indeed 通过 Premium Sponsored Jobs、Career Scout 和 Talent Scout 等产品，将 AI 从内部提效转化为招聘效果和收费能力；在职位量下降时 ARPJ 仍持续提升，说明平台掌握的职位、企业与求职者数据仍具商业价值。

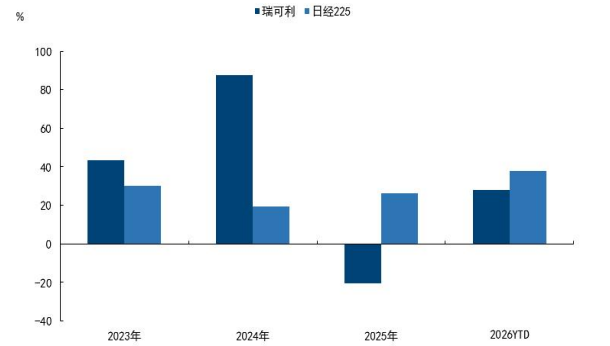
分阶段来看：

2023 年：瑞可利股价上涨约 40%，涨幅既反映公司盈利韧性，也包含市场对 Indeed 嵌入 AI 应用的提前定价。FY2023（2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日），公司收入同比下降 0.4%至 3.42 万亿日元，经调整 EBITDA 同比增长 9.8%至 5983 亿日元，利润表现明显好于收入。分业务看，HR Technology 收入同比下降 9.3%至 1.01 万亿日元，但公司压缩人员和营销投入，经调整 EBITDA 仍增长 0.6%至 3443 亿日元；Matching & Solutions 收入增长 6.2%至 8078 亿日元，经调整 EBITDA 增长 49.0%至 1636 亿日元，利润增长主要来自本地生活平台、SaaS 业务扩张及成本效率改善；Staffing 收入增长 3.1%至 1.63 万亿日元，但剔除汇率影响后下降 1.0%，经调整 EBITDA 下降 4.2%至 979 亿日元，反映用工需求仍然较弱。2023 年 ChatGPT 火爆出圈，引爆 AI 应用投资热潮，Indeed 在 FutureWorks 2023 已展示 AI 生成候选人摘要、技能匹配及职位描述等产品，能够自动概括候选人与岗位的匹配点及能力缺口，AI 开始由后台推荐算法转向雇主可直接使用的招聘工具。虽尚未开启商业化变现，但预期先行推动股价在招聘下行周期中仍取得较高涨幅。

2024 年：AI 产品落地并提升货币化率，业绩增长与估值提升共同推动股价大涨。2024 自然年瑞可利股价上涨 87.5%，同期日经 225 和 TOPIX 分别上涨 19.2%和约 17.0%，继续实现超额收益。FY2024（2024 年 4 月—2025 年 3 月）集团收入、Adjusted EBITDA 和营业利润分别同比增长 4.1%、13.5%和 21.9%；其中 HR Technology 按美元计收入和 Adjusted EBITDA 分别增长 5.4%和 17.3%，Matching & Solutions 按日元计分别增长 1.0%和 13.6%，Staffing 收入增长 2.0%、Adjusted EBITDA 下降 0.5%。Indeed 于 2024 年 4 月正式推出 Smart Sourcing，通过 AI 筛选候选人、总结技能与经验匹配情况并生成个性化邀约，将 AI 由推荐算法升级为雇主可付费使用的候选人搜寻产品。FY2024 第四季度，美国付费招聘广告数量仍在下降，但每条付费招聘广告收入的增幅超过广告数量降幅，推动美国业务美元收入同比增长 2.2%，表明公司货币化提升已能够部分对冲招聘需求承压。

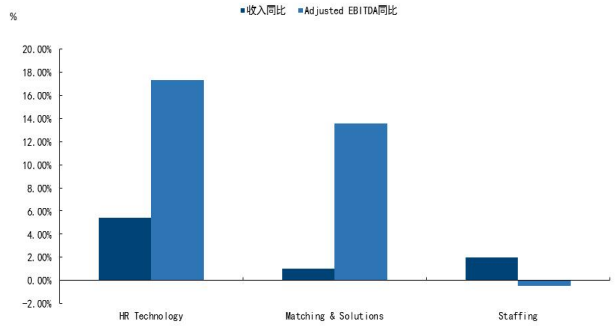
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：瑞可利与日股指数年度涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

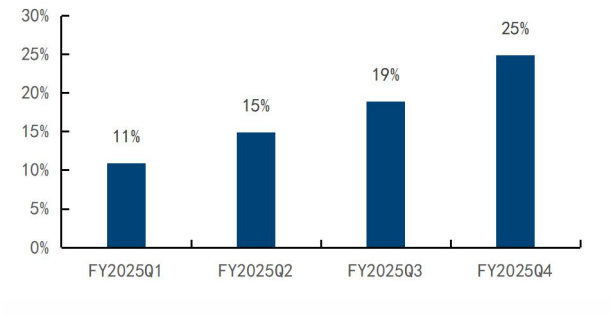
图6：瑞可利 FY2024 各分部收入与 Adjusted EBITDA 同比增速（单位：%）



资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理；注：HR Technology 按美元口径，其他分部按日元口径

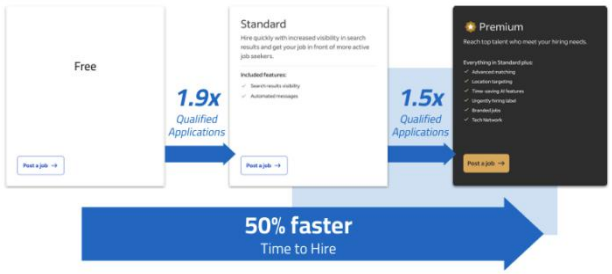
2025 年：AI 商业化继续推进，业绩仍稳健，但高估值消化与招聘需求疲弱推动股价回调。2025 自然年瑞可利股价下跌 20.4%，跑输日经 225 和 TOPIX。FY2025 美国 Indeed 职位发布量同比下降约 7%，但 US ARPJ 增长 17%，推动美国 HR Technology 美元收入增长 8.8%；集团继续通过效果付费、AI 匹配及成本纪律提升利润。股价下跌更多反映招聘周期与估值压缩，而非 AI 产品商业化能力走弱。

图7：FY2025 公司美国 HR Technology 业务 ARPJ 持续提升（单位：%）



资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

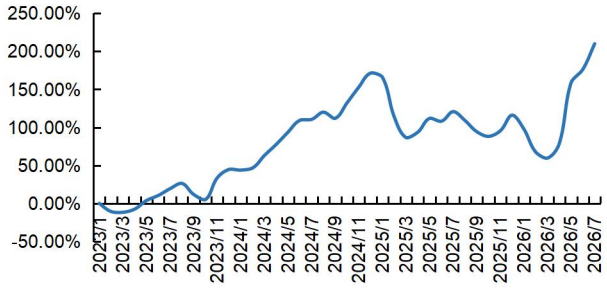
图8：公司 AI 产品提升招聘效率



资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

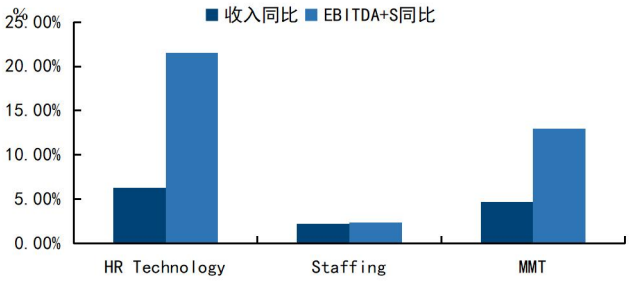
下载日志已记录，仅供内部参考

图9：瑞可利股价累计涨跌幅（后复权）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

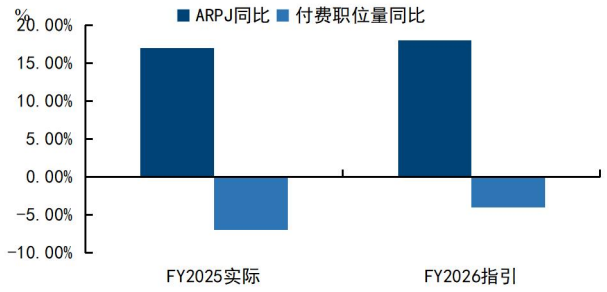
图10：瑞可利 FY2025 各分部收入与 EBITDA+S 同比增速



资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

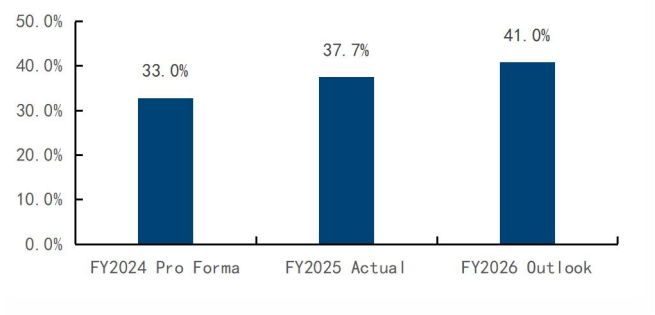
2026 年至今：ARPJ 指引再提速与回购强化估值修复。2026 年初至 7 月 30 日，瑞可利股价上涨约 46%，较 2 月低点反弹约 114%，明显跑赢同期日经 225 和 TOPIX。公司预计 FY2026 美国 HR Technology 收入增长 13.6%、US ARPJ 增长 18%，高于 FY2025 的 17%，并继续推进大额回购。即使招聘需求假设仍偏谨慎，效果付费和 AI 匹配带来的单位职位变现提升，正从内部效率工具转化为可验证的收入与利润增量。

图11：公司指引 FY2026ARPJ 加速提升（单位：%）



资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

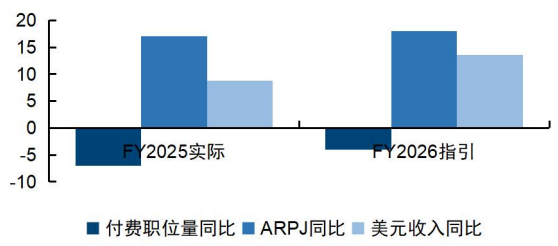
图12：公司指引 HR Technology 业务利润率 FY2026 继续提升



资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

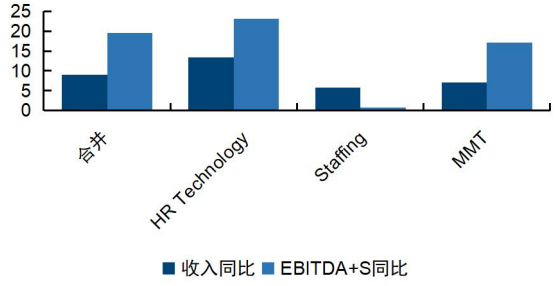
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：瑞可利美国 HR Technology 职位量、ARPJ 与收入同比变化（单位：%）



资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：瑞可利 FY2026 收入与 EBITDA+S 增长指引（单位：%）



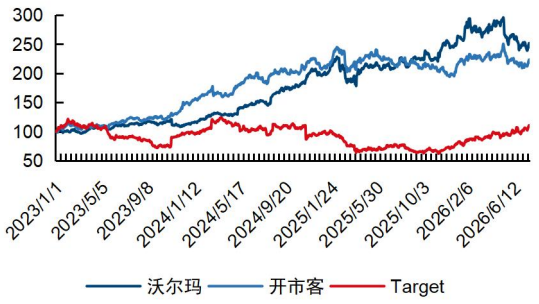
资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

品质零售：沃尔玛、开市客护城河支撑长期上涨，Target 经营修复推动股价反转

2023 年初至 2026 年 7 月 30 日，沃尔玛和开市客累计上涨 144.8%和 118.7%，Target 累计上涨 9.7%。沃尔玛与开市客凭借低价心智、高频必选客流、采购规模和履约网络，在收入保持中个位数增长时，进一步通过广告、Marketplace、会员费及履约服务推动利润快于商品销售，形成长期估值溢价。Target 则在 2023—2025 年受可选品类疲弱、商品结构、库存及折扣压力拖累股价持续下行，2026 年低预期下的经营改善推动股价大幅反转。

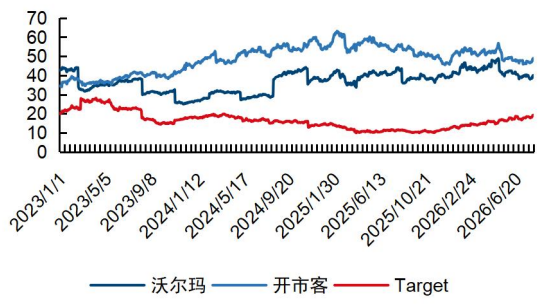
复盘显示：1）质价比不是简单降价，而是规模采购、商品开发、库存周转、仓配和数字化运营共同作用的结果；2）高毛利业务二次变现决定估值弹性，沃尔玛的广告、Marketplace 和会员、开市客的会员费分别对应平台化与确定性溢价；3）供应链效率能够在通胀和需求波动时稳定交易量与利润率；4）低预期公司一旦库存、商品与履约效率改善，也可能获得显著阶段性重估，但其长期估值仍取决于能否重建稳定客流与利润增长。

图15：品质零售样本公司累计涨跌幅



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图16：商超百货样本公司 PE（TTM，日度）

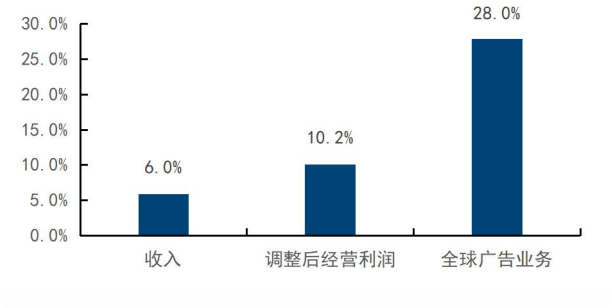


资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

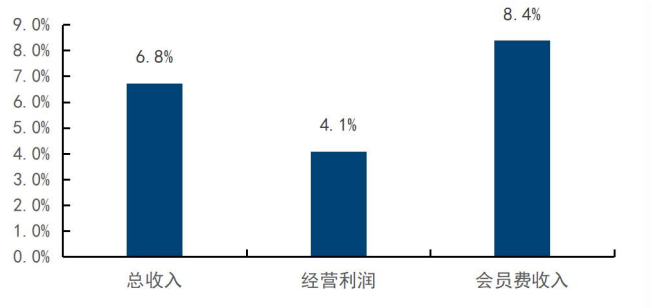
2023 年：高通胀与消费分层强化质价比渠道需求，开市客和沃尔玛股价分别上涨 49.0%和 12.9%。沃尔玛 FY2024 收入与 Adjusted operating income 分别增长约 6.0%和 10.2%，开市客 FY2023 收入、经营利润和会员费分别增长 7%、4%和 8%。两家公司利润均快于收入，低价心智提供客流基本盘，高毛利收入和现金流稳定性推动估值上行。

图17：沃尔玛 FY2024 核心指标增速（单位：%）



资料来源：Walmart 公司公告，国信证券经济研究所整理

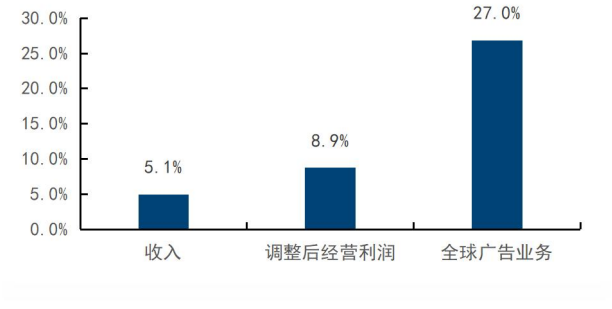
图18：开市客 FY2023 核心指标增速（单位：%）



资料来源：Costco 公司公告，国信证券经济研究所整理

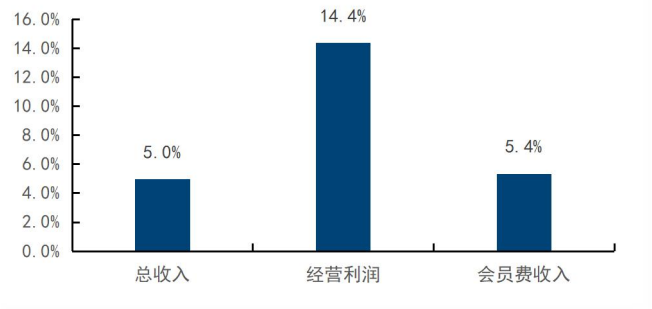
2024 年：沃尔玛高毛利业务与电商经济性改善推动估值重估，股价上涨 74.0%，高于开市客的 39.6%。沃尔玛 FY2025 收入和 Adjusted operating income 分别增长 5.1%和 8.9%，全球电商增长约 21%；开市客 FY2024 收入、经营利润和会员费分别增长 5.0%、14.4%和 5.4%。沃尔玛将门店与电商流量转化为广告、Marketplace、会员和履约收入，利润结构改善成为股价弹性的主要来源。

图19：沃尔玛 FY2025 核心指标增速（单位：%）



资料来源：Walmart 公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：开市客 FY2024 核心指标增速（单位：%）

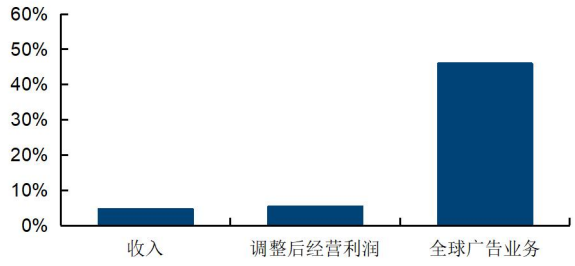


资料来源：Costco 公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年：沃尔玛平台化收入继续增长，开市客经营仍强但高估值进入消化。沃尔玛股价上涨 24.5%，FY2026 收入和 Adjusted operating income 分别增长 5%和 5%，全球广告业务增长 46%；开市客股价下跌 5.4%，但 FY2025 收入、经营利润和会员费仍分别增长 8.2%、11.8%和 10.3%。开市客下跌主要是估值约束而非护城河弱化，沃尔玛则继续兑现平台化变现。

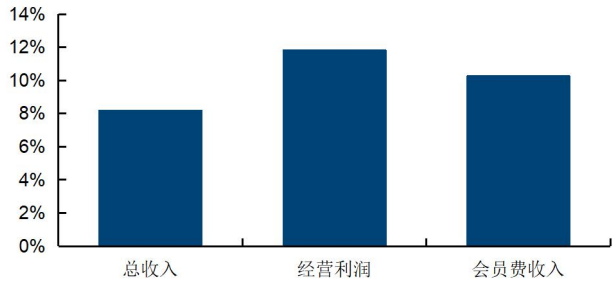
下载日志已记录，仅供内部参考

图21：沃尔玛 FY2026 核心指标增速（单位：%）



资料来源：Walmart 公司公告，国信证券经济研究所整理

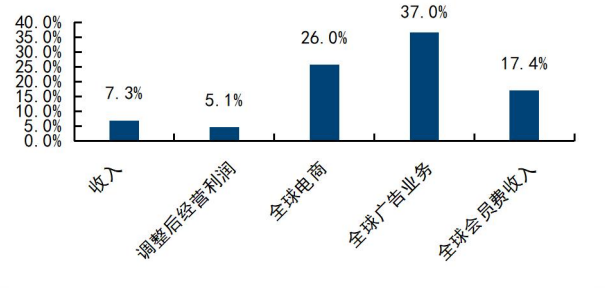
图22：开市客 FY2025 核心指标增速（单位：%）



资料来源：Costco 公司公告，国信证券经济研究所整理

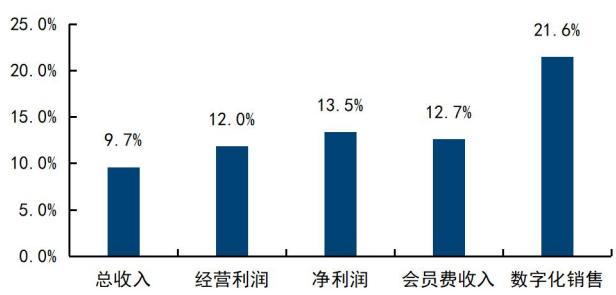
2026 年至今：Target 困境修复成为最大股价弹性来源，沃尔玛与开市客继续验证长期韧性。2026 年初至 7 月 30 日，Target、开市客和沃尔玛分别上涨 50.8%、11.1%和 0.1%。Target 在低预期下受益于毛利率改善、供应链生产率提升、广告及其他非商品收入增长和折扣率下降，股价率先交易经营反转；开市客 FY2026 前 36 周收入、经营利润、净利润和会员费继续双位数附近增长；沃尔玛 Q1 FY2027 收入提速，电商、广告和会员保持较快增长。

图23：沃尔玛 Q1 FY2027 核心指标增速（单位：%）



资料来源：Walmart 公司公告，国信证券经济研究所整理

图24：开市客 FY2026 前 36 周核心指标增速（单位：%）



资料来源：Costco 公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

商业模式比较：从海外龙头寻找中国消费优质赛道

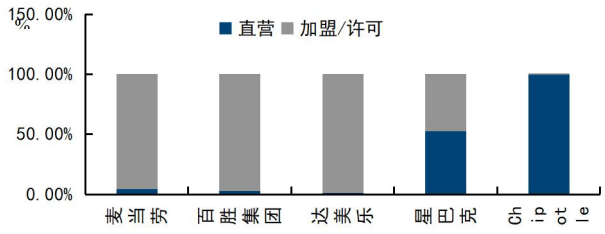
连锁业态：四种穿越周期能力决定长期价值

连锁企业能否穿越周期，主要取决于四项能力：第一，存量门店的同店销售或 RevPAR 能够长期增长；第二，品牌方能够通过酒店 Fee 与会员衍生、餐饮品牌使用费或供应链销售稳定分享门店网络价值；第三，行业仍有足够高的连锁化率天花板，已验证的门店模型可以持续复制；第四，单店利润能够通过定价、效率和供应链消化通胀。四项能力相互约束：缺少同店和单店回报的扩张会损害存量网络，缺少稳定收费基数的高利润 Fee 也难以形成长期复利。

连锁经营模式：直营网点打板、加盟门店复制，收入确认与风险分配不同

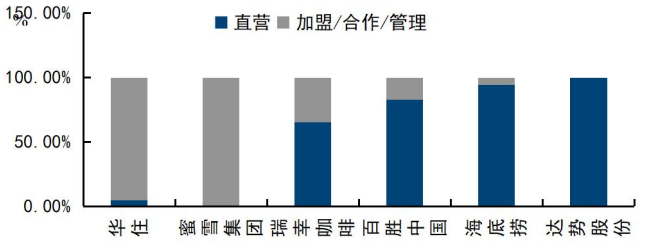
海外及我国连锁消费龙头经营模式大致分为直营和加盟两种。酒店集团中，万豪、希尔顿、洲际、温德姆以及华住、锦江、首旅均以特许经营或管理加盟为主；餐饮、咖啡茶饮及量贩零食中，麦当劳、百胜集团、达美乐、蜜雪集团、古茗，以及万辰集团、鸣鸣很忙等量贩零食品牌主要依赖加盟或合作门店扩张。Chipotle、百胜中国、海底捞和达势股份以直营网点为主；星巴克采取直营网点与许可门店并行；瑞幸采取直营门店与联营门店（供应链收入+门店盈利分成）并行的混合模式。不同模式首先反映品牌方如何分配资本投入、门店经营与食品安全等风险，并非加盟占比越高商业模式越优。

图25：2025 年海外代表连锁公司直营网点与加盟/许可门店占比（单位：%）



资料来源：McDonald’s、Yum! Brands、Starbucks、Domino’s、Chipotle 公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：2025 年中国代表连锁公司直营与加盟/合作/管理门店占比（单位：%）



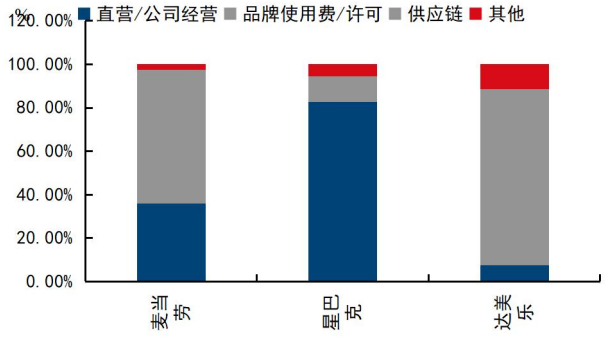
资料来源：华住、百胜中国、海底捞、达势股份、瑞幸、蜜雪集团公司公告，国信证券经济研究所整理

门店结构进一步决定收入确认口径。直营公司按总额法确认门店销售，直营网点占比越高，报表收入越接近终端系统销售；加盟、许可或管理加盟公司主要确认品牌使用费、管理费、租金或供应链销售，加盟门店的终端流水不会全部进入报表。2025 年麦当劳约 95%的门店由加盟商经营，但直营网点销售仍占报表收入约 36%、加盟相关收入约 62%；星巴克约 52%的门店由公司经营，却贡献约 83%的报表收入；达美乐接近 99%的门店为加盟店，报表收入则主要由供应链销售和品牌

下载日志已记录，仅供内部参考

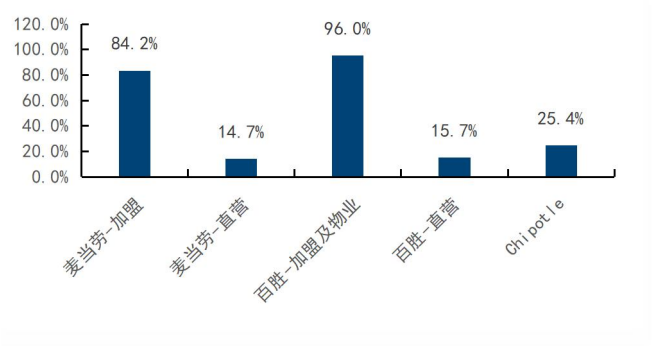
使用费构成。因此，直营与加盟公司的收入规模和增速不能直接比较，横向判断应回到系统销售、单店利润、资本开支和自由现金流。

图27：2025 年代表性连锁公司报表收入结构（单位：%）



资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：2025 年直营与加盟相关业务利润率对比（单位：%）



资料来源：McDonald’s、Yum! Brands、Chipotle 公司公告，国信证券经济研究所计算

一般而言，加盟体系由加盟商承担门店投资、人工、租金和大部分经营成本，品牌方相关业务利润率更高；直营模式完整享受同店、提价和新店爬坡的向上弹性，也直接承担食材、人工、租金、促销和食品安全冲击。2025 年麦当劳加盟餐厅业务利润率约 84%、直营网点利润率约 15%，百胜集团加盟及物业业务利润率约 96%、公司餐厅利润率约 17%，Chipotle 餐厅层面利润率约 25%。高利润率并不意味着加盟风险消失，而是风险先沉淀在加盟商单店现金回报中，随后通过品牌使用费下降、采购减少、开店放缓及闭店率上升传导至总部。

整体来看，酒店服务标准化程度较高、单体物业投资额较大，品牌方更适合采用轻资产的委托管理和特许经营模式，由业主承担物业投资与门店经营成本；餐饮和咖啡对产品出品、食品安全和一线服务监管要求更高，不同品牌会根据标准化难度、单店资本投入和经营风险，在直营与加盟之间作出选择。直营网点承担旗舰展示、新品牌与新品测试、新店型验证、数字化运营和服务标准沉淀，加盟或合作门店利用外部资本、本地选址和区域运营能力完成规模复制，优质混合模式的核心是形成“直营打板、加盟复制”的闭环，并在扩张过程中维持加盟商或业主的合理回报。

加盟体系除收取品牌使用费外，还可通过供应链销售形成更深的门店控制。酒店及传统餐饮费收模式主要按门店流水收取品牌、管理或系统费用，收入占系统销售比例较低但利润率较高；达美乐、蜜雪集团、古茗、万辰集团和鸣鸣很忙等供应链型加盟企业，则向门店销售原料、包材、设备或商品。供应链型加盟能够统一品质、放大采购规模并增强加盟商黏性，但同时承担原材料价格、库存、物流和营运资金风险，其长期价值不在于报表收入越大，而在于规模采购能否同时改善品牌方利润、加盟商进货成本和单店回收期。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：代表性连锁公司经营模式与门店职能分工

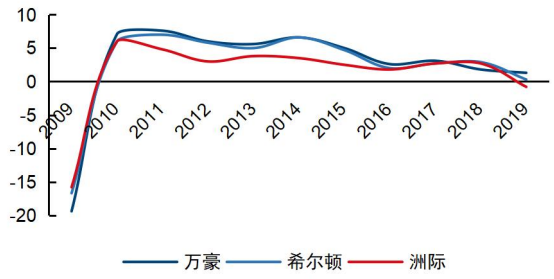
公司	主要门店模式	2025 年末全球门店/酒店数量	2025 年收入（亿美元）	2025 年净利润（亿美元）
Marriott	管理、加盟为主	超 9,800 家酒店	261.86	26.01
McDonald’s	约 95%加盟	45,356 家	268.85	85.63
Yum! Brands	97%加盟/许可	63,285 家	82.14	15.59
Starbucks	直营与许可并存	40,990 家	371.84	18.56
Domino’s	高度加盟	22,142 家	49.40	6.02

资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

穿越周期能力一：同店长期内生增长力

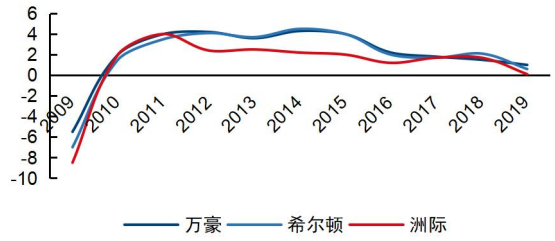
酒店同店增长中枢不高，但连续性显著强于一般消费业态。2010—2019 年，万豪和希尔顿可比 RevPAR 连续十年保持正增长，洲际 2010—2018 年连续九年正增长，仅 2019 年小幅回落。通过 2009-2019 年的经营数据我们发现，入住率在周期修复初期提供弹性，随着 OCC 逐步接近稳定区间，成熟阶段 RevPAR 增长更多依靠 ADR。

图29：2009—2019 年万豪、希尔顿与洲际 RevPAR 同比增速（单位：%）



资料来源：Marriott、Hilton、IHG 公司公告，国信证券经济研究所整理

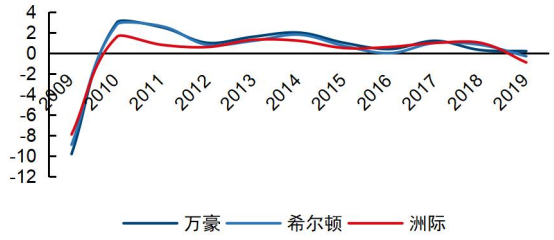
图30：2009—2019 年万豪、希尔顿与洲际 ADR 同比增速（单位:%）



资料来源：Marriott、Hilton、IHG 公司公告，国信证券经济研究所整理

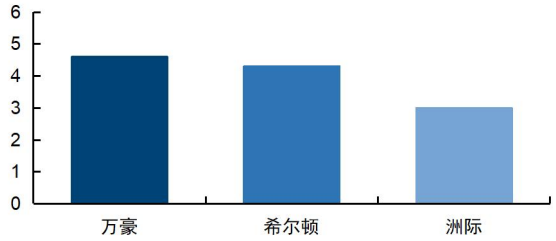
下载日志已记录，仅供内部参考

图31：2009—2019 年万豪、希尔顿与洲际 OCC 同比变化（单位：%）



资料来源：Marriott、Hilton、IHG 公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：2010—2019 年海外酒店龙头 RevPAR 复合增速对比（单位：%）



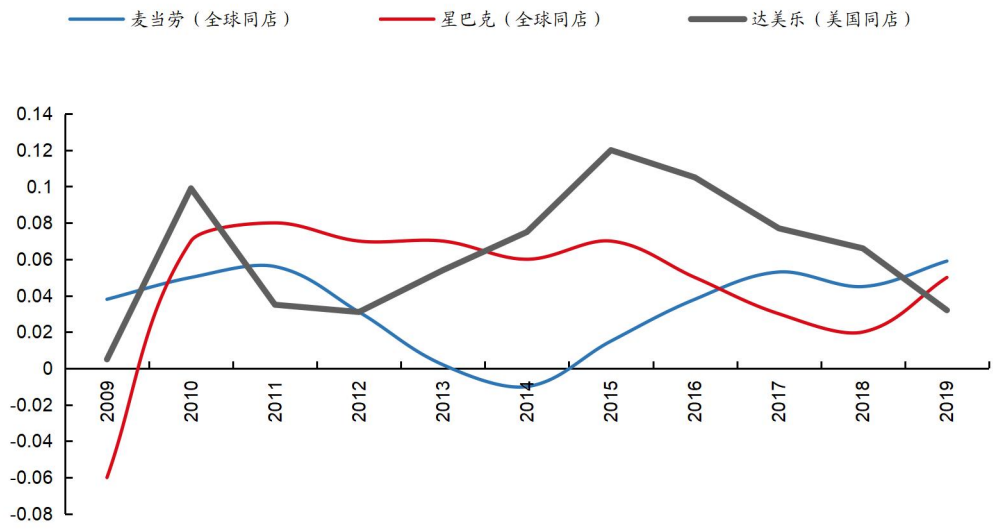
资料来源：Marriott、Hilton、IHG 公司公告，国信证券经济研究所整理

长期看，ADR 对 RevPAR 的贡献高于 OCC，背后并非简单提价，而是四项结构性因素共同作用：高端及核心区位物业供给扩张较慢，新增客房难以快速复制；酒店按日动态定价，能够更及时地反映需求与通胀；会员体系和品牌标准降低异地住宿的决策成本，提高消费者对品牌价格的接受度；品牌组合持续向高端、奢华和生活方式酒店延伸，改善同店结构。因而，酒店抗周期性的关键不是每年 RevPAR 增速最高，而是 ADR 能够在较长周期内温和增长，同时 OCC 下行幅度受到品牌、渠道和供给约束。

海外餐饮龙头 2010—2019 年同店增长同样具有韧性，但波动明显高于酒店。星巴克全球与达美乐美国同店在十年内均保持正增长，麦当劳全球在十年中有九年实现正增长；Chipotle 则在 2014 年同店增长 16.8%后，于 2016 年因食品安全事件下降 20.4%。餐饮成熟后的同店中枢大多回归低至中个位数，高增长通常来自交易笔数、消费场景和渠道扩张，而食品安全、服务效率或价值感受损会迅速放大下行。

下载日志已记录，仅供内部参考

图33：2009-2019 年麦当劳、星巴克、达美乐同店增速



资料来源：Domino’s 公司公告，国信证券经济研究所整理

核心大单品重塑与重新营销能够修复品牌认知并恢复交易量。达美乐在 2009 年重做核心披萨配方，并通过公开、直接的品牌沟通重塑消费者认知，此后美国同店 2010—2019 年连续正增长，2013—2016 年持续保持较快增长。其启示是，成熟品牌并非必须依靠持续增加 SKU，而应先解决核心产品的复购和口碑，再用营销放大单品势能。

品类创新与消费场景扩容通过早餐、咖啡、冷饮、轻食和限时新品拓展消费时段与客群。麦当劳依靠早餐、McCafé、全天早餐、外卖和数字点餐持续扩展场景，2016—2019 年全球同店分别增长 3.8%、5.3%、4.5%和 5.9%；星巴克则以冷饮新品和门店空间提高下午及非传统咖啡时段消费。场景扩容的本质是增加交易次数，而非仅提高单次客单价。

数字化增强会员黏性与复购，主要通过会员权益、个性化推荐、移动点单和支付降低交易摩擦，并沉淀消费者数据。星巴克 2009—2019 年同店连续正增长，Rewards 和移动点单是重要放大器；但公司在 2024—2025 年同店转为负增长，也说明数字化只能放大产品、价值和服务体验，不能替代门店效率和品牌吸引力。判断数字化是否有效，应同时观察会员销售占比、交易笔数、等待时间和复购，而不是仅看注册用户规模。

渠道与履约扩张通过外卖、自提、得来速和第三方平台提高便利性并扩大服务半径。达美乐以配送与自提覆盖家庭餐和即时需求，数字订单降低下单摩擦；Chipotle 通过数字订单、取餐架和 Chipotlane 提高高峰期吞吐。渠道创新通常

下载日志已记录，仅供内部参考

先体现为交易量和店内产能提升，但其持续性仍取决于配送体验、门店执行和食品安全，不能将短期渠道红利机械外推为长期同店中枢。

菜单价格与价格带管理在通胀和客流压力下平衡提价、性价比与加盟商利润。麦当劳 2018 年通过 1/2/3 美元菜单及任意两款 5 美元组合强化大众价格心智，当年全球同店增长 4.5%、客流增长 0.2%，并实现连续第 14 个季度同店正增长。该案例表明，成熟大众餐饮维持同店不能只依赖提价，而需要用清晰价格带守住交易笔数，再通过菜单结构和供应链效率保障门店利润。

综合来看，餐饮同店增长的五类驱动并非相互独立：核心产品决定复购基础，品类和场景扩容决定新增需求，数字化与履约提高交易便利性，价值菜单守住价格敏感客群。长期高质量同店最终仍应体现为交易笔数、消费频次和门店吞吐改善；若增长主要来自提价而客流持续下降，同店对单店利润、加盟商回报和估值的支撑将明显弱化。

表3：海外餐饮同店增长的五类驱动及验证指标

增长驱动	主要方式	代表案例	核心验证指标
核心大单品重塑与重新营销	重做核心配方、强化单品心智	达美乐核心披萨重塑	核心 SKU 销量、复购、交易笔数
品类创新与消费场景扩容	早餐、咖啡、冷饮、轻食、限时新品	麦当劳早餐/McCafé；星巴克冷饮	分时段交易量、新品留存
数字化增强会员黏性与复购	会员、移动点单、个性化推荐	Starbucks Rewards、麦当劳会员	会员销售占比、频次、等待时间
渠道与履约扩张	外卖、自提、得来速、第三方平台	达美乐配送/自提；Chipotlane	数字订单、吞吐、配送体验
价值菜单与价格带管理	低价入口、组合套餐、菜单工程	麦当劳 1/2/3 美元菜单	客流、交易笔数、餐厅利润率

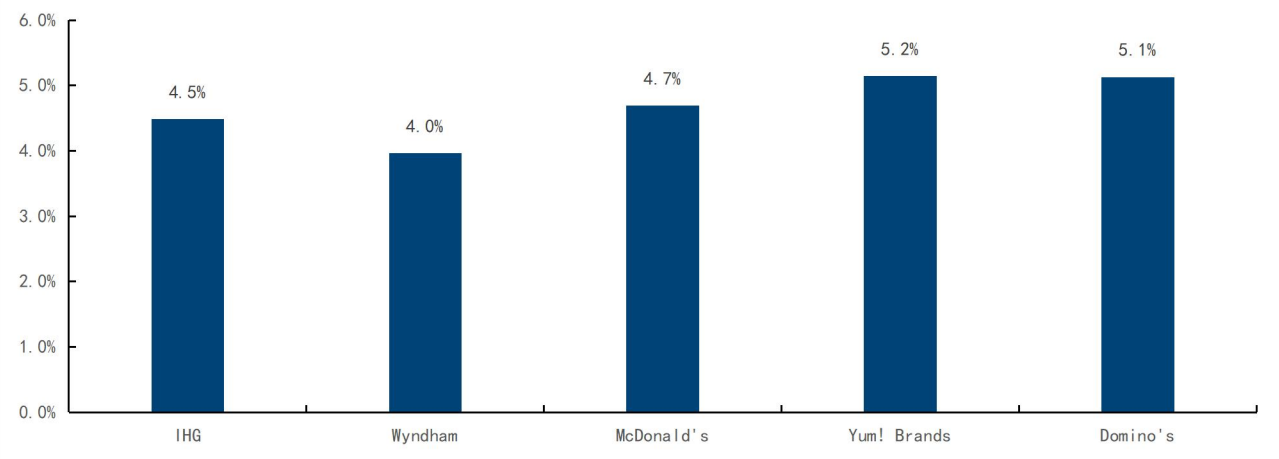
资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

穿越周期能力二：门店网络的多元变现力

酒店加盟管理费、餐饮品牌使用费和供应链销售均可使品牌方分享门店网络价值，但基础费率相近并不代表抗周期性相同。2025 年可比口径下，洲际、温德姆、麦当劳、百胜集团和达美乐的基础 Fee Take Rate 分别约为 4.5%、4.0%、4.7%、5.2%和 5.1%，大致相当。数据表明，酒店优势并非基础抽成显著高于餐饮，而是收费环节更多、合同期限更长、业主和客房收费基数更稳定。

下载日志已记录，仅供内部参考

图34：2025 年海外酒店与餐饮龙头可比 Fee Take Rate（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

酒店收费权与生命周期更长的物业资产绑定。品牌方除基础管理费或品牌使用费外，还可收取激励管理费、中央预订与分销服务费、会员和忠诚度相关收入、联名信用卡费、品牌许可及技术系统服务费。根据各酒店集团官网，酒店加盟或管理合同初始期限通常达到 10—20 年以上：Marriott 公开再许可协议为 20 年，Hilton 公开项目示例为 10—20 年，IHG 公开 Crowne Plaza 加盟协议示例为 10 年，Wyndham 披露标准加盟及管理协议通常为 10—20 年。长周期合同叠加翻新、停业、系统迁移和会员流失等改牌成本，使品牌方收费基数相对餐饮门店更稳定。

会员体系进一步把酒店集团从“按客房流水抽成”扩展为需求组织与独立利润来源。IHG Enterprise Contribution 由 2021 年的 74%提升至 2025 年的 83%，反映会员、预订、销售和数字平台对酒店客房收入的贡献持续提高；万豪 2025 年会员贡献全球约 68%的客房晚、美国及加拿大约 75%。万豪 2025 年联名信用卡费约 7.16 亿美元，同比增长约 9%，约占毛费收 13%；公司 2026 年指引联名信用卡费约 9.66 亿美元，同比增长约 35%，占比有望升至约 16%。此类收入建立在会员规模、消费场景和品牌合作之上，与单一年度 RevPAR 的相关性低于基础抽成。

图35：海外酒店龙头会员间夜占比（单位：%）

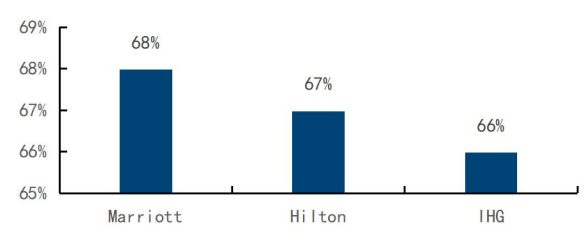
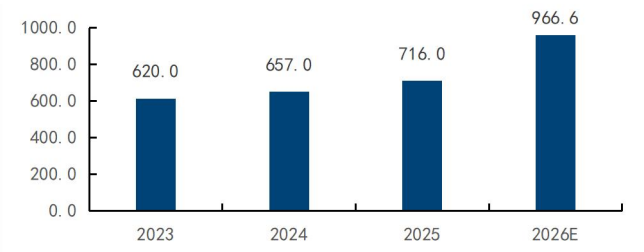


图36：万豪信用卡联名收入（单位：百万美元）



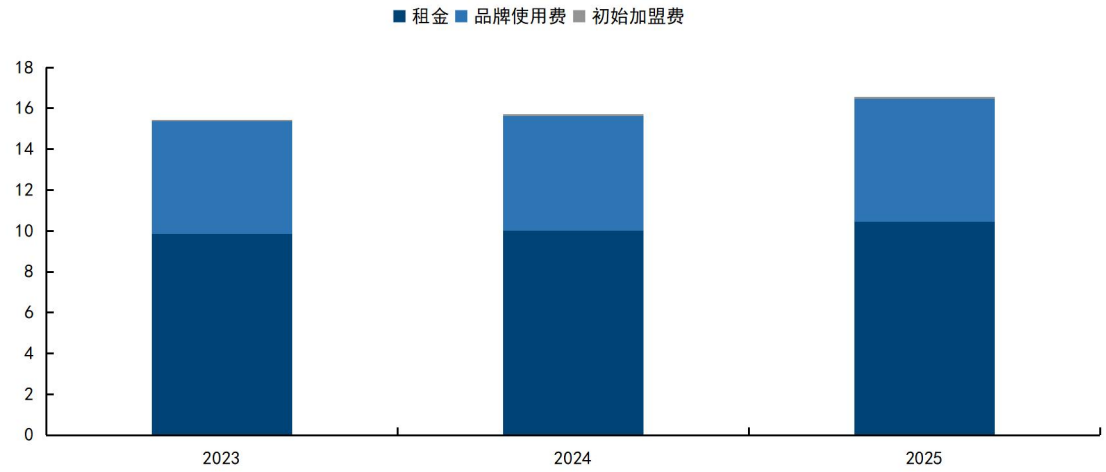
下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Marriott、Hilton、IHG 公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：Marriott 公司公告，国信证券经济研究所整理

餐饮品牌使用费通常按系统销售额的一定比例线性收取，利润率高，但同店下降会较快压低收费收入，并通过加盟商回报影响开店与续约。麦当劳以物业租金增加了另一层收入来源：2025 年加盟餐厅收入中租金约 104 亿美元、品牌使用费约 60 亿美元，租金可以部分对冲单一品牌使用费波动；但租金对应地产投入和租赁义务，重资产属性更重。

图37：2023—2025 年麦当劳加盟收入结构（单位：十亿美元）

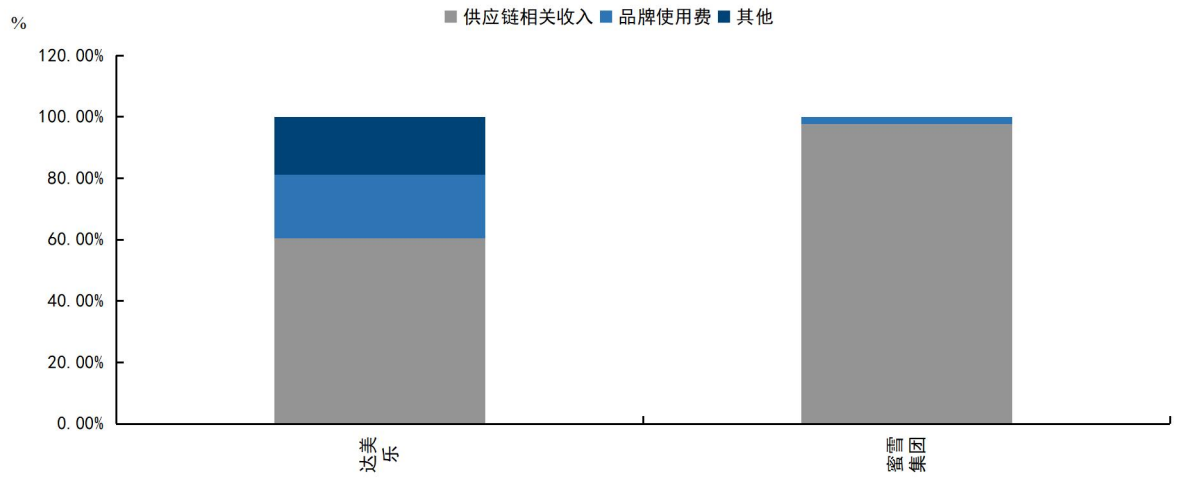


资料来源：McDonald’s 公司公告，国信证券经济研究所整理

供应链型加盟通过向门店销售原料、包材、设备和物流服务形成更深的运营控制，收入规模通常大于纯费率模式，但对原材料价格、采购量、库存、物流和营运资金更敏感。达美乐 2025 年品牌使用费及其他加盟相关收入约占报表收入 21%，供应链收入约占 61%，供应链毛利率约 11.5%；蜜雪集团加盟服务收入占比仅约 2%，原料、包材和设备等商品销售贡献绝大部分收入。供应链模式的价值不在于报表收入更大，而在于规模采购能否同时改善品牌方利润、加盟商进货成本和单店回收期。

下载日志已记录，仅供内部参考

图38：2025 年达美乐与蜜雪集团加盟业务收入结构



资料来源：Domino’s、蜜雪集团公司公告，国信证券经济研究所整理

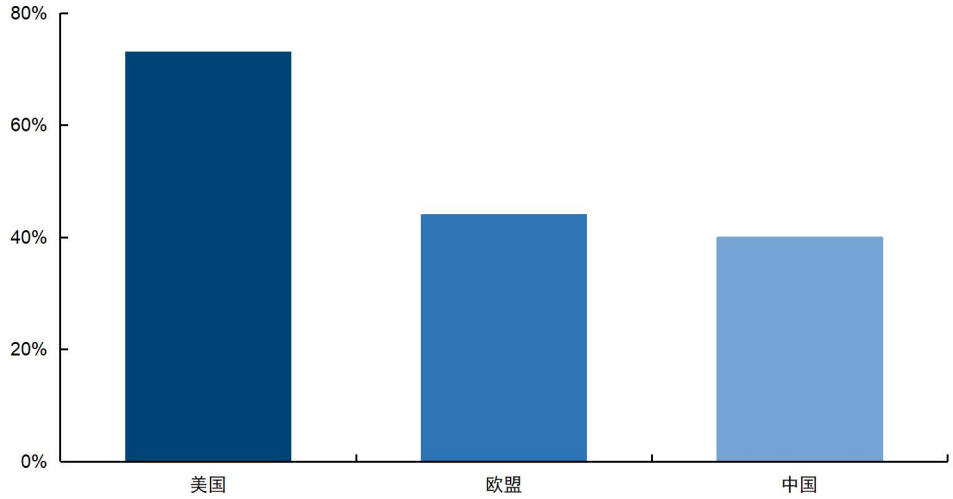
因此，品牌方变现抗周期性不能只看名义费率或收入规模，而应同时判断收费基数的生命周期、合同期限、合作方转换成本、品牌方对门店获客和经营的贡献，以及业主或加盟商是否仍能获得合理回报。相同的 5%的品牌使用费，如果依附于长周期物业、会员与中央预订体系，其稳定性高于仅依赖单店销售的线性品牌使用费；供应链收入若挤压加盟商利润，也会通过采购量和开店速度反向约束总部增长。

穿越周期能力三：标准模型的规模复制力

酒店是全球连锁化程度较高的业态之一，其本质是“信任与分销基础设施”对单体物业的整合。据新品牌研究所公众号数据，2025 年美国酒店连锁化率达到 73%，2024 年欧盟和中国酒店连锁化率分别约 44%和 40%。美国的领先源于成熟的特许制度、机构化业主群体与物业金融化环境。酒店消费频次虽低，但客单价高、异地决策信息不对称强，品牌能够降低安全与品质决策风险；对业主而言，会员、预订、收益管理与数字化系统能够直接影响 RevPAR，使加盟回报相对容易量化和验证。

下载日志已记录，仅供内部参考

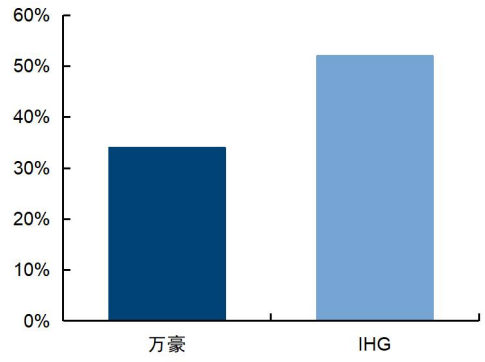
图39：美国、欧盟与中国酒店连锁化率（单位：%）



资料来源：新品牌研究所公众号，国信证券经济研究所整理

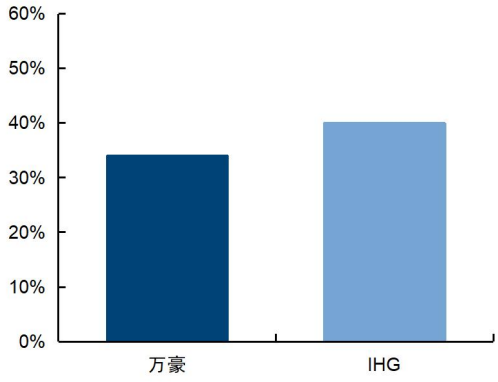
美国酒店连锁化率的继续提升主要依靠存量改牌。2025 年万豪新增客房和有机签约客房中，改牌均约占三分之一；IHG 2025 年开业客房中改牌项目占 52%，签约客房中占 40%。Autograph Collection、Curio Collection 和 Vignette Collection 等软品牌允许酒店保留建筑、设计及本地化特色，同时接入集团会员、预订和收益管理系统，进一步降低独立酒店加入连锁体系的门槛。据 Highland Group 2021 年报告回溯此前十年，美国软品牌集合客房供给增长约 19%；截至 2023 年末，美国 14 个软品牌集合覆盖 601 家酒店、约 10.15 万间客房。

图40：2025 年新开业酒店中翻牌酒店数量占比（单位：%）



资料来源：Marriott、IHG 公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：2025 年签约酒店中翻牌酒店数量占比（单位：%）



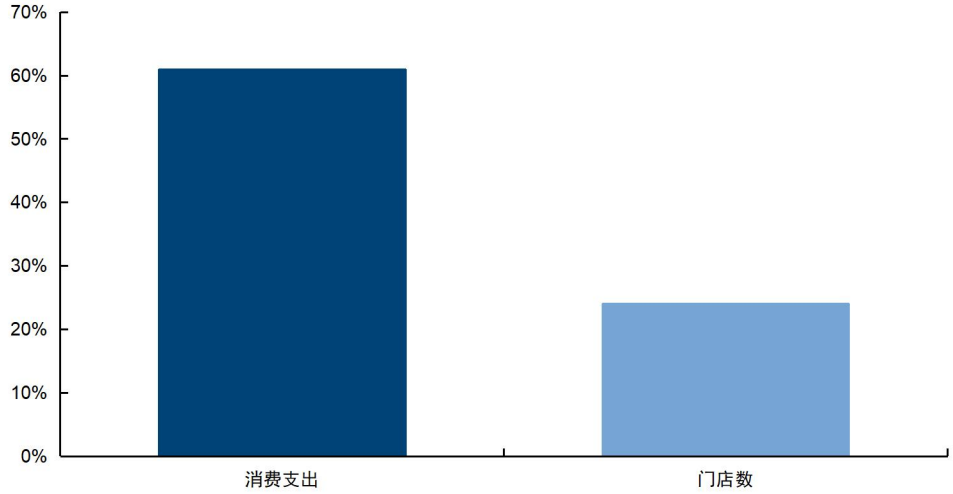
资料来源：Marriott、IHG 公司公告，国信证券经济研究所整理

西式快餐与咖啡是餐饮中连锁化程度最高的两个品类。Circana 数据显示，2024 年美国 Top50 餐饮品牌合计占行业消费支出的 61%，占行业门店数 24%；结构上，Top50 中有 34 家为快餐（QSR），前十大品牌全部为 QSR。与此同时，World Coffee Portal 数据显示，2025 年美国品牌咖啡店市场已超过 4.5 万家门店，星巴克与 Dunkin’ 合计门店占比接近六成。高度标准化的产品流程、集中采购和供应链规模效应、较低的单店运营复杂度，以及汽车出行和即时便利需求，使快餐与咖啡

下载日志已记录，仅供内部参考

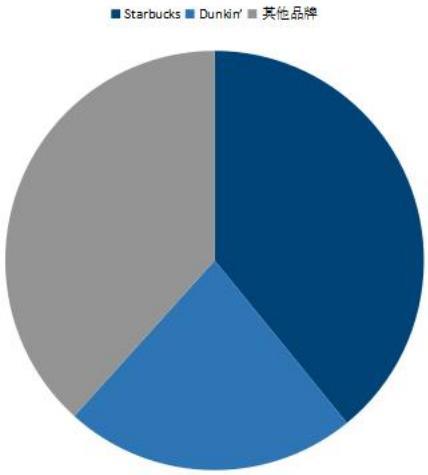
最容易通过连锁体系实现大规模复制；相比之下，传统全服务正餐虽然也存在连锁集团，但复制效率和行业集中度明显较低。

图42：2024 年美国 Top50 餐饮品牌消费支出及门店占餐饮行业比重（单位：%）



资料来源：Circana 官网，国信证券经济研究所整理

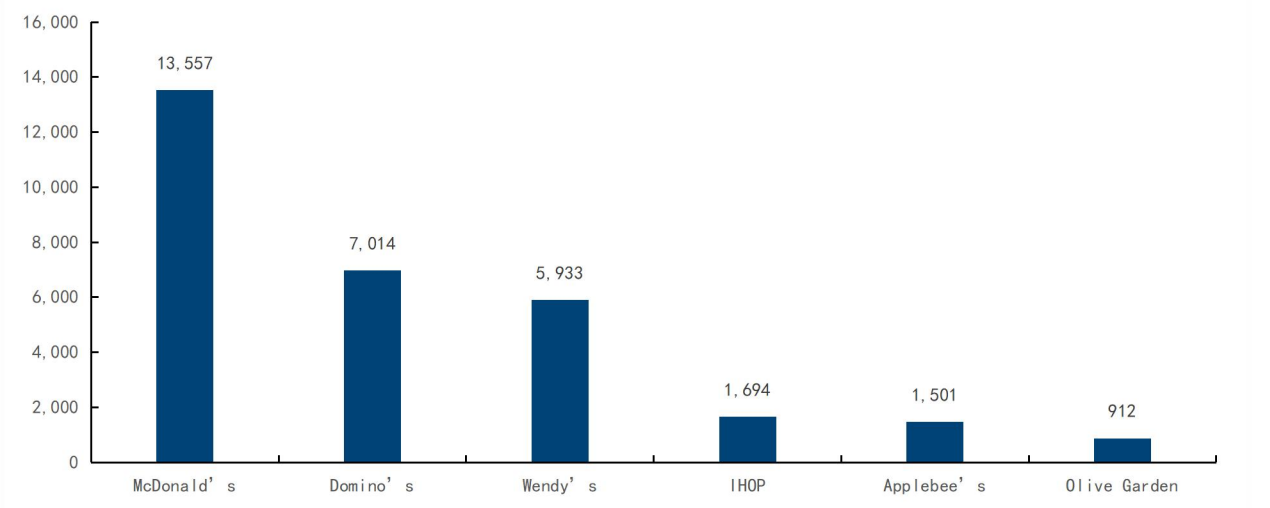
图43：2025 年美国品牌咖啡店门店结构（单位：%）



资料来源：World Coffee Portal 官网，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图44：2025 年美国代表性快餐与正餐品牌门店数（单位：家）



资料来源：QSR Magazine、Technomic 及相关公司公告，国信证券经济研究所整理

综合来看，标准化与可复制性决定连锁化能否启动，品牌决策价值与供应链规模效应决定扩张斜率，门店回报可量化决定加盟商生态能否持续。但连锁化率提升并不等于所有品牌均可扩张；随着行业密度提高，品牌方需要用更高店效、更短回收期和更低闭店率证明网络质量，否则新增门店将分流存量销售并反噬加盟商回报。

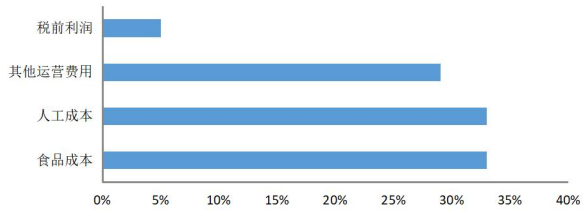
穿越周期能力四：单店经营的抗通胀力

对比酒店与餐饮的单店模型，酒店客房业务在常态经营环境下具有更强的利润率韧性。其核心并非酒店成本绝对更低，而是收入端调价更及时、客房增量成本相对有限。酒店通过收益管理系统按日调整房价，ADR 可以随供需、节假日及预订进度变化；在酒店维持基本运营的基础上，每增加一间入住客房，主要增加客房清洁、耗材及渠道佣金等支出，前台、物业及管理人员等成本通常不会同比例增长。CBRE 基于数千家美国酒店损益表的长期跟踪显示，剔除 2020 年极端冲击后，美国酒店客房部门成本占客房收入的比例长期相对稳定，表明房价及收入增长通常能够消化人工、耗材和服务标准提升带来的成本上升。

餐饮单店则更容易受到原材料与人工成本的双重挤压。美国餐饮协会测算，典型餐厅食品成本和人工成本各约占销售额的 33%，其他运营费用合计约占 29%，税前利润率仅约 5%；在利润安全垫较薄的情况下，食品价格或工资的小幅上涨均可能对利润率产生较大影响，而菜单提价还需要兼顾客流、消费频次及消费者对性价比的敏感度。相比之下，酒店能够通过 ADR 调整和排班优化吸收部分成本压力，因而在需求相对平稳的环境中，盈利波动通常小于成本刚性较强的餐饮单店。

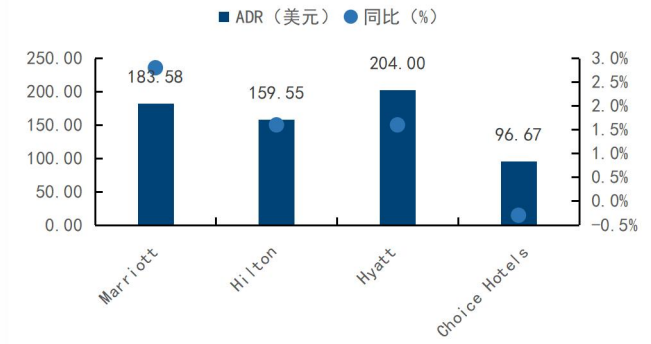
下载日志已记录，仅供内部参考

图45：美国典型餐厅成本结构（单位：%）



资料来源：National Restaurant Association 官网，国信证券经济研究所整理

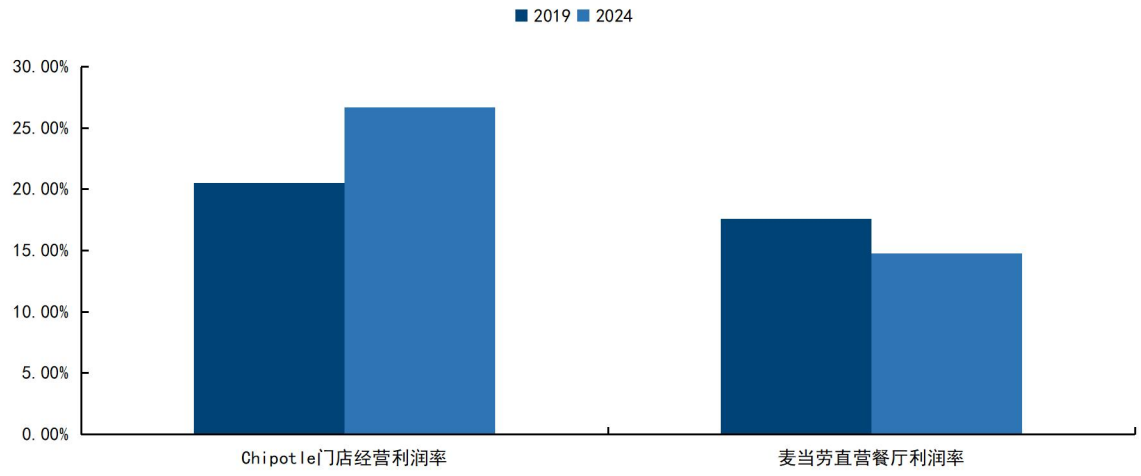
图46：2024 年海外酒店集团 ADR 及同比（单位：美元、%）



资料来源：Marriott、Hilton、Hyatt、Choice Hotels 公司公告，国信证券经济研究所整理

高端化增强价格传导能力。酒店端，2024 年万豪全球 ADR 为 183.58 美元（同比+2.8%）、希尔顿 159.55 美元（+1.6%）、凯悦 204.00 美元（+1.6%），均维持正增长；以经济型和中端品牌为主的精选国际 ADR 为 96.67 美元（同比-0.3%）。样本显示，高端酒店的 ADR 绝对值和增长韧性整体优于经济型品牌，其客群价格敏感度相对较低，通胀期更易维持提价节奏。餐饮端的分化更为明显：Chipotle 门店经营利润率由 2019 年的 20.5%提升至 2024 年的 26.7%，在多轮菜单提价后仍保持较强交易韧性；相比之下，麦当劳直营餐厅利润率由 2019 年的 17.6%下降至 2024 年的 14.8%，大众快餐的提价空间更受消费者性价比诉求约束。

图47：2019 与 2024 年 Chipotle 门店经营利润率及麦当劳直营餐厅利润率（单位：%）



资料来源：Chipotle、McDonald’s 公司公告，国信证券经济研究所整理

大众餐饮品牌的定价空间通常更受约束，单店模型在通胀期更易承压，穿越周期的能力更多依赖供应链规模和轻资产结构。2024 年美国餐饮破产潮提供了典型反面案例：Red Lobster 将 20 美元/人的“Endless Shrimp”由限时活动改为常设菜单后，2023 年相关促销造成约 1,100 万美元损失，叠加高额租赁负担，最终于 2024 年 5 月申请破产；TGI Fridays 于 2024 年 11 月申请破产，2008—2023 年美

下载日志已记录，仅供内部参考

国门店数下降约 55%、销售额下降约 63%，高杠杆资本结构削弱了其应对成本与需求波动的能力；BurgerFi 体系规模仅约 144 家门店，2024 年一季度品牌同店销售下降约 13%，同年 9 月申请破产。上述案例的共同特征包括直营网点或租赁负担较重、单店利润安全垫偏薄、资本结构承压，以及成本上涨难以通过提价有效传导。

表4：2024 年美国餐饮破产案例及主要经营约束

公司	申请时间	核心经营压力	资本与门店结构	关键启示
Red Lobster	2024 年 5 月	20 美元常设无限虾促销造成约 1,100 万美元损失；海鲜成本与租金压力上升	直营网点和长期租约负担较重	固定价格难以传导成本，租金刚性放大经营压力
TGI Fridays	2024 年 11 月	2008—2023 年美国门店数下降约 55%、销售额下降约 63%	PE 收购后资本结构和偿债压力较高	需求下滑叠加高杠杆，压缩经营调整空间
BurgerFi	2024 年 9 月	2024Q1 品牌同店销售下降约 13%，工资与食品成本上升	两品牌合计约 144 家门店，规模采购能力有限	小规模直营体系更难摊薄固定成本与采购波动

资料来源：Reuters、AP、BurgerFi 公告及 SEC 文件、Technomic，国信证券经济研究所整理

相比之下，头部大众餐饮品牌凭借规模优势和轻资产结构实现逆势扩张。麦当劳 2024 年全球新开门店 2,116 家、关闭 461 家，净增 1,655 家至 43,477 家；百胜集团 2024 年全球新开门店 4,535 家，净增 2,757 家，年末门店总数达到 61,346 家。麦当劳和百胜集团加盟及授权门店占比分别约 95%和 98%，品牌方收入主要挂钩加盟门店销售额，而非直接承担全部门店经营成本；门店端的人工、原材料及租金压力主要由加盟商承担，同时，规模化采购与供应链协同有助于缓解原材料成本压力，分层定价及超值套餐则兼顾价格敏感客群与利润保障。

表5：2024 年麦当劳与百胜集团门店扩张及加盟结构

公司	2024 年新开门店（家）	2024 年净新增（家）	2024 年末门店数（家）	加盟及授权门店占比
麦当劳	2,116	1,655	43,477	约 95%
百胜集团	4,535	2,757	61,346	约 98%

资料来源：McDonald’s、Yum! Brands 公司公告，国信证券经济研究所整理

综合来看，Chipotle 依靠品牌定价与门店效率将门店经营利润率由 2019 年的 20.5%提升至 2024 年的 26.7%；麦当劳直营餐厅利润率由 2019 年的 17.6%下降至 2024 年的 14.8%，而公司整体高利润率更多来自加盟结构，两者分别代表品牌定价和轻资产加盟两种不同的穿越周期路径。

从海外龙头到中国：探寻四类连锁业态的穿越周期能力

前文复盘显示，海外连锁龙头穿越周期依靠同店增长、单店抗通胀、品牌方变现与连锁化复制四项能力的共同作用。映射至中国，四类业态的能力验证程度存在显著差异：酒店最接近海外成熟路径，茶饮咖啡的成长性仍在验证途中，餐饮需精选个体，量贩零食尚处渠道红利期。以下按同店成长性、拓店空间与 Take Rate 长期成长性三个维度依次讨论。

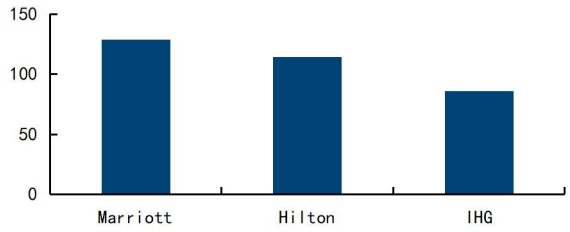
酒店：最接近海外路径，收益质量升级是主线

中国酒店 RevPAR 的绝对值与海外头部集团仍有数倍差距，且差距在 2025 年有所扩大。2025 年万豪、希尔顿、洲际全球 RevPAR 分别约为 129 美元、114 美元和

下载日志已记录，仅供内部参考

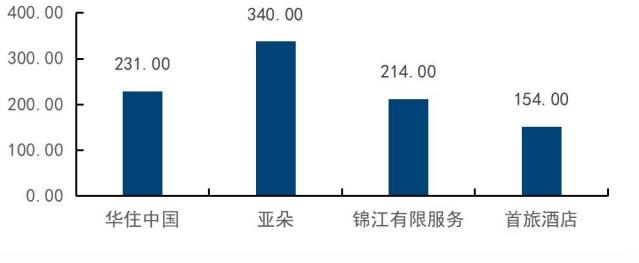
86 美元，而华住中国为 231 元（约合 32 美元）、亚朵为 340 元（约合 47 美元）、锦江有限服务为 214 元、首旅为 154 元，海外头部酒管 RevPAR 约为华住的 3—4 倍。由于地区、币种、品牌层级及统计范围不同，绝对值不宜机械横向比较；差距主要来自档次结构，周期与区域供需亦有影响。万豪、希尔顿高端及以上房间占比约 83%和 67%，而国内集团以经济型及中端为主体（华住高端及以上占比约 3%），同样的抽成费率下，单房收入决定了一间房能为品牌方贡献多少费收。

图48：2025 年海外代表酒店集团 RevPAR（单位：美元）



资料来源：Marriott、Hilton、IHG 公司公告，国信证券经济研究所整理

图49：2025 年中国代表酒店集团 RevPAR（单位：元）



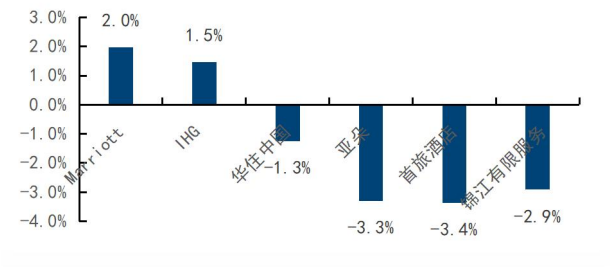
资料来源：华住、亚朵、锦江酒店、首旅酒店公司公告，国信证券经济研究所整理

RevPAR 韧性差异同样与档次和客群组合有关。海外中高端酒店以企业协议客户、团体会议及高消费休闲为基本盘，协议价提供基础流量、团体需求提前锁定；国内酒店集团服务大众商旅客群，中小企业差旅与价格敏感型休闲需求对宏观景气更为敏感，供给过剩下更易陷入价格竞争。2025 年国内 RevPAR 普遍下滑（华住-1%、亚朵-3%、首旅-3%）而海外温和增长（万豪+2%、IHG+2%），客群结构是解释韧性差异的重要因素之一。因此中高端化的意义不止于提升 ADR 绝对值，也在于切换客群结构、获取相对稳定的需求基本盘——2025 年净开店中，中端及中高端以上数量占比分别为华住 74%、锦江酒店 115%、首旅酒店 65%，国内酒管的结构升级正在推进。

拓店维度，国内连锁化仍有明确空间，路径以存量翻牌与低线渗透为主。2024 年中国酒店客房连锁化率约 40%，对比美国 2025 年约 73%、欧盟 2024 年约 44%；尽管年份口径不完全一致，单体加盟与存量改造的空间仍较可观。参照美国成熟市场，翻牌（conversion）已成为新增供给的重要来源，国内龙头的存量改造亦有望成为重要拓店路径。华住规划 2030 年达到 2 万家酒店，下沉市场与区域整合是主要方向。

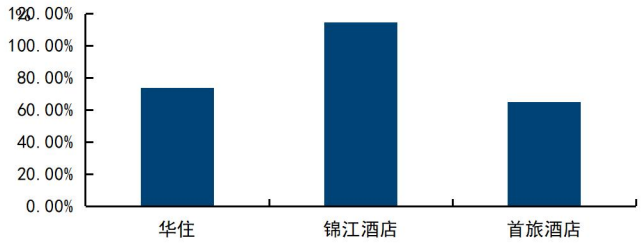
下载日志已记录，仅供内部参考

图50：2025 年国内外代表酒店集团 RevPAR 同比（单位：%）



资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

图51：2025 年净开店中中端及中高端以上数量占比



资料来源：华住、锦江酒店、首旅酒店公司公告，国信证券经济研究所整理

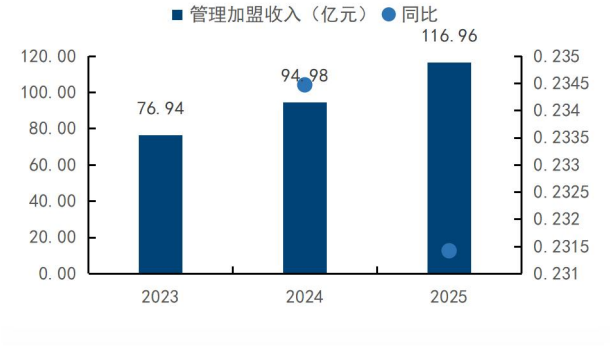
出海正在推进，但整体路径与节奏慢于茶饮和餐饮。锦江酒店（中国区）2025 年 8 月与马来西亚 RIYAZ 集团合资成立 RJJ Hotels，以品牌授权加属地化管理输出锦江都城、麗枫、锦江之星、曝阁、云居五大品牌，计划在马来西亚、印尼、越南等六国五年拓展超 180 个项目；华住则以收购的欧洲平台为载体推进整合提效，2025 年 DH 板块经调整 EBITDA 转正至 4.99 亿元，四季度 RevPAR 同比增长 7.0%。酒店单项目涉及业主、物业、融资与合规，本质是向海外业主销售管理能力，需要本地业绩记录与品牌信任积累，且需直面国际集团在东南亚的先发布局；相比之下，茶饮门店投资和单店复制链条通常更短。机会侧，中国出境客流恢复为东南亚住宿需求提供增量，中国品牌经济型与中端的性价比定位与国际巨头存在一定错位空间。

加盟业务利润率方面，华住 2025 年 M&F 收入 117.0 亿元（+23.1%），M&F 经营毛利 75.9 亿元(+20.8%)，对应经营毛利率约 65%，与 IHG 2025 年 Fee Margin(64.8%)基本一致，说明华住轻资产盈利能力已与海外龙头水平近似。但我们认为我国酒店龙头盈利能力仍有进一步上移空间：

增长驱动可从三层理解：其一，单房收入基数，RevPAR 约 3—4 倍的差距使同样费率下的费收体量不同，对应中高端化的长期空间；其二，多元轻资产收入厚度，万豪 2025 年联名信用卡费占毛费收约 13%，而国内受支付费率、金融监管与会员生态差异影响，难以直接复制，更可行的方向是技术服务、品牌许可、会员增值与零售等轻资产延伸；其三，费用摊薄能力。华住 2025 年销售及管理费用合计 35.32 亿元（同比-4.1%），集团经营利润率由 2024 年的 21.8%提升至 26.9%，轻资产收入占比提升和费用摊薄正在释放利润弹性。

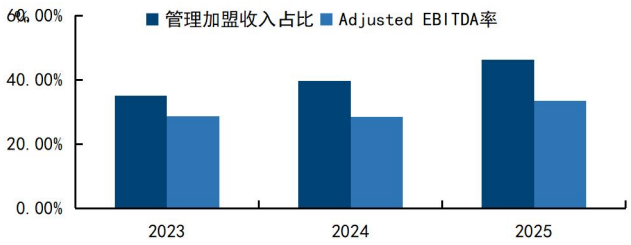
下载日志已记录，仅供内部参考

图52：2023—2025 年华住管理加盟收入及同比（单位：亿元、%）



资料来源：华住公司公告，国信证券经济研究所整理

图53：2023—2025 年华住轻资产收入占比与经营利润率（单位：%）



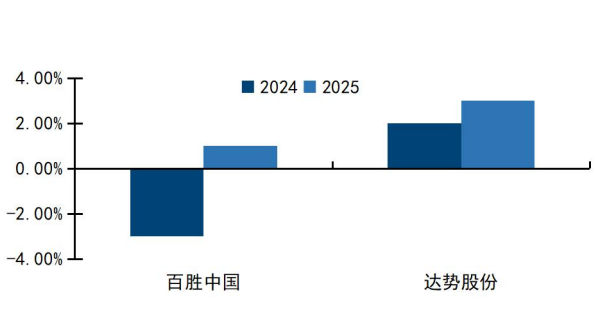
资料来源：华住公司公告，国信证券经济研究所整理

餐饮：直营模式为主，产品及场景创新驱动长期成长

餐饮同店近期走势明显分化，性价比定位与高频刚需的韧性相对更强。据红餐产业研究院报道，2024 年以及 2025 年前三季度全国餐饮人均消费持续下滑。在此背景下，性价比餐饮同店表现韧性更强。2025 年百胜中国同店销售额增速环比改善，肯德基经营利润率 14.5%，必胜客经营利润率 7.9%创 2016 年上市以来新高；达势股份 2025 年同店增速亦保持环比改善。海底捞同店销售额及翻台率 2025 年有所下降。

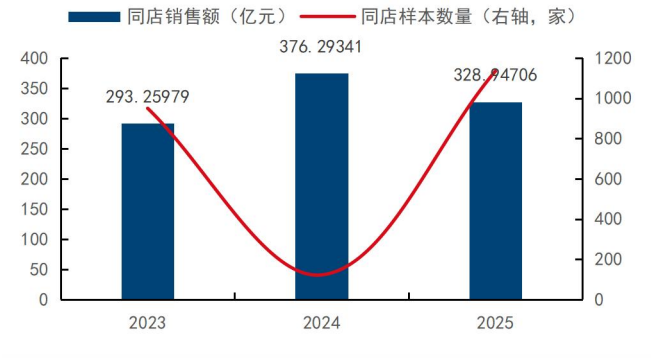
同店的未来成长空间来自扩品类、拓场景与多品牌的组合动作。百胜中国以 KCOFFEE（2025 年由约 700 家扩至 2,200 家）与 KPRO（覆盖超 200 家门店）拓展咖啡与健康餐场景，2025 年外卖销售同比+25%、约占公司自营餐厅销售额 48%；海底捞以“红石榴计划”孵化多品牌，2025 年末已运营 20 个子品牌共 207 家餐厅，其他餐厅收入 15.21 亿元（+214.6%），外卖收入 26.58 亿元（+111.9%）。上述动作的本质是在主品牌同店之外寻找增量场景，与海外龙头以新品、时段与数字化维持交易笔数的路径一致。

图54：2024—2025 年中国餐饮龙头同店指标（单位：%）



资料来源：百胜中国、达势股份公司公告，国信证券经济研究所整理

图55：2023—2025 年海底捞同店销售额



资料来源：海底捞公司公告，国信证券经济研究所整理

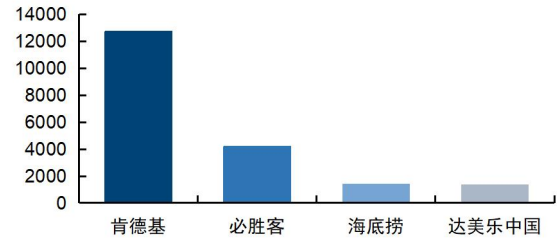
从产品角度，中国本土市场更需要品类创新。海外餐饮龙头较多是大单品类型：海外成熟快餐品牌以核心产品稳定消费者认知，麦当劳以 Big Mac 等核心单品为

下载日志已记录，仅供内部参考

锚、Chipotle 长期维持相对精简的菜单、达美乐聚焦披萨品类，营销资源集中于少数记忆点，供应链相对简化。另一种是高频推新型：百胜中国持续本土化上新、瑞幸以高频推新筛选爆款。值得注意的是，肯德基在美国以大单品为主、在中国以高频推新为主——同一品牌在两地的模式分野说明，模式选择与市场尝鲜需求强度有关；中国消费者尝鲜需求更强，单一依赖大单品策略在国内餐饮持续增长的难度更高。

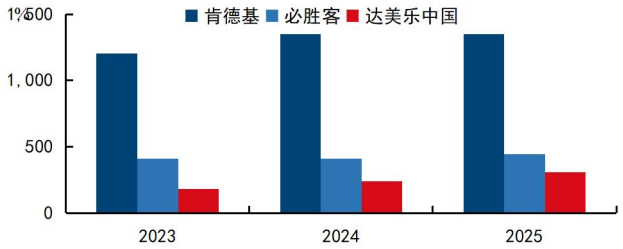
拓店维度，国内餐饮整体仍有扩容空间，但饱和与空间并存于不同层级市场。第三方口径显示，2025 年中国餐饮连锁化率约 25%，对比海外成熟市场约 50%—60%（销售额口径），连锁化提升仍是长期主线；高线城市核心点位的密度竞争已较为激烈，增量空间更多来自下沉市场与新场景点位。百胜中国 2025 年净新增门店 1,706 家至 18,101 家，其中三线及以下城市新开占比约 65%，新店投资回收期肯德基约 2 年、必胜客约 2—3 年，计划 2026 年突破 2 万家、2030 年超过 3 万家；达势股份 2025 年净增 307 家至 1,315 家、覆盖 60 城，中长期规划 3,000 家、远期展望 5,000 至 10,000 家，新城市新店回本周期约 12 个月；老乡鸡门店 1,658 家（2025 年 8 月），加盟店由 2022 年的 118 家增至 733 家，中式快餐的连锁化亦处早期。下沉市场部分新店回本周期仍较健康，说明单店模型在低线市场具备一定复制基础。

图56：2025 年肯德基、必胜客、海底捞、达美乐中国门店数量（单位：家）



资料来源：百胜中国、海底捞、达势股份公司公告，国信证券经济研究所整理

图57：2023—2025 年肯德基、必胜客、达美乐中国净开店数量（单位：家）



资料来源：百胜中国、海底捞、达势股份公司公告，国信证券经济研究所整理

出海方面，供应链的可迁移性决定模式选择。特海国际已形成一定海外网络但单店盈利仍在验证；老乡鸡 2026 年 4 月在吉隆坡开出海外首店，随后与新加坡珍宝集团以“先合资落地、视业绩再分配股权”的结构落子新加坡。老乡鸡国内以 0.9%的市占率居中式快餐前列、近年来收入增长显著降速，出海是寻找增量的重要选择；但其全产业链模式（自建养鸡场与中央厨房）难以整体搬迁，因而选择合资借力本地玩家。这与蜜雪标准化供应链直接输出形成对照：餐饮出海的模式选择，较大程度上取决于供应链能否在属地重建与迁移。

品牌方变现方面，中国成熟餐饮仍以直营门店利润为主，未来在于直营、加盟与多品牌共享能力的组合。百胜中国 2025 年净新增门店中加盟比例为 31%，较 2024 年提升，有助于改善资本效率并进入更低线市场；海底捞加盟仍处早期（2025 年加盟餐厅 79 家、加盟业务收入 2.70 亿元），需以不牺牲单店模型与品牌控制为前提；达势股份直营模式下保留更完整的利润弹性，但扩张受资本与组织约束。标的上，百胜中国看主品牌韧性与多品牌曲线，海底捞看同店修复与加盟及多品牌期权，达势看直营高弹性的区域复制。

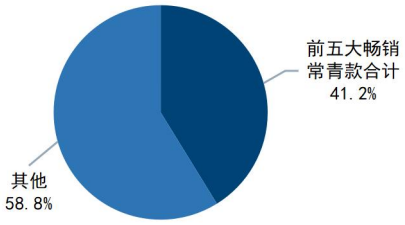
下载日志已记录，仅供内部参考

茶饮咖啡：大单品营销 VS 新品运营，头部品牌有望持续提升份额

从产品力打法来讲，大单品营销与新品运营打法下均诞生了赛道龙头。蜜雪冰城是持续营销大单品的代表：冰鲜柠檬水、冰淇淋等大单品常年贡献核心销量，4—8 元价格带的消费者更看重性价比与产品确定性；公司把更多资源投向供应链——五大生产基地合计年产能约 165 万吨，配合雪王 IP 的低费率营销，形成较强的成本与规模优势。

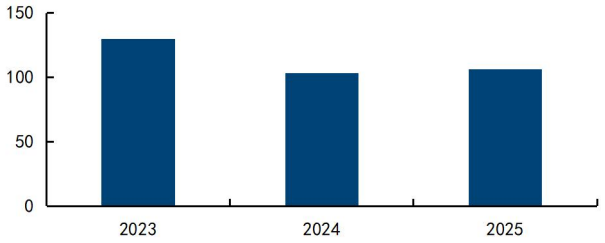
古茗则是高频推新的代表：鲜果茶占比较高，决定其需要跟随季节与尝鲜需求持续上新；24 个仓配中心、98%门店两日一配、配送成本低于 GMV 1%的冷链体系，为鲜果茶运营提供支撑。两种模式在财务上各有印证：蜜雪主要分享供应链规模效率，古茗则更多依靠品牌、产品和区域运营提高店效。瑞幸是两者之外的混合形态：以高频推新作为发现引擎，爆款沉淀为大单品稳定菜单。模式选择可归纳为价格带、品类尝鲜属性与供应链复杂度的组合，若打法与价格带错配，可能侵蚀加盟商利润。

图58：蜜雪集团 2024 年前九个月杯量结构（单位：%）



资料来源：蜜雪集团公司公告，国信证券经济研究所整理

图59：2023—2025 年古茗全年上新 SKU 数量



资料来源：古茗公司公告，国信证券经济研究所整理

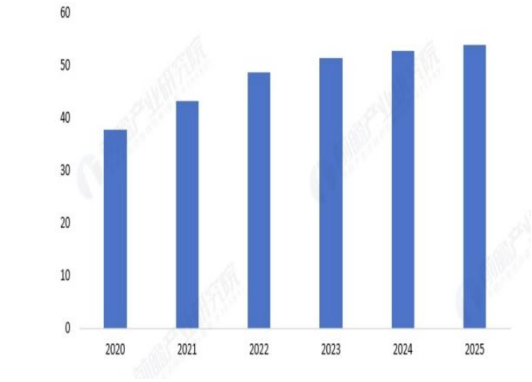
拓店维度，茶饮赛道已进入高基数后的增速放缓阶段，但头部品牌仍在通过下沉和区域加密持续抢份额。中国连锁经营协会显示，国内在业新式茶饮门店数由 2020 年的 37.8 万家增至 2025 年的 53.8 万家，绝对规模仍处高位，但 2024—2025 年边际增量已明显放缓，行业由“开店竞赛”逐步转向“存量优化+提升店效”。在此背景下，门店质量的重要性高于单纯规模：蜜雪中国门店仍以三线及以下城市为主，古茗则依托区域密度和冷链能力继续做深核心市场。

海外拓店的分化同样清晰。蜜雪截至 2025 年末拥有 4,467 家海外门店，已在东南亚形成相对领先的门店网络；瑞幸截至 2025 年末海外门店约 160 家，仍处于以新加坡、马来西亚及美国试点为主的早期阶段，显示咖啡出海对组织、数字化与本地化运营的要求更高。相比之下，古茗当前仍以国内市场加密为主，若未来出海，还需同步重建鲜果采购与冷链体系，约束条件更强。

图60：2020—2025 年中国在业新式茶饮门店数量（单位：万家）

图61：2025 年现制饮品龙头供应链与履约指标

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

公司	2025 年末门店数	仓配/产能公开指标	履约与供应链特征
蜜雪集团	59823	中国 55,356 家、境外 4,467 家；28 个仓库、5 大生产基地	标准化原料输出与仓配体系支持加盟扩张
古茗	13554	区域仓配网络、鲜果冷链与高频配送	区域加密、冷链与门店配送能力突出
瑞幸咖啡	31048	数字化供应链、智能订货与门店运营系统	线上订单占比较高，自动补货及数字化运营

资料来源：蜜雪集团、古茗、瑞幸咖啡公司公告，国信证券经济研究所整理

市场关心的问题是：本轮头部品牌的领先地位能否长期维持，还是会重演过往的头部轮换。复盘过往褪色品牌，其共性是乘品类窗口期崛起、依赖加盟资本扩张、缺乏供应链与运营护城河、门店加密后单店回报明显下滑；而当前头部三家的护城河均在产品之外：

蜜雪冰城的需求为低价功能型，护城河在供应链成本：大单品的本质是低价日常消费，消费者对 4—8 元价格带更看重性价比与稳定性，需求相对不易因短期潮流变化而消失；挑战者若要在同等价格带竞争，需要投入较长周期建设供应链，短期复制难度较高。蜜雪由此更接近“基础设施型消费”，其参照系可更多参考长周期的饮料与快餐巨头，而非仅依赖热度轮换的网红品牌。

瑞幸的需求来自高频咖啡习惯，护城河在数字化与规模：咖啡是日频、功能型品类，品类需求相对稳定；其高频推新并非仅依赖单次爆款，而是数据驱动的产品体系——推新是发现引擎，爆款沉淀为大单品稳定菜单，“体系化产出爆款”与“赌中一个爆款”存在差异；库迪价格战期间瑞幸仍保持营收增长与门店扩张，体现出一定的成本与规模韧性。

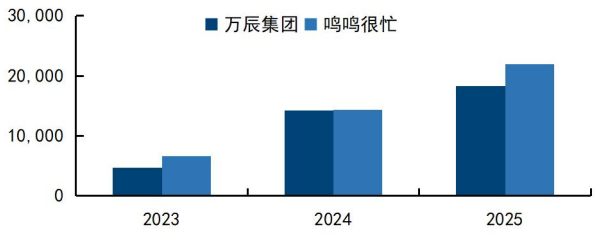
古茗的需求尝鲜属性较强，但护城河在运营而非单一产品：鲜果茶要求持续推新，是一条需要持续投入的赛道；古茗的壁垒在区域密度与冷链运营——24 个仓配中心、98%门店两日一配、配送成本低于 GMV 的 1%、核心省份单省 500 家以上的加密布局，使竞争对手短期以同等成本复制鲜果供应链的难度较高；70%的会员复购率、35%的私域订单占比，说明其已将部分尝鲜需求转化为复购习惯。

量贩零食：马太效应加剧，从野蛮生长到精耕细作

量贩零食的核心结论是：头部优势在 2025 年进一步强化，但竞争逻辑已从“谁开店更快”切换到“谁能在低毛利业态中同时守住单店回报与供应链效率”。万辰集团门店数由 2023 年的 4,726 家增至 2025 年的 18,314 家，归母净利润由亏损 0.83 亿元转为盈利 13.45 亿元；鸣鸣很忙门店数则由 2023 年的 6,585 家增至 2025 年的 21,948 家，2025 年经调整净利润达到 26.92 亿元。两家公司均证明量贩零食赛道具备显著规模效应，但门店密度提升后的同店、闭店率与加盟商盈利能力，正在成为新一轮竞争的分水岭。

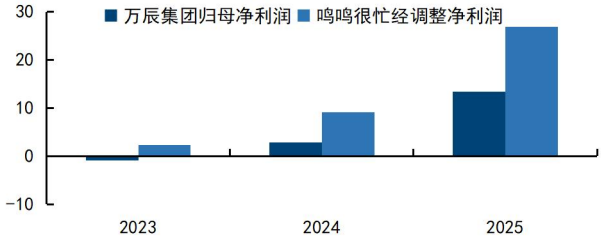
下载日志已记录，仅供内部参考

图62：2023—2025 年量贩零食龙头门店数量



资料来源：万辰集团、鸣鸣很忙公司公告，国信证券经济研究所整理

图63：2023—2025 年量贩零食龙头利润（单位：亿元）

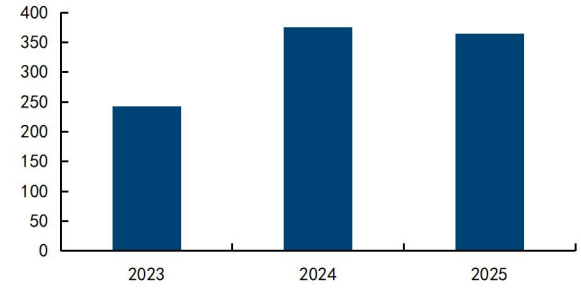


资料来源：万辰集团、鸣鸣很忙公司公告，国信证券经济研究所整理

从龙头门店表现看，行业仍具较强经营韧性，但单店产出斜率较红利期有所放缓。以鸣鸣很忙为例，按营业收入/年末门店数测算，其平均单店收入贡献由 2023 年的 243 万元升至 2024 年的 375 万元，2025 年为 364 万元，仍处高位但已略有回落；但若观察公司披露的单店月收入口径，2025 年上半年约 30.07 万元/月，较 2024 年的 31.36 万元/月略有回落，说明在门店快速加密后，新增门店对成熟门店客流存在一定分流，后续更需要依靠选址优化、会员复购和自有商品提升单店模型。

加盟商单店盈利模型决定网络稳定性，而当前门店层面的利润垫并不厚，核心竞争力在周转和效率。以鸣鸣很忙为例，根据零售商业财经报道，单店年收入约 450 万元，加盟商净利润约 39 万元，净利润率约 8.6%，期初投入约 48—50 万元，回收期约 2 年。若同店承压，则加盟商回报周期将进一步被拉长。因此，总部需通过品牌引流、爆款分析、供应链集采和数字化运营持续赋能，稳定单店收入与成本，才能维持加盟商的开店意愿和网络扩张。

图64：2023—2025 年鸣鸣很忙平均单店收入贡献（万元）



资料来源：鸣鸣很忙公司公告，国信证券经济研究所测算

图65：鸣鸣很忙单店模型

年收入（万元）	450
加盟商毛利率（%）	18%
加盟商毛利（万元）	81
门店面积（平方米）	110
门店租金（万元）	13.2
人工费用（万元）	24
杂项费用（万元）	5
加盟商净利润（万元）	38.8
加盟商净利润率（%）	8.62%
期初投入（万元）	48-50
回收期（年）	1.5-2

资料来源：零售商业财经公众号，国信证券经济研究所测算

下载日志已记录，仅供内部参考

中期维度，龙头玩家规模优势有望得到延续。截至 2025 年末，鸣鸣很忙和万辰集团门店分别约 2.19 万家和 1.83 万家，而规模最大的区域品牌零食有鸣约 5,000 家，零食优选、爱零食等品牌约 2,000—3,000 家，头部门店规模已达到主要区域品牌的数倍。庞大的门店网络使采购需求得以集中，并带动供应商定制、仓配密度和数字化投入形成规模效应：鸣鸣很忙拥有 48 个仓库、仓储面积约 106.5 万平方米，多数门店可实现 24 小时配送；万辰集团拥有 50 余个区域配送中心和超过 90 万平方米的仓储网络，可实现 T+1 配送。商品端，两家公司单店 SKU 约 1,800—2,000 个，其中鸣鸣很忙约 34%的 SKU 由厂家合作定制，并保持每月上新数百款；其一篮子商品价格较线下商超平均低约 25%，表明采购及流通效率已转化为终端价格竞争力。由此判断，头部企业已经形成“门店扩张—采购放量—成本下降—价格强化—加盟吸引力提升”的正向循环，规模优势有望继续巩固；中腰部品牌的竞争空间将更多集中于区域深耕和特色商品，全国化扩张门槛进一步提高。

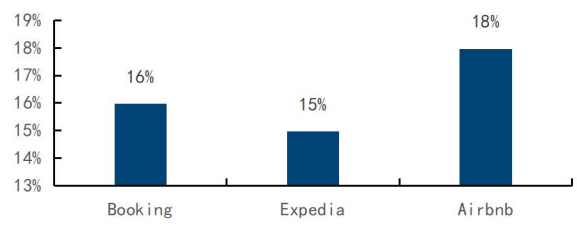
平台型：履约深度决定商业壁垒，AI 生态差异重塑流量分配

平台型企业应对 AI 冲击的能力，主要取决于其在交易链路中的嵌入深度，以及 AI 入口与原有业务之间的竞争关系。OTA 主要承担信息匹配、库存整合、交易和支付，HR 平台连接求职者与企业，本地生活平台则进一步延伸至商户运营、仓储及即时配送，平台价值由信息撮合逐步向物理履约深化。与此同时，中外 AI 生态存在明显差异：海外通用 AI 平台通常不直接经营 OTA 或即时配送网络，与原有平台更多表现为渠道合作；国内头部 AI 入口背后的互联网集团往往同时布局电商、本地生活或 OTA，渠道合作与业务竞争并存。我们认为，短期 AI 主要影响流量分配和获客成本，中长期平台价值能否保持稳定，仍取决于供给控制、交易闭环及线下履约能力。

OTA：交易基本盘保持稳健，流量迁移或推升中长期获客成本

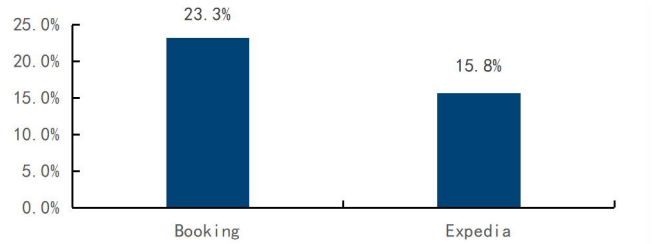
OTA 交易规模与盈利能力仍在增长，现阶段 AI 尚未实质性削弱平台的交易基本盘。2026 年 Q1，Booking 收入约 55 亿美元，同比增长 16%；经调整 EBITDA 约 13 亿美元，对应利润率 23.3%，间夜量同比增长 6%至 3.38 亿间夜。同期，Expedia 收入 34.26 亿美元，同比增长 15%，经调整 EBITDA 为 5.42 亿美元，对应利润率 15.8%；Airbnb 收入约 27 亿美元，同比增长 18%。拉长时间看，Booking 间夜量由 2023 年的约 10.5 亿增至 2025 年的 12.35 亿，总预订额由 1,506 亿美元增至 1,861 亿美元，交易规模持续扩张，平台网络效应和经营杠杆仍在兑现。

图66：2026Q1 海外 OTA 收入同比（单位：%）



资料来源：Booking、Expedia、Airbnb 公司公告，国信证券经济研究所整理

图67：2026Q1 Booking 与 Expedia 经调整 EBITDA 率（单位：%



资料来源：Booking、Expedia 公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

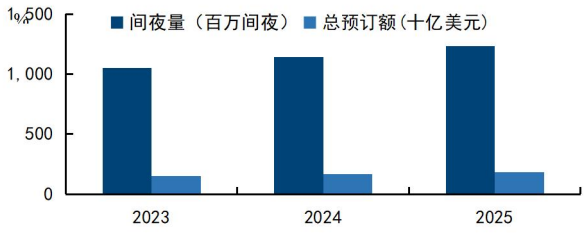
AI 对 OTA 的短期影响主要体现在自然流量下降和营销渠道迁移，而非交易环节被直接替代。Booking 在 2026 年 Q1 的 10-Q 中提示，SEO 流量预计在短期至中期继续下降，可能相应增加付费营销投入。随着搜索结果页更多展示 AI 摘要和推荐内容，传统自然搜索链接的位置被下移，OTA 通过 SEO 获取的免费流量面临压力。由此看，OTA 的流量竞争正在由传统搜索结果页延伸至 AI 答案和应用入口，若流量进一步向少数 AI 平台集中，中长期获客成本存在上行可能。

海外 OTA 已通过应用接入和渠道合作进入 AI 搜索与推荐场景，但交易和履约环节仍主要保留在平台侧。Booking.com 和 Expedia 均已进入 ChatGPT 应用生态，AI 界面主要承担需求理解、产品发现和行程生成，库存整合、支付、订单管理、客服及售后仍由 OTA 完成。通用 AI 平台短期直接建设完整旅游履约体系的必要性较低，OTA 被完全绕开的概率有限，但可能需要为 AI 入口中的流量和展示位置支付更高成本。

相较海外平台，中国 OTA 对外部搜索引擎流量的依赖相对较低，独立 App 心智、高频生态导流和长尾供给服务构成主要缓冲。携程依靠独立 App 和跨境用户基础沉淀直接流量，美团酒店则可由外卖、到店等高频场景导流。供给端，中国酒店连锁化率低于美国，大量单体及中小酒店仍依赖 OTA 完成获客、定价、客服和数字化运营，平台不仅是流量入口，也承担部分经营基础设施职能。

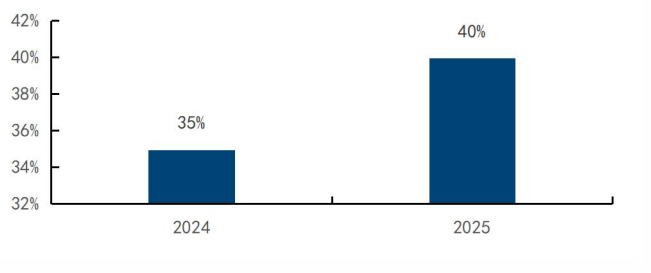
国际化有望成为中国 OTA 的中期增量，但后续仍需观察本地化获客效率和盈利质量。携程 2025 年国际 OTA 平台总预订额同比增长约 60%，国际业务贡献约 40%的收入和预订额，2024 年约为 35%；全年服务入境旅客约 2,000 万人次。现阶段公司以华人及跨境出行客群为切入点，具备用户基础和供应链协同优势；随着业务逐步向海外本地用户延伸，增长空间进一步打开，但营销投入、当地供给建设和竞争强度可能同步提升。

图68：2023—2025 年 Booking 间夜量及总预订额



资料来源：Booking 公司公告，国信证券经济研究所整理

图69：2024—2025 年携程国际业务收入贡献



资料来源：携程集团公司公告，国信证券经济研究所整理

表6：AI 入口与 OTA 交易链路分工

环节	AI 入口主要作用	OTA 保留能力	判断
需求识别与产品发现	对话理解、行程生成、信息推荐	品牌内容、用户偏好与转化数据	流量入口可能迁移
库存与定价	聚合展示和推荐	酒店/航司库存整合、动态价格、长尾供给服务	平台供给能力仍重要
交易与履约	唤起第三方应用或服务	支付、订单管理、客服、取消与售后	短期难由通用 AI 完整替代

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：OpenAI、Booking 及 Expedia 公司官网，国信证券经济研究所整理

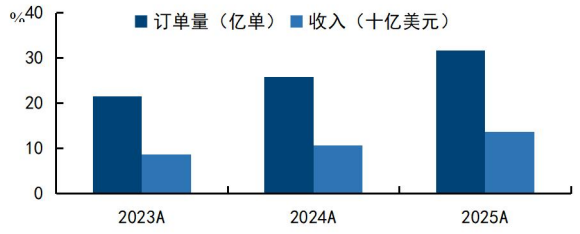
总体来看，AI 尚未改变 OTA 在库存整合、交易支付和售后服务环节的核心价值，但正在重塑流量入口。短期经营基本盘仍由旅游需求和平台份额决定，中长期需重点关注自然流量占比下降、AI 渠道投放成本及酒店集团直销比例变化。

本地生活：履约网络构成核心壁垒，AI 主要影响前端流量和运营效率

本地生活平台的竞争优势由订单密度、商户覆盖和即时配送网络共同构成，物理履约能力使其对 AI 冲击具备相对更强的抵御能力。2025 年，美团核心本地商业收入达到 2,608 亿元；DoorDash 同期收入为 137.17 亿美元，全年订单量约 32 亿单。两家公司所处市场的消费频次、城市密度和业务口径不同，不宜直接按单量比较，但均反映高频交易网络能够持续扩大平台规模。

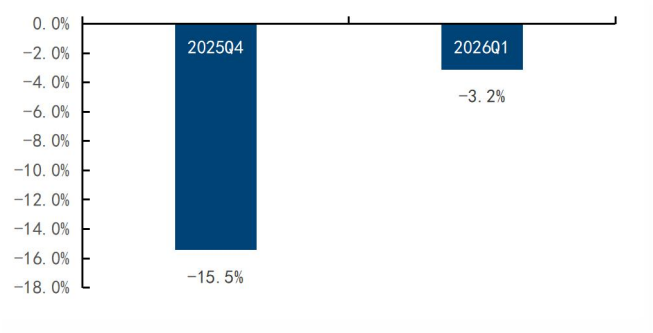
本地生活平台的规模经济主要来自高频入口对低频业务的导流，以及同一配送网络对外卖、即时零售等多品类的复用。订单密度提升能够摊薄骑手调度、仓配和平台运营成本；商户覆盖越广，消费者选择越丰富，反过来又提升订单频次和骑手效率。与纯信息平台相比，本地生活的价值更深地沉淀在商户经营和线下履约环节。

图70：2023—2025 年 DoorDashGOV 及订单量



资料来源：DoorDash 公司公告，国信证券经济研究所整理

图71：美团核心本地商业经营利润率（单位：%）



资料来源：美团公司公告，国信证券经济研究所整理

海外前置仓企业的集中退出，进一步反映低订单密度场景下即时零售的盈利难度。Getir 估值一度达到 120 亿美元，但在 2023 年退出法国、西班牙、意大利和葡萄牙，并于 2024 年退出英国、德国、荷兰和美国，重新聚焦土耳其本土业务。其收缩表明，在人口密度、订单频次和客单价不足的情况下，前置仓租金、拣货和末端配送成本难以被有效摊薄。相比之下，中国成熟的外卖配送网络能够被即时零售复用，降低新增品类的边际履约成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

表7：Getir 海外市场退出时间线

时间	退出市场	收入/盈利情况	融资、估值及重组
2023 年	法国、意大利、西班牙、葡萄牙	退出后保留的土耳其、英国、德国、荷兰及美国业务约占集团收入 96%；截至 2023 年 9 月，集团及各运营国家仍处于 EBITDA 亏损状态	2023 年 9 月融资约 5 亿美元，投后估值约 25 亿美元；较 2022 年 3 月 118 亿美元估值下降约 79%
2024 年	英国、德国、荷兰、美国（FreshDirect 继续运营）	退出市场合计约占集团收入 7%；未见公司公开披露 2024 年集团收入或净利润	2024 年 6 月获 2.5 亿美元新投资并拆分为两组；Mubadala 注资并取得土耳其业务管理权及多数股权

资料来源：Reuters，国信证券经济研究所整理

2025—2026 年的外卖补贴竞争验证了履约网络的稳定性，但行业利润仍受竞争强度显著影响。阿里和京东加大即时零售及外卖投入，美团核心本地商业连续多个季度承受较大的补贴及营销费用。2026 年 Q1，美团核心本地商业经营亏损率由 2025 年 Q4 的 15.5%收窄至 3.2%，经营亏损额由约 100 亿元降至约 20 亿元，环比减少约 80 亿元。竞争投入边际下降后，订单密度和履约效率能够较快转化为利润修复。

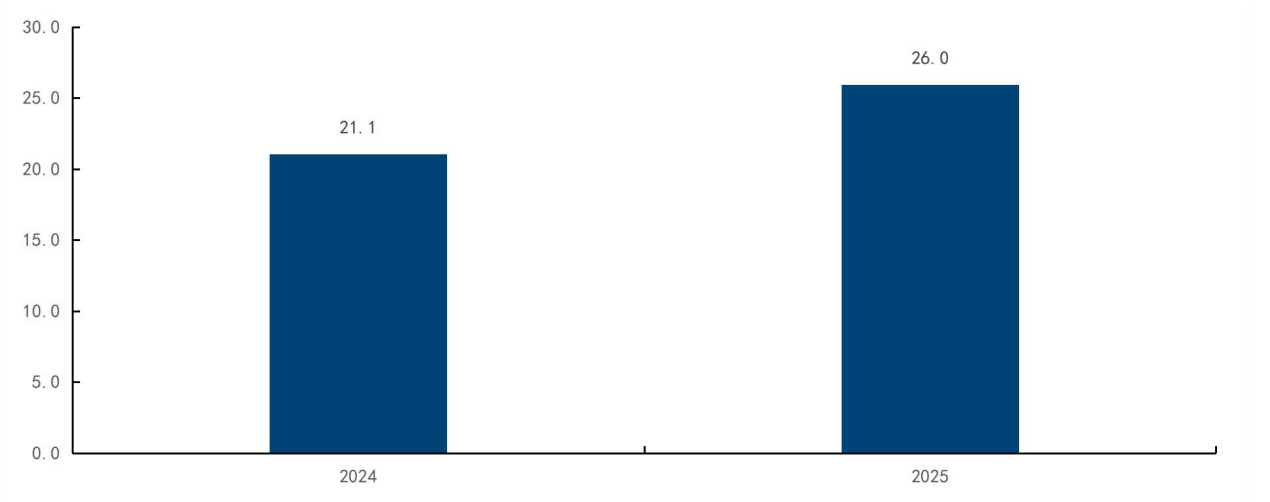
补贴可以在短期改变低价订单的流向，但中高价值用户的留存更多取决于配送时效、商户供给和售后体验。因此，平台市场份额的长期稳定性并非单纯依赖补贴，而是建立在商户、消费者和骑手共同形成的履约网络之上。需要注意的是，若行业补贴再次加码，即使头部平台份额保持稳定，利润释放节奏仍可能被延后。

AI 对海外本地生活平台更多体现为新增流量和运营工具，对国内平台则同时带来渠道合作和业务竞争。海外通用 AI 平台通常不自建即时配送网络，平台与 AI 入口更容易形成合作；国内头部 AI 入口背后的互联网集团往往同时布局电商或本地生活，流量入口运营方本身亦可能是交易平台的竞争者，渠道合作与竞争关系更为复杂。

美团的应对路径主要是通过 AI 提升需求预测、商户经营、客服和配送调度效率，并持续投入无人配送等基础设施。2025 年公司研发投入同比增长 23%至 260 亿元；截至 2025 年末，无人机配送已布局 70 条航线，累计完成约 78 万笔订单。现阶段 AI 更多用于降低运营成本和提升履约效率，直接复制平台线下网络的可能性较低。

下载日志已记录，仅供内部参考

图72：2024—2025 年美团研发投入（单位：十亿元）



资料来源：美团公司公告，国信证券经济研究所整理

总体来看，本地生活平台的核心价值主要沉淀在商户供给、仓配网络和即时履约环节，AI 可以改变前端流量入口，但短期难以复制线下网络。即时零售品类扩张、履约网络复用及海外业务拓展构成中长期增长来源，补贴竞争、AI 入口分流和新业务投入则是利润释放的主要约束。三类平台中，本地生活的履约深度最高，因此对 AI 流量冲击的防御能力相对更强。

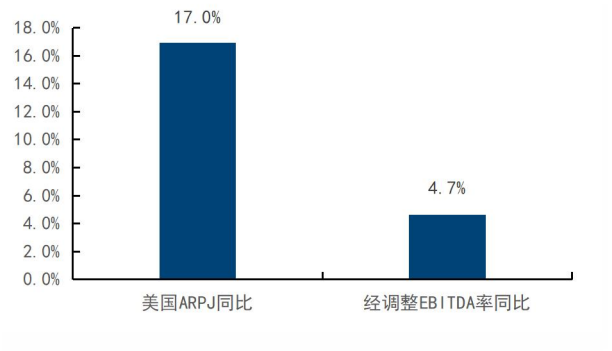
HR 服务：AI 提升匹配效率和变现能力，招聘需求侧压力仍需观察

AI 对 HR 平台同时产生匹配效率提升和招聘需求变化两方面影响，行业中长期表现取决于单位变现提升能否覆盖招聘需求的波动。Recruit 的业务表现提供了较为典型的观察样本。FY2025，Indeed 美国 ARPJ，即美国市场每个发布职位的平均收入，同比增长 17%；同期美国招聘需求整体相对停滞，但 HR Technology 的 EBITDA+S 率达到 37.7%。Premium Sponsored Jobs、Smart Screening、Career Scout 和 Talent Scout 等 AI 产品，通过提高匹配精度、筛选效率和按效果付费能力，推动单职位收入提升。

职位数量和招聘需求的变化不宜完全归因于 AI 对白领岗位的替代，宏观经济、企业招聘预算及行业周期同样会产生影响。但从商业模式看，AI 正在推动 HR 平台由传统职位发布收费逐步向匹配效果和招聘结果收费升级，有望提高单位客户收入和平台变现效率。Recruit 披露，Premium Sponsored Jobs 职位的招聘用时较非赞助职位快约 50%，Smart Screening 早期测试将招聘用时平均缩短约 20%，说明 AI 产品已经开始形成可量化的效率价值。

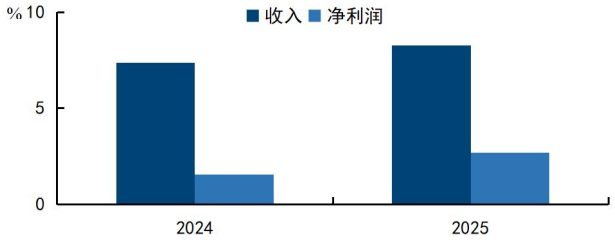
下载日志已记录，仅供内部参考

图73：Recruit FY2025 美国 ARPJ 与 HR Tech EBITDA+S 率的同比变化



资料来源：Recruit 公司公告，国信证券经济研究所整理

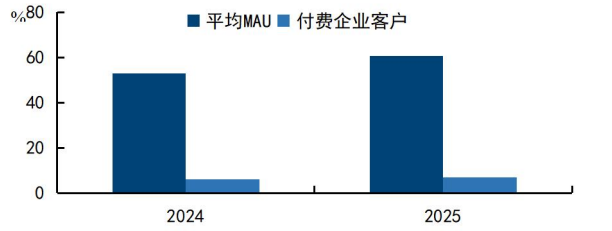
图74：2024—2025 年 BOSS 直聘收入及净利润（单位：十亿元）



资料来源：BOSS 直聘公司公告，国信证券经济研究所整理

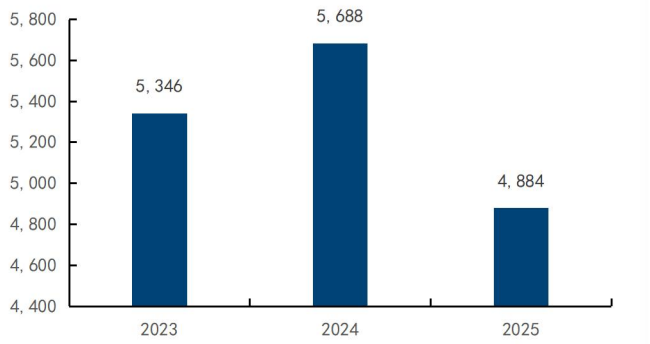
BOSS 直聘用户和付费企业规模保持增长，蓝领和中小企业用户覆盖有助于降低对白领招聘周期的单一依赖。2025 年，公司收入同比增长 12.4%至 82.68 亿元，净利润同比增长 71.7%至 26.90 亿元；平均月活跃用户同比增长 14.5%至 6,070 万，付费企业客户同比增长 11.5%至 680 万。公司披露的用户结构数据显示，截至 2024 年末，蓝领求职者约占求职者总数 35%，中小企业约占企业用户 88%；上述口径为用户及企业结构，并非收入占比。

图75：2024—2025 年 BOSS 直聘 MAU 及付费企业客户（单位：百万人）



资料来源：BOSS 直聘公司公告，国信证券经济研究所整理

图76：2023—2025 年 BOSS 直聘员工数量（单位：人）



资料来源：BOSS 直聘公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 AI 应用目前主要用于提升匹配效率、平台治理和用户体验，独立商业化仍处于早期阶段。BOSS 直聘自研大模型“南北阁”已应用于推荐、审核及平台治理，公司亦在推进面向求职者和企业的 AI 工具。现阶段公开披露尚未单独列示 AI 产品收入贡献，未来商业化空间主要取决于企业客户是否愿意为更高质量的候选人推荐、自动筛选和招聘结果付费。

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：Recruit 与 BOSS 直聘 AI 产品及商业化阶段

公司	产品/功能	主要用户	商业化方式	当前判断
Recruit/Indeed	Premium Sponsored Jobs、Smart Screening、Career Scout、Talent Scout	雇主与求职者	增强付费职位、筛选和匹配效率，部分产品直接推动 ARPJ	AI 产品商业化领先，已反映在单位职位收入
BOSS 直聘	南北阁大模型、推荐和审核能力、AI 求职及招聘工具	求职者与企业	当前主要提升匹配、治理和体验，独立收入贡献未单独披露	商业化仍处早期，需跟踪企业付费意愿

资料来源：Recruit、BOSS 直聘公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年 BOSS 直聘员工数量由 2024 年末的 5,688 人降至 4,884 人，净减少 804 人。人员下降可能反映组织调整、成本控制及工具效率提升的综合影响，但现有公开披露不足以将其完全归因于 AI 替代，后续仍需结合研发费用、单位服务成本和人均收入变化进行判断。

品质零售：高毛利附属收入决定估值，中国企业仍处会员沉淀期

高毛利附属收入打开利润天花板，驱动海外龙头估值分化

第一章复盘显示，2023 年初至 2026 年 7 月末，沃尔玛、开市客、Target 股价分别累计上涨 145%、120%和 10%。三家公司收入增速整体均处于中低个位数区间，但股价表现明显分化，说明市场定价的核心并非单纯的销售规模，而是商品流量能否进一步转化为稳定、可扩张的高毛利收入。开市客依靠会员费增强利润确定性，沃尔玛通过广告、电商及 Marketplace 推动平台化变现；Target 虽已加快布局广告、会员和 Marketplace，但附属收入的绝对规模及利润贡献仍未形成与前两者相同的可见度。

表9：海外品质零售三类利润模型对比

公司	利润来源	最新经营表现	高利润业务增长情况
Costco	会员费为重要高毛利收入来源	FY2025 净销售额+8.1%，会员费 53.23 亿美元、同比+5.4%	经营利润+11.8%+10.3%；全球续费率 89.8%
Walmart	广告、电商和 Marketplace 提升非传统零售变现	FY2026 收入+4.7%，固定汇率调整后经营利润+5.4%	FY2026 全球广告+46%至近64 亿美元；Q4 FY2026 全球电商+24%
Target	商品零售仍为收入主体，同时拓展广告与信用卡等非商品收入	FY2025 净销售额-1.7%，经营利润-8.1%	FY2025 广告收入 9.15 亿美元，同比+41.0%；信用卡利润分成 5.22 亿美元

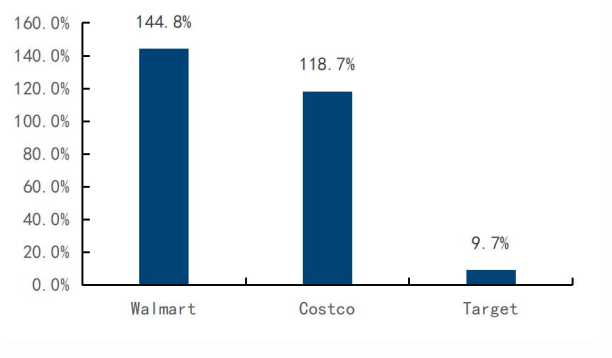
资料来源：Costco、Walmart、Target 公司公告，国信证券经济研究所整理

开市客的会员费构成利润稳定器。FY2025（截至 2025 年 8 月 31 日），公司净销售额为 2,699 亿美元，同比增长 8.1%；经营利润为 103.83 亿美元，同比增长 11.8%；会员费收入为 53.23 亿美元，同比增长 10.3%；净利润为 80.99 亿美元，同比增长 9.9%。会员费收入相当于当期净利润的约 65.7%，虽然两者不能简单等同，但会员费增量成本较低、续费可预测性较强，能够显著降低公司利润对商品毛利率波动的敏感度。FY2025 公司全球会员续费率为 89.8%，美国和加拿大续费率达到

下载日志已记录，仅供内部参考

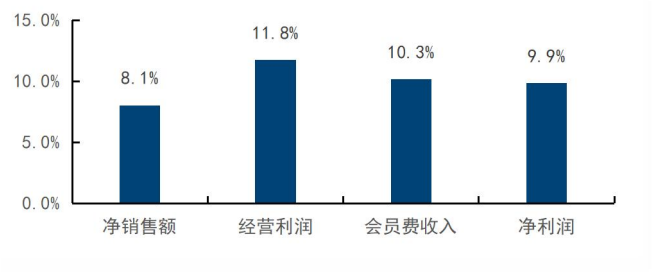
92.3%，会员体系已形成较强的收入稳定性。

图77：2023 年初至 2026 年 7 月 30 日海外品质零售龙头股价涨跌幅（单位：%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图78：Costco FY2025 收入与利润指标同比（单位：%）

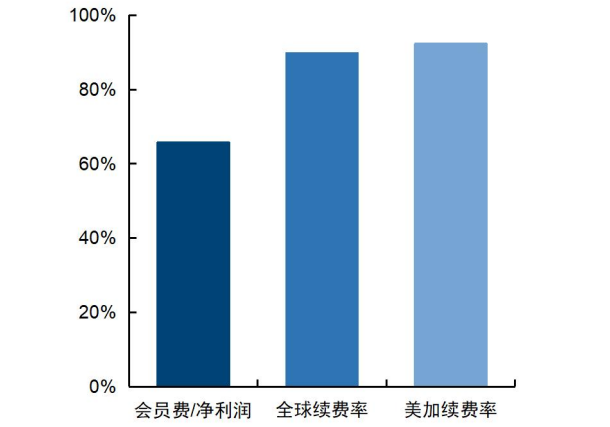


资料来源：Costco 公司公告，国信证券经济研究所整理

沃尔玛则以零售流量为基础拓展广告和平台服务，逐步提高非商品收入的利润贡献。FY2026 公司收入同比增长 4.7%，固定汇率口径调整后经营利润同比增长 5.4%；全年全球广告业务同比增长 46%至接近 64 亿美元，Q4 全球电商收入同比增长 24%。广告、第三方商家服务及履约能力使公司能够在商品销售之外获取增量利润，经营模式由传统进销差价向“商品零售+平台变现”延伸。相比之下，Target FY2025 净销售额同比下降 1.7%、经营利润同比下降 8.1%；公司 Q4 非商品收入同比增长 25%以上，会员收入同比翻倍、Roundel 广告收入实现双位数增长，但相关业务的绝对规模和利润贡献尚未单独披露，短期仍不足以完全对冲商品销售和门店经营压力。

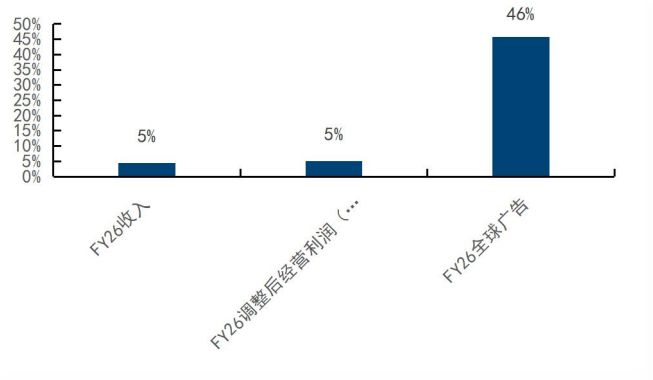
下载日志已记录，仅供内部参考

图79：Costco FY2025 会员费利润覆盖与续费率（单位：%）



资料来源：Costco 公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图80：Walmart FY2026 收入及利润增速



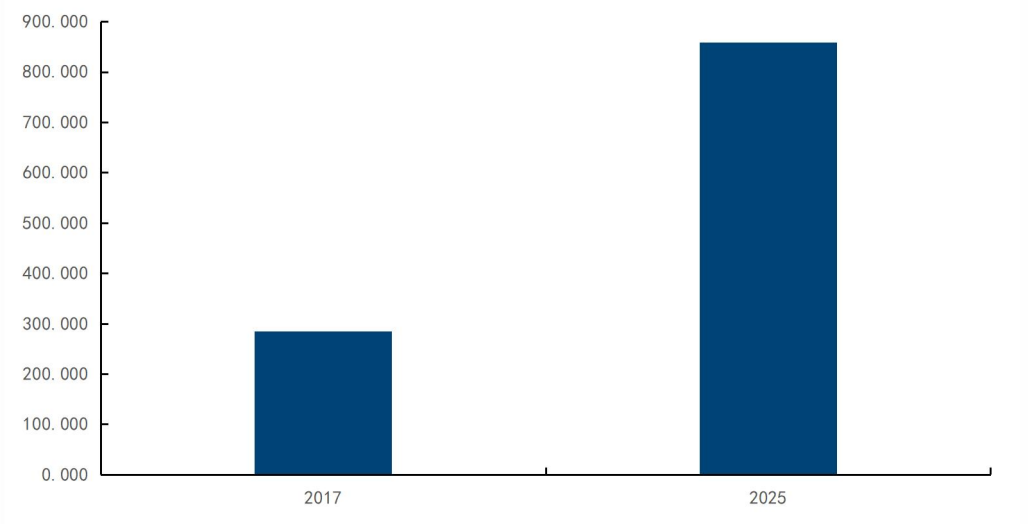
资料来源：Walmart 公司公告，国信证券经济研究所整理

综合来看，海外品质零售的估值溢价来自“流量—附属收入—利润”的逐级转化：商品销售决定客流、规模和供应链效率，会员费与广告等高毛利收入决定增量利润率，利润增速持续快于收入增速则支撑估值中枢上移。开市客、沃尔玛和 Target 分别代表会员费驱动、平台化变现和传统商品差价仍占主导的三类路径，三者估值差异本质上反映利润结构和盈利确定性的差异。

Kirkland Signature：极简 SKU 与独家供给构筑会员续费基础

开市客会员续费率并非仅由低价支撑，独家商品供给是形成会员差异化的重要来源。Kirkland Signature 于 1995 年推出，目前覆盖约 600 款商品。Kirkland 年销售额约 860 亿美元，对应 Costco 2025 年内销售额的约三分之一。

图81：Kirkland Signature 销售额 2017-2025 年增长近 3 倍



资料来源：Costco 公司公告、《华尔街日报》，国信证券经济研究所整理及测算

Kirkland 的核心不是高频扩充 SKU，而是通过精选品类集中采购规模。开市客全店通常维持约 4,000 个 SKU，显著少于传统综合超市约 3 万至 5 万个 SKU 的行业估计；有限货架有助于将采购量集中至少数单品，提高供应商议价能力、库存周转和质量管理效率。Kirkland 畅销商品仍以卫生纸、纸巾、瓶装水、鸡蛋和黄油

下载日志已记录，仅供内部参考

等基础消费品为主，商品策略更强调高频刚需和长期复购，而非追逐短期趋势。

供应链协同进一步放大了自有品牌的性价比优势。Costco 并未在年报中系统披露 Kirkland 各品类制造商，但公司长期通过头部供应商合作、集中采购和规模化生产降低终端售价；第三方资料显示，Kirkland 商品加价率通常控制在约 15%以内。与此同时，1.5 美元热狗套餐自 1985 年以来保持价格不变，公司通过供应链和生产端优化吸收成本上涨，持续强化“会员费能够换取确定性价格优势”的消费认知。

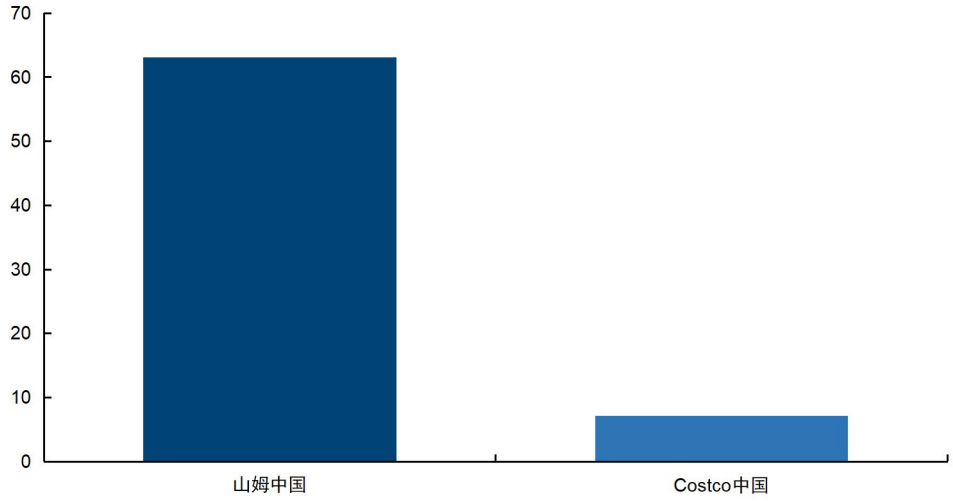
因此，Kirkland 并非单纯提高商品毛利率的自有品牌，而是同时承担三项功能：以独家供给增强会员加入和续费理由，以规模采购维持品质与价格优势，以高频基础品类提升复购和会员黏性。商品销量扩大后又进一步强化采购规模和供应商合作，形成“会员规模—采购效率—商品价值—续费率”的正向循环。

山姆中国：商品本土化与即时履约推动会员制模型跑通

海外会员制零售在中国市场的经营表现明显分化，核心差异不在于是否收取会员费，而在于商品、门店和履约体系能否适配本地消费习惯。据 21 经济网及联商网报道，2025 年山姆中国销售额突破 1,400 亿元、付费会员超过 1,070 万，年末门店达到 63 家。Costco 2025 财年年报显示其在中国（除港澳台）拥有 7 家仓储店，根据界面新闻报道 Costco2024 年中国区销售额不足 90 亿元、续卡率约 60%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图82：2025 年末山姆中国与 Costco 中国门店数量（单位：家）



资料来源：Walmart、Costco 公司公告，国信证券经济研究所整理

山姆在中国跑通会员制模型，主要得益于商品和履约的同步本土化。商品端，公司围绕小家庭结构开发更适配的包装规格和即食场景，瑞士卷、小份预制菜和定量包装生鲜等商品兼顾家庭消费与社交传播；履约端，门店与前置仓共同覆盖到店采购和即时配送，将传统仓储会员店的低频囤货场景延伸至日常补货。商品本土化提升购买频次，门店和仓配密度则缩短履约距离，两者共同增强会员续费理由。

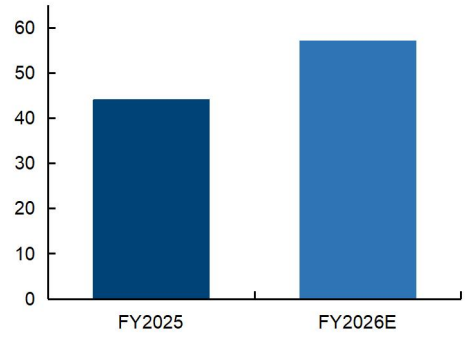
相比之下，Costco 在华扩张相对审慎，门店网络密度、即时履约和本地商品开发尚未形成与山姆相同的协同效应。其全球模式更强调郊区大店、集中采购和大包装商品，在中国高密度城市、小家庭结构及即时配送渗透率较高的环境下，需要对包装规格、商品结构和线上服务进行更深调整。由此看，会员制零售在中国并非简单复制海外门店模型，而是需要依托本地化商品、足够的门店和仓配密度，以及持续可感知的会员权益，才能将一次性办卡转化为稳定续费。

东方甄选：盈利修复验证商品驱动转型，会员沉淀决定下一阶段空间

东方甄选已由直播流量驱动逐步转向自营商品和多渠道经营，FY2026 收入与利润加速修复验证产品化转型初见成效。根据公司 2026 年 7 月 23 日发布的正面盈利预告，FY2026 预计实现收入 56 亿至 58 亿元，同比增长 27.3%至 31.8%；净利润 5.2 亿至 5.5 亿元，较 FY2025 的 600 万元显著提升。其中，FY2026 下半年预计实现收入 33 亿至 35 亿元，同比增长 50.0%至 59.1%；净利润 2.81 亿至 3.11 亿元，同比增长 172.8%至 201.9%。公司将增长主要归因于自营产品持续丰富、直播矩阵扩张、App 付费会员及复购率提升，以及供应链品控体系完善。

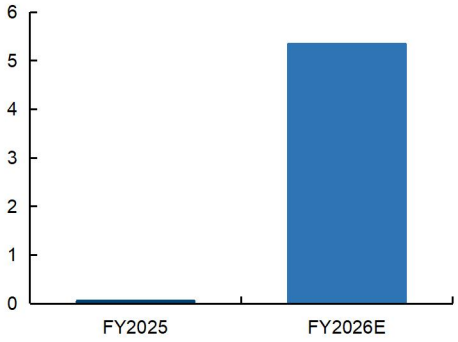
下载日志已记录，仅供内部参考

图83：东方甄选 FY2025 及 FY2026E 收入（单位：亿元）



资料来源：东方甄选公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图84：东方甄选 FY2025 及 FY2026E 净利润（单位：亿元）



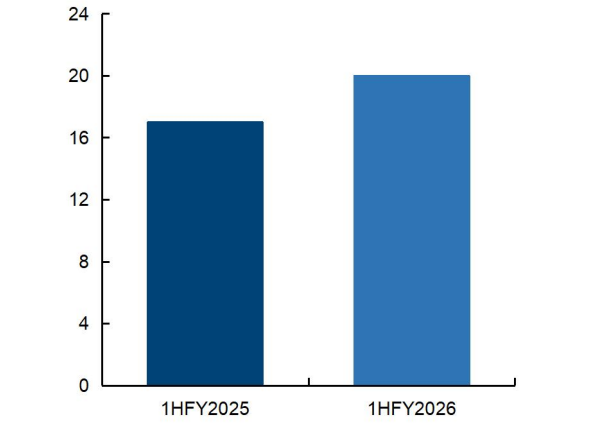
资料来源：东方甄选公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

单一主播依赖下降，是本轮经营改善的重要信号。FY2026 下半年收入增速明显高于上半年，且增长发生在业务和主播结构调整之后，说明公司增长来源已由单一头部 IP 逐步转向自营商品、矩阵账号和品牌认知。该变化并不意味着主播影响完全消失，但至少验证公司具备在核心主播变化后维持流量和交易增长的能力，商业模式与依赖头部主播佣金变现的纯直播机构逐步拉开差异。

供应链投入和自营产品占比提升构成利润修复的直接基础。1HFY2026 公司自营产品收入由上年同期 17 亿元增至 20 亿元，同比增长 18.1%；自营产品贡献总 GMV 的约 52.8%；毛利率由 33.6%提升至 36.4%。截至 2025 年 11 月末，自营产品 SPU 由上年同期的 600 个增至 801 个。上述变化表明，公司收入结构正向毛利率更高、供应链控制力更强的自营产品倾斜，规模增长开始转化为利润弹性。后续判断供应链质量不能仅观察 SPU 数量，还应重点跟踪爆品率、单 SPU 产出、复购率及库存周转。

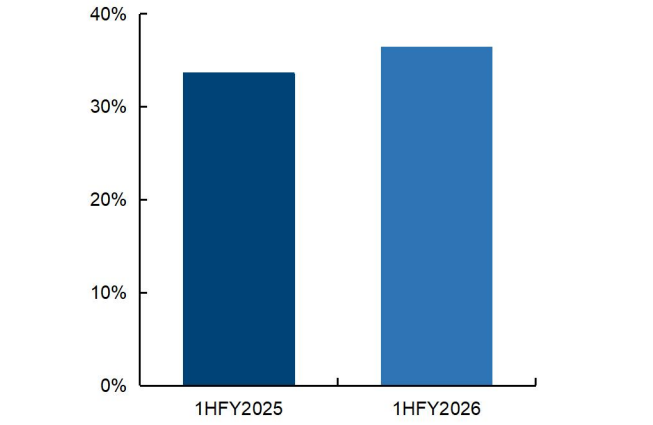
下载日志已记录，仅供内部参考

图85：东方甄选 1HFY2025-1HFY2026 自营产品收入（单位：亿元）



资料来源：东方甄选公司公告，国信证券经济研究所整理

图86：东方甄选 1HFY2025-1HFY2026 毛利率（单位：%）

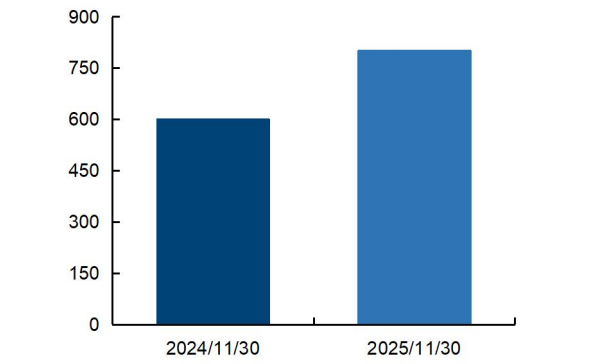


资料来源：东方甄选公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的差异化在于同时具备内容获客和自营商品运营能力。直播内容能够降低新品触达和消费者教育成本，自营产品承接成交、毛利和复购，会员体系则有望进一步提升用户留存和生命周期价值。1HFY2026 公司 App 付费会员订阅数为 24.01 万，较上年同期的 22.83 万温和增长，说明会员体系已具备一定基础，但规模和增速仍明显处于沉淀阶段。相较纯直播机构，公司拥有更深的产品和供应链参与度；相较传统商超，公司又具备持续内容生产和线上触达能力。未来会员续费率、会员消费频次及对 GMV 的贡献，才是判断流量能否沉淀为长期会员资产的核心指标。

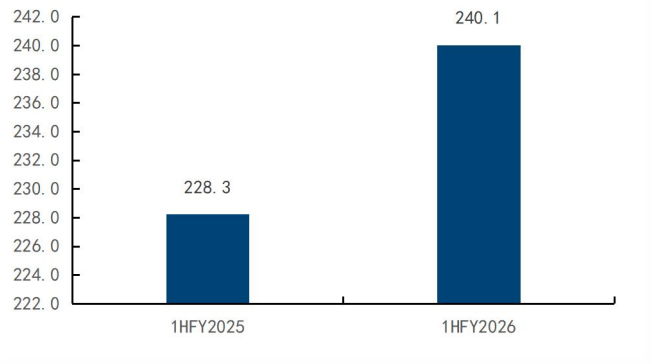
下载日志已记录，仅供内部参考

图87：东方甄选自营产品 SPU 数量（单位：个）



资料来源：东方甄选公司公告，国信证券经济研究所整理

图88：东方甄选 App 付费会员订阅数（单位：千）



资料来源：东方甄选公司公告，国信证券经济研究所整理

线下体验店现阶段更适合作为品牌展示、新品测试和消费者反馈渠道，而非独立增长引擎。公司中期报告披露首家北京中关村体验店规划；据媒体公开报道，截至 2026 年 7 月，公司已进一步在西安、郑州等地探索线下触点。线下渠道有助于增强消费者对自营产品品质的感知，并为线上复购提供信任背书，但在单店收入、坪效和盈利模型尚未充分验证前，不宜简单按传统商超的门店扩张逻辑外推。

按盈利预告区间测算，东方甄选 FY2026 净利率约为 9.0%至 9.8%，较 FY2025 显著改善，产品结构升级和经营效率提升已获得初步财务验证。下一阶段公司的估值驱动将从收入恢复进一步转向自营 GMV 占比、毛利率、会员续费与复购、单 SPU 效率及线下店模型。总体而言，山姆已在中国形成较成熟的“商品—履约—会员”闭环，东方甄选已验证“内容—商品”的盈利能力，仍处于由流量和商品力向稳定会员资产转化的关键阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

多数中国消费龙头处于历史估值低位，中长期配置窗口正在形成

多数中国消费龙头已处于历史估值低位，中长期配置窗口正在形成。海外公司的经营表现与估值变化不能简单外推至国内。当前国内消费需求或仍处于磨底阶段，部分公司收入、同店及利润增长仍有压力；但经过 2026 年以来的持续调整，多数样本公司的 PE（TTM）已降至 2023 年以来较低分位，估值收缩幅度与部分公司的基本面变化并不完全匹配，或已较充分反映需求偏弱、竞争加剧等悲观预期。对于竞争壁垒稳固、现金流良好且中长期成长路径清晰的核心资产，当前已逐步进入中长期配置窗口。

短期经营承压并未改变部分消费龙头的商业模式优势。酒店轻资产化与连锁化仍有纵深，餐饮、咖啡茶饮及量贩零食具备门店扩张、加盟复制与供应链提效空间，本地生活和 OTA 的平台网络效应与生态价值仍在，品质零售的商品力与会员经营持续获得本土需求验证，人力资源服务龙头亦有望借助 AI 提效与技术服务打开增量。随着竞争格局趋于理性、经营效率逐步改善，上述优势有望进一步转化为更稳定的盈利与现金流。我们建议关注酒店、本地生活、咖啡茶饮、量贩零食、品质零售、OTA、餐饮及人力资源服务等领域的核心龙头。

表10：重点公司 PE（TTM）及 2023 年以来历史分位

行业	公司	代码	市值（亿元）	PE（TTM）	PE（TTM）历史分位
酒店	华住集团-S	01179.HK	903	18.69	14.9%
酒店	锦江酒店	600754.SH	193	20.16	5.1%
酒店	首旅酒店	600258.SH	139	16.57	10.8%
酒店	亚朵	ATAT.O	316	17.66	8.8%
本地生活	美团-W	03690.HK	4953	-	—
咖啡茶饮	蜜雪集团	02097.HK	747	13.25	5.4%
咖啡茶饮	古茗	01364.HK	476	15.96	13.3%
咖啡茶饮	沪上阿姨	02589.HK	96	20.03	6.5%
咖啡茶饮	茶百道	02555.HK	61	7.96	8.2%
品质零售	东方甄选	01797.HK	195	60.31	74.3%
OTA	携程集团-S	09961.HK	2275	7.49	5.9%
OTA	同程旅行	00780.HK	293	12.15	5.1%
餐饮	百胜中国	09987.HK	1087	16.55	13.5%
餐饮	小菜园	00999.HK	77	11.3	21.4%
餐饮	海底捞	06862.HK	577	14.87	10.5%
人服	BOSS 直聘-W	02076.HK	536	16.4	5.6%
人服	科锐国际	300662.SZ	40	11.53	4.2%
人服	北京人力	600861.SH	79	9.41	33.6%

资料来源：Choice、公司公告，国信证券经济研究所整理（注：市值及 PE 截至 2026 年 7 月 30 日）

酒店：长期可复利资产，收益质量提升路径清晰

酒店需求短期仍受 RevPAR 波动影响，但连锁化率提升、轻资产化拓店、会员直销占比提升与中高端化升级共同改善收益质量。龙头的核心价值不只来自周期修复，更来自以较低资本开支扩张网络、沉淀会员并持续收取管理费的复利能力。

华住集团-S：截至 2025 年末，集团全球在营酒店达 12,858 家，全年新开酒店 2,444 家；2025 年实现营业收入 253.07 亿元、归母净利润 50.80 亿元。华住以管理加盟与会员生态为核心，Legacy-Huazhu 口径下会员贡献间夜占比达 73%，强会员黏性与直销能力叠加轻资产收入占比提升，持续改善收入质量与盈利能力。

亚朵：截至 2025 年末，公司在营酒店达 2,015 家，全年新开酒店 488 家；2025 年实现营业收入 97.90 亿元、归母净利润 16.21 亿元。按 2025 年末品牌结构测算，中高端及以上酒店占比约 90%，较高的品牌档次支撑房价与品牌势能；同时零售

下载日志已记录，仅供内部参考

业务延续高增长，2025 年全年收入达 36.71 亿元，同比增长 67%，第二增长曲线进一步强化。

锦江酒店：截至 2025 年末，公司全球在营酒店达 14,132 家，全年新增开业酒店 1,314 家；2025 年实现营业收入 138.11 亿元、归母净利润 9.25 亿元。公司境内有限服务型酒店盈利能力持续改善，但海外有限服务型酒店仍录得约 0.83 亿欧元归母净亏损；随着资产处置、门店翻新、系统贡献率提升及融资成本回落，海外业务减亏有望成为后续利润弹性的主要来源。

首旅酒店：截至 2025 年末，公司运营酒店达 7,802 家，全年新开酒店 1,510 家；2025 年实现营业收入 76.07 亿元、归母净利润 8.11 亿元。在行业需求及 RevPAR 承压的背景下，公司归母净利润仍同比增长 0.6%，扣非归母净利润增长 1.1%，经营活动现金流净额达 33.13 亿元，体现出较强的经营稳健性与现金流韧性。

表11：酒店公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比）

公司	指标	2023A	2024A	2025A	2026Q1
华住集团-S	收入	218.8（57.9%）	239.0（9.2%）	253.0（5.9%）	60.0（11.1%）
	归母净利润	40.9（扭亏）	30.5（-25.4%）	50.8（66.7%）	8.2（8.6%）
锦江酒店	收入	146.5（29.5%）	140.6（-4.0%）	138.1（-1.8%）	31.2（6.1%）
	归母净利润	10.0（691.1%）	9.1（-9.1%）	9.2（1.6%）	1.4（280.1%）
首旅酒店	收入	77.9（53.1%）	77.5（-0.5%）	76.1（-1.9%）	17.8（0.7%）
	归母净利润	8.0（扭亏）	8.1（1.4%）	8.1（0.6%）	1.7（18.5%）
亚朵	收入	46.7（106.2%）	72.5（55.3%）	97.9（35.1%）	28.1（47.5%）
	归母净利润	7.4（651.4%）	12.8（73.0%）	16.2（27.1%）	4.6（90.9%）

资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

本地生活：竞争扰动短期盈利，履约网络夯实长期壁垒

美团-W：2026Q1 公司经营亏损由 2025Q4 的 161 亿元收窄至 65 亿元，环比减亏 96 亿元；其中核心本地商业亏损由 100 亿元降至 20 亿元，竞争投入边际回落后经营杠杆开始修复。履约网络仍是核心壁垒：2025 年 7 月即时零售峰值日订单达 1.5 亿单，高并发下全量配送订单平均 34 分钟送达。增量方向上，公司以闪购和小象超市深化食杂零售，小象超市已覆盖 55 座城市；同时推动 Keeta 向中东其他地区及巴西复制，并加码 AI 调度与无人配送。2026Q1 新业务收入 270 亿元、同比增长 21%，经营亏损由上季 46 亿元收窄至 21 亿元，后续重点关注竞争强度、单位经济修复及新业务减亏节奏。

表12：美团收入及归母净利润（亿元，括号内为同比）

公司	指标	2023A	2024A	2025A	2026Q1
美团-W	收入	2767.4（25.8%）	3375.9（22.0%）	3648.5（8.1%）	910.4（5.6%）
	归母净利润	138.6（NM）	358.1（158.4%）	-233.5（NM）	-68.3（NM）

资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

咖啡茶饮：同店阶段性承压，供应链与运营能力巩固头部优势

行业由单纯开店转向门店质量、同店表现与加盟商回报并重。原料采购、仓配体系、产品迭代和区域运营能力决定品牌能否在价格竞争中保持加盟吸引力，头部公司仍具备通过规模摊薄成本、扩大网络的优势。

蜜雪集团：截至 2025 年末，集团全球门店达 59,823 家，同比增长 28.7%；全年实现收入 335.60 亿元，同比增长 35.2%，归母净利润 58.87 亿元，同比增长 32.7%。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司核心优势在于供应链体系。公司已形成覆盖国内外的自主运营仓储体系和专属配送网络。截至 2025 年末，国内 28 个仓库的配送网络覆盖 33 个省级行政区及超过 300 个地级市，并已在海外 8 个国家建立本地化仓储体系和配送网络。

古茗：截至 2025 年末，公司门店达 13,554 家，同比增长 36.7%；全年实现收入 129.14 亿元、同比增长 46.9%，归母净利润 31.09 亿元、同比增长 110.3%。产品端保持高频迭代，全年推出 106 款新品，其中包括 27 款咖啡新品，配备咖啡机的门店超过 12,000 家，茶饮与咖啡品类协同进一步强化。

瑞幸咖啡：截至 2025 年末，公司全球门店达 31,048 家，同比增长 39.0%，全年净增 8,708 家；实现收入 492.88 亿元，同比增长 43.0%，归属于普通股东的 GAAP 净利润 36.00 亿元，同比增长 21.8%。公司以自有 App 和微信小程序为核心数字化运营入口，覆盖选店、点单、支付及客户触达等消费全流程，并依托微信生态持续沉淀私域流量；截至 2025 年末，公司累计交易客户达 4.51 亿，全年平均月交易客户为 9,420 万，同比增长 31.1%，体现出较强的数字化获客与客户运营能力。

沪上阿姨：截至 2025 年末，公司门店达 11,449 家，同比增长 24.8%；2025 年全年实现收入 44.66 亿元，同比增长 36.0%，归母净利润 5.01 亿元，同比增长 52.4%。产品端持续高频上新，2025 年全年共推出 213 款新品，围绕健康果蔬茶、原叶鲜奶茶及咖啡等品类拓展产品矩阵，为门店扩张与单店增长提供支撑。

茶百道：截至 2025 年末，公司中国门店达 8,621 家，同比增长 2.7%，另有海外门店 38 家；2025 年全年实现收入 53.95 亿元、同比增长 9.7%，归母净利润 8.05 亿元、同比增长 70.5%。公司 2025 年全年推出 117 款茶饮新品，并上线 17 款咖啡新品，通过高频推新、品类拓展与门店网络优化带动单店销售和盈利能力改善。

表13：咖啡茶饮公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比）

公司	指标	2023A	2024A	2025A	2026Q1
蜜雪集团	收入	203.0（49.6%）	248.3（22.3%）	335.6（35.2%）	—
	归母净利润	31.9（58.3%）	44.4（39.2%）	58.9（32.7%）	—
古茗	收入	76.8（38.1%）	87.9（14.5%）	129.1（46.9%）	—
	归母净利润	10.8（190.0%）	14.8（37.0%）	31.1（110.3%）	—
瑞幸咖啡	收入	249.0（87.3%）	344.8（38.4%）	492.9（43.0%）	120.0（35.3%）
	归母净利润	28.5（483.6%）	29.6（3.8%）	36.0（21.8%）	5.1（-3.3%）
沪上阿姨	收入	33.5（52.1%）	32.9（-1.9%）	44.7（36.0%）	—
	归母净利润	3.9（159.5%）	3.3（-15.2%）	5.0（52.4%）	—
茶百道	收入	57.0（34.8%）	49.2（-13.8%）	54.0（9.7%）	—
	归母净利润	11.4（18.0%）	4.7（-58.6%）	8.1（70.5%）	—

资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

品质零售：本土需求持续验证，商品力与会员经营打开长期空间

品质零售的竞争核心已由单纯扩大销售规模，转向商品力、用户资产与高毛利变现能力。差异化商品和高效供应链决定获客与复购，会员费、广告及平台服务等附属收入则提升利润率与盈利确定性。海外市场中，开市客与沃尔玛已分别跑通会员费和平台化变现路径；国内企业仍处于模式探索与用户沉淀阶段，山姆率先形成“商品—履约—会员”闭环，东方甄选则由内容获客向自营商品和多渠道经营延伸。

东方甄选：FY2026 预计实现收入 56 亿至 58 亿元，同比增长 27.3%至 31.8%；净利润 5.2 亿至 5.5 亿元，较 FY2025 的 600 万元显著修复，对应净利率约 9.0%至 9.8%。产品端，1HFY2026 自营产品收入达 20 亿元，同比增长 18.1%，贡献总 GMV 的 52.8%，公司毛利率由 33.6%提升至 36.4%；截至 2025 年 11 月末，自营产品 SPU 由 600 个增至 801 个，产品矩阵持续扩充。渠道端，公司由单一直播带货向“直播矩阵＋自有 App＋线下体验店”的多渠道经营延伸，试水线下体验店，探索品牌展示、新品测试和用户反馈等功能。

下载日志已记录，仅供内部参考

表14：品质零售公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比）

公司	指标	2023A	2024A	2025A
东方甄选	收入	38.8	65.3（68.1%）	43.9（-32.7%）
	归母净利润	8.0	2.5（-68.8%）	0.1（-97.7%）

资料来源：东方甄选公司公告，国信证券经济研究所整理



下载日志已记录，仅供内部参考

OTA：监管落地削弱资源垄断性，长期增量转向生态赋能与出海

监管整改或推动 OTA 由供给约束与价格竞争转向履约与服务竞争。2026 年 7 月 25 日，国家市场监督管理总局发布对携程集团有限公司的行政处罚公告，认定公司在中国境内在线酒店预订平台服务市场滥用市场支配地位，要求部分酒店开展独家合作，并强制部分酒店提供“全网最低价”，构成限定交易及附加不合理交易条件的垄断行为；监管部门责令公司停止违法行为、全面整改并公开整改措施，罚没款合计 51.79 亿元。整改后，酒店跨平台经营和自主定价空间有望扩大，短期休闲游酒店预订市场的供给分配、价格展示及平台份额可能重新平衡。但中期来看，OTA 的核心壁垒并非单一流量或价格优势，而是库存整合、交易支付、客服售后、异常订单处理及商旅管理等全链路服务能力，龙头平台长期积累的履约体系仍较难被快速复制。

携程集团-S：2026Q1 公司实现收入 162.08 亿元，同比增长 17%；归母净利润 24.99 亿元，同比下降 41.6%，主要受到投资公允价值及联营公司损益波动影响，经调整归母净利润 39.05 亿元，同比下降 6.8%。分业务看，住宿预订、交通票务、旅游度假、商旅管理及其他业务收入分别占总收入的 40.2%、37.3%、7.0%、4.3%和 11.3%，同比增长 17%、12%、19%、20%和 35.3%。国际业务延续高增长，国际平台总预订额同比增长约 65%，入境游预订同比增长约 90%。监管方面，2026 年 7 月市场监管总局对公司罚没 51.79 亿元并责令全面整改，独家合作及“全网最低价”等机制调整后，短期休闲游酒店预订竞争格局可能发生变化；但中期维度看，公司在复杂订单履约、跨境供应链、售后保障及企业商旅服务等方面的能力仍构筑核心壁垒。

同程旅行：2026Q1 公司实现收入 50.06 亿元，同比增长 14.4%；归母净利润 7.79 亿元，同比增长 16.5%，经调整净利润 9.41 亿元，同比增长 19.4%。分业务看，住宿预订、交通票务、其他及度假业务收入占比分别为 27.3%、42.4%、19.2%和 11.1%；其中其他业务收入同比增长 59.6%，主要受酒店管理及增值服务带动。海外方面，公司持续扩充国际住宿供给，并向国内用户交叉销售国际酒店和机票产品。依托微信生态、下沉市场用户基础及持续扩充的酒店供给，同程有望承接休闲游酒店预订市场的部分结构性机会，后续重点关注国际业务放量、酒店管理扩张及住宿业务份额变化。

表15：OTA 公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比）

公司	指标	2023A	2024A	2025A	2026Q1
携程集团-S	收入	445.0（122.0%）	533.0（19.8%）	624.0（17.1%）	162.1（17.0%）
	归母净利润	99.0（NM）	171.0（72.7%）	333.0（94.7%）	25.0（-41.9%）
同程旅行	收入	119.0（80.7%）	173.4（45.8%）	194.0（11.9%）	50.1（14.4%）
	归母净利润	15.5（NM）	19.7（27.0%）	23.7（20.1%）	7.8（16.5%）

资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

餐饮：同店阶段性承压，主品牌修复与副品牌孵化并进

餐饮需求偏弱时，龙头仍可依靠供应链、门店密度、菜单创新和精细化运营维持韧性。行业增量由主品牌同店修复与副品牌孵化共同构成，新店模型、投资回收期和多品牌复制能力比单纯开店速度更重要。

百胜中国：截至 2025 年末，公司门店总数达 18,101 家，其中肯德基 12,997 家、必胜客 4,168 家；2025 年四季度两者客单价分别约 38 元和 69 元。2023—2025 年公司分别净增 1,697、1,751 和 1,706 家门店，连续三年维持较快扩张。未来将加快加盟开店，持续向低线城市渗透，并重点发展肯德基小店、KCOFFEE 及必胜客 WOW 等轻量化模型，计划 2026 年达到 2 万家、2030 年突破 3 万家门店。

海底捞：主品牌转向审慎开店，增长重心由门店扩张转向单店经营与多品牌培育。**截至 2025 年末，公司经营 1,383 家海底捞餐厅，顾客人均消费约 98 元；2024 年门店净减少 6 家，2025 年新开 100 家、关闭 85 家，净增 15 家。公司现阶段重点推进“一店一策”和区域化门店改造，通过加盟模式补充低线市场覆盖，同时依托“红石榴计划”培育烤肉、快餐等副品牌，并拓展外卖和多场景餐饮业务。

小菜园：截至 2025 年末，公司门店总数达 819 家，其中“小菜园”主品牌 807 家，堂食顾客人均消费约 56 元；2024 年和 2025 年分别净增约 150 家和 146 家门

下载日志已记录，仅供内部参考

店，保持较快扩张。公司以直营模式为主，持续复制约 220 平方米的标准化小店模型，重点加密华东优势区域并向三线及以下城市拓展，2025 年末下沉市场门店占比达 42.5%；同时加强供应链、数字化运营以及线上商城和社区即食业务布局。

表16：餐饮公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比）

公司	指标	2023A	2024A	2025A
百胜中国	收入	773.6（14.7%）	805.0（3.0%）	841.2（4.4%）
	归母净利润	58.3（87.5%）	64.9（10.2%）	66.2（2.0%）
小菜园	收入	45.5（41.6%）	52.1（14.5%）	53.5（2.6%）
	归母净利润	5.3（124.0%）	5.8（9.1%）	7.2（23.2%）
海底捞	收入	414.5（33.6%）	427.6（3.1%）	432.2（1.1%）
	归母净利润	45.0（174.6%）	47.1（4.7%）	40.5（-14.0%）

资料来源：百胜中国、小菜园、海底捞公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

人服：用工需求保持韧性，AI 提效与商业化拓展成长边界

宏观招聘需求仍有结构分化，但企业对灵活配置、业务外包和专业人才的需求相对稳定。平台网络、顾问效率与 AI 工具正在重塑交付方式，行业长期空间来自份额集中、灵活用工渗透和技术产品商业化。

BOSS 直聘：BOSS 直聘的求职者与企业双边网络继续扩大，蓝领及中小企业覆盖支持份额提升。收入增长叠加营销和组织效率改善，利润释放明显；招聘垂类大模型与 AI Agent 有望进一步提升匹配和付费效率。

科锐国际：科锐国际收入端韧性突出，灵活用工持续扩张并向技术密集岗位升级。禾蛙已由信息对接走向协同交付网络，2025 年合作伙伴、交付顾问和交付岗位分别高增，全年交付岗位近翻倍、offer 金额增长 70.5%，技术服务成为新增量。

北京人力：北京人力以业务外包和综合人力资源服务为基本盘，客户基础与规模化的服务能力支撑收入稳定。

表17：人服公司收入及归母净利润（亿元，括号内为同比增速）

公司	指标	2023A	2024A	2025A	2026Q1
BOSS 直聘	收入	59.5（31.9%）	73.6（23.6%）	82.7（12.4%）	20.7（7.6%）
	归母净利润	11.0（925.4%）	15.7（42.6%）	26.9（71.7%）	11.3（119.8%）
北京人力	收入	383.2	430.3（12.3%）	451.9（5.0%）	113.8（5.0%）
	归母净利润	5.5	7.9（44.4%）	11.7（47.8%）	2.6（-55.5%）
科锐国际	收入	97.8（7.6%）	117.9（20.6%）	145.4（23.4%）	37.9（14.7%）
	归母净利润	2.0（-31.0%）	2.0（2.4%）	3.1（52.7%）	0.9（59.0%）

资料来源：相关公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

宏观经济与消费需求恢复不及预期：居民收入预期和消费意愿若持续偏弱，可能压制酒店 RevPAR、餐饮同店、OTA 预订、平台订单及零售客流，导致收入和利润修复低于预期。

行业竞争加剧：价格战、补贴、门店加密及流量采购投入上升，可能拖累同店、毛利率、费用率和现金流，尤其对直营网点占比较高或经营杠杆较高的公司影响更大。

门店扩张及加盟商回报不及预期：选址、门店爬坡、闭店率、供应链履约或加盟商投资回收期不及预期，可能降低开店意愿，并影响品牌使用费、供应链收入和连锁网络质量。

AI 技术演进与监管政策变化超预期：AI 入口迁移、平台治理、反垄断、佣金及数据合规规则变化，可能改变流量分配、获客成本、商户合作和平台盈利模式。

海外经营、汇率及突发运营事件风险：海外拓展可能受本地竞争、供应链、政策及汇率波动影响；食品安全、服务质量或品牌声誉事件亦可能对经营与估值造成冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

表18：核心公司估值一览

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	市值（亿元）	EPS（元）		PE	
					2025A	2026E	2025E	2026E
601888.SH	中国中免	优于大市	55.56	1,140.12	1.7	2.5	32	23
600515.SH	海南机场	优于大市	2.91	332.48	0.0	0.0	146	146
600754.SH	锦江酒店	优于大市	19.18	190.54	0.9	1.4	22	14
600258.SH	首旅酒店	优于大市	12.01	134.10	0.9	1.0	14	13
1179.HK	华住集团-S	优于大市	28.67	888.22	1.6	1.8	18	16
ATAT.O	亚朵	优于大市	240.65	327.35	12.8	15.4	19	16
301073.SZ	君亭酒店	优于大市	17.92	34.85	0.1	0.2	179	90
605108.SH	同庆楼	优于大市	12.74	33.12	0.4	0.6	32	21
603043.SH	广州酒家	优于大市	13.66	77.49	0.9	1.1	16	12
6862.HK	海底捞	优于大市	9.74	542.78	0.7	0.8	13	12
9987.HK	百胜中国	优于大市	326.68	1,120.35	18.3	20.8	18	16
6831.HK	绿茶集团	优于大市	5.55	37.39	0.7	1.0	8	6
2097.HK	蜜雪集团	优于大市	195.63	742.61	15.5	17.7	13	11
1364.HK	古茗	优于大市	20.05	476.75	1.1	1.4	18	15
0999.HK	小菜园	优于大市	6.58	77.40	0.6	0.5	11	13
2408.HK	遇见小面	优于大市	2.69	19.10	0.2	0.3	16	8
3690.HK	美团-W	优于大市	79.81	4,928.37	-2.6	-1.3	-	-64
9961.HK	携程集团-S	优于大市	311.79	2,232.07	44.5	24.3	7	13
0780.HK	同程旅行	优于大市	11.98	282.04	1.4	1.7	9	7
300144.SZ	宋城演艺	优于大市	6.16	160.71	0.3	0.4	20	17
603136.SH	天目湖	优于大市	8.94	24.15	0.4	0.4	22	22
000888.SZ	峨眉山A	优于大市	9.69	51.06	0.5	0.6	19	16
603199.SH	九华旅游	优于大市	32.38	35.84	1.9	2.3	17	14
600054.SH	黄山旅游	优于大市	11.15	67.22	0.4	0.5	28	22
603099.SH	长白山	优于大市	38.75	105.54	0.6	0.7	63	52
300662.SZ	科锐国际	优于大市	20.99	41.31	1.6	1.8	13	11
600861.SH	北京人力	优于大市	13.58	76.88	2.1	1.6	7	9
BZ.O	BOSS直聘	优于大市	109.26	521.86	7.3	9.2	15	12
6100.HK	同道猎聘	优于大市	1.81	9.31	0.2	0.4	9	5
1797.HK	东方甄选	优于大市	17.76	187.07	0.5	0.5	39	33
9901.HK	新东方-S	优于大市	38.59	609.79	2.0	2.6	19	15
605098.SH	行动教育	优于大市	56.63	67.53	2.7	3.3	21	17
300492.SZ	华图山鼎	优于大市	25.77	70.95	1.8	2.2	14	12
000526.SZ	学大教育	优于大市	35.61	43.39	1.6	2.3	22	15
0667.HK	中国东方教育	优于大市	3.75	83.24	0.3	0.5	11	8
1773.HK	天立国际控股	优于大市	0.93	19.50	0.4	0.4	2	2
3978.HK	卓越教育集团	优于大市	2.73	23.10	0.4	0.4	8	6
002627.sz	三峡旅游	优于大市	6.38	45.02	0.1	0.2	64	28
002033.sz	丽江股份	优于大市	8.71	47.86	0.39	0.45	22	19
2643.HK	曹操出行	优于大市	15.11	76.66	-0.87	-0.25	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（收盘价截止2026年8月6日，1港元=0.8656人民币，1美元=6.7904人民币）

单击此处输入文字。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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