

## 今日焦點:

### ▶ 中國餐飲業：休閒餐飲優於同業，火鍋板塊承壓

同店銷售增長受壓，惟純利具韌性 - 我們總結了六家主要中國餐飲企業的2025財年業績，以識別更廣泛的行業趨勢。大多數企業錄得強勁的純利增長，儘管外賣價格戰侵蝕了利潤率，且客流有所放緩。作為回應，包括海底撈（6862 HK，股價15.13港元，市值840億港元）、小菜園（999 HK，股價6.52港元，市值77億港元）及綠茶（6831 HK，股價8.22港元，市值54億港元）在內的多家公司，通過進取的補貼策略積極拓展外賣業務。

綠茶表現優於同業，受惠於門店擴張（按年增長31%），其收入及純利均錄得高雙位數按年增長。小菜園錄得經營利潤高雙位數增長，受惠於淨新開140家門店（按年增長21%）以及對原材料及員工開支的有效成本控制。呷哺呷哺（520 HK，股價0.45港元，市值4.8億港元）連續第五年錄得淨虧損，惟虧損按年顯著收窄25%。儘管2025財年同店銷售按年下跌14.0%，太二（九毛九旗下，9922 HK，股價1.92港元，市值27億港元）仍維持穩定的門店層面經營利潤率13.7%（按年提升50個基點），貢獻總收入的71.1%。百勝中國（9987 HK，股價381.60港元，市值1,340億港元）的主要財務指標普遍錄得平穩增長。

圖 1：六家企業的主要財務數據

(人民幣百萬元)	海底撈 6862	小菜園 999	九毛九 9922	綠茶 6831	呷哺呷哺 520	百勝中國 9987
營業收入	43,225	5,345	5,233	4,763	3,789	84,765
按年變動	1%	3%	-14%	24%	-20%	4%
門店數目	1,304	807	644	609	905	18,101
按年變動	-4%	21%	-20%	31%	-5%	10%
同店銷售增長率	-12.6%	-0.1%	-12.6%	-0.8%	-16.8%	1.0%
經營溢利	5,812	986	74	577	-284	9,269
按年變動	-12%	28%	0%	38%	27%	11%
經營利潤率	13%	18%	1%	12%	-8%	11%
應佔溢利	4,050	715	58	486	-301	6,675
按年變動	-14%	23%	4%	39%	25%	2%

資料來源：公司數據，新華滙富研究

火鍋細分市場在同店銷售增長壓力下進行門店優化 - 火鍋行業（海底撈、九毛九、呷哺呷哺）一直承受收入壓力，並持續錄得門店淨關閉。由於客流減弱及定價壓力，同店銷售增長錄得雙位數收縮，顯示行業面臨整體逆風，且門店擴張的回報正在遞減。面對消費溢價及產品同質化等問題，火鍋品牌正從規模驅動增長轉向精細化運營，此轉型可能需要時間才能重新取得平衡。對此，海底撈正推動其門店網絡進行差異化翻新。截至2025年底，公司已完成超過200家特色主題門店的改造，包括鮮切牛肉店及夜宵店，覆蓋全國主要城市。同時，太二目標在2026年底前完成所有餐廳的升級改造。

相比之下，休閒餐飲品牌（綠茶、小菜園）及快餐連鎖（百勝中國經營的肯德基、必勝客及達美樂比薩）正在加速門店擴張，以實現進一步的規模經濟，並滲透至更低線城市（二線及以下）。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,361	0.8%	2.9%
中資企業指數	8,899	0.6%	-0.2%
紅籌指數	4,336	0.3%	8.0%
滬深300指數	4,757	0.6%	2.8%
上海A股	4,281	0.8%	6.2%
上海B股	269	0.1%	6.2%
深圳A股	2,890	0.7%	9.2%
深圳B股	1,186	0.3%	-6.1%

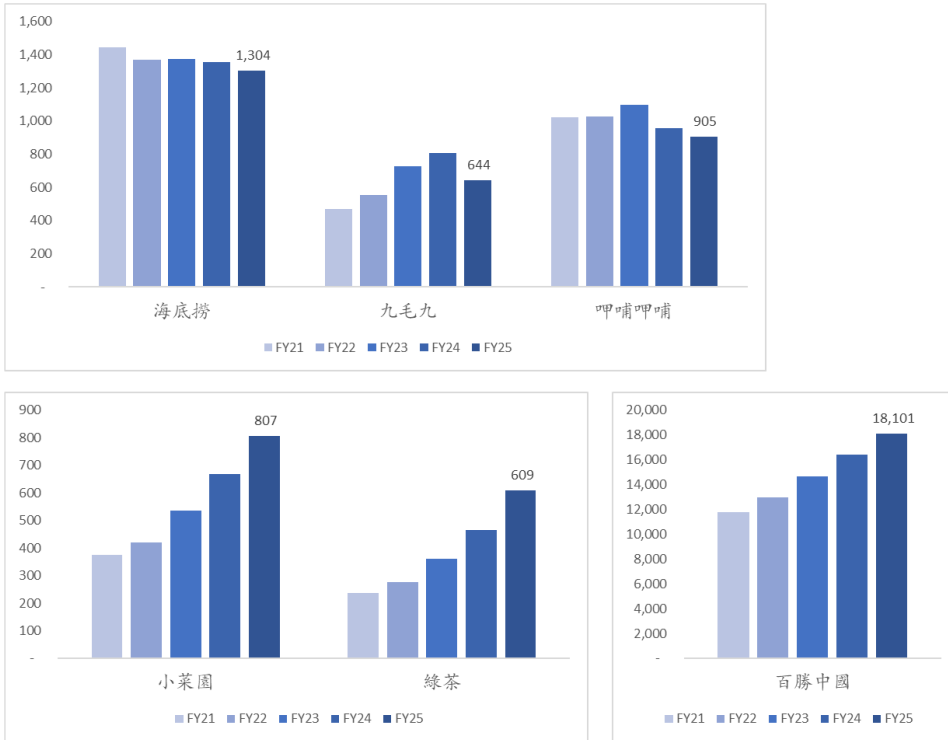
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,442	-0.0%	2.9%
標普500	7,109	-0.2%	3.9%
美國納斯達克指數	24,404	-0.3%	5.0%
日經平均指數	59,228	0.7%	17.7%
英國富時指數	10,609	-0.5%	6.8%
法國證券公會指數	8,331	-1.1%	2.2%
德國法蘭克福指數	24,417	-1.2%	-0.3%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,820	-0.2%	11.7%
銅價 (美元/盎司)	3,081	3.9%	21.2%
銀價 (美元/盎司)	79	-1.4%	11.3%
原油 (美元/桶)	89	6.9%	53.4%
銅價 (美元/盎司)	13,275	0.0%	6.9%
鋁價 (美元/盎司)	3,557	-2.4%	18.8%
鎳價 (美元/盎司)	2,092	-1.0%	1.6%
鎘價 (美元/盎司)	3,408	-0.5%	9.3%
小麥 (美分/蒲式耳)	597	1.0%	17.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	460	0.6%	1.1%
糖 (美分/磅)	102	-4.6%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,181	-0.1%	10.1%
PVC (美元/噸)	5,118	0.2%	62.5%
CRB 指數	369	-1.4%	3.0%
BDI			36.8%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	158.8	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.3	9.9	0.9
歐羅	1.2	9.2		187.2	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.1	1.1	204.0		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.3	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	18	-1.3%

圖 2：火鍋品牌、休閒餐飲品牌及快餐品牌的門店數量



資料來源：公司數據，新華滙富研究

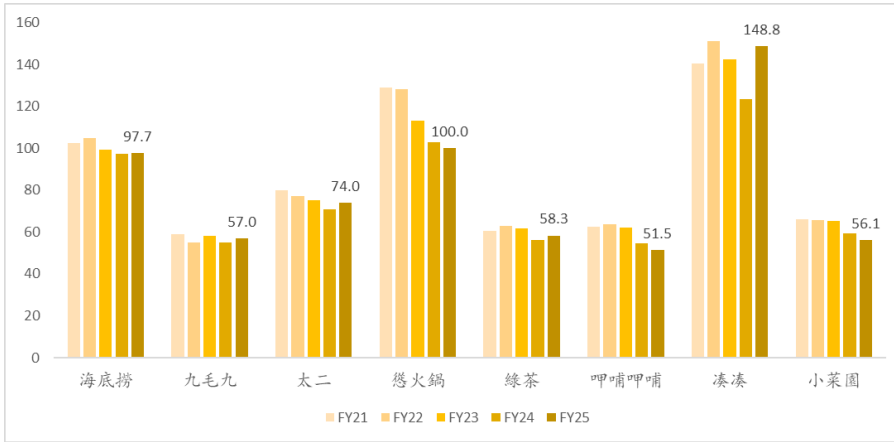
**平均售價趨穩，惟翻枱率下降** – 平均售價呈現見底跡象。包括海底撈、九毛九及綠茶在內的大多數企業均錄得強勁的平均售價按年增長。呷哺呷哺旗下副品牌「湊湊」的平均售價亦顯著反彈。相比之下，小菜園因選單調整，平均售價錄得低雙位數按年跌幅。

儘管前期基數較低，2025財年餐飲行業的翻枱率繼續下跌，主要原因是外賣價格戰導致客流減弱。隨著外賣定價回歸常態，預期翻枱率將會反彈。

**我們的觀點：**綠茶及小菜園等休閒餐飲品牌正在引領餐飲市場，並持續增強增長動能，而火鍋品牌仍在進行門店調整以提升營運效率。餐飲市場呈現初步復甦跡象，2026年第一季中國餐飲收入按年增長4.2%，季節性產品及戶外餐飲趨勢有助支持消費者開支。儘管如此，消費者偏好的持續變化以及門店持續擴張帶來的激烈市場競爭，均增添了不確定性。

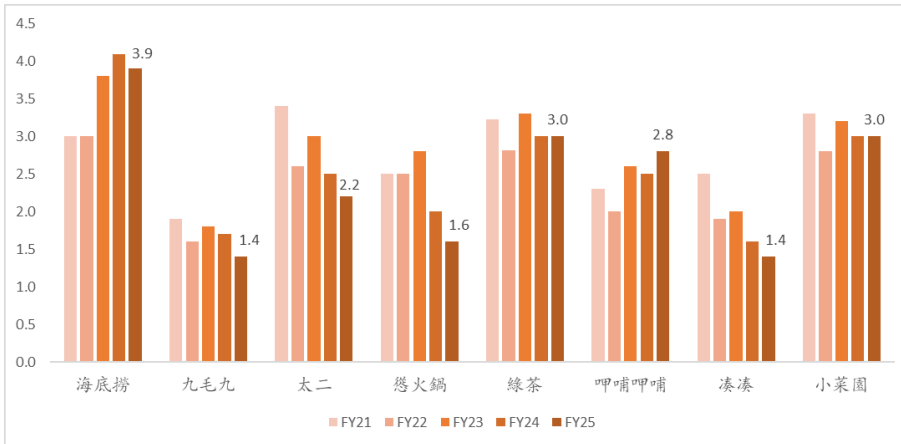
我們看好綠茶及小菜園，其預測2026財年市盈率分別為7.4倍及9.4倍。另一方面，海底撈、九毛九、呷哺呷哺及百勝中國的預測2026財年市盈率分別為15.9倍、11.5倍、N/A及16.8倍。

圖 3：每名顧客平均消費（人民幣）



\*百勝中國未有提供數據  
資料來源：公司數據，新華滙富研究

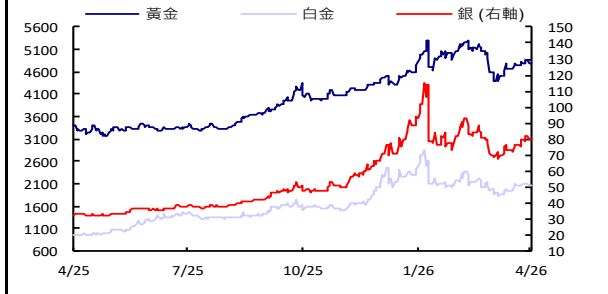
圖 4：翻枱率（次/日）



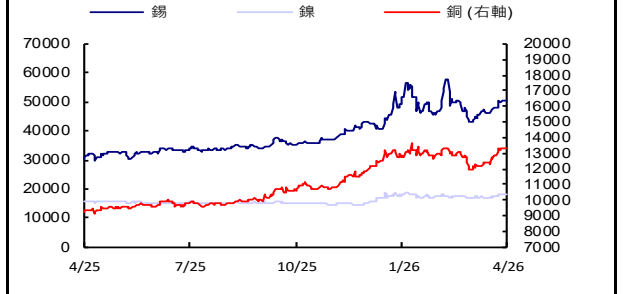
\*百勝中國未有提供數據

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

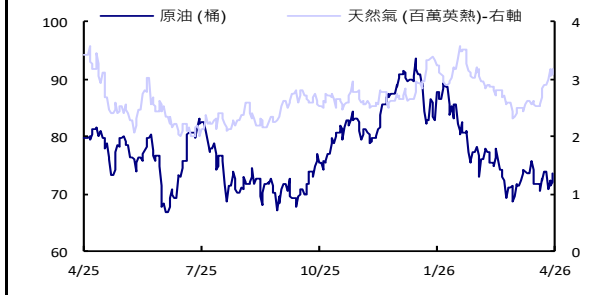
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4807	3.4	10.7	41.1
白金 (盎司)	2071	6.2	1.8	116.2
銀 (盎司)	80	6.8	13.4	146.1



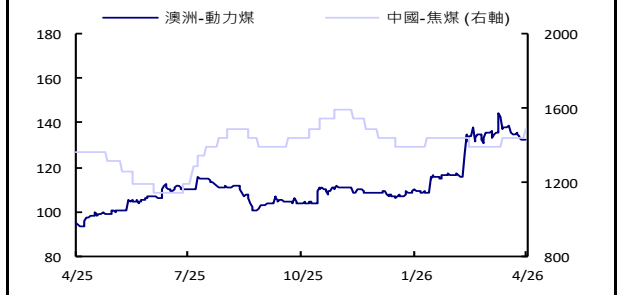
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13275	7.6	6.9	44.5
鎳 (噸)	18250	6.7	9.6	16.8
錫 (噸)	50684	8.4	25.0	65.4



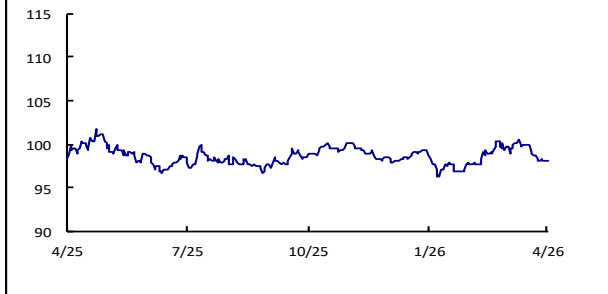
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	89.6	(11.6)	56.1	42.1
天然氣 (百萬英熱)	2.7	(6.8)	(27.0)	(10.8)



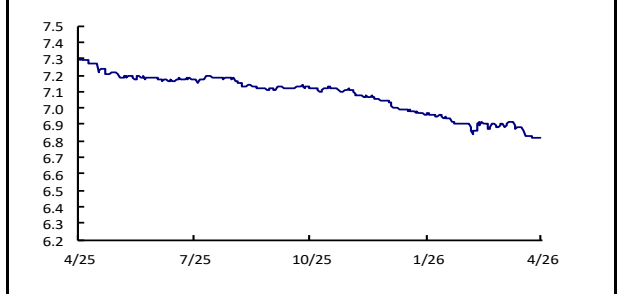
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	7.2	3.5	9.6
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.6	(6.9)	23.3	39.5



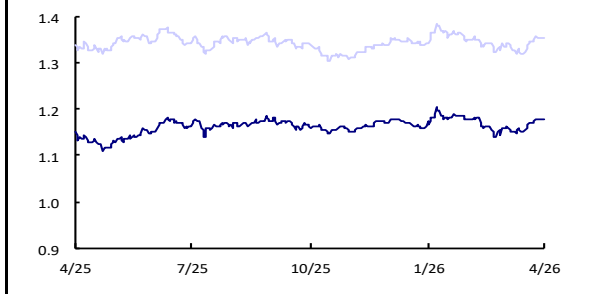
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.1	(1.9)	(0.2)	(0.2)



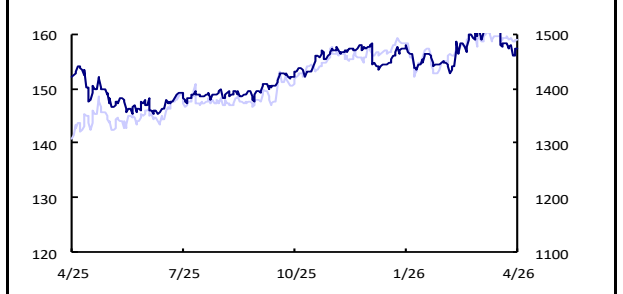
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(1.1)	(2.5)	(6.5)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	2.0	0.4	2.4
英鎊	1.4	2.3	0.4	1.2



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	158.8	0.1	1.3	12.7
韓圓	1471.9	(2.9)	1.9	3.6



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
商業庫存	月		26年4月21日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月23日
批發庫存	月		26年4月29日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
工廠訂單	月		26年5月4日
新屋銷售	月		26年5月5日
成屋銷售量	月		26年5月11日
生產者物價指數	月		26年5月13日
工業生產指數	月		26年5月15日
採購經理人指數	月		26年5月1日
個人收入與支出	月		26年4月30日
耐久財訂單	月		26年4月29日
貿易收支	月		26年5月5日
就業報告	月		26年5月8日
消費者物價指數	月		26年5月12日
零售業銷售額	月		26年4月21日
國內生產毛額	季		26年4月30日
消費者信心指數	月		26年4月28日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日
M2貨幣供應量	月		26年5月9日
貿易收支	月		26年5月9日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日
零售業銷售額	月		26年5月18日
工業生產報告	月		26年5月18日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
採購經理人指數	月		26年5月6日
外匯儲備	月		26年5月7日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306



## 免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有海底撈國際控股有限公司(6862.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

## 總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
中國廣州市南沙區  
蕉西路130號3棟6樓601-5室  
郵編511455