

2024年12月13日
小菜园 (0999.HK)

IPO 点评

证券研究报告

小菜园 IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

小菜园是一家主打性价比的中餐连锁餐厅，客单价在100元以下。2022、2023全年和2024年前八个月，公司的收入分别为人民币32.1亿元、45.5亿元和35.4亿元，同比增长21.5%、41.5%和15.3%；净利润分别为2.4亿、5.3亿、4.0亿元，同比增长4.6%、124%、1.3%。公司在消费环境承压的情况下保持着正向增长。

门店布局以江苏和安徽为核心。在过去几年公司的门店数量经历了快速增长，21年底为379家，截止24年8月门店数量达到636家，增长了67%，门店全部为直营。公司第一家门店位于安徽省，所以安徽是其大本营，在636家门店中，259家位于江苏省，136家位于安徽省，上海和浙江各有69家和62家。

高性价比策略，SKU丰富。小菜园的定价较为平价，2024年人均消费59.5元。2021年人均消费为66.1元，下降了10%。门店的菜单较为丰富，每季度提供45-50种菜品，会根据季节和地区口味设计菜单。

24年同店收入下滑。22年至23年同店收入增长了20.8%，主要是疫情之后消费的快速恢复。24年前八个月相比23年同期的同店收入下滑11.4%，主要是23年上半年的高基数影响带来，客流量的下滑和客单价的下滑都对同店收入有影响。我们认为同店的表现与今年观察到的行业整体情况基本相符。

外卖贡献重要收入。24年前八个月小菜园的外卖收入占比达到36.8%，而21年时占比仅为15%，外卖将为公司贡献越来越多的收入。

行业状况及前景

中国餐饮行业规模巨大，发展潜力大。2023年中国餐饮行业规模达到5.2万亿，在疫情以前的增速超过9%，但是疫情之后增长恢复较为疲软，18至23年的年复合增速为4.4%，未来伴随着收入预期的稳定和消费信心的恢复，增长有望修复。中餐中约88%的市场为大众便民市场（客单价100元以下），市场规模庞大。连锁化程度较高，占比达到19.2%，并且未来有渗透率继续提升的趋势。

竞争格局分散。餐饮的入行门槛极低，因此行业天然分散度高。在50-100元客单的大众中餐市场中，小菜园市占率排名第一，占比0.2%。

优势与机遇

性价比极高的品牌定位。公司定价比较平价，菜品和用餐环境都很舒适，同等价位中性价比较高，给消费者营造了“好吃不贵”的品牌心智，是吸引消费者的核心优势。

标准化运营模式和管理体系。公司在菜品的标准化、服务的标准化、培训的标准化和食品安全标准化上积累了大量经验，同时在餐厅选址也沉淀出了一支专业团队，和标准化的流程。公司管理经验丰富，充分利用股权激励、薪酬激励、成长激励带动一线员工积极性。

强大的供应链管理。公司自建全冷链仓储物流供应链体系，实现了优质健康食材的标准化集中采购机制、工业化的高效加工、全部门店精准日配送、安全稳妥的品控、强有力的成本控制。

财务状况稳健。公司截止24年8月末有息负债占净资产比率为3.7%，流动比率1.8。

弱项与风险

行业门槛较低，竞争激烈，对于公司的持续高效运营能力有很高的要求。

消费者尝鲜意愿强烈，用户粘性不高，对于公司菜品迭代、门店环境迭代要求更高。

门店表现对于选址的依赖度较高，有一定选错的概率。

投资建议

此次上市没有基石投资人。保荐人为华泰国际和UBS，实力较强。

公司此次IPO发行价为8.5港元，发行后总市值约为100亿港元（不包括超额配售），根据23年及24年前八月净利润计算，PE-TTM为18.6x，和当前市场估值较为近似，但是从历史上看处于相对低估的水平。近期港股市场打新热情较为高涨，综合考虑我们给予IPO专用评级“5.7”。

餐饮

股份名称：小菜园
股份代码：0999.HK

IPO专用评级

— 评级基于以下标准，最高10分

1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	5
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	7

注：预期认购反应一般，融资申购需注意所获股份分配过多的风险

主要发售统计数字

上市日期：	2024/10/23
发行价范围(港元)	8.5
发行股数，绿鞋前(百万股)	101.18
— 香港公开发售：占比	10.12；10%
— 最高回拨后股数：占比	50.59；50%
— 发行中旧股数目：占比	0；0%
发行后股本，绿鞋前(百万股)	2,347.83
集资金额，绿鞋前(亿港元)	8.6
— 香港公开发售部分	0.86
— 最高回拨后	4.3
发行后总市值，绿鞋前(亿港元)	100
备考每股有形资产净值(港元)	1.98
备考市净率(倍)	4.29

保荐人：华泰国际、UBS
账簿管理人：国元国际、招银国际、农银国际、工银国际、富途、TradeGo
会计师：毕马威会计事务所

资料来源：公司招股书

曹莹 消费行业分析师
gloriacao@sdicsi.com.hk

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010