

【广发批零社服&海外】绿茶集团 (06831.HK)

高性价比休闲中餐品牌，拓店与单店优化共振

核心观点：

- **休闲中餐品牌，步入加速扩张期。**绿茶以中式融合菜、国风餐厅装修为特色，为消费者提供高性价比+高品质的餐品与服务，以全直营方式稳扎稳打扩张，截至 25 年 4 月 28 日已在中国内地开设 493 家门店、覆盖 27 个省市，在中国香港开设 4 家门店（据公司招股书）。
- **高性价比，菜品口味普适，装修独具匠心。**绿茶拒绝预制菜，人均消费一般在 50-70 元，头牌菜价格普遍在 40 元上下，对比同业融合菜属性明显、口味普适，菜品全国性和区域性兼有，SKU 选择也较为丰富。绿茶重视就餐环境，门店装修精致，既能够为顾客提供轻松的用餐环境，也使得绿茶成为众多大型购物商场眼中具有吸引力的租户。
- **拓店提速，单店模型逐步优化。**公司计划 25-27 年分别新开店 150/200/213 家，我们认为一方面绿茶店型调整、新开店以 300-350 平的小店为主，运营效率更高、在选址点位上也更为灵活，另一方面公司逐步向二三线城市渗透，在低线市场仍具有较强的品牌势能，未来拓店目标完成的确定性相对较高。绿茶中国内地单店资本开支约 210-350 万元，平均盈亏平衡期 1.6 个月，平均投资回收期为 17.0 个月，其中 23-24 年开设的门店为 14.3 个月。我们预计随着公司店型优化、向低线城市渗透、规模化效应持续释放，各项成本费用率有望逐步优化。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 25-27 年归母净利润分别为 4.8、6.1、7.7 亿元。我们认为公司仍处于快速成长期，拓店驱动业绩成长的确定性相对较高，同店有望随着大环境企稳、基数走低以及外卖放量而逐步修复，且有单店优化、经营效率提升逻辑。给予公司 25 年 14 倍 PE，对应合理价值 10.87 港元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，门店扩张及管理优化不及预期，市场竞争加剧，食品安全风险。（采用即期汇率 1 港元=0.9135 人民币）

盈利预测：（除非特别注明，本文货币为人民币）

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,589	3,838	4,649	5,707	7,002
增长率 (%)	51.1%	6.9%	21.1%	22.8%	22.7%
EBITDA	799	884	1,061	1,229	1,434
归母净利润	296	350	477	605	766
增长率 (%)	1,682.6%	18.5%	36.2%	26.9%	26.5%
EPS (元/股)	-	-	0.71	0.90	1.14
市盈率 (P/E)	-	-	9.3	7.3	5.8
ROE (%)	71.3%	45.4%	22.7%	25.2%	27.5%
EV/EBITDA	-	-	2.9	2.4	2.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

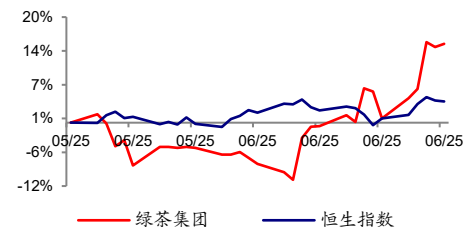
买入

当前价格	7.23 港元
合理价值	10.87 港元
报告日期	2025-06-30

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	673.45/673.45
总市值/流通市值 (百万港元)	4869.08/4869.08
一年内最高/最低 (港元)	7.25/5.61
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2.88/18.50
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	14.94/14.94

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师：

方心诣



SAC 执证号：S0260524050001



fangxinyi@gf.com.cn

请注意，方心诣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

目录索引

一、绿茶集团：休闲中餐品牌，步入加速扩张期.....	5
（一）源起绿茶青年旅社，奠定融合菜+性价比基因	5
（二）股权结构清晰，管理层经验丰富	5
（三）门店快速扩张，外卖贡献新增量	7
（四）收入增长稳健，盈利能力改善，现金流健康	9
二、行业：逐鹿万亿红海，连锁化、平价化为主旋律.....	11
（一）中餐为万亿级红海市场，休闲中式餐厅增速领先.....	11
（二）格局高度分散，竞争日趋白热化	12
（三）等待行业基本面拐点，连锁化大势所趋.....	13
三、看点：定位高性价比，拓店提速，单店优化.....	17
（一）产品：高性价比，菜品口味普适，装修独具匠心	17
（二）管理：体系高效，数字化赋能	20
（三）门店：拓店提速，单店模型逐步优化	21
四、盈利预测与估值分析.....	25
五、风险提示	27

图表索引

图 1: 绿茶集团发展历程.....	5
图 2: 绿茶集团股权架构及股权激励方案（截至全球发售完成后）.....	6
图 3: 绿茶集团主营业务收入（亿元）.....	7
图 4: 绿茶和小菜园外卖收入占比.....	7
图 5: 绿茶餐厅存量门店数（家）.....	7
图 6: 绿茶餐厅变动情况（家）.....	7
图 7: 绿茶全国门店分布：覆盖范围较广，以高线城市为主.....	8
图 8: 绿茶餐厅翻台率（次/天）.....	9
图 9: 绿茶餐厅人均消费（元）.....	9
图 10: 绿茶餐厅同店销售增速.....	9
图 11: 主要上市餐饮品牌 2024 年同店销售增速对比.....	9
图 12: 绿茶集团营业收入.....	10
图 13: 绿茶集团归母净利润及经调净利润.....	10
图 14: 公司归母净利率及经调整净利率.....	10
图 15: 公司主要成本费用率.....	10
图 16: 公司现金流水平健康.....	10
图 17: 2020-2029E 中国餐饮整体、分菜品及服务市场规模.....	11
图 18: 2020-2029E 中式餐厅市场规模及拆分（单位：十亿元）.....	12
图 19: 中国餐饮市场集中度较低.....	12
图 20: 2024H1 餐饮企业新增及注销/吊销数.....	12
图 21: 休闲中式餐厅市占率 TOP5 品牌对比.....	13
图 22: 绿茶分地区市场份额.....	13
图 23: 社零餐饮及限额以上餐饮收入同比增速.....	14
图 24: 北京规上餐饮企业利润总额（亿元）.....	14
图 25: 24 年餐饮行业平均客单价下滑明显.....	14
图 26: 24 年主要上市品牌流量指标同比变化.....	14
图 27: 中国餐饮连锁化率持续提升.....	15
图 28: 对标美日，中国餐饮连锁化率仍有提升空间.....	15
图 29: 中国各线城市餐饮连锁化率.....	16
图 30: 美国不同时期城市餐饮连锁化率对比.....	16
图 31: 绿茶头牌菜性价比较高，菜品积极推新.....	17
图 32: 绿茶和小菜园单店投资对比.....	18
图 33: 绿茶和小菜园单方投资对比.....	18
图 34: 绿茶餐厅装修较为精致，给顾客创造轻松的就餐环境.....	18
图 35: 绿茶餐厅接待顾客数.....	19
图 36: 公司通过“总部-区域分部-餐厅”的组织架构平衡统一性与灵活性.....	20
图 37: 绿茶集团持续提升数字化水平，管理不断优化.....	21
图 38: 绿茶餐厅不同城市餐厅层面员工成本对比.....	21
图 39: 绿茶餐厅 2025-2027 年开店计划.....	22

图 40: 绿茶投资回收期 23

图 41: 小菜园投资回收期..... 23

表 1: 公司核心董事及高管简介..... 6

表 2: 24 年主要上市餐饮品牌客单价及变动情况..... 15

表 3: 绿茶餐厅获众多奖项认可..... 19

表 4: 绿茶和小菜园单店模型估算对比..... 24

表 5: 绿茶不同外卖收入占比对应的门店利润率弹性测算 24

表 6: 公司主营业务收入拆分及预测 25

表 7: 公司主要成本费用拆分及预测 26

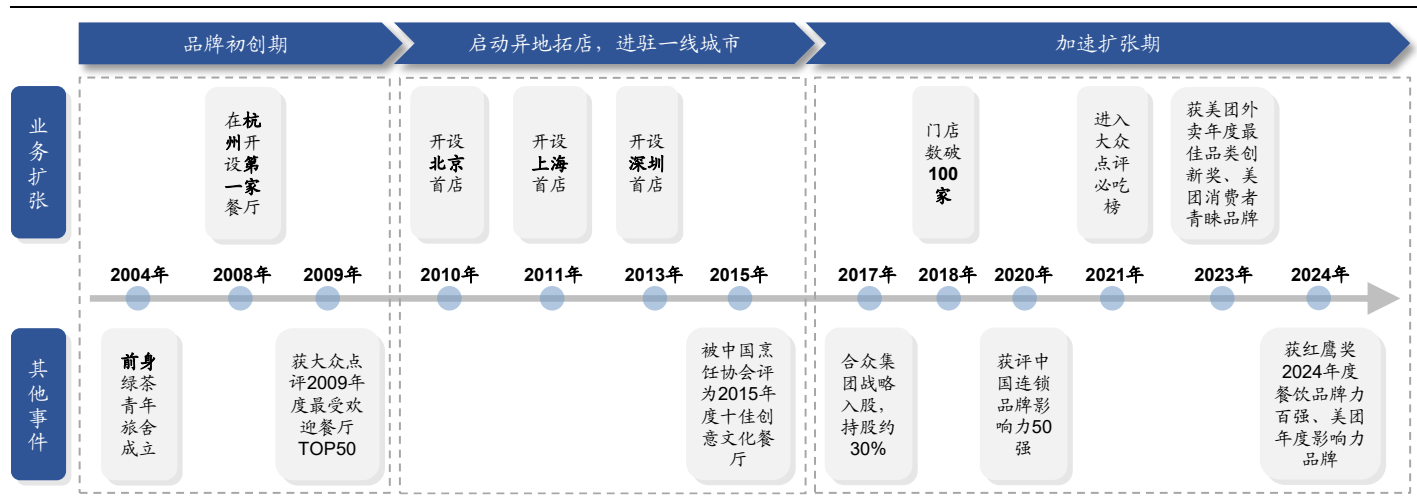
表 8: 可比公司盈利预测与估值（截至 2025 年 6 月 24 日收盘） 26

一、绿茶集团：休闲中餐品牌，步入加速扩张期

（一）源起绿茶青年旅社，奠定融合菜+性价比基因

绿茶是国内知名的休闲中式餐饮品牌，以中式融合菜、中国风的餐厅装修为特色，为消费者提供高性价比的餐品与服务。绿茶前身为2004年创立的绿茶青年旅舍，创始人在经营旅社期间接触到来自全国乃至世界各地的背包客，逐步意识到融合菜的顾客基础更为广泛，并开始钻研融合菜，开发了烤鸡、火焰虾等菜品。2008年，绿茶餐厅首店在杭州开业，作为餐饮行业新秀的绿茶迅速获得消费者喜爱，在2009年获评大众点评年度最受欢迎餐厅TOP50。2010年起，绿茶陆续进驻北京、上海、深圳等一线城市，持续积累异地拓店经验。2017年合众集团战略入股，公司开始步入加速拓店期，以全直营方式稳扎稳打进行扩张，截至25年4月28日，绿茶已在中国内地开设493家门店、覆盖27个省市，在中国香港开设4家门店（据公司招股书）。

图1：绿茶集团发展历程



数据来源：公司招股书，公司官网，广发证券发展研究中心

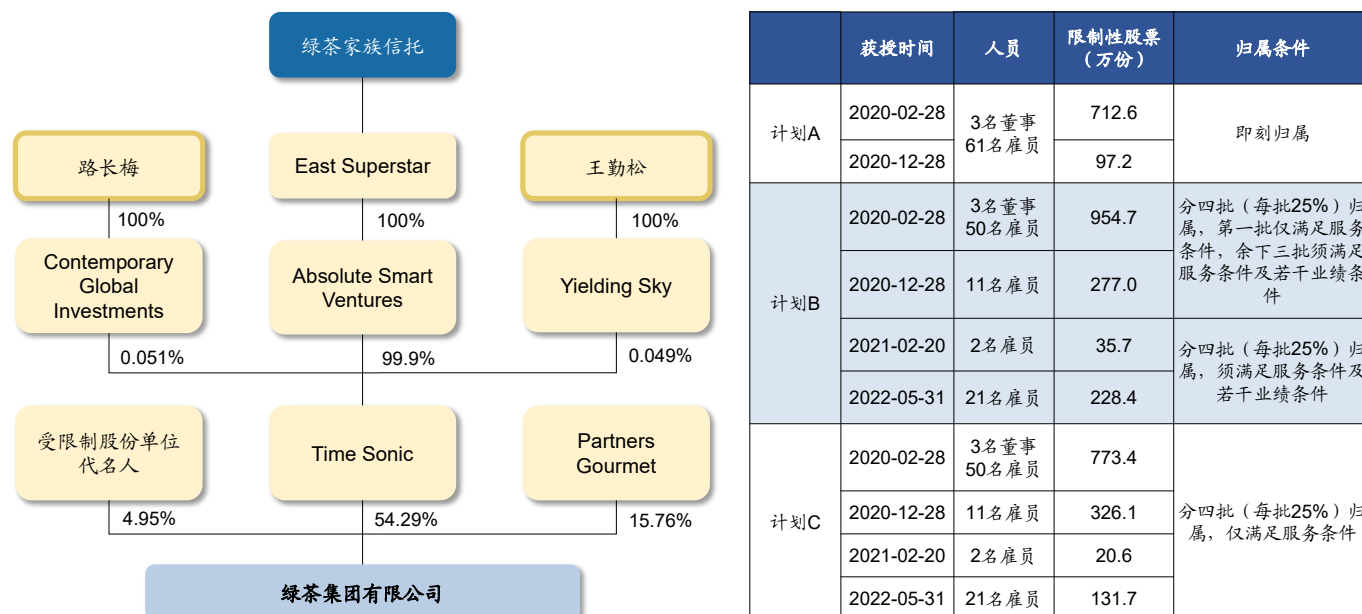
（二）股权结构清晰，管理层经验丰富

股权结构清晰，激励机制完善。据公司招股书，截至全球发售完成后，创始人王勤松和路长梅夫妇通过家族信托等方式合计持有集团约54.3%的股份，为公司实控人；公司上市前唯一外部股东合众集团旗下基金Partners Gourmet持有15.8%的股份；受限制股份单位代名人持股5.0%，公司于2020-2022年通过三次股权激励方案向71名核心董事、高管及雇员合计授予约3192万份限制性股票，充分激发积极性。公众股东持股25%，其中基石投资者（包括无锡紫鲜、安吉两山、Action Chain、正大、华置等）合计认购55.6%。

管理层经验丰富、结构稳定，与公司共成长。据公司招股书，创始人王勤松任CEO及董事长，在餐饮行业已深耕二十余年；其余大部分董事及高管也均在公司发展早期便加入公司，深谙公司发展历史、理解公司理念与核心文化。公司高管团队在菜单研发、市场营销、餐厅运营、财务及会计以及供应链管理等领域均有丰富经

验，具备多元化的专业经验和互补的专业知识。

图2：绿茶集团股权架构及股权激励方案（截至全球发售完成后）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 1：公司核心董事及高管简介

姓名	年龄	职位	任职起始日期	加入集团日期	主要职责	与其他董事的关系
王勤松	53	首席执行官、董事长、执行董事	2015-07-09	2008-10	监督整体管理及业务运营，制定战略和运营计划	路长梅的配偶及王佳伟的叔叔
于丽影	38	执行董事、副总裁	2017-05-25	2008-10	负责供应链、建筑工程和公共关系以及餐厅网络拓展	路长梅的弟媳
王佳伟	41	执行董事、财务总监、董事会秘书	2017-05-25	2013-05	监督本集团发展、日常管理和财务及资本管理	王勤松的侄子
路长梅	44	非执行董事	2015-07-09	2008-10	负责为本集团的运营和管理提供战略意见和建议	王勤松的配偶
刘盛	42	非执行董事	2017-05-25	2017-05	负责为本集团的运营和管理提供战略意见和建议	无
徐睿婕	35	非执行董事	2023-12-05	2023-12	负责为本集团的运营和管理提供战略意见和建议	无
张立	41	首席财务官	2020-08-31	2020-08	监督本集团财务、战略投资及投资者关系	无
邵芳	50	副总裁	2019-01-15	2019-01	负责本集团的业务运营及管理	无

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（三）门店快速扩张，外卖贡献新增量

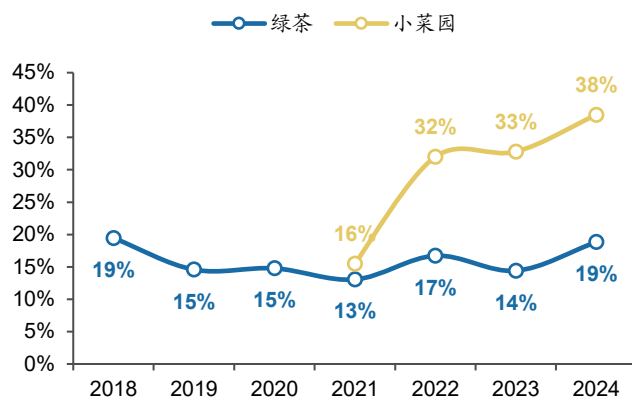
堂食稳健，外卖开始发力。据公司招股书，公司业务围绕绿茶餐厅展开，包括餐厅经营（堂食）、外卖和其他（手机充电服务等），堂食贡献营收主体，占比保持在80%+。受消费习惯改变影响，外卖已经成为餐饮重要渠道，公司24年起战略性发力外卖业务，24年外卖收入同比提升40%至7.2亿元，收入占比提升4.4pct至18.8%，对比同行小菜园24年38.5%的外卖收入占比仍有较大提升空间。

图3：绿茶集团主营业务收入（亿元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图4：绿茶和小菜园外卖收入占比

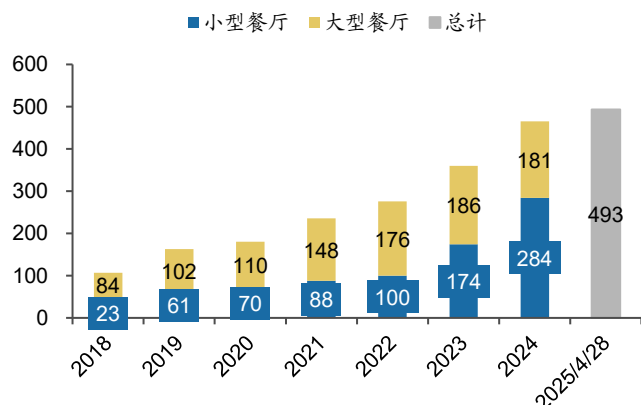


数据来源：公司招股书，小菜园招股书，小菜园财报，广发证券发展研究中心

1. 门店分析：全国化布局，逐步发力低线城市

店型优化，加速拓店。据公司招股书，绿茶门店为全直营模式，早期门店以大型餐厅为主（面积450+平米），近年来小型餐厅（面积300-350平）逐步成为拓店主力，截至24年底分别有284家小型餐厅和181家大型餐厅。小型餐厅单店资本开支更低，更适应当下消费趋势，也有更多可选点位。公司在保持较高开店速度的同时，保持较低的闭店率（按当期关店数/期初门店数计算均低于5%），2021-2024年分别净增餐厅56/40/84/105家，四年净增门店总数占24年期末存量门店数的61.3%。

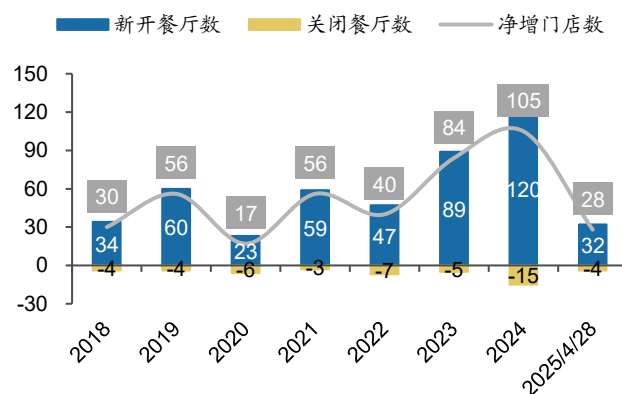
图5：绿茶餐厅存量门店数（家）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

备注：大型餐厅指面积为450平方米及以上的餐厅

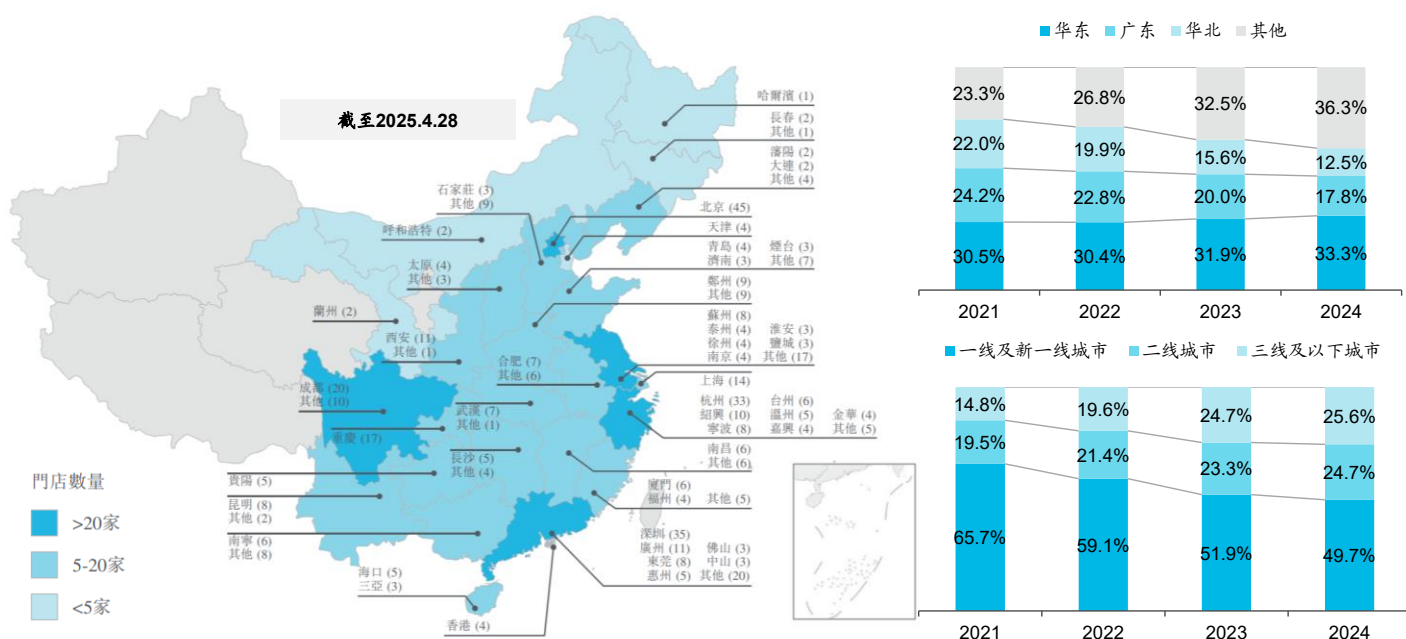
图6：绿茶餐厅变动情况（家）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

覆盖范围广，高线城市分布较多，逐步向低线渗透。从区域布局看，据公司招股书，华东、广东及华北为绿茶三大核心地区，截至24年底三大地区餐厅总数占比63.7%，但近年来公司加速拓展空白市场，三大地区外的餐厅数占比持续提升。分城市线级来看，公司较早进入北京、上海、深圳，从一线、新一线城市起家，逐步向二三线城市渗透，截至24年底约50%的门店布局在一线及新一线城市，但近年来二线及以下城市门店占比持续提升。

图7：绿茶全国门店分布：覆盖范围较广，以高线城市为主

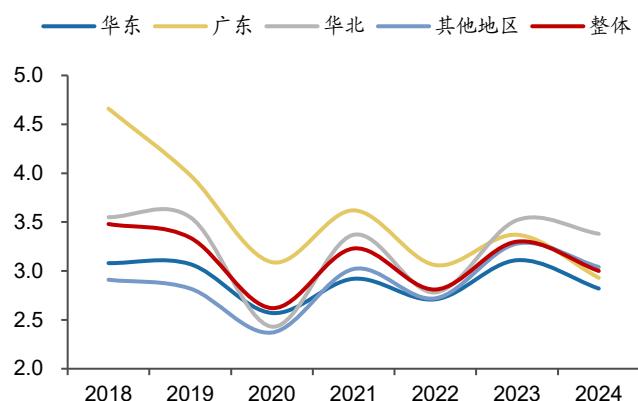


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

2.经营分析：外部环境扰动，经营相对有韧性

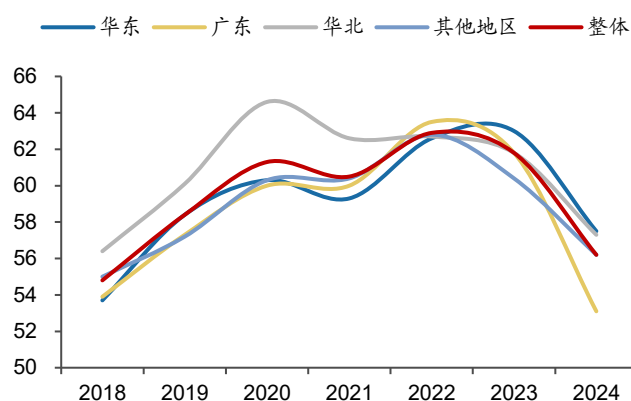
受外部环境影响，经营数据有所下滑，但仍优于大多数同业。据公司招股书，24年绿茶餐厅翻台率为3.0次/YoY-0.3次，人均消费同比下滑9.1%至56.2元（部分受头牌菜由大份改中小份影响），同店销售下滑10.3%，主要系当前经济环境下消费者倾向于点更实惠的菜品、外出用餐时减少点菜量、非必要不愿外出就餐，公司24年同店销售额增速仍优于大多数同业（招股书援引的灼识咨询资料）。我们预计随着大环境企稳、基数走低，叠加外卖放量，25年绿茶同店有望逐步修复。

图8：绿茶餐厅翻台率（次/天）



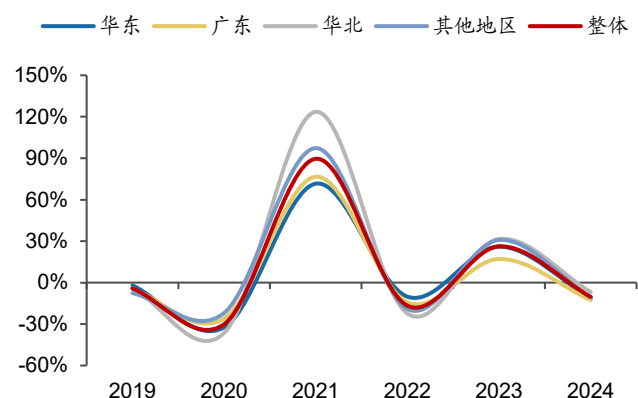
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图9：绿茶餐厅人均消费（元）



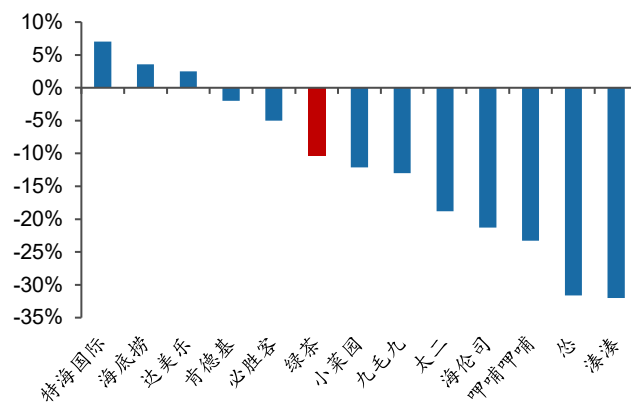
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图10：绿茶餐厅同店销售增速



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图11：主要上市餐饮品牌2024年同店销售增速对比



数据来源：公司招股书，各公司财报，广发证券发展研究中心

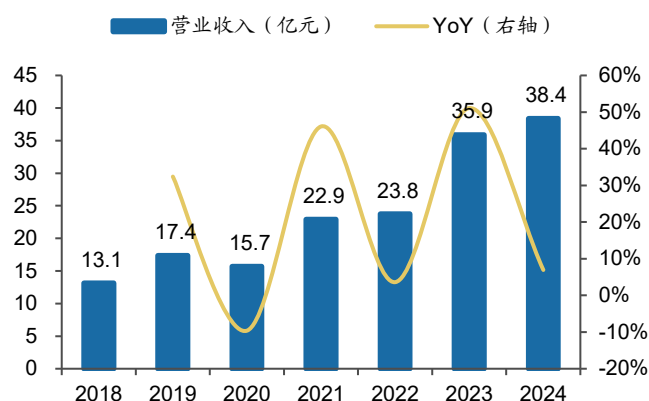
（四）收入增长稳健，盈利能力改善，现金流健康

收入利润保持较快增长，拓店积蓄势能释放。公司保持快速拓店、勤修内功，23年线下客流恢复后，收入利润均表现出较强弹性，据公司招股书，24年公司收入/归母净利润分别为38.4/3.5亿元，2021-2024年CAGR分别为18.7%/45.4%，其中24年同比增速为6.9%/18.5%，利润增速优于收入。

盈利能力持续改善。据公司招股书，得益于规模效应、采购成本控制、存货控制和菜单改良，原材料成本占收入比重持续下降，24年为31.1%/YoY-2.5pct，较21年下降5.8pct；24年员工/租金/其他折旧摊销占收入比重分别为25.8%/7.3%/5.7%。综合影响下，24年归母净利率/经调整净利率分别为9.1%/9.4%，同比增长0.9/1.0pct。

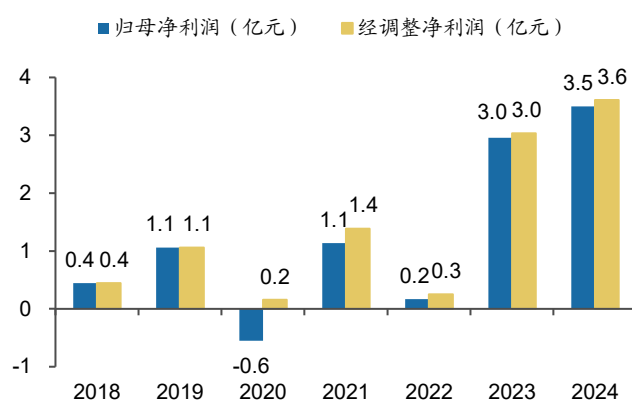
现金流较为健康。据公司招股书，公司23-24年经营性现金流分别为7.9/7.3亿元，净现比分别为2.7/2.1。公司拟在25年12月前向股东宣派1.8亿元特别股息。

图12: 绿茶集团营业收入



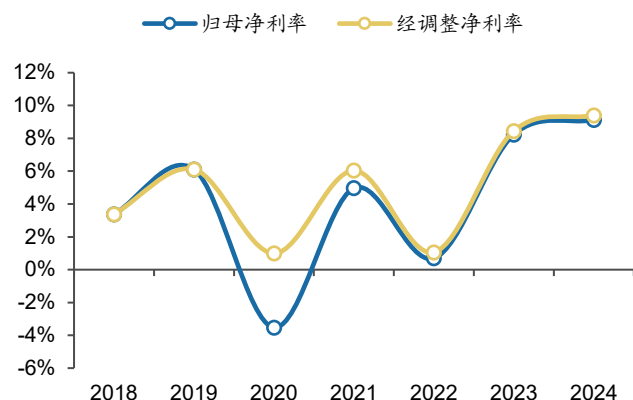
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图13: 绿茶集团归母净利润及经调净利润



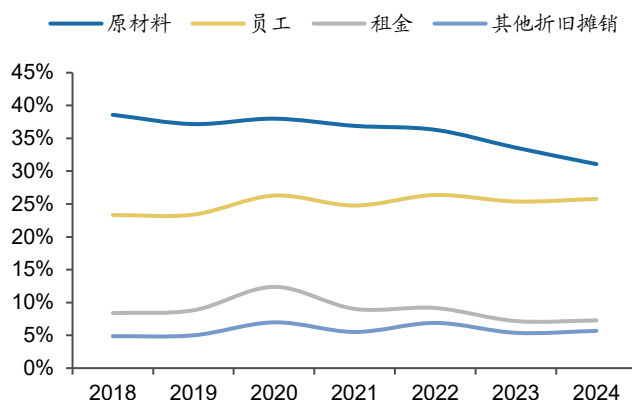
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图14: 公司归母净利率及经调整净利率



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

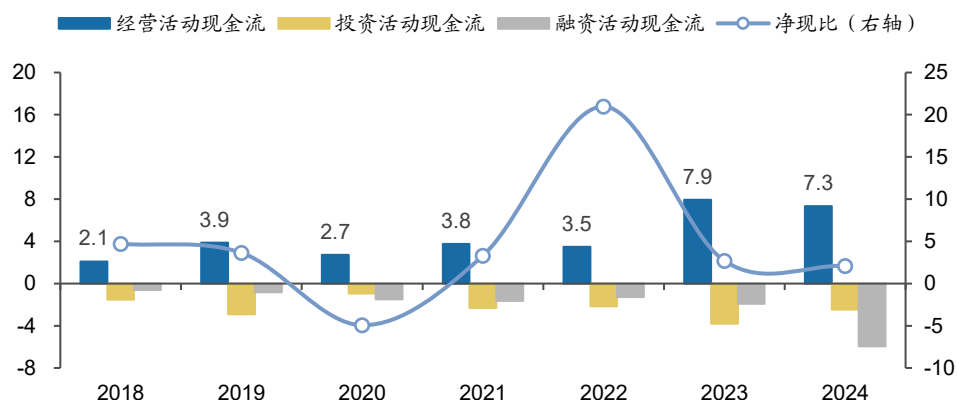
图15: 公司主要成本费用率



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

备注: 租金包括使用权资产折旧+其他租金相关开支

图16: 公司现金流水平健康



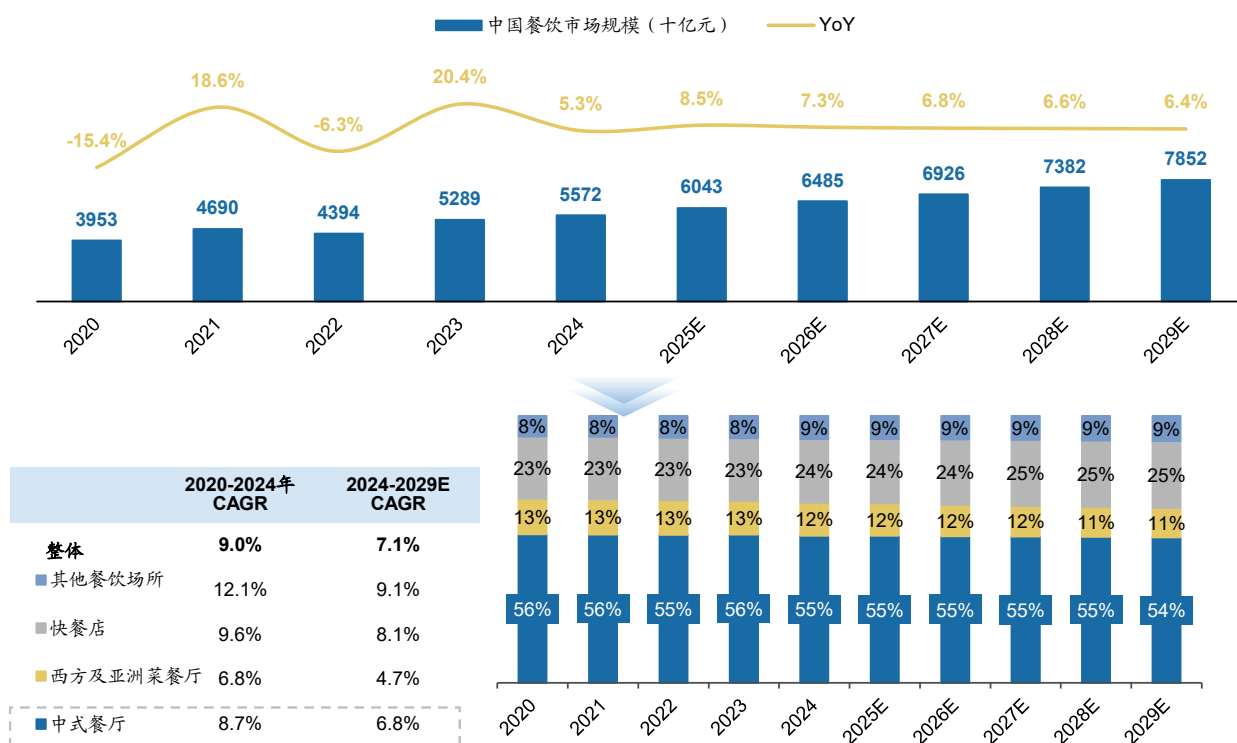
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

二、行业：逐鹿万亿红海，连锁化、平价化为主旋律

（一）中餐为万亿级红海市场，休闲中式餐厅增速领先

中国餐饮市场空间广阔，中式餐厅占主导地位。中国是全球第二大餐饮市场，据灼识咨询（引自公司招股书），2020-2024年中国餐饮市场规模由3.95万亿元增至5.57万亿元，CAGR为9.0%，预计2024-2029年将以7.1%的年复合增速继续增长，2029年市场规模预计达7.85万亿元。细分来看，中式餐厅在中国餐饮市场中占主导地位，2020-2029年预计占比均稳定在54%-56%，2024-2029年预计将以6.8%的年复合增速保持稳定增长。

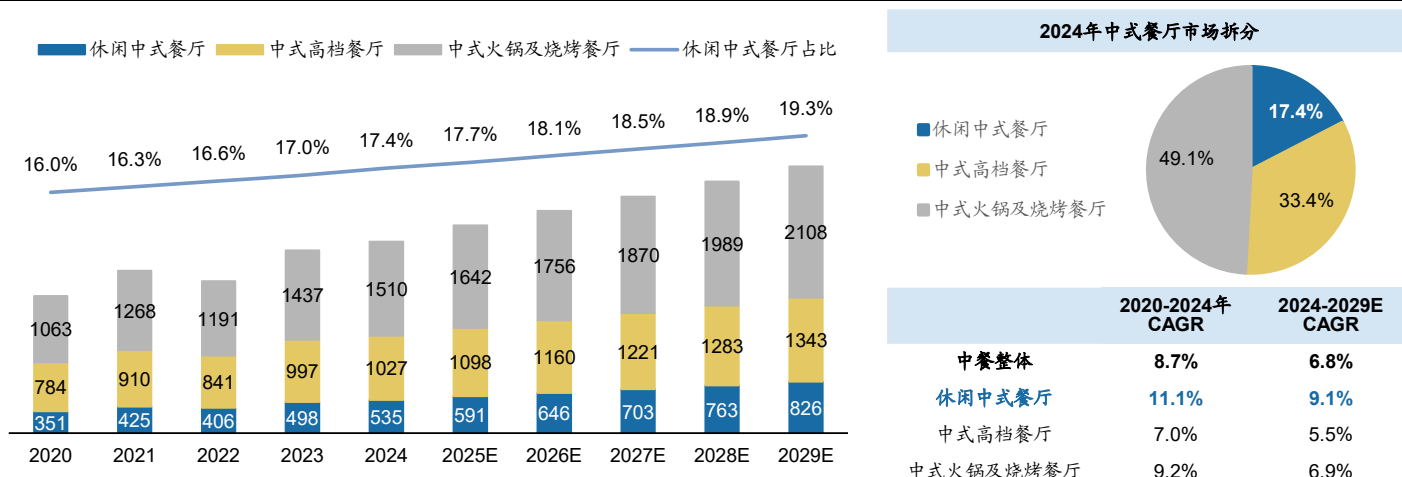
图17：2020-2029E中国餐饮整体、分菜品及服务市场规模



数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

休闲中式餐厅为增速最快的中式餐厅细分市场。根据灼识咨询的定义，中式餐厅可进一步细分为休闲中式餐厅（人均消费50-100元）、中式高档餐厅（人均消费100元以上）和中式火锅及烧烤餐厅，其中火锅及烧烤由于标准化程度相对较高、对厨师依赖程度较低、受众广泛，市场规模领先，2024年在中式餐厅市场中占比49%；休闲中式餐厅因舒适的用餐环境、实惠的价格及方便快捷的用餐体验备受欢迎，叠加消费者对性价比的重视程度提升，休闲中式餐厅成为中式餐厅中增速最快的细分市场。据灼识咨询（引自公司招股书），2020-2024年中式休闲餐厅市场规模由3513亿元增至5347亿元，CAGR为11.1%，预计2024-2029年将以9.1%的年复合增速继续保持增长，高于中式餐厅整体及中国餐饮市场整体增速（分别为6.8%/7.1%）。

图18: 2020-2029E中式餐厅市场规模及拆分 (单位: 十亿元)



数据来源: 灼识咨询 (引自公司招股书), 广发证券发展研究中心

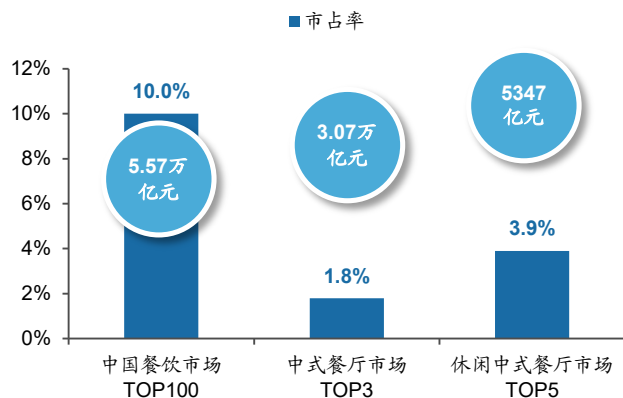
备注: 中式餐厅市场并不等于中餐, 定义中并不包括人均消费 50 元以下餐厅 (我们推测统计在快餐中)

(二) 格局高度分散, 竞争日趋白热化

中国餐饮市场高度分散。中餐菜系丰富、区域口味差异大, 烹饪手法及工序较为复杂, 标准化及全国性扩张难度相对较高, 因此中国餐饮市场集中度较低。据灼识咨询 (引自公司招股书), 2024年中国餐饮百强市场份额约10%, 而美国餐饮市场百强市占率可达30%; 中式餐厅市场CR3约1.8%, 进一步细分, 休闲中式餐厅市场CR5约3.9%, 可见即便在细分市场, 也尚未出现较具统治力的行业龙头。

市场竞争较为激烈。据红餐网, 预计2024年餐饮总闭店数超过200万家, 较23年增长47%。餐饮行业进入门槛相对低, 经营单体餐厅的难度并不算高, 稳定优质的现金流回报吸引较多入局者, 但同时也有大量经营不善的企业在激烈竞争中被淘汰出局。而若要深耕餐饮赛道, 则需在供应链、服务、创新等层面不断积累优势, 形成品牌资产, 才能为规模化扩张奠基。

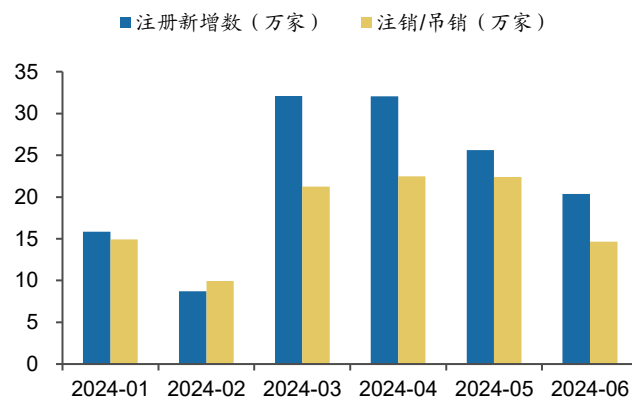
图19: 中国餐饮市场集中度较低



数据来源: 灼识咨询 (引自招股书), 广发证券发展研究中心

备注: 蓝色圈内为对应市场 2024 年市场规模

图 20: 2024H1 餐饮企业新增及注销/吊销数



数据来源: 餐企老板内参公众号, 广发证券发展研究中心

休闲中式餐厅TOP5品牌对比：绿茶菜品博采众长，性价比优势突出。据灼识咨询（引自公司招股书），西贝、小菜园、太二、绿茶、外婆家为2024年休闲中式餐厅市场份额前五的品牌，按收入计市场份额分别为1.0%、1.0%、0.8%、0.7%、0.4%。

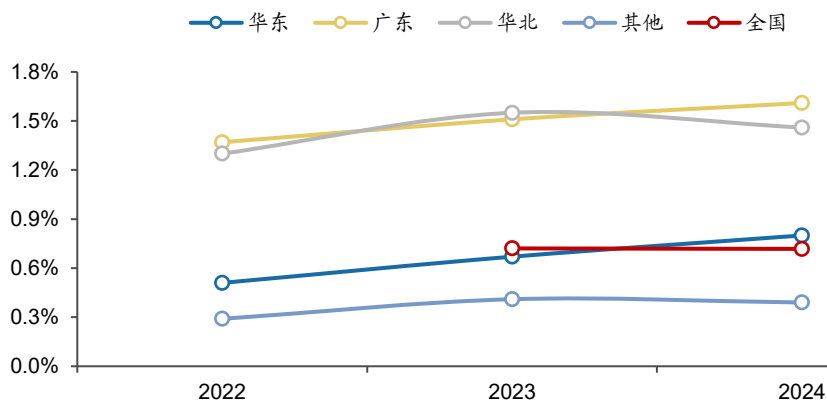
（1）门店方面，除太二为直营与加盟结合外（24年开放加盟，且仅在部分地区开放），其余品牌均为全直营模式；从餐厅数看，小菜园和太二均超600家，相对领先，绿茶排名第三。**（2）产品方面**，绿茶是唯一专注提供融合菜的品牌，产品口味丰富且普适，受众广泛，我们预计较提供单一区域菜品风格的餐厅具更强增长潜力。**（3）价格方面**，绿茶价格带在50-70元，较其他品牌仍有一定性价比优势。

图21：休闲中式餐厅市占率TOP5品牌对比

品牌	创立时间	主打菜式	主要菜品	客单价（元）	模式	餐厅数（家）		总收入（亿元）		市场份额	
						2023	2024	2023	2024	2023	2024
I 西贝 莪	1988	西北菜	牛大骨、西贝面筋、烤羊肋排、烧羊棒、烤羊腿、大盘鸡等	80-90	直营	355	363	55	55	1.1%	1.0%
小菜园	2013	徽菜/融合菜	农家红烧肉、地锅本仔鸡、石板蒜蓉虾、臭鳃鱼、石锅海鲜豆腐等	60-70	直营	542	667	45	52	0.9%	1.0%
太二	2015	酸菜鱼	酸菜鱼、小酥肉、芥末虾仁球、蒜香粉丝虾等	70-80	直营+加盟	578	634	45	44	0.9%	0.8%
绿茶	2008	融合菜	蒜蓉粉丝虾、面包诱惑、葱香烤肉、烤鸡、石锅豆腐等	50-70	直营	360	465	36	38	0.7%	0.7%
外婆家	1998	浙江菜	糖醋里脊、茶香鸡、蒜蓉粉丝虾、外婆红烧肉、小牛肉等	60-70	直营	103	108	20	24	0.4%	0.4%

数据来源：公司招股书，各公司官网，大众点评，广发证券发展研究中心

图22：绿茶分地区市场份额



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

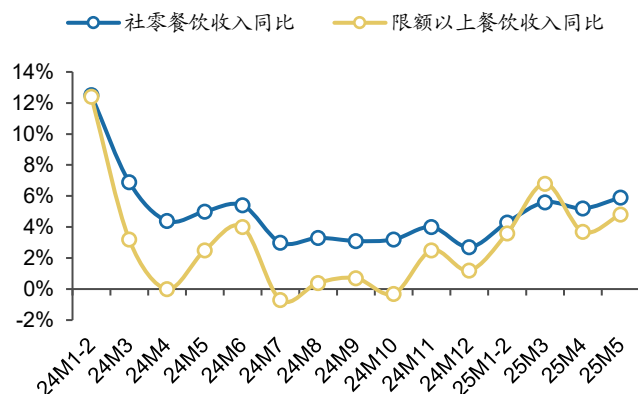
（三）等待行业基本面拐点，连锁化大势所趋

1. 餐饮行业整体经营承压，强品牌势能者经营相对稳健

24年以来，餐饮社零整体表现相对平淡，限额以上餐饮企业普遍跑输社零整体，负经营杠杆影响下，利润端下滑更为显著，从代表性城市看，据北京市统计局，24

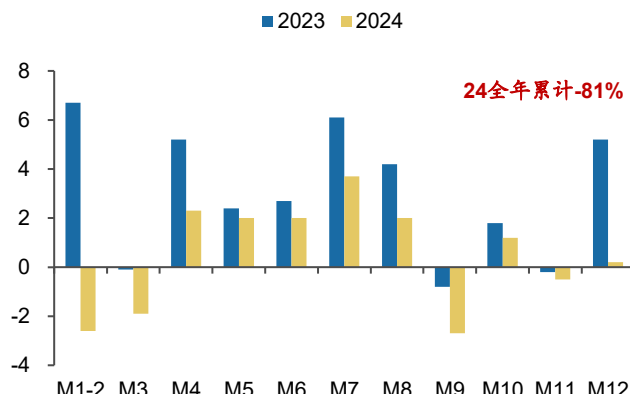
全年北京规模以上餐饮企业利润总额同比下滑81%。外部环境持续影响下，24年餐饮企业业绩表现分化，部分强品牌势能者（如百胜中国、海底捞等）仍能维持较为稳健的经营，实现收入利润双增长；部分品牌仍处于快速成长期（如绿茶、小菜园、达势股份、蜜雪集团、古茗等），业绩受较快的拓店速度驱动；部分品牌在经营压力下持续调整门店，业绩略有所承压。

图23：社零餐饮及限额以上餐饮收入同比增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

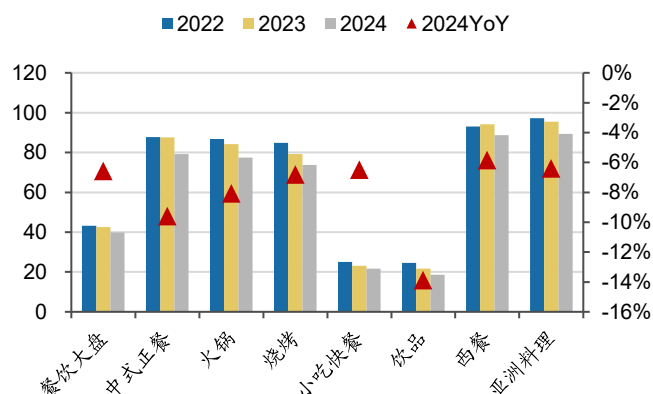
图24：北京规上餐饮企业利润总额（亿元）



数据来源：北京市统计局，广发证券发展研究中心

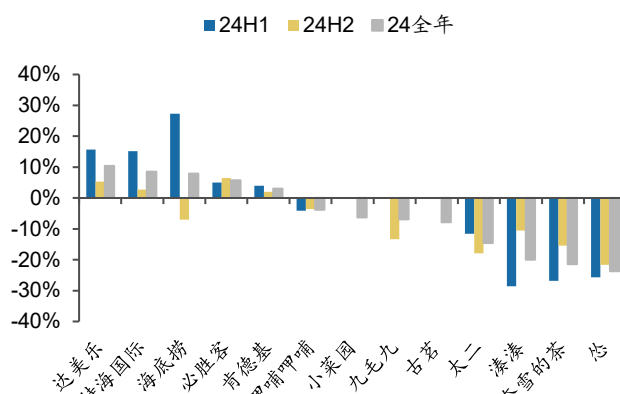
24年主要餐饮上市公司中，仅特海国际、海底捞、达势股份全年同店销售实现正增长，蜜雪集团、古茗同比略降，百胜中国（肯德基、必胜客）低个位数下滑，表现相对领先。**拆分量价来看**，同店客流增速为正的品种相对更多，品牌势能强者表现较优；客单价的下滑更为普遍，主要系24年行业价格战较为激烈，红餐网数据显示24全年餐饮大盘客单价同比下滑7%，但24H2起部分品牌已意识到“以价换量”效果较差，喜茶、星巴克、Tims等品牌公开表示要停止价格战（据餐企老板内参公众号），部分餐饮品牌24H2客单价也逐步企稳（如海底捞、太二、湊湊）。

图25：24年餐饮行业平均客单价下滑明显



数据来源：红餐网，广发证券发展研究中心

图26：24年主要上市品牌流量指标同比变化



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

表2：24年主要上市餐饮品牌客单价及变动情况

	中式正餐									西式快餐			茶饮		
	海底捞	特海	绿茶	小菜园	太二	九毛九	怂	呷哺呷哺	湊湊	肯德基	必胜客	达美乐	蜜雪	古茗	奈雪的茶
客单价（元，特海为美元）															
23H1	103	26	/	/	75	59	121	58	133	42	99	88	/	/	32
23H2	95	24	/	/	75	57	105	66	153	39	88	86	/	/	27
23全年	99	25	62	65	75	58	113	62	143	41	94	87	12	28	30
24H1	97	25	/	/	71	56	110	59	120	40	89	84	/	/	28
24H2	98	25	/	/	71	54	96	50	127	38	80	80	/	/	26
24全年	98	25	56	59	71	55	103	55	124	39	85	82	11	28	27
客单价YoY															
24H1	-5.3%	-3.5%	/	/	-5.3%	-5.1%	-9.1%	1.7%	-10.0%	-6.5%	-10.5%	-4.6%	/	/	-15.1%
24H2	2.4%	5.4%	/	/	-5.3%	-5.3%	-8.6%	-23.9%	-17.1%	-3.5%	-9.5%	-6.3%	/	/	-3.4%
24全年	-1.6%	0.8%	-9.1%	-9.2%	-5.3%	-5.2%	-8.8%	-11.9%	-13.8%	-5.1%	-10.0%	-5.4%	-2.6%	-1.8%	-9.8%

数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

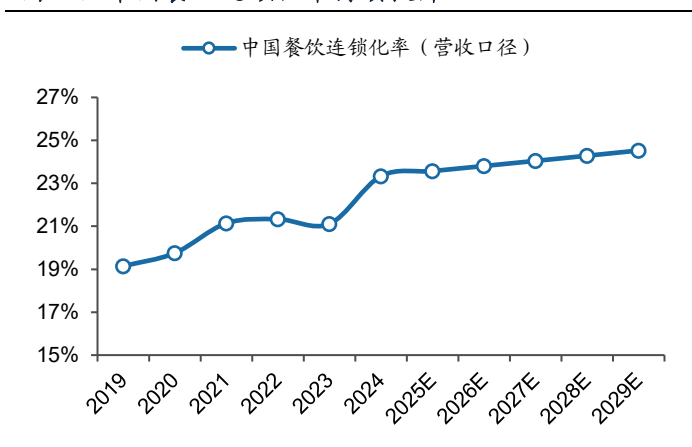
备注：蜜雪、古茗 24 全年为 24Q1-3 数据

2. 餐饮连锁化率对标海外仍有较大提升空间，下沉市场为必争之地

规模化、连锁化是餐饮企业建立护城河的必由之路。受进入门槛较低、饮食文化多元且地域性强、菜品对厨师依赖大等因素影响，中国餐饮行业工业化发展不足，未形成显著规模效应，相较发达国家，我国餐饮市场连锁化率有较大提升空间。据灼识咨询（引自公司招股书），按营收口径，2024年中国餐饮连锁化率为23.3%，而同期美国、日本餐饮连锁化率分别为59.2%、52.3%。我们认为连锁化率提升是行业未来发展大势所趋，一方面餐饮企业可通过连锁经营覆盖更广阔市场，另一方面规模化给餐企带来物业、供应链、营销等方面的议价权，有助于降低经营成本。

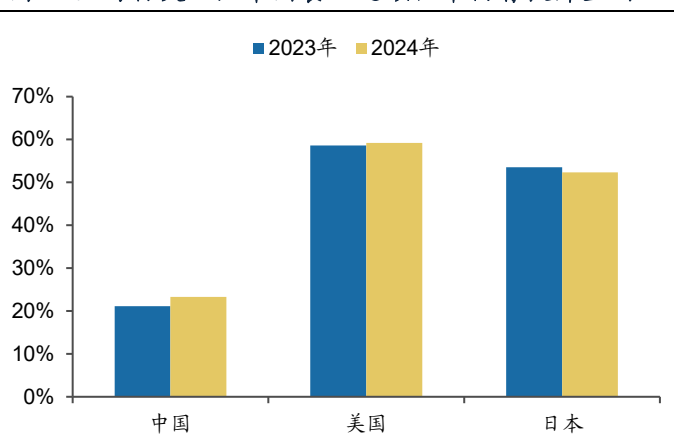
下沉市场连锁化发展潜力更大。当前中国低线城市的连锁化率较低，随着低线城市物业、供应链等不断完善，连锁企业在下沉市场享有较大发展机遇。镜鉴海外，据餐企老板内参公众号，美国下沉市场连锁化率已反超高线城市，主要因为小城市有效需求更加单一，少数品牌就能满足大多数人的需求。中国餐饮行业连锁化率提升进入下半场，下沉市场将成为连锁餐企的必争之地。

图27：中国餐饮连锁化率持续提升



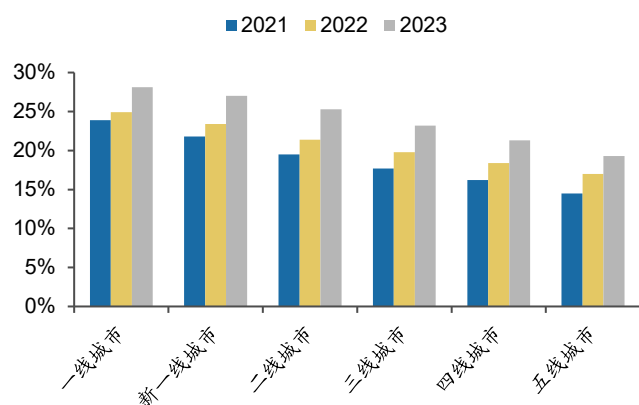
数据来源：灼识咨询（引自招股书），广发证券发展研究中心

图28：对标美日，中国餐饮连锁化率仍有提升空间



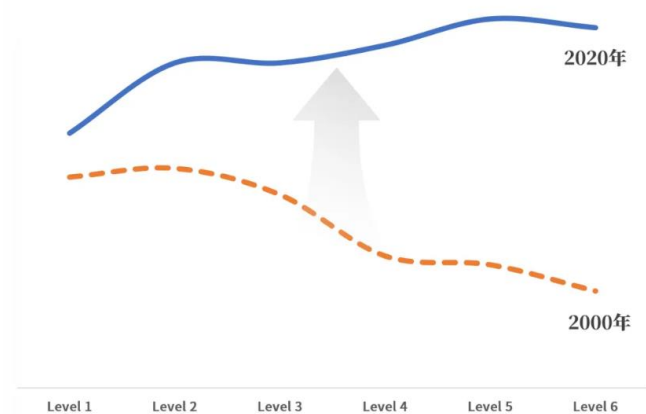
数据来源：灼识咨询（引自招股书），广发证券发展研究中心

图29：中国各线城市餐饮连锁化率



数据来源：美团新餐饮研究院公众号，广发证券发展研究中心

图 30：美国不同时期城市餐饮连锁化率对比



数据来源：餐企老板内参公众号，广发证券发展研究中心

三、看点：定位高性价比，拓店提速，单店优化

（一）产品：高性价比，菜品口味普适，装修独具匠心

高性价比品质中餐，融合菜定位适应广泛消费群体，SKU丰富。绿茶拒绝预制菜，菜品具有较高性价比，人均消费一般在50-70元，头牌菜（招牌粉丝裹虾、烤鸡、面包诱惑、烤肉等）价格普遍在40元上下。对比其他4家休闲中式餐厅市占率TOP5品牌，绿茶融合菜属性明显，头牌菜口味普适，且菜单中既有全国性菜品，也有不少区域性菜品，适配当地消费者口味；从SKU来看，据餐饮O2O公众号，太二菜品SKU通常为20+个，西贝莜面村菜品SKU在40个左右，而据公司招股书，绿茶餐厅菜品SKU通常在50-80个，选择较为丰富。

菜品研发流程标准化，积极创新。公司充分重视菜品研发，菜单研发团队由创始人兼董事长王勤松先生直接领导，据公司招股书，绿茶已形成标准化的推新流程，每年有4个菜单研发周期，每个周期3-4个月，涉及项目提案、委员会批准、试行推出三个环节，在菜品研发时遵循食品安全、稳定供应、标准化的可行性三大原则，兼顾美味与效率。据公司招股书，2021-2024年公司分别推出178/172/168/203道新菜品，每年更新约20%菜品。

图31：绿茶头牌菜性价比较高，菜品积极推新



数据来源：公司招股书，绿茶点单小程序，广发证券发展研究中心

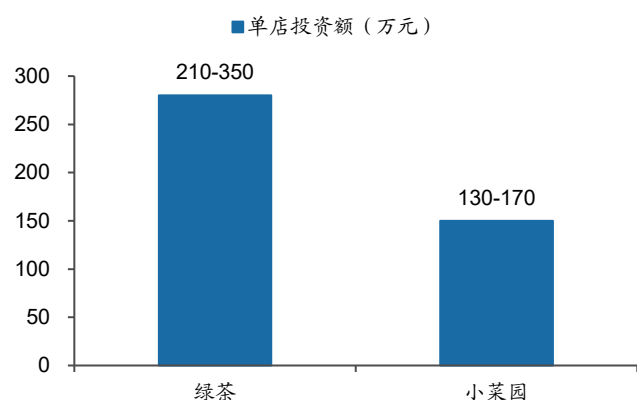
备注：菜品价格统计自绿茶点单小程序，统计时间为 2025/6/25

绿茶重视就餐环境，门店装修投入较同行更高。据各公司招股书，绿茶/小菜园单店投资额分别为210-350万元/130-170万元，我们测算绿茶/小菜园单方投入分别为0.7/0.5万元，绿茶单方造价约比小菜园高40%。绿茶装修效率较高，新店装修一般能在55-75天内完成（免租期一般为3个月）。

装修独具匠心，国风特色鲜明，打造舒适的用餐体验。绿茶在餐厅装饰中融入中国传统文化的经典元素和自然景观，为顾客提供独特用餐体验，与近年来兴起的

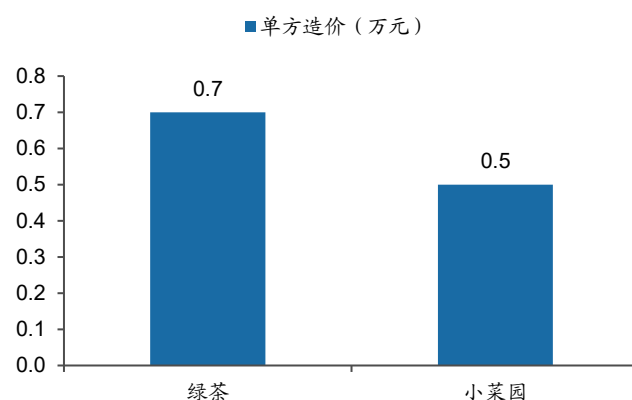
国风热不谋而合。据公司招股书，绿茶餐厅装饰设计与6种设计模板，但都源于相同的设计理念，既能够保持较为统一的品牌形象，又能够灵活适应各种大小和布局的场地，且设计模板也会定期更新以不断适应时代与消费者偏好。精致的装修奠定独特的品牌烙印，既能够为顾客提供始终新鲜和富有吸引力的用餐环境，也使得绿茶成为众多大型购物商场眼中具有吸引力的租户，能够磋商有利的租赁条款，在二三线及以下城市通常能优先挑选商场点位、并可获得装修补贴。

图32：绿茶和小菜园单店投资对比



数据来源：各公司招股书，广发证券发展研究中心

图33：绿茶和小菜园单方投资对比



数据来源：各公司招股书，广发证券发展研究中心

备注：绿茶小店面积 300 平，按单店投入 210 万元测算；小菜园门店面积一般 300 平，单店投入取中值 150 万元

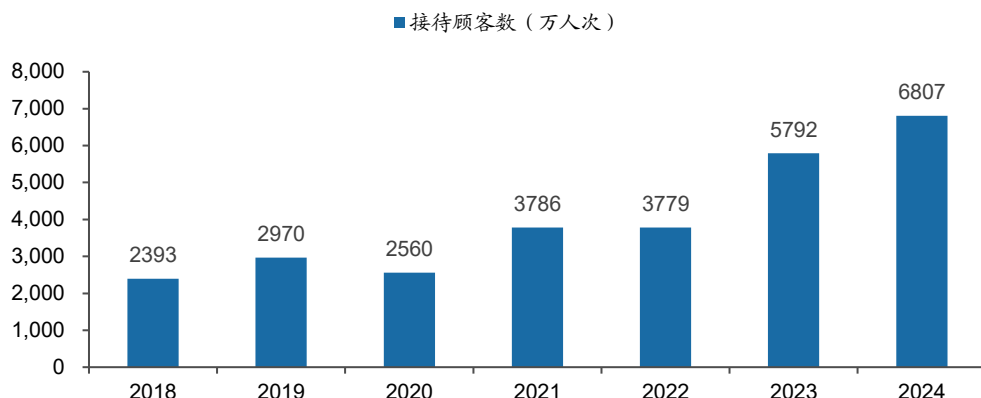
图34：绿茶餐厅装修较为精致，给顾客创造轻松的就餐环境



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

客户基础广泛，持续积淀品牌资产。据公司招股书，24年绿茶餐厅接待顾客数达6807万人次，截至25年4月28日，会员系统会员数超1620万名。绿茶在菜品和用餐环境上的匠心备受消费者及行业权威机构认可，获得了消费者青睐品牌、连锁品牌影响力50强等奖项，品牌知名度持续提升。

图 35: 绿茶餐厅接待顾客数



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表 3: 绿茶餐厅获众多奖项认可

年度	奖项及认可	颁发机构
2024 年	2024 美团餐饮产业大会年度影响力品牌	美团
2024 年	红鹰奖 2024 年度餐饮品牌力百强	红餐产业研究院
2023 年	消费者青睐品牌	美团
2023 年	美团外卖年度最佳品类创新奖	美团外卖
2021 年	2021 年大众点评“必吃榜”餐厅	大众点评
2020 年	中国组织能力标杆企业 20 强入围奖	中欧商业评论
2020 年	中国连锁品牌影响力 50 强	中国连锁品牌发展大会
2020 年	品质餐饮示范店	中国烹饪协会
2019 年	中国 100 家最好吃的餐厅	搜狐新闻
2019 年	美团外卖优质商家	美团
2018 年	2018 年度中国餐饮品牌力百强品牌	2018 年中国餐饮品牌力峰会
2015 年	2015 年度“中国服务”十佳创意文化餐厅	中国烹饪协会

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

供应链: 与第三方公司合作为主。由于绿茶全国门店相对分散, 与第三方食材加工公司合作是更有性价比的选择, 据公司招股书, 截至最后实际可行日期, 公司与205家第三方食材加工公司合作, 所有餐厅都通过公司的订单管理系统集中采购, 餐厅员工在系统下单后, 系统可为订单自动匹配供应商, 通过第三方合作, 在发挥规模化加工优势的同时规避了资本开支。

将自建中央厨房。随着公司在部分地区门店密度提升, 自建中央厨房能够覆盖较多门店, 有利于进一步标准化菜品, 据公司招股书, 公司计划在浙江建立自营中央食材加工设施, 预计25Q3开始施工、26Q2完工, 总建筑面积约2.45万平方米, 主要用于生产预处理肉制品(如绿茶烤鸡)、烘焙产品(面包诱惑)、清洗及加工食材(如自动清洗、切割、腌制各类原材料), 到2028年预计打满产能, 每年可生产4.46

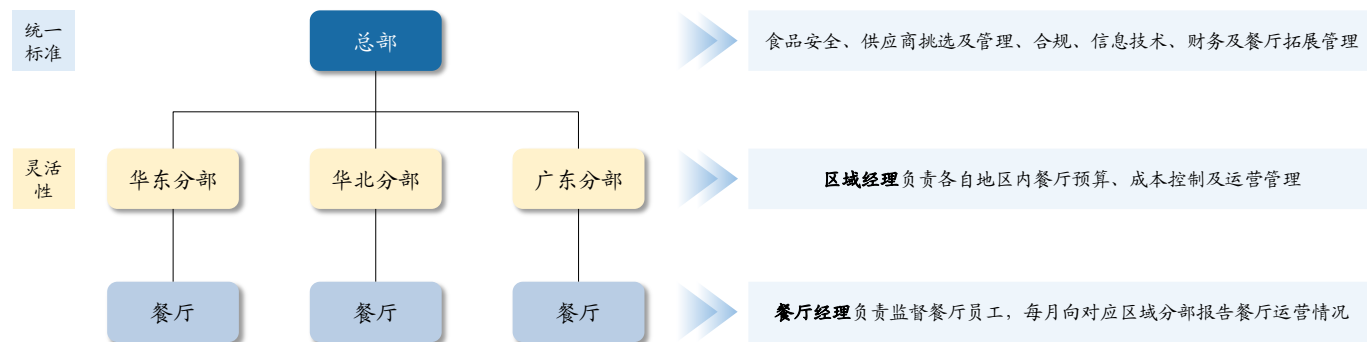
万吨预处理食材+12.04万吨清洗及加工食材，其中预处理食材中的90%用于供应全国餐厅，10%作为零售食品销售，清洗及加工食材将供应华东地区餐厅。

（二）管理：体系高效，数字化赋能

组织架构兼顾统一性与灵活性。据公司招股书，绿茶集团组织架构由总部、三个区域分部和餐厅三部分组成，总部负责食品安全、供应商选择、合规、信息技术、财务和餐厅拓展管理等，确保统一运营与标准化管理；区域分部直接监督管理各自地区的餐厅，负责区域内餐厅的预算和成本控制；餐厅经理每月向对应区域分部汇报餐厅运营情况。公司架构兼顾集中管理与区域灵活性，既能保证对终端的把控，又使得集团能够根据不同地区的市场需求和消费者偏好调整运营策略，提升市场响应速度与管理效率。

监督反馈机制完善。据公司招股书，公司定期评估绿茶餐厅表现，主要通过，**（1）神秘顾客：**请独立第三方到餐厅视察评估，并就服务品质、食物品质及餐厅卫生等向公司提交报告，公司为其支付费用；**（2）餐厅巡查小组：**截至24年底由20名成员组成，主要评估食材存放状况、菜品品质及卫生程度等。针对表现欠佳的门店，公司会调查相关原因（如员工/菜品/地点/门店选址等），主动纠偏、解决问题，并评估改善效果，若效果不佳，餐厅经理可能被降职。

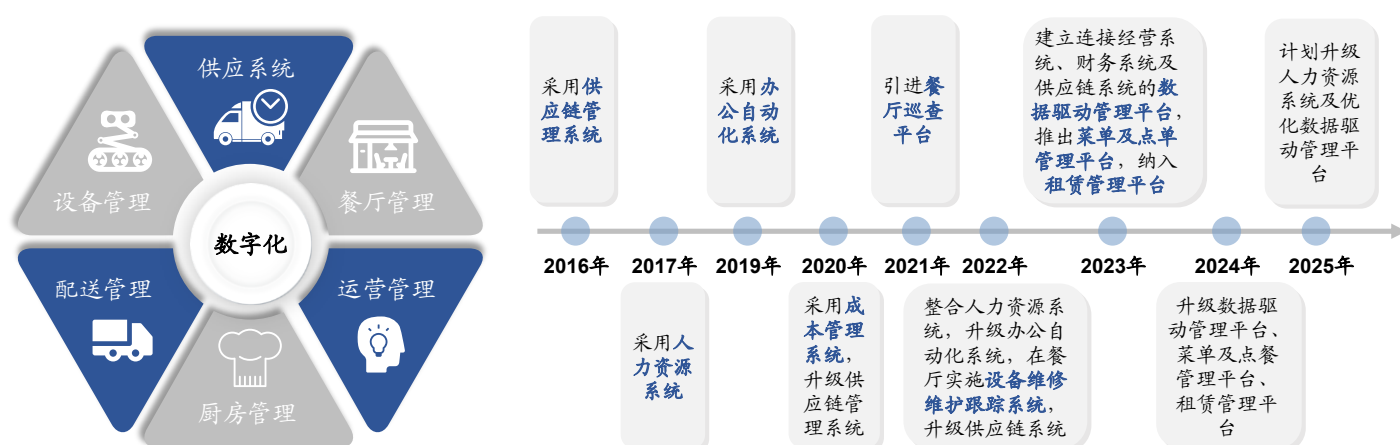
图36：公司通过“总部-区域分部-餐厅”的组织架构平衡统一性与灵活性



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

数字化管理能力持续提升。据公司招股书，公司已在供应、餐厅管理、运营管理、配送管理、设备管理等层面实现数字化，例如**数字供应系统**使餐厅能够根据实际需求自动化订购，减少浪费并降低成本；通过设立**全面的监控系统**，总部可以随时监察所有餐厅；**商业智能系统**实时收集和分析经营数据，帮助管理层迅速识别并调整表现欠佳的餐厅；**配送方面**，数字化系统监督订单状态，确保订单准确和配送及时；**设备管理方面**，设备维修维护跟踪系统优化了维修流程，降低了维护成本。通过数字化赋能，绿茶集团管理效率持续提升，为规模化扩张打下良好基础。

图37：绿茶集团持续提升数字化水平，管理不断优化

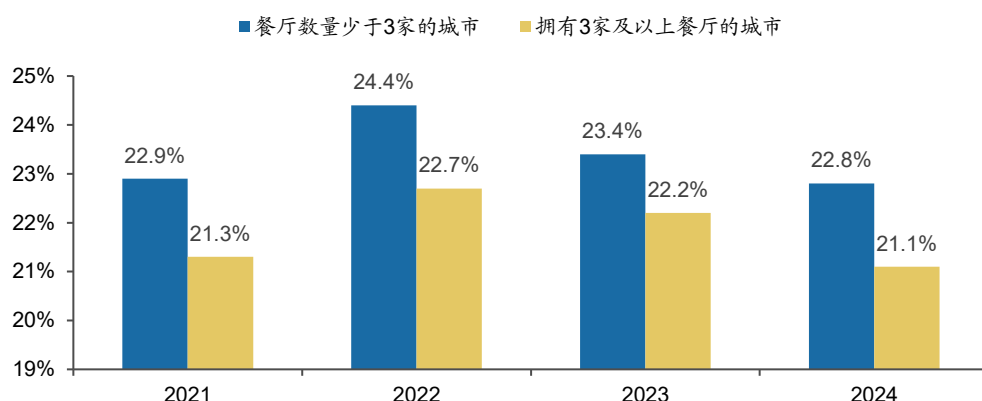


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

培训及晋升机制完善，人员相对稳定。据公司招股书，员工完成领导培训计划（绿茶大学）后有机会晋升至管理职位，2024年起300名餐厅员工通过培训和晋升计划实现晋升；公司与12家职业学校合作，其中8家已参与绿茶实习课程，持续为公司储备后备力量；公司员工留任率较高，截至最后实际可行日期，绿茶餐厅经理中有三分之一已在公司任职超5年。

灵活调配员工以降低成本。由于不同地区（如商业区和住宅区）餐厅高峰时段不尽相同，区域经理可灵活调配相近门店的员工，应对短期客流高峰，标准化的培训使员工可在不同餐厅开展工作，从而发挥区域规模效应，优化员工成本，据公司招股书，2021-2024年在拥有3家及以上餐厅的城市，餐厅员工成本比餐厅数少于3家的城市低1.2-1.7pct。

图 38：绿茶餐厅不同城市餐厅层面员工成本对比



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

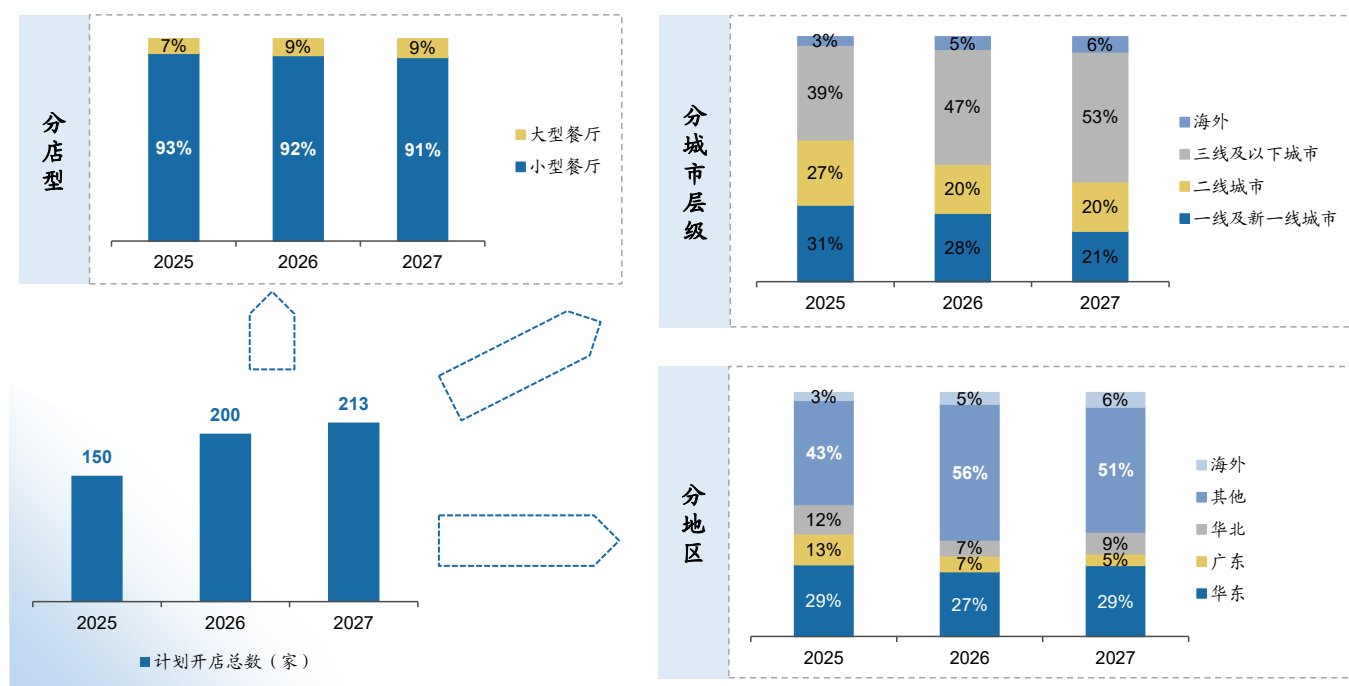
（三）门店：拓店提速，单店模型逐步优化

开店方法论较为成熟。据公司招股书，公司餐厅网络拓展部门由执行董事兼副总裁于丽影带领，（1）开店选址方面，会深入分析市场数据，考虑平均可支配收入

及人口密度、邻近地区其他休闲中式餐厅表现、预计客流量、公共交通、租金成本及预计投资回报等，为避免自有餐厅之间互相竞争，通常会避免在一线及新一线城市现有餐厅3公里半径内开设新餐厅，同时在同一城市内，会按每30-50万人开设一家餐厅；**（2）新店开业时**，一般从现有餐厅中挑选经理担任新餐厅经理，开业程序较为标准化，主要包括执照及合规、餐厅装修、菜单选定及定价、员工招聘及培训，从完成选址到新餐厅开业约耗时4个月；**（3）新店开业后**，由于公司已建立标准化门店模型，食物储存与制备、餐厅卫生、原材料供应、员工培训计划等均有完善标准与规定，因此新餐厅开业后能够确保服务品质与用餐体验的一致性。

未来三年仍保持快速拓店。据公司招股书，公司计划2025-2027年新开店分别150/200/213家，合计563家，是截至24年底门店数（465家）的1.2倍。我们认为一方面绿茶店型调整、新开店以300-350平的小店为主，运营效率更高、在选址点位上也更为灵活，另一方面公司逐步向二三线城市渗透，在低线市场仍具有较强的品牌势能，未来拓店目标完成的确定性相对较高。

图39：绿茶餐厅2025-2027年开店计划

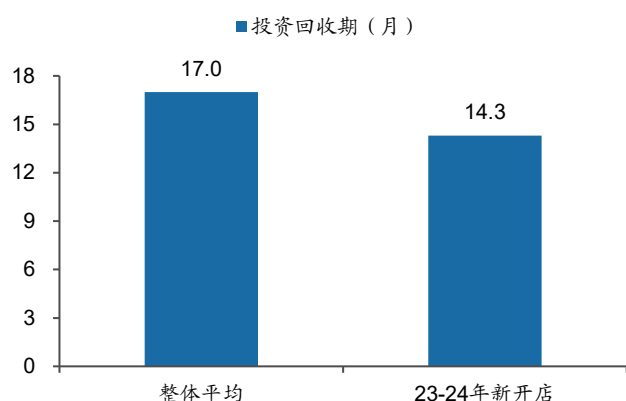


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

国内拓店空间仍广，关注海外进展。**（1）国内：**公司门店主要位于购物商场，据公司招股书，24年中国内地百货公司及购物商场数目约1.19万个，灼识咨询预计29年将增至1.3万个，公司仍有较大开拓空间；公司计划增加景区门店数目，24年中国内地认证旅游景区约1.57万个，公司计划25-27年开设17家景区店；此外，中国内地约有260个机场及3300个铁路枢纽，公司未来可能探索在主要交通枢纽开店的机会。**（2）海外：**截至最后实际可行日期，公司已在中国香港开设4家绿茶门店，计划25-27年海外总共开设28家门店，出海有望逐步贡献增量。

投资回收期健康，有所优化。据公司招股书，公司在中国内地的单店资本开支预计约210-350万元，海外单店资本开支约600-1500万元；公司于往绩记录期间开设及截至最后实际可行日期运营中的餐厅平均盈亏平衡期为1.6个月，平均投资回收期为17.0个月，其中23-24年开设的门店为14.3个月，有所优化，我们预计主要系店型调整带来的改善。**对比同行**，据小菜园招股书，小菜园单店资本开支130-150万元，平均盈亏平衡期为1-2个月，于往绩记录期间开设及截至24年8月底运营中的餐厅平均投资回收期为13.8个月，其中21-23年开业门店投资回收期分别为17.3/12.3/9.4个月，而50-100元大众便民中餐的平均投资回收期通常超18个月。

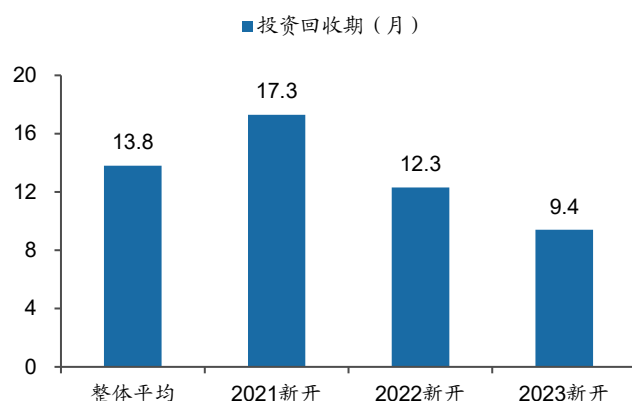
图40：绿茶投资回收期



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

备注：整体平均是指于往绩记录期间开设及截至最后实际可行日期（25年4月28日）运营中的餐厅

图41：小菜园投资回收期



数据来源：小菜园招股书，广发证券发展研究中心

备注：整体平均是指于往绩记录期间开设及截至24年8月31日运营中的餐厅

单店模型有望持续优化。我们根据公司招股书估算绿茶24年门店层面利润率为15.1%，低于小菜园24M1-8的17.8%，主要差距包括折旧摊销的2.5pct（主要系绿茶单店资本开支高于小菜园）。我们预计随着公司店型优化、向低线城市渗透，各项成本费用率有望逐步优化。举例而言，**原材料方面**，门店面积缩小、SKU精简后头牌菜更集中，原材料采购品类更集中、规模更大，且原材料种类变少、加工过程中损耗减少；**人工方面**，有望受益人效提升、叠加低线城市用工成本较低；**租金方面**，预计受益新店型面积变小、叠加二三线城市租金较低等。

外卖放大规模化优势。尽管外卖收入提升后，外卖平台服务费会随着提升（我们测算占外卖收入的17%左右），但能够摊薄租金、折旧摊销、人工、水电等费用。我们假设堂食收入不变，外卖收入提升，仅假设租金、折旧摊销绝对额保持不变情形下，外卖收入占比提升对整体门店利润率略有拉升（实际拉动效果应更明显，因为人工、水电等理论上也有摊薄效应，原材料方面的规模化优势也会更大）。

表4: 绿茶和小菜园单店模型估算对比

	绿茶	小菜园	差异	假设依据	绿茶优化逻辑
面积(平方米)	300-350	300		绿茶后续计算中假设取300-350的中值325	
翻台率(次)	3.0	3.2			
客单价(元)	56.2	60.0			
单店收入(万元)	930	866			
堂食收入(万元)	755	533		按堂食+其他收入除以期初期末门店平均数计算	
外卖收入(万元)	175	333		按外卖收入除以期初期末门店平均数计算	
外卖占比	19%	38%			
原材料	289	279		绿茶取24年数据,小菜园取24M1-8数据,下同	规模化驱动,另外门店面积缩小、SKU精简后头牌菜更集中,原材料采购品类更集中、规模更大,且原材料种类变少、加工过程中损耗减少
占比	31.1%	32.2%	-1.1%		
人工	200	201		门店层面人工成本,绿茶为招股书披露,门店层面/总部层面分别为21.5%/4.7%,小菜园披露24M1-8门店+总部人工成本为27.7%,假设总部层面为4.5%	人效提升,叠加低线城市人工成本较低
单店人数	26	28			
人效(万元/人·年)	36	31			
占比	21.5%	23.2%	-1.7%		
租金	72	48		小菜园为招股书披露,绿茶和小菜园的口径对齐,为使用权资产折旧+其他租金开支+物业管理开支	新店型面积变小,叠加二三线城市租金较低收入提升摊薄
占比	9.6%	9.0%	0.6%		
折旧摊销	43	17		主要系绿茶单店资本开支高于小菜园	收入提升摊薄
占比	5.7%	3.2%	2.5%		
水电	28	18			
占比	3.7%	3.3%	0.4%		
外卖服务开支	30	56			会随着外卖占比提升而有所提升
占比	3.2%	6.5%	-3.3%		
占外卖收入	17.0%	16.9%			
营销推广	7	10			
占比	0.8%	1.2%	-0.4%		
运输及相关开支	7	5			
占比	0.8%	0.6%	0.2%		
第三方服务提供商服务费	17			小菜园未拆分或无此项费用	
占比	1.8%				
低值耗材	23			小菜园未拆分或无此项费用	
占比	2.5%				
平台服务费	16			小菜园未拆分或无此项费用	
占比	1.7%				
其他	19	16			
占比	2.5%	3.0%	-0.5%		
净利润	140	154			
门店利润率	15.1%	17.8%	-2.7%		

数据来源: 公司招股书, 小菜园招股书, 广发证券发展研究中心

表5: 绿茶不同外卖收入占比对应的门店利润率弹性测算

外卖收入占比	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	备注
单店收入	755	795	839	888	944	1007	1079	1162	1258	1373	
堂食收入(万元)	755	755	755	755	755	755	755	755	755	755	
外卖收入(万元)	0	40	84	133	189	252	324	407	503	618	
外卖费用	0	7	14	23	32	43	55	69	86	105	
外卖费用占外卖收入比重	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	
外卖费用占总收入比重	0.0%	0.9%	1.7%	2.6%	3.4%	4.3%	5.1%	6.0%	6.8%	7.7%	
原材料占比	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	外卖可以通过产品设计做到不拉低毛利率,理论上也有规模化带来的优化逻辑,此处简化处理
人工占比	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	理论上也有摊薄作用,此处简化,假设人效不变
水电占比	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	理论上也有摊薄作用,此处简化
租金	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	
租金占比	12.0%	11.4%	10.8%	10.2%	9.6%	9.0%	8.4%	7.8%	7.2%	6.6%	
折旧摊销	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	
折旧摊销占比	7.1%	6.8%	6.4%	6.1%	5.7%	5.3%	5.0%	4.6%	4.3%	3.9%	
其他成本费用	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	部分费用理论上也有摊薄作用,此处简化
门店利润率	14.7%	14.8%	14.9%	15.0%	15.1%	15.2%	15.3%	15.4%	15.5%	15.6%	

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值分析

我们对公司各业务发展做如下假设：

餐厅经营（堂食）：近年来公司保持较快的展店速度，2021-2024年收入CAGR为15.9%，开店为核心驱动因素。**经营层面**，考虑餐饮大环境仍有压力，叠加公司低线城市门店占比提升后可能拉低翻台，假设25-27年翻台率为2.9/2.8/2.8次；综合考虑绿茶高性价比定位、行业整体价格战趋缓，以及低线城市门店占比提升，假设25-27年人均消费温和下降，分别为55.9/55.6/55.4元。**门店层面**，假设25-27年公司新开门店数与目标一致，分别为150/200/213家，闭店率（按当期关店/期初门店计算）保持24年4.2%的水平，则闭店数分别为19/25/32家，净增门店数分别为131/175/181家。综上假设，预计25-27年堂食收入分别为35.2/42.1/50.2亿元，同比增长13.5%/19.6%/19.4%。

外卖：24年公司外卖占比为19%，考虑到公司24年起战略性发力，叠加对比同行小菜园24年38%的外卖收入占比仍有较大空间，我们假设25-27年绿茶外卖占比分别达到24%/26%/28%，则对应外卖收入分别为11.2/14.8/19.6亿元，同比增长54.3%/33.0%/32.1%。

综上，预计25-27年营业收入分别为46.5/57.1/70.0亿元，分别同比增长21.1%/22.8%/22.7%。结合我们在上一章分析的优化逻辑，预计各项成本费用率将有所优化，预计公司25-27年归母净利润分别为4.8/6.1/7.7亿元，同比增长36.2%/26.9%/26.5%。

表6：公司主营业务收入拆分及预测

单位：人民币百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1.1餐厅收入										
营业收入	1,056	1,482	1,337	1,992	1,977	3,060	3,099	3,517	4,207	5,024
YoY		40.3%	-9.8%	49.1%	-0.8%	54.8%	1.3%	13.5%	19.6%	19.4%
占比	80.5%	85.3%	85.2%	86.9%	83.2%	85.3%	80.7%	75.6%	73.7%	71.8%
期末餐厅数量	107	163	180	236	276	360	465	596	771	952
新开	34	60	23	59	47	89	120	150	200	213
关闭	4	4	6	3	7	5	15	19	25	32
净增数	30	56	17	56	40	84	105	131	175	181
翻台率	3.5	3.3	2.6	3.2	2.8	3.3	3.0	2.9	2.8	2.8
顾客人均消费（元）	54.8	58.4	61.3	60.5	62.9	61.8	56.2	55.9	55.6	55.4
1.2外卖										
营业收入	255	253	232	299	397	517	723	1,116	1,484	1,961
YoY		-0.8%	-8.4%	29.0%	32.7%	30.2%	39.8%	54.3%	33.0%	32.1%
占比	19.5%	14.6%	14.8%	13.1%	16.7%	14.4%	18.8%	24.0%	26.0%	28.0%
1.3其他										
营业收入	0.1	1.6	0.9	1.0	1.8	12.0	16.0	16.3	16.6	16.9
YoY		998.7%	-45.0%	8.6%	86.3%	561.3%	32.7%	2.0%	2.0%	2.0%
占比	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
合计										
营业收入	1,312	1,736	1,569	2,293	2,375	3,589	3,838	4,649	5,707	7,002
YoY		32.4%	-9.6%	46.1%	3.6%	51.1%	6.9%	21.1%	22.8%	22.7%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表7：公司主要成本费用拆分及预测

单位：人民币百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
使用原材料及耗材	506	645	596	846	862	1,205	1,193	1,403	1,717	2,099
占收入比重	38.6%	37.2%	38.0%	36.9%	36.3%	33.6%	31.1%	30.2%	30.1%	30.0%
员工成本	306	406	412	568	626	911	989	1,184	1,448	1,769
占收入比重	23.3%	23.4%	26.3%	24.8%	26.4%	25.4%	25.8%	25.5%	25.4%	25.3%
租金	110	153	194	207	218	257	279	324	386	460
占收入比重	8.4%	8.8%	12.4%	9.0%	9.2%	7.2%	7.3%	7.0%	6.8%	6.6%
其他资产的折旧及摊销	64	87	109	126	164	193	218	259	313	376
占收入比重	4.9%	5.0%	7.0%	5.5%	6.9%	5.4%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%
水电开支	50	65	63	79	90	124	141	169	204	247
占收入比重	3.8%	3.7%	4.0%	3.5%	3.8%	3.4%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
外卖服务开支	28	32	36	47	61	83	121	190	252	333
占收入比重	2.1%	1.9%	2.3%	2.0%	2.6%	2.3%	3.2%	4.1%	4.4%	4.8%
财务成本	22	33	40	37	42	43	45	43	41	39
占收入比重	1.7%	1.9%	2.5%	1.6%	1.7%	1.2%	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%
其他开支	167	197	182	265	309	421	467	548	666	811
占收入比重	12.7%	11.4%	11.6%	11.5%	13.0%	11.7%	12.2%	11.8%	11.7%	11.6%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

选取同属中式休闲餐厅赛道的小菜园、九毛九，以及同为中餐赛道的海底捞为公司可比公司，盈利预测取Wind一致预期，当前市值分别对应小菜园/海底捞/九毛九25年16/22/15倍PE，各公司之间估值差异主要受品牌势能、成长阶段及业绩弹性等因素影响。我们认为公司仍处于快速成长期，拓店驱动业绩成长的确性相对较高，同店有望随着大环境企稳、基数走低以及外卖放量而逐步修复，且有单店优化、经营效率提升逻辑。考虑流动性因素，给予公司25年14倍PE，对应合理价值10.87港元/股，给予“买入”评级。（采用即期汇率1港元=0.9135人民币）

表8：可比公司盈利预测与估值（截至2025年6月27日收盘）

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
小菜园	00999.HK	109	6.9	8.3	9.9	16	13	11
九毛九	09922.HK	35	1.6	2.4	3.0	22	15	12
海底捞	06862.HK	771	51.6	56.2	61.0	15	14	13

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自Wind一致预期

五、风险提示

（一）宏观经济波动

餐饮企业发展程度受经济发展水平、国民消费行为影响，若宏观经济波动导致国民收入水平下降、消费力下降、消费预期悲观，将会影响人们去餐厅就餐、尤其是对较高客单价餐厅的需求，从而对公司业绩造成负面影响。

（二）门店扩张及管理优化不及预期

门店扩张是公司收入增长的重要驱动因素，而管理优化则可提升公司门店运行效率，从而带动整体利润率提升，若公司门店扩张及管理优化不及预期，将对公司收入及利润造成负面影响。

（三）市场竞争加剧

餐饮行业是竞争程度较高的红海市场，品牌众多、行业集中度较低，目前行业竞争正逐步从同质化竞争转向差异化竞争，若公司无法在产品、服务等层面实现创新，充分满足消费者需求，公司市占率将有下滑风险。

（四）食品安全风险

食品安全是餐饮行业红线，若发生严重的食品安全问题，一方面会面临相关部门处罚风险，另一方面将使得品牌逐步失去消费者的信任，品牌力、消费者吸引力将大幅下降。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	877	673	1,836	1,925	2,065
现金及现金等价物	356	247	1,389	1,454	1,563
应收账款及票据	36	23	36	44	54
存货	60	67	75	91	112
其他	425	336	336	336	336
非流动资产合计	1,544	1,791	1,941	2,111	2,321
固定资产净值	649	725	805	895	1,005
长期投资	0	0	0	0	0
商誉及无形资产	824	970	1,040	1,120	1,220
其他	71	97	97	97	97
资产总额	2,421	2,464	3,777	4,036	4,386
流动负债合计	1,178	738	738	715	702
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款及票据	248	221	242	238	245
其他	879	517	497	477	457
非流动负债合计	829	955	935	915	895
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	829	955	935	915	895
总负债	2,006	1,693	1,674	1,630	1,597
普通股股本	0	0	168	168	168
储备	415	771	1,935	2,237	2,620
其他	-1	0	0	0	0
归母权益总额	415	771	2,103	2,406	2,789
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	415	771	2,103	2,406	2,789
负债及股东权益合计	2,421	2,464	3,777	4,036	4,386

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	3,589	3,838	4,649	5,707	7,002
营业成本	1,205	1,193	1,403	1,717	2,099
毛利	2,384	2,645	3,246	3,991	4,903
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	0	0	0	0	0
行政管理费用	0	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	1,568	1,748	2,126	2,603	3,186
营业利润	816	897	1,120	1,387	1,717
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	43	45	43	41	39
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-386	-433	-509	-628	-773
除税前利润	388	419	568	718	905
所得税	92	68	91	112	139
合并净利润	296	350	477	605	766
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	296	350	477	605	766

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	793	734	1,460	1,697	2,024
合并净利润	296	350	477	605	766
折旧与摊销	368	420	450	470	490
营运资本变动	58	-41	-20	-48	-44
其他非经营性调整	72	5	553	670	812
投资活动现金流净额	-380	-248	-1,129	-1,288	-1,493
处置固定资产收益	0	1	-509	-628	-773
资本性支出	-307	-338	-600	-640	-700
投资资产支出	-80	87	0	0	0
其他	7	2	-20	-20	-20
融资活动现金流净额	-191	-595	812	-344	-422
长期债权融资	-127	-229	0	0	0
股权融资	0	0	1,093	0	0
支付股利	0	-350	-239	-303	-383
其他	-64	-16	-43	-41	-39
现金净增加额	222	-109	1,142	65	109
期初现金余额	134	356	247	1,389	1,454
期末现金余额	356	247	1,389	1,454	1,563

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	51.1%	6.9%	21.1%	22.8%	22.7%
营业利润增长率	130.5%	9.9%	24.9%	23.8%	23.7%
归母净利润增长率	1,682.6	18.5%	36.2%	26.9%	26.5%
获利能力					
毛利率	66.4%	68.9%	69.8%	69.9%	70.0%
净利率	8.2%	9.1%	10.3%	10.6%	10.9%
ROE	71.3%	45.4%	22.7%	25.2%	27.5%
偿债能力					
资产负债率	82.9%	68.7%	44.3%	40.4%	36.4%
有息负债率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.7	0.9	2.5	2.7	2.9
利息保障倍数	10.1	10.2	14.1	18.4	24.0
营运能力					
应收账款周转天数	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
存货周转天数	17.3	19.1	19.1	19.1	19.1
应付账款周转天数	66.0	70.9	62.0	50.0	42.0
每股指标					
每股收益	-	-	0.71	0.90	1.14
每股净资产	-	-	3.12	3.57	4.14
每股经营现金流	-	-	2.17	2.52	3.01
估值比率					
PE	-	-	9.3	7.3	5.8
PB	-	-	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	-	-	2.9	2.4	2.0

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级分析师，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与绿茶集团(06831)公司有投资银行业务关系。

(2)广发证券（香港）在过去12个月内与蜜雪集团(02097)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。