

绿茶集团 (06831.HK)

中式融合菜龙头，拓店提效可期

买入 (首次)

2025 年 09 月 29 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,589	3,838	4,801	5,967	7,253
同比(%)	51.09	6.94	25.09	24.28	21.54
归母净利润 (百万元)	295.54	350.17	503.20	632.21	811.39
同比(%)	1,682.63	18.48	43.70	25.64	28.34
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.44	0.52	0.75	0.94	1.20
P/E (现价&最新摊薄)	13.06	11.02	7.67	6.11	4.76

投资要点

■ **西湖盛宴，龙井传芳，发端于杭州，绿茶餐厅走向全国。**绿茶集团创立于浙江杭州，是国内领先的专注于融合菜的休闲中式餐饮连锁企业，截至 2024 年末公司旗下共有餐厅 465 家，覆盖 141 个城市，单年度实现收入 38.38 亿元（截至 2025H1，门店数量进一步增至 502 家）。2024 年绿茶集团在中国内地休闲中式餐厅品牌中，按餐厅数目计排名第三、按收入计排名第四。**展望未来，公司计划通过现有地域加密、下沉市场拓展、景区门店布局等策略进一步延展餐厅网络。**

■ **休闲中式餐饮日臻兴旺，绿茶集团乘势而上。**中国内地餐饮市场存量规模大，由 2020 年的 39527 亿元增至 2024 年的 55718 亿元，CAGR 为 8.96%，仍有稳步增长潜力。内地餐饮市场以中式餐厅为核心构成，2024 年零售额占比达 55.13%。**连锁休闲中式餐饮发展更有优势：**（1）2019-2024 年连锁/非连锁餐饮市场规模 CAGR 分别为 13.60%/7.72%，连锁餐饮增势更胜；（2）2020-2024 年休闲中式餐饮市场规模从 3513 亿元增长至 5347 亿元，CAGR 达 11.1%，横向对比增速更快。

■ **融合菜系受众更广，性价比优势突出。品牌林立，绿茶凭借普适的融合菜系、性价比突出的菜品、以及独具特色的装修环境脱颖而出：**（1）**融合菜系卡位独特：**绿茶将不同地域、文化的食材、烹饪技艺及调味方式有机结合，更普适，2024 年绿茶现有门店在华东、广东省、华北和其他地区的收入占比分别为 33%/18%/12%/37%，分布平均、且横向对比，覆盖城市数明显更多。（2）**性价比优势突出：**2024 年绿茶的人均消费为 50-70 元，对比同期的西贝/小菜园/太二酸菜鱼/外婆家（人均消费分别为 80-90/60-70/70-80/60-70 元），性价比优势更为显著；（3）门店装修融入了中国传统文化的经典元素和自然景观，打造独特的用餐体验。

■ **拓店提速，优化供应链，同店改善可期。**通过地域加密、下沉延展、布局景区，公司计划于 2025-2027 年分别新开门店 150/200/213 家，其中：（1）期间华东/广东/华北/其他地区/海外分别拟新开 159/42/50/284/28 家；（2）期间中国一线及新一线/二线/三线及以下城市分别拟新开 146/123/265 家；（3）计划新增 17 家旅游景区餐厅，以提升品牌形象。此外，公司积极提升菜品研发能力（2022-2024 年推出新品数量共计 172/168/203 个，同比明显提速）、提升外卖收入（2022-2024 年外卖收入 CAGR 为 35%）、自建中央厨房，优化供应链，同店改善可期。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 48.01/59.67/72.53 亿元，同比增速分别为 25.09%/24.28%/21.54%；2025-2027 年归母净利润为 5.03/6.32/8.11 亿元，同比增速为 43.70%/25.64%/28.34%。对应 2025-2026 年 PE 为 7.67x、6.11x，考虑到公司门店渗透空间仍存、新店型可期，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**餐饮市场竞争加剧，原料成本上涨，品牌老化客户流失风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	6.24
一年最低/最高价	5.45/9.81
市净率(倍)	2.21
港股流通市值(百万港元)	3,842.22

基础数据

每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	51.88
总股本(百万股)	673.45
流通股本(百万股)	673.45

相关研究

内容目录

1. 中式融合菜龙头，拓店提效可期	4
1.1. 西湖盛宴，龙井传芳.....	4
1.2. 股权集中，管理层经验丰富.....	5
1.3. 筑底企稳，盈利动能增强.....	6
2. 休闲中式餐饮日臻兴旺，绿茶集团乘势而上	8
2.1. 休闲中式餐厅增速领先.....	8
2.2. 融合菜系受众更广，性价比优势突出.....	10
3. 拓店提速，优化供应链，同店改善可期	12
3.1. 拓店提速在途：地域加密，下沉延展，布局景区.....	12
3.2. 多维举措并施，同店改善可期.....	14
4. 盈利预测与投资评级	16
4.1. 盈利预测.....	16
4.2. 估值与投资建议.....	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	公司发展复盘.....	4
图 2:	股权结构（截至 2025 年 5 月）.....	5
图 3:	董事会背景（截至 2025 年 5 月）.....	6
图 4:	经营稳健，2018-2024 年利润增速高于收入.....	6
图 5:	2025H1 绿茶集团收入构成（单位：%）.....	7
图 6:	2024 年外卖收入增速高于餐厅收入.....	7
图 7:	2022-2025H1 绿茶餐厅门店数量（单位：家）.....	7
图 8:	2023-2025H1 不同地区同店销售额增长率.....	7
图 9:	2024 年各项成本开支占收入比重.....	8
图 10:	绿茶集团净利润提升.....	8
图 11:	中国内地餐饮市场稳步增长.....	8
图 12:	2024 年中国内地餐饮市场构成.....	8
图 13:	连锁及非连锁餐饮市场规模.....	9
图 14:	连锁餐饮增速更快.....	9
图 15:	各类餐饮市场规模及占比（市场规模单位：亿元）.....	9
图 16:	休闲中式餐饮市场规模的增速更快.....	9
图 17:	2024 年休闲中式餐饮品牌市场占有率.....	10
图 18:	绿茶融合菜系代表菜品.....	10
图 19:	绿茶地域分布较为平均（按收入计，2024 年为例）.....	11
图 20:	2024 年休闲中式餐饮品牌覆盖城市数（单位：个）.....	11
图 21:	绿茶小型店、大型店及小菜园门店对比.....	11
图 22:	小型餐厅占比持续提升（餐厅数量单位：个）.....	12
图 23:	2025-2027 年计划新增门店（餐厅数量单位：个）.....	12
图 24:	2024 年休闲中式餐饮品牌对比.....	12
图 25:	2025-2027 年绿茶集团开店计划.....	13
图 26:	2024 年休闲中式餐饮品牌门店分布对比.....	14
图 27:	菜品推新明显提速.....	14
图 28:	绿茶接待总人数提升.....	14
图 29:	绿茶外卖业务收入提升.....	15
图 30:	绿茶及小菜园外卖业务的收入占比对比.....	15
图 31:	绿茶外卖代表菜品，便捷高效.....	15
图 32:	自建中央厨房，优化供应链.....	16
表 1:	公司营收测算汇总（百万元）.....	17
表 2:	可比公司估值对比（估值日 2025/9/26）.....	17

1. 中式融合菜龙头，拓店提效可期

1.1. 西湖盛宴，龙井传芳

绿茶集团为国内领先的专注于融合菜的休闲中式餐饮连锁品牌，截至 2024 年末公司旗下共有餐厅 465 家、覆盖 141 个城市，单年度实现收入 38.38 亿元，在中国内地休闲中式餐厅品牌中，按餐厅数目计排名第三、按收入计排名第四。

复盘公司发展，大致可以分为三个阶段：

(1)2004-2009 年品牌初创，区域扎根。2004 年绿茶餐厅的前身绿茶青年旅社创立，创始人王勤松在与各类顾客的接触中，确立融合菜的布局方向，2008 年于杭州成立第一家绿茶餐厅，并迅速获得消费者欢迎，2009 年跻身大众点评年度最受欢迎餐厅 Top50。

(2)2010-2017 年开辟新城，区域拓展。**①扩张门店：**2010 年起绿茶集团相继于北京、上海、深圳开设第一家餐厅，至 2018 年内地餐厅数量突破 100 家；**②锻造品牌：**绿茶品牌的影响力稳步增强，2015 年被中国烹饪协会评为年度十佳创意文化餐厅；**③吸引外资：**2017 年合众集团战略入股，持有公司股份约 30%。

(3)2018 年至今加速扩张，布局全国。2024 年公司在营门店数量突破 400 家，全国布局初见雏形：**①布局海外：**香港首店开业，公司着手开拓港澳台与海外市场；**②设立景观餐厅：**文旅线第一家景观餐厅-诸暨西施故里店开业；**③开创品牌：**绿茶集团全新子品牌望江楼成立。展望未来，公司计划通过现有地域加密、下沉市场拓展、景区门店布局等策略进一步延展餐厅网络。

图1：公司发展复盘



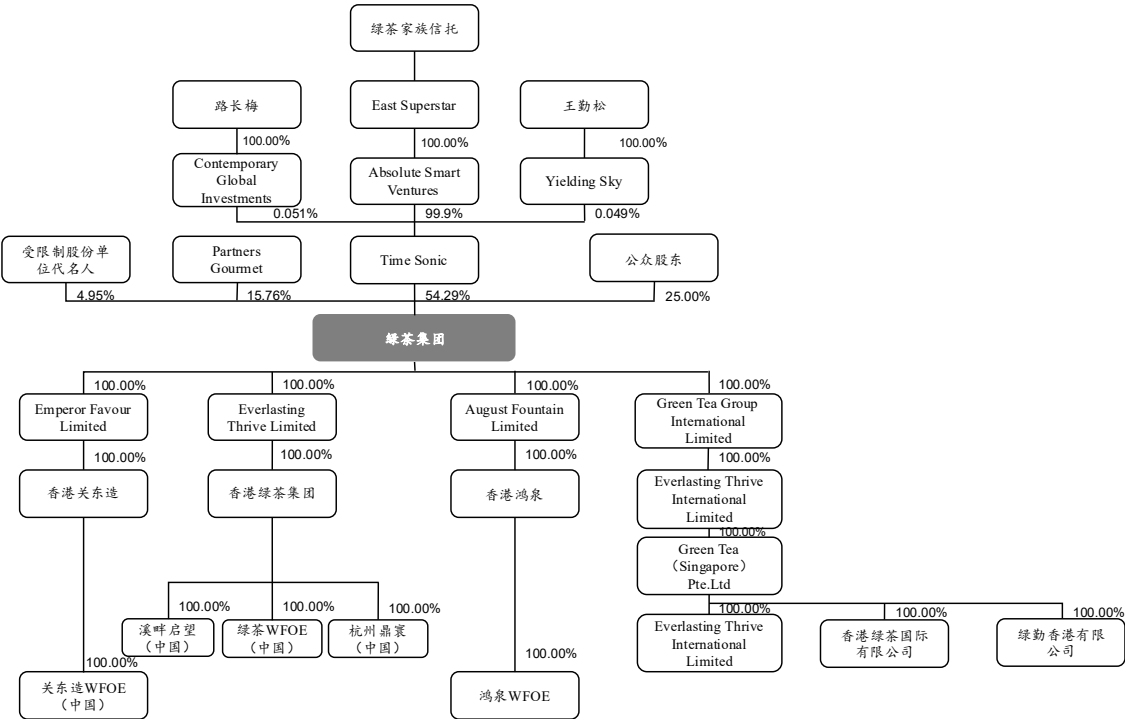
数据来源：公司官网、公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，管理层经验丰富

2025 年 5 月 16 日公司于港交所完成上市，发售完成后，Time Sonic（最终受益人
为创始人夫妇）为公司第一大股东，持股占比为 54.29%，Partners Gourmet（合众集团旗
下基金）为第二大股东，持股占比 15.76%。

创始人王勤松和路长梅夫妇通过家族信托等方式持股、为公司实控人，股权集中且
稳定。

图2：股权结构（截至 2025 年 5 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

核心管理层均具备多年经营管理经验，且于公司任职多年，战略眼光及定力强。

图3: 董事会背景 (截至 2025 年 5 月)

姓名	职务	年龄	履历
王勤松	首席执行官	53	在创立本集团之前,于2004年11月成立绿茶青年旅舍,并于2004年12月至2007年9月期间担任其总经理。2008年10月至2016年12月期间曾任杭州绿茶餐饮管理有限公司(西藏绿茶餐饮的前身)总经理。2017年1月起担任西藏绿茶餐饮董事会董事长,并自2018年1月起担任公司首席执行官。
于丽影	副总裁	38	2008年10月至2011年12月期间为杭州绿茶餐饮管理门店。此后,2016年12月之前,获晋升并先后担任杭州绿茶餐饮区域经理、区域总经理、副总裁及首席运营官。2017年1月起担任西藏绿茶餐饮副总裁。
王佳伟	财务总监	41	2010年3月毕业于中国浙江财经学院,获得金融学硕士学位。2012年6月起获浙江省注册会计师协会认证为中国注册会计师。在加入本集团之前,2010年5月至2013年4月期间担任立信会计师事务所浙江分所项目经理。2017年1月起担任西藏绿茶餐饮董事会秘书,并自2019年11月起担任财务总监。
张立	首席财务官	41	2014年7月至2015年9月曾任江南布衣服饰有限公司财务总监。2006年10月至2014年4月在安永华明会计师事务所上海分所担任审计经理。2015年9月至2016年12月期间,曾任江南布衣有限公司联席公司秘书兼董事会秘书。2017年1月至2019年6月期间担任浙江融合网络技术有限公司的首席财务官。2019年7月至2020年5月期间担任杭州润嫫服饰有限公司首席财务官。2023年3月起担任南通菱鼎精密科技股份有限公司的独立董事。2020年8月起一直担任西藏绿茶餐饮的首席财务官。
邵芳	副总裁	50	在加入本集团之前,2004年至2018年期间先后担任俏江南(北京)企业管理有限公司的门店总经理、区域运营经理、高级运营总监和副总裁。22019年1月起担任西藏绿茶餐饮副总裁。

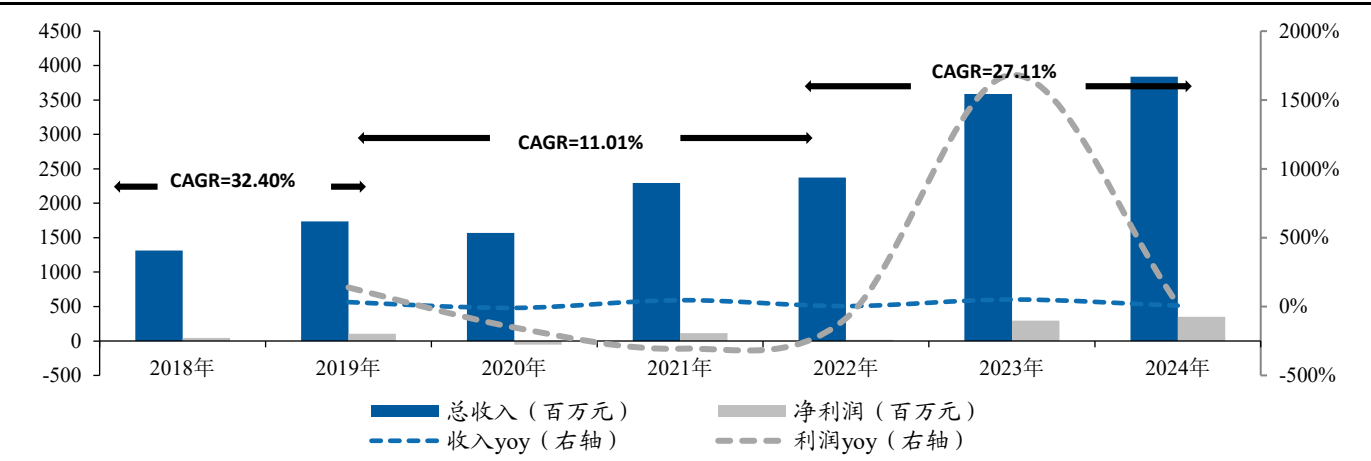
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 筑底企稳，盈利动能增强

经营稳健，2018-2024 年利润增速高于收入：2024 年绿茶营收/净利润分别为 38.38/3.50 亿元，同比分别+7%/18%，2018-2024 年 CAGR 分别为 19.6%/41.1%，门店快速扩张、规模效应显现，利润增速高于收入。截至 2025H1，公司收入/净利润/经调整净利润分别为 22.90/2.34/2.51 亿元，同比分别+23.1%/+34.1%/+40.4%，收入利润较 2024 年进一步提速。

分阶段看，特殊时期消费场景受限、表现略有承压，2023 年后迎来明显修复：2018-2019 年/2019-2022 年/2022-2024 年营收 CAGR 分别 32.40%/11.01%/27.11%。

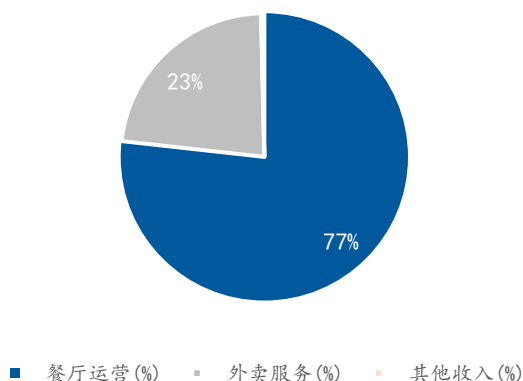
图4: 经营稳健，2018-2024 年利润增速高于收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

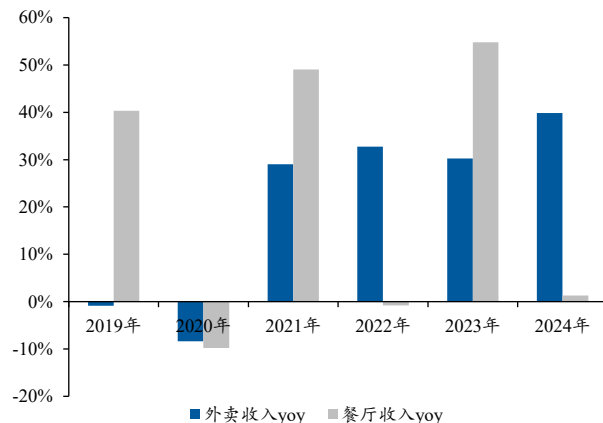
分拆收入，餐厅运营为主，2024 年外卖业务明显提速：截至 2025H1，餐厅运营/外卖服务/其他收入占比分别为 76.75%/22.89%/0.36%。趋势而言，2019-2024 年占比分别 -5pct/+4pct/持平，2024 年外卖收入增速高达 39.8%，提速明显。

图5：2025H1 绿茶集团收入构成（单位：%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2024 年外卖收入增速高于餐厅收入

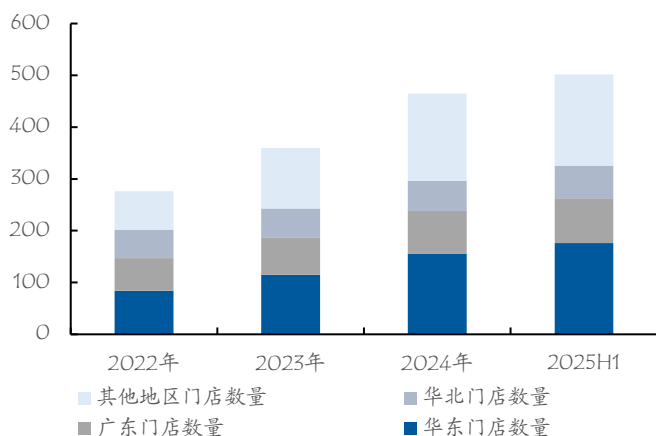


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

门店数量持续增长，同店表现略受扰动：(1) 门店数量：2022-2024 年公司门店数量为 276/360/465 家，2023-2024 年分别净增加 84/105 家，环比提速。**截至 2025H1，公司门店数量已达 502 家，同比 2024H1 净增加 112 家。**

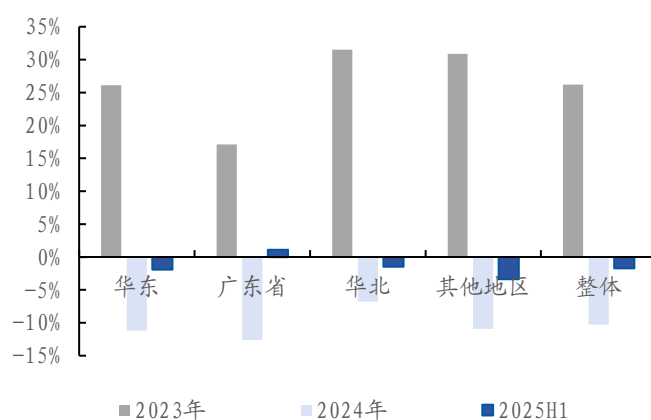
(2) 同店表现：2023-2024 年公司整体同店销售额增长率分别为 26.20%/-10.30%，2024 年同店表现受餐饮环境略疲软影响，其中华北地区韧性更强。**截至 2025H1，公司整体同店销售同比降幅显著收窄，至-1.7%，其中华东/广东省/华北/其他地区分别同比-1.9%/+1.1%/-1.5%/-3.4%，广东省已实现同店正增长，整体向好、修复明显。**

图7：2022-2025H1 绿茶餐厅门店数量（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2023-2025H1 不同地区同店销售额增长率

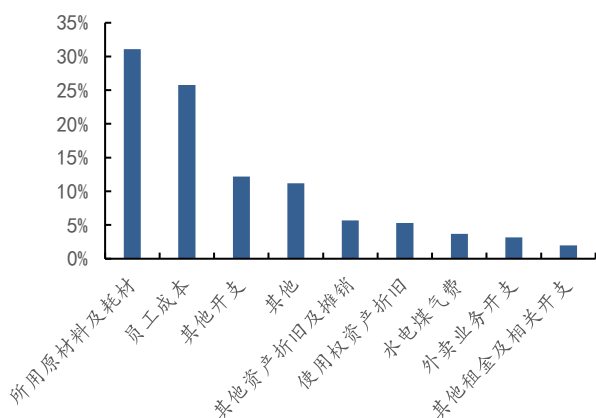


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

原材料及耗材、员工成本为主要开支项，以 2024 年为例，占收入的比重分别为 31%/26%，其中，原材料及耗材占收入比重持续下滑，由 2022 年的 36%降至 2024 年的 31%，主要系门店数量增长、规模效应显现，集中采购带来成本优化。

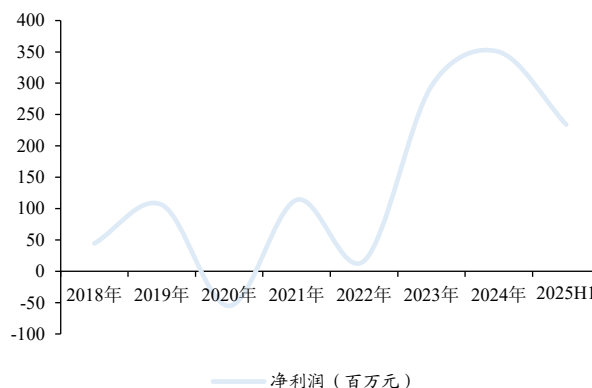
2018-2024 年公司净利润由 44.4 百万元增至 3.50 亿元。截至 2025H1，公司实现净利润/经调整净利润分别为 2.34/2.51 亿元，同比分别+34.1%/+40.4%。

图9：2024 年各项成本开支占收入比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：绿茶集团净利润提升



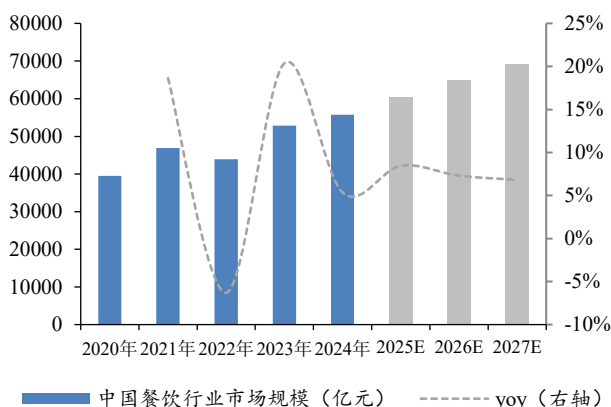
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 休闲中式餐饮日臻兴旺，绿茶集团乘势而上

2.1. 休闲中式餐厅增速领先

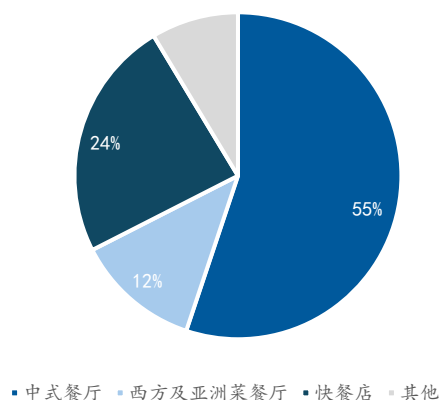
中国内地餐饮市场存量规模大，由 2020 年的 39527 亿元增至 2024 年的 55718 亿元，CAGR 为 8.96%，仍有稳步增长的潜力；据灼识咨询预测，2027 年行业整体规模有望达到 69264 亿元，2024-2027 年 CAGR 为 7.52%。其中，内地餐饮市场以中式餐厅为核心构成，2024 年零售额占比达 55.13%（对应中式餐厅市场规模达 30715 亿元）。

图11：中国内地餐饮市场稳步增长



数据来源：国家统计局、灼识咨询、公司公告，东吴证券研究所

图12：2024 年中国内地餐饮市场构成

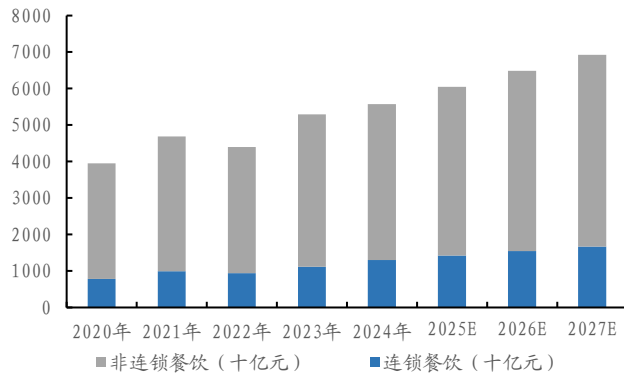


数据来源：国家统计局、灼识咨询、公司公告，东吴证券研究所

连锁休闲中式餐饮发展更有优势：

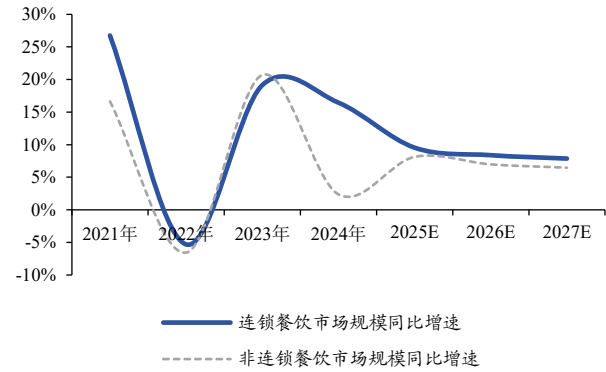
(1) 连锁餐饮增长动能更胜。2024 年连锁/非连锁餐饮市场规模分别为 13003/42715 亿元，2019-2024 年 CAGR 分别为 13.60%/7.72%。据灼识咨询预测，2024-2027 年 CAGR 预计分别为 8.60%/7.19%，连锁餐饮增势更胜。

图13：连锁及非连锁餐饮市场规模



数据来源：国家统计局、灼识咨询、公司公告，东吴证券研究所

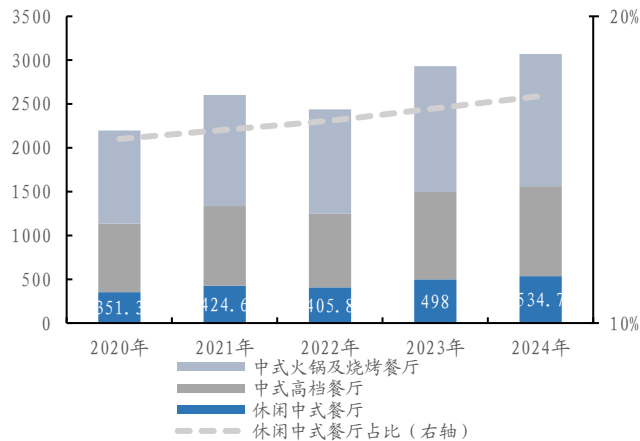
图14：连锁餐饮增速更快



数据来源：国家统计局、灼识咨询、公司公告，东吴证券研究所

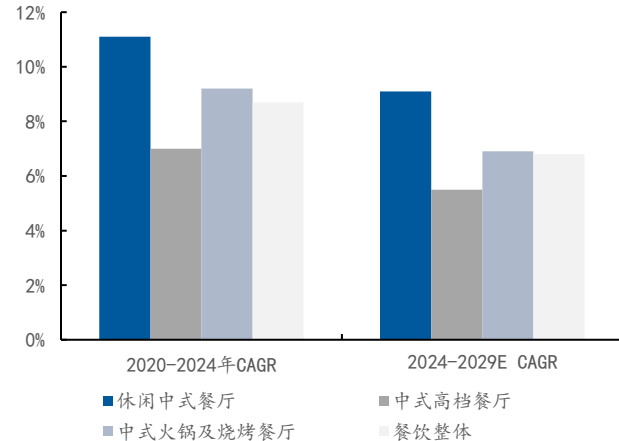
(2) 休闲中式餐饮增速更快。2020-2024 年休闲中式餐饮市场规模从 3513 亿元增长至 5347 亿元，CAGR 达 11.1%；在中式餐饮市场中，2020-2024 年休闲中式餐饮的市场规模占比从 16.0% 增长至 17.4%；据灼识咨询预测，预计 2024-2029 年休闲中式餐饮市场规模 CAGR 有望维持在 9.1% 的水平，2029 年或可达 8261 亿元；占中式餐厅市场比重进一步提升至 19.3%。

图15：各类餐饮市场规模及占比(市场规模单位: 亿元)



数据来源：国家统计局、灼识咨询，公司公告，东吴证券研究所（注：上述项目为市场规模）

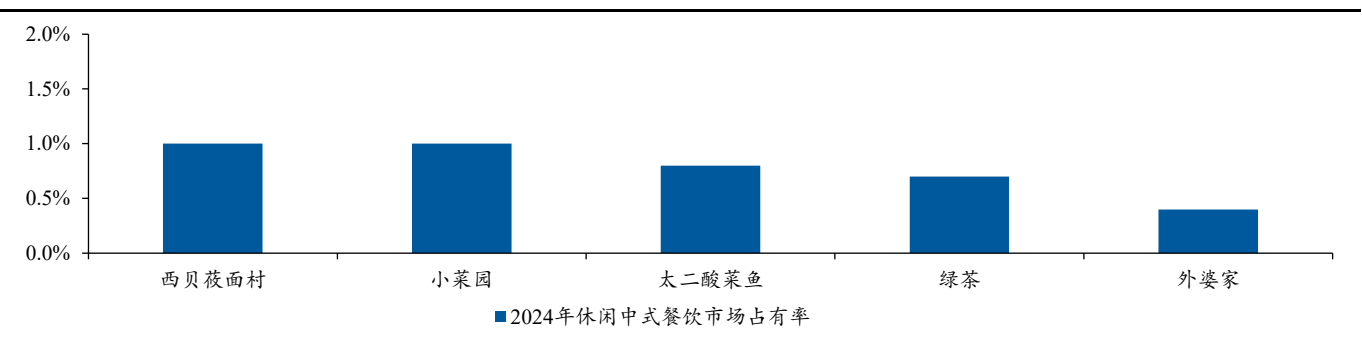
图16：休闲中式餐饮市场规模的增速更快



数据来源：国家统计局、灼识咨询，公司公告，东吴证券研究所（注：上述项目为市场规模）

休闲中式餐饮市场偏分散，绿茶份额靠前。2024 年行业 CR5 约 3.9%，绿茶位居第四，市占率为 0.7%，仅次于西贝 1.0%、小菜园 1.0%、太二 0.8%，高于外婆家 0.4%。

图17：2024 年休闲中式餐饮品牌市场占有率



数据来源：九毛九公司公告、小菜园公司公告、灼识咨询，东吴证券研究所

2.2. 融合菜系受众更广，性价比优势突出

品牌林立，绿茶凭借普适的融合菜系、性价比突出的菜品、以及独具特色的装修环境脱颖而出：

(1) 融合菜系卡位独特：绿茶将不同地域、文化的食材、烹饪技艺及调味方式有机结合，更普适：代表菜如石锅鸡汤豆腐便是融合了杭帮菜以及粤菜的烹饪技巧、招牌菜绿茶烤鸡更是兼具中西烹调技巧。

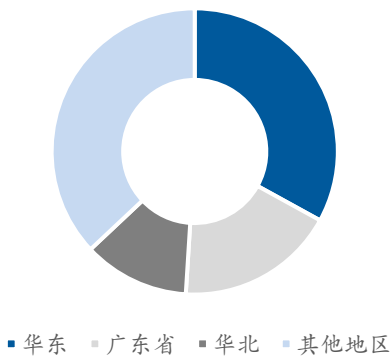
图18：绿茶融合菜系代表菜品

菜品名称	菜品简介	价格	菜品图片
绿茶烤鸡	结合中西烹调技巧， 以德国制烤箱烘烤，深受顾客追捧	36 元/半只	
绿茶烤肉	中国西南部的特别香料腌制猪腩肉， 并采用西式烧烤方法烹调，肉质肥瘦相间，搭配均衡	39 元	
石锅鸡汤豆腐	融合杭帮菜和粤菜的烹饪技巧，以鸡汤熬制的豆腐更加入味	35 元	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

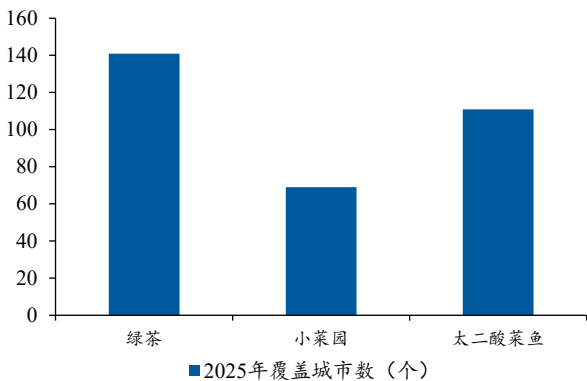
融合菜打破了传统菜系固化的地理界限，地域分布更平均、更适合全国化。截至2024 年，绿茶现有门店在华东、广东省、华北和其他地区的收入占比分别为33%/18%/12%/37%，分布平均；且横向对比，覆盖城市数明显更多。

图19: 绿茶地域分布较为平均(按收入计,2024 年为例)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20: 2024 年休闲中式餐饮品牌覆盖城市数(单位:个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 性价比优势突出: 2024 年绿茶的人均消费为 50-70 元，对比同期的西贝/小菜园/太二酸菜鱼/外婆家（人均消费分别为 80-90/60-70/70-80/60-70 元），绿茶的性价比优势更为显著。究其原因，我们认为主要系：①公司持续精简店型，提升效率，2022 年开始将“小型餐厅”作为扩张主线，“轻量化”的小型餐厅面积一般在 450 平米以下（主力店型集中在 300-350 平米），主要面向二三线及以下城市核心商圈及交通枢纽，保留核心菜品的同时，将菜单由 80+款压降至 45-50 款，新增一人食小份菜及下午茶甜品。据公告，小型餐厅翻台率较高且经营成本较低，截至 2024 年底，小型餐厅数量已达 284 家，占比整体餐厅数量的 61%，2025-2027 年新增门店仍以小型店为主。

②优化供应链: 规模化采购、议价权强，2024 年绿茶前五大供应商占采购额占比仅为 18.2%，对比小菜园（2024 年前五大供应商采购额占比为 24.6%）绿茶供应商更为分散；

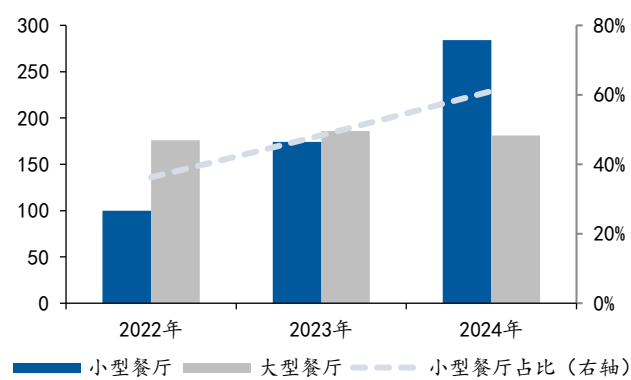
③推行数字化: 积极提高餐厅管理与整体业务的数字化程度，提升运营效率。

图21: 绿茶小型店、大型店及小菜园门店对比

2024 年品牌门店对比	绿茶(小型店)	绿茶 (大型店)	小菜园 (标准店)
			
门店数量 (个)	284	181	640
门店数量占比	61%	39%	-
建筑面积 (平方米)	小于 450	大于 450	350
2024 年翻台率	3.0		3.0
2024 年人均消费 (元)	56.2		59.5

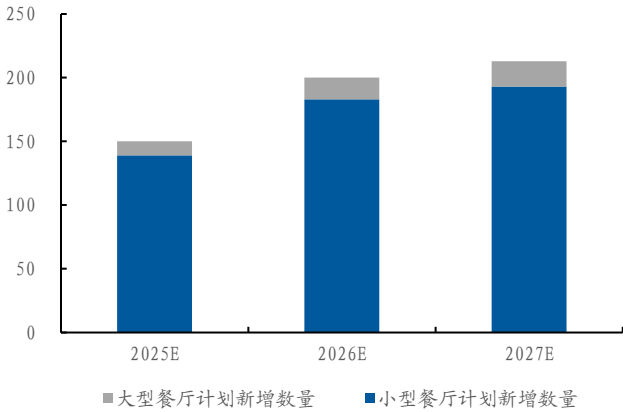
数据来源：公司公告，东吴证券研究所（数据截至 2024 年）

图22：小型餐厅占比持续提升（餐厅数量单位：个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：2025-2027 年计划新增门店（餐厅数量单位：个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

（3）**独具特色的装修环境：**绿茶门店的装修融入了中国传统文化的经典元素和自然景观，为消费者打造独特的用餐体验。

图24：2024 年休闲中式餐饮品牌对比

休闲中式餐饮品牌	西贝莜面村	小菜园	太二酸菜鱼	绿茶	外婆家
					
餐厅环境					
成立时间	1988 年	2013 年	2015 年	2008 年	1998 年
主打方向	西北菜	安徽菜	酸菜鱼	融合菜	浙江菜
门店数量（家）	363	667	634	465	108
经营模式	直营	直营	直营与加盟	直营	直营
客单价（元）	80-90	60-70	70-80	50-70	60-70
优势市场及收入占比	-	江苏，43.80%	-	华东，33%	-
前五大供应商占比	-	24.6%	-	18.2%	-
门店最多的省份及数量	-	江苏，259 家	广东，179 家	北京，45 家	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（优势市场收入占比、前五大供应商占比、门店较多的省份及数量数据均取自 2024 年）

3. 拓店提速，优化供应链，同店改善可期

3.1. 拓店提速在途：地域加密，下沉延展，布局景区

2008 年公司在杭州市开设第一家绿茶餐厅，并逐步将餐厅网络扩展至其他区域：2024 年门店数量达 465 家，较 2022 年净增加 189 家。截至 2025 年 5 月，集团门店已覆盖 141 个城市，对比小菜园/太二酸菜鱼（2024 年门店数量为 667/634 家，覆盖 69/111

个城市)，仍有较大增长空间。绿茶集团正处于拓店期，公司计划于 2025-2027 年分别新开门店 150/200/213 家，我们认为其门店扩张主要源于两方面：

（1）现有地域加密、下沉拓店并行：①分地区：据公告，2025-2027 年计划累计新开门店 563 家，其中华东/广东/华北/其他地区/海外分别新开 159/42/50/284/28 家。

图25：2025-2027 年绿茶集团开店计划

	2025 年	2026 年	2027 年
整体新开门店	150	200	213
拆分地区			
华东	44	53	62
广东省	19	13	10
华北	18	13	19
其他地区	64	111	109
海外	5	10	13
拆分城市类型			
中国一线及新一线城市	47	56	44
中国二线城市	40	40	43
中国三线及以下城市	58	94	113
海外	5	10	13
拆分门店类型			
小型餐厅	139	183	193
大型餐厅	11	17	20
另，旅游景区开拓计划			
旅游景区	17 家		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

②分线级城市：据红餐大数据，截至 2025 年 7 月，绿茶于三线及以下城市的门店数占比为 26%，对比小菜园（三线及以下城市占比 44%），仍有进一步下沉空间，我们认为绿茶性价比的优势或助力其下沉市场的渗透拓展。据公告，2025-2027 年公司计划于一线及新一线/二线/三线及以下城市分别新开 146/123/265 家。

（2）加大旅游景区布局：公司计划 2025 年至 2027 年新增 17 家旅游景区餐厅，以提升品牌形象，拓展餐厅网络。

图26：2024 年休闲中式餐饮品牌门店分布对比

中式休闲餐饮品牌	绿茶	小菜园	太二酸菜鱼
			
人均消费（元）	50-70	60-70	70-80
一线及新一线占比	50%	44%	55%
二线城市占比	25%	12%	24%
三线城市及以下占比	26%	44%	21%

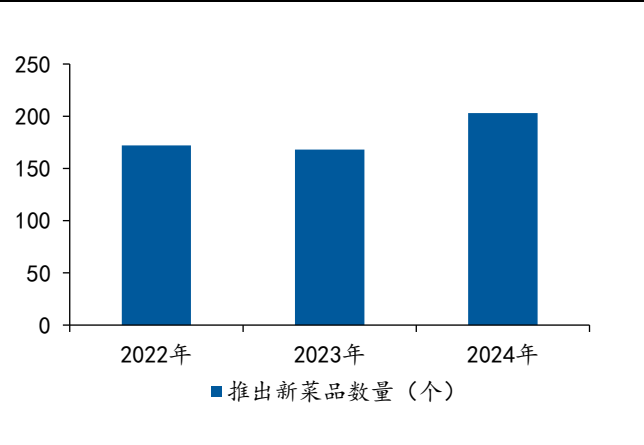
数据来源：公司公告，红餐大数据，东吴证券研究所（城市占比数据截至 2025 年 7 月）

3.2. 多维举措并施，同店改善可期

公司积极提升菜品研发能力，提升外卖收入占比，有望提升整体店效：

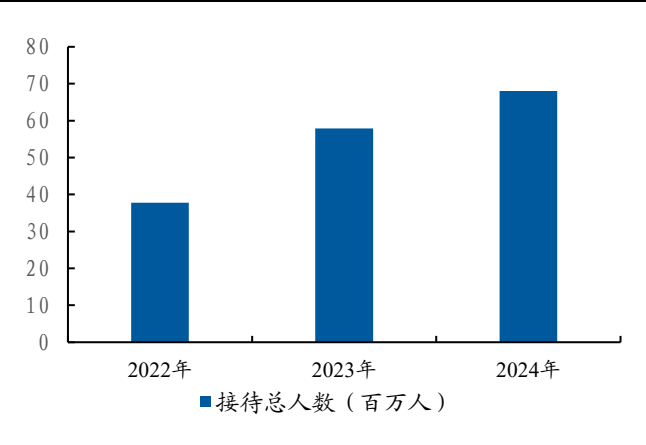
（1）**菜品推新明显提速**：绿茶的菜单设计由创始人王勤松直接掌舵、研发团队成員均具有丰富餐饮行业经验，每年平均更新约 20%的菜品，且同比明显提速：2022-2024 年推出新品数量共计 172/168/203 个。菜品高频推新带来客流量增长，年均接待总人数由 2022 年的 3779 万人升至 2024 年的 6807 万人。

图27：菜品推新明显提速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

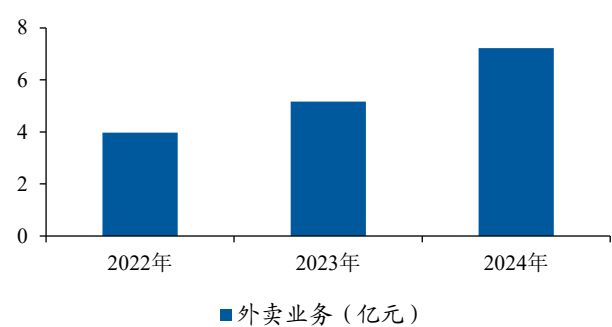
图28：绿茶接待总人数提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

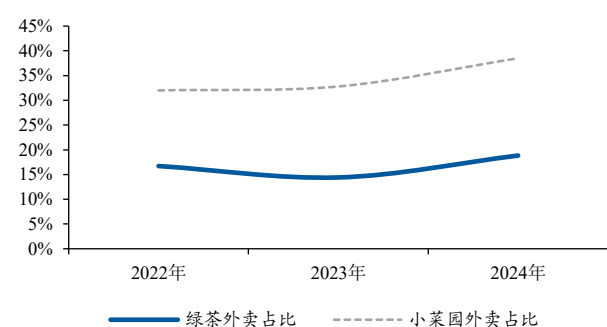
（2）**提升外卖占比**：公司迎合外卖需求，推出外卖专享、一人套餐、多人套餐、小份招牌菜等菜品，2022-2024 年外卖收入为 3.97/5.17/7.23 亿元，2024 年收入占比达 18.84%，期间 CAGR 为 34.94%，对比同期小菜园（外卖占比为 39%），公司外卖业务仍有进一步发展空间。

图29：绿茶外卖业务收入提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：绿茶及小菜园外卖业务的收入占比对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：绿茶外卖代表菜品，便捷高效

	外卖专享	单人套餐	多人套餐	小份招牌菜
菜品名称	糖醋里脊	爆款单人随心配	品质甄选双人套餐	粉丝裹虾（小份）
价格（元）	28	48.9	68.8	29
菜品图片				

数据来源：美团外卖，东吴证券研究所

（3）自建中央厨房，优化供应链。公司计划将 26.3%的 IPO 募集资金(即对应 196.3 百万港元)用于拨付资本开支，拟于华东地区设立中央食材加工设施。该设施预期会带来以下收益：①直接控制原材料的采购及生产过程，使其更有效执行公司产品品质及食品安全的标准；②相比单纯依靠第三方食材加工公司，更好地保护专有菜谱的机密性，同时增强菜品研发能力；③集中采购，进一步提高经营效率。

图32：自建中央厨房，优化供应链

投资项目	预估费用（百万港元）	预期效果
收购中央食材加工设施土地	32.3	(1) 为全国三分之一的餐厅供应约 7800 吨提前处理食材及烘焙产品；
设计、装修及建设该设施	94.4	(2) 为位于华东的所有餐厅供应约 55000 吨清洗及加工食材； (3) 2028 年达到最大年产能约 165000 吨，且将能够生产约 44600 吨提前处理食材及烘焙产品及 120400 吨清洗及加工食材；
采购食材加工设备	69.6	(4) 长远而言，该设施所产生的约 90%提前处理食材及烘焙产品将供应予全国餐厅，余下 10%作为零售食品出售予消费者。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

收入预测：公司仍处于拓店红利期，现有地域，下沉市场，景区仍有较大空间；叠加新品研发、门店外卖收入提升、供应链优化，公司经营有望持续向上。我们看好公司未来发展，预计 2025-2027 年营收同比增速为 25%/24%/22%，其中华东地区作为优势市场、下沉加密策略积极，收入有望迎来快速增长，2025-2027 年营收同比增速为 24%/24%/26%；广东省收入增速偏稳健，2025-2027 年营收同比增速为 25%/14%/11%；华北地区同样平稳，2025-2027 年营收同比增速为 24%/15%/24%；其他地区开拓势能充足，预计 2025-2027 年营收同比增速为 24%/33%/19%。

业绩预测：随着门店优化、集团层面成本摊薄+降本增效并进，盈利有望进入上行通道，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 5.03/6.32/8.11 亿元，同比增速为 44%/26%/28%。

表1：公司营收测算汇总（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	3589	3838	4801	5967	7253
YOY	51%	7%	25%	24%	22%
华东地区收入					
收入	1108	1265	1568	1946	2461
YOY	56%	14%	24%	24%	26%
广东省收入					
收入	815	762	955	1088	1206
YOY	31%	-7%	25%	14%	11%
华北地区收入					
收入	708	627	780	895	1108
YOY	37%	-12%	24%	15%	24%
其他地区收入					
收入	946	1168	1449	1926	2282
YOY	80%	23%	24%	33%	19%

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 48.01/59.67/72.53 亿元，同比增速分别为 25%/24%/22%；2025-2027 年归母净利润为 5.03/6.32/8.11 亿元，同比增速为 44%/26%/28%。

公司处于连锁餐饮业赛道，可比公司包括海底捞、九毛九、小菜园（同为国内区域性品牌，更为类似）、百胜中国等。2025 年 9 月 26 日，同行可比公司对应 2025-2026 年 PE 为 16.01、13.05x，而公司对应 2025-2026 年 PE 为 7.67x、6.11x，考虑到公司门店渗透空间仍存、新店型可期，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值对比（估值日 2025/9/26）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	归母净利润（亿港元）				PE (x)			
				2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
6862.HK	海底捞	12.89	718	49.65	50.84	47.20	52.34	14.46	14.12	15.21	13.72
9922.HK	九毛九	2.02	28	5.00	0.60	1.59	2.53	5.60	46.46	17.59	11.09
0999.HK	小菜园	10.12	119	5.87	6.27	8.25	10.04	20.27	18.98	14.42	11.85
9987.HK	百胜中国	335.40	1,227	64.64	70.72	72.99	78.96	18.98	17.35	16.81	15.54
	平均							14.83	24.23	16.01	13.05
9987.HK	绿茶集团	6.24	42	3.21	3.81	5.47	6.87	13.06	11.02	7.67	6.11

数据来源：Wind、东吴证券研究所；除绿茶集团外，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。（汇率：港元汇率为 2025 年 9 月 28 日的 0.92）

5. 风险提示

餐饮市场竞争加剧的风险：餐饮企业面对海内外的竞争，如若不能尽快提升自身产品力及品牌知名度，保持及加强竞争优势，或面临市占率下降的风险。

原料成本上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，公司利润将受到影响。

品牌老化客户流失的风险：如若菜品推新滞后，或面临着品牌老化、客户流失的问题，对公司经营产生影响。

绿茶集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	673.06	1,436.85	2,390.88	3,479.93	营业总收入	3,838.20	4,801.16	5,967.10	7,252.66
现金及现金等价物	247.15	990.08	1,873.08	2,884.19	营业成本	-	-	-	-
应收账款及票据	22.55	36.52	44.44	52.49	销售费用	-	-	-	-
存货	67.23	0.00	0.00	0.00	管理费用	-	-	-	-
其他流动资产	336.13	410.25	473.36	543.25	研发费用	-	-	-	-
非流动资产	1,791.28	1,621.78	1,497.63	1,397.59	其他费用	120.97	112.83	130.08	122.57
固定资产	724.77	658.68	608.64	565.42	经营利润	897.26	1,259.36	1,513.20	1,882.17
商誉及无形资产	970.01	866.58	792.49	735.66	利息收入	0.00	2.97	11.88	22.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	45.31	45.00	45.00	45.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	(433.30)	(533.75)	(663.09)	(808.20)
其他非流动资产	96.51	96.51	96.51	96.51	利润总额	418.66	683.58	816.99	1,051.45
资产总计	2,464.35	3,058.62	3,888.51	4,877.52	所得税	68.49	180.38	184.78	240.06
流动负债	738.00	828.92	1,026.43	1,203.88	净利润	350.17	503.20	632.21	811.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	221.36	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	350.17	503.20	632.21	811.39
其他	516.64	828.92	1,026.43	1,203.88	EBIT	463.96	725.61	850.11	1,073.97
非流动负债	955.21	955.21	955.21	955.21	EBITDA	884.00	1,083.39	1,175.26	1,374.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	955.21	955.21	955.21	955.21					
负债合计	1,693.21	1,784.12	1,981.64	2,159.09					
股本	0.08	0.08	0.08	0.08	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.40	0.40	0.40	0.40	每股收益(元)	0.52	0.75	0.94	1.20
归属母公司股东权益	770.73	1,274.10	1,906.48	2,718.03	每股净资产(元)	1.14	1.89	2.83	4.04
负债和股东权益	2,464.35	3,058.62	3,888.51	4,877.52	发行在外股份(百万股)	673.45	673.45	673.45	673.45
					ROIC(%)	62.81	52.22	41.36	35.84
					ROE(%)	45.43	39.49	33.16	29.85
					毛利率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
					销售净利率(%)	9.12	10.48	10.59	11.19
					资产负债率(%)	68.71	58.33	50.96	44.27
					收入增长率(%)	6.94	25.09	24.28	21.54
					净利润增长率(%)	18.48	43.70	25.64	28.34
					P/E	11.02	7.67	6.11	4.76
					P/B	5.01	3.03	2.02	1.42
					EV/EBITDA	(0.28)	2.65	1.69	0.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年9月28日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。(备注:由于港股报表披露差异,部分科目列示“-”)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>