



**Global
Innovation
Institute**

中国餐饮帝国季刊

China Restaurant Empire Quarterly

第1期·2026-Q3 创刊基准·数据截至2026年7月11日，市场价格在可取得范围内采用至2026年7月10日（部分大中华地区数据点保留较早早期的可得数据期间）·美国一大中华地区餐饮估值评析·78家公司（30家美国公司/48家大中华地区公司）·所有图表均由CRE数据工作簿（Excel）产出

中国餐饮企业表面上存在很深的估值折价。但只要把比较标准从“卖什么”换成“怎么赚钱”，得出的估值结论就完全不同。本期建立一套跨市场比较基准，并说明剩下的估值差距，更多来自收入结构、增长质量与资本市场信心，而不是单纯的上市地点问题。

执行摘要

投资论点。投资人给餐饮企业定价，看的不是菜系，也不是国籍，而是这家企业能不能把需求变成可规模化、可防御的现金流。第1期建立了比较基准：78家上市公司，包括30家美国公司与48家大中华地区公司（按品牌体系来源分类，而非上市地点），合计市值6,052亿美元（\$605.2 billion）。所有公司使用同一套指针定义，以截至2026年7月11日的最新公开数据定价（数据期间与核验状态见§12）。

内核发现。只要按经济模式比较，而不是按菜系比较，表面上的“中国折价”就会大幅缩小：大中华加盟总部的P/S中位数为2.65x，美国加盟总部为2.94x；直营企业两边大致相当（0.96x对0.85x）。剩下的差距也不能简单归因于上市地点：本研究覆盖的大中华加盟总部全部是供应链主导型，商品销售额做大了收入分母，天然压低P/S倍数。剩余差距反映的是收入结构、增长质量与资本市场信心。

佐证证据。业态之间的估值差距，以饮品最大：美国中位数5.40x，大中华1.33x。但这主要是样本构成造成的，不能当成国家质量的结论。中位数与汇总值回答的是两个不同的问题：直营企业在中位数层面大致相当，而美国在汇总层面仍有溢价，因为美国的市值集中在少数超大体系手中，这两件事同时成立。此外，四组跨市场品牌家族并没有呈现一致的美国上市溢价：每一组差距的方向，取决于用哪个指针（§8）。

管理层可以做什么，以及尚未证明的部分。餐饮企业管理层可以做六件事：有意识地设计收入结构；披露体系经济模型；把门店增长与门店复制质量分开衡量；建立资本市场沟通机制；审慎选择海外变现结构；把数据、供应链与消费者决策接近度当作战略资产管理（§9）。同时要说清楚：第1期并没有证明哪个上市地点能带来更好的估值，也没有证明REEF™与TCM™能预测结果。CRE Model Portfolio™（§10）的目的，正是检验这一点。

哪些情况会改变我们的判断。如果在同一基准日、控制收入结构差异之后，再调整成长性、盈利能力、资本密集度与流动性，美国仍然存在系统性溢价，本期论点就要打折扣。反过来，如果大中华供应链主导型加盟总部在加盟商单店盈利能力保持稳健的前提下，在EV/毛利（EV/gross profit）、EV/全系统销售额（EV/system sales）或自由现金流转换率上获得重估，本期论点将得到强化（§8、§10）。

1 · 为什么要做这份季刊

这份季刊是即将出版的 **China Restaurant Empire™ (中国餐饮帝国™)** 一书的常设研究伴刊。书只把论点讲一次，资本市场却每个交易日都在为它重新定价。每一期都用同一把尺，查看同一个固定样本：目前是 78 家公司，30 家在美国，48 家在大中华地区，分别在符合资格的美国、中国香港、中国内地与中国台湾地区市场上市，成分只在季末再平衡时调整。这样，书中的论点就有了一条公开、有日期、可查证的证据轨迹。研究标准按机构级标准执行：每个数字都注明来源与基准日；拿不到的数据标为 N/A，不做估计；所有分类调整与成分变动都公开记录。

本书的内核判断。中国把美国几十年的餐饮产业演进，压缩成了一套数字化协同的操作系统：从单店餐厅和连锁，走到平台、餐饮操作系统、消费者操作系统，最终走向 AI 原生消费者网络。餐饮业的竞争优势，越来越取决于谁掌握需求、数据、供应链、复制速度和消费者的决策时刻。本季刊的任务，是为这个判断提供公开市场层面的证据。

2 · 从连锁餐厅到操作系统：REEF™ 与 TCM™

China Restaurant Empire (中国餐饮帝国) 回答了一个西方战略框架没有回答的问题：中国为什么能在大约十年里，建成美国用了半个世纪才演化出来的餐饮体系——数以万计的门店、数字化协同、供应链提供资金？本书的答案是：这些企业不是传统意义上的餐饮公司，而是一层层叠起来的操作系统。它们先后掌控产品、运营、流量、数据，最后掌控消费者的决策时刻。如果餐饮业的权力真的已经转移到这里，资本市场就应该为系统定价，而不是为菜单定价。市场是否真的这样做，正是本季刊需要用市场数据回答的问题。

REEF™——餐饮帝国演化框架™ (Restaurant Empire Evolution Framework) ——是本书的权力模型：餐饮帝国权力 = 权力层 × 业务增长飞轮 × 消费者决策接近度。权力层是一条六阶段路径：餐厅（产品掌控）→ 连锁（运营）→ 平台（流量）→ 餐饮操作系统（数据）→ 消费者操作系统（关系）→ AI 原生消费者网络（决策掌控）。业务增长飞轮，指需求、数据、AI 与消费者依赖之间的自我强化循环。消费者决策接近度，衡量企业离消费者做决定的那一刻有多近。

TCM™——时间压缩模型™ (Time Compression Model) ——回答速度问题，正如 REEF™ 回答方向问题：中国体系同时压缩六种管理时间周期——决策、履约、复制、反应、组织学习与资本放大效应。本季刊从单店估值与跨市场品牌家族价差切入其中第六项：REEF™ 说明体系往哪里走，TCM™ 说明复制可以多快，本季刊衡量的是资本市场愿意为这两件事付多少钱。

3 · 一套适用于美国和大中华市场的分类方法

业态分类 (segmentation) 是美国餐饮管理最悠久的工具，也是美国以外最少被理解的工具。过去半个世纪，美国业界与华尔街研究部门逐步收敛出的业态，本质上是“经济物种”，不是菜单类别。在资本市场里，每个业态就是一个独立的估值可比公司组，各有自己的正常倍数区间。本报告采用的正是这套视角，并在中国市场需要的地方做了延伸。

每家公司按三项标准归类：(1) 服务模式：柜台、精致柜台还是桌边服务；(2) 单店经济模型：客单价、店面规模、服务吞吐量与时段结构；(3) 资本模式：加盟程度与收入入账位置。边界案例按经济实质判定，不按菜系，每一项判定都有记录。六大业态的划分如下：

图表 1 · 六大业态分类

业态	经济定义	关键分类判定
QSR／快餐	柜台服务与速度—加盟模式的内核腹地：以他人资本收取特许费，赚得本业态的溢价倍数。	卤味熟食连锁（绝味食品 Juewei）依经济实质而非菜系归入 QSR—已记录。
饮品—咖啡与茶饮	小型店面提供的习惯性、高频次饮品：厨房极简、极高出杯效率，加盟模式扩张条件最强的业态。	咖啡与茶饮刻意合并—在中美两个市场皆属同一经济物种；细分判读保留于更细颗粒的标签中。
快速休闲餐饮	精致柜台服务、主厨导向菜单、无桌边服务—美国所发明的业态。	中国香港茶餐厅业者（太兴、翠华）与味千中国（Ajisen）依服务模式归类。
全服务／休闲餐饮	涵盖两种传统的桌边服务—宴会酒楼、家常菜业者与多品牌集团。	大中华地区最拥挤的样本组，维持为单一业态—让长尾清楚可见。
火锅	中国原生的共锅业态：用餐剧场感、桌边停留时间，全书单店强度最高的业态。	自全服务业态中独立为单一业态—本框架对美式视角最鲜明的延伸。
烘焙／烘焙食品	烘焙与包点业态，为维持业态完整性而单独列示。	Paris Baguette 与 Tous les Jours 因上市市场规则而排除—这是一个无法游说进入的指数。

数据源：CRE 数据工作簿，2026 年 7 月。各业态样本组家数、市值与中位数载于 §5，完整内容见附录；每一项边界分类判定均记录于《方法论与变更日志》。

为什么咖啡与茶饮合成一个业态，火锅却单独成类。咖啡与茶饮在中美两个市场是同一个经济物种：美国有 Starbucks 与 Dutch Bros，大中华有十家公司，从瑞幸咖啡（Luckin）、蜜雪冰城（Mixue）到霸王茶姬（Chagee）。火锅按严格逻辑属于桌边服务，但放进任何现有分类框都不合适：它是中国原生业态，在美国没有上市对照，也是全书单店市值最高的业态（中位数 \$5.6M；n=3，仅供方向性参考）。海底捞（Haidilao）、特海国际（Super Hi）与呷哺呷哺（Xiabuxiabu）正好提供了现成的跨市场比较。

在六大业态之上，还有一层经济模式切分（Economic Model Cut）：按收入结构把公司分成加盟总部、混合型、直营企业。原因很简单：市场为商业模式定价的程度，不亚于为菜单定价（§6）。这个视角不做预测，也不做质量评价，只解决一件事——可比性。分类框架界定了经济物种；下一个问题是，两个资本市场如何为这些物种定价。

4 · 研究范围与暂行指数

第 1 期为一个固定、规则化的样本定价：78 家上市餐饮公司，30 家在美国，48 家在大中华地区，分别在符合资格的美国、中国香港、中国内地与中国台湾地区市场上市，合计市值 6,052 亿美元（\$605.2 billion）。成分只在季末再平衡时调整，每次调整都有记录。在 48 家大中华公司之上，编制 CRE Greater China Restaurant Index™（CRE 大中华餐饮指数™）：以美元计价、市值加权的价格指数，以 2026 年 7 月 11 日为基期，起点 100.00。

CRE Greater China Restaurant Index™ 在第 1 期只作为覆盖基准发布；正式收益率序列将在首次同一基准日再平衡时启动（目标 2026-Q4）。在启动之前，指数水平的变动可能来自旧数据的更正，也可能来自市场走势，不能当作收益。

正式启动之前有两道检验，衡量的是两件不同的事，不能互换：48 家成分公司中，有 42 家目前落在要求的五个交易日同一基准日窗口之外，这是启动检验；48 笔市值数据点中，有 26 笔早于 2026 年，这是数据期间衡量。完整的资格、除数与再平衡规则，将随 2026-Q4 启动一并发布。

5 · 不同餐饮业态的估值差异

这张仪表板用同一套指针，比较两个资本市场里六个餐饮业态的估值。所有比较都以中位数为准，因为中位数不受超大公司牵引；汇总倍数放在经济模式切分里（§6），让巨头以全额权重计入，回答的是另一个问题。各样本组规

模差别很大，从二十九家全服务公司到两家烘焙公司，所以每个中位数旁边的样本数，和中位数本身一样重要。这张仪表盘是一个比较基准：它说明这些体系今天怎么被定价，不预测它们明天的表现。

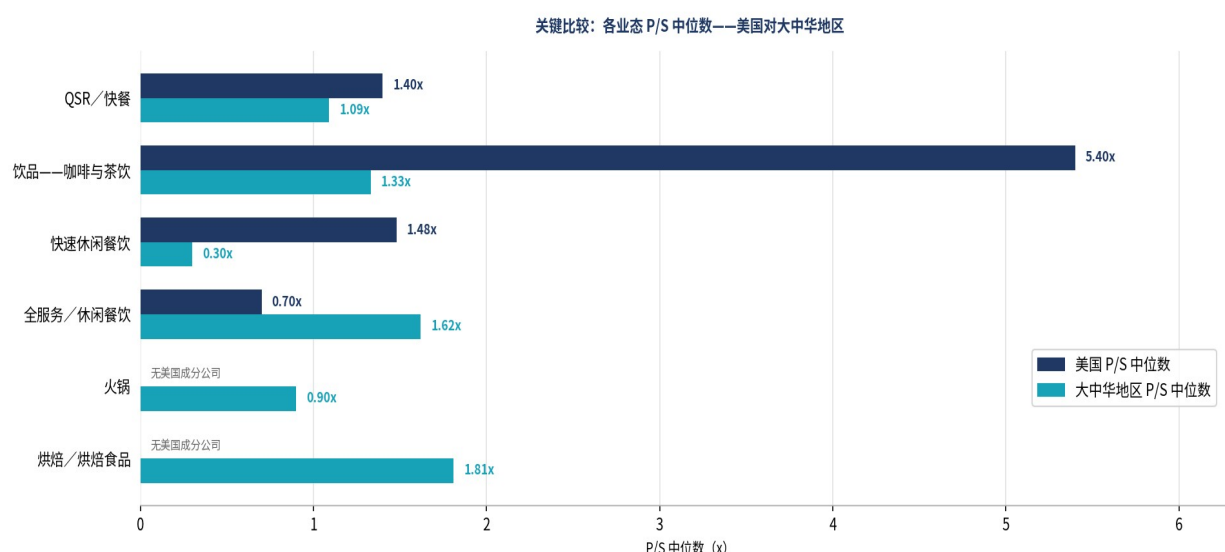
差距最大的是饮品：咖啡与茶饮（美国中位数 5.40x，GC 1.33x）。先看样本：美国只有两家公司，其中一家还在重整；大中华有十家，既有高速增长的加盟体系，也有高端茶馆连锁和亏损转型中的公司。两家对十家的中位数差距，更多反映样本构成，不是国家质量。

现金调整后的极端值也在这个业态：霸王茶姬（Chagee）账上有 10.4 亿美元（\$1.04 billion）现金，借款约 1.05 亿美元（\$105 million），净现金接近市值的 37%。它的企业价值约 15.9 亿美元（\$1.59 billion），约为 FY2025 EBITDA 的 4.7x，是饮品组里有数据可查的公司中最低的 EV/EBITDA。

全服务是唯一一个大中华 P/S 中位数（1.62x）高于美国（0.70x）的主要业态。这同样是样本构成的结果，不能自动当成质量证据：美国那边以成熟、赚钱的休闲餐饮集团为主；大中华这边混合了宴会酒楼、区域企业，以及刚上市、收入基数小、利润薄的成长型公司。

表面上的加盟总部估值差距，只有放进更宽的经济模式分组里才会收敛。而且剩下的差距中，有相当一部分来自收入结构，不是质量。§6 会把需要做的调整讲清楚。

图表 2 · 各业态 P/S 中位数—美国对大中华地区



数据源：CRE 数据工作簿，2026 年 7 月。各业态中位数；大中华地区为蓝绿色，美国为深蓝色。决定性的比较—相同的六个业态在两个资本市场中的定价。

图表 3 · 业态估值仪表盘

业态	美国国家数	GC 家数	美国 P/S 中位数	GC P/S 中位数	Δ P/S	分析说明
QSR／快餐	10	12	1.40x	1.09x	+0.31x	特许费主导型美国体系居前段；年轻的供应链主导型 GC 体系居中段。
饮品—咖啡与茶饮	2	10	5.40x	1.33x	+4.07x	美国仅两家对 GC 十家—属样本组成因素，而非国家质量。
快速休闲餐饮	7	3	1.48x	0.30x	+1.18x	业态内单店估值反差最大（CAVA \$22.7M 对味千 \$0.19M）。
全服务／休闲餐饮	11	18	0.70x	1.62x	-0.92x	唯一 GC 中位数高于美国的业态—属结构混合效应，并非质量的证明。
火锅	0	3	N/A	0.90x	N/A	无美国成分公司；n=3—仅供方向性参考，不具统计稳健性。
烘焙／烘焙食品	0	2	N/A	1.81x	N/A	无美国成分公司；n=2—仅供方向性参考，不具统计稳健性。
合计／全样本	30	48	0.97x	1.28x	-0.31x	两个市场合并定价；中位数是参考点，而非目标。

数据源：CRE 数据工作簿，2026 年 7 月。Δ P/S = 美国中位数减 GC 中位数。完整仪表盘—各地区市值、P/E 中位数、四分位距与各栏样本数—载于 CRE 数据工作簿（Excel），即本刊之数据系统纪录。

6 · 经济模式切分与收入结构矩阵

经济模式切分按收入结构给每家公司分类，不看菜单：加盟相关营收 ≥ 70% 是加盟总部，30–70% 是混合型，< 30% 是直营企业。它回答一个业态视角回答不了的问题：市场付钱买的，是公司卖什么，还是公司怎么赚钱？

做这个比较，先要调整一件事：特许权使用费（royalty，下称特许费）收入和供应链商品销售额，在经济上不是一回事。特许费主导型加盟总部确认的是按加盟商销售额抽取的费用，如 Yum! Brands、Wingstop 与 Dine Brands；供应链主导型加盟总部确认的是卖给体系的商品总额，如蜜雪冰城、Domino's Pizza、沪上阿姨与霸王茶姬。后者的收入分母天然更大，即使整个体系的经营表现和盈利能力不错，P/S 也会显得便宜。本研究覆盖的大中华加盟总部全部是供应链主导型；在本研究样本中，纯特许费模式至今只出现在美国公司身上。收入结构矩阵把这个区别变成可衡量的指针：

图表 4 · 收入结构矩阵

模式	主要经济引擎	公司数	P/S 中位数	P/E 中位数
特许费主导型加盟总部	按加盟商销售额收取费用—收入大多可直接转化为高利润贡献	3	5.26x	28.1x
供应链主导型加盟总部	销售给加盟商的商品总额—收入包含采购后转售予加盟商的商品价值	12	2.58x	28.2x
混合型加盟总部	具实质特许费流，并同时拥有分销业务或直营店基础	2	1.97x	18.5x
混合型平台	直营店与加盟收入均具实质规模	5	—	—
直营连锁	餐厅层级销售额与运营利润率	56	—	—

数据源：CRE 数据工作簿，2026 年 7 月，与 Asset-Light Score 采用相同之经审计收入结构来源。特许费主导型 n=3 与混合型 n=2 均属小样本—仅供方向性参考，不具统计稳健性。直营企业中位数载于 §6；完整的六组经济模式切分—涵盖两个市场、各分组之中位数与汇总值—载于 CRE 数据工作簿（Excel）。

在同一个经济模式分组里，“中国折价”在 P/S 中位数层面大幅收敛。大中华加盟总部的 P/S 中位数是 2.65x，美国是 2.94x；直营企业大致相当（GC 0.96x 对美国 0.85x，若有差异，大中华反而略高）。但“大致相当”只限于 P/S 中位数这一层：换成汇总值和盈利指针，美国仍有明显溢价——直营企业汇总 P/S 美国 2.43x 对 GC 1.16x，直营企业 P/E 中位数 34.2x 对 20.0x。结构解释了剩余差距的相当部分：本样本的特许费主导型加盟总部全部是美国公司（n=3，仅供方向性参考），P/S 中位数 5.26x；供应链主导型是 2.58x（图表 4）。美国加盟总部的溢价也和在美上市公司的构成有关：特许费体系加上 McDonald's 的特许费混合模式，把美国 QSR 的汇总 P/S 倍数推到约 5.1x，远高于 1.40x 的中位数。

我们的解读是：对按总额法确认收入的供应链体系，P/S 可能在表面上压低了它们的相对估值。同一种结构之内，倍数可以直接比；跨结构比较，必须先做转换。后续各期会测试能中和分母效应的指针——EV/毛利（EV/gross profit）、EV/全系统销售额（EV/system sales）与自由现金流转换率——并对全部 78 家公司做结构拆解。指数每季要追踪的问题是：哪家大中华公司会第一个拿到完整的加盟总部倍数。蜜雪冰城是天然的检验案例：一家以 2.5x P/S 倍数交易的供应链上市主体，服务着 59,823 家门店。

7 · 中位数、汇总值与单店估值

一个数字说不清两个资本市场。本期用三个视角看估值：中位数公司、汇总样本组、单一门店。三者可能不一致，但并不矛盾，因为它们回答三个不同的问题：典型公司值多少钱、整组公司作为一个组合值多少钱、市场对每一家门店的期望是多少。

中位数对汇总值。中位数看的是每组中间那家公司；汇总值用整组市值除以整组收入，让最大的体系以全额权重计入。美国直营企业正好说明两者的差别：美国直营企业 P/S 中位数 0.85x，和 GC 直营企业的 0.96x 很接近；但美国汇总值是 2.43x，GC 只有 1.16x，因为美国直营企业的市值集中在少数几家规模大、定价高的体系，大中华的市值则分散在三十五家较小的公司。中位数层面接近、汇总层面美国溢价，这两件事同时成立。

单店定价横跨两个数量级，价差本身就是重点。CAVA 每家店估值接近 \$22.7M，Chipotle 是 \$11.2M，同样做快速休闲的中国香港公司只有 \$0.2–0.7M。跨业态看，火锅单店市值中位数 \$5.6M，远高于茶饮类的 \$0.25M，差距约 22.5x，这是原始 P/S 看不出来的。这种差距说明，市场对单店产能、增长空间、品牌质量与融资能力的期望完全不同。（单店数字仅供方向性参考：披露的门店数混合了直营、加盟与授权门店。）

这个基准支持一个工作性结论：两个市场都在为经济模式定价，而且分辨能力越来越强。组别表格看不出来的是：哪些公司靠实力赢得倍数，哪些只是继承了所在分组的倍数。S8 的四组跨市场品牌家族，就是对这个最严格的检验。

8 · 四组跨市场品牌案例

业态内部的差距不比业态之间小：同样是火锅，海底捞市盈率 13.7x，特海国际 21.0x，呷哺呷哺亏损（NM-E）。四组跨市场品牌家族——业务相关、品牌同源、上市地点不同——把组别层面的解释放到最严格的检验之下。

图表 5 · 跨市场品牌家族监测

品牌家族	公司（上市地）	经济角色	市值 (\$mm)	门店数	单店 市值	P/S	P/E
Yum! 体系	Yum! Brands (YUM, NYSE)	特许费主导型全球加盟总部	43,150	63,000	\$0.68M	5.26x	28.1x
	百胜中国 Yum China (YUMC, NYSE / HKEX)	中国直营被许可方	14,870	18,000	\$0.83M	1.23x	16.6x
海底捞体系	海底捞 Haidilao (6862, HKEX)	大中华地区母公司	7,771	1,383	\$5.62M	1.24x	13.7x
	特海国际 Super Hi (HDL, Nasdaq / HKEX)	分拆之海外业务	760	126	\$6.04M	0.90x	21.0x
Domino's Pizza	Domino's Pizza (DPZ, Nasdaq)	全球品牌拥有者暨加盟总部	10,650	22,100	\$0.48M	2.14x	18.4x
	达势股份 DPC Dash (1405, HKEX)	中国总加盟商暨直营企业	578	1,550	\$0.37M	0.96x	86.9x
Kura Sushi	Kura Sushi USA (KRUS, Nasdaq)	日本藏寿司之美国被许可方	661	84	\$7.87M	2.15x	NM-E
	亚洲藏寿司 Kura Sushi Asia (2754, TPEX)	日本藏寿司之中国台湾地区被许可方	112	60	\$1.87M	1.46x	18.9x

数据源：CRE 数据工作簿；市值依各列所列日期，2026 年 7 月。四组品牌家族内的相关上市公司一并非同一上市经济利益；每组价差之方向取决于所选指针。大中华样本组之成员列以底色标注。单店市值仅供方向性参考：所披露门店数混合直营、加盟与授权门店。NM-E = 不具意义（负值或极小之过去十二个月盈利）。

案例 1 · Yum! Brands (YUM) / 百胜中国 (Yum China, 9987.HK, YUMC) — 拆解倍数差距：先看结构，再论中国折价

这一组是全样本中最理想的自然对照组：品牌高度重叠，管理层同源，股权互不持有，但赚钱方式完全不同。YUM 经营一个以加盟为主、超过 63,000 家餐厅的体系；YUMC 的约 18,000 家门店多数自营。2016 年分拆时，YUMC 的股权 100% 按比例分派，YUM 没有保留任何股份（Form 10；交割 8-K），并放弃了原先向 KKR/CIC 出售 19.9% 股权的方案，改成一份为期 50 年、按全系统销售额 3% 计费的主特许授权。品牌相同的前提下，收入结构与公司所属市场，就成了解读估值差距的两个主要视角。成长性、成熟度、杠杆、治理与流动性当然也有差异；本案例衡量的是前两者的规模。

P/S 价差无法提供明确的公司所属市场信号。YUM 的 P/S 倍数是 5.26x，YUMC 是 1.23x。但要先看利润结构：一美元特许费收入带着约 45–50% 的营业利润率；一美元直营收入扣掉食材、人力和租金，只剩约 10%。4.3x 的 P/S 倍数比率，和利润率比率差不多，这个分母效应在供应链主导型组里是一致的（图表 4）。真正有信息量的是盈利端价差：EV/EBITDA 降低了利润率结构的扭曲（但没有消除资本密集度和现金转换的差异），差距收敛了，却没有消失——EV/EBITDA 是 19.1x 对 8.6x，P/E 是 28.1x 对 16.6x。我们把剩余差距中相当的部分，归因于两个结构性因素：**现金转换**（加盟商替 YUM 出单店资本支出；YUMC 的 EBITDA 每年要承担数千家新店建设）和**收入的优先性和稳定性**（按全系统销售额 3% 计收的费用，不承担其下任何经营波动）。剩下的差距，与一个更广的、结构解释不了的中国直营企业折价一致。横截面数据只能佐证，不能证明因果：**美国直营企业的 P/E 中位数是 34.2x，大中华是 20.0x**。基本面反而指向相反方向：YUMC 增长更快、持有净现金，YUM 是杠杆资产负债表，这些本来应该支持溢价。NYSE/HKEX 双重上市，让纯交易所机制因素的可能性偏低，但投资人结构、流动性或国家风险效应无法排除。

这组数据说明：**市场为收入引擎定价，不为品牌定价**。结构解释了 P/S 倍数差距，按我们的归因，也解释了盈利端差距的相当部分；剩余的中国折价已经量出来了，但还没有完成因果拆解。这个案例还显示了一件全样本里独一无二的事：把可观察的结构差异都算进去之后，仍然存在一个可以衡量的中国折价。但目前还不能据此认为存在错误定价。这个剩余差距是量出来的折价，不是结论；检验在于会不会出现第一家向美国同等倍数重估的大中华直营企业——CRE Index 会按季追踪。

案例 2 · 海底捞 (Haidilao, 6862.HK) / 特海国际 (Super Hi, HDL, 9658.HK) — 会翻转方向的价差：生命周期，而非一致的上市市场效应

案例 1 固定品牌、变动结构；这一组反过来：固定结构，变动的是生命周期和地理范围。海底捞与特海国际都是直营连锁，做的是同一个火锅业态。海底捞在中国内地、中国香港、中国澳门与中国台湾地区经营 1,383 家餐厅；特海国际 2022 年 12 月以实物分派方式分拆，2024 年 5 月起在 Nasdaq 上市，经营品牌在其他所有地区的 126 家餐厅。两家上市公司没有股权重叠，也没有特许费往来：海底捞商标由创办人的私人主体持有，免特许费授权双方使用，所以不像 Yum 家族那样需要剔除费用流。需要注意的是，两家公司受同一位控制股东支配（张勇相关主体：持有海底捞约 60%、特海国际约 46%）。

关键线索是：**价差方向随指针而翻转。特海国际在盈利端比母公司贵：以 FY2025 计 21.0x 对 13.7x**，对应 2026 年 7 月 7.6 亿美元（\$760 million）市值；但在销售面比母公司便宜：0.90x 对 1.24x。如果真有一致的美国上市溢价，两组价差应该指向同一个方向。方向相反，说明市场定价的是生命周期：盈利倍数把扩张预期计入薄弱的早期利润；P/S 倍数奖励成熟母公司的利润率和门店密度。另一个诊断指针是单店市值，它在本案例中扮演案例 1 里 EBITDA 的角色：\$6.04M 对 \$5.62M，几乎相同。在两组互相矛盾的价差之下，市场给边界两侧的海底捞餐厅的隐含价值，其实大致相近。

这一案例表明：**不存在一致的美国上市溢价**。价差方向取决于指针，而几乎相同的单店市值，与“市场给单店的隐含价值大致可比”的解释一致。但目前还不能据此认为特海国际的增长溢价已获得基本面支持。后续要看收敛：如果海外单店盈利能力向母公司靠拢、盈利倍数压缩到 13–14x 而股价不跌，就说明当初的增长定价是对的。我们会按季追踪这两点。

案例 3 · Domino's Pizza (DPZ) 与达势股份 (DPC Dash, 1405.HK) — 品牌与门店被分开定价

这一组补上前两个案例缺的一层：**现行有效的合约特许费，和现行持有的股权**。DPZ 是品牌拥有者；达势股份是它在中国内地、中国香港与中国澳门的独家总加盟商，直接经营全部 1,550 家门店（2026 年 6 月），不做次加盟——比百胜中国更纯粹的直营企业，也是全球五家上市 Domino's 总加盟商之一。双方有三层链接：一份主特许协议（2017 年，人民币 9.59 亿元（RMB 959 million）授权费），附带按销售额持续计收的特许费（DPZ 国际体系约 3%）；一笔 DPZ 正在减持的剩余股权（2024 年 10 月从 13.87% 降到 6.21%，仍持有）；除此之外没有别的。DPZ 本身不是纯特许费模式：它最大的业务分部是全资拥有的美国供应链，与加盟商分享 50% 税前利润。这正是它被放进图表 4 供应链主导型组的原因，即便它在中国的经济利益是纯特许费。

这一组同时展示了本期的两个效应。销售面看结构：DPZ 的倍数是 2.14x，达势股份是 0.96x。DPZ 的每一美元收入混合了 **5.5% 的美国特许费、供应链商品销售总额和约 3% 的中国特许费费用**；达势股份的每一美元收入，要承担它经营的每家门店的全部成本。同一笔全系统销售额产生两条入账收入：在中国香港记直营收入，在密歇根记费用收入，而市场给费用流的 P/S 倍数高出一倍以上。盈利端看生命周期，方向像案例 2 一样翻转：达势股份 86.9x，远高于 DPZ 的 18.4x。这个倍数的算术基础，是刚转正、还很薄的利润；市场**愿意付这个倍数，赌的是直营门店模式**。因为达势股份直接经营每家店，市场看起来正在为“异常高质量的增长”提前付钱：外送主导的业态、单一运营标准、4,190 万名（41.9 million）会员的统一忠诚体系、低线城市十二个月回本且没有加盟商差异——H1 2026 净增 235 家门店，靠复制完成，不靠委托。股权持仓让这个判读更清晰：DPZ 每季重估它的持股（Q1 2026 确认 \$30.0 million 未实现损失），等于一家加盟总部拿自己从同一批门店收到的特许费作对照，为这个增长载体划出价格线。

这一案例表明：**同一个品牌的特许费层和运营层，只要分开上市，就会被定价成两种不同的资产**。结构决定 P/S 倍数，生命周期决定盈利倍数，运营模式决定生命周期溢价的大小。它也说明，结构分类必须看合并收入结构，不能只看单一市场的收入流。但目前还不能据此认为 86.9x 是合理的。这个倍数的前提，是直营管控在规模化之后还能保持：第一家低线城市门店的执行水平，要和第一百家一样——而这正是必胜客（Pizza Hut）用次加盟方式回应的风险。后续检验和特海国际相同，再加一条：利润成熟时，盈利倍数是否向加盟总部方向压缩而股价不跌；以及

达势股份是否守住直营路线，因为转向次加盟，就是收入结构矩阵要捕捉的结构改变。这一组会作为常设的季度指针：市场为中国披萨销售额的“费用”付多少钱，对照为产生这些销售额的“门店”付多少钱。

案例 4 · Kura Sushi USA 与亚洲藏寿司（Kura Sushi Asia）——一个母公司、四个市场、三种公开市场估值

Kura Sushi, Inc. (TSE: 2695) 1977 年在大阪开出第一家寿司店，如今是日本两大回转寿司连锁之一：本土约 550 家餐厅，全球体系接近 700 家，每一家都是直营。这一点统领了整个案例：**Kura 是 Domino's 模式的反面——它在任何地方都不做加盟。海外扩张先通过全资子公司，再分拆上市，但两家都保住控制权**：Kura Sushi USA (Nasdaq, 2019 年 8 月, \$14.00 全数发行新股 IPO, 母公司未出售任何持股) 与亚洲藏寿司 (TPEx, 2020 年 9 月, 中国台湾地区第一家上市回转寿司公司)。合约链接只有按美国净销售额 0.5% 计收的象征性特许费，是 Yum 费率的六分之一，因为 Kura 靠合并报表变现子公司，不靠收费。它也从没有在任何一家子公司获利了结：母公司在 KRUS 的表决权从 IPO 时约 81% 降到今天的 67%，在亚洲藏寿司从约 83% 降到约 67%，全部来自子公司自己为开店融资造成的稀释。在美国，它是净买入方。四组品牌家族里，Kura 是纯粹的合并者：没有卖过股份，没有实现退出，也没有特许费收入引擎。这个结构让三个资本市场同时为同一个餐饮体系定价，而它们给出的价格差别很大：

图表 6 · Kura Sushi 品牌家族的四个市场

公司主体（上市地）	进入年份	IPO／上市	母公司持股： IPO → 目前	门店数	AUV	市值	P/S	P/E	单店市 值
藏寿司 Kura Japan (2695, TSE Prime)	1977 大阪	Nasdaq Japan, 2001 → TSE	— (母公司)	~550	\$2.2M*	¥124.4B (~\$0.86B)	0.49x	26.8x†	\$1.6M
Kura USA (KRUS, Nasdaq)	2008; 2009 年于 Irvine 开 出首店	2019 年 8 月, \$14.00, 全数新 股发行	表决权约 81% → 67% (从未出 售; 净买入方)	84	\$3.7M	\$661M	2.15x	NM-E	\$7.87M
亚洲藏寿司 Kura Asia ——中国台湾地区 (2754, TPEx)	2014 台北	2020 年 9 月 17 日	约 83% → 约 67% (因稀释而 降, 非出售)	60	\$1.3M	TWD 3.61B (~\$112M)	1.46x	18.9x	\$1.87M
Kura China (上海, 未 上市)	2023 年 6 月	未上市	持股约 67% → 2025 年退出	高峰 3 家, 陆续 歇业	—	—	—	—	—

*仅日本估计值：合并收入 ¥245.1B 扣除美国与中国台湾地区子公司收入，除以日本本土约 550 家门店基数。†暂定值，待第 2 期数据更新。
AUV 以 Publication Values 之单店过去十二个月收入列示；KRUS 公司自行披露之成熟门店 AUV 略高于此。数据来源：KRUS 10-K 与 IPO 申报文件；日本藏寿司有价证券报告书与 IR 数据；stockanalysis.com (2026 年 6 月)；CRE 数据工作簿，2026 年 7 月。

逐行对照，结论很清楚。一家美国 Kura 餐厅年收入 370 万美元 (\$3.7 million)，是日本同门的 1.7 倍、中国台湾地区同门的近三倍，所以单店价值的差距，有一部分来自真实的经营表现。但只是一部分：市场为德州的店付 \$7.87M，为台北的店付 \$1.87M，为大阪的原型店付约 \$1.6M。用单店价值除以单店收入，就能还原各市场的 P/S 倍数：2.15x、1.46x、0.49x。这就是本案例浓缩成一行算术的发现。剩余的溢价主要不在餐厅的经营科目里，而在各市场给的倍数里——上市市场是可能的解释之一，和增长空间、利润率成熟度、流动性并列。到了控股层面，算术变得更有意思：母公司总市值只比它的美国子公司高约 2 亿美元 (\$200 million)。也就是说，扣掉母公司在两家子公司的持股后，市场给 550 家日本餐厅的价值，只是它给 84 家美国餐厅价格的一小部分。**Nasdaq 在为盈利前的长跑道定价；台北按中国台湾地区的现况定价；东京给的是一个成熟、薄利的本土市场价格，上面还叠了一层综合企业母公司折价。**

这个家族的第四行是一条警示，而且恰好和一本写中国的书有关。Kura 2023 年 6 月通过上海子公司进入中国内地，开到三家店后，2025 年决定全面撤出——这是该体系历史上唯一退出过的市场。对照本身就是重点：同一个企业家族、同样三年，美国分拆主体被重估到这几组品牌家族里最高的单店价值，内地业务却没能开出第四家店。

这一案例表明：案例 2 与案例 3 的成长期溢价，不是中国独有的现象。高度相似的生命周期定价，出现在一个没有大中华增长主体的日本家族里——这是本期反驳“一致上市市场论”最有力的单一证据。**但这并不代表：**其中任何一家被错误定价，也不能从 Kura 在中国的挫败，推论市场会怎么给中国餐饮股定价。后续需要观察两件事：KRUS 的溢价能否在走向盈利成熟的过程中保持；母公司的剩余价值折价——三个上市主体、一个品牌，拥有者的定价垫底——会收敛还是持续。

四个案例说明了什么，还有什么没说明

把四组放在一起看，最简单的故事讲不通：如果美国上市本身就能创造溢价，所有价差应该指向同一个方向。事实不是这样。特海国际盈利端比母公司贵、销售面比母公司便宜；达势股份盈利倍数 86.9x 远高于其加盟总部的 18.4x，P/S 倍数却不到对方一半；Kura USA 亏着钱，P/S 倍数却高于亚洲藏寿司，而日本母公司比两家都便宜；Yum! 的差距先拆掉结构因素，剩下的部分与横截面独立测出的直营企业中国折价相符。每一组价差跟着结构、成熟度与增长质量走的程度，都远高于跟着地理走的程度。

我们的解读是：单靠上市地点，解释不了观察到的差异。结构、生命周期、运营模式、盈利能力与流动性先起作用；把这些因素都算进去之后仍然存在的差距——案例 1 测出的中国折价——是一个要继续追踪的剩余差距，不应直接视为定论。所以这项跟踪（图表 5）把上市市场当作多个可能解释之一。如果同一基准日、控制结构差异的比较，在生命周期调整后仍显示系统性的上市市场价差，本期论点就要修正——后续各期会做这个检验。

9 · 餐饮企业管理层可以采取的六项行动

以上证据可以落成六个管理动作。没有一项需要预测市场；每一项都要求管理层想清楚，并且披露：这家公司打算成为什么样的经济系统。

有意识地设计收入结构。在特许费、供应链通量、直营门店与数据变现之间怎么选，既是经营决策，也是资本市场决策：它在任何一份季报付印之前，就决定了公司会被放进哪个倍数分组。数据很直接：特许费主导型体系的 P/S 中位数 5.26x，供应链主导型 2.58x，直营企业接近 1x。案例 3 还显示，同一笔全系统销售额会产生两条入账收入、对应两种倍数：在中国香港记直营收入，在密歇根记费用收入。结构是自己选的；分组是跟着继承的。

披露体系经济模型，而不只是会计收入。一家只披露合并收入的供应链加盟总部，等于邀请市场把商品销售额读成结构性低利润的收入。改善方式是增加披露：全系统销售额、加盟商单店盈利能力、按收入引擎拆分的毛利，以及每净增一家门店需要多少资本。

把门店增长与门店复制质量分开。门店数是最容易做大、对定价信息量最低的数字。在 TCM™ 之下，真正压缩时间的是稳定的复制：新店按计划达到成熟的收入水平、利润率和回本。除了开店节奏，还应该披露各批量门店的成熟曲线、回本期和加盟商单店盈利能力。本期呈现的单店估值差距——可比的在营餐厅业态之间从 \$0.06M 到 \$22.7M——就是市场对这个差异的即时报价。案例 3 说明溢价正在被实时支付：达势股份的盈利倍数反映的不是门店数，而是受控的复制——单一标准下的十二个月回本，模型和门店之间没有加盟商差异。

出海之前，先建立资本市场沟通机制。美国上市不会自动带来溢价：§8 显示，每一组跨市场价差的方向都取决于指针。出海前先想清楚：目标市场会把公司放进哪个经济模式分组和可比公司组；怎么让单店经济模型、治理和增长质量在那个市场清晰可读；怎么预先化解可以预见的误读——商品供应收入被读成低利润，加盟商资本被读成杠杆。这一课的方向是对称的：四组品牌家族里最高的盈利倍数不是在纽约给出的，而是在中国香港，给了一家门店复制质量可以验证的中国直营企业；而在本土上市二十年的 Kura 母公司，估值低于它的两

家海外分拆主体。不管在哪里上市，市场奖励的都是可读性和增长质量。还要记住，转译只在单向有效：Kura 在 Nasdaq 的强势估值叙事，没能阻止它两年后撤出上海。

审慎选择母公司在本土市场之外变现海外体系的方式。四组品牌家族覆盖了完整的选项光谱：只收授权费、不持股（Yum!）；共同控制、不收费（海底捞）；特许费加上已部分出售／套现的持股（Domino's）；全额合并加象征性 0.5% 特许费（Kura）。市场为这个选择本身定价：纯收费者的 P/S 倍数 5.26x，纯合并者 0.49x，而且这个合并者快速增长的美国子公司，价值几乎等于持有它三分之二股权的整个母公司。分拆可以释放被合并报表困住的价值；收费可以把海外增长换成本土市场的倍数。海外载体怎么搭，是一项在任何市场定价之前很多年就已经做出的估值决策。

把数据、供应链与消费者决策接近度当作战略资产。在 REEF™ 的演进路径上，餐饮权力最持久的层次——数据、关系和决策掌控——从不出现在菜单上，也很少出现在业态披露里。拥有这些资产的公司，应该去衡量并披露；租用这些资产的公司，应该说明向谁租。不管管理层披露与否，市场已经在为系统掌控力定价。

全篇贯穿同一个论点：**投资人为餐饮企业定价，看的不是菜系或国籍，而是这个体系能不能把需求变成可规模化、可防御的现金流。**

10 · 下期预告：CRE Model Portfolio™

一个框架只有能对照它事先不知道的结果做检验，才谈得上可信。CRE Model Portfolio™ 的目的，就是让本书的框架可以被检验，而不是变成选股捷径。作为一个规则化的影子筛选组合，它问一个有纪律的问题：按本书标准得分更高的公司，之后的经济表现是否好于它的自然基准——CRE Greater China Restaurant Index™？

完整方法论——资格、评分、数据层级、权重、再平衡与利益冲突控管——会在任何结果发布之前冻结，并在 2026-Q4 期发布，每一项评分都能回溯到注明来源和日期的数据工作簿。**本报告仅为研究通讯，不构成投资建议、要约或招揽；第 1 期不发布任何持仓、权重、进场价格、排名或假设性收益。**

11 · Global Innovation Institute 的 Dr. Cervantes Lee

李志杰博士为 Global Innovation Institute 首席执行官、Pacific Consumer Growth Fund（跨太平洋 AI 原生消费投资平台）创始首席执行官，拥有逾二十年机构直接投资经历，历任 AIG 南山人寿（时属 AIG，NYSE: AIG）、CBRE Global Investors（NYSE: CBRE）、中国高科集团（SHA: 600730）与贝壳 KE Holdings（NYSE: BEKE），并完成 600 笔以上餐饮与零售据点交易。其餐饮资历是实际运营资历：曾任美国最大亚洲餐饮企业 Panda Restaurant Group 投资总监，主导四项美亚合资案，合计合作伙伴销售额逾 20 亿美元（\$2 billion）、全球门店 4,000 家以上；并曾任多店茶饮业者 Lollicup Coffee & Tea 总经理，亲自运营门店。他亦曾为亚洲餐饮生态系的领导品牌担任高端培训讲师或企业顾问，包括 Tous les Jours Bakery、老乡鸡（Home Original Chicken）、Sunjuice Holdings、Kizuki Ramen、Noodle Street 与 Tang Bar。

学术路径同样经过刻意布局。他拥有 USC 餐饮教育博士学位，为 UNLV 多店餐饮管理学程创始教师，并于 CEIBS（中欧国际工商学院）、清华大学与台湾大学的高端经理人课程任教——正是美中两国下一代餐饮领导人学习解读彼此的教室。他是 *Multi-Unit Restaurant Management*（《多店餐饮管理》，2025）与即将出版之 *China Restaurant Empire*™（中国餐饮帝国™）之第一作者，本季刊即为该书的常设研究伴刊。

关于 Global Innovation Institute

Global Innovation Institute 是 2025 年 8 月与 Nasdaq Entrepreneurship Center（纳斯达克创业中心）共同设立的非营利教育平台，聚焦于本报告所处的前沿地带：跨境创新、AI 赋能商务，以及连接美国与亚洲的资本市场教育。其早期成果包括首届 Nasdaq 联名亚洲餐饮 CEO 峰会（2025 年 10 月），以及为 Alibaba.com 及其全新 AI 原生工具 Accio Work 在美国市场提供市场进入顾问服务。

作者的话—估值盲区

我是从行业内部写这份报告的，不是从行业上方。每一届在赴美路上听我课的中国餐饮创始人，都让我从另一个方向看到同一个盲区：中国企业看不清美国资本市场会怎么给自己定价；美国投资人也没法给门店数、加盟结构和增长节奏在本土毫无先例的公司定价。一家看起来像分销公司的 40,000 家门店连锁；一家自己有工厂的加盟总部；一家在全球品牌家族里拿到最高盈利倍数的中国香港上市披萨公司。双方都没有错，只是各自都在用手上仅有的那把尺读对方。这份报告要做的，就是从两边同时化解这个盲区：同一个样本、同一把尺、一季接一季。

12 · 免责声明、数据源与治理

免责声明

本刊物仅属研究评论，供信息与教育目的使用。本刊物非投资建议、非要约，亦非买卖任何证券之推荐，任何投资决策均不应以本刊物为依据。所有数字均依 CRE 数据工作簿所列之来源与基准日列示；衍生与暂定数字均标注为此类。作者声明：本刊物所表达之观点准确反映其所讨论公司与市场之个人研究观点。作者与 Global Innovation Institute 可能持有、担任顾问或投资于本刊物所涵盖之公司；本刊物之编制独立于任何此类利益，且 CRE Model Portfolio™ 将于 2026-Q4 期随其方法论一并发布利益冲突控管。截至发布日，作者、Global Innovation Institute、Pacific Consumer Growth 及其关联主体均未实益持有 S8 所具体分析之发行人证券、未从其收取报酬、也未与其保持顾问关系，且任何发行人均未在发布前审阅或批准本报告。所有涵盖公司之持仓层级披露，将随 CRE Model Portfolio™ 利益冲突控管框架一并发布。

数据源

数据源包括公司披露文件、交易所数据及 stockanalysis.com (S&P Global 数据) 一后者为二手汇总来源；主要结论在可得之处均以公司申报文件和交易所文件为准。逐列来源与基准日载于 CRE 数据工作簿 (Excel)，即本刊物之数据系统纪录。Primary Source URL 字段涵盖所有美国上市公司列及霸王茶姬 Q1 2026 业绩发布；其余大中华发行人之交易所申报链接将于 2026-Q4 更新时附上。CRE 数据工作簿可向 Global Innovation Institute 索取 (clee@giinow.org)；公开方法论页面将随 2026-Q4 指数启动同步发布。

数据期间惯例

数据截至 2026 年 7 月 11 日，市场价格采用至 2026 年 7 月 10 日。市场价格在可取得之处为最新；部分较小市值之大中华发行人保留最近一次经核验之前期数据点，于工作簿中标注（核验期别为 2025 年 6 月至 2026 年 7 月）。每一发布数字于数据工作簿中均注明来源与基准日，且本刊所印每一数字均与工作簿之 Publication Values 层核对一致：以 Excel ROUND（算术四舍五入）依所列精度处理—P/S 至小数两位，P/E 与 EV/EBITDA 至小数一位。

图例

N/A = 本轮不可得或未披露。NM-E = 不具意义（负值或极小之过去十二个月盈利）。NM-D = 不具意义（EBITDA 为负值或接近零）。凡 P/E 为 NM-E 者，请以 P/S 与 EV/EBITDA 为主要倍数。除另有注明外，P/E 与 EV/EBITDA 均为过去十二个月 (ttm)。PEG 因增长率方法论尚未定义，第 1 期暂不纳入。单店市值仅为方向性诊断指针：所披露门店数混合直营、加盟与授权门店，故非标准化之单店估值。

已知限制与下一季优先事项

二十二列带有“已填入—待核验”状态，待第二来源确认；二十七项门店数为作者提供，待交易所申报文件核验；一个收入期间采用 FY2024 替代值。2026-Q4 更新将完成全部 48 家大中华成分公司之同一基准日市值作业、所有标记列之核验，并发布 CRE Model Portfolio™ 方法论。

引用本期

Lee, C. (2026). China Restaurant Empire Quarterly, Edition No. 1 — 2026-Q3 Inaugural Baseline. Global Innovation Institute, July 2026.

附录一比较估值：78 家公司

涵盖每一家公司、两个市场、相同指针；大中华地区列以底色标注（样本组归属依品牌体系来源，而非上市市场或运营版图—特海国际为海底捞之海外载体，于 Nasdaq 与 HKEX 上市，因此列为大中华成分公司）；每一业态最后一列为其中位数列。P/S 至小数两位，P/E 与 EV/EBITDA 至小数一位—每一数字均与 CRE 数据工作簿（Excel）核对一致，该工作簿为数据系统纪录。样本组中位数以完整精度之底层数值计算，可能与以表列四舍五入值重新计算之中位数不同。市值与收入单位为百万美元；单店市值 = 单店市场价值（\$mm）。中位数列显示样本组 n；各栏 n 依披露情况而异。N/A / NM-E / NM-D 依图例（§12）。火锅（n=3）与烘焙（n=2）为小样本—仅供方向性参考。数据源：CRE 数据工作簿，2026 年 7 月。

全样本中位数—所有业态合并（78 家公司）

公司	股票代码	地区	市值	营业收入	门店数	单店市值	P/S	P/E	EV/EBITDA
全样本中位数—78 家公司（P/S n=76 · P/E n=61 · EV/EBITDA n=29）						0.68	1.23x	23.7x	14.9x

QSR／快餐

公司	股票代码	地区	市值	营业收入	门店数	单店市值	P/S	P/E	EV/EBITDA
McDonald's Corporation	MCD	USA	195,100	27,450	45,356	4.30	7.11x	22.6x	16.7x
Yum! Brands, Inc.	YUM	USA	43,150	8,210	63,000	0.68	5.26x	28.1x	19.1x
Restaurant Brands International Inc.	QSR	USA	35,330	9,430	32,985	1.07	3.75x	29.5x	17.8x
百胜中国（Yum China）	YUMC	GC	14,870	12,090	18,000	0.83	1.23x	16.6x	8.6x
Domino's Pizza, Inc.	DPZ	USA	10,650	4,980	22,100	0.48	2.14x	18.4x	15.0x
Wingstop Inc.	WING	USA	4,445	697	3,153	1.41	6.38x	40.9x	37.4x
绝味食品（Juewei Food）	603517.SS	GC	1,475	913	14,969	0.10	1.62x	28.2x	N/A
The Wendy's Company	WEN	USA	1,453	2,190	7,397	0.20	0.66x	10.6x	11.3x
紫燕食品（Shanghai Ziyen Foods）	603057.SS	GC	1,234	368	6,300	0.20	3.35x	3.3x	N/A
Papa John's International, Inc.	PZZA	USA	1,104	2,050	6,083	0.18	0.54x	38.7x	10.1x
煌上煌（Jiangxi Huangshanghuang）	002695.SZ	GC	798	230	3,660	0.22	3.47x	110.0x	N/A
周黑鸭（Zhou Hei Ya）	1458.HK	GC	664	313	3,816	0.17	2.12x	58.0x	N/A
大家乐集团（Café de Coral Holdings）	0341.HK	GC	582	1,110	580	1.00	0.52x	18.0x	N/A
达势股份（DPC Dash · Domino's China）	1405.HK	GC	578	604	1,550	0.37	0.96x	86.9x	N/A
Dine Brands Global, Inc.	DIN	USA	511	867	3,500	0.15	0.59x	15.4x	11.3x
El Pollo Loco Holdings, Inc.	LOCO	USA	310	480	490	0.63	0.65x	12.5x	9.7x
谭仔国际（Tam Jai International）	2217.HK	GC	269	362	234	1.15	0.74x	26.6x	N/A
Jack in the Box Inc.	JACK	USA	263	1,430	2,136	0.12	0.18x	7.4x	12.4x
扬秦国际（YoungQin International）	2755.TW	GC	192	78	850	0.23	2.46x	21.1x	N/A
安心食品（An-Shin Food Services）	1259.TW	GC	81	186	300	0.27	0.43x	29.3x	N/A
大快活（Fairwood Holdings）	0052.HK	GC	74	389	140	0.53	0.19x	N/A	N/A
三商餐饮（Mercuries F&B）	7705.TW	GC	70	195	380	0.18	0.36x	23.7x	N/A
组别中位数（n=22）						0.32	1.09x	23.7x	12.4x

饮品—咖啡与茶饮

公司	股票代码	地区	市值	营业收入	门店数	单店市值	P/S	P/E	EV/EBITDA
Starbucks Corporation	SBUX	USA	120,820	38,470	41,129	2.94	3.14x	80.9x	26.6x
Dutch Bros Inc.	BROS	USA	12,550	1,638	1,136	11.05	7.66x	113.8x	48.1x
蜜雪冰城（Mixue Group）	2097.HK	GC	11,747	4,674	59,823	0.20	2.51x	41.7x	10.0x
瑞幸咖啡（Luckin Coffee）	LKNCY	GC	9,410	7,047	31,000	0.30	1.34x	18.3x	N/A
古茗控股（Guming · Good me）	1364.HK	GC	6,443	1,220	13,554	0.48	5.28x	40.9x	N/A
沪上阿姨（Auntea Jenny）	2589.HK	GC	2,846	448	9,367	0.30	6.35x	37.7x	N/A
霸王茶姬（Chagee · Bawang Chaji）	CHA	GC	2,516	1,894	7,531	0.33	1.33x	18.1x	4.7x
茶百道（Sichuan Baicha Baidao）	2555.HK	GC	912	691	8,395	0.11	1.32x	N/A	N/A
奈雪的茶（Nayuki · Naixue）	2150.HK	GC	167	686	1,574	0.11	0.24x	NM-E	N/A
联发国际餐饮（Lian Fa）	2756.TW	GC	91	22	500	0.18	4.13x	31.7x	N/A
天好中国（TH International · Tims China）	THCH	GC	79	184	1,022	0.08	0.43x	NM-E	NM-D

公司	股票代码	地区	市值	营业收入	门店数	单店市值	P/S	P/E	EV/EBITDA
路易莎 (Louisa Coffee)	2758.TW	GC	51	100	530	0.10	0.51x	31.9x	N/A
组别中位数 (n=12)						0.25	1.92x	37.7x	18.3x

快速休闲餐饮

公司	股票代码	地区	市值	营业收入	门店数	单店市值	P/S	P/E	EV/EBITDA
Chipotle Mexican Grill, Inc.	CMG	USA	45,220	12,140	4,042	11.19	3.72x	32.3x	21.6x
CAVA Group, Inc.	CAVA	USA	9,973	1,169	439	22.72	8.53x	142.4x	67.4x
Shake Shack Inc.	SHAK	USA	2,330	1,445	645	3.61	1.61x	56.6x	18.3x
Sweetgreen, Inc.	SG	USA	996	675	281	3.54	1.48x	70.5x	NM-D
Portillo's Inc.	PTLO	USA	446	732	104	4.29	0.61x	21.9x	N/A
Potbelly Corporation	PBPB	USA	385	469	471	0.82	0.82x	49.4x	25.1x
太兴集团 (Tai Hing Group)	6811.HK	GC	118	421	220	0.53	0.28x	15.0x	N/A
味千中国 (Ajisen (China) Holdings)	0538.HK	GC	106	239	560	0.19	0.44x	N/A	N/A
Noodles & Company	NDLS	USA	88	495	423	0.21	0.18x	NM-E	N/A
翠华控股 (Tsui Wah Holdings)	1314.HK	GC	35	116	52	0.67	0.30x	21.3x	N/A
组别中位数 (n=10)						2.18	0.71x	40.9x	23.3x

全服务 / 休闲餐饮

公司	股票代码	地区	市值	营业收入	门店数	单店市值	P/S	P/E	EV/EBITDA
Darden Restaurants, Inc.	DRI	USA	23,660	13,210	2,360	10.03	1.79x	21.5x	15.9x
Texas Roadhouse, Inc.	TXRH	USA	10,440	5,880	810	12.89	1.78x	26.0x	16.5x
Brinker International, Inc.	EAT	USA	6,290	5,734	1,628	3.86	1.10x	14.6x	9.9x
The Cheesecake Factory Incorporated	CAKE	USA	2,630	3,752	403	6.53	0.70x	17.6x	N/A
小菜园 (Xiaocaiyuan International)	0999.HK	GC	1,542	764	819	1.88	2.02x	15.4x	N/A
广州酒家 (Guangzhou Restaurant Group)	603043.SS	GC	1,273	708	20	63.66	1.80x	18.0x	N/A
First Watch Restaurant Group, Inc.	FWRG	USA	1,037	1,223	633	1.64	0.85x	53.5x	N/A
BJ's Restaurants, Inc.	BJRI	USA	880	1,400	219	4.02	0.63x	17.7x	10.0x
同庆楼 (Tongqinglou Catering)	605108.SS	GC	859	356	110	7.81	2.41x	30.6x	N/A
Cracker Barrel Old Country Store, Inc.	CBRL	USA	765	3,360	725	1.06	0.23x	34.2x	14.9x
西安饮食 (Xi'an Catering)	000721.SZ	GC	706	92	30	23.54	7.68x	NM-E	N/A
王品餐饮 (Wowprime)	2727.TW	GC	668	694	470	1.42	0.96x	15.3x	N/A
Kura Sushi USA, Inc.	KRUS	USA	661	307	84	7.87	2.15x	NM-E	28.3x
Dave & Buster's Entertainment, Inc.	PLAY	USA	591	2,110	232	2.55	0.28x	NM-E	10.2x
绿茶集团 (Green Tea Group)	6831.HK	GC	552	607	465	1.19	0.91x	7.6x	3.6x
全聚德 (China Quanjude)	002186.SZ	GC	479	193	100	4.79	2.48x	100.7x	N/A
Bloomin' Brands, Inc.	BLMN	USA	455	3,960	1,452	0.31	0.11x	57.0x	8.2x
海伦司 (Helens International)	9869.HK	GC	246	103	578	0.43	2.39x	N/A	N/A
汉来美食 (Hi-Lai Foods)	1268.TW	GC	215	185	50	4.31	1.16x	15.8x	N/A
九毛九 (Jiumaojiu International)	9922.HK	GC	208	846	726	0.29	0.25x	60.2x	N/A
百福控股 (Best Food Holding)	1488.HK	GC	201	63	1,131	0.18	3.20x	N/A	N/A
豆府 (Tofu Restaurant)	2752.TW	GC	192	113	70	2.74	1.70x	19.6x	N/A
瓦城泰统 (TTFB Company)	2729.TW	GC	118	76	140	0.84	1.55x	20.5x	N/A
亚洲藏寿司 (Kura Sushi Asia)	2754.TW	GC	112	77	60	1.87	1.46x	18.9x	N/A
GEN Restaurant Group	GENK	USA	71	217	51	1.39	0.33x	NM-E	N/A
稻香集团 (Tao Heung Holdings)	0573.HK	GC	39	310	50	0.77	0.12x	N/A	N/A
唐宫中国 (Tang Palace (China))	1181.HK	GC	29	N/A	60	0.48	N/A	N/A	N/A
上海小南国 / 国际天食 (Shanghai XNG)	3666.HK	GC	8	40	20	0.42	0.21x	NM-E	N/A
富临集团 (Fulum Group)	1443.HK	GC	7	N/A	70	0.11	N/A	N/A	N/A
组别中位数 (n=29)						1.87	1.16x	19.6x	10.2x

火锅

公司	股票代码	地区	市值	营业收入	门店数	单店市值	P/S	P/E	EV/EBITDA
海底捞 (Haidilao International)	6862.HK	GC	7,771	6,270	1,383	5.62	1.24x	13.7x	N/A
特海国际 (Super Hi International)	HDL	GC	760	841	126	6.04	0.90x	21.0x	7.7x
呷哺呷哺 (Xiabuxiabu)	0520.HK	GC	41	757	715	0.06	0.05x	NM-E	N/A
组别中位数 (n=3)						5.62	0.90x	17.3x	7.7x

烘焙／烘焙食品

公司	股票代码	地区	市值	营业收入	门店数	单店市值	P/S	P/E	EV/EBITDA
中饮巴比食品 (Zhongyin Babi Food)	605338.SS	GC	618	233	5,300	0.12	2.65x	17.6x	N/A
美食达人 (Gourmet Master · 85°C)	2723.TW	GC	570	586	970	0.59	0.97x	26.3x	N/A
组别中位数 (n=2)						0.35	1.81x	22.0x	N/A

— 第 1 期完 —