

大众餐饮行业深度 解码大众餐饮龙头逆势增长的生意经

优于大市

核心观点

大众餐饮行业发生了什么变化？ 1) **趋势 1：行业增速降档，下沉&线上成新引擎。**国家统计局数据显示，2025 年 1-6 月累计餐收同比+4.3%，其中 6 月仅同增 0.9%，限上餐收 6 月同降 0.4%负增长，行业增长动能整体偏弱。行业增速降档背景下，餐饮消费活力更强的下沉市场以及增速更快的外卖业务成为行业增长的新引擎。2) **趋势 2：健康锅气&性价比成消费关键词。**行业增长降速后进入买方消费市场，消费者追求体验与性价比的动态平衡，餐饮品牌打造方法论也需积极调整适应餐饮消费的质价比需求大趋势。

复盘日本餐饮龙头能得到的经验？日本泡沫经济破灭后，尽管餐饮行业规模多年负增长，但龙头企业仍逆势扩张，为投资人带来长期丰厚的投资回报。1990 年初到 2024 年 3 月中，日本消费者服务行业的 20 只“十倍股”中，有 11 家来自餐饮行业。复盘日本餐饮 30 年，核心结论即“消费降级”背景下，得性价比者得天下，而供应链与运营效率，则是构筑产品性价比的关键。

国内大众餐饮龙头破局之道？国内餐饮行业也从追求规模扩张过渡至效率提升的增长新阶段。与日本龙头做法相似之处有 2 点，其一，积极优化单店运营效率，提升采购规模议价能力，改善人效与租金水平；其次，重视供应链的价值并积极布局，长周期经营维度下效果会持续显现。与日本不同之处在于，一方面，国内餐饮龙头可延伸布局外卖渠道开源收入，我们认为相对适中的外卖收入占比对提升盈利能力有正向促进效应；另一方面，中国幅员辽阔且人口众多，行业整体虽降速但低线城市消费活力仍强，伴随品牌单店模型调整与供应链深化布局，下沉能力更强的品牌有望呈现更强增长动能。

如何看待大众餐饮龙头的投资价值？小菜园卡位华东大本营，门店拓展&效率提升双轮驱动，维持 25-27 年净利润预测 7.7/9.4/11.2 亿元；绿茶集团外卖赋能同店转正值得期待，门店扩张跟踪拓展效果，预计 25-27 年归母净利润分别为 5.1/6.1/7.1 亿元；锅圈供应链实力雄厚，下沉与同店增长持续改善（品类拓展）均具看点，25-27 年归母净利润预计分别 4.3/5.3/6.3 亿元；达势股份同店增速亮眼，门店空间展望积极，规模带动利润率改善值得期待；九毛九短期聚焦优势经营区域，关注同店收入重回增长的经营拐点。

投资建议：同店收入增长前提下的门店稳健扩张，是餐饮品牌较为健康的增长状态，也是公司资本市场估值水平有望持续抬升的成长阶段。目前大众餐饮龙头既通过运营创新带动同店收入改善，也积极重构模型寻求下沉市场新增长，大众餐饮龙头处于同店改善、门店扩张新逻辑逐渐验证的新阶段，综合考虑现阶段龙头同店最新动态、门店扩张节奏等因素，我们重点推荐小菜园、绿茶集团、锅圈、九毛九。建议关注达势股份。

风险提示：食品安全、宏观经济下行、同店收入下滑、门店扩张不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
0999.HK	小菜园	优于大市	9.58	123.18	0.63	0.78	15.2	12.3
6831.HK	绿茶集团	优于大市	6.75	49.70	0.76	0.90	8.9	7.5
2517.HK	锅圈	优于大市	3.29	98.90	0.16	0.19	20.9	17.3
9922.HK	九毛九	优于大市	2.62	36.77	0.11	0.12	24.9	21.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 海外市场专题

社会服务 · 酒店餐饮

优于大市 · 维持

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《餐饮行业 2024 年年报总结：行业供需重构变局之年，重视供应链与品牌流量价值》——2025-04-18
《新股前瞻研究系列 2-古茗万店计划的底气来源——“属地深耕”战略》——2025-01-13
《新股前瞻研究系列-蜜雪冰城逆势增长的三大核心驱动因素》——2025-01-12
《餐饮行业系列研究之六-日本餐饮 30 年：复盘与启示》——2024-04-22
《社会服务行业双周报（第 112 期）-东方甄选及江豚会员店“山姆范式”引关注》——2025-08-11

内容目录

写在前面	5
大众餐饮行业发生了什么变化?	6
趋势 1: 餐饮行业增速降档, 下沉&线上成新引擎	6
趋势 2: 体验与品质并重, 锅气&性价比是关键词	7
大众餐饮龙头破局之策有哪些?	8
日本镜鉴: 泡沫经济崩溃后, 日本餐饮企业如何突围?	8
国内借鉴: 参考日本龙头发展, 看大众餐饮龙头破局之法	11
运营提效: 优化门店体验, 单店开源节流	12
品牌下沉: 告别跑马圈地, 品牌深度下沉	14
如何看待大众餐饮龙头的投资价值?	16
小菜园: 效率提升+门店扩张双轮驱动, 供应链赋能行稳致远	16
绿茶集团: 老牌休闲餐饮龙头, 借力外卖布局寻求破局	18
锅圈: 在家吃饭餐食龙头, 万店规模强化性价比优势	26
达势股份: 高速成长披萨外送品牌, 盈利改善可期	33
九毛九: 战略收缩+品牌焕新, 关店固本后期待经营回暖	34
投资建议	36
风险提示	37

图表目录

图 1: 2025 年以来社零餐饮消费同比增速降至个位数	6
图 2: 高线城市消费增速低于国内整体水平	6
图 3: 美团核心本地商业业务增速维持快速增长	7
图 4: 2018-2024 年在线订餐用户规模持续扩张	7
图 5: “烟火气”“本地特色”“现烹鲜制”成为 2025 年大众点评必吃榜关键词	7
图 6: 中式快餐消费者对价格敏感	8
图 7: 泡沫经济破裂后, 日本餐饮企业突围的逻辑	9
图 8: 1978-2021 年日本餐饮企业资本分配率上升	10
图 9: 国内大众餐饮龙头破局之道	11
图 10: 太二酸菜鱼由单一酸菜鱼升级为三大招牌菜	12
图 11: 2024 年餐饮品牌客单价趋势更偏性价比	12
图 12: 大众餐饮龙头外卖收入占比呈现逐年提升趋势	13
图 13: 百胜中国外卖收入快于整体收入增速	13
图 14: 大众餐饮龙头单店模型优化逻辑	13
图 15: 小菜园现有门店在江苏以及安徽地区为主	14
图 16: 小菜园旗下菜手食堂选址主要定位在社区店	15
图 17: 锅圈肴肴领鲜主要定位农贸市场	15
图 18: 小菜园发展历程复盘	16
图 19: 小菜园营业收入以及归母净利润	17
图 20: 小菜园同店收入表现	17
图 21: 绿茶集团发展历程以及经营里程碑	18
图 22: 绿茶集团股权结构示意图	19
图 23: 绿茶餐厅门店分区域布局情况	20
图 24: 绿茶餐厅门店分城市等级布局情况	20
图 25: 2022-2024 年绿茶集团收入及利润表现	20
图 26: 2022-2024 年绿茶集团外卖收入占比	20
图 27: 绿茶集团 2025-2027 年开店计划	21
图 28: 绿茶 2025-2027 年开店计划分店型	21
图 29: 2025-2027 年门店扩张计划按城市等级	21
图 30: 2025-2027 年门店扩张计划分省份	21
图 31: 锅圈发展历程以及经营里程碑	26
图 32: 2020-2024 年锅圈收入及归母净利润	27
图 33: 2020-2024 年锅圈门店总数	27
图 34: 锅圈股权结构示意图	27
图 35: 锅圈历史单店创收能力以及未来预测	28
图 36: 锅圈 99 元毛肚自由套餐	28
图 37: 锅圈“肴肴领鲜”典型主要针对农贸市场	29

图 38: 2025-2027 年锅圈加盟门店数预测	29
图 39: 达势股份 2019-2024 年收入及利润	33
图 40: 传统市场与新兴市场占比	33
图 41: 九毛九 2016-2024 年收入及归母净利润表现	34
图 42: 九毛九旗下品牌门店数据	34
图 43: 九毛九 2016-2024 年收入及归母净利润表现	35
图 44: 九毛九旗下品牌门店数据	35
表 1: 部分日本餐饮行业大市值公司供应链情况整理	10
表 2: 部分日本餐饮行业大市值公司人力资源管理总结整理	11
表 3: 绿茶集团核心高管团队信息	1
表 4: 绿茶餐厅单店模型测算以及不同外卖业务占比后模型分析	22
表 5: 绿茶集团 2025-2027 年盈利预测表	23
表 6: 可比公司估值表	24
表 7: 绿茶集团盈利预测假设条件 (%)	24
表 8: 资本成本假设	25
表 9: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	25
表 10: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	25
表 11: 锅圈高管团队信息	27
表 12: 锅圈 2025-2027 年盈利预测	30
表 13: 可比公司估值表	31
表 14: 锅圈盈利预测假设条件 (%)	31
表 15: 资本成本假设	31
表 16: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	32
表 17: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	32
表 18: 九毛九各品牌核心经营数据	35
表 19: 九毛九 2025-2027 年盈利预测	36

写在前面

受疫情外出限制、行业增长降速、竞争加剧、传统依赖购物商圈的扩张模式遇阻等多重因素扰动，2020年以来大众餐饮龙头（客单价 50-100 元价格带）经营业绩波动均较大，龙头公司的估值水平中枢也均承压回撤，股价也不同程度面临下行压力，目前资本市场对大众餐饮行业的投资情绪处于偏底部位置。

经过低谷期的调整，大众餐饮龙头变革后经营端有望呈现更多惊喜。经过行业低谷期的调整以及对外部经营环境的适应，大众餐饮龙头逐渐探索出适合自身的发展道路，一方面拥抱外卖渠道 拓展增收渠道，布局供应链改善单店盈利能力；另一方面，重构模型、把握下沉市场的发展机遇。经过过去几年的相对极限的压力测试，我们认为大众餐饮龙头现在正处于运营效率改善带动同店经营转正改善的关键时点，国内广阔下沉市场的消费力也提供了餐饮龙头更多发挥空间，我们看好国内大众餐饮龙头深刻变革后的新一轮成长前景。

本篇报告我们主要选择港股上市的代表公司小菜园、绿茶集团、锅圈、达势股份、九毛九作为研究大众餐饮赛道的主要样本，拆分不同公司未来成长驱动因子，以期对公司后续成长路径进行前瞻判断。

大众餐饮行业发生了什么变化？

趋势 1：餐饮行业增速降档，下沉&线上成新引擎

2025 年行业进入稳健增长新阶段。参考国家统计局数据，2025 年 6 月全国餐饮收入 4708 亿元，仅同增 0.9%，1-6 月全国餐饮累计收入 27480 亿元，同比增长 4.3%。限额以上单位餐饮收入在 6 月出现负增长同比下滑 0.4%，1-6 月累计增速为 3.6%。无论是与社零整体表现，还是与 2024 年餐饮行业同期表现相比，餐饮行业增长均呈现一定降速，增长降速背后，我们分析可能主因宏观经济复苏节奏仍偏温和、商务宴请需求走低等因素扰动影响。整体而言，2025 年初以来行业增长动能相对偏弱，行业已从粗放式扩张转入存量竞争的发展新阶段。**但与此同时，我们也观察到行业的一些新增长机遇：**

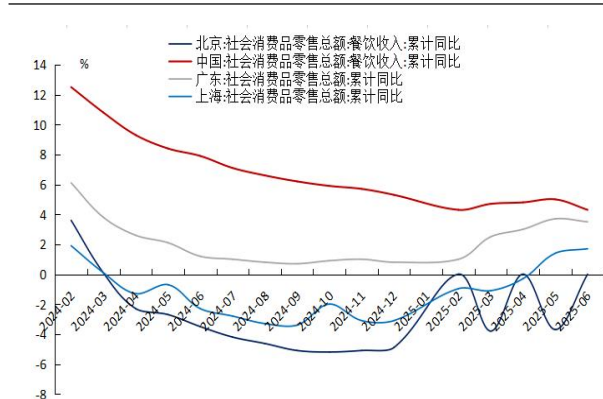
下沉市场存在结构性增长机遇。如下右图统计局数据所示，北京、上海、广东 2025 年 1-6 月一线省市餐饮行业累计收入（其中广东、上海不披露餐饮收入分项，故以社零累计收入增速代替）增速低于全国平均水平。**换个角度看，下沉市场餐饮消费整体表现应该是优于大盘的**，低线城市凭借自身用工成本优势、结构消费韧性，逐渐成为餐饮行业增长的新动能。

图1：2025 年以来社零餐饮消费同比增速降至个位数



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图2：高线城市消费增速低于国内整体水平



资料来源：国家统计局、北京市统计局、上海市统计局、广东省统计局，国信证券经济研究所整理

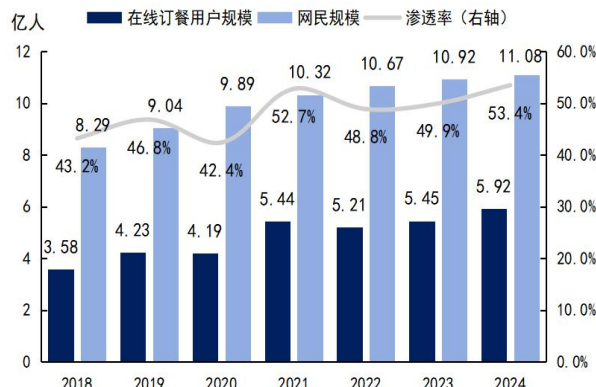
外卖业务逐渐成为行业增长新引擎。红餐产业研究院“2024 年餐饮消费大调查”显示，九成以上的消费者点过外卖。其中，83.6%的受访消费者每月点外卖超过 2 次，41.2%的受访消费者每周点外卖超过 4 次，2023 年全国外卖市场规模约为 1.2 万亿元，占全国餐饮收入的 22.6%。2018—2023 年，全国外卖市场规模的年复合增长率超过 20%，预计 2024 年外卖市场规模将达到 1.3 万亿元，同比增长 8.6%，增速快于餐饮大盘增速。外卖消费一方面拓宽了餐饮消费的时空边界，如早餐、下午茶非正餐时段的订单需求可以被满足，另一方面可以覆盖更多堂食难以触达的如办公、居家场景，伴随外卖业务渗透率的持续提升，餐饮消费线上化趋势有望持续助力行业增长。

图3: 美团核心本地商业业务增速维持快速增长



资料来源: 美团公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2018-2024 年在线订餐用户规模持续扩张



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

趋势 2: 体验与品质并重, 锅气&性价比是关键词

供给从工业化预制向“现炒锅气”转变革命。2025 年 6 月 25 日大众点评发布的《2025 中国美食消费观察》数据显示, 2025 年 1-5 月, 大众点评和美团 App 搜索增速数据中, “鲜活”二字增速达到 135.3%, “新鲜”增速为 99.4%, “现炒”增速为 71%, “烟火气”增速为 41.7%, 美团研究院高级研究员柴瑞现场表示, 从客单价来看, 消费者愿为看得见的新鲜多付 20% 的费用。消费者对预制菜的安全隐患担忧、口味同质化的不满, 叠加对新鲜度、烟火气的情感需求, 推动现炒模式重新成为行业主流趋势, 在工业化与效率优先主导餐饮发展多年后, 餐饮消费需求重新关注食材新鲜与体验价值, 推动行业向品质化、个性化方向转型。

图5: “烟火气” “本地特色” “现烹鲜制” 成为 2025 年大众点评必吃榜关键词



资料来源: 每经网, 国信证券经济研究所整理

性价比逐渐主导餐饮消费选择。参考《2024 中国快餐产业发展大数据报告》, 中式快餐消费者对于就餐餐厅的正面评价集中在菜品上, 性价比高和菜品口味好的中式快餐餐厅最能收获消费者的好评, 而负面评价呈现多样化的情形, 环境引发最多负面评价。性价比和口味仍是当前中式快餐的致胜关键, 改善就餐环境, 为

消费者提供更加多元化的就餐场景会为品牌增加更多竞争优势。

图6：中式快餐消费者对价格敏感



资料来源：中国快餐产业发展大数据，国信证券经济研究所整理

与需求变化相伴随，餐饮供给侧也在深刻变革。过往餐饮品牌打造追求标准化，依靠大单品实现规模快速扩张的案例屡见不鲜，但这种战略一方面会面临时尚性风险，尝鲜需求退潮后客流会受到影响；其次，大单品效率虽高，但实际也把消费客群限制在特定范围内。在当下线下客流复苏偏温和、且消费者追求新鲜锅气的消费趋势下，餐饮品牌也在积极调整适应外部变革，具体变革思路也参见后一章节。

大众餐饮龙头破局之策有哪些？

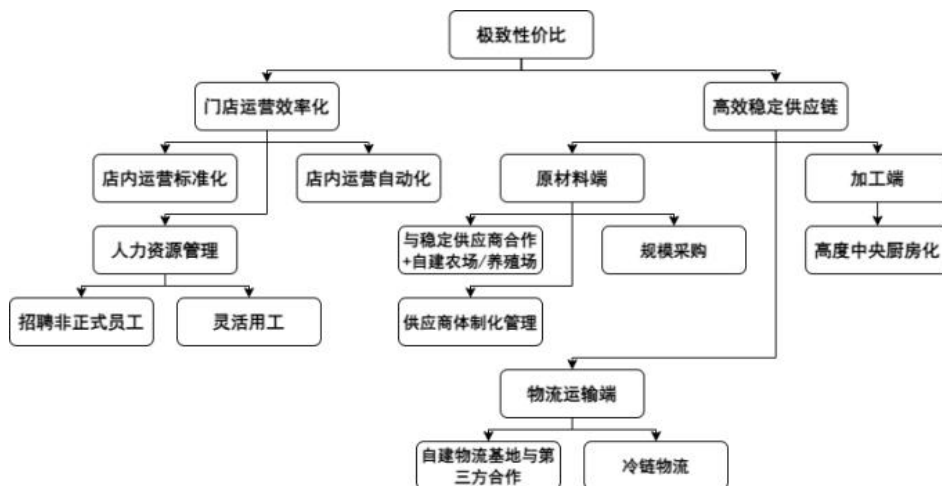
日本镜鉴：泡沫经济崩溃后，日本餐饮企业如何突围？

国信社服小组曾在 2024 年 4 月发布餐饮行业深度报告《日本餐饮 30 年：复盘与启示》，通过报告研究发现，日本泡沫经济破灭后，尽管餐饮行业规模增速放缓，但是龙头企业仍实现逆势扩张，为投资人带来了长期且丰厚的投资回报。从 1990 年初到 2024 年 3 月 15 日，日本餐饮行业上市公司的股价涨幅在消费者服务各子行业中表现最为突出。在日本消费者服务行业的 20 只“十倍股”中，有 11 家来自餐饮行业。正如上文所述，目前我国餐饮业正在由跑马圈地的粗放运营阶段步入精细化经营管理时期，日本餐饮报告的不少结论其实对当下的大众餐饮行业存在前瞻指导意义，核心结论展示如下：

“消费降级”主线背景下，得性价比者得天下。我们通过复盘日本牛丼饭、回转寿司、汉堡、家庭餐厅以及居酒屋行业，企业间的竞争方式皆以低价竞争为主。值得注意的是，咖啡店业态的衰落主要原因是消费者追求性价比，转向消费其他更加便宜的咖啡业态。得性价比者得天下，大市值企业都是主打低价连锁。我们发现，这些成长为大市值的企业要么以品牌主打产品的极致性价比为特色，要么积极推出发展极具性价比的新品牌。与此同时，我们也对咖啡店龙头企业未能成为大市值企业的原因进行了深入剖析。根本原因在于，相比便利店咖啡等竞争对手，失去了性价比这一核心竞争力。

供应链与运营效率，构筑产品性价比的关键。90年代后日本餐饮行业中，产品极致性价比是企业取胜的法宝，而高效稳定的供应链和门店运营效率化是比拼的关键。在供应链方面，日本龙头餐饮企业往往从源头控制产业链+规模采购+供应商品体化管理、高度中央厨房化、构建成熟稳定的物流运输体系，以实现对各个供应链环节的把控；在门店运营效率化上，日本龙头餐饮企业通常会采用招聘非正式员工和灵活用工、店内运营标准化、自动化三大策略。

图7：泡沫经济破裂后，日本餐饮企业突围的逻辑



资料来源：公司官网，国信证券研究所整理

破局之道 1：供应链深度延伸布局。经过前文分析，我们发现龙头企业都对从食材采购到烹饪服务的供应链彻底改革，建立了稳定高效的供应链。具体来看：

1) 原材料端：与稳定供应商合作+自建农场/养殖场、规模采购，供应商一体化管理。由于日本国土面积有限，以及受到农协的保护，粮食价格一直居高不下。这些餐饮公司通常选择与海内外供应商合作，批量采购原材料；并自建农牧企业实现原料自产，以提高对上游食材把控能力，降低采购成本。此外，由于日本餐饮行业频繁出现食品安全问题，餐饮公司还会对供应商进行体制化管理，确保食材具有可追溯性和安全性。

2) 加工端：中央厨房统一处理食材。日本中央厨房普及较早，早在 1962 年就被引入餐饮业，70 年代开始在家庭餐厅行业推广，90 年代被居酒屋行业连锁企业普遍采用。牛丼饭和家庭餐厅行业的大连锁企业基本上都采用高度中央厨房化的模式，对食材进行统一加工，从而降低劳动力成本、节省厨房面积。值得注意的是，日本部分连锁餐饮企业不采用中央厨房模式。例如，回转寿司行业的龙头企业寿司郎、居酒屋行业的鸟贵族以及乌冬面行业的丸龟制面，仍然采用店内烹饪的方式。不过，这些企业的店内烹饪自动化水平相对较高。

3) 物流运输端：自建物流基地与第三方建立稳定的合作关系。餐饮公司一般选择自建物流基地并与第三方建立稳定的合作关系，以确保门店原料及时、适度配送，从而优化配送效率、降低仓储成本。值得注意的是，日本冷链物流体系建设较早。90 年代，日本就已经建立了完善的冷链流通保鲜体系。冷链物流的基础设施标准化、普及化程度较高，有效降低了餐饮企业的流通成本

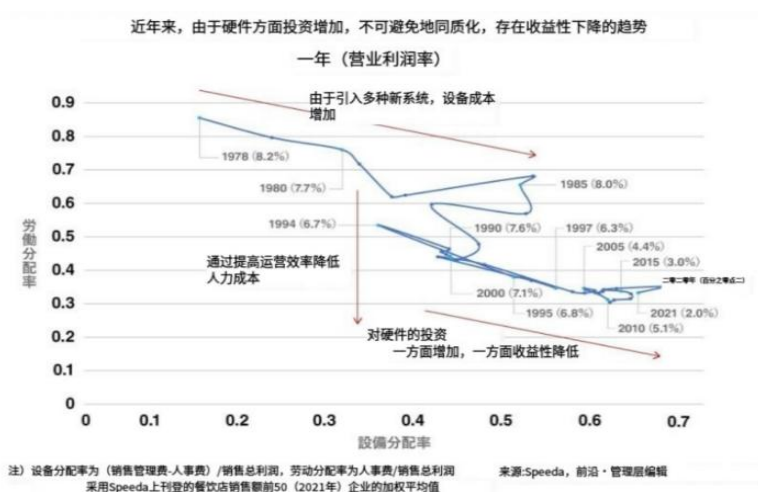
表1: 部分日本餐饮行业大市值公司供应链情况整理

公司	供应链	原材料端	加工	仓储、物流布局
泉盛	自建垂直一体化的供应链体系, 由9个子公司专门负责全流程 不同业态供应链流程及库存分配规则不同	自采+集采结合, 建立稳定供应商合作关系, 体制化管理, 确保所有食材可追溯支持 全球批量采购, 规模优势削减成本 基于店铺销售预测进行生产 并购零售店, 销售加工厂制作的半成品预制菜 与250家食材供应商建立稳定合作关系, 供应商体制化管理	自建31家 加工厂处 理食材	成立物流子公司优化和管理物流环节 自建26个配送中心+冷链物流体系 不同餐饮业态联合配送 整体外包给第三方物流公司, 集中管理整个供应链, 涵盖从上游到下游的各个环节 每天都会优化配送路线, 确保在最短的时间内送达
麦当劳	与第三方深度合作	批量采购, 规模优势削减成本 40个国家批量采购, 规模优势削减成本 供应商体制化管理 供应商选择: 根据《可持续采购管理细则》对供应商尽职调查 供应商监控和审计: 定期对海内外所有供应商进行监控和审计, 并按交易额对供应商进行分级 对每种原料的产地、加工厂和过敏原等信息进行电子管理, 确保食材的安全和完全可追溯		
云雀	自建垂直一体化供应链	源头自采和定点种植相结合 批量采购, 规模优势削减成本	自建10个 中央厨房 统一处理 食材	自建配送中心+与第三方合作相结合; 自建冷链物流体系
萨莉亚	自建垂直一体化供应链		自建中央 加工厂	自建物流基地+冷链物流体系
Colowide	自建垂直一体化供应链, 成立专门公司负责菜单开发、采购、制自建种植基地和养殖基地, 与供应商建立合作关系 造和物流等后台运营。		自建加工 厂	自建物流基地+与第三方建立稳定深度合作 合作关系

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

破局之道 2: 门店精细化运营。首先, 日本龙头企业普遍通过增加兼职员工比例和灵活用工方式, 压缩劳动力成本。随着人口老龄化加剧、劳动力成本上升, 日本餐饮行业面临严重的劳动力短缺和劳动力成本高昂问题。基于此, 日本餐饮行业的龙头企业通过积极招募以学生、家庭主妇和外国人群体为主的非正式员工节约用人成本。此外, 餐饮龙头企业还通过使用灵活用工方式, 降低劳动力成本并实现最大人效。其次, **店内运营标准化和自动化, 实现费用的极致控制。**在店内运营标准化方面, 以食其家和萨莉亚为代表的餐饮企业追求极致人效和时效, 通过操作手册化、优化工作流程等方式, 控制上菜时间, 提升员工生产率。在店内运营自动化方面, 以回转寿司行业的龙头企业为代表, 通常通过引入店内烹饪自动化以及信息化技术等技术手段, 减少人力依赖, 提升门店的运营效率。

图8: 1978-2021 年日本餐饮企业资本分配率上升



资料来源: Speeda, frontiereyesonline, 国信证券经济研究所整理

表2: 部分日本餐饮行业大市值公司人力资源管理总结整理

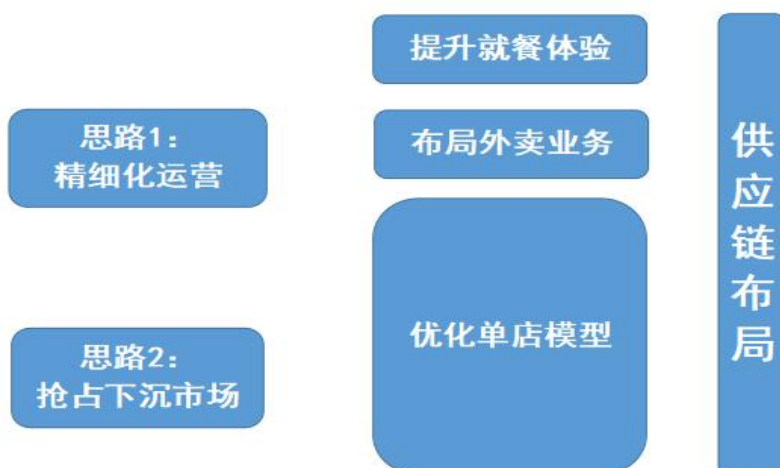
公司	灵活用工	招聘非正式员工
泉盛	引入员工工作时间管理系统, 并根据门店繁忙情况和销售情况招聘/配备员工, 按小时计薪	成立专门负责招聘兼职员工的公司 ZenshoBestCrew 进行大规模招聘
麦当劳	引入按月为单位的变形劳动时间制, 借助智能排班, 灵活应对淡旺季客流量变化	通过举办“兼职体验会”、提供“LINE 申请”以及利用“推特问题框”等多种方式招聘非正式员工 (家庭主妇数量占总员工的 1/5)
云雀	引入月度变形劳动时间制; 工作日, 员工仅需工作 6 小时; 但在周六和周日, 工作时间分别延长至 8 或 10 小时; 特别招聘了一些接受区域调动的正式员工, 适应不同门店的客流变化	将兼职招聘部分业务委托第三方人才派遣公司, 大力招聘非正式员工, 薪资按分钟支付 (非正式员工 2023 年占比 94%)
Colowide	引入灵活员工制度; 核心工作时长为 4 小时, 员工必须到岗; 其余则根据门店繁忙情况和员工实际情招聘非正式员工 况规定轮班, 按小时计薪	

资料来源: 各大公司官网, 国信证券研究所整理

国内借鉴: 参考日本龙头发展, 看大众餐饮龙头破局之法

国内餐饮行业目前也已逐渐从追求规模扩张转向以效率提升的增长新范式, 行业供给端正在发生系统性重构, 国内大众餐饮龙头也正通过以下策略破局:

图9: 国内大众餐饮龙头破局之道



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

其一, 从高举高打转向精细化运营。与日本相类似, 国内餐饮行业购物商圈的“高租金、高客流”的传统增长模式正在失效, 取而代之的是消费者要求门店要提供新鲜与性价比兼具的产品。对应的, 品牌方一方面要积极调整菜品结构, 推出能够满足消费者需求的产品, 同时利用外卖业务赋能拓宽获客渠道, 以做到门店收入的开源; 其次, 门店精细化运营节流也是重中之重, 如适度精简菜品 SKU 提升规模采购的议价能力以改善毛利率, 将店铺面积缩小、多元化选址改善租金水平, 改变门店激励体系改善人工成本等。简而言之, **门店的精细化运营, 就是做好门店端的收入开源与成本节流, 这点与上文日本餐饮企业的做法也基本吻合。**

与此同时, 过去几年, 拥有自有供应链的餐饮企业展现出优于行业的抗风险能力, 我们也关注越来越多的企业认识到供应链能力的价值, **参考日本经验, 供应链的构筑对餐饮品牌效率提升也有诸多裨益, 但客观而言供应链能力的构筑是偏长期的事情, 布局效果也需要更长维度的时间去验证。**

其二，下沉市场成为竞争焦点。与日本不同之处在于，中国国土面积幅员辽阔，人口数众多，行业整体增长虽有降速但低线城市消费活力仍强，而过往餐饮品牌更多是集中精力也抢占高线城市商圈点位，而伴随品牌模型的重新调整，未来下沉市场消费的争夺会是新一轮的竞争焦点，拥有更强下沉能力的品牌有望构筑新成长曲线，取得新一轮市场竞争的先机。

运营提效：优化门店体验，单店开源节流

尝试 1：改善体验，追求新鲜锅气与性价比。如小菜园自创立以来始终强调“现炒”，门店均采用直营模式，严格控制出餐时间（25 分钟内），并通过炒菜机器人等技术手段在提升效率同时保持风味稳定性；太二酸菜鱼广州新门店明确主打“鲜活食材”，例如招牌鲈鱼酸菜鱼使用鲜活鲈鱼制作，菜单新增“鲜鸡每日送达”等卖点，并通过食材展示区强化“活鱼每日到店，牛肉鲜切现做”宣传。菜品 SKU 方面，太二不再以酸菜鱼为唯一招牌，而是推出“三大核心单品”（招牌鲈鱼酸菜鱼、爆炒当日鲜牛肉、菜籽油爆炒鲜土鸡），并新增铜锅鲜牛肉涮锅、洪湖粉藕排骨汤、红烧肉、小炒肉等十余道菜品，SKU 从早期的精简策略（24-30 种）转向多元化扩展，新增了数十种菜品，涵盖川菜、创意菜、联名款及差异化辣度选择；而绿茶、小菜园菜品 SKU 则由繁入简，其中绿茶 SKU 数由 80-100 个精简至 50-60 个聚焦头牌菜，小菜园菜品 SKU 也由 60 个左右精简至 40-50 个，希望通过原材料的规模采购以获得议价权，最终能够提供高性价比菜品。

图 10：太二酸菜鱼由单一酸菜鱼升级为三大招牌菜



资料来源：太二官微，国信证券经济研究所整理

图 11：2024 年餐饮品牌客单价趋势更偏性价比

	2021	2022	2023	2024
小菜园	66.1	65.8	65.2	59.2
九毛九	59	55	58	55
太二	80	77	78	71
怂火锅	129	128	113	103
海底捞	104.7	104.9	99.1	97.5
呷哺呷哺	62.5	63.9	62.2	54.8
湊湊	140.6	150.9	142.3	123.5
奈雪的茶	41.6	34.3	29.6	26.7
蜜雪集团	11.2	11.9	11.8	11.4

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

尝试 2：延伸外卖业务，“堂食+外卖”双线布局。在到店消费客流恢复相对缓慢，外卖渗透率持续上升的当下，大众餐饮龙头均通过线上化手段触达更多消费者，如下图所示，小菜园外卖收入占比由 2021 年的 15.5% 提升至 38.5%，绿茶集团外卖占比也由 13.1% 提升至 18.8%，通过外卖场景的延伸寻求新的增长。但考虑到平台佣金抽成较高，若品牌外卖收入占比过高，会使品牌在与平台动态谈判中丧失主动权，且存在堂食业务转化为线上订单的问题，因此餐饮品牌均需寻找堂食与外卖占比的相对健康动态平衡，最终实现良好的可持续增长。

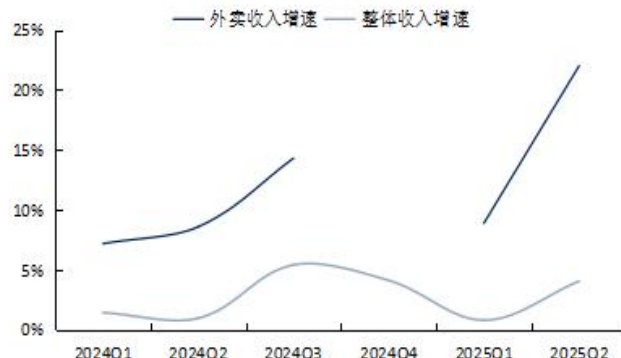
警惕外卖与堂食之间的替代效应。与堂食业务相比，外卖业务增量成本在于平台佣金扣点、骑手配送成本以及补贴中品牌方承担的部分，我们认为适度的外卖收入占比对于收入规模扩张有正向拉动作用，可以摊薄部分固定成本。但若外卖占比过高，我们认为会对堂食就餐场景存在内部转化效应，也即平台补贴之下堂食顾客会从线下就餐转变为线上点单，而每单产生的额外成本（骑手、佣金、品牌方补贴）又是真是存在的，对利润率反而存在负向拉动效应。

图12: 大众餐饮龙头外卖收入占比呈现逐年提升趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

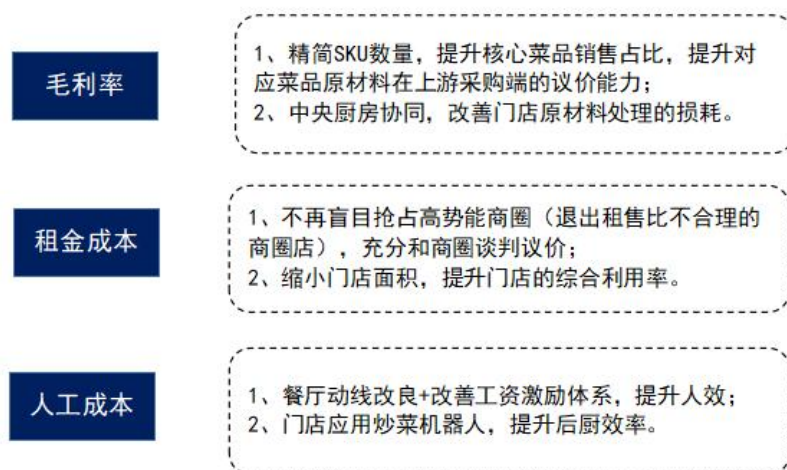
图13: 百胜中国外卖收入快于整体收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

单店模型重构, 追求降本增效。除去积极拥抱外卖渠道扩容收入外, 大众餐饮龙头也通过优化毛利率、改善租金占比&人效等措施提升单店模型的盈利能力。**毛利率方面**, 如上文我们提到的小菜园、绿茶均在精简菜品 SKU, 本质是就是提升核心菜品的销售占比, 通过规模优势去议价上游采购端, 进而提升毛利率; 此外, 小菜园也在积极布局净菜工厂, 餐厅动线优化减少厨房的损耗、提升毛利率也有帮助; **人效方面**, 动线优化+机器人综合赋能带动, 小菜园通过标准化运营和科技赋能提升出餐效率, 一方面采用“门店合伙人”激励模式绑定员工利益(员工奖金与门店盈利能力挂钩, 员工有较强动力去优化成本冗余项), 其次门店积极布局炒菜机器人, 减少后厨人工成本; **租金端**, 品牌一方面可以通过下沉市场布局降低租金成本(下沉市场租金占比相对更优); 其次, 部分高租金的门店租约到期后, 综合考虑门店商圈客流情况以及租金水平, 品牌方也会积极与商圈进行谈判, 以期争取更加优惠的租约。

图14: 大众餐饮龙头单店模型优化逻辑



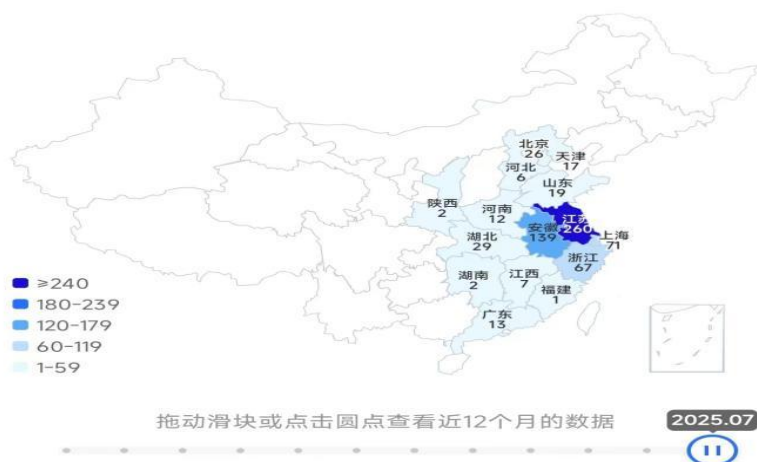
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

品牌下沉：告别跑马圈地，品牌深度下沉

“跑马圈地、抢占高势能点位”的打法渐成过去式。在餐饮消费快速扩容的时代，众多品牌以抢占高势能的商圈点位为首要目标，希望依托商圈客流的高曝光率先占领消费者心智，例如部分餐饮茶饮品牌，通过品牌破圈+资本助力实现门店数量短时间内的爆发式增长。但在消费理性化、商场租金高企背景下，商家也对行业过往对“高租金-低客流回报”模式进行集体反思，因此我们也观察到品牌经营思路发生了显著转变，商家逐渐转向多元化选址、重点区域加密等新增长范式，以提升品牌抗风险能力。

思路 1：区域下沉深耕，稳扎稳打对外扩张。小菜园采取“中心辐射式”发展路径，以江苏、安徽双核心构筑基础市场优势，通过梯度渗透策略向周边省份延伸。参考公司招股说明书，企业将以长三角城市群为战略腹地，区域深度下沉的策略一方面可以充分分享下沉市场的消费结构性红利，其次区域深度加密对于供应链能力的协同复用也有诸多裨益。

图15：小菜园现有门店在江苏以及安徽地区为主



资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

思路 2：选址思路更为多元化，社区、农贸市场均为潜在方向。目前餐饮品牌寻找多元化场景扩张，一方面可以规避购物商圈“高租金+低客流”的现状影响；其次，多元化选址思路，也可摆脱商场固定的营业时间，寻找更多增量渠道和场景。如小菜园的副牌“菜手食堂”定位是社区食堂，以现炒现做为特色，门店面积在 150 至 200 平米之间，客单价主要集中在 20 元至 40 元，选址定位主要集中在社区商业区，优先选择住宅区附近；锅圈选址策略也从单一社区店向多元化、场景化方向进化，新品牌“锅圈肴肴领鲜”专攻农贸市场，主打速烹菜（如预加工净菜、调理肉品），满足家庭三餐需求，与社区店的火锅烧烤场景形成互补。

图16: 小菜园旗下菜手食堂选址主要定位在社区店



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 锅圈食汇锅圈肴肴领鲜主要定位农贸市场



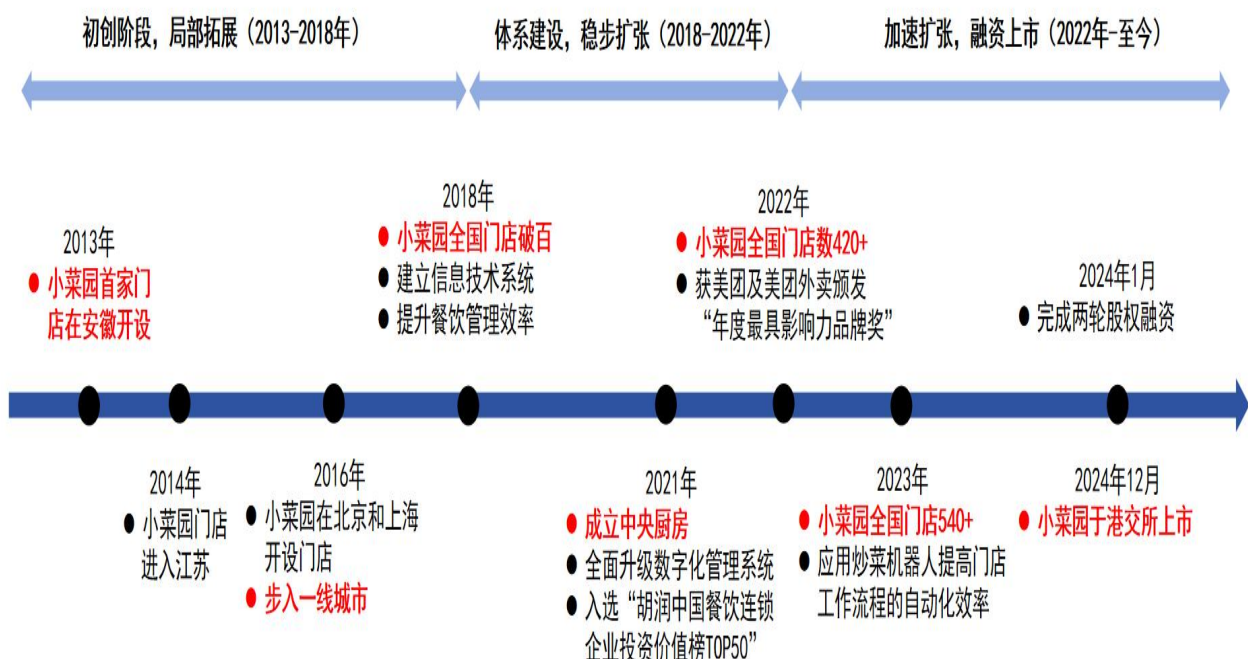
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

如何看待大众餐饮龙头的投资价值？

小菜园：效率提升+门店扩张双轮驱动，供应链赋能行稳致远

小菜园是大众餐饮赛道龙头品牌。小菜园创立之初便锚定 50-100 元的大众便民餐饮赛道，2013 年首店落子安徽，2014 年进军江苏、2016 年布局京沪等一线城市，借“贴近民生、品质稳定”打法，完成从单店到百店规模的初步拓张。2018 年门店总数突破百家，小菜园在这一阶段聚焦“供应链+数字化”内功建设，2021 年成立中央厨房，用于食材粗加工、预备酱料和料包；2023 年门店数突破 500 家，引入炒菜机器人提升门店流程的自动化，其后先后完成两轮融资，最终于 2024 年 12 月 20 日在港股上市。2024 年，小菜园实现营收 52.10 亿元/+14.52%；经调净利润 5.86 亿元/+7.36%，直营门店总数达 667 家，门店主要集中在华东地区。

图18：小菜园发展历程复盘



资料来源：公司官网、窄门餐眼、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

2025H1 归母净利润同增 36%。2025H1，公司实现收入 27.14 亿元，同增 6.5%，归母净利润 3.82 亿元，同增长 35.7%；净利润率达到 14.1%，同比+3.03pct。**分业务结构看**，公司外卖业务收入 10.57 亿元，同比增长 13.7%，收入占比 39%，堂食收入 16.47 亿元，同比增长 2.2%，收入占比 60.7%。期内同店销售额同比下降 7.2%，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市同店销售额分别下降 10.4%/8.7%/5.7%/5.0%，伴随同店基数走低，下半年公司同店经营转暖。

图19: 小菜园营业收入以及归母净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 小菜园同店收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

看点 1: 2025H1 业绩高增, 经营效率提升得到验证。净利率提升原因一系毛利率改善, 期内毛利率达到 70.5%, 同增 2.6pct, 统一采购带来采购成本下降; 其次员工成本占收入比例优化至 24.6%, 同比-4.0pct, 主要由于门店经营动线流程改善以及炒菜机器人应用赋能。此外我们观察到期内品牌建设投入有所加大, 营销成本占比同比+0.7pct。整体而言, 公司凭借精细化运营和强大供应链支撑, 单店效率不断提升。

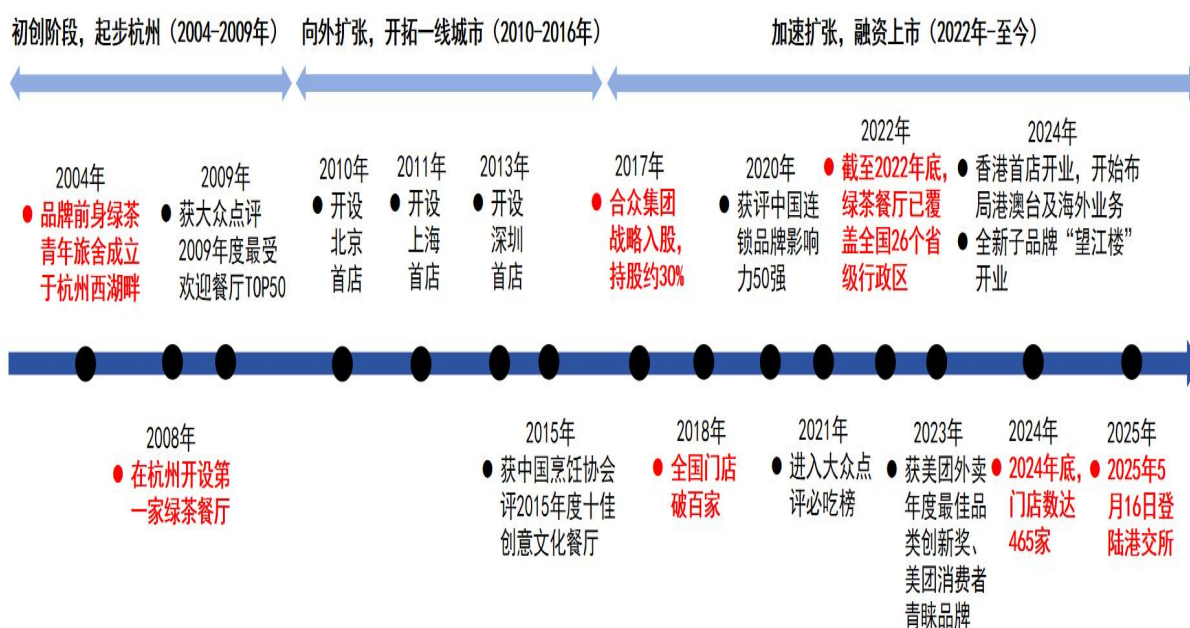
看点 2: 2025H2 门店扩张有望提速。2025H1, 公司门店环比 2024 年底净开 5 家, 上半年公司门店扩张速度相对较慢, 主因公司主要集中精力在提升运营效率, 预计下半年公司扩张节奏会有所提速, 据公司官方业绩会交流, 公司 9 月新开门店数超 50 家, 以老市场的区域加密与新市场拓展综合带动为主。

投资建议:考虑到上半年经营符合预期, 维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.7/9.4/11.2 亿元, 分别同比+32%/+22%/+19%。小菜园深耕华东区域, 并稳步向异地扩张, 供应链+高性价比护航拓展成功率高, 且单店效率改善望贡献额外利润率弹性, 后续同店收入增速改善以及门店扩张效果的顺利验证, 均有望进一步提升公司估值水平。

绿茶集团：老牌休闲餐饮龙头，借力外卖布局寻求破局

二十载深耕，从西湖青旅餐厅到全国布局的休闲餐饮龙头。2004 年创始人王勤松、路长梅于杭州西湖畔开设“绿茶青年旅社”，初衷为背包客提供住宿服务，为满足全国各地的多元化口味需求，夫妇二人融合浙菜、川菜、粤菜等地方风味，开发出绿茶烤鸡、火焰虾等招牌菜；2008 首家绿茶餐厅在浙江杭州开业，以古风装修、高性价比定位迅速走红；其后绿茶启动全国化，分别于 2010 年、2011 年、2013 年进入一线城市北京、上海以及深圳；2018 年门店总数突破 100 家。2024 年实现营收 38.38 亿元/+6.9%、经调整净利润 3.61 亿元/+19%，门店规模增至 465 家，最终于 2025 年 5 月 16 日正式登陆港交所。

图21：绿茶集团发展历程以及经营里程碑



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

核心高管团队经营丰富，分工明确。董事长兼联合创始人王勤松先生及其配偶路长梅在餐饮行业拥有超 20 年的经验，餐饮行业经验丰富，其中董事长负责整体管理及业务运营、董事会事务，制订战略和运营计划。其余大部分高级管理人员也均在公司发展早期便加入公司，管理层合作多年，如副总裁于丽影女士负责供应链、建筑工程以及餐厅网络拓展；财务总监、董事会秘书王佳伟负责集团发展、日常管理和财务、资本管理；首席财务官张立负责财务、战略投资及投资者关系，副总裁邵芳负责业务运营及管理。

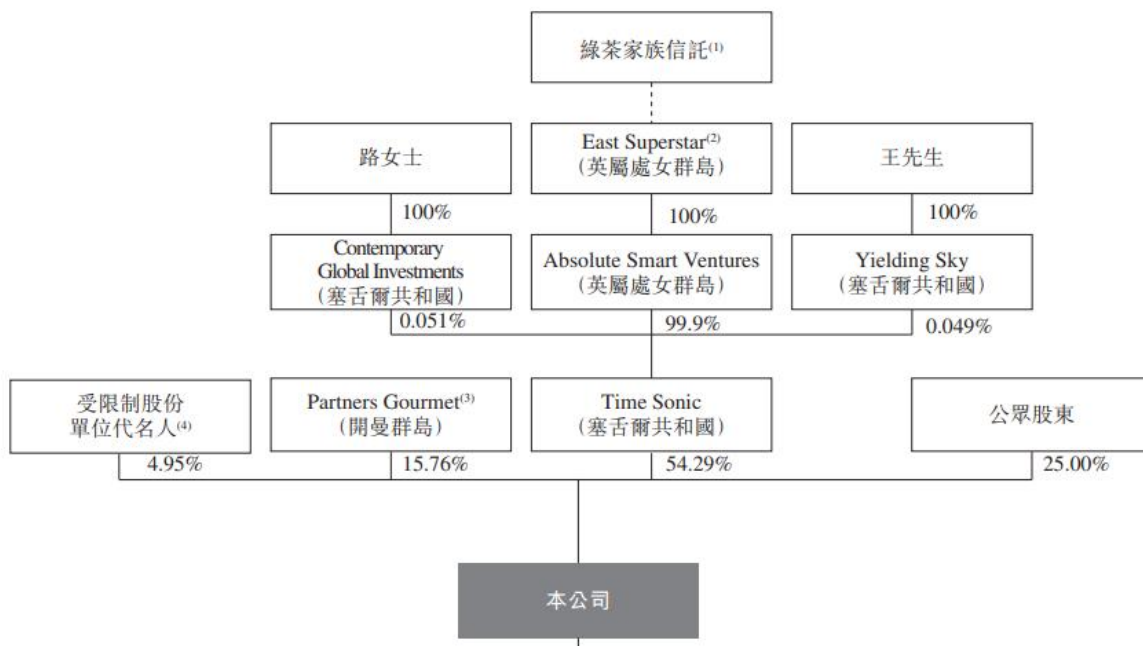
表3: 绿茶集团核心高管团队信息

姓名	年龄	职务	背景与职责	与其他高管成员的关系
王勤松	53岁	董事长、首席执行官、执行董事	负责整体管理、业务运营、制定战略以及运营计划	路女士配偶及王佳伟先生的叔叔
于丽影	38岁	副总裁、执行董事	负责供应链、建筑工程和公共关系以及餐厅网络的拓展	路女士的弟媳
王佳伟	41岁	财务总监、董事会秘书、执行董事	负责集团的发展、日常管理和财务及资本管理	王先生的侄子
路长梅	44岁	非执行董事	负责集团运营及管理提供战略意见和建议	王先生的配偶
刘盛	42岁	非执行董事	负责集团运营及管理提供战略意见和建议	无
徐睿婕	35岁	非执行董事	负责集团运营及管理提供战略意见和建议	无
张立	41岁	首席财务官	监督财务及战略、投资及投资者关系	无
邵芳	50岁	副总裁	负责集团业务运营	无

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

股权结构清晰, 激励体系良好。创始人(王勤松、路长梅夫妇)通过信托控制约54.29%的股份, 保持绝对控股权; 战略投资者合众集团(PartnersGourmet)在上市期间出售部分老股后, 持股比例降至约7.50%; 剩余约32.21%的股份由基石投资者(如供应商无锡子先食品、地方国资机构等)及公众流通股持有。

图22: 绿茶集团股权结构示意图

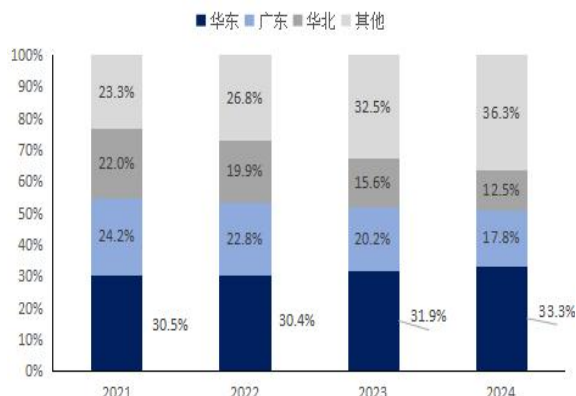


资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 持股比例未考虑超额配股权行使

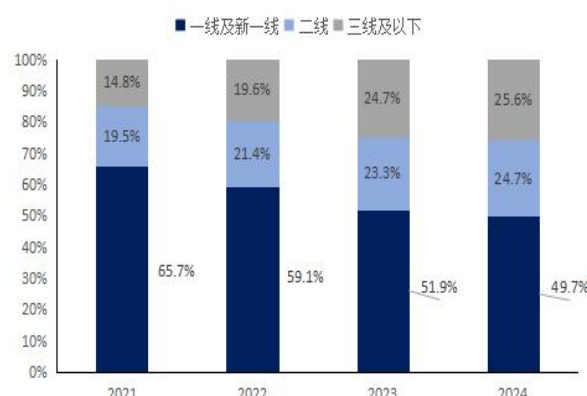
门店以直营为主, 门店增速 CAG 为 25.4%。绿茶集团门店以直营模式为主, 2021 年-2024 年门店总数由 236 家增长至 465 家, 门店增速 CAGR 为 25.4%。**门店区域分部相对均衡,**2024 年华东、广东、华北以及其他区域门店数占比分别为 33.3%、17.8%、12.5%以及 36.3%, 绿茶虽起源于江浙区域, 但伴随着全国化门店布局推进, 华东区域门店比例已降至约 3 成。**分城市等级看,**2024 年底, 公司一线及新一线城市、二线城市以及三线及以下城市门店数占比分别 49.7%、24.7%以及 25.6%, 绿茶门店高线城市占比约 5 成, 仍是主战场, 但目前门店已经逐渐向低线城市渗透, 近些年呈现低线城市占比提升的大趋势。

图23: 绿茶餐厅门店分区域布局情况



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图24: 绿茶餐厅门店分城市等级布局情况



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

效率提升明显, 2025H1 业绩继续高增。2021-2024 年, 公司收入由 22.9 亿元增长至 38.4 亿元, 年化增速 CAGR 为 18.7%, 归母净利润由 1.1 亿元增长至 3.5 亿元, 年化增速 CAGR 为 45.4%, 利润率提升主要得益于规模扩张带来的上游议价力提升, 毛利率端持续优化。2024 年, 公司积极推进外卖业务布局, 外卖占比提升至 18.8%, 2025 年公司将持续发力外卖业务。**公司近期发布盈利预喜**, 2025H1 收入同增 21-25%, 归母净利润 2.3-2.37 亿元, 同增 32-36%, 经调整净利润 2.47-2.54 亿元, 同增 38-40%。

图25: 2022-2024 年绿茶集团收入及利润表现



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图26: 2022-2024 年绿茶集团外卖收入占比

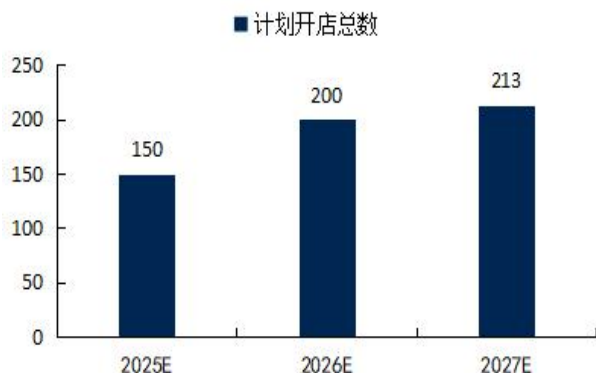


资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

成长看点: 2027 年门店规模有望达千家, 降本提效改善单店盈利

看点 1: 2025-2027 年计划新增 150/200/213 家, 且 9 成为小店模型。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, 若门店扩张计划顺利兑现且关店比例相对可控下, 届时绿茶门店数有望超 1000 家。且未来绿茶门店扩张以 300-350 m² 的小店为主, 该种店型在选址点位上更为灵活、回收期也相对更快, 便于公司逐步向二三线城市渗透。

图27: 绿茶集团 2025-2027 年开店计划



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

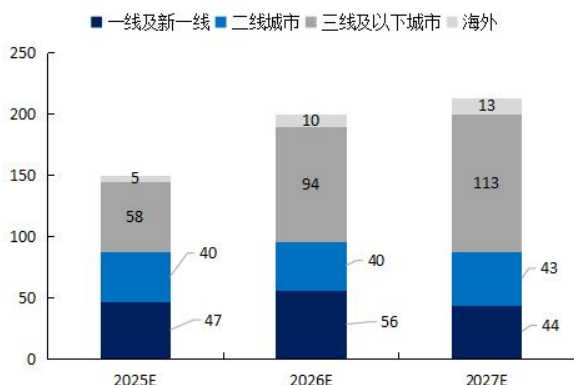
图28: 绿茶 2025-2027 年开店计划分店型



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

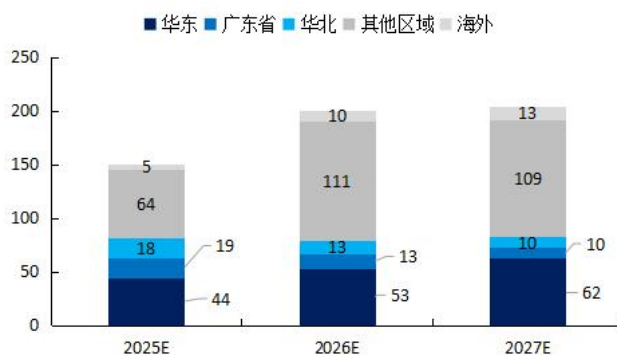
华东大本营的下沉市场扩张为主要发力方向。公司未来 3 年门店更多集中在三线及以下城市，从区域分布看，华东区域依旧是公司扩张最重点发力区域，因为以华东下沉区域为核心，其他省份高势能点位持续布局，预计是公司未来 3 年门店扩张的最主要思路。

图29: 2025-2027 年门店扩张计划按城市等级



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图30: 2025-2027 年门店扩张计划分省份



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

看点 2: 效能改善提升单店盈利，外卖有望放大规模效应。目前绿茶集团以二代店为主力店型扩张，门店初期投资约 200 万元，年营收约 775 万元，门店经营利润率约 16.3%，与初代店的 14.1%经营利润率有所提升，主要系 SKU 更为聚焦（降为 50 个左右），头牌菜规模效应显现，上游供应链议价能力提升，毛利率改善明显；其次，通过改变门店核心经营团队的激励体系，新店型的人效提升也较多。在毛利率与人效提升双重带动下，二代店利润率较初代店持续改善。此外，目前公司也在积极拓展外卖渠道，由于公司外卖占比相对较低仅 18.8%，且公司推出外卖渠道特有的菜品，我们分析外卖收入的增长对存量堂食业务分流效应有限，因为短期看外卖业务的增长对于摊薄固定成本提升单店盈利能力也有边际助力，具体测算结果如下：

表4：绿茶餐厅单店模型测算以及不同外卖业务占比后模型分析

2024 年	一代店	二代店	二代店 (外卖占比提升至 23%)	相关说明
初期投资 (万)	375	200	200	
现金回收期 (月)	20.8	14.4	13.7	
单店面积 (m²)	450	325	325	二代店面积普遍 300-350 m²，取中值
单店收入 (万)	1000	775	800	二代店年收入 750-800 万之间，未来希望继续下降
年坪效 (万/m²)	2.22	2.38	2.46	
外卖收入	188	146	184	
%	18.80%	18.80%	23.00%	2024 年年报披露数据
订单均价	50	50	50	
订单数 (万)	3.76	2.91	3.68	
外卖毛利率	65.00%	67.50%	67.50%	
堂食收入	812	629	616	
客单价	58	58	58	
餐厅客流 (万)	14.00	10.85	10.62	
堂食毛利率	68.80%	70.80%	70.80%	
模拟翻台率	2.2	2.6	2.5	
毛利润	681	544	560	
毛利率	68.1%	70.2%	70.0%	
员工成本	230	174	174	假设外卖占比提升不增加人工成本
%	23.0%	22.5%	21.8%	招股书数据
门店租金	73	57	57	
%	7.3%	7.3%	7.1%	租金参考平均水平 7.3%
门店折旧摊销	75	40	40	5 年摊销
%	7.5%	5.2%	5.0%	参考招股书数据，外卖提升会有规模效应
水电煤气费	35	27	28	
%	3.5%	3.5%	3.5%	
外卖业务开支	34	26	33	
%	3.4%	3.4%	4.1%	
抽成	18.0%	18.0%	18.0%	平台抽点为国信社服测算假设
其他开支	93	93	93	主要包含物业管理费、低值耗材、服务商服务费以及其他费用等
%	9.3%	12.0%	12.0%	
经营利润	141	127	135	
%	14.1%	16.3%	16.9%	

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：由于绿茶外卖收入占比较低及公司推出专门外卖菜品，暂不考虑外卖与堂食之间的分流效应

盈利预测：2025-2027 年预计归母净利润分别为 5.14/6.08/7.11 亿元

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、**收入预测**：预计 2025-2027 年收入分别为 47.08/57.16/67.53 亿元，分别同比 +22.7%/21.4%/18.1%，收入增长主要依靠同店收入改善以及餐厅数扩张综合带动。

1) **同店销售收入**：2025-2027 年同店销售分别同比 +3.0%/+2.8%/+2.7%，由于公司在主动提升外卖占比拓宽门店收入，我们认为外卖贡献增量之下同店收入有望月度环比持续修复，我们认为公司全年同店有望转正；其次伴随线下商圈客流的稳步复苏，我们对 2026-2027 年同店销售维持正增长也持相对乐观态度。

2) **门店扩张**：门店 2025-2027 年分别新开 150/200/220 家（净开 142/188/204 家），但店型主要以 450 m² 以下的小店为主，具体单店模型见上文。

2、**成本费用假设**：2025-2027 年，毛利率分别为 70.2%/70.1%/70.0%，公司精简 SKU、重点发力头牌菜对毛利率有所改善，但被外卖占比提升部分抵消；人工成本

分别为 25.4%/25.4%/25.4%，收入规模效应带动被门店拓展人员超额储备部分抵消；其他成本费用如下表所示。

3、利润表现：2025-2027 年归母净利润分别为 5.14/6.08/7.11 亿元，分别同比 +46.6%/+18.4%/+17.0%。

表5：绿茶集团 2025-2027 年盈利预测表

单位：千元, CNY	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,375,453	3,589,178	3,838,202	4,708,236	5,716,353	6,752,920
yoy		51.1%	6.9%	22.7%	21.4%	18.1%
期末餐厅数	276	360	465	606	794	998
人均消费	62.9	61.8	56.2	55.3	55.5	55.8
yoy		-1.7%	-9.1%	-1.6%	0.4%	0.5%
翻台率	2.8	3.3	3.0			
同店销售收入		26.2%	-10.3%	3.0%	2.8%	2.7%
其他收入-其他	31,081	39,195	31,957	34,078	35,077	33,704
原材料及消耗品	-862,316	-1,205,219	-1,192,902	-1,403,054	-1,709,190	-2,025,876
毛利率	63.7%	66.4%	68.9%	70.2%	70.1%	70.0%
职工薪酬	-626,397	-911,028	-989,008	-1,195,892	-1,451,954	-1,715,242
%	-26.4%	-25.4%	-25.8%	-25.4%	-25.4%	-25.4%
水电费用	-90,049	-123,562	-141,251	-164,788	-200,072	-236,352
%	-3.8%	-3.4%	-3.7%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
外卖业务开支	-61,187	-82,788	-120,972	-160,080	-217,221	-270,117
%	-2.6%	-2.3%	-3.2%	-3.4%	-3.8%	-4.0%
使用权资产折旧	-161,048	-177,036	-202,868	-235,412	-285,818	-337,646
%	-6.8%	-4.9%	-5.3%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
租金及其他经营费用	-56,611	-80,294	-76,064	-94,165	-114,327	-135,058
%	-2.4%	-2.2%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
其他资产的折旧及摊销	-163,641	-192,947	-217,875	-254,245	-302,967	-351,152
%	-6.9%	-5.4%	-5.7%	-5.4%	-5.3%	-5.2%
其他支出-其他	-308,980	-420,950	-467,408	-564,988	-680,246	-796,845
%	-13.0%	-11.7%	-12.2%	-12.0%	-11.9%	-11.8%
其他收入-经营	8,413	-3,919	2,153	1800	1300	1200
财务费用	-41,541	-42,657	-45,309	-56499	-62880	-67529
%	-1.7%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.1%	-1.0%
除税前溢利	43,177	387,973	418,655	614,991	728,055	852,007
所得税	-26,598	-92,430	-68,488	-101,473	-120,129	-140,581
所得税率	-61.6%	-23.8%	-16.4%	-16.5%	-16.5%	-16.5%
净利润(含少数股东权益)	16,579	295,543	350,167	513,517	607,926	711,426
净利润(不含少数股东权益)	16,579	295,543	350,167	513,517	607,926	711,426
YOY		1682.6%	18.5%	46.6%	18.4%	17.0%

资料来源：绿茶集团招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司估值：10.0-11.6 港元/股

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

相对估值：8.33-10.00 港元/股

初代品牌运营典范，外卖赋能同店改善可期，关注门店下沉扩张成效。首先，与大众餐饮行业相比，我们认为绿茶集团在同店收入改善角度存在更大空间，目前公司门店外卖收入占比不足 2 成，公司内部已经组织专属外卖团队积极布局，伴随外卖收入放量，在外卖收入占比相对健康角度下，我们认为公司同店收入有望持续受益于此，因为我们判断绿茶集团的同店收入在 2025 年仍存在可观的改善空间；其次，公司 2025-2027 年计划分别新增 150/200/220 家门店，且以存量已布

局城市的下沉加密为主要方向，后续在现有供应链支持下，下沉市场门店的扩张爬坡效果，是公司后续成长性的重点观察点，若下沉逻辑能够顺利验证，我们认为公司估值有望迎来较大的修复行情。

横向对比行业，绿茶 PE 估值处于较低水平。绿茶作为初代餐饮品牌运营的典范，最初依赖品牌的破圈巅峰期（2018 年以前）翻台率曾达到 6-8 次/天，但后来伴随门店密度的提高以及品牌生命周期逐渐趋于成熟，翻台率逐渐回落至 3.0 次左右，叠加疫情期间经营波动相对较大，2022 年公司净利润约 1658 万元，同期直营模式的餐饮龙头经营也均出现较大波动，一定程度扰动了投资情绪。但现在绿茶集团已经重新调整单店模型，以提升同店盈利能力和门店下沉能力，上半年归母净利润同增 32-36%也释放积极信号，后续若调整效果持续验证，我们认为公司估值有望持续提升。

相对估值部分，我们选取同属大众餐饮赛道的小菜园、九毛九、锅圈作为估值参考（达势股份 PE 估值较高暂剔除），具体盈利预测如下表所述，截至报告外发日三家公司 2025 年 PE 估值均值为 19.8x，各公司之间估值差异主要阶段同店收入预期、门店扩张预期等因素影响，绿茶集团 2025 年 PE 估值仅 9.0x 显著低于行业均值。目前绿茶同店收入月度增速已经呈现经营拐点，我们看好公司估值修复机会，若未来扩张计划能够高质量达成，估值则有望进一步抬升。综合行业平均估值水平，我们暂给予绿茶集团 25 年 10-12 倍 PE，对应合理价值 8.33-10.00 港元/股，对应最新收盘价仍有 23.4%-48.0%空间。

表6：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				24	25E	26E	27E	25E	26E	27E	PEG	
0999. HK	小菜园	9. 58	112. 74	0. 56	0. 65	0. 80	0. 95	14. 7	12. 0	10. 1	0. 76	优于大市
6831. HK	绿茶集团	6. 75	45. 49	0. 65	0. 76	0. 90	1. 06	8. 9	7. 5	6. 4	0. 50	优于大市
2517. HK	锅圈	3. 29	90. 52	0. 08	0. 16	0. 19	0. 23	20. 9	17. 3	14. 3	0. 50	优于大市
9922. HK	九毛九	2. 61	36. 42	0. 04	0. 11	0. 17	0. 21	23. 7	15. 3	12. 4	0. 32	优于大市
1405. HK	达势股份	79. 13	103. 61	0. 42	0. 98	1. 71	2. 73	80. 7	46. 3	29. 0	0. 93	无评级
平均								33. 6				

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

绝对估值：11.6-12.9 港元/股

未来估值假设条件见下表：

表7：绿茶集团盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	51.1%	6.9%	22.7%	21.4%	18.1%	12.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%
营业成本/营业收入	33.6%	31.1%	31.0%	31.3%	31.5%	32.0%	32.2%	32.4%	32.6%	32.8%
管理费用/营业收入	47.7%	48.9%	52.0%	52.0%	52.0%	52.4%	52.6%	52.8%	53.0%	53.2%
销售费用/销售收入	2.3%	3.2%	4.3%	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%
营业税及附加/营业收入										
所得税税率	23.8%	16.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	25.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.65%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.20
公司股价 (元)	7.35	Ke	10.30%
发行在外股数 (百万)	673	E/(D+E)	100.00%
股票市值 (E, 百万元)	4950	D/(D+E)	0.00%
债务总额 (D, 百万元)	0	WACC	10.30%
Kd	3.00%	永续增长率 (10年后)	1.5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 与 FCFE 估值方法, 得出公司价值区间为 11.56-12.85 港元。

表9: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.9%	10.4%	10.88%	11.4%	11.9%
永续 增长 率变 化	2.5%	17.55	15.95	14.50	12.76	11.23
	2.0%	15.67	14.24	12.95	11.23	9.88
	1.5%	13.99	12.72	11.56	9.88	8.70
	1.0%	12.31	11.19	10.17	8.70	7.65
	0.5%	10.83	9.85	8.95	7.65	6.73

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析

表10: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.9%	10.4%	10.88%	11.4%	11.9%
永续 增长 率变 化	2.5%	20.62	17.39	14.89	12.90	11.28
	2.0%	18.55	15.88	13.75	12.03	10.60
	1.5%	16.93	14.66	12.85	11.30	10.03
	1.0%	15.62	13.65	12.03	10.68	9.53
	0.5%	14.54	12.81	11.37	10.15	9.10

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析

投资建议: 外卖助力同店回暖, 门店扩张计划积极, 首覆给与“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.14/6.08/7.11 亿元, 分别同比 +46.6%/+18.4%/+17.0%, 综合考虑相对估值以及绝对估值情况给与绿茶公司合理估值为 10.0-11.6 港元/股, 看好外卖赋能下公司同店收入增速改善, 若门店扩张计划能够高质量达成, 公司估值水平有望进一步上行, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

锅圈：在家吃饭餐食龙头，万店规模强化性价比优势

锅圈是在家吃饭餐食零售龙头。2015 年，杨明超、孟先进、李欣华共同创立河南锅圈供应链管理有限公司，提供在家吃饭餐食产品。2017 年 1 月，首家锅圈零售店在河南省郑州市开业，2018 年门店规模突破 100 家，2019 年规模突破 500 家，同年 7 月，公司前身锅圈供应链有限公司成立。2022 年 12 月，公司签约门店数量累计突破万家；2023 年公司改制为股份制公司，11 月 2 日，公司在港交所主板正式挂牌上市。2024 年，公司实现营收 64.7 亿元/+6.17%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比-3.79%，核心经营利润 3.11 亿元，同比增加 3.1%，期末门店数为 10150 家。2025 上半年，公司实现收入 32.40 亿元/同比+21.6%，净利润 1.90 亿元/同比+122.5%，核心经营利润 1.90 亿元/同比+52.3%，继续延续优异业绩表现。

图 31：锅圈发展历程以及经营里程碑



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

2020-2022 年系公司快速成长期，其后阶段调整，2024 年 6 月起重回正增通道。2020-2022 年，公司营业收入规模快速增长 CAGR 达 55.6%，主要受益于疫情阶段在家就餐场景增加，门店数量与单店营收均快速增长。与此同时，对门店数量由 4300 家飙增至 9221 家，增速 CAGR 达到 46.4%。2023 年，疫情解封线下消费场景放开，公司收入同比下滑 15.0%，同期门店依旧净增 1086 家，对应的是单店营收的下滑；2024 年，上半年公司门店数量有所收缩，由 2023 年的 10307 家减少至 2024H1 的 9660 家，6 月起伴随门店精细化运营推进以及毛肚爆品套餐推出，单店营收触底回暖，门店数量也重新回归净增。2024 年营收增速由负转正，同比增长 6.2%，门店数量重回万店达到 10150 家。

图32：2020–2024 年锅圈收入及归母净利润



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图33：2020–2024 年锅圈门店总数



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

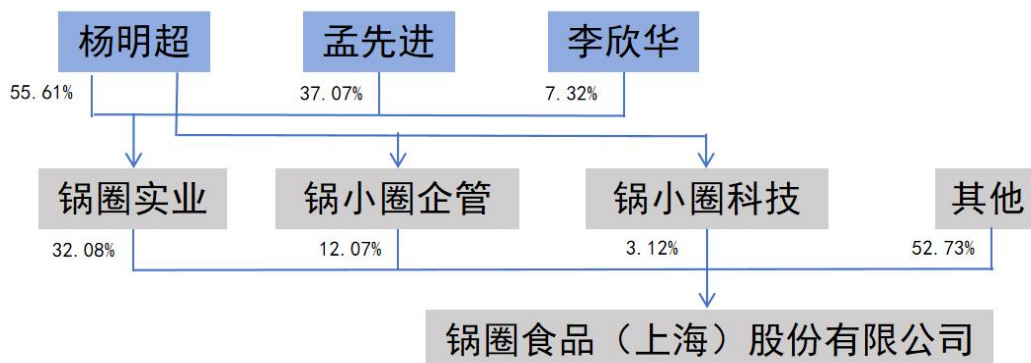
核心管理人员经验丰富，股权结构集中稳定。创始人杨明超拥有十余年餐饮行业经验，2015 年创办锅圈供应链，逐渐掌握上游火锅等食材供应链的核心资源，目前担任董事长及首席执行官，负责整体业务战略及运营，与孟先进、李欣华形成一致行动人，具体持股比例如下。联合创始人孟先进担任执行董事兼常务副总裁，负责市场开发和门店管理；安浩磊担任执行董事兼副总裁，负责公司的线上新销售渠道开拓管理；罗娜担任执行董事兼副总裁，负责公司整体供应链管理。夏霓、王晖分别任首席财务官、首席财务官及董秘。

表11：锅圈高管团队信息

姓名	年龄	职位	任期/备注	主要职责	与高级管理层的关系
杨明超	53 岁	董事长兼首席执行官	2019 年至今	负责整体业务战略及运营	无
孟先进	42 岁	执行董事兼常务副总裁	2019 年至今	负责市场开发和门店管理	无
安浩磊	39 岁	执行董事兼副总裁	2020 年至今	负责资本市场及信息技术部门管理	无
罗娜	41 岁	执行董事兼副总裁	2020 年至今	负责产品链管理	无
夏霓	52 岁	首席财务官	2022 年至今	负责财务管理及建议上市	无
王晖	39 岁	首席财务官兼董事会秘书	2023 年至今	负责资本市场相关工作	无

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图34：锅圈股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

成长看点：单店开源节流效能提升，门店下沉扩张双轮驱动

如下图所示，锅圈 2024 年加盟单店创收能力 53.7 万元，同比+3.1%，增速便已转正，背后系公司高性价比套餐的产品的综合带动。未来公司成长一看单店创收能力的持续提升，二看门店规模的持续扩张：

看点 1：品类创新、营销渠道拓展，创收开源。1) **品类扩展推新：**公司产品积极拓宽品类，且推出高性价比的套餐，比如 2024 年推出的“毛肚自由火锅套餐”单品销售超 5 亿，复用在毛肚套餐上积累的大单品运作经验，2025 年推新节奏进一步加快，公司已经陆续推出牛排套餐、烧烤集装箱套餐和小龙虾套餐，其中牛排套餐、烧烤、小龙虾均是公司向其他赛道拓展的尝试，2025H1 公司烧烤销售占比已经提升至 22%，而这种新产品品类的引入将有利于平滑改善火锅经营淡季的表现。2) **线上渠道拓展：**锅圈聚焦私域流量与社交电商联动，通过抖音、小红书、快手等平台发力套餐产品推广，并借助直播种草与社群裂变等方式引导到店转化。2025 年上半年，锅圈在抖音平台的品牌曝光量突破 32 亿次。3) **门店业态创新：**锅圈不断拓展消费场景，开发外卖服务，并提供灵活的线上下单与线下自选相结合的消费模式。顾客需通过“锅圈商城”微信小程序下单，且订单满 59 元，即可享受免费配送的外卖服务，2025 年上半年已经完成 2000+零售门店的无人化改造。

从公司加盟单店创收数据看，2024 年单店创收约 53.7 万元，同比增 3.1%，2025 上半年单店创收继续同比增 3.1%，品类创新与渠道拓展综合助力。

图35：锅圈历史单店创收能力以及未来预测



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图36：锅圈 99 元毛肚自由套餐



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

看点 2：5 年内再增 1 万家店，乡镇门店是重点发力区域。在开店策略上面，2025 年公司在万家门店的基础上提出 5 年再开 1 万家门店的规划，从结构上来看新开门店会更加侧重下沉市场的乡镇门店。从增量空间来看，公司目前有 2000 家左右的乡镇门店，国内共有 3 万个乡镇，空间也较为广阔。其次公司在乡镇市场同类竞争对手较少，而且乡镇市场合适的选址有限，较早占位者有一定先发优势。我们预计 2025-2027 年公司加盟净增门店分别为 1000/1200/1300 家。

图37: 锅圈“肴肴领鲜”典型主要针对农贸市场



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图38: 2025-2027 年锅圈加盟门店数预测



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测: 2025-2027 年预计归母净利润分别为 4.33/5.25/6.32 亿元

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1、收入预测: 2025-2027 年收入预计分别为 75.38/91.08/109.07 亿元, 分别同比 +16.5%/+20.8%/+19.8%, 其中销售予加盟商的收入为核心, 分别为 62.81/75.52/89.81 亿元, 分别同比 +15.4%/+20.2%/+18.9%, 单店创收以及加盟门店数增长系主要驱动力; 其他销售渠道 2025-2027 年预计分别同增 +25%/+25%/+25%; 服务收入分别为 1.73/2.00/2.31 亿元, 我们预计单店服务收入相对稳定为 1.55 万元, 收入主要系加盟门店数增长驱动。

2、成本费用率: 预计 2025-2027 年毛利率分别为 22.3%/22.4%/22.5%, 相对保持稳定, 规模效应带动毛利率持续改善, 但性价比产品策略推进预计边际有所抵消; 销售费率分别为 9.3%/9.3%/9.3%, 规模扩张成本摊薄与营销投放同步; 管理费率分别为 5.8%/5.8%/5.8%, 主因收入规模效应带动盈利能力改善, 边际被投入成本增加抵消。

3、利润表现: 2025-2027 年归母净利润预计分别为 4.33/5.25/6.32 亿元, 分别同增 +87.6%/+21.3%/+20.5%。

表12: 锅圈 2025-2027 年盈利预测

单位: 千元, CNY	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,964,743	3,957,804	7,173,457	6,094,104	6,469,810	7,538,009	9,107,706	10,906,776
yoy		33.5%	81.2%	-15.0%	6.2%	16.5%	20.8%	19.8%
销售予加盟商	2,910,129	3,727,859	6,476,687	5,365,567	5,445,007	6,281,368	7,552,153	8,981,457
yoy		28.1%	73.7%	-17.2%	1.5%	15.4%	20.2%	18.9%
单店创收(万)	68	54	70	52	54	56	58	60
yoy		-19.8%	29.4%	-25.9%	3.1%	3.0%	3.2%	3.5%
其他销售渠道	7,809	152,345	582,087	574,951	867,239	1,084,049	1,355,061	1,693,826
yoy		1850.9%	282.1%	-1.2%	50.8%	25.0%	25.0%	25.0%
服务收入	46,805	77,600	114,683	153,586	157,564	172,593	200,493	231,493
yoy								
年服务费(万)	1.09	1.13	1.24	1.49	1.55	1.55	1.55	1.55
期初加盟店	1,441	4,296	6,864	9,216	10,300			
加盟店	4,296	6,864	9,216	10,300	10,135	11,135	12,935	14,935
yoy								
毛利	329,259	355,284	1,248,961	1,350,941	1,416,752	1,680,976	2,040,126	2,454,025
毛利率	11.1%	9.0%	17.4%	22.2%	21.9%	22.3%	22.4%	22.5%
其他收入及收益, 净额	11,274	38,725	121,460	104,915	26,134	50,000	50,000	50,000
销售费用	-220,134	-629,440	-624,577	-578,820	-664,194	-701,035	-847,017	-1,014,330
%	7.4%	15.9%	8.7%	9.5%	10.3%	9.3%	9.3%	9.3%
管理费用	-161,441	-355,676	-403,686	-497,235	-454,282	-437,205	-528,247	-632,593
%	5.4%	9.0%	5.6%	8.2%	7.0%	5.8%	5.8%	5.8%
其他支出-其他	-147	-2,101	-2,968	-8,652	-1,240	-1,200	-1,200	-1,213
财务费用	-1,994	-2,834	-2,564	-5,432	-4,421	-4,500	-4,500	-4,500
%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%			
金融资产减值		-426	-4,584	-2,292	797			
除税前溢利	-43,183	-596,468	332,042	363,425	319,546	587,037	709,163	851,388
所得税	-109	135,607	-91,060	-100,023	-78,308	-143,824	-173,745	-208,590
税率	-0.3%	22.7%	27.4%	27.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润(含少数股东权益)	-43,292	-460,861	240,982	263,402	241,238	443,213	535,418	642,798
%	-1.5%	-11.6%	3.4%	4.3%	3.7%	5.9%	5.9%	5.9%
少数股东损益		1,129	11,075	23,766	10,680	10,680	10,680	10,680
净利润(不含少数股东权益)	-43,292	-461,990	229,907	239,636	230,558	432,533	524,738	632,118
yoy				4.2%	-3.8%	87.6%	21.3%	20.5%
%				3.3%	3.8%	6.7%	7.0%	6.9%

资料来源: 锅圈公司招股说明书, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司估值: 4.3-4.4 港元/股

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

相对估值: 4.13-4.30 港元/股

供应链为根基, 公司门店下沉+同店持续改善(品类拓展带动)系核心看点。我们认为锅圈核心竞争力在于公司对于上游供应链端的深度布局, 通过自建工厂规模优势能够给予加盟商高质相对低价的产品, 进而保证加盟商具备竞争力的门店回收期。后续成长一看加盟商店收的增长, 核心依靠品类拓展带动, 2024 年推出的毛肚自由套餐, 已经带动 2024 年下半年同店收入回正, 截至 2025 年中期, 烧烤收入占比已经超过 2 成, 公司品类拓展效果良好; 其次, 公司提出 5 年再开万店的目标, 目前看虽仍处 5 年计划的早期, 但公司供应链深度布局下, 公司在下沉市场具备较强的品牌与性价比优势, 2025 年公司门店重回净增态势, 我们认为

公司下沉市场扩张成果也值得期待。

相对估值部分，我们选取同属大众餐饮赛道的小菜园、绿茶集团、九毛九作为估值参考（达势股份估值水平偏高），具体盈利预测如下表所述，当前市值分别对应小菜园、绿茶集团、九毛九 25 年 PE 估值为 14.7/8.9/20.9x，各公司之间估值差异主要受阶段同店收入表现、门店扩张预期等因素影响。横向对比看，我们认为锅圈核心优势在于供应链布局较优以及更优的同店表现（自 2024 年下半年以来便已改善），且在供应链加持下拓店的空间更广。考虑到公司同店收入增速已率先转正，且门店经过调整后重回净增通道，我们给予锅圈高于板块平均水平的 25 年 24-25 倍 PE，对应合理价值 4.13-4.30 港元/股，对应最新收盘价仍有 25.3%-30.5%空间。

表 13: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值		EPS				PE			投资评级
			亿元	24	25E	26E	27E	25E	26E	27E	PEG	
0999. HK	小菜园	9.58	112.74	0.56	0.65	0.80	0.95	14.7	12.0	10.1	0.76	优于大市
6831. HK	绿茶集团	6.75	45.49	0.65	0.76	0.90	1.06	8.9	7.5	6.4	0.50	优于大市
2517. HK	锅圈	3.29	90.52	0.08	0.16	0.19	0.23	20.9	17.3	14.3	0.50	优于大市
9922. HK	九毛九	2.61	36.42	0.04	0.11	0.17	0.21	23.7	15.3	12.4	0.32	优于大市
1405. HK	达势股份	79.13	103.61	0.42	0.98	1.71	2.73	80.7	46.3	29.0	0.93	无评级
平均								33.6				

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

绝对估值: 4.4-5.6 港元/股

未来估值假设条件见下表:

表 14: 锅圈盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	-15.0%	6.2%	16.5%	20.8%	19.8%	17.8%	13.0%	11.0%	8.5%	6.3%
营业成本/营业收入	77.8%	78.1%	77.7%	77.6%	77.5%	77.4%	77.4%	77.4%	77.4%	77.4%
管理费用/营业收入	8.2%	7.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%
销售费用/销售收入	9.5%	10.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%
所得税税率	27.5%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 15: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	25.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.30%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.31
公司股价 (元)	3.64	Ke	10.33%
发行在外股数 (百万)	2747	E/(D+E)	99.46%
股票市值 (E, 百万元)	10000	D/(D+E)	0.54%
债务总额 (D, 百万元)	54	WACC	10.29%
Kd	3.00%	永续增长率 (10 年后)	1.5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 与 FCFE 估值方法，得出公司价值区间为 4.43-5.60 港元/股。

表16: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.9%	10.4%	10.88%	11.4%	11.9%
永续 增长 率变 化	2.5%	6.84	5.90	5.18	4.60	4.13
	2.0%	6.13	5.37	4.77	4.27	3.87
	1.5%	5.58	4.94	4.43	4.00	3.65
	1.0%	5.13	4.59	4.15	3.77	3.46
	0.5%	4.76	4.30	3.91	3.58	3.29

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析

表17: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.9%	10.4%	10.88%	11.4%	11.9%
永续 增长 率变 化	2.5%	9.03	7.70	6.67	5.84	5.16
	2.0%	8.03	6.95	6.08	5.38	4.79
	1.5%	7.24	6.34	5.60	4.99	4.48
	1.0%	6.60	5.83	5.20	4.66	4.20
	0.5%	6.08	5.41	4.85	4.38	3.97

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析

投资建议：同店改善持续验证，供应链支撑下沉，首覆给予“优于大市”评级

预计 2025-2027 年归母净利润预计分别为 4.33/5.25/6.32 亿元，分别同增 +87.6%/+21.3%/+20.5%，综合相对估值与绝对估值情况，1 年期公司合理估值为 4.3-4.4 港元/股，对应最新收盘价涨幅空间有 30.5%-34.5%，在公司强供应链支持下，品牌拓展下加盟商店效有望持续改善，门店下沉有望持续推进，首次覆盖给予“优于大市”评级。

达势股份：高速成长披萨外送品牌，盈利改善可期

达势股份是达美乐比萨在中国大陆及港澳地区的独家特许经营商。2008 年，公司通过收购 Pizzavest China Ltd（原达美乐中国大陆特许经营商）获得北京、天津、上海、江苏及浙江的经营权，2017 年，新任 CEO 王怡加入并调整战略，扩大特许经营区域至全国。2023 年 3 月公司于港交所主板上市。2024 年公司净开店 240 家，门店总数达到 1008 家，进入的城市仅为 39 家，空白市场依旧广阔。

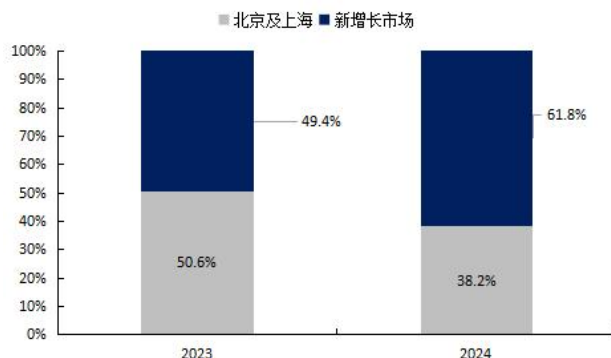
2024 年首次年度扭亏为盈。2024 年，公司实现营业收入 43.1 亿元，同增 41.4%；门店层面经营利润 6.2 亿元，同增 48.7%，门店层面经营利润率为 14.5%，同比 +0.7pct；归母净利润为 5519.5 万元，首次实现扭亏为盈，净利率为 1.3%，若剔除股权费用后的经调整净利润为 1.3 亿元，调整后净利率为 3.0%。

图39：达势股份 2019–2024 年收入及利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图40：传统市场与新兴市场占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

门店扩张依旧为主要成长看点。开店端，2024 年公司净开店 240 家，较 2023 年明显提速，其中新增长市场净开店 220 家，系新开店的主要来源。与此同时，公司“首店”光环持续。公司目前仅进入 39 个城市，2024 年内新进入 10 个城市，而全国有超 600 个城市，开店空间仍广阔。参考公司公告，2025 年公司计划将新开 300 家左右门店，其中新增长市场为拓店主力区域。

规模效应+结构优化带动利润率改善。我们认为公司期内能够顺利扭亏为盈，一方面系收入规模效应的持续释放，总部员工成本/租金/折旧摊销相关费用/广告及产品促销等成本占比摊薄，期内门店经营利润率为 14.5%，同比 +0.7pct；另一方面，我们认为新兴市场收入占比的提升也对利润率提升有改善，如图所示 2024 年新增长市场收入占比达到 61.8%，2024 年外送业务收入占比 46.1%，同比下降 13.1pct，系低线城市堂食以及自提收入占比更高，外卖收入占比下降对利润率提升也有帮助。

整体而言，伴随着达势股份门店的快速扩张，规模效应持续释放我们认为公司利润率仍有持续提升空间，且低线城市门店数占比的提升，外卖收入占比的适度优化，对整体利润率边际也有提升效果。

九毛九：战略收缩+品牌焕新，关店固本后期待经营回暖

对于九毛九来说，2024 年是经营承压、深度调整的一年。2024 年，九毛九实现收入 60.7 亿元，同比+1.5%，核心经营利润 2.5 亿元，同比-60.1%，归母净利润 5581 万元，同比-87.7%，刚性成本负杠杆效应扰动利润期内表现。2024H2，公司实现收入 30.1 亿元，同比-3.1%；归母净利润亏损 1648 万元，同比（2023H2 盈利 2.3 亿元）由盈转亏，关店减值拖累显著。

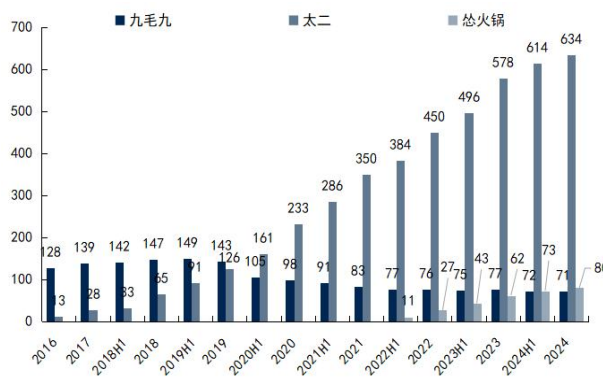
分品牌看，2024 年，核心品牌太二酸菜鱼收入 44.13 亿元，同比-1.4%，期内门店新增 95 家（包含 11 家加盟）、净增 56 家维持韧性增长，但翻座率 2.5 次/-0.5 次，客单价 71 元/-4 元，需求承压下同店下滑 18.8%；**怂火锅**实现收入 8.95 亿元，同比+11.0%，期内门店新开 28 家、净增 18 家。翻座率 2.0/-0.8 次，客单价 103 元/-10 元，同店销售同样承压同降 31.6%；**九毛九**实现收入 5.46 亿元，同比-13.2%，期内新增门店 9 家、净关店 6 家。翻座率为 1.7 次/-0.1 次，客单价为 55 元/-3 元，同店销售同比-13%。新品牌方面，山外面餐厅实现收入 2943 万元，新开 20 家餐厅（16 家合作模式），同时向第三方出售了那末大叔是大厨、赖美丽烤鱼品牌。整体而言，公司旗下三大核心品牌期内表现均承压，量价端仍呈现一定压力。

图41：九毛九 2016-2024 年收入及归母净利润表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图42：九毛九旗下品牌门店数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

调整 1：战略收缩聚焦优质门店。参考公司公开业绩交流会，在经营相对承压的当下，公司果断关闭低效门店，优化门店布局，聚焦核心优质门店。如核心品牌太二聚焦存量门店的迭代升级，怂火锅未来 3 年门店扩张集中于广东以及华南地区，直至新供应链（上海和重庆）投产并运营后，再进行其他地域的扩张。从季度经营数据看，截至 2025 年 6 月底，九毛九集团门店数已经净减 78 家，其中太二酸菜鱼、怂火锅分别净减 68/4 家，体现出公司门店汰劣留优策略持续在执行。

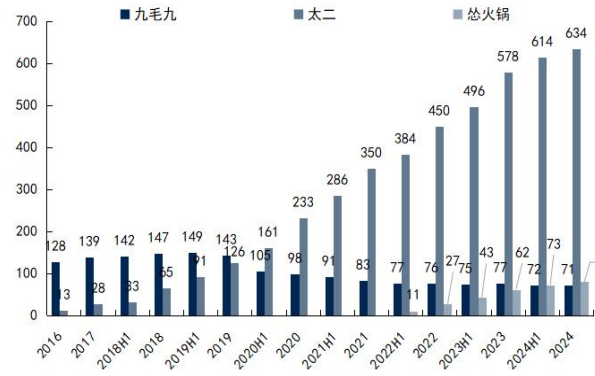
调整 2：品牌形象焕新，注重鲜活就餐体验。公司持续发展鲜货菜品，以顺应顾客对预制菜的抵制。自**怂火锅**推出鲜货产品（如现杀牛蛙、乳山生蚝）后，鲜货占比逐步提升（尤其是一线城市）；**对于太二酸菜鱼来说**，品牌不再以酸菜鱼为唯一招牌，新增鲈鱼酸菜鱼、爆炒鲜牛肉、菜籽油爆炒鲜土鸡等菜品，强化“鲜活”概念。同时推出不辣酸菜鱼，满足消费者对口味多样化的诉求；**九毛九西北菜**将菜品 SKU 从 80 多种精简至 40 多种，每年更新 20%-30%的菜品，提升标准化和颜值，同时新增山西老醋鲈鱼、新疆大盘鸡、西北烤羊排、牛肉汤等西北风味菜品，强化特色菜品。

图43: 九毛九 2016-2024 年收入及归母净利润表现



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图44: 九毛九旗下品牌门店数据



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2025 年以来同店降幅环比已收窄。如下表所示, 品牌同店表现仍相对承压, 但公司核心品牌太二同店同比跌幅自 2025Q1 的 21.2% 收窄至 Q2 的 13.7%, 且降幅逐月收窄, 经营调整初见成效。客单价方面, 2 季度太二 (中国内地)、九毛九客单价环比上升 1.5%/1.8%, 怂火锅则环比降 2.0%。公司正通过优化菜品结构等措施稳定客单价, 客单价的稳定也有助于整体收入质量提升。

表 18: 九毛九各品牌核心经营数据

	餐厅数量				翻台率 (仅限自营)			客单价 (元)			同店销售		
	餐厅总数	太二	其中: 加盟店	怂	太二	怂	九毛九	太二	怂	九毛九	太二	怂	九毛九
2024Q1	736	584	0	66	75	3.9	3.0	3.0	73	116	57	-13.9%	-34.8%
2024Q2	771	614	2	73	72	3.6	2.8	2.6	69	104	55	-18.1%	-36.6%
2024Q3	824	654	12	79	72	3.6	3.0	2.8	69	97	54	-18.3%	-32.5%
2024Q4	807	634	11	80	71	1	3.0	2.7	72	99	54	-24.6%	-26.9%
2025Q1	780	610	12	81	69	1	3.1	2.6	72	100	56	-21.2%	-24.2%
2025Q2	729	566	19	76	68	1	3.1	2.4	74	98	57	-13.7%	-14.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 考虑到品牌仍处于内部调整阶段, 我们下调 2025-2027 归母净利润至 1.47/1.68/1.86 亿元 (原为 2.16/2.95/3.55 亿元), 对应 PE 估值为 23.8/20.9/18.8x。短期看公司同店仍在触底企稳中, 且公司门店扩张节奏也较为审慎, 基本面处于磨底阶段。但我们也观测到公司积极改善的方面, 一方面调整菜单积极上新、推出高性价比产品, 同店降幅已连续两个季度收窄; 其次, 针对低效能门店做了关店处理, 2025 年有望轻装上阵应对市场变化。综上我们维持公司中线“优于大市”评级, 期待公司关店固本后的同店拐点到来。

表19：九毛九 2025-2027 年盈利预测

单位：千元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,005,722	5,985,850	6,073,644	4,405,928	4,570,752	4,705,294
yoy	-3.2%	49.4%	1.5%	-27.5%	3.7%	2.9%
1) 太二酸菜鱼	3,108,328	4,476,906	4,412,813	3,253,928	3,379,352	3,474,094
yoy	-5.6%	44.0%	-1.4%	-26.3%	3.9%	2.8%
餐厅数	450	578	634	550	560	570
2) 怂火锅	259,814	806,512	894,973	812,500	858,000	904,500
yoy	197.3%	210.4%	11.0%	-9.2%	5.6%	5.4%
餐厅数	27	62	80	65	66	67
3) 九毛九	605,511	629,550	546,183	576,000	595,700	615,600
yoy	-20.4%	4.0%	-13.2%	5.5%	3.4%	3.3%
餐厅数	76	77	71	72	74	76
二、成本						
1、所用原材料及耗材	1,447,132	2,142,159	2,162,104	1,559,698	1,618,046	1,670,379
%	36.1%	35.8%	35.6%	35.4%	35.4%	35.5%
2、员工成本	1,133,857	1,544,103	1,746,972	1,255,689	1,307,235	1,350,419
%	28.3%	25.8%	28.8%	28.5%	28.6%	28.7%
3、使用权资产折旧	403,013	485,330	576,465			
%						
4、其他租金及相关开支	83,248	138,844	133,213	440,593	457,075	470,529
%						
% (使用权折旧+租金)	12.1%	10.4%	11.7%	10.0%	10.0%	10.0%
5、其他资产的折旧及摊销	190,268	235,615	291,975	167,425	182,830	188,212
%	4.7%	3.9%	4.8%	3.8%	4.0%	4.0%
6、水电开支	148,668	219,022	252,947	132,178	137,123	141,159
%	3.7%	3.7%	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%
三、利润端						
归母净利润	49,280	453,462	55,807	147,125	167,578	186,454
yoy	-85.5%	820.2%	-87.7%	163.6%	13.9%	11.3%

资料来源：九毛九公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

同店收入稳健增长基础上门店数量的快速扩张，是餐饮品牌最健康的成长状态，也是资本市场估值水平有望持续抬升的成长阶段。综合考虑现阶段品牌同店增速、门店扩张节奏以及潜在经营效率提升空间，我们重点推荐小菜园、绿茶集团、锅圈、九毛九。建议关注达势股份。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出绿茶集团的合理估值在 10.00-11.6 港元/股、锅圈的合理估值在 4.2-4.3 港元/股，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%（绿茶集团、锅圈均相同），可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%（绿茶集团、锅圈均相同），公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面

绿茶集团：我们选取在大众餐饮领域的小菜园、锅圈、九毛九为可比公司，选取了可比公司 2025 年平均 PE 作为相对估值的参考，最终给予公司 2025 年估值 10-12x PE，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

锅圈：我们选取在大众餐饮领域的小菜园、绿茶集团、九毛九为可比公司，选取了可比公司 2025 年平均 PE 作为相对估值的参考，最终给予公司 2025 年估值 24-25x PE，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

◆ 绿茶集团

收入预测：预计 2025-2027 年收入分别同比+22.7%/21.4%/18.1%，可能存在对公司同店收入改善及门店扩张预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

成本费用假设：2025-2027 年，毛利率分别为 70.2%/70.1%/70.0%，公司发力头牌菜对毛利率有所改善，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

◆ 锅圈

收入预测：预计 2025-2027 年收入分别同比+16.5%/+20.8%/+19.8%，可能存在对公司同店收入改善及门店扩张预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

成本费用假设：2025-2027 年，毛利率分别为 22.3%/22.4%/22.5%，公司布局上游供应链对毛利率有所改善，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

行业竞争加剧风险：餐饮行业本质是进入退出门槛极低的行业，且夫妻老婆

门店众多，在经济下行期，小型餐饮玩家会通过低价竞争去抢占客流，从而对餐饮品牌产生经营扰动。且低价竞争对品牌调性的损伤、毛利率的稳定性均有较大损伤。

门店扩张不及预期：中国国土面积幅员辽阔，品牌扩张过程中可能存在口味偏好适配、管理团队能力适配等问题，最终导致门店扩张效果不及预期。

食品安全风险：若门店销售产品出现原材料过期等食品安全等风险，严重情况下造成了消费者身体不适等情况，对于餐饮品牌经营会是较为沉重的打击。对于锅圈而言，如产品在生产、储运或门店销售过程中出现食品安全问题，可能对公司声誉造成重大负面影响，进而影响消费者购买意愿及品牌形象。

加盟商管控风险：锅圈以加盟模式为主进行门店扩张，门店数量众多、分布广泛。若部分加盟门店未严格按照食品安全及经营许可相关法规开展业务，可能引发监管风险或行政处罚，进而对公司品牌形象和经营稳定性带来不利影响。

宏观经济波动风险：餐饮零售行业对居民可支配收入具有较高依赖性。若宏观经济出现下行或居民消费意愿减弱，将可能影响公司产品销量及加盟门店拓展速度，对经营业绩构成压力。此外，大规模传染疫情及其他国际政治事件、自然灾害等不可抗力等可能影响出行，导致公司经营低于预期。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人即创始人拥有公司绝对控制权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

股东减持风险：上述公司均为近几年上市，若战略投资者、实控人等重要股东减持，会导致公司股价承压。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032