



叶海燕, CFA, CESGA
电话: +852 2533 3723
电邮: evayip@sbichinacapital.com

建议	强烈买入
目标价(港元)	11.10
现价(港元)	6.81
52周最高价/最低价(港元)	9.45/5.25
市值(亿港元)	45.86

资料来源: 彭博及软库中华

绿茶集团(6831.HK)

下沉市场扩张、扬帆出海拓展，休闲中餐龙头新征程

首次覆盖绿茶集团，基于 26 年 11 倍 PE 给予目标价 11.10 港元及强烈买入评级。按 2024 年餐厅数目计，绿茶集为中国第三大的休闲中式餐厅运营商。公司是一家以亲民价格、融合菜品及中国风装饰为特色的休闲中式餐厅运营商，目前以绿茶品牌营运绝大部分的餐厅网络。预期绿茶集团收入及利润规模显着增长：1)积极推进全国化布局，更深入的市场渗透与下沉开店策略，门店数目快速扩张。2)发力外卖业务提振单店收入，外卖收入占比较同业为低，仍有较大增长空间。3)经过多年的直营管理，沉淀出一套高效的运营模式，自身供应链上积累为公司构建坚固的护城河赋能连锁化扩张。

品牌价值突出，成长空间广阔

绿茶集团主打高性价比定价策略，每名顾客的平均消费额约 50-70 元人民币。公司专注于创新现代中式融合菜。在新消费时代，餐饮品牌的产品力直接决定了其长期竞争力，而绿茶集团在这方面通过 21 年的发展，建立了扎实的口碑和完善的研发体系。不断满足消费者多样化的需求，巩固品牌在市场中的地位。对比同业，其市场门店密度仍然较低。公司目标 2027 年超过 1,000 家门店。公司在全国各区域仍有具大的空白市场可以扩展。除增加现有市场门店密度，公司亦加大三线城市布局。

外卖业务高速发展

餐厅用餐体验及外出就餐社交属性无法被外卖所替代，但外卖已经成为餐饮重要渠道，绿茶集团大力扩大外卖业务规模，以作为堂食业务的重要补充。绿茶集团凭借品牌影响力、菜品特色等优势，在竞争中分得一杯羹。2025 上半年，外卖业务收入达到 5.24 亿元人民币，同比升 74%，成为公司业务收入增长最高的一个。外卖业务收入占比达 22.9%，但相对同业占比超过 30%，公司仍有增长空间。外卖业务对业绩的贡献度将显着提升，成为收入增长的重要驱动。

盈利预测和估值

我们预测公司收入 2025/2026/2027 年分别增长 22%/23%/24%，主要受公司开店步伐加快及外卖业务增量贡献。绿茶集团策略性加深市场渗透及成立自营食材加工设施、带来规模经营效益及增加经营效率，预期盈利能力不断增强。预测公司 2025/2026/2027 年净利润分别达到 4.82/6.13/7.88 亿元人民币，同比分别增加 38%/27%/29%。参考可比同业，给予 2026 年 11 倍 PE。目标价 11.10 港元。首次覆盖给予强烈买入评级。

财务资料与估值

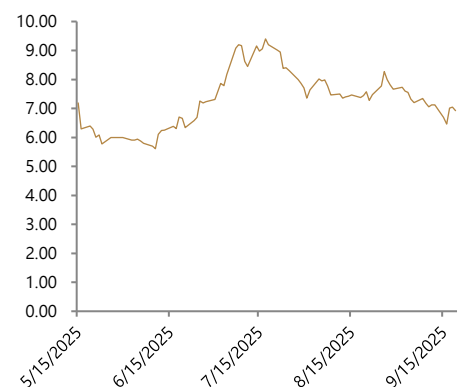
年结日：12月31日

(百万人民币)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
收入	3,838.2	4,689.6	5,757.2	7,110.8
归属母公司净利润	350.2	482.0	612.8	787.9
每股盈利(人民币)	不适用	0.79	0.91	1.17
同比	不适用	不适用	14.5%	28.6%
市盈率(倍)	不适用	7.9	6.9	5.3
股息率	0.0%	8.1%	4.4%	5.6%

资料来源: 彭博及软库中华

股价表现

(港元)



	1 个月	3 个月	12 个月
股价变动	-9.0%	11.5%	不适用
相对恒指	-12.9%	-0.4%	不适用

资料来源: 彭博及软库中华

1. 公司概覽

1.1. 国内特色中式餐厅领导者

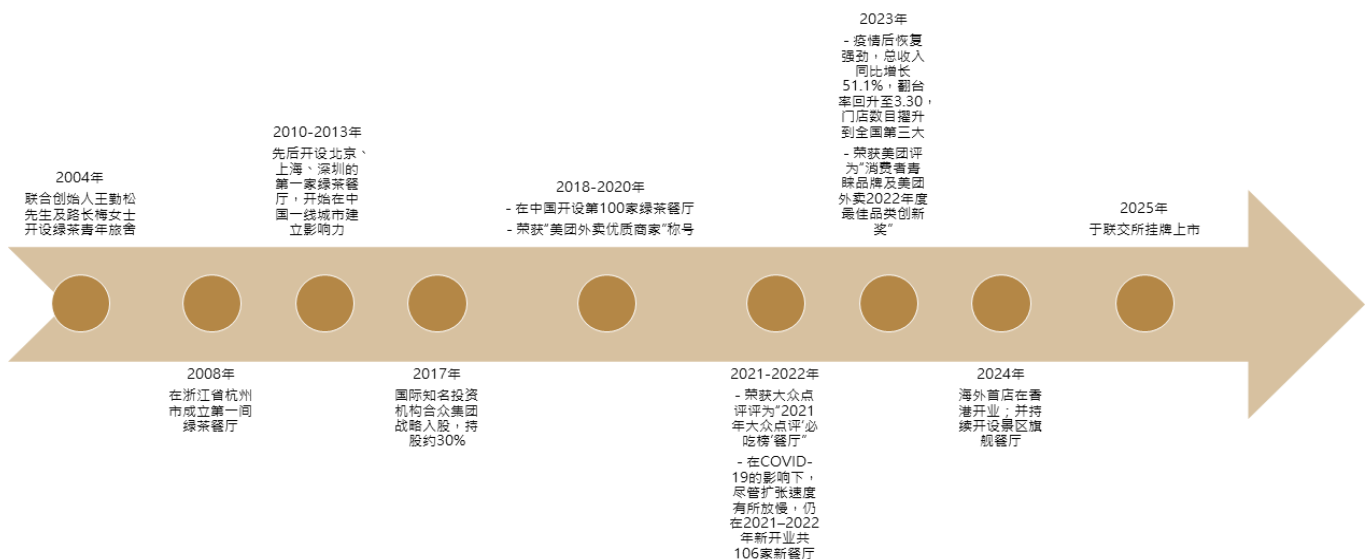
根据灼识咨询报告，按 2024 年餐厅数目计，绿茶集团为中国第三大的休闲中式餐厅运营商，按收入计排名第四，亦是前五大品牌中唯一的休闲中式融合餐厅。绿茶集团是一家以亲民价格、融合菜品及中国风装饰为特色的休闲中式餐厅运营商，目前以绿茶品牌营运绝大部分的餐厅网络。公司于 2008 年在杭州西湖畔开设第一家餐厅，现时餐厅网络覆盖了中国内地 21 个省份、四个直辖市、两个自治区及香港特别行政区。餐厅总数由截至 2022 年 12 月 31 日的 276 家增至截至 2024 年 12 月 31 日的 465 家，2022-2024 年复合年增长率为 29.8%，并进一步增加至今年 6 月末的 502 家。随着门店数量的快速增加，绿茶已经发展为国内领先的中式餐厅品牌。除了公司的核心业务餐厅经营外，公司还提供外卖业务及与就餐相关的一系列业务服务。

按 2024 年餐厅数目计，公司为中国第三大的休闲中式餐厅运营商

餐饮品牌	背景	截至2024年底 门店数	2024 年收入 (十亿人民币)	2024年 市场份额(%)
小菜园	上市餐厅品牌，成立于 2013 年，总部位于安徽省铜陵市，专注于徽菜，迎合广大中国群众的餐饮需求	667	5.2	1.0
太二酸菜鱼	上市餐厅品牌，成立于 2015 年，总部位于广东省广州市，专注于酸菜鱼	634	4.4	0.8
绿茶餐厅	于 2008 年成立的餐厅品牌，总部位于浙江省杭州市，专注于休闲中餐融合菜	465	3.8	0.7
西贝莜面村	非上市餐厅品牌，成立于 1988 年，总部位于北京市，专注于中国西北菜，如面条、羊肉串和肉夹馍	363	5.5	1.0
外婆家	非上市餐厅品牌，成立于 1998 年，总部位于浙江省杭州市，专注于具有地道杭州风味的浙江菜	108	2.4	0.4

资料来源：公司及软库中华

图：公司历史沿革



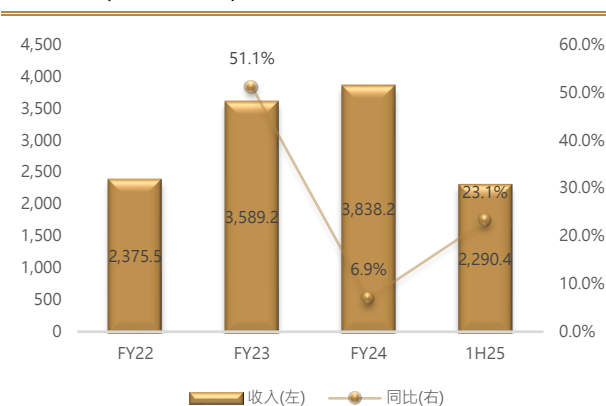
资料来源：公司及软库中华

1.2. 独树一帜的中式餐厅品牌

绿茶集团定位实惠的价格、重视提供精致用餐体验。每名顾客的平均消费额约 50-70 元人民币。受惠于中式融合菜灵活多变的特色，公司定期更新菜单为顾客提供新颖且不断提升的用餐体验，并且在餐厅的装饰中融入中国传统艺术的经典元素和自然景观，成功打造出独树一帜的中式餐厅品牌。

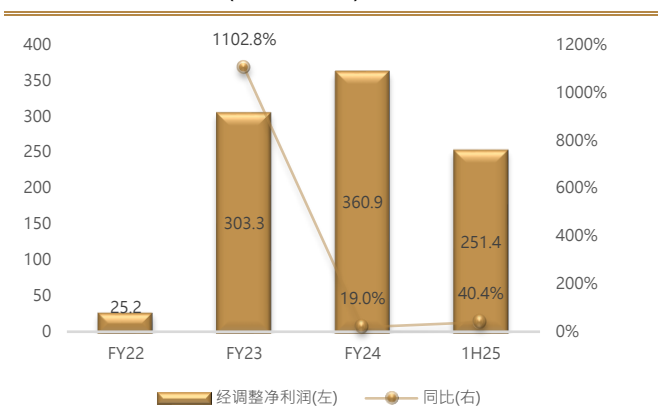
2022-2024 年，公司总收入分别为 23.75 亿元人民币、35.89 亿元人民币和 38.38 亿元人民币，年增长率分别为 51.1%、6.9%。扣除以权益结算的股份开支、上市开支及前述两项相关税项影响的经调整年内利润分别为 0.25 亿元人民币 3.03 亿元人民币和 3.60 亿元人民币，经调整净利润率分别为 1.1%、8.5%和 9.4%。

图：收入(百万人民币)及按年增长



资料来源：公司及软库中华

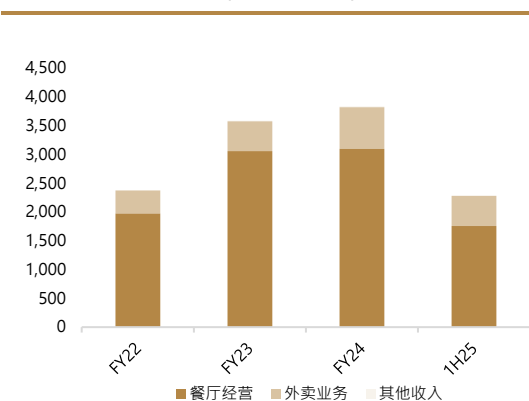
图：经调整年内利润(百万人民币)及按年增长



资料来源：公司及软库中华

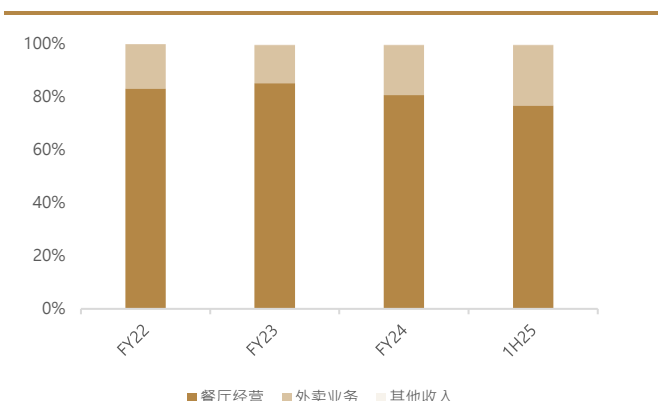
其中餐厅经营为核心业务，2024 年收入 30.99 亿元人民币，占比 80.8%。2024 外卖业务年收入 7.23 亿元人民币，占比 18.8%。通过第三方平台运营，2024 年策略性加大投入，订单量快速增长。其他业务：包括手机充电服务佣金、产品销售等，2024 年其他业务收入 0.16 亿元人民币，占比 0.4%。

图：按业务划分收入(百万人民币)



资料来源：公司及软库中华

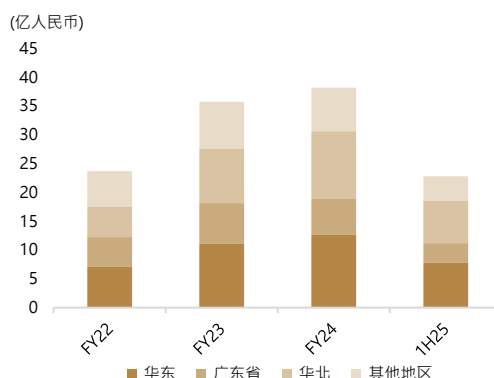
图：收入结构



资料来源：公司及软库中华

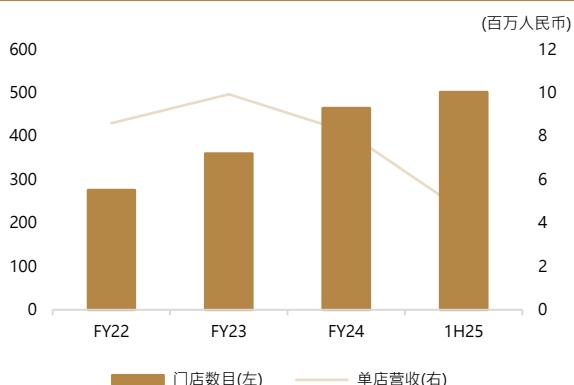
分地区来看，2022-2024 年，华东地区收入分别为 7.10 亿元人民币、11.08 亿元人民币、12.65 亿元人民币；广东省分别为 6.22 亿元人民币、8.15 亿元人民币、7.62 亿元人民币；华北地区分别为 5.17 亿元人民币、7.08 亿元人民币、6.27 亿元人民币；其他地区分别为 5.25 亿元人民币、9.46 亿元人民币、11.68 亿元人民币。

图：按位置划分收入



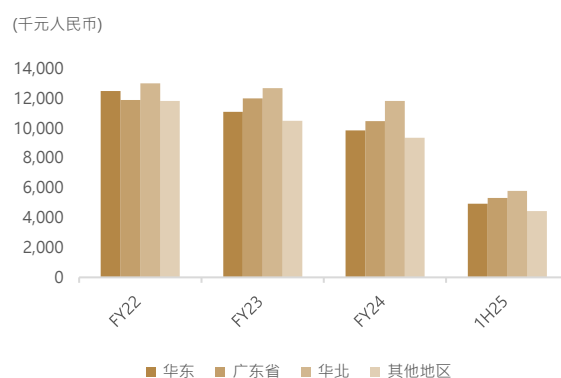
资料来源：公司及软库中华

图：门店数量和单店销售额



资料来源：公司及软库中华

图：按位置划分餐厅平均同店销售额

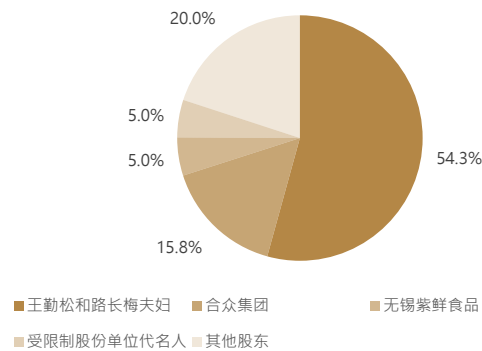


资料来源：公司及软库中华

1.3. 股权结构及管理层

绿茶集团创始人、董事长兼首席执行官及执行董事王勤松与其妻子非执行董事路长梅持股约 54.3%；私募基金合众集团通过 Partner Gourmet 持股约 15.8%。公司于 2020-2022 年通过股权激励方案，受限制股份单位代名人持股约 5.0%；上海紫燕食品股份(603057.CH)的全资附属公司无锡紫鲜食品为上市时基石投资者持股约 5.0%；公众股东持股约 20%。

图：公司股权结构



资料来源：港交所、公司及软库中华

管理层简介

姓名	职位	加入公司时间	简介
王勤松	董事长兼首席执行官及执行董事	2008年10月	监督整体管理及业务运营、董事会事务，制订战略和运营计划，并作出重大业务决策
于丽影	执行董事	2008年10月	负责管理供应链、建筑工程和公共关系以及餐厅网络的拓展
王佳伟	执行董事	2013年5月	监督发展、日常管理和财务及资本管理
路长梅	非执行董事	2008年10月	负责为运营和管理提供战略意见和建议
刘盛	非执行董事	2017年5月	负责为运营及管理提供战略意见和建议
徐睿婕	非执行董事	2023年12月5日	负责为运营及管理提供战略意见和建议
张立	首席财务官	2020年8月	监督财务、战略投资及投资者关系
邵芳	副总裁	2019年1月	负责集团的业务运营及管理

资料来源：公司及软库中华

2. 投资要点

2.1. 品牌价值突出，成长空间广阔

持续创新打造活力品牌

绿茶集团主打高性价比定价策略，每名顾客的平均消费额约 50-70 元人民币。公司专注于创新现代中式融合菜，每年四轮研发，2022-2024 年分别推出 172、168、203 道新菜品，平均每两天就有一款新菜推出。餐厅通常提供 50-80 种菜品，并保持每年更新约 20%，以此来满足消费者不断变化的口味需求。每季度推出新品，这使得品牌始终保持活力。其经典菜单如“绿茶烤鸡”、“面包诱惑”等，不仅口碑良好，还带来很强的社交传播度，为餐厅带来了大量流量。通过“菜品常变常新”的策略，提高了顾客的回頭率，增强顾客黏性。在新消费时代，餐饮品牌的产品力直接决定了其长期竞争力，而绿茶集团在这方面通过 21 年的发展，建立了扎实的口碑和完善的研发体系。不断满足消费者多样化的需求，巩固品牌在市场中的地位。

图：公司竞争优势



资料来源：公司及软库中华

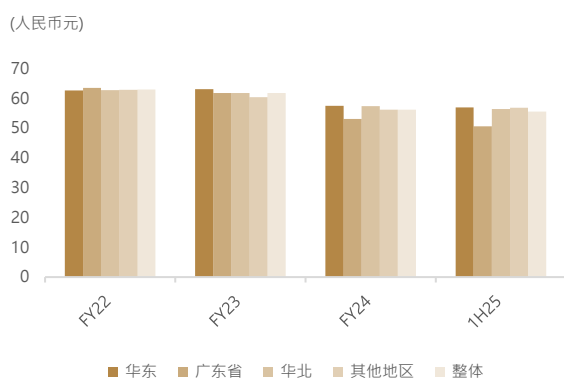
公司重视为顾客提供最佳用餐体验，在餐厅的装饰中融入了中国传统艺术的经典元素和自然景观。為統一品牌及保持靈活性，公司通常在六种设计模板中选择新餐厅的装饰设计。相对同业，其装修成本较高约 30-40%，希望顾客用餐体验不仅满足味觉需求，亦满足对文化体验，吸引顾客到店用餐，令公司更具优势。

图：公司餐厅的装饰设计



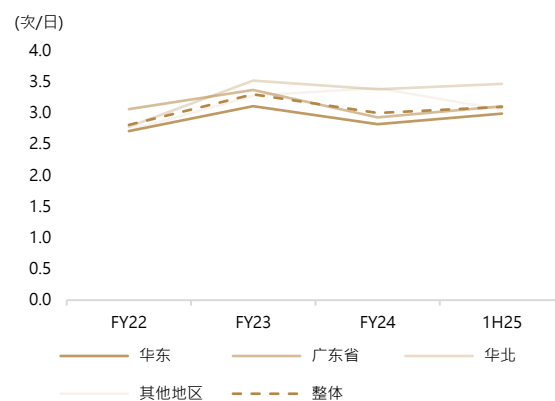
资料来源：公司及软库中华

图：按位置划分人均消费



资料来源：公司及软库中华

图：门店堂食翻台率表现良好

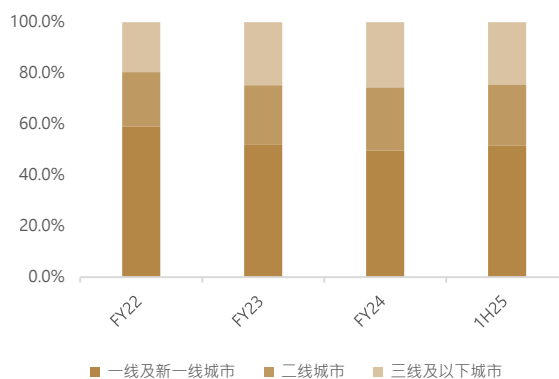


资料来源：公司及软库中华

积极推进全国化布局，更深入的市场渗透及下沉开店策略

截至 2025 年 6 月末，公司门店总数达到 502 家，覆盖中国所有一线城市、新一线城市及二线城市。对比同业，其市场门店密度仍然较低。我们参照中式餐饮赛道绝对龙头海底捞(6862.HK)的一线/新一线、二线、三线及以下门店密度，公司门店空间总数可以达到 1,600 家。公司目标 2027 年超过 1,000 家门店。

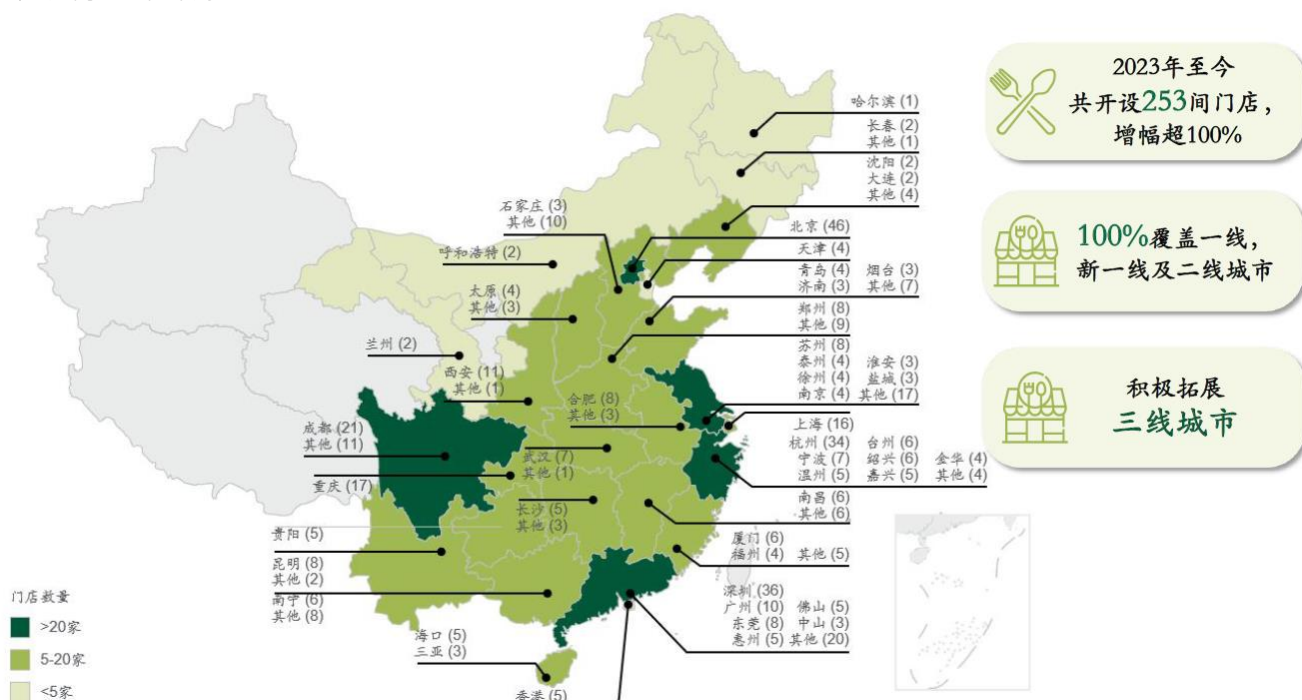
图：公司积极下沉市场门店扩张策略



资料来源：公司及软库中华

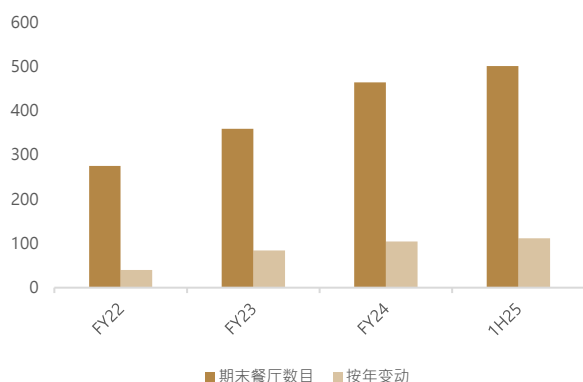
公司在全国各区域仍有具大的空白市场可以扩展。除增加现有市场门店密度，公司亦加大三线城市布局。下沉市场消费者生活成本较低，餐饮消费意愿更高。凭借高性价比和独特的中国风用餐环境，公司有望进一步打开下沉市场。公司亦计划在国内旅游景区开设 20 多家新店，借助景区庞大客流量，提升品牌曝光度与影响力。

图：公司迈向全国化布局



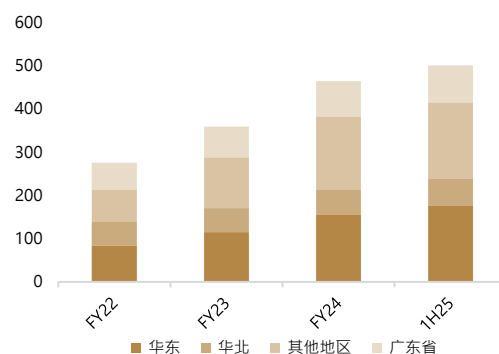
资料来源：公司及软库中华

图：门店数目及按年变动



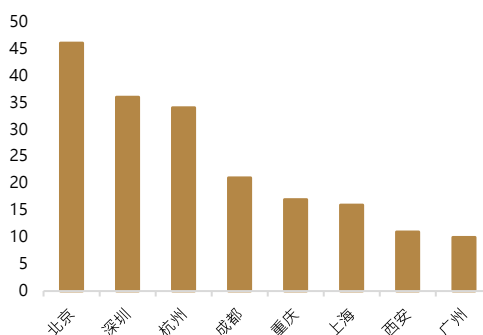
资料来源：公司及软库中华

图：门店数目分布按位置划分



资料来源：公司及软库中华

图：门店数前八的城市



资料来源：公司及软库中华

扬帆出海拓展

身处异国他乡，传统中餐提供精神寄托，庞大的海外华人华侨及中国留学生数量为中式餐厅提供稳定的客源。根据全球新经济产业第三方数据挖掘和分析机构 iiMedia Research（艾媒咨询）发布的《2025-2030 年中餐出海市场状况与发展趋势研究报告》，2020 年到 2024 年，国际中餐规模从 2,275.48 亿美元增长到 3,593.85 亿美元；预计 2030 年国际中餐规模达 5,776.82 亿美元。海外人均消费能力高，布局海外市场为中式餐厅品牌提供更广阔的发展空间。于 6 月末，绿茶集团已于香港开设 5 家分店，海外运营经验不断积累，海外开店节奏将有所提速。公司计划于 2025 年至 2027 年期间分别在海外包括香港、东南亚等地区/国家共开设约 15、12、13 家门店。海外市场将成为另一业绩的重要增长极。

图：位于中国香港特区 THE SOUTHSIDE 商场



资料来源：软库中华

图：THE SOUTHSIDE 新店开业优惠

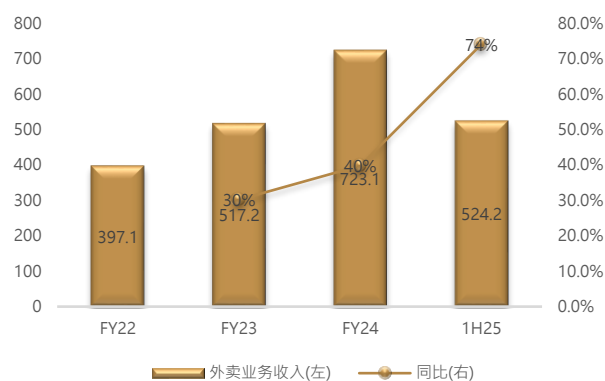


资料来源：软库中华

2.2. 外卖业务高速发展

餐厅用餐体验及外出就餐社交属性无法被外卖所替代，但外卖已经成为餐饮重要渠道，绿茶集团大力扩大外卖业务规模，以作为堂食业务的重要补充。2024 年第二季，公司全面推行质量外卖增长策略。外卖行业竞争激烈，绿茶集团凭借品牌影响力、菜品特色等优势，在竞争中分得一杯羹。2022 - 2024 年，外卖业务收入从 3.97 亿元人民币攀升至 7.23 亿元人民币。

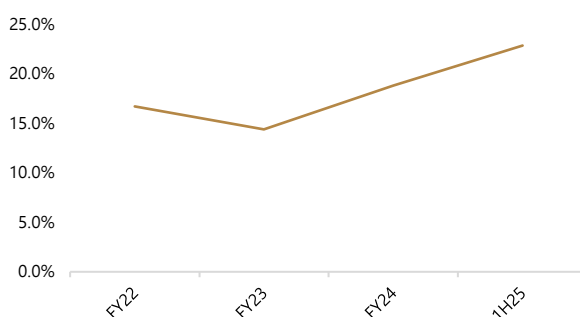
图：外卖业务收入(百万人民币)及同比增长



资料来源：公司及软库中华

2025 上半年，外卖业务收入达到 5.24 亿元人民币，同比升 74%，成为公司业务收入增长最高的一个。外卖业务收入占比达 22.9%，但相对同业占比超过 30%，公司仍有增长空间。外卖业务对业绩的贡献度将显着提升，成为收入增长的重要驱动。一方面，公司计划拓展外卖覆盖区域，不仅在现有门店所在商圈深耕，还将向周边区域辐射，让更多消费者能品尝到其菜品。另一方面，增加外卖菜品的丰富度，除了现有的热门菜品，还将研发更多适合外卖场景的新品，满足消费者多样化的用餐需求。公司精心制订菜品，堂食和外卖中约 20%至 30%的菜品为重叠，因此外卖蚕食堂食业务有限。在配送服务上，餐厅将加强与配送团队的沟通协作，提升配送效率和服务质量。探索与配送平台合作开发更精准的配送时间预估系统，让消费者能更准确地知晓餐品送达时间。

图：外卖占比不断提升



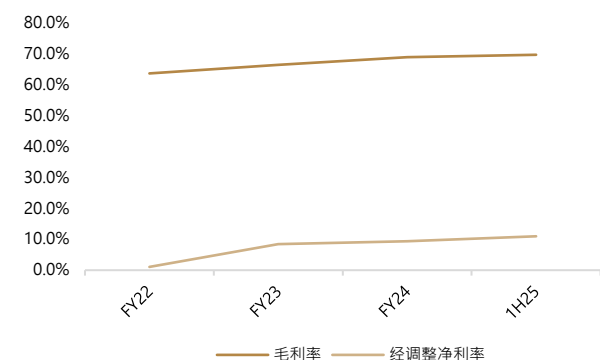
资料来源：公司及软库中华

未来公司将借助数字化手段，加强外卖业务的营销推广和客户关系管理。通过分析外卖平台大数据，深入了解消费者的点餐习惯、偏好菜品等信息，据此开展精准营销活动，如向特定消费群体推送个性化优惠券、新品推荐等。建立外卖会员体系，为会员提供积分、专享折扣等福利，增强消费者的忠诚度和复购率，进一步挖掘外卖业务的增长潜力，提升外卖业务在整体业务中的占比和贡献。

2.3. 高效运营模式，供应链铸就护城河

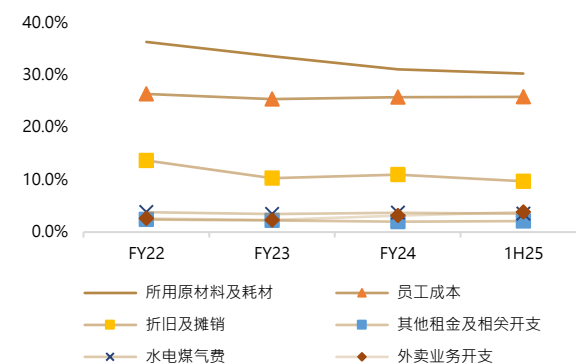
绿茶集团经过多年的直营管理，沉淀出一套高效的运营模式，自身供应链上积累为公司构建坚固的护城河赋能连锁化扩张。公司致力优化供应链提升经营效率及控制成本。公司通过建立直采中心，向地方供应商获取优质原材料，产生规模效益及有更好议价能力，减省成本。公司亦与大型食材加工公司紧密合作，简化食材制备过程，由供应商预先清洁和切割的食材，餐厅只需对半成品食材将进行较少的工序，实行前端预处理搭配现场烧制，一方面保障门店菜品品质稳定，亦提高厨房运营效率。高效运营模式，公司门店投资回收期逐渐缩短。2021 年新开门店现金投资回收期为 17.3 个月，23 及 24 年新开设门店已缩短至 14.3 个月，约 95%的门店在开张后 2 个月内可实现首次收支平衡。

图：公司毛利率与经调整净利率



资料来源：公司及软库中华

图：公司主要成本费用率占收入比例



资料来源：公司及软库中华

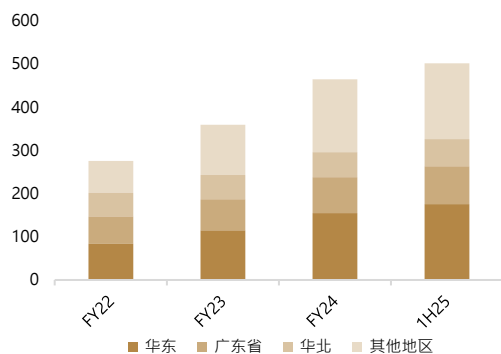
公司正积极建设自营中央食材加工设施，预计 2026 年第二季度完成，建筑面积达 2.45 万平方米。建成后约 90% 的半成品食材将供应给全国连锁餐厅，这将有效降低对第三方供应商依赖，提升供应链效率，增强抵御原材料价格波动和供应链中断风险的能力，同时也有助于菜品标准化制作，提升整体运营水平，提高单品效益。

数字化管理层面，绿茶集团搭建了全链路数字化系统。公司的全链路数字化系统，涵盖移动端支付、餐厅管理、供应配送和厨房管理等，对门店人员、库存、供应链实现了精细管理，实现从点餐、备餐到结算的全流程数字化。如门店管理的商业智能系统，实时收集餐厅经营信息和数据，助力管理者快速识别并调整表现欠佳的餐厅。其预订系统在客流高峰时引导顾客提前预约、选菜和支付，挽回约 20% 因等待时间长可能流失的客户。通过数字化手段，极大提升运营效率和顾客体验，为餐厅的高效运营和持续发展提供有力支持。

3. 盈利预测和估值

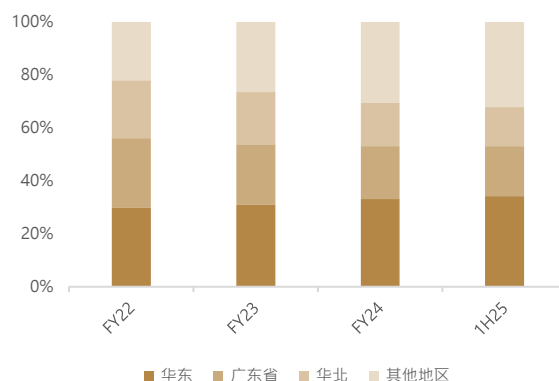
2022-2024 年，公司立足华东、广东及华北三大区域，并向其他地区快速布局，全国门店数量、客流量及餐厅收入均快速增长。2022-2024 年餐厅数量复合年增长率达 29.8%。得益于下沉市场战略，公司在其他地区取得快速增长，实现门店数、客流量、餐厅收入三位数增长。

图：门店数目按位置划分



资料来源：公司及软库中华

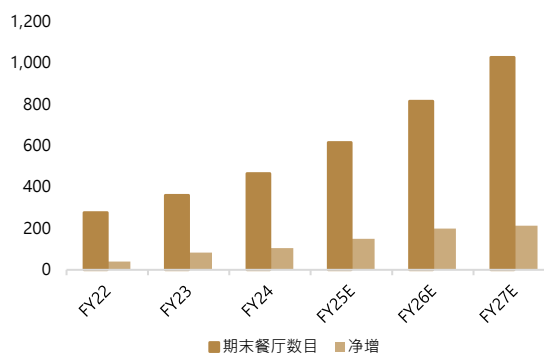
图：门店分布按位置划分



资料来源：公司及软库中华

我们预测公司收入 2025/2026/2027 年分别增长 22%/23%/24%，主要受公司开店步伐加快及外卖业务增量贡献。公司 2025-2027 年每年净增门店数分别为 140/200/213 家。

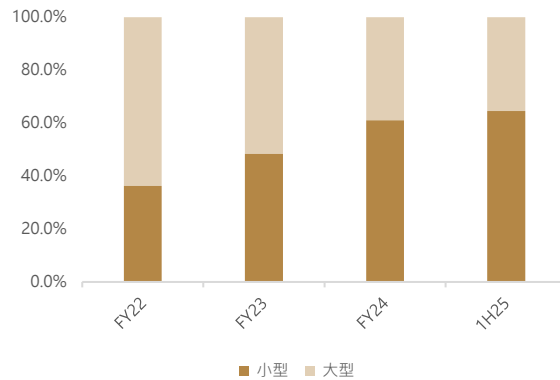
图：未来门店新开情况



资料来源：公司及软库中华

预期平均单店收入每年小幅下跌，主要考虑到公司未来专注于开设面积较小门店、重点布局低线城市，小店及下沉市场门店比例占比提升、人均消费相对较低的外卖占比有所提高及公司持续提升市场渗透率，或造成新老门店客源重叠，新店可能拖低老店客流量及收入。

图：面积较小门店比例增加



资料来源：公司及软库中华

我们预期公司毛利率保持于现有水平，因其增加直采食材比例、成立自营食材加工设施较向第三方食材加工公司采购成本较低及扩大餐厅网络带来强议价能力，规模效应提升，原材料端成本可望进一步摊薄。

绿茶集团策略性加深市场渗透及成立自营食材加工设施、带来规模经营效益及增加经营效率，预期盈利能力不断增强。预测公司 2025/2026/2027 年净利润分别达到 4.82/6.13/7.88 亿元人民币，同比分别增加 38%/27%/29%

参考可比同业，给予 2026 年 11 倍 PE，约为行业龙头均值的 20% 折让，因公司现规模相对较小，对应目标价 11.10 港元，首次覆盖给予强烈买入评级。

公司重视回馈股东，招股书承诺上市后向所有股东派发特别股息。公司上市约一个多月后宣布向所有股东派发每股股息 0.33 港元，约为发行价的 4.6%，合计 2.2 亿港元。我们假设公司常规派息比为 30%，今年预测股息率为 8%，为行业最高。

图：可比公司估值表

股份代码	公司名称	交易货币	收市价 (港元)	市值 (亿港元)	年初至今 股价变动(%)	FY0 市盈率(倍)	FY1 预测 市盈率(倍)	FY2 预测 市盈率(倍)	FY1 股息率(%)
6831.HK	绿茶集团	港元	6.810	45.9	N/A	N/A	7.9	6.9	8.1
港股同业									
9987.HK	百胜中国	港元	338.400	1,238.5	(9.6)	17.5	17.3	15.2	2.1
6862.HK	海底捞国际	港元	12.960	722.4	(18.5)	14.6	15.2	13.5	5.7
999.HK	小菜园国际	港元	10.880	128.0	19.2	17.8	15.5	12.7	3.9
1405.HK	达势股份	港元	82.200	107.6	5.4	89.6	62.8	39.4	N/A
9922.HK	九毛九国际	港元	2.130	29.8	(37.4)	69.0	18.4	11.8	3.1
538.HK	味千(中国)	港元	1.020	11.1	20.0	116.3	N/A	N/A	N/A
1488.HK	百福控股	港元	0.930	10.1	(7.0)	N/A	N/A	N/A	2.3
520.HK	呷哺呷哺	港元	0.600	9.5	(36.8)	N/A	N/A	N/A	N/A
1181.HK	唐宫(中国)	港元	0.178	1.9	(15.2)	N/A	N/A	N/A	N/A
3666.HK	上海小南国	港元	0.035	0.9	45.8	N/A	N/A	N/A	N/A
均值						29.7#	25.8	18.5	2.4

资料来源：彭博及软库中华，#扣除异常值

风险

- 消费疲软；
- 行业竞争加剧；
- 原材料成本大幅上升；
- 门店开拓不及预期；
- 海外拓展不及预期。

公司簡介

公司是中国内地知名的休闲中式餐厅运营商。公司的价格亲民，菜品融汇各家，配以中国风的装饰，为顾客创造价值。根据灼识咨询报告，于 2024 年，在中国内地休闲中式餐厅品牌中，公司按餐厅数目计排名第三，按收入计排名第四。

财务报表及主要财务比率

损益表

年结日：12 月 31 日 (百万人民币)	2024 (A)	2025(E)	2026 (E)	2027 (E)
收入	3,838.2	4,689.6	5,757.2	7,110.8
同比变动	6.9%	22.2%	22.8%	23.5%
销售成本	(1,192.9)	(1,416.3)	(1,732.9)	(2,133.2)
毛利	2,645.3	3,273.3	4,024.3	4,977.6
其他收入	32.0	23.4	28.8	35.6
经营开支	(2,215.4)	(2,673.1)	(3,261.5)	(3,996.3)
经营利润	464.0	622.1	792.7	1,017.7
融资成本	(45.3)	(45.2)	(59.4)	(74.8)
合营及联营企业损益	-	-	-	-
税前利润	418.7	576.9	733.3	942.9
所得税开支	(68.5)	(94.4)	(120.0)	(154.3)
净利润	350.2	482.5	613.4	788.7
少数股东损益	-	0.5	0.6	0.8
归属母公司净利润	350.2	482.0	612.8	787.9
同比变动	18.5%	37.6%	27.1%	28.6%
每股盈利(人民币)	-	0.79	0.91	1.17
同比变动	-	-	14.5%	28.6%
每股股利(人民币)	0.00	0.51	0.27	0.35
EBITDA	884.0	1,077.6	1,248.2	1,494.8

资产负债表

年结日：12 月 31 日 (百万人民币)	2024 (A)	2025(E)	2026 (E)	2027 (E)
固定资产	1,691.7	1,636.8	1,682.0	1,755.6
无形资产	3.1	4.0	4.9	5.8
其他非流动资产	96.5	96.5	96.5	96.5
非流动资产	1,791.3	1,737.3	1,783.4	1,857.9
存货	67.2	77.6	95.0	116.9
贸易应收款项	332.3	385.4	473.2	584.5
现金或现金等物	247.2	1,274.4	1,526.8	1,873.4
其他	26.4	26.4	26.4	26.4
流动资产	673.1	1,763.8	2,121.4	2,601.1
总资产	2,464.3	3,501.1	3,904.8	4,459.0
长期借贷	-	-	-	-
其他非流动负债	955.2	997.5	1,041.9	1,088.6
非流动负债	955.2	997.5	1,041.9	1,088.6
应付款项	462.3	582.0	702.7	847.5
短期贷款	-	-	-	-
其他流动负债	275.7	285.3	296.8	309.8
流动负债	738.0	867.3	999.5	1,157.3
总负债	1,693.2	1,864.8	2,041.5	2,245.9
股东权益	770.7	1,635.4	1,861.8	2,210.8
非控股权益	0.4	0.9	1.5	2.3
总负债及总权益	2,464.3	3,501.1	3,904.8	4,459.0

资料来源：彭博、公司资料及软库中华

现金流量表

年结日：12 月 31 日
(百万人民币)

	2024 (A)	2025(E)	2026 (E)	2027 (E)
税前利润	418.7	576.9	733.3	942.9
折旧与摊销	420.0	455.5	455.5	477.1
营运资金变动	(41.0)	52.9	13.6	10.4
其他	(63.8)	(139.6)	(179.3)	(229.0)
经营活动现金流	734.0	945.7	1,023.1	1,201.4
资本开支	(336.4)	(400.0)	(500.0)	(550.0)
其他	88.6	(1.5)	(1.5)	(1.5)
投资活动现金流	(247.8)	(401.5)	(501.5)	(551.5)
权益变动	-	745.7	-	-
净借贷	(50.1)	45.2	59.4	74.8
股息支出	-	(363.0)	(386.4)	(438.9)
其他	(545.4)	55.1	57.9	60.8
融资活动现金流	(595.5)	483.0	(269.1)	(303.3)
净现金变动	(109.3)	1,027.2	252.5	346.5
公司自由现金流	397.6	545.7	523.1	701.4

财务指标

年结日：12 月 31 日	2024 (A)	2025(E)	2026 (E)	2027 (E)
收入同比变动	6.9%	22.2%	22.8%	23.5%
每股盈利同比变动	不适用	不适用	14.5%	28.6%
毛利率	68.9%	69.8%	69.9%	70.0%
经营利润率	12.1%	13.3%	13.8%	14.3%
净利润率	9.1%	10.3%	10.7%	11.1%
EBITDA 利润率	23.0%	23.0%	21.7%	21.0%
股本回报率	59.1%	40.1%	35.1%	38.7%
资产回报率	14.3%	16.2%	16.6%	18.9%
流动比率	91.2%	203.4%	212.2%	224.8%
速动比率	82.1%	194.4%	202.7%	214.7%
现金比率	33.5%	146.9%	152.8%	161.9%
负债权益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	19.4	20.0	20.0	20.0
应收款项周转天数	30.8	30.0	30.0	30.0
应付款项周转天数	146.2	150.0	148.0	145.0
营运资金周转天数	(96.1)	(100.0)	(98.0)	(95.0)
股息支付率	0%	64%	30%	30%

资料来源：彭博、公司资料及软库中华

软库中华是香港一家主要服务香港上市公司的投资银行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究评级

软库中华金融的股票评级：

建议强烈买入：未来 12 个月绝对增长超过 50%

建议买入：未来 12 个月绝对增长超过 10%

建议持有：未来 12 个月绝对回报在 -10%至 +10%

建议沽售：未来 12 个月绝对下降超过 10%

建议强烈沽售：未来 12 个月绝对下降超过 50%

披露：投资者应在阅读本报告时假设软库中华金融服务有限公司或其同系附属/关联公司正在或将要和本文中提到的公司建立投资银行或其它主要的业务关系。

分析员声明：本报告中给出之观点准确反映了分析员对于该证券的个人见解。分析员就其在本报告中给出的特定建议或者见解，并没有直接或间接地为之收受任何的经济补偿。

免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中信息已经由软库中华金融服务有限公司(简称为“软库中华金融”)的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是（除非特别注明）报告发布日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不得为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1)在适用法律许可情况下，在本报告中提到公司（或其投资）中任职，或购买或售出其股票；(2)和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3)在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告信息或者依据此信息行动（包括进行交易）。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给特定客户、专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发（全文或部分）给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多信息，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构。

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。