

绿茶集团 (06831.HK)

中式融合菜引领者，打造高性价比大众餐厅

绿茶作为国内中式休闲餐厅的引领者，长期聚焦于融合菜及高性价比餐饮，主要围绕华东、华北、广东省三大区域进行深耕，主打好吃不贵的中式融合菜。绿茶坚持小店型战略，通过区域加密、异地扩张、市场下沉等策略持续推进门店拓展，长期开业空间广阔；集团供应链随着未来中央厨房建立进一步成熟与沉淀，有望推动收入持续扩张及利润提速释放。

- **发展迅猛的中式休闲餐厅头部品牌，营收&业绩快速增长。**绿茶作为中国内地知名的休闲中式餐厅运营商，公司主打高性价比的融合菜系为特色，持续推进直营门店网络布局及异地拓展，近年来门店进入快速扩张阶段，2025 年 H1 绿茶门店数量达 502 家/同比+28.7%，2025H1 公司收入达 22.9 亿元/+23.1%，归母净利润达 2.3 亿元/同比+34.0%，表现亮眼。
- **中式餐饮市场潜力持续释放，标准化、数字化、性价比成为行业趋势。**2024 年中式休闲餐厅市场规模达到 5347 亿元/同比+7.4%，占中式餐厅之比达 19.3%，长期仍具增长空间。行业内连锁化趋势带动各餐饮品牌推广标准化、数字化运营；消费者普遍追求性价比餐饮，推动各品牌进行“降价增量”，当前各餐饮品类人均消费普遍下滑，性价比成为行业竞争焦点。
- **深耕融合菜赛道&高性价比餐饮，研发能力出众。**绿茶长期深耕融合菜赛道，广泛吸收不同菜式优点并加以创新，并主打 50-80 元档大众餐饮，吸引了不同群体&地域的消费者。品牌菜品研发能力强大，董事长王勤松先生直接领导菜品研发团队，2022/2023/2024 年分别推出 172/168/203 道菜品，保证了绿茶菜单的长期吸引力。
- **单店质量提高，长期开业空间广阔。**绿茶在小店型战略加持下，门店盈利能力进一步提高，2023-2024 年新开门店投资回收期约 14-15 个月，随着门店店型持续优化，利润率仍具提升空间。绿茶总门店数增长迅速，公司通过区域加密、异地扩张、市场下沉等策略持续推进门店拓展，并加速拓展小型店，长期门店开业空间有望达到 1500 家，开业空间广阔。
- **投资建议：**绿茶作为国内中式休闲餐厅的引领者，长期聚焦于融合菜赛道，主要围绕华东、华北、广东三大区域进行深耕。绿茶未来有望通过小店型战略、区域加密、异地扩张、市场下沉等策略持续推进门店扩张；集团供应链随着未来中央厨房建立将进一步成熟，有望推动收入持续扩张及利润提速释放，参考同业对应 2025 年 15 倍 PE 给予目标价 11.8 港元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险；拓店速度不及预期风险；市场竞争激烈风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3589	3838	4972	6607	8386
同比增长	51%	7%	30%	33%	27%
营业利润(百万元)	816	897	1188	1559	1971
同比增长	130%	10%	32%	31%	26%
归母净利润(百万元)	295	350	482	624	785
同比增长	1669%	19%	38%	29%	26%
每股收益(元)	0.44	0.52	0.72	0.93	1.17
PE	14.7	12.4	9.0	7.0	5.5
PB	10.5	5.6	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

消费品/商业

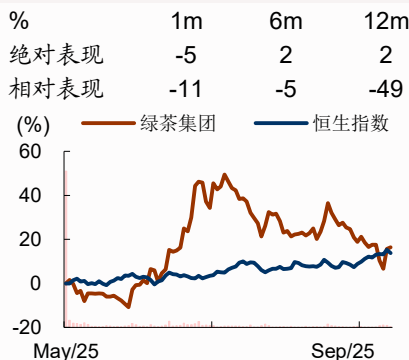
目标估值：11.8 港元

当前股价：7.05 港元

基础数据

总股本 (百万股)	673
香港股 (百万股)	673
总市值 (十亿港元)	4.7
香港股市值 (十亿港元)	4.7
每股净资产 (港元)	2.6
ROE (TTM)	20.1
资产负债率	51.9%
主要股东	Absolute Smart Ventures Limited
主要股东持股比例	54.2872%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
潘威全 S1090524070002
panweiquan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 绿茶：融合菜赛道领军者，引领中式休闲餐厅风潮5

1.1 公司简介：深耕融合菜赛道，市场影响不断扩大5

1.2 股权结构：王勤松夫妇控制公司，高管团队经验丰富6

1.3 经营情况：收入&利润表现良好，门店扩张成主要动力7

二、 中式休闲餐厅市场：市场潜力持续释放，性价比成为竞争焦点10

2.1 行业概况：中式餐饮市场规模巨大，竞争进入存量时代10

2.2 行业趋势：“标准化+数字化+性价比”成为行业潮流，品牌追求降价增量 12

2.3 竞争格局：头部品牌集中度较低，客单价&门店分布凸显定位差异14

三、 竞争优势：特色融合菜助力打造行业标杆，高性价比餐饮涵盖海量消费者15

3.1 主打高性价比融合菜，“堂食+外卖”扩大销售渠道15

3.2 灵活供应链保障标准化运营，数字化提高餐厅运营效率18

3.3 绿茶门店数量稳健增长，小店型战略加速拓店20

3.4 华东地区&新增市场经营表现优异，开业空间广阔21

3.5 绿茶单店模型优秀，门店经营表现稳健23

3.6 增长看点：绿茶门店网络持续扩张，小店型战略&供应链完善带动业绩提升24

四、 盈利预测&投资建议25

五、 风险提示27

图表目录

图 1：绿茶餐厅发展历程5

图 2：全球发售后绿茶集团股权结构6

图 3：绿茶营业收入呈上升趋势8

图 4：绿茶归母净利润有望进一步增加8

图 5：绿茶收入增长主要来自门店扩张8

图 6：绿茶毛利率呈上升趋势8

图 7：绿茶 2024 年各项费率有所上升8

图 8：2024 年绿茶翻台率下滑9

图 9: 2024 年绿茶单店日均收入下滑9

图 10: 2024 年绿茶同店销售额下滑9

图 11: 2024 年绿茶每家餐厅平均同店销售额下滑9

图 12: 绿茶现金流情况健康.....10

图 13: 20-29E 中国内地餐饮市场规模（按菜品及服务划分）10

图 14: 20-29E 中式餐厅市场规模（按菜品及服务划分）11

图 15: 20-29E 中式餐饮市场规模（按经营模式划分）11

图 16: 20-25E 整体连锁化率不断上升11

图 17: 餐饮供给端逐渐进入存量时代.....12

图 18: 餐饮需求端追求高性价比消费12

图 19: 连锁品牌标准化运营方案13

图 20: 肯德基小程序支持全门店线上点餐.....13

图 21: 2024 年休闲中式餐厅前五大参与者收入.....14

图 22: 休闲中式餐厅前五大参与者市场份额14

图 23: 中式餐厅市场部分主流品牌客单价普遍下降15

图 24: 22Q3-25Q2 中式餐饮部分主流品牌平均客单价15

图 25: 不同品牌门店线级分布存在差异15

图 26: 绿茶餐厅部分招牌产品16

图 27: 绿茶 2022-2024 年人均消费呈现下降趋势.....16

图 28: 绿茶每年积极进行菜品研发与菜单更新16

图 29: 绿茶餐厅门头使用统一品牌标识17

图 30: 绿茶提供中国风用餐环境17

图 31: 绿茶外卖业务增长强劲18

图 32: 2024 年绿茶外卖业务开支占比创新高18

图 33: 绿茶建立以第三方加工为主的灵活供应链.....19

图 34: 绿茶为会员提供多种会员服务19

图 35: 绿茶门店数保持稳健增长20

图 36: 绿茶全国门店分布情况20

图 37: 小型门店逐渐成为绿茶主流店型21

图 38: 绿茶未来开业计划以小型餐厅为主.....21

图 39: 华东地区营业收入位居首位.....21

图 40: 华东地区接待总人数位居首位21

图 41: 新增市场门店数量增长迅速.....22

图 42: 新增市场收入增长快于整体.....22

图 43: 绿茶闭店率长期维持较低水平24

图 44: 绿茶年内实现收支平衡新店比例不断提高.....24

图 45: 绿茶分地区拓店计划突出华东与其他地区24

图 46: 绿茶分线级拓店计划突出三线及以下城市24

图 47: 绿茶香港餐厅经典菜单及定价25

表 1: 绿茶餐厅主打产品6

表 2: 绿茶主要菜品价格实惠.....6

表 3: 高管团队从业经验丰富7

表 4: 2025 年“外卖补贴大战”历程13

表 5: 2024 年中式休闲餐厅竞争格局14

表 6: 绿茶菜品研发流程17

表 7: 绿茶运营模式及管理体系标准化19

表 8: 绿茶 2022-2024 年前五大供应商采购额及占比19

表 9: 绿茶内地市场长期开业空间广阔，总开业空间有望达 1500 家.....22

表 10: 绿茶单店模型.....23

表 11: 绿茶全球发售所得款项用途.....25

表 12: 绿茶盈利预测.....26

表 13: 行业可比公司盈利预测及 PE 估值26

附：财务预测表28

一、绿茶：融合菜赛道领军者，引领中式休闲餐厅风潮

1.1 公司简介：深耕融合菜赛道，市场影响不断扩大

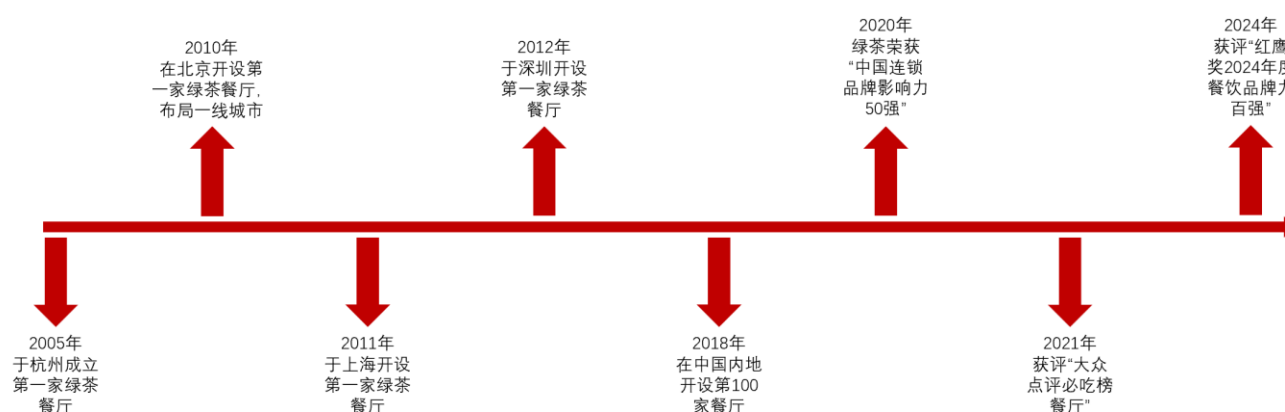
绿茶是休闲中式餐厅的头部品牌，也是融合菜赛道的最大参与者。绿茶餐厅创始于 2008 年，成立 17 年来，已经成为中国内地知名的休闲中式餐厅运营商，同时是中式餐厅运营商中专注于提供融合菜的最大参与者。根据灼识咨询报告，2024 年绿茶在中国休闲中式餐厅中按餐厅数目计排名第三，约占 0.7% 的市场份额，截止 2025 年 6 月，绿茶一共开设了 502 家餐厅，涵盖中国内地 21 个省份、4 个直辖市、2 个自治区以及香港特别行政区，在中式餐厅市场的影响力不断扩大。

深耕融合菜赛道十七载，公司的发展主要历经两大发展阶段：

1. 品牌形成期（2008 年-2018 年）：2008 年第一家绿茶餐厅在西湖畔开业，联合创始人王勤松先生及伉俪路长梅女士意识到顾客对于融合菜的青睐，开始通过优美的餐厅环境、独具特色的融合菜品和亲民实惠的价格吸引顾客。2010 年，绿茶在北京开设第一家餐厅，开始了在一线城市的业务，并分别于 2011 年、2013 年将餐厅开到上海和深圳，品牌影响力逐渐形成。

2. 规模扩张期（2018 年至今）：2018 年，绿茶在中国内地开设第 100 家餐厅，形成了系统的门店网络，并逐步完善供应链以支撑门店的扩张。2021 年 1 月，绿茶于杭州建立了直接采购中心，提升了新鲜蔬果等原材料的供应效率；截至最后截止日期，绿茶已经与 205 家第三方食材加工公司进行了合作以供应符合标准的粗加工食材，提升了餐厅的标准化运营程度。

图 1：绿茶餐厅发展历程



资料来源：招股说明书、招商证券

绿茶以融合菜式为特色，主打高性价比产品，顾客涵盖不同群体。绿茶打破传统菜系地域限制，融合不同菜式特点及东西方烹饪技巧，创造出口味丰富、兼具创新与传统的中式菜品，例如招牌菜“绿茶烤鸡”采用川式腌料配方与德式低温慢烤工艺，将中西式烹饪手法巧妙结合；融合菜的受众同样涵盖了不同群体，如“面包诱惑”将港式西多士与冰淇淋相结合，成为年轻消费者首选甜品，而“石锅鸡汤豆腐”则鲜香可口，深受年长顾客的喜爱。价格方面，绿茶主打亲民价格，招牌

菜品定价实惠。人均消费位于 50-80 元价位，通过实惠价格积累了广泛的顾客基础，打造“好吃不贵”的餐饮。

表 1: 绿茶餐厅主打产品

菜品名称	特点	烹饪方式
招牌粉丝裹虾	虾和粉丝吸收特制海鲜酱和蒜酱，阵阵飘香	铁板酱烧
东坡仔排	精选优质排骨，吸收浓郁汤汁，入口即化	煎炸、焖烧
绿茶烤肉	选用西南地区优质猪肉，肉质肥瘦相间	香料烤炙
石锅鸡汤豆腐	浓厚鸡汤熬制豆腐，鲜香可口	浓汤煨焗
绿茶烤鸡	秘制腌料腌制鲜鸡，肉质鲜嫩，美味多汁	腌制、烘烤
面包诱惑	面包松软，冰淇淋香甜，口感独特	烘烤面包搭配冰淇淋

资料来源：招股说明书、招商证券

表 2: 绿茶主要菜品价格实惠

菜品名称	价格
东坡仔排	58 元/份
绿茶烤肉	58 元/份
石锅鸡汤豆腐	39 元/份
招牌粉丝裹虾	39 元/份
绿茶烤鸡	36 元/半只
面包诱惑	32 元/份

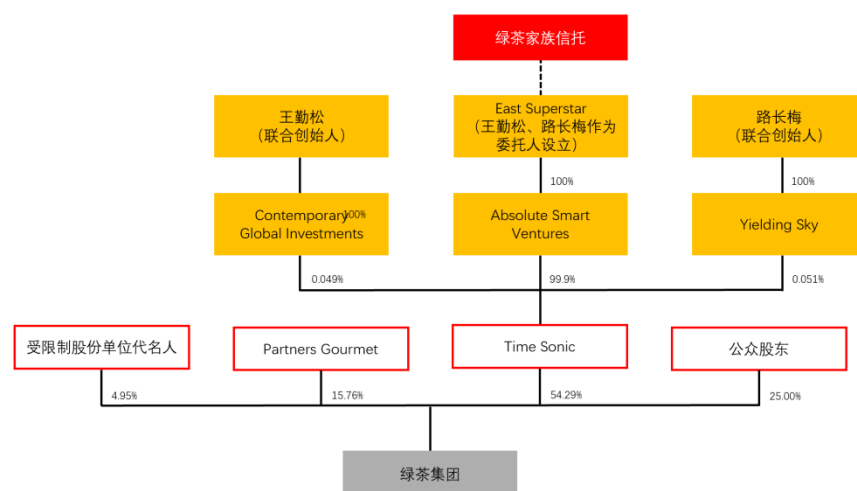
资料来源：绿茶小程序、招商证券

1.2 股权结构：王勤松夫妇控制公司，高管团队经验丰富

王勤松夫妇作为实际控制人，掌握过半股权。根据招股书披露数据，王勤松夫妇通过家族信托等方式控制本公司 54.29% 股权，合众集团旗下战略投资者 Partners Gourmet 持有 15.76% 股权，为公司提供长期资本及国际化资源支持。

公司内设员工激励计划，将核心人才与公司发展深度绑定。绿茶设立受限制股权单位计划，受限制股份单位代名人 Longjing Memory Limited 持有 33350000 股普通股，在全球发售完成后占已发行股份总额的 4.95%，截至最后实际可行日期，公司已根据该计划向本集团 71 名雇员授予 31922924 份股份，实现了员工切身利益与公司发展的统一。

图 2: 全球发售后绿茶集团股权结构



资料来源：招股说明书、招商证券

创始人深耕行业多年，高管团队从业经验丰富。截至招股说明书最后可执行日期，

创始人王勤松为董事长、首席执行官兼执行董事，公司共有 3 名执行董事、3 名非执行董事及 3 名非独立执行董事。创始人王勤松夫妇在 2004 年开设绿茶餐厅的前身“绿茶青年旅舍”，开始研发融合菜并始终关注菜品的创新，在款待及餐饮行业已经拥有了约 20 年经验。同时，公司高级管理人员普遍在餐厅或餐饮行业拥有 10 年以上的经验，并且具备多元化的专业经验及互补的专业知识。

表 3：高管团队从业经验丰富

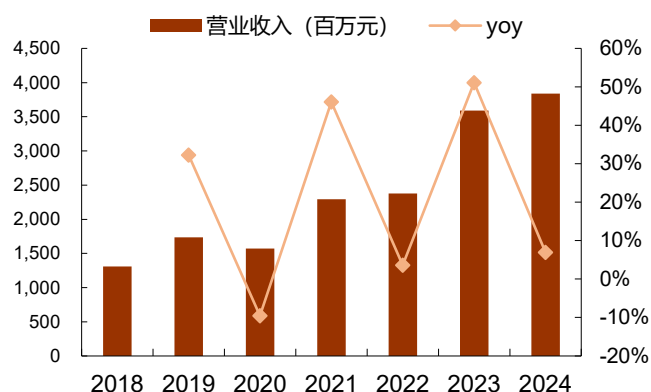
姓名	年龄	职位	职责	从业经验
王勤松	53	董事长、首席执行官兼执行董事	负责监督本集团整体经营管理及业务运营并作出重大业务决策。	在款待及餐饮行业拥有约 20 年经验。
于丽影	38	执行董事兼副总裁	负责管理供应链、建筑工程及公共关系以及餐厅网络扩展。	在餐厅运营方面拥有约 15 年经验。
王佳伟	41	执行董事、财务总监兼董事会秘书	负责本集团发展、日常管理和财务及资本管理。	在财务会计方面拥有约 14 年经验。
路长梅	44	非执行董事	负责为本集团的运营及管理提供战略意见及建议。	在款待及餐饮行业拥有约 20 年经验。
刘盛	42	非执行董事	负责为本集团的运营及管理提供战略意见及建议。	在金融投资行业拥有约 20 年经验。
徐睿婕	35	非执行董事	负责为本集团的运营及管理提供策略意见及建议。	在咨询及私募股权投资方面拥有逾 10 年经验
邵晓东	53	独立非执行董事	负责为董事会提供独立判断及意见。	曾在蚂蚁集团担任过不同重要职位
Bruno Robert Mercier	65	独立非执行董事	负责为董事会提供独立判断及意见。	担任过多家私募股权及风险投资基金顾问，担任过高鑫零售有限公司的首席执行官，现同时为多家企业的董事
范永奎	40	独立非执行董事	负责为董事会提供独立判断及意见。	拥有丰富的财务会计经验，曾任江南布衣有限公司副总裁及首席财务官
张立	41	首席财务官	负责本集团的财务、战略投资及投资者关系	在财务会计方面拥有约 15 年经验
邵芳	50	副总裁	负责本公司业务运营及管理	曾任江南企业管理有限公司门店总经理、区域运营经理、高级运营总监和副总裁

资料来源：招股说明书、招商证券

1.3 经营情况：收入&利润表现良好，门店扩张成主要动力

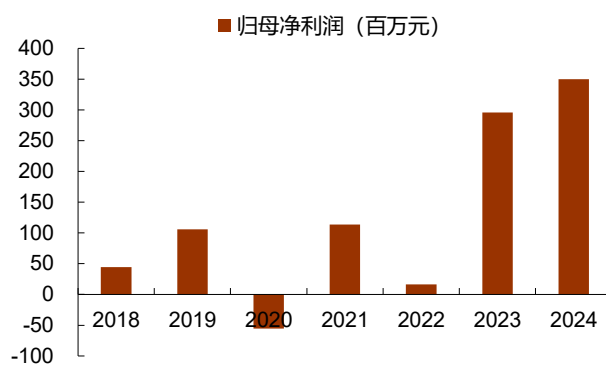
营业收入稳健增长，门店扩张成收入增长主要动力。2018-2024 年，绿茶餐厅营业收入由 13.1 亿元上升至 38.4 亿元，CARG 达到+19.6%，2025H1 收入超市场预期达 23.0 亿元/同比+23.1%。归母净利润自 2022 年出现下降以来连续两年上升，2024 年达 3.5 亿元/同比+18.5%，2025H1 达 2.3 亿元/同比+34.0%。当前门店扩张是绿茶收入增长主要动力，2018-2024 年，绿茶门店从 107 家增长至 465 家，CARG 达到+27.7%，但同期单店平均年收入从 1425.4 万元下降至 930.5 万元，门店扩张成为该时期收入增长主要动力。

图 3：绿茶营业收入呈上升趋势



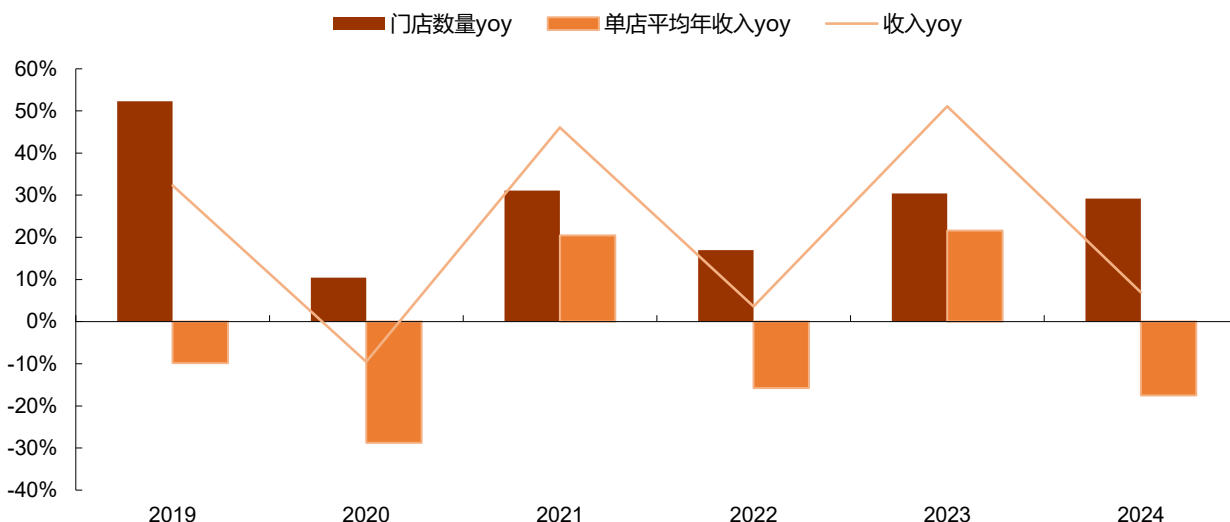
资料来源：招股说明书、招商证券

图 4：绿茶归母净利润有望进一步增加



资料来源：招股说明书、招商证券

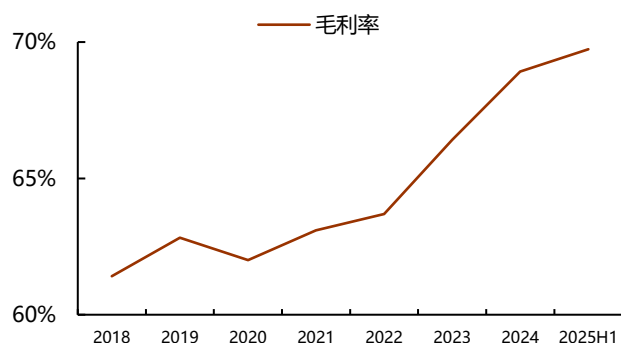
图 5：绿茶收入增长主要来自门店扩张



资料来源：招股说明书、招商证券

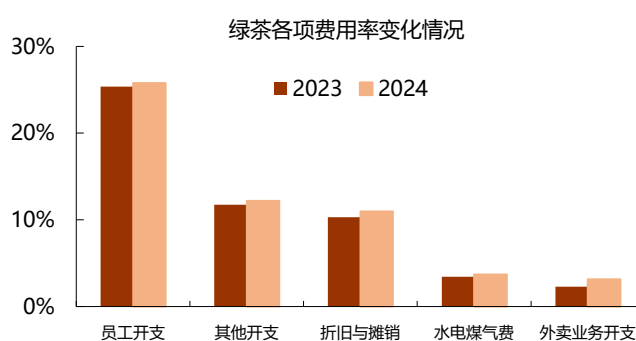
公司毛利率稳定增长，2024 年费用压力有所加大。2024 年绿茶实现毛利 26.5 亿元/同比+11.0%，毛利率达 68.9%，2025 年 H1 毛利率继续增长至 69.7%。费用方面，2024 年公司各项费率出现上升，其中员工成本率达 25.8%/同比+0.2%，其他开支/折旧与摊销/水电煤气/外卖业务开支费率分别为 12.2%/11.0%/3.7%/3.2%，同比+0.4%/+0.7%/+0.2%/+0.8%。

图 6：绿茶毛利率呈上升趋势



资料来源：招股说明书、招商证券

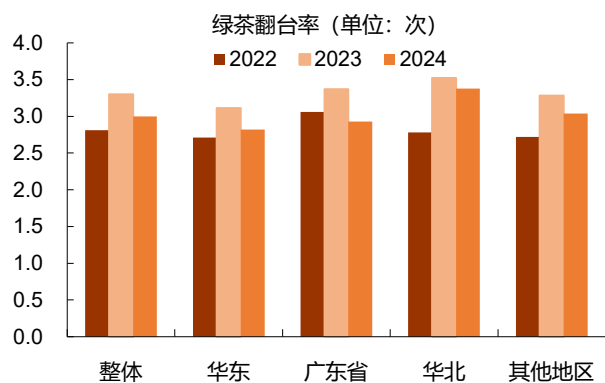
图 7：绿茶 2024 年各项费率有所上升



资料来源：招股说明书、招商证券

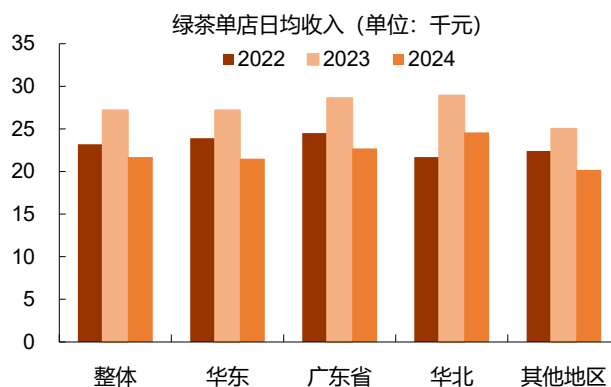
受宏观环境及小店型战略影响同店数据略有下滑,外卖占比提升有望驱动同店持续修复未来有望逐步修复。2024 年,绿茶整体翻台率为至 3.0 次/同比-9.1%,单店日均收入为 2.2 万元/同比-18.5%,其中绿茶在 2024 年华东/广东省/华北/其他地区的同店销售总额分别为 6.0 亿元/4.5 亿元/5.3 亿元/4.5 亿元,同比-11.8%/-13.5%/-7.0%/-10.0%,每家餐厅平均同店销售额分别为 986 万元/1050 万元/1184 万元/937 万元,同比-11.2%/-12.5%/-6.8%/-10.8%,同店下滑主要系宏观层面的不稳定性及小店型门店占比提升影响,得益于外卖占比提升,后续同店有望企稳回升。

图 8: 2024 年绿茶翻台率下滑



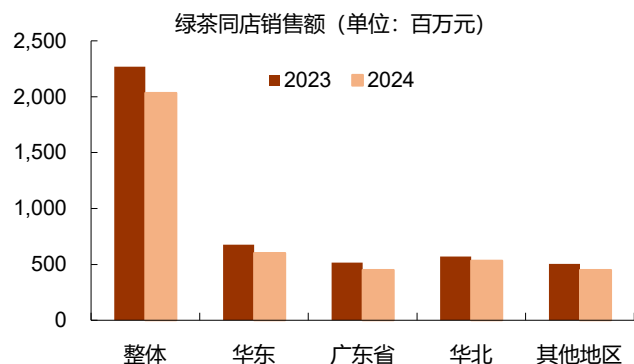
资料来源: 招股说明书、招商证券

图 9: 2024 年绿茶单店日均收入下滑



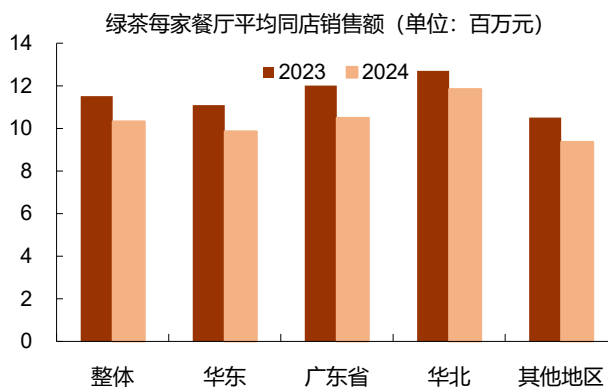
资料来源: 招股说明书、招商证券

图 10: 2024 年绿茶同店销售额下滑



资料来源: 招股说明书、招商证券

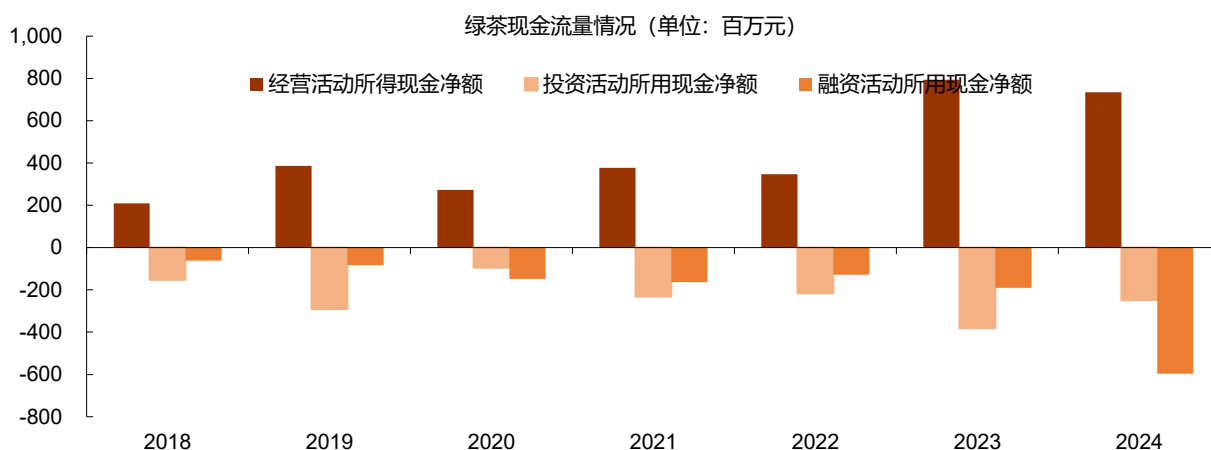
图 11: 2024 年绿茶每家餐厅平均同店销售额下滑



资料来源: 招股说明书、招商证券

公司现金流状况健康,经营状况稳健。2023 年/2024 年公司经营活动所得现金净额分别达到 7.9 亿元/7.3 亿元,在此基础上公司支出现金以进行投融资活动。2024 年,公司投资活动所用现金净额和融资活动所用现金净额分别达到 2.5 亿元和 6.0 亿元,其中融资活动所用现金净额增长较快主要是因为公司于 2024 年 6 月以现金完成此前所宣布的 3.5 亿元派息计划,整体现金流情况稳健。

图 12：绿茶现金流情况健康



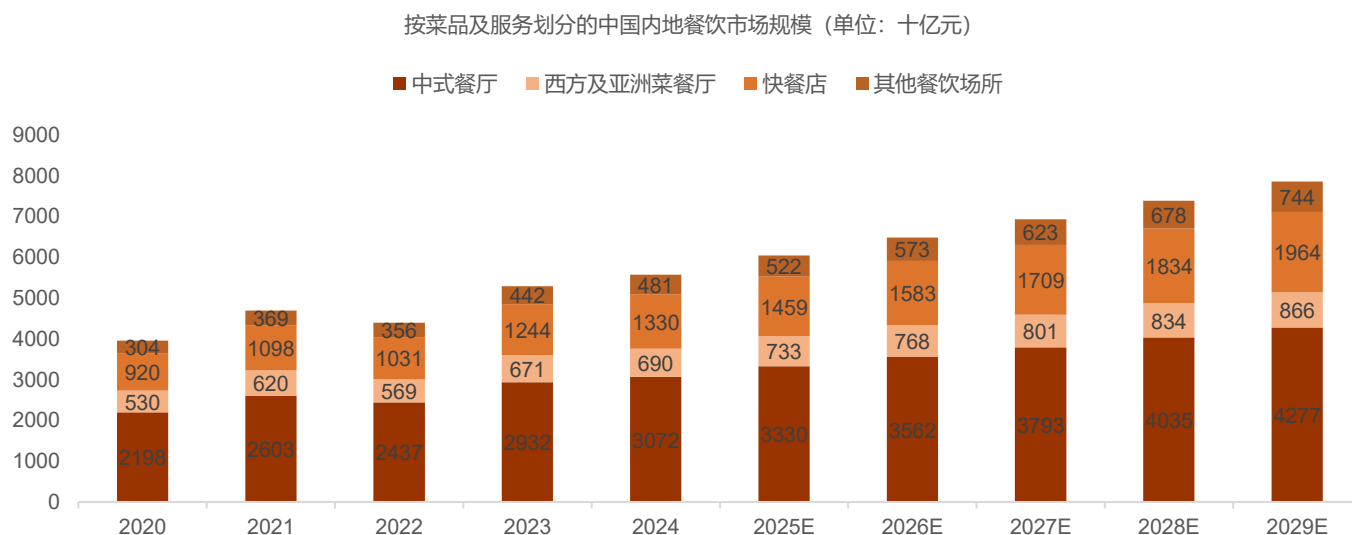
资料来源：招股说明书、招商证券

二、中式休闲餐厅市场：市场潜力持续释放，性价比成为竞争焦点

2.1 行业概况：中式餐饮市场规模巨大，竞争进入存量时代

中国餐饮市场潜力巨大，中式餐厅占据主导地位。中国餐饮市场已经成为世界上第二大餐饮市场，2024 年中国内地年度餐饮收入达到人民币 55718 亿元，2020-2024 年 CARG 达 9.0%。其中中式餐厅占据市场主导地位，2024 年规模达到 30715 亿元，占据 55.1% 的市场份额，代表中国消费者对于本国饮食文化的青睐。

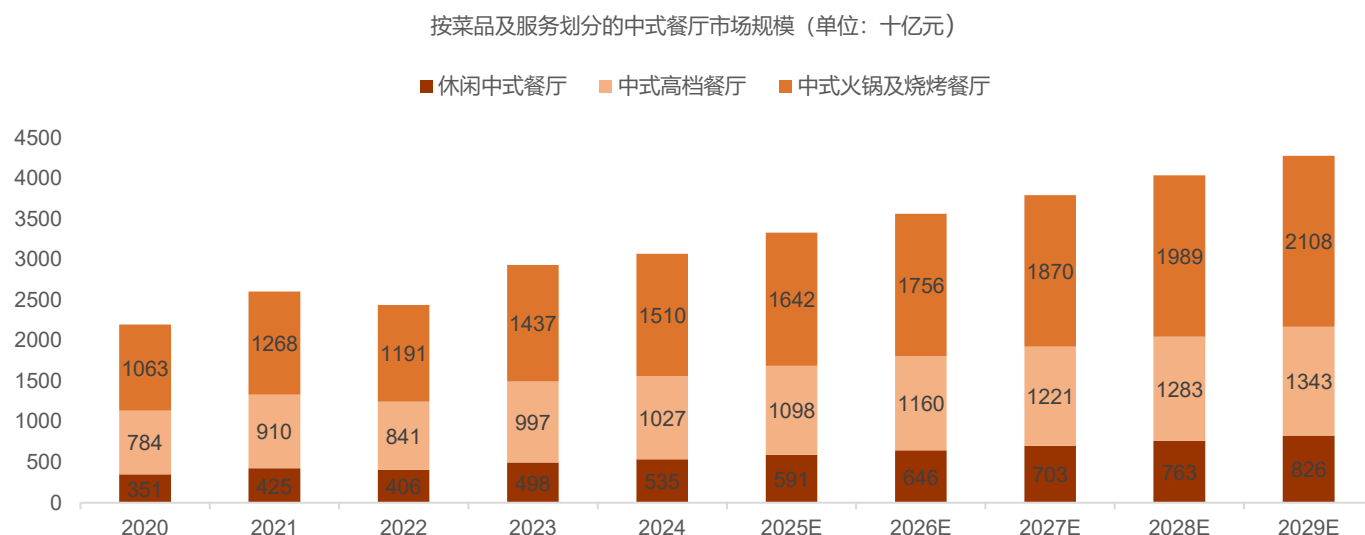
图 13：20-29E 中国内地餐饮市场规模（按菜品及服务划分）



资料来源：灼识咨询、招商证券

休闲中式餐厅主打性价比消费，迎来持续增长。中式餐厅可根据菜品及服务进一步分为三个分部，包括休闲中式餐厅，中式高档餐厅和中式火锅及烧烤餐厅。休闲中式餐厅以实惠的价格（人均消费 50-100 元）、舒适的环境及方便的用餐体验受到消费者的青睐。2020 年-2024 年，休闲中式餐厅市场规模从 3513 亿元增长至 5347 亿元，占比由 16.0% 上升至 17.4%，并预计 2029 年占比达到 19.3%。

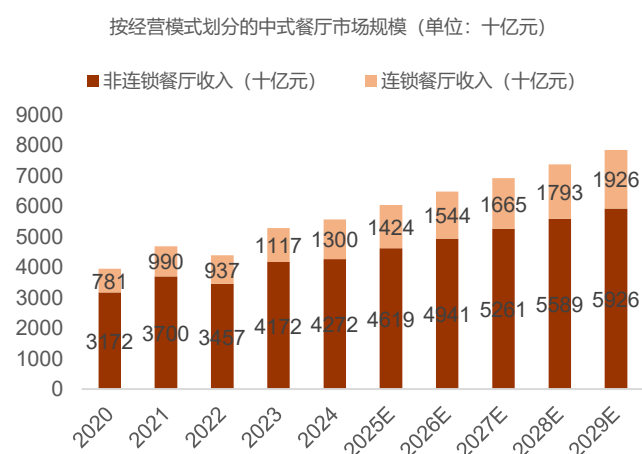
图 14：20-29E 中式餐厅市场规模（按菜品及服务划分）



资料来源：灼识咨询、招商证券

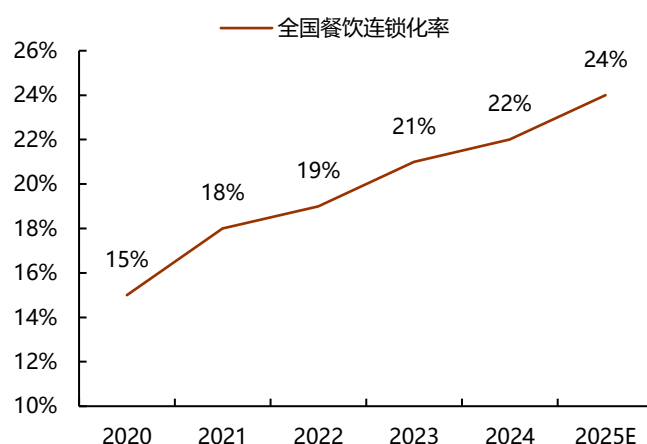
内地连锁餐厅具备强大增长潜力。中国内地餐饮市场按经营模式可以分为连锁餐厅及非连锁餐厅。空间上，2024 年中国内地连锁餐厅市场份额达 23.3%，较美国的 59.2% 和日本的 52.3% 仍存在较大差距。时间上，中国内地连锁餐厅展现出强大的增长潜力，2020-2024 年连锁餐厅收入不断扩大，CARG 达 13.6%，快于同期内地整体餐饮市场，2020-2025 年整体连锁化率不断上升。

图 15：20-29E 中式餐饮市场规模（按经营模式划分）



资料来源：灼识咨询、招商证券

图 16：20-25E 整体连锁化率不断上升



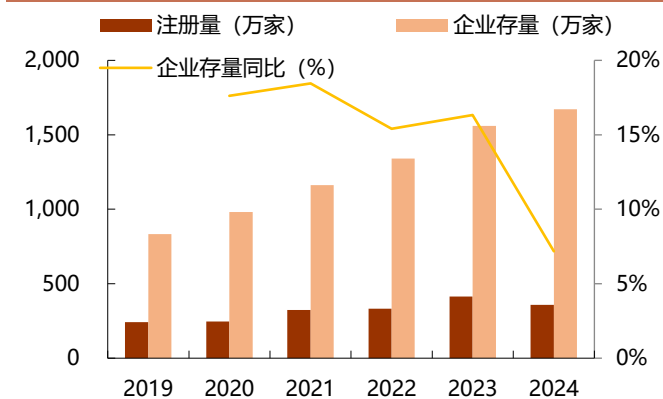
资料来源：《中国餐饮品类发展报告 2025》、招商证券

供给端逐渐进入存量时代：餐饮市场多年长期扩张，吸引了众多参与者进入，逐渐演变为红海市场，市场竞争渐趋理性。逐渐进入存量竞争时代。随着 2023 年餐饮创业热潮减退，2024 年全国餐饮企业注册 358 万家/同比-13.5%。同时，企业存量仍在逐年增长。由于连锁餐厅规模效应明显、出品稳定，在竞争激烈的餐饮

市场中具备更强的抗风险能力。

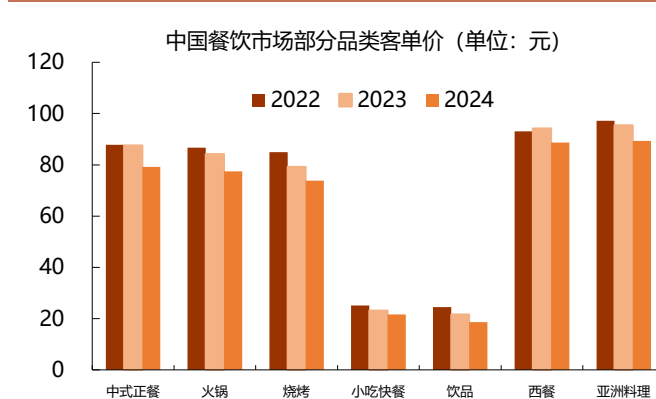
需求端追求高性价比消费：在当前经济大环境下，消费者更追求高性价比的餐饮消费，餐饮行业普遍面临“消费降级”的趋势。2022-2024 年，主要餐饮品类人均消费普遍下降，中式正餐/火锅分别从 87.8 元/86.7 元下降到 79.2 元/77.4 元，反映消费者追求“好吃不贵”，需要餐厅在保证出品的情况下提升菜品性价比。

图 17：餐饮供给端逐渐进入存量时代



资料来源：《中国餐饮品类发展报告 2025》、招商证券

图 18：餐饮需求端追求高性价比消费



资料来源：《中国餐饮品类发展报告 2025》、招商证券

2.2 行业趋势：“标准化+数字化+性价比”成为行业潮流，品牌追求降价增量

餐饮连锁化趋势明显，行业推广标准化&数字化运营。据《中国餐饮品类发展报告 2025》，2025 年全国餐饮连锁化率预计将进一步上升至 25%，连锁品牌将成为市场主流。连锁品牌在运营过程中为保证不同门店运营的效率与质量，需要对原料供应、菜品制作、服务流程等方面制订标准化体系。

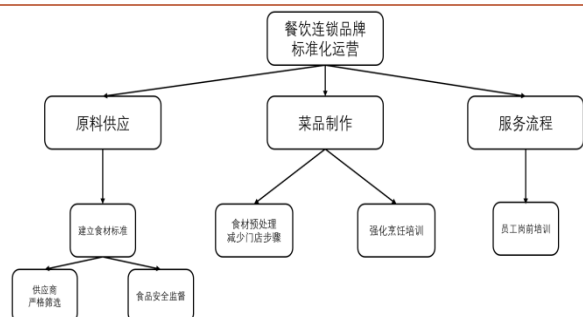
- （1）原料供应：**建立食材标准，保证选品符合门店出餐规范；严格筛选供货商，签订长期供货合同以保证长期供应；建立严格的食品安全监督系统等
- （2）菜品制作：**原料抵达门店前进行预处理，减少门店处理步骤；门店制作遵循标准化程序，强化烹饪培训，细化投料配比标准，确保口味一致。
- （3）服务流程：**强化员工岗前培训，确保服务流程达标，为消费者提供高质量服务。

数字化成为门店运营新趋势。目前数字化运营已经成为提升门店运营体验的关键因素，在降低管理难度，提升消费者体验，提升用户粘性等方面发挥重要作用，以智能点单为例，数字化的作用表现在：

- （1）降低管理难度，**小程序点单等智能点餐方式取代了传统柜台点单，降低了员工工作量和管理工作量；线上付款后方可成功下单，订单清晰可溯，减少因订单不清产生的纠纷。
- （2）提升顾客体验，**传统点单方式要求顾客排队等待，消耗大量时间等待；引入智能点单后可提前点单并选择堂食或自取，提升了用户的用餐体验
- （3）绑定个人账号后，**门店可利用大数据分析洞察消费者需求，推荐消费者感兴趣的产品和服务，提升了消费者复购率。

目前，头部餐饮企业已经建立了完善的数字化运营体系，以百胜中国为例：（1）建立了完善的会员生态，旗下肯德基、必胜客等餐厅积分（V金）通用，付费会员（大神卡，学期卡等）等精准提升用户粘性（2）门店基本普及了智能点餐，显著提高了高峰时期的点单取餐效率（3）供应链智能化，利用现金的数字化手段革新库存与仓储管理，实现产品、物料及原材料的自动化实时库存检测，如百胜西安物流中心已经在 2023 年实现完全自动化运营，提升了全流程的运行效率。

图 19：连锁品牌标准化运营方案



资料来源：招股说明书、招商证券

高性价比餐饮成为消费者刚需。《中国餐饮品类发展报告 2025》报告显示，2024 年餐饮消费支出增加的消费者占比为 31.3%，支出减少的消费者占比为 26.5%。同比-18.7%/+4.8%，反映出当前消费者出于减少开支等因素对于餐饮消费趋于谨慎，各连锁品牌客单价也出现了普遍的下降。

低价团购与外卖补贴兴起。消费者对于平价餐饮的追求催生线上平台和供应商推出更为平价的消费模式。当前低价团购与外卖补贴已经成为店家吸引消费者的两大手段，团购以低于单点价的价格吸引顾客在平台下单，店家以此提高销量和人气，目前头部品牌多以开通官方抖音账号以供团购，团购人均价格低于整体客单价；外卖行业通过线上渠道的拓展逐渐占据更多的市场份额，2022 年拼好饭模式正式上线，今年以来随着外卖平台的内卷式竞争，外卖补贴惠及了更多普通消费者，使得餐饮客单价有所下降。

表 4：2025 年“外卖补贴大战”历程

姓名	对象	事件
2025/2/21	京东	京东宣布运营外卖市场、推出“0 佣金抵消”政策
2025/4/10	京东	京东外卖“百亿补贴”活动正式上线
2025/4/15	京东	京东内部视频中，刘强东表示京东外卖净利润率不打算高于 5%
2025/4/21	京东、美团	京东发布公开信，称有竞品平台要求外卖骑手“二选一” 美团回应，全球没有任何平台有能力有动力约束骑手的接单选择
2025/4/22	京东	京东外卖宣布日单量突破 1000 万单
2025/4/30	阿里	阿里升级“淘宝闪购”抢占外卖市场
2025/5/5	阿里	饿了么宣布其来自淘宝闪购的日单量超 1000 万单，并启动“请喝 1 亿杯奶茶活动”
2025/5/13	国家五部门	五部门约谈京东、美团、饿了么平台，强调治理“内卷式竞争”
2025/5/26	淘宝闪购、美团	淘宝闪购宣布日单量突破 4000 万单 王兴在美团财报会上表示“将采取一起必要措施赢得比赛”
2025/6/1	京东	京东外卖宣布日单量突破 2500 万单
2025/6/23	淘宝闪购	饿了么、飞猪正式并入阿里中国电商事业群，淘宝闪购日单量超 6000 万单
2025/7/1	美团	美团宣布三年内在全国建设 1200 家集中式外卖厨房“浣熊食堂”
2025/7/2	淘宝闪购	淘宝闪购宣布未来一年投入 500 亿元元补贴，发起百日增长计划
2025/7/5	淘宝闪购、美团	淘宝闪购首个周六“冲单日”，日单量超 8000 万单 美团宣布即时零售单量超 1.2 亿单

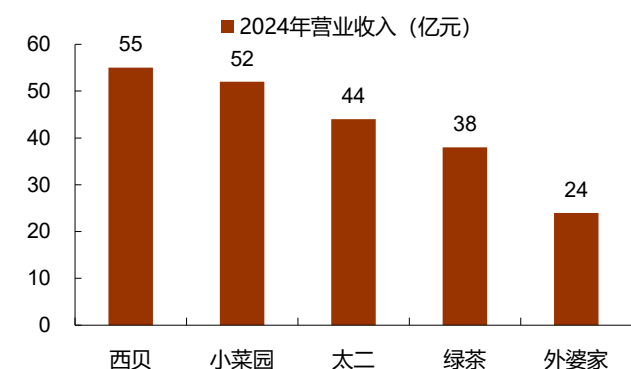
资料来源：招商证券

2.3 竞争格局：头部品牌集中度较低，客单价&门店分布凸显定位差异

中国内地餐饮市场集中度较低，头部品牌仍有较大潜力。2024 年中国内地百强公司占中国内地餐饮市场总收入 10%，与美国餐饮百强公司市场份额占 30%相比仍然较低，具体而言，中国内地中式餐厅市场三大参与者 2024 年总市场份额约为 1.8%，休闲中式餐厅市场前五大品牌约占中式餐厅总收入的 3.9%，头部品牌有进一步扩张占据市场的潜力。

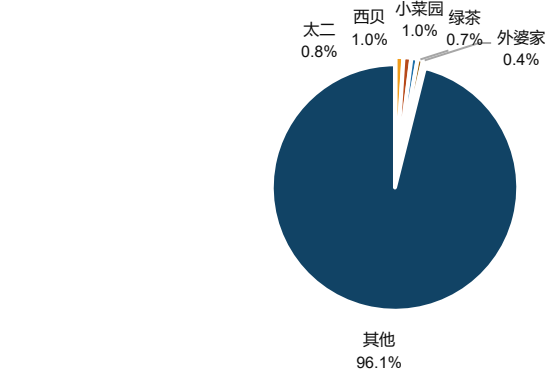
休闲中式餐厅市场竞争激烈，前五大品牌集中度较低。2024 年，西贝/小菜园/太二/绿茶餐厅/外婆家门店收入分别为 55/52/44/38/24 亿元，绿茶以收入计在休闲中式餐厅市场排名第四，属于头部梯队，展现出强劲的市场竞争力。然而，绿茶市场份额占比为 0.7%，前五大品牌占比合计为 3.9%，可见虽然绿茶在休闲中式餐厅市场属于头部梯队，但市场整体竞争激烈。

图 21：2024 年休闲中式餐厅前五大参与者收入



资料来源：招股说明书、招商证券

图 22：休闲中式餐厅前五大参与者市场份额



资料来源：招股说明书、招商证券

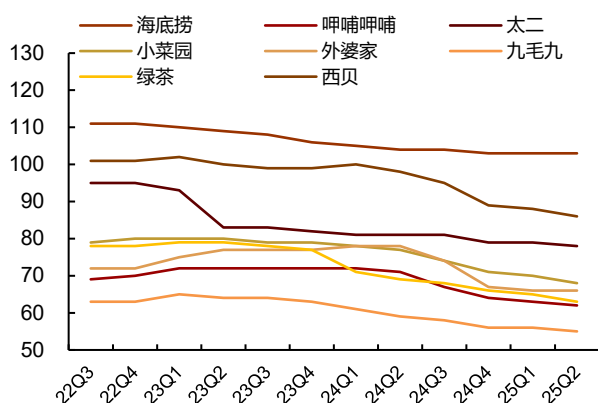
表 5：2024 年中式休闲餐厅竞争格局

排名	品牌	成立时间	主要菜式	人均消费 (元)	门店数量 (家)	总收入 (十亿元)	市场份额
1	西贝	1988	西北菜	80 至 90	363	5.5	1.0%
2	小菜园	2013	新徽菜	60 至 70	667	5.2	1.0%
3	太二	2015	中式酸菜鱼	70 至 80	634	4.4	0.8%
4	绿茶	2004	融合菜	50 至 70	465	3.8	0.7%
5	外婆家	1998	浙江菜	60 至 70	108	2.4	0.4%

资料来源：招股说明书、招商证券

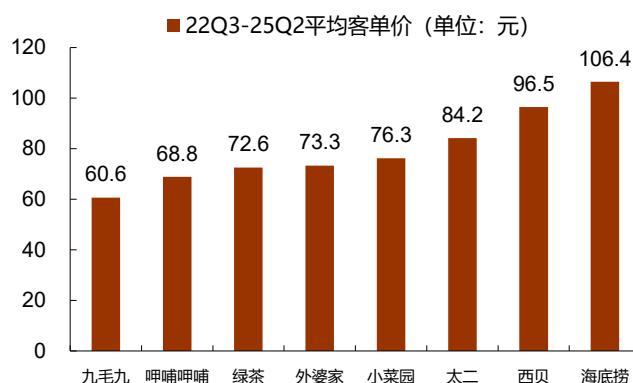
客单价降低大趋势下，各品牌呈现差异化竞争。2022Q3-2025Q2，在消费降级的大背景下，主流餐饮品牌客单价呈现不同程度的下滑，25Q2 海底捞/西贝/太二/小菜园/外婆家/绿茶/呷哺呷哺/九毛九客单价分别为 103/86/78/68/66/63/62/55 元，环比变化 0%/-2.3%/-1.3%/-2.9%/0%/-3.1%/-1.6%/-1.8%，同比 -1.0%/-12.2%/-3.7%/-11.7%/-15.4%/-8.7%/-12.7%/-6.8%。而客单价也体现出主流餐饮不同品牌扎根于不同的市场，在市场定位上有所不同。其中绿茶主打 50-80 元的大众消费档，避免与海底捞等中高端餐厅直接竞争。

图 23：中式餐厅市场部分主流品牌客单价普遍下降



资料来源：久谦数据、招商证券

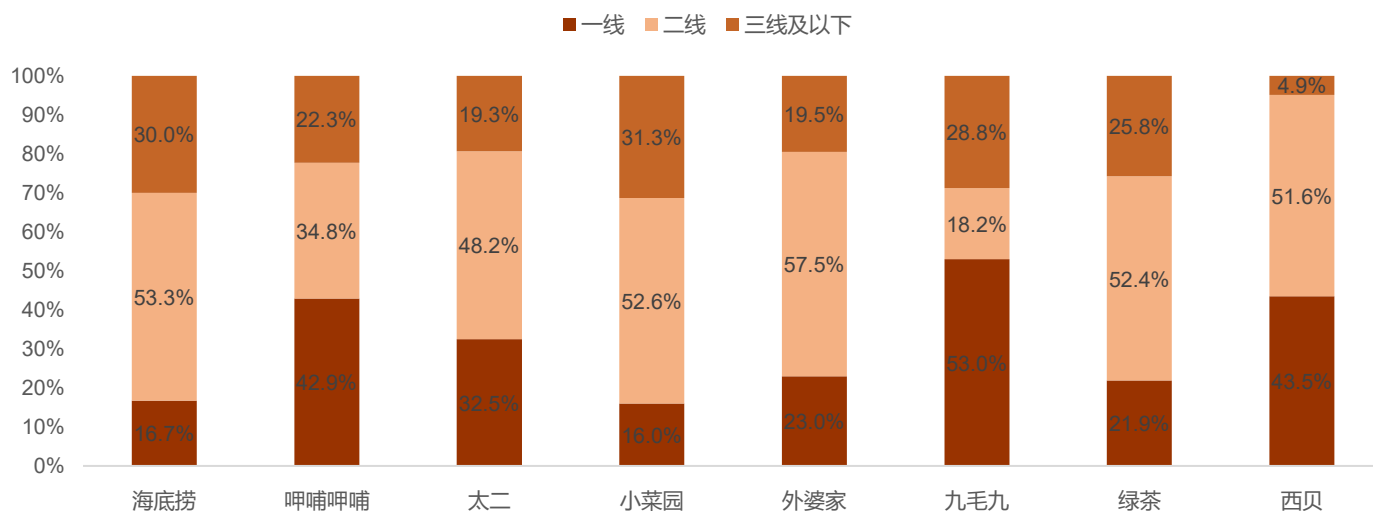
图 24：22Q3-25Q2 中式餐饮部分主流品牌平均客单价



资料来源：久谦数据、招商证券

门店线级占比呈现多样化，凸显不同品牌市场定位差异。中式餐饮主流品牌聚焦于不同线级的市场，2025 年 6 月底，九毛九/呷哺呷哺分别有 53.0%/42.9% 的门店分布于一线城市，外婆家/海底捞/小菜园/绿茶/西贝/太二则主要发力二线城市，在二线城市占比分别为 57.5%/53.3%/52.6%/52.4%/51.6%/48.2%/48.2%，各品牌门店布局的差异呈现了品牌之间不同的定位和拓店战略。

图 25：不同品牌门店线级分布存在差异



资料来源：久谦数据、招商证券

三、竞争优势：特色融合菜助力打造行业标杆，高性价比餐饮涵盖海量消费者

3.1 主打高性价比融合菜，“堂食+外卖”扩大销售渠道

吸收各菜式精华，打造涵盖不同人群的优质菜品。中国地域广阔，菜式多样，融合各种菜式精华的融合菜更能适应不同人群的用餐需要。绿茶餐厅来自杭州，在杭帮菜及浙菜的基础上广泛吸收其他菜式的做法，打造独一无二的味觉体验，赢

得了大众的青睐。绿茶人气菜品多属于融合菜，如东坡仔排选择优质排骨，并融合了东坡肉的做法，实现了酱汁与排骨风味的统一，成为绿茶招牌菜品。

定价合理，好吃不贵，打造休闲用餐首选去处。当前消费者对于高档餐饮的青睐减弱，更追求性价比高的餐饮，休闲中式餐厅在中式餐厅类别中的市场份额也从2020年的16.0%上升至2024年的17.4%。绿茶定位中式休闲餐厅，始终为消费者提供性价比餐饮，2024年绿茶/小菜园/太二客单价分别为56.2元/59.2元/71元，绿茶在与同业的比较中展示出了更高的性价比，能够吸引到更多追求性价比的消费者。

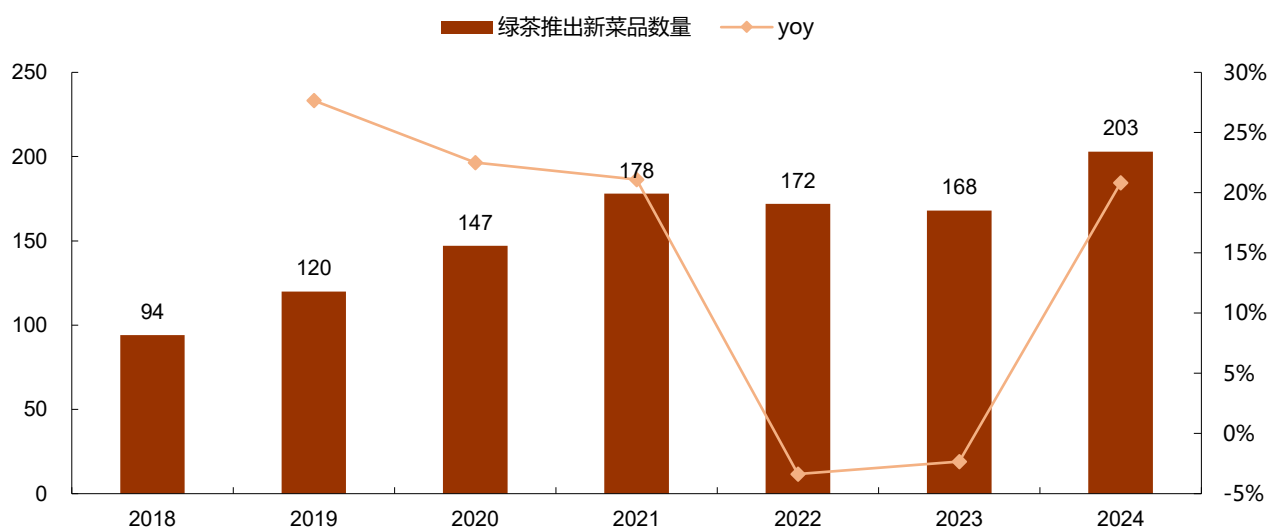
图 26：绿茶餐厅部分招牌产品



资料来源：招股说明书、招商证券

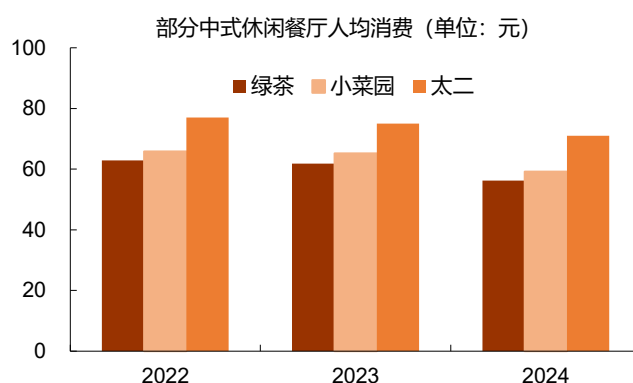
建立菜品进出机制，固定周期进行更新。绿茶每家门店为顾客提供50-80道菜品选择，并根据市场数据分析菜单，每年进行四轮菜单更新。菜单更新遵循严格流程，建立试菜委员会，通过项目提案、委员会批准及菜品试行等方式进行评定，同时在进驻新区域时，灵活设计迎合当地饮食文化的菜单，如南昌门店推出小炒牛肉拌粉以打开市场。2022-2024年，绿茶分别推出172/168/203道新菜品，满足了具有多样饮食习惯的顾客。得益于绿茶强大的研发能力，绿茶为顾客提供了更丰富的菜品，SKU数领先同类品牌。

图 28：绿茶每年积极进行菜品研发与菜单更新



资料来源：招股说明书、招商证券

图 27：绿茶 2022-2024 年人均消费呈现下降趋势



资料来源：各品牌招股说明书及财报、招商证券

表 6：绿茶菜品研发流程

菜品研发流程	具体操作过程
调研	从餐厅销售业绩等数据进行分析，了解不同地区的目标顾客及其饮食喜好。
研发	建立由王勤松先生直接领导、经验丰富的菜单研发团队，同时聘请外部顾问为提供菜单改进意见。
评估	建立试菜委员会，根据品相、味道、盈利能力、流程等因素评估研发团队提议的菜品，选出将试行的新菜品。
测试	观察试行菜品销售表现，若新菜品未能取得理想销售成绩，菜单研发团队将选择将其下架。

资料来源：招股说明书、招商证券

绿茶采用全直营模式，通过标准化运营保证顾客体验。绿茶在门店管理上仍未全直营模式，保证了门店设计和运营的规范性，在菜单研发、食材采购、服务流程上均由杭州总部统一制定，所有门店统一使用“绿茶餐厅”品牌，杜绝第三方经营者的稀释。在门店设计上统一使用中国风装修，使绿茶门店极具视觉辨识度，也保证了门店形象的统一。

布置国风用餐环境，打造独特用餐体验。绿茶与第三方工作室共同设计了六种中国风装修模板，如：清风竹影通过绿植和暖色灯光打造晨光穿过竹林的景色；龙井船宴模板搭配乌篷船和小桥流水，尽显水乡之美。优美的用餐环境已成为绿茶品牌力的一部分，为顾客带来独特的用餐体验。

图 29：绿茶餐厅门头使用统一品牌标识



资料来源：绿茶官网、招商证券

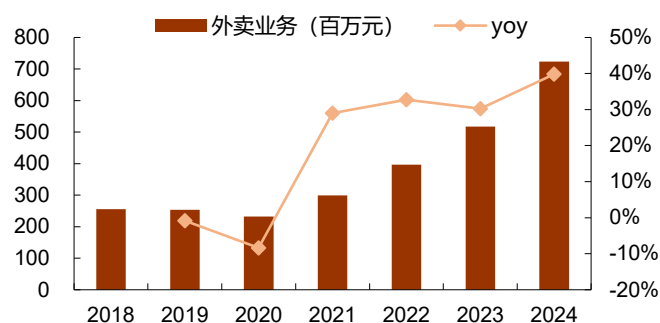
公司外卖业务增长强劲，“堂食+外卖”拓展绿茶销售渠道。绿茶外卖业务增长迅速。2024 年公司餐厅经营与外卖服务收入总计达 38.2 亿元/同比+6.9%，其中堂食业务销售额 31.0 亿元，同比+1.3%。外卖业务销售额 7.2 亿元，同比+39.8%，2025H1 外卖业务收入达 5.2 亿元/同比+74.2%。绿茶外卖收入的增长得益于公司对外卖业务的策略性重视，2024 年绿茶全年外卖业务开支达到 1.2 亿元/同比+46.1%，2025H1 绿茶外卖业务开支达 0.9 亿元/同比+74.2%。绿茶外卖的逐渐崛起帮助公司打造“堂食+外卖”的双销售渠道，扩大绿茶顾客基础与收入来源。

图 30：绿茶提供中国风用餐环境



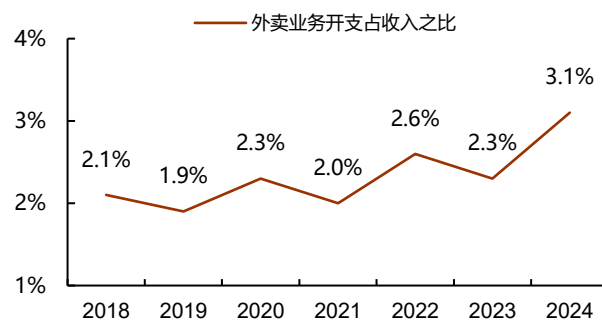
资料来源：绿茶官网、招商证券

图 31：绿茶外卖业务增长强劲



资料来源：招股说明书、招商证券

图 32：2024 年绿茶外卖业务开支占比创新高



资料来源：招股说明书、招商证券

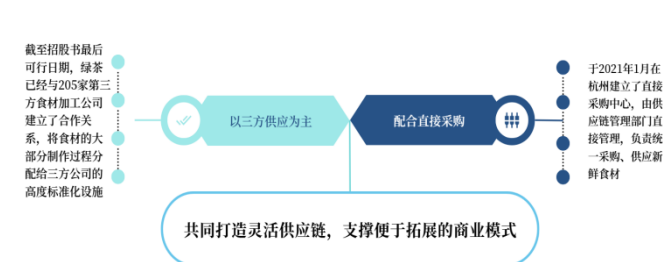
代金券模式让利顾客，吸引追求性价比顾客。绿茶依赖第三方平台出售代金券，顾客在此模式下可以以折扣价格购买代金券进行消费，吸引了更多追求性价比的顾客，2022、2023 和 2024 年，顾客使用有关代金券结账的金额分别为 4 亿元、7.1 亿元和 8.7 亿元，分别占顾客付款总额的 15.9%、18.8%和 21.6%，占比逐年上升。同时，绿茶还在自己的小程序上出售代金券，2022、2023 和 2024 年，顾客使用绿茶提供的代金券结账金额分别为 100 万元、127 万元和 469 万元。

3.2 灵活供应链保障标准化运营，数字化提高餐厅运营效率

绿茶建立第三方加工为主的供应模式，打造灵活供应链。绿茶多年以来一直与第三方食材加工公司合作，已形成完整的供应体系。截至最后实际可行日期，绿茶已经与 205 家第三方食材加工公司合作，将食材制作的大部分步骤分给第三方公司，减少了门店厨房烹饪的比重。对于保质期较短的食材，绿茶进行统一采购，公司在 2021 年 1 月于杭州设立了直接采购中心，统一负责新鲜食材的筛选、采购、结算，配合第三方供应商形成完整的供应链。该供应链模式减少了前期供应链基础设施建设的投入，加快了门店扩张速度。同时，当绿茶门店密度进一步提高后，公司会继续推进中央厨房建设以降低区域内供货成本，取得规模效应。

数字化技术体系覆盖前后端，助力绿茶门店运营。绿茶拥有完整的数字化技术体系，在后端，绿茶利用数字化技术完善供应体系，收集各餐厅所需供应品并自动发给对应供应商，降低了供应链与门店的信息壁垒，提高了供货效率。在前端，绿茶已基本覆盖了手机点单系统，提升了顾客点单的便利性，2024 年堂食顾客支付总金额中约 98.9%通过手机支付结算；建立了完整的会员体系，顾客可注册成为会员并享受会员服务，截至最后实际可行日期，绿茶已吸引超过 1.6 亿名会员，提升了绿茶顾客粘性。除此之外，绿茶还利用数字化运营体系收集经营信息，通过会员点餐数据等了解顾客消费习惯，改善菜品口味，利用商业智能系统实时收集餐厅的经营信息及数据以进行业务及财务分析，为公司决策提供重要依据。

图 33：绿茶建立以第三方加工为主的灵活供应链



资料来源：招股说明书、招商证券

图 34：绿茶为会员提供多种会员服务



资料来源：绿茶会员小程序、招商证券

三方加工保障菜品出品，助力门店标准化运营。得益于绿茶以第三方加工为主的供应体系，绿茶门店省去了菜品制作的部分步骤，仅需对加工后的菜品进行少量处理，保障了菜品品质的稳定性；同时，绿茶在菜品烹饪中广泛使用了易于标准化的蒸、煲、烤方式，降低对于炒菜的依赖，最大程度地降低了标准化的难度。除此之外，绿茶门店的标准化运营已形成体系，涵盖、服务、拓店、食品安全、员工培训等各方面，保证顾客在不同绿茶门店都能得到水准一致的用餐体验，提升了绿茶的顾客粘性。

表 7：绿茶运营模式及管理体系标准化

标准化运营	具体措施
菜品标准化	(1) 为顾客提供 50-80 道餐品，菜单设计上以蒸、煲、烤类为主，以炒菜机器人辅助炒菜，保证出品 (2) 由第三方食材加工公司将食材进行预处理，门店烹饪只需进行少量的步骤
拓店标准化	(1) 从现有餐厅挑选餐厅经理任新门店经理，并由拓展管理部门进行监督，为整个过程提供指引 (2) 拓展管理部门为新餐厅挑选适当的设计模板，并聘请第三方根据设计样板承办装修工程 (3) 区域精力负责各自区域内新餐厅的菜品，保证新餐厅遵循定价委员会设定的价格
培训标准化	(1) 在新餐厅开业前，在现有餐厅为新员工进行两至四周的培训，亦会从现有餐厅抽调多名员工以进行指导
服务标准化	(1) 从招呼顾客进入餐厅到礼貌送客的各个步骤均设定服务标准 (2) 顾客下单经由连接餐厅厨房和收银台的中央信息技术系统收集，减少出错及确保服务效率
食品安全	(1) 设立餐厅巡查小组，对各餐厅进行突击巡查以纠正潜在的品质及食品安全问题 (2) 建立严格的供应商筛选及管理标准，要求供应商提供潜在的品质及食品安全问题 (3) 建立监控系统，随时观察各餐厅烹饪过程

资料来源：招股说明书、招商证券

供应商数量不断增加，餐厅原料供应稳定。2022-2024 年，绿茶分别拥有 352 家、377 家、395 家认可供应商，与主要供应商平均有约三年的业务往来，增加的供应商为绿茶不断更新菜谱提供了原料，也保障了餐厅供应链的稳定性。同时，于 2022-2024 年，绿茶向五大供应商做出的购买额分别占购买总额的 18.6%、18.4% 及 18.2%，向最大供应商作出的购买额则分别占购买总额的 5.0%、5.2% 及 4.5%，整体比例较稳定，有助于绿茶掌握原料议价权。

表 8：绿茶 2022-2024 年前五大供应商采购额及占比

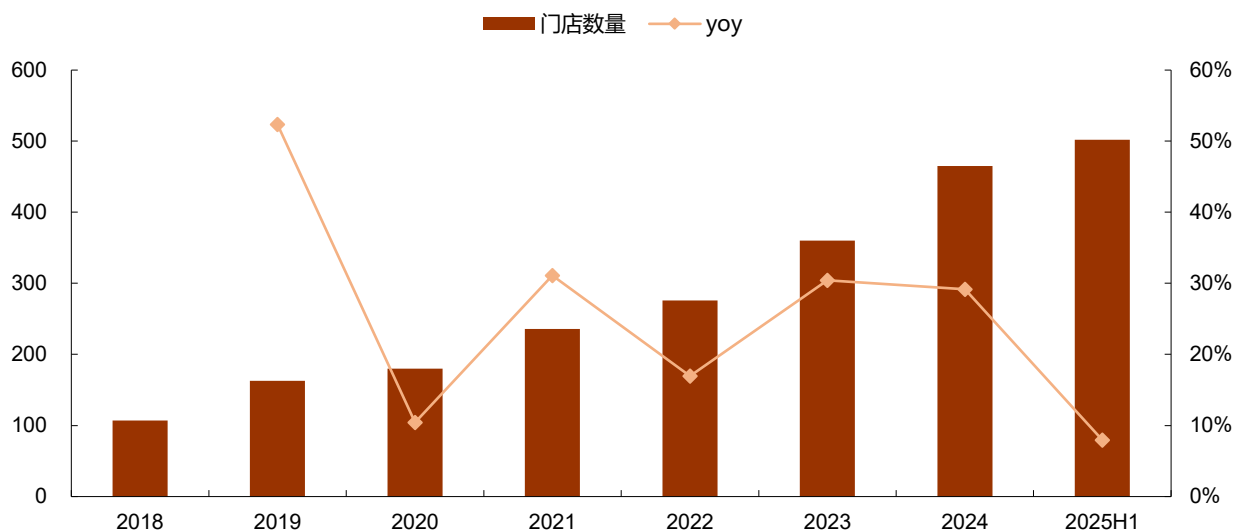
2022	采购额（千元）	占比	2023	采购额（千元）	占比	2024	采购额（千元）	占比
供应商 A	47416	5.0%	供应商 A	68297	5.2%	供应商 H	59407	4.5%
供应商 B	40207	4.2%	供应商 C	49548	3.8%	供应商 A	49239	4.2%
供应商 C	35071	3.7%	供应商 D	42380	3.2%	供应商 I	44195	3.4%
供应商 D	26977	2.9%	供应商 F	41754	3.2%	供应商 J	40721	3.1%
供应商 E	26958	2.8%	供应商 G	39473	3.0%	供应商 K	39665	3.0%

资料来源：招股说明书、招商证券

3.3 绿茶门店数量稳健增长，小店型战略加速拓店

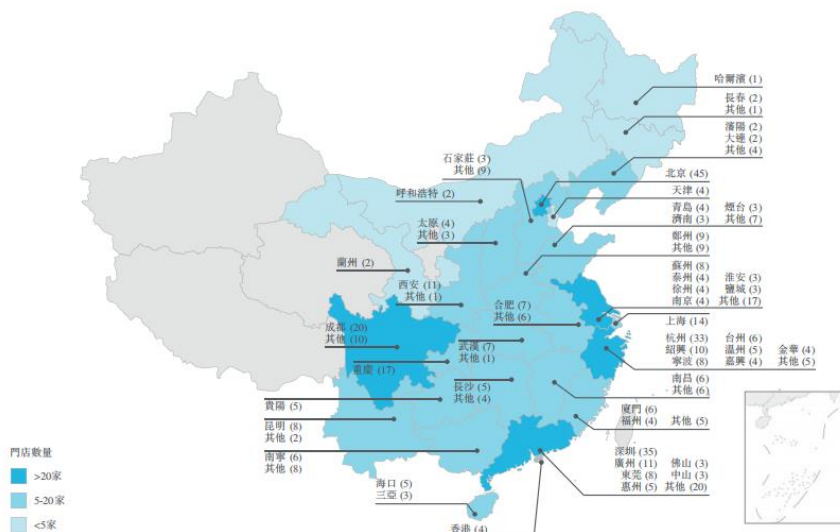
绿茶在全直营体系下持续拓店，门店数量延续高增长。绿茶在全直营模式下，门店数量依旧稳健增长。绿茶门店数于 2024 年底达 465 家/+29.2%，2025 年 H1 绿茶门店数量达 502 家/同比+28.7%，整体门店延续较快增长速度。

图 35：绿茶门店数保持稳健增长



资料来源：招股说明书、招商证券

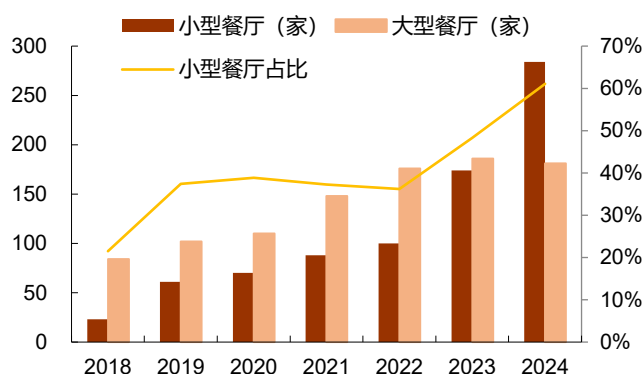
图 36：绿茶全国门店分布情况



资料来源：招股说明书、招商证券

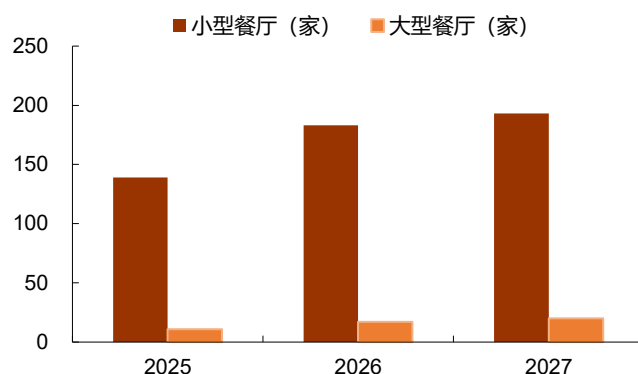
小店型战略助力绿茶快速扩张，进一步加密门店网络。绿茶餐厅拓店策略灵活，由于小型门店对于初始资金需求更少，逐渐成为绿茶门店结构中的主流店型。2018-2024 年，绿茶小型餐厅数量从 23 家增长至 284 家，占总门店数之比从 21.5% 上升至 61.1%，整体呈上升趋势。绿茶计划于 2025 年、2026 年、2027 年分别开设 139 家/183 家/193 家小型餐厅，分别占同期计划开业数 92.6%、91.5% 及 90.6%，将为绿茶争取更广阔的发展空间。

图 37：小型门店逐渐成为绿茶主流店型



资料来源：招股说明书、招商证券

图 38：绿茶未来开业计划以小型餐厅为主

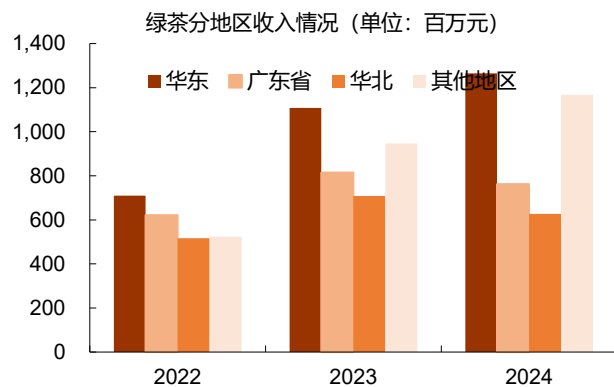


资料来源：招股说明书、招商证券

3.4 华东地区&新增市场经营表现优异，开业空间广阔

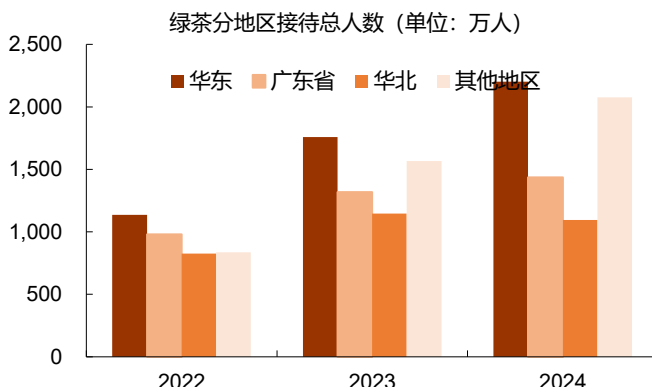
绿茶在华东经营表现亮眼，区域门店密度高。绿茶重点布局华东、华北、广东省等区域，其中华东地区表现最为突出。2024 年华东地区营业收入达到 12.7 亿元/同比+14.3%，接待总人数达到 2201.6 万人/同比+25.1%，营业收入与接待人数均为三大中心最高。门店数于 2024 年底达到 155 家/同比+34.8%。占绿茶总门店数 33.3%。考虑到绿茶在华东地区表现突出，且拥有广阔的顾客基础，公司未来有望在华东地区进一步加密，扩大区域影响力。

图 39：华东地区营业收入位居首位



资料来源：招股说明书、招商证券

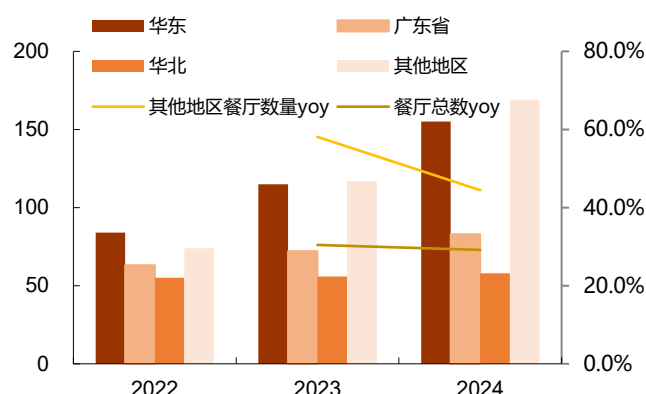
图 40：华东地区接待总人数位居首位



资料来源：招股说明书、招商证券

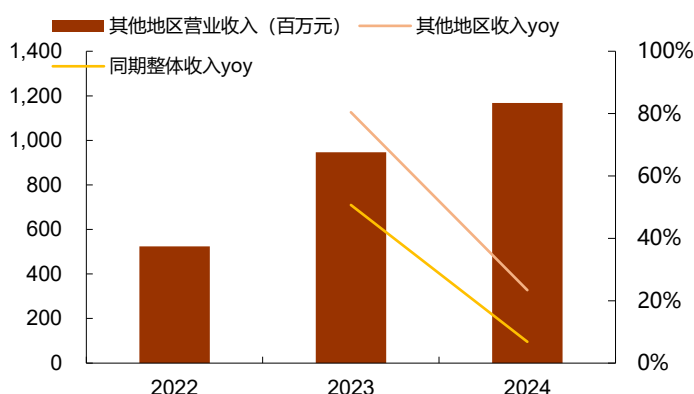
新增市场门店快速扩张，收入增长迅猛。绿茶在华东、广东省、华北以外的其他地区的门店增长迅速，2022-2024 年，其他地区门店数量从 74 家增长至 169 家，CAGR 达 51.1%，2023 年/2024 年同比增长 58.1%/44.4%，快于同期门店整体增长速度。考虑营业收入，新增市场 2023 年/2024 年营业收入达 9.5/11.7 亿元，同比增长 80.4%/23.4%，快于同期整体增长，未来绿茶有望在新增市场继续发力，扩展绿茶在全国的品牌影响力。

图 41：新增市场门店数量增长迅速



资料来源：招股说明书、招商证券

图 42：新增市场收入增长快于整体



资料来源：招股说明书、招商证券

异地扩展&下沉&小店型战略加速拓店，绿茶长期开业空间广阔。绿茶早年拓店节奏较为稳健，在本轮 IPO 后，预计将采取更积极的拓店策略，进一步加密门店网络。当前绿茶门店在华东地区和三大中心外的其他地区表现较为优异，预计绿茶将把拓店侧重点放在这两部分上，融合菜系也有望助力公司打开异地市场，长期开业空间广阔。

表 9：绿茶内地市场长期开业空间广阔，总开业空间有望达 1500 家

	常住人口（百万人）	门店数	现有密度（店/百万人）	长期密度（店/百万人）	长期空间	增幅
华东地区	325	174	0.54	1.81	589	239%
浙江	66.27	71	1.07	2	133	
上海	24.87	16	0.64	2.5	62	
江苏	85.26	44	0.52	2	171	
福建	41.83	17	0.41	1.5	63	
江西	45.15	12	0.27	1.5	68	
安徽	61.21	14	0.23	1.5	92	
华北地区	109	64	0.58	0.97	106	66%
北京	21.86	46	2.10	2.5	55	
天津	13.64	4	0.29	1	14	
河北	73.93	14	0.19	0.5	37	
广东	127	87	0.68	2.5	318	266%
其他地区	847	169	0.20	0.6	494	192%
海南	10.43	8	0.77	1	10	
重庆	31.91	17	0.53	1	32	
四川	83.68	32	0.38	1	84	
广西	50.27	14	0.28	1	50	
陕西	39.52	11	0.28	1	40	
云南	46.73	10	0.21	0.5	23	
山西	34.66	7	0.20	0.5	17	
辽宁	41.82	8	0.19	0.5	21	
河南	98.15	17	0.17	0.5	49	
山东	101.23	16	0.16	0.5	51	
湖北	58.38	8	0.14	0.5	29	
贵州	38.65	5	0.13	0.5	19	
吉林	23.39	3	0.13	0.5	12	
湖南	65.68	8	0.12	0.5	33	
甘肃	24.65	2	0.08	0.5	12	
内蒙古	23.96	2	0.08	0.5	12	
黑龙江	30.62	1	0.03	0	0	
宁夏	7.29	0	0.00	0	0	
新疆	25.98	0	0.00	0	0	
西藏	3.65	0	0.00	0	0	

青海	5.94	0	0.00	0	0	
总和	1408	494	0.35	1.07	1507	205%

资料来源：久谦数据、招商证券测算

3.5 绿茶单店模型优秀，门店经营表现稳健

小店型战略缩短回本周周期，单店盈利能力出色。2024 年，绿茶小店型战略逐渐铺开，逐渐以面积小、前期投资较少的新门店模型代替老模型，公司新开餐厅所需资本开支约为 210 万元-350 万元,随着小店型投资战略持续推进小店型初始，门店前期投资约由 250 万元减少至约 200 万元,根据招股书数据披露,2023-2024 年公司新开门店投资回收期约 14.3 个月。长期来看随着门店店型持续优化，整体经营利润率仍具提升空间。

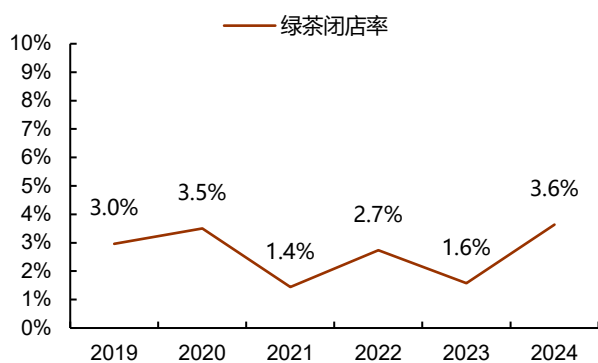
表 10：绿茶单店模型

	绿茶	
	2023	2024
前期投资（万元）	270	210
面积（平方米）	350	300
平均单店营业收入（万元/年）	1129	940
翻台率（次/天）	3.3	3.0
人均消费（元）	61.8	56.2
平均单店营业成本（万元/年）	379.0	289.2
毛利率（%）	66.4%	69.2%
人工成本（万元/年）	286.5	239.8
占比（%）	25.4%	25.5%
使用权资产折旧（万元/年）	55.7	49.2
占比（%）	4.9%	5.2%
其他租金及相关开支（万元/年）	25.2	18.4
占比（%）	2.2%	2.0%
其他资产折旧摊销（万元/年）	60.7	52.8
占比（%）	5.4%	5.6%
水电煤气费（万元/年）	38.9	34.2
占比（%）	3.4%	3.6%
外卖服务开支（万元/年）	26.0	29.3
占比（%）	2.3%	3.1%
其他开支（万元/年）	113.0	96.4
占比（%）	10.0%	10.3%
平均单店经营利润（万元/年）	143.7	130.6
经营利润率（%）	12.7%	13.9%
单店 EBITDA（万元/年）	197.7	172.6
投资回收期（月）	16.4	14.6

资料来源：绿茶招股书、招商证券

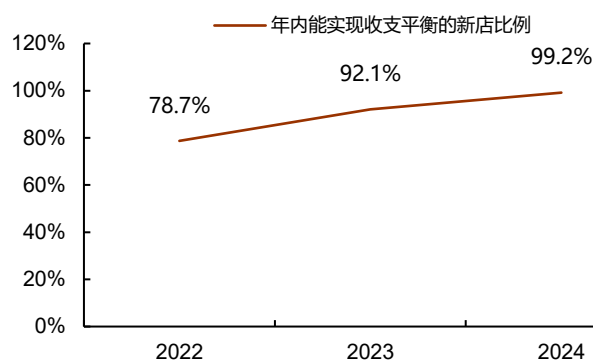
绿茶闭店率较低，新店实现收支平衡速度快。绿茶闭店率（期内闭店数/期内平均门店数）长期保持较低水平，2023 年全年仅闭店 4 家，闭店率仅为 1.6%，2024 年闭店率虽回升至 3.6%，但总体闭店率仍较低。同时，2022-2024 年，绿茶分别有 47/89/120 家新店开业，截至年末未能实现收支平衡的餐厅数目分别为 10/7/1 家，能够在年内实现收支平衡的餐厅比例不断上升。截至最后实际可行日期，绿茶过往记录期内开设餐厅中超过 95%于两个月内实现首次收支平衡，展示出绿茶新店适应市场竞争的出众能力。

图 43：绿茶闭店率长期维持较低水平



资料来源：招股说明书、招商证券

图 44：绿茶年内实现收支平衡新店比例不断提高



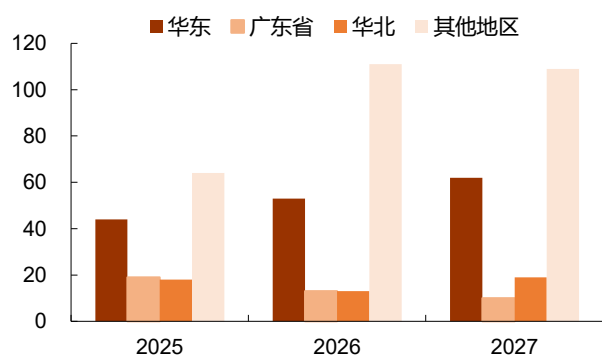
资料来源：招股说明书、招商证券

3.6 增长看点：绿茶门店网络持续扩张，小店型战略&供应链完善带动业绩提升

看点一：坚持华东区域加密&异地扩张战略，一体推进绿茶门店扩张。在绿茶三大中心中，华东地区表现最为亮眼，且公司即将在浙江布局中央食材加工设施，进一步降低绿茶在该区域配货成本。绿茶将加快推进品牌在华东地区的加密，预计分别于 2025/2026/2027 年在华东地区开设 44 家/53 家/62 家门店，大幅领先同期广东省及华北地区，区域内门店数量达到 195 家/244 家/302 家。同时在绿茶三大中心之外，其他地区门店增长速度同样迅速，从 2022 年的 74 家上升至 2024 年的 169 家，占比从 26.8% 上升至 36.3%。未来，绿茶将加快异地扩张步伐，预计 2025 年/2026 年/2027 年在其他地区分别开业 64 家/111 家/109 家门店，餐厅总数达到 229 家/337 家/442 家，为绿茶带来更大的发展空间。

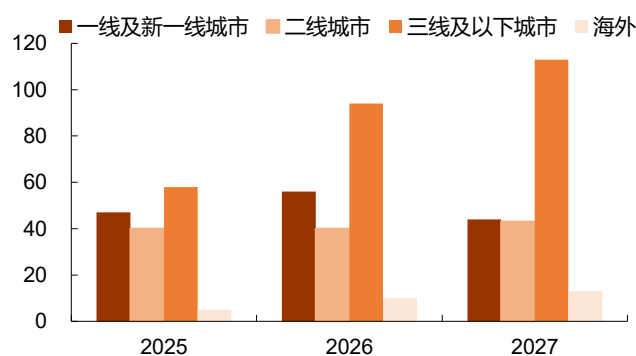
看点二：拓店计划瞄准三线及以下城市，挖掘下沉市场潜力。当前消费者追求高性价比的餐饮，在成本低的低线城市开店成为餐饮品牌顺应趋势的选择。绿茶瞄准三线及以下城市下沉市场，计划在 2025/2026/2027 年在三线及以下城市分别开设 58/94/113 家门店，开店数大幅领先其他线级。预计绿茶在下沉市场的加密将成为绿茶下一发展阶段的主要增长点。

图 45：绿茶分地区拓店计划突出华东与其他地区



资料来源：招股说明书、招商证券

图 46：绿茶分线级拓店计划突出三线及以下城市



资料来源：招股说明书、招商证券

看点三：小店型战略持续铺开，绿茶门店扩张提速。当前绿茶拓店重心转向小型餐厅，带来门店投资回收周期的缩短，并加快现金回笼速度，利好绿茶开业目标实现。预计未来三年绿茶将开业超 500 家小型餐厅，进一步扩大绿茶在全国范围

内的影响力，带动绿茶营业收入的新一轮提升。

看点四：发力完善供应链体系，有望进一步降低成本。绿茶计划将本轮全球发售所得款项中占比 26.3%，约 1.96 亿港元的款项用于设立中央食材加工设施以集中处理食材，预计将于 2026 年第二季度在浙江省建成，此举将进一步提升绿茶在华东地区的供应成本，提高绿茶毛利率水平。

表 11：绿茶全球发售所得款项用途

金额（单位：百万港元）	占所得款项净额总额的百分比	拟定用途
471.9	63.3%	拓展餐厅网络
196.3	26.3%	设立中央食材加工设施
40.3	5.4%	升级信息技术系统及相关基础设施
37.3	5.0%	营运资金及一般企业用途

资料来源：招股说明书、招商证券

看点五：质价比 + 融合中餐，海外加速扩张。绿茶 2024 年进军香港市场，目前已开出 7 家门店，并于 2025 年 9 月开设新加坡首店。绿茶香港餐厅目前单店月均约 200 万港元，坪效约为内地 3-4 倍，菜单本地化，既有绿茶经典菜品也有香港限定菜品，与内地重合率 < 50%，定价较本地同类低约 30%，门店均为盈利状态。

图 47：绿茶香港餐厅经典菜单及定价

绿茶经典



龙井烤鸡 138港币



粉丝裹虾 108港币



石锅豆腐 88港币



面包诱惑 68港币

香港限定



西湖尊菜斩鱼圆 58港币



东坡小牛肉 48港币



面饼酱香五花肉 98港币



紫苏香乾牛蛙煲 128港币

资料来源：绿茶官网、小程序、招商证券

绿茶香港餐厅验证 “小面积 + 快上新 + 低重合菜单 + 相对性价比” 可盈利，具备出海复制潜力。新加坡首店开业火爆，后续还将进军泰国和马来西亚市场，随着中餐文化传播，“质价比+融合中餐+国风环境” 契合海外华人和当地居民的消费客群，东南亚扩张有望提速。

四、盈利预测&投资建议

盈利预测：

在收入端，得益于绿茶门店网络的继续扩张，我们预计绿茶 2025-2027 年实现营业收入 49.7/66.1/83.9 亿元，分别同比增长+29.5%/+32.9%/+26.9%。其中 2025-2027 年公司门店数有望达到 595/770/954 家，分别同比增长 +28.0%/+29.4%/+23.9%。

在成本端,得益于区域加密策略&供应链不断完善,预计绿茶毛利率将继续提高,2025-2027 年分别达到 69.7%/69.8%/70.0%,分别同比增长 0.8pct/0.1pct/0.2pct。在费用端,预计员工成本率随绿茶门店扩张而上升,2025-2027 年分别达到 25.8%/25.9%/26.0%; 外卖业务占比随绿茶加大对外卖业务重视而上升,2025-2027 年分别达到 3.3%/3.6%/3.8%,其他费用项占比保持不变。预计 2025-2027 公司归母净利润达到 4.8/6.2/7.9 亿元,同比增长 37.7%/29.5%/25.8%。

表 12: 绿茶盈利预测

单位: 百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
门店数量	276	360	465	595	770	954
yoy		30.4%	29.2%	28.0%	29.4%	23.9%
营业收入	2375.5	3589.2	3838.2	4971.6	6606.9	8386.5
yoy		51.1%	6.9%	29.5%	32.9%	26.9%
——餐厅经营	1976.5	3060.0	3099.2	4018.1	5344.1	6787.0
——外卖业务	397.1	517.2	723.1	937.5	1246.8	1583.5
——其他	1.8	12.0	16.0	16.0	16.0	16.0
营业成本	862.3	1205.2	1192.9	1506.4	1995.3	2515.9
毛利率	63.7%	66.4%	68.9%	69.7%	69.8%	70.0%
员工成本	626.4	911.0	989.0	1282.7	1711.2	2180.5
员工成本率	26.4%	25.4%	25.8%	25.8%	25.9%	26.0%
外卖开支	61.2	82.8	121.0	164.1	237.8	318.7
外卖开支率	2.6%	2.3%	3.2%	3.3%	3.6%	3.8%
经营利润	84.7	430.6	464.0	636.4	825.9	1039.9
yoy		408.3%	7.7%	37.2%	29.8%	25.9%
归母净利润	16.6	295.5	350.2	482.1	624.1	785.2
yoy		1682.6%	18.5%	37.7%	29.5%	25.8%
经调整净利润	25.2	303.3	360.9	492.8	634.8	795.9
yoy		1102.8%	19.0%	36.6%	28.8%	25.4%

资料来源: 招股说明书、招商证券

估值方面, 将同为休闲中式餐厅的小菜园和九毛九设为可比公司, 可比公司的 2025 年 PE 值为 18.0 倍, 绿茶较可比公司平均 PE 值较低, 考虑到公司上市时间较短, 未来 PE 值有继续上升的空间。2025 年 7 月, 公司分红 2.22 亿元, 占公司 2024 年净利润的 63%, 每股股利 0.33 元, 股息率达到 5%。

表 13: 行业可比公司盈利预测及 PE 估值

公司名称	市值 (人民币亿元)	归母净利润 (人民币亿元)			PE(X)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
九毛九	29.8	1.6	2.4	3.2	18.6	12.4	9.3
小菜园	121.5	6.9	8.0	9.1	17.5	15.2	13.4
平均值					18.0	13.8	11.3
绿茶	44.1	4.4	5.7	7.0	10.1	7.8	6.3

资料来源: ifind、招商证券, 市值取 2025 年 9 月 5 日数据, 汇率设定为 1 港元=0.91 人民币

投资建议: 绿茶作为国内中式休闲餐厅的引领者, 长期聚焦于融合菜赛道, 主要围绕华东、华北、广东省三大区域进行深耕, 主打好吃不贵的中式融合菜。绿茶未来有望通过区域加密、异地扩张、市场下沉等策略持续推进门店拓展, 长期开业空间广阔; 集团供应链随着未来中央厨房建立进一步成熟与沉淀, 有望推动收入持续扩张及利润提速释放。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

五、风险提示

- 1、宏观经济消费下滑风险：若出现宏观消费力持续疲软、消费力降级等现象，可能导致营运数据继续下滑。
- 2、开业不及预期风险：若公司拓店战略不顺利，可能导致经营业绩不及预期。
- 3、市场竞争加剧风险：若中式餐厅行业竞争加剧，可能导致公司盈利能力下滑，闭店率增加。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	877	673	1046	1424	1895
现金及现金等价物	356	247	589	824	1140
交易性金融资产	120	25	25	25	25
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	36	23	29	39	49
其它应收款	280	311	403	536	680
存货	60	67	0	0	0
其他流动资产	25	0	0	0	0
非流动资产	1544	1791	1806	1811	1813
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	649	725	739	745	747
无形资产	824	970	970	970	970
其他	71	97	97	97	97
资产总计	2421	2464	2852	3235	3708
流动负债	1178	738	16	16	16
应付账款	248	221	0	0	0
应交税金	61	16	16	16	16
短期借款	50	0	0	0	0
其他	818	501	0	0	0
长期负债	829	955	955	955	955
长期借款	0	0	0	0	0
其他	829	955	955	955	955
负债合计	2006	1693	971	971	971
股本	0	0	0	0	0
储备	414	771	1881	2264	2737
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	415	771	1881	2264	2737
负债及权益合计	2421	2464	2852	3235	3708

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	793	734	775	1738	2109
净利润	296	350	482	624	785
折旧与摊销	368	420	435	443	447
营运资本变动	58	(41)	(754)	(142)	(155)
其他非现金调整	72	5	612	813	1032
投资活动现金流	(380)	(248)	(1001)	(1182)	(1380)
资本性支出	(307)	(338)	(450)	(450)	(450)
出售资产及现金	0	1	1	1	1
投资增减	4577	3678	0	0	0
其它	7	2	(552)	(733)	(931)
筹资活动现金流	(191)	(595)	568	(320)	(413)
债务增减	(127)	(229)	0	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	350	(628)	241	312
其它筹资	(64)	(16)	(60)	(79)	(101)
其它调整	0	(700)	1256	(482)	(624)
现金净增加额	222	(109)	342	235	316

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	3589	3838	4972	6607	8386
主营收入	3589	3838	4972	6607	8386
营业成本	1205	1193	1506	1995	2516
毛利	2384	2645	3465	4612	5871
营业支出	1568	1748	2277	3052	3900
营业利润	816	897	1188	1559	1971
利息支出	43	45	60	79	101
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(386)	(433)	(552)	(733)	(931)
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	388	419	577	747	939
所得税	92	69	95	122	154
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	295	350	482	624	785
EPS(元)	0.44	0.52	0.72	0.93	1.17

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	51%	7%	30%	33%	27%
营业利润	130%	10%	32%	31%	26%
净利润	1669%	19%	38%	29%	26%
获利能力					
毛利率	66.4%	68.9%	69.7%	69.8%	70.0%
净利率	8.2%	9.1%	9.7%	9.4%	9.4%
ROE	71.3%	45.4%	25.6%	27.6%	28.7%
ROIC	70.6%	50.3%	28.3%	30.5%	31.8%
偿债能力					
资产负债率	82.9%	68.7%	34.0%	30.0%	26.2%
净负债比率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.7	0.9	66.9	91.1	121.2
速动比率	0.7	0.8	66.9	91.1	121.2
营运能力					
资产周转率	1.5	1.6	1.7	2.0	2.3
存货周转率	20.8	18.8	44.8	0.0	0.0
应收帐款周转率	12.8	11.8	13.0	13.1	12.9
应付帐款周转率	5.5	5.1	13.6	0.0	0.0
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.52	0.72	0.93	1.17
每股经营现金	1.18	1.09	1.15	2.58	3.13
每股净资产	0.62	1.14	2.79	3.36	4.06
每股股利	0.00	0.33	0.36	0.46	0.58
估值比率					
PE	14.7	12.4	9.0	7.0	5.5
PB	10.5	5.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.8	6.2	5.1	4.3	3.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。