

# 普惠为基，“大众家庭厨房”快步成长

华泰研究

2025年3月09日 | 中国香港

首次覆盖

餐饮

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

13.01

研究员

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523120004  
SFC No. BTM417

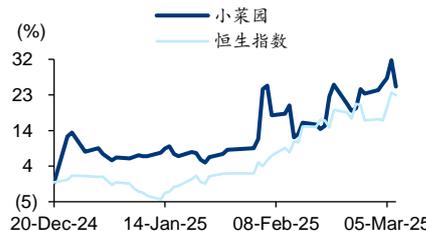
曾珺

zengjun@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(港币)	13.01
收盘价(港币 截至3月7日)	10.62
市值(港币百万)	12,495
6个月平均日成交额(港币百万)	8.99
52周价格范围(港币)	8.40-11.30
BVPS(人民币)	62,309

## 股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖小菜园予以“买入”评级，目标价 13.01 港币，基于 20X 25 年 PE。小菜园是中国大众便民中式餐饮市场市占率第一的连锁餐饮集团（23 年收入口径）。截至 2024.12.5，公司在全国 146 座城市拥有 663 家直营门店，是广受顾客认可的中国百姓“家庭厨房”。公司高性价比大众便民餐饮卡位清晰，依托高标准化单店模型、高效供应链及“洞察人心”的激励机制形成竞争壁垒。展望未来，公司凭借较优的产品广谱性有望实现客群、商圈和地域全覆盖，多维度增长明确，主品牌小菜园门店纵深扩张与店效提升或协同增长；菜手等新品牌立足社区餐饮，有望复用主品牌经验，孵化新曲线。

### 大众便民餐饮：迎合性价比、连锁化消费趋势，赛道广而长

随餐饮行业供需回归理性，较传统正餐更轻量化的大众便民餐饮业态（100 元以下）迎来成长机遇。大众便民餐饮（50-100 元）和社区餐饮（0-50 元）切入工作日小家庭简餐/小型聚餐用餐场景，聚焦高频、偏刚性就餐市场，需求稳定性较优，沙利文预计 28 年市场规模分别达 34,495/21,376 亿。

### 性价比长红品牌，UE 优异；商圈和地域全覆盖，拓店为主要成长驱动

我们认为，公司具备三大核心竞争力：1) 以家常口味、高性价比和“锅气”菜品立稳品牌口碑，围拢大众需求，产品抗潮流属性相对强。2) 靓丽 UE 为立身之本，23 年投资回收期 9.4 个月，优于行业平均水平（逾 18 个月），8M24 餐厅利润率横纵比较下均显稳健。3) 较优的激励机制和供应链赋能提质增效，有效平衡规模增长与盈利能力提升。展望中长期，“扎根下沉”的基因继续赋能扩张，我们预计 26 年门店数有望达 1000 家，中长期展望近 2000 家门店空间。此外，外卖业务及线下新零售业务延伸或进一步提振单店营收，子品牌菜手有望成为第二成长曲线。

### 我们与市场观点不同之处

市场认为地方菜系市场接受度有限，难以实现可持续增长；小菜园作为区域品牌，后续拓店速度及远期开店空间天花板较低。而我们认为公司盈利韧性在往期已得一定验证（8M24 公司同店日均日销同比-11.7%，但门店经营利润率仍维持 17.8%），纵深式扩张提升开店成功率，放大区域内规模效应，有望继续巩固同店盈利能力，形成店效增长-良性开店的正反馈循环。

### 目标价 13.01 港币；首次覆盖予以“买入”评级

我们预测公司 24-26 年归母净利润为 5.84/7.07/8.50 亿元，对应 EPS 为 0.50/0.60/0.72 元，25-26 年 CAGR 为 21%。参考可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值 17X，考虑公司仍处于品牌势能向上周期，予以龙头溢价，基于 20X25 年 PE，给予目标价 13.01 港币，“买入”评级。

风险提示：消费者接受度不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	3,213	4,549	5,264	6,561	8,059
+/-%	21.45	41.58	15.71	24.63	22.84
归属母公司净利润(人民币百万)	237.57	532.06	584.13	706.93	849.55
+/-%	4.60	123.96	9.79	21.02	20.17
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.24	0.53	0.50	0.60	0.72
ROE(%)	111.17	112.25	71.11	51.48	39.49
PE(倍)	41.24	18.41	19.73	16.31	13.57
PB(倍)	30.16	15.72	11.30	6.68	4.47
EV EBITDA(倍)	18.41	11.25	9.83	7.60	5.90

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,213	4,549	5,264	6,561	8,059
销售成本	(1,088)	(1,433)	(1,674)	(2,073)	(2,518)
<b>毛利润</b>	<b>2,126</b>	<b>3,116</b>	<b>3,590</b>	<b>4,488</b>	<b>5,541</b>
销售及分销成本	(1,629)	(2,169)	(2,582)	(3,280)	(4,099)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(146.73)	(215.49)	(222.94)	(233.41)	(268.53)
财务成本净额	(26.62)	(22.53)	(29.40)	(43.61)	(49.67)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>349.78</b>	<b>744.12</b>	<b>778.84</b>	<b>942.57</b>	<b>1,133</b>
税费开支	(112.20)	(212.06)	(194.71)	(235.64)	(283.18)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>237.57</b>	<b>532.06</b>	<b>584.13</b>	<b>706.93</b>	<b>849.55</b>
折旧和摊销	(286.62)	(330.22)	(436.85)	(566.54)	(710.98)
EBITDA	663.02	1,097	1,245	1,553	1,893
EPS (人民币, 基本)	0.24	0.53	0.50	0.60	0.72

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	84.77	104.90	114.68	141.99	172.49
应收账款和票据	185.44	270.14	263.58	328.50	403.52
现金及现金等价物	63.00	620.15	1,077	1,815	2,750
其他流动资产	18.00	25.00	25.00	25.00	25.00
<b>总流动资产</b>	<b>351.21</b>	<b>1,020</b>	<b>1,480</b>	<b>2,311</b>	<b>3,351</b>
固定资产	425.99	583.12	697.33	789.48	866.03
无形资产	3.22	2.91	2.44	2.17	1.78
其他长期资产	522.72	733.86	924.46	1,078	1,204
<b>总长期资产</b>	<b>951.93</b>	<b>1,320</b>	<b>1,624</b>	<b>1,870</b>	<b>2,072</b>
<b>总资产</b>	<b>1,303</b>	<b>2,340</b>	<b>3,104</b>	<b>4,180</b>	<b>5,423</b>
应付账款	232.93	280.48	299.85	371.28	451.03
短期借款	267.87	242.17	336.25	416.60	501.42
其他负债	81.89	138.39	138.53	138.53	138.53
<b>总流动负债</b>	<b>582.69</b>	<b>661.03</b>	<b>774.63</b>	<b>926.40</b>	<b>1,091</b>
长期债务	352.31	518.96	773.03	990.01	1,219
其他长期债务	43.25	536.99	537.09	537.09	537.09
<b>总长期负债</b>	<b>395.56</b>	<b>1,056</b>	<b>1,310</b>	<b>1,527</b>	<b>1,756</b>
股本	0.32	0.06	0.06	0.06	0.06
储备/其他项目	324.57	623.03	1,020	1,727	2,576
股东权益	324.89	623.09	1,020	1,727	2,576
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>324.89</b>	<b>623.09</b>	<b>1,020</b>	<b>1,727</b>	<b>2,576</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	41.24	18.41	19.73	16.31	13.57
PB	30.16	15.72	11.30	6.68	4.47
EV EBITDA	18.41	11.25	9.83	7.60	5.90
股息率 (%)	1.53	1.38	1.63	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.78	4.41	6.65	8.37	10.51

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	663.02	1,097	1,245	1,553	1,893
融资成本	26.62	22.53	29.40	43.61	49.67
营运资本变动	(125.37)	(59.93)	16.15	(20.81)	(25.77)
税费	(112.20)	(212.06)	(194.71)	(235.64)	(283.18)
其他	(17.94)	18.93	(29.40)	(43.61)	(49.67)
<b>经营活动现金流</b>	<b>434.13</b>	<b>866.34</b>	<b>1,067</b>	<b>1,296</b>	<b>1,584</b>
CAPEX	(96.26)	(310.52)	(292.80)	(320.80)	(360.80)
其他投资活动	16.45	14.78	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(79.81)</b>	<b>(295.74)</b>	<b>(292.80)</b>	<b>(320.80)</b>	<b>(360.80)</b>
债务增加量	(150.35)	(172.07)	(100.00)	(193.80)	(238.64)
权益增加量	0.00	(0.26)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(150.00)	(135.28)	(187.50)	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(11.34)	293.47	(29.40)	(43.61)	(49.67)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(311.69)</b>	<b>(14.13)</b>	<b>(316.90)</b>	<b>(237.41)</b>	<b>(288.31)</b>
现金变动	42.63	556.47	456.83	738.05	935.32
年初现金	20.37	63.00	620.15	1,077	1,815
汇率波动影响	0.00	0.68	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>63.00</b>	<b>620.15</b>	<b>1,077</b>	<b>1,815</b>	<b>2,750</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	21.45	41.58	15.71	24.63	22.84
毛利润	22.67	46.60	15.21	25.01	23.46
营业利润	8.27	109.32	7.28	24.10	20.38
净利润	4.60	123.96	9.79	21.02	20.17
EPS	4.60	123.96	(6.68)	21.02	20.17
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	66.14	68.49	68.20	68.40	68.75
EBITDA	20.63	24.11	23.65	23.67	23.49
净利润率	7.39	11.70	11.10	10.77	10.54
ROE	111.17	112.25	71.11	51.48	39.49
ROA	18.98	29.21	21.46	19.41	17.69
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	171.50	22.63	3.17	(23.65)	(39.98)
流动比率	0.60	1.54	1.91	2.49	3.07
速动比率	0.46	1.38	1.76	2.34	2.91
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	2.57	2.50	1.93	1.80	1.68
应收账款周转天数	17.42	18.03	18.25	16.24	16.35
应付账款周转天数	85.17	64.47	62.39	58.27	58.77
存货周转天数	23.64	23.82	23.61	22.29	22.48
现金转换周期	(44.10)	(22.63)	(20.53)	(19.74)	(19.95)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.24	0.53	0.50	0.60	0.72
每股净资产	0.32	0.62	0.87	1.47	2.19

## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>6</b>
我们与市场观点不同之处 .....	6
<b>大众便民需求更具韧性，顺应连锁化+性价比趋势</b> .....	<b>8</b>
餐饮：供需回归理性，从“流量依赖”向“好吃不贵”转型 .....	8
中式便民餐饮：偏刚需属性，赛道广且具备延展性 .....	9
视角一：优质供给迭出，中餐连锁化率稳中有进 .....	10
视角二：质价比为长期趋向，线上渠道仍存增量 .....	11
视角三：外食兼备偏刚需及休闲属性，龙头受益 .....	11
<b>小菜园：快速成长的大众便民中式餐饮领导者</b> .....	<b>12</b>
十载沉淀铸就国民家庭厨房.....	12
股权结构集中，激励体系完备 .....	12
外卖占比提升，盈利能力改善.....	14
<b>性价比正餐定位独特，标准化运营提质提效</b> .....	<b>17</b>
定位大众家常菜，抗潮流属性打造长红品牌 .....	17
高标准运营能力，有效赋能经营韧性提升 .....	18
简单化、标准化运营提升效率 .....	18
单店模型极简，单店表现靓丽 .....	19
供应链&数字化双驱动，成本管控能力优秀 .....	21
<b>成长看点：门店扩张、店效提升与社区餐饮业务</b> .....	<b>24</b>
扩张：做深做透区域，远期空间有望接近 2000 家.....	24
店效：产品/渠道/供应链共振，新零售积极布局 .....	26
社区餐饮：有望成为第二成长曲线 .....	27
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>28</b>
风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1: 小菜园竞争优势.....	6
图表 2: 全国餐饮门店规模及开店率 (1Q19-3Q24) .....	8
图表 3: 中国餐饮人均消费及区间分布 (2019-3Q24) .....	8
图表 4: 餐饮消费者购物决策链条: 选择品牌进入备选集的关键考虑因素.....	8
图表 5: 2024 年五大业态开店量及开店比 .....	9
图表 6: 2024 年餐饮细分品类开店量及开店比 .....	9
图表 7: 购物中心消费者画像、行为特征及消费偏好 (2023) .....	9
图表 8: 17-28E 中国餐饮市场规模及增速 (按收入计) .....	10
图表 9: 17-28E 中式餐饮不同客单价市场规模及增速.....	10
图表 10: 2017-2028E 连锁和非连锁餐饮市场规模 (十亿元) .....	10
图表 11: 公司发展历程.....	12
图表 12: 小菜园股权结构图 (发行后) .....	12
图表 13: 小菜园管理层履历 .....	13
图表 14: 小菜园员工晋升和激励制度.....	13
图表 15: 截至 8M24 小菜园不同部门雇员数量 .....	13
图表 16: 小菜园门店数量和单店销售额 (百万元) .....	14
图表 17: 小菜园分业务营收 (百万元) .....	14
图表 18: 小菜园同店销售额 (百万元) .....	14
图表 19: 小菜园同店销售增长率.....	14
图表 20: 小菜园毛利率、净利率和门店层面经营利润率.....	15
图表 21: 小菜园归母净利润和利润率 (百万元) .....	15
图表 22: 小菜园经调整 EBITDA 及 EBITDA 利润率 (百万元) .....	15
图表 23: 小菜园净利润和经调整净利润 (百万元) .....	15
图表 24: 小菜园经营成本拆分 (百万元) .....	16
图表 25: 公司经营活动现金流及自由现金流 (百万元) .....	16
图表 26: 小菜园竞争优势.....	17
图表 27: 小菜园就餐环境.....	18
图表 28: 小菜园部分招牌产品 .....	18
图表 29: 小菜园门店堂食客单价 (元) .....	18
图表 30: 太二酸菜鱼客单价 .....	18
图表 31: 小菜园标准化体系 .....	19
图表 32: 小菜园同店日均销售额.....	19
图表 33: 小菜园不同年份开业门店的单店日均销售额 .....	19
图表 34: 小菜园同店日均堂食顾客量.....	20
图表 35: 小菜园同店翻台率 (次/天) .....	20
图表 36: 同店单位面积日均销售额 (人民币元) .....	20
图表 37: 小菜园月人效 .....	20
图表 38: 小菜园与其他品牌单店模型对比 .....	20
图表 39: 小菜园及其他中餐同店及餐厅利润率表现.....	21

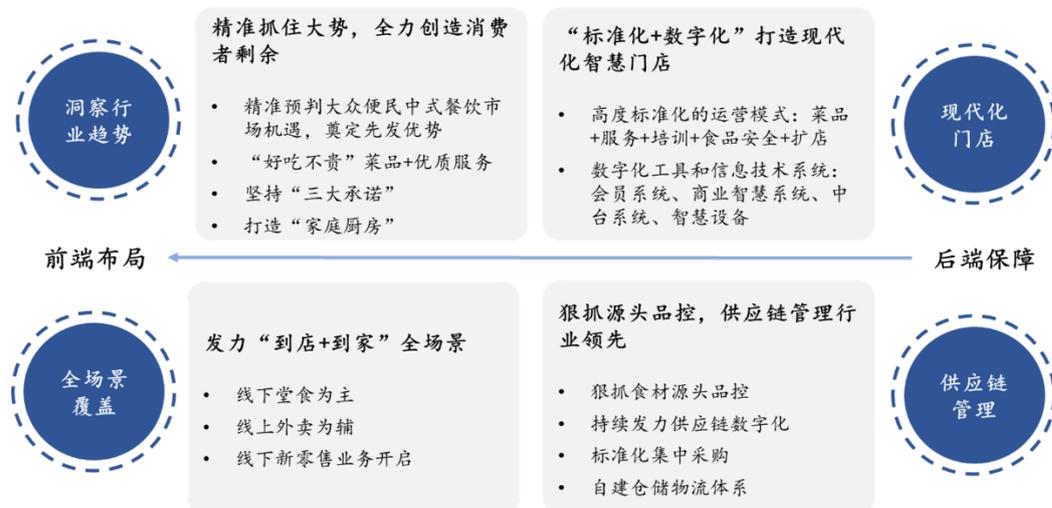
图表 40: 中国食材原料平均价格.....	21
图表 41: 小菜园原材料成本占收入比例.....	21
图表 42: 小菜园供应链模型.....	22
图表 43: 小菜园数字化管理系统.....	22
图表 44: 小菜园外卖单数和单均消费额.....	23
图表 45: 小菜园外卖营收及占比 (百万元).....	23
图表 46: 小菜园商业模式.....	24
图表 47: 小菜园开店流程.....	24
图表 48: 小菜园门店版图.....	25
图表 49: 小菜园门店扩张空间测算.....	26
图表 50: 小菜园供应链管理体系优化.....	27
图表 51: 菜手食堂门店.....	27
图表 52: 子品牌菜手与主品牌小菜园对比.....	27
图表 53: 小菜园: 门店预测.....	28
图表 54: 小菜园: 收入预测.....	29
图表 55: 小菜园: 成本及利润预测.....	30
图表 56: 可比公司 PE 估值.....	30

## 投资要点

公司是中国大众便民中式餐饮市场市占率第一的连锁餐饮集团（23 年收入口径），客单价在 60 元左右（8M24 口径）。截至 24 年 12 月 5 日，公司拥有主品牌小菜园、子品牌观邸、复兴楼及菜手等，在全国 146 座城市共拥有 663 家直营门店，是广受顾客认可的中国百姓“家庭厨房”。我们认为，大众普惠的性价比菜品、“真抓实干”的高标准化运营和管理能力、领先的供应链管理和场景拓展能力共同构成小菜园的竞争优势。

展望未来，公司多维度增长态势明确，主品牌小菜园门店数量与单店收入均有望呈现向上态势，线下新零售业务和社区餐饮业态立足时代机遇，有望复用主品牌经验，成为成长第二曲线。

图表1：小菜园竞争优势



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 我们与市场观点不同之处

1) 市场认为徽菜为地方菜系，市场接受度有限，叠加中餐市场竞争加剧，小菜园难以实现可持续增长。我们认为公司同店销售增长韧性在过往期间已得到一定验证，店效在新城市的卓越表现助推品牌影响力扩散，沉淀的品牌势能有望继续撬动同店增长。

首先，公司洞察市场机遇，把握性价比大众便民餐饮风口。虽然中餐格局分散，竞争较为激烈，但公司所聚焦的客单价在 100 元以下的大众便民餐饮主要满足居民的日常饮食、家庭聚餐等高频、刚性就餐需求，需求具备较强的稳定性。据沙利文，按收入计算，2023 年大众便民市场约占中餐市场的 88.7%，市场规模达到 36,187 亿，预计 2028 年大众便民中餐按收入计算的市场规模将达到 55,871 亿，2023-2028 年复合增速达到 9.1%（vs 中高端 5.5%，整体 8.7%）。此外，连锁化率提升是大势所趋，公司作为行业龙头，依靠成熟的供应链和数字化管理体系提升自身运营效率，构筑竞争壁垒，龙头市场份额的提升有望进一步推动行业格局整合和集中度提升。据沙利文，23 年小菜园以门店收入 4.51 亿元占据市场份额 0.2%，市场份额在客单价 50-100 元的大众便民中式餐饮市场中居于首位。

其次，小菜园是历经 10 年沉淀的长红品牌，消费者粘性和复购意愿较高，具备较强的抗周期能力。公司以客单价 50-100 元的高性价比、非预制的“锅气”大众普适性菜品立稳口碑，并非网红品牌。2022/2023 公司同店销售额为 20.68/30.80 亿，同店销售额增长率（sssg）为+1.2/+20.8%。复购频次提升、品牌影响力提高有望。同店收入长期保持稳健。此外，拓展外卖场景有望稳定并增厚单店收入。2021 年/2022 年/2023 年/8M24，公司外卖营收为 410/1,030/1,491/1,313 百万元，营收占比 15.5%/32.0%/32.8%/37.0%，收入贡献度或将持续提升。

2) 市场认为小菜园为区域品牌，后续扩张速度和远期开店空间有限。我们认为，小菜园 UE 优质，具备较强的可复制性，全国化扩张仍存在较大空间。立足长期，社区餐饮品牌“菜手”接力主品牌“小菜园”，海外中餐犹待整合，新品牌和新市场有望抬升公司远期开店规模天花板。

首先，公司将打磨易于复制的标准化 UE 作为立身之本，通过夯实供应链能力放大规模效应，构建规模持续增长飞轮。小菜园新店前期投入为 130-170 万，23 年投资回收周期仅 9.4 个月，投资回报率显著优于行业平均水平（逾 18 个月）。此外，公司通过全流程数字化管理打造智慧门店，在门店端实现提效增质，平衡规模增长与盈利能力。8M24 公司同店日均日销 2.53 万/-11.7%yoy，门店经营利润率 17.8%。优异的单店模型为扩张奠定了良好基础，2021-8M24 期间，公司新开门店共计 396 家，平均关店率仅 1.84%。

其次，公司立足三线市场，扩张策略稳扎稳打，24 年起有望提速。截至 24 年 12 月 5 日，公司已覆盖全国 146 个城市，以安徽为大本营持续向外辐射，中部和东部为当前主要市场。截至 8M24，公司在一线/新一线/二线/三线及以下城市分别拥有门店 97/184/77/278 家，占比 18/29/12/41%，较 23 年期末+0.9/+0.5/+0.4/-1.8pct，逐步发力高线城市扩张。

基于当前门店密度和供应链能力，我们认为公司具备加速开店的条件。据招股书，公司计划于 2025/2026 年新开设约 160/180 家“小菜园”品牌门店，至 2026 年期末全国门店数有望达 1,000 家。公司遵循三步骤打法：1) 扩大地区覆盖广度。逐步拓展至已有覆盖省份内的新区域，并进军邻近的省份，逐步形成“长三角、京津冀、粤闽赣”的门店布局。2) 在现有市场合理增加门店网络密度。3) 扩展拥有大型华人社区的境外国家和地区。扩张策略清晰，有望助力开店目标稳步达成。

立足中长期，考虑大众便民中餐广谱性较强，标准化程度较高，基于不同线城市人口和人均 GDP 情况，我们预计小菜园国内中长期门店空间有望接近 2000 家，相比 8M24 的 640 家尚有 212%的扩张空间。此外，依托大众便民中式餐饮市场的经营经验，0-50 元的“菜手”社区店品牌在远期有望和主品牌“小菜园”形成协同，抬升公司门店规模天花板。

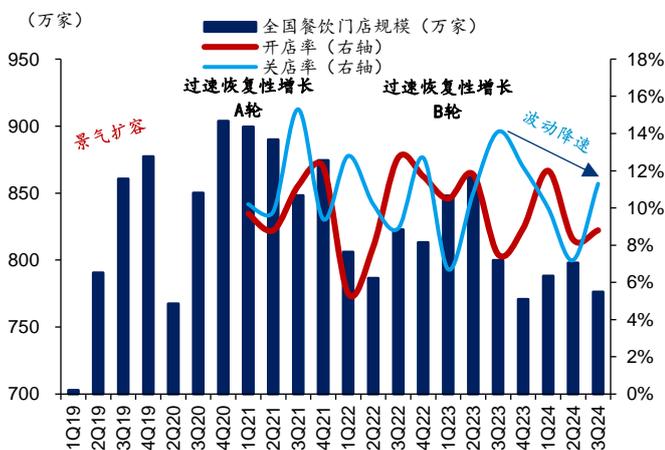
## 大众便民需求更具韧性，顺应连锁化+性价比趋势

### 餐饮：供需回归理性，从“流量依赖”向“好吃不贵”转型

**供给：23 年供给回补，24 年起供给波动缩量。** 较低连锁化率及小成本投资下餐饮行业进出壁垒低，品牌快进快出、灵活调整成为常态。2019 年餐饮行业景气扩容，2H20 及 1H23 行业整体历经两轮恢复性增长。2H23 后伴随消费环境变动及行业内价格竞争加剧，提高开店质量成为新趋势，供给端波动缩量，开店率及关店率均有所下滑。据辰智餐饮大数据，截至 3Q24 我国餐饮门店规模达 776 万家，同比收缩约 3%。

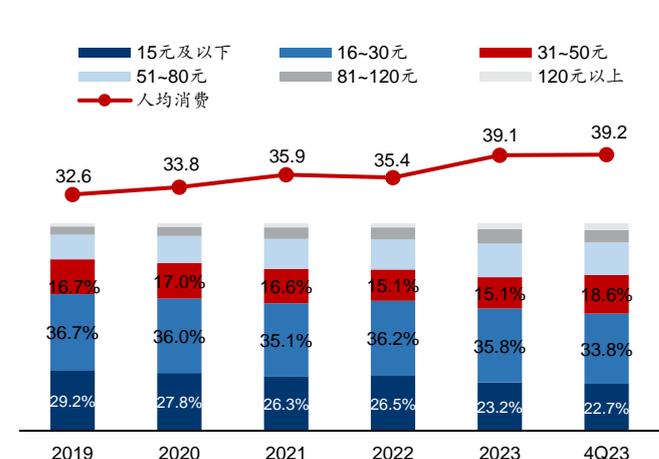
**需求：人均消费增长降速，顺应性价比大趋势。** 据国家统计局，2024 年全年社零餐饮收入达 55,718 亿元，同比+5.3%，全年收入跑赢社零整体（同比+3.7%）。人均消费来看，2019 年起餐饮人均消费金额呈上升趋势，进入 24 年后人均消费增长放缓，3Q24 人均消费 39.2 元/较 2023 年增长 0.1 元。结构上看，2019-3Q24 期间 16-50 元中低价位段人均消费人数合计占比超 50%；消费力温和复苏下消费者在质与价之间寻求平衡，31-50 元价位段占比波动增长。

图表2：全国餐饮门店规模及开关店率（1Q19-3Q24）



资料来源：辰智餐饮大数据，华泰研究

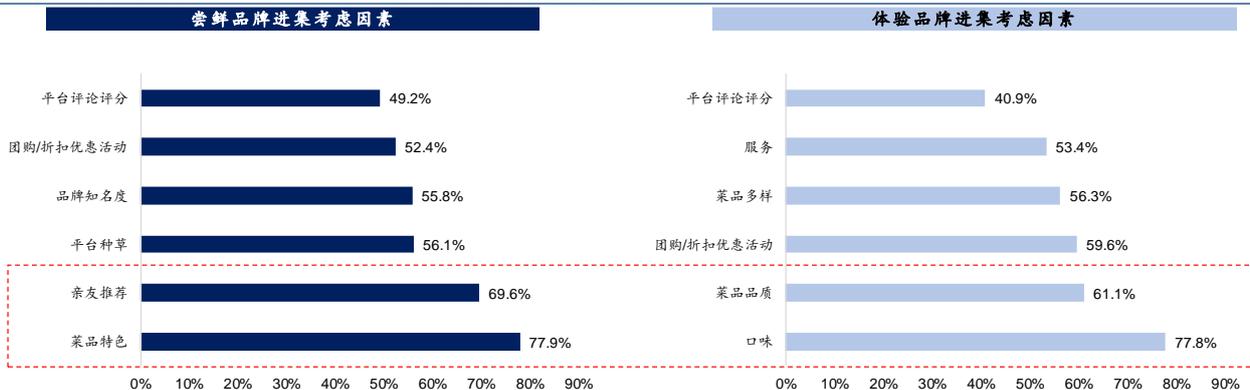
图表3：中国餐饮人均消费及区间分布（2019-3Q24）



资料来源：辰智餐饮大数据，华泰研究

**大众餐饮消费画像：并非随机选择，储备品牌备选集，产品质量仍为关键决策因子。** 据《正餐消费决策链研究报告 2025》，按需求类型分，餐饮消费者可分为探索型、照顾型与坚守型三大类，尝鲜意愿依次递减，群体人口特征由以学生、白领等为主逐渐推移至更接近于整体人口分布。对于大众消费者而言，选择就餐品牌时往往优先考虑其心智中品牌备选集，而菜品特色、亲友推荐、菜品口味以及品质四大类要素是品牌进入备选集的关键考虑要素。

图表4：餐饮消费者购物决策链条：选择品牌进入备选集的关键考虑因素

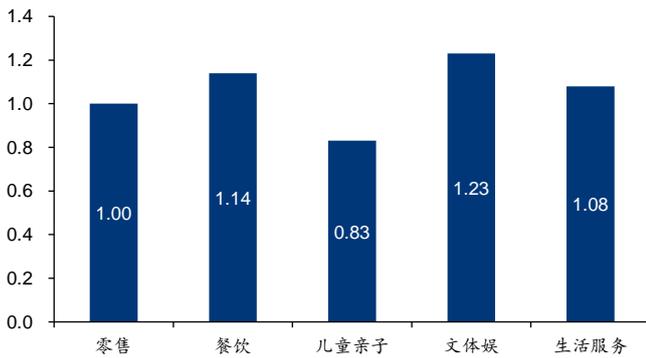


注：数据统计时间截至 2024 年 12 月，N=1,085

资料来源：红餐产业研究院《正餐消费决策链研究报告 2025》，华泰研究

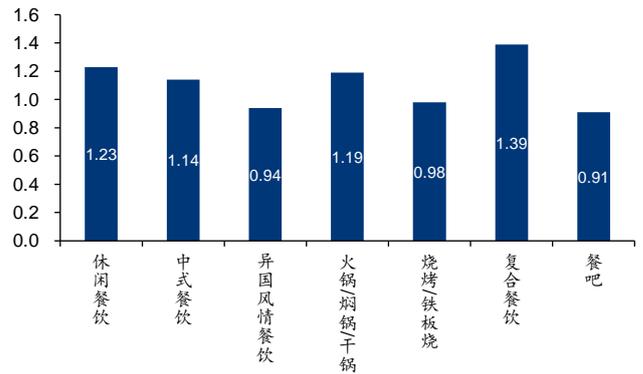
**商圈需求洞察：餐饮仍是商圈消费重心，社区级商圈更受欢迎，低线城市中餐偏好度较高。**据《2023-2024 商业地产白皮书》，2023 年各线城市购物中心消费者主要有以下特征：女性客群占比过半，25-34 岁为主要年龄段；家庭型已婚客群各线城市样本中占比超六成，其中低线城市已婚客群占比更高。从消费行为特征与消费业态偏好上看，社区级商业中心为各线城市客群最常光顾的对象，主因为日常采买及就近就餐等偏刚性需求频繁。各线城市中商圈平均逗留时长为 1-1.5 小时，新一线及以下城市客群在都市级商业中心逗留更久（约 1.5 小时）。分业态看，餐饮仍为各线城市、各类商圈的消费重心，半数或更多的商圈客流选择于商圈内就餐，其中小吃快餐、中餐厅为主要选择，低线城市客群商圈就餐时更偏好中餐厅。

图表5：2024 年五大业态开关店量及开关店比



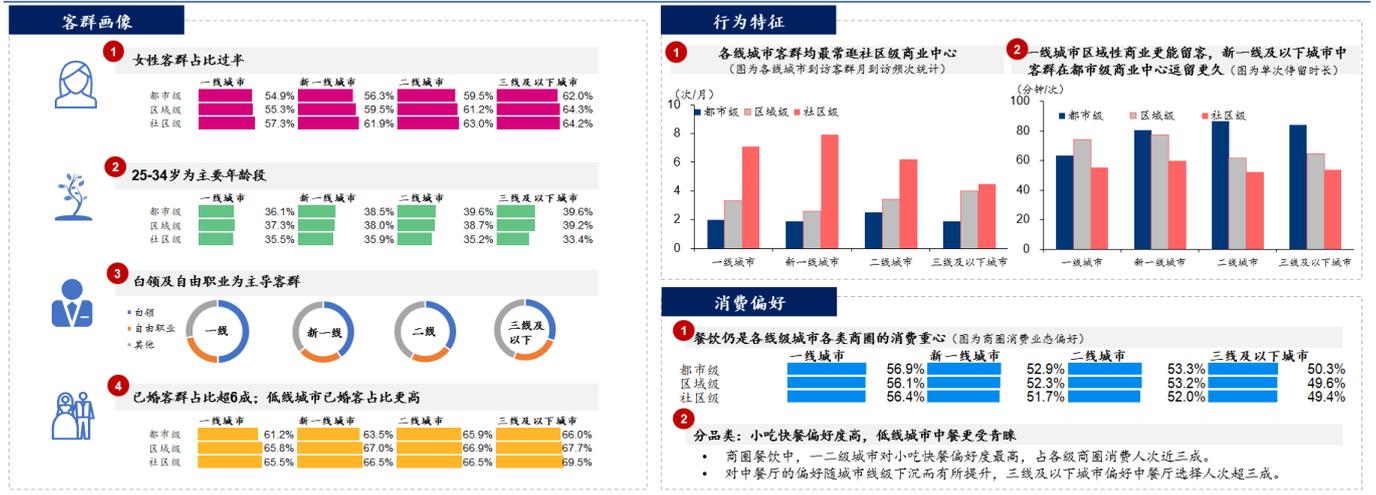
注：开关店比=期内开店数/关店数，比值>1 则表示品类发展呈扩张状态。数据统计区间为 2024 年 1 月-2024 年 12 月  
资料来源：赢商云智库，华泰研究

图表6：2024 年餐饮细分品类开关店量及开关店比



注：开关店比=期内开店数/关店数，比值>1 则表示品类发展呈扩张状态。数据统计区间为 2024 年 1 月-2024 年 12 月  
资料来源：赢商云智库，华泰研究

图表7：购物中心消费者画像、行为特征及消费偏好 (2023)



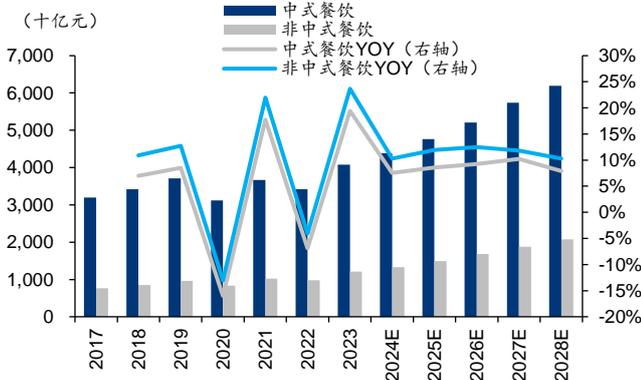
资料来源：猫酷科技 MallPlus 智库《2023-2024 商业地产白皮书》，华泰研究

### 中式便民餐饮：偏刚需属性，赛道广且具备延展性

中国餐饮市场空间广阔，中式餐饮占据主要份额，以大众便民餐饮为主。2023 年中国餐饮市场规模 52,890 亿元，居于全球第二，2018-2023 年复合增速 4.4%，保持稳健增长。中餐市场居于中国餐饮行业之首，2023 年占比达到 77.14%，市场规模达到 40,798 亿。

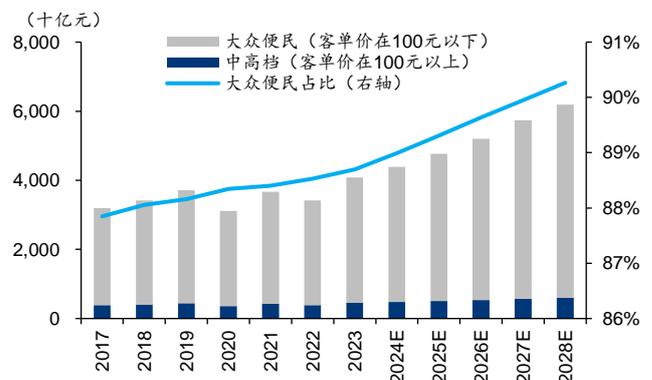
客单价在 100 元以下的大众便民餐饮主要满足居民的日常饮食、家庭聚餐等高频、刚性就餐需求，成长空间更为广阔。据沙利文，中餐市场可分为客单价在人民币 100 元以下的大众便民中式餐饮市场，以及客单价超过人民币 100 元的中高档中餐市场。按收入计算，2023 年大众便民市场占中餐市场的 88.7%，市场规模达到 36,187 亿，2018-2023 年复合增速达 3.8%，高于中餐市场整体 (3.6%)。预计 2028 年大众便民中餐按收入计算的市场规模将达到 55,871 亿，2023-2028 年复合增速达到 8.7% (vs 中高端 5.5%，整体 8.7%)。

图表8：17-28E 中国餐饮市场规模及增速（按收入计）



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表9：17-28E 中式餐饮不同客单价市场规模及增速



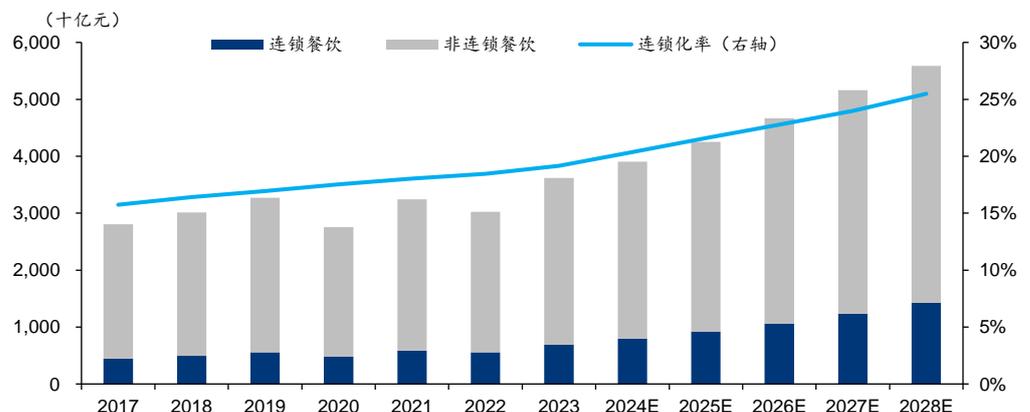
资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

### 视角一：优质供给迭出，中餐连锁化率稳中有进

供给端，食品工业化水平进步和管理效率长期提升驱动大众便民中餐进入连锁时代。得益于高效的管理能力、完善的供应链、更高的标准化水平和资本支持，2017-2023 年中国连锁餐厅在大众便民市场的渗透率从 15.74% 增至 19.17%，沙利文预计 2028 年以收入计算的大众便民中餐连锁化率将达到 25.49%，对应连锁大众便民餐饮市场规模达到 14,240 亿元，2023-2028E 年复合增长率为 15.5% (vs 非连锁 7.3%，整体 9.1%)。

需求端，城市化水平推进，外出就餐频次提升，为产品质量更稳定，拥有较强品牌背书的连锁餐厅带来加速成长的机遇。“民以食为天”为我国自古饮食文化，相比以往居民仅追求饱腹的用餐目的，随城市化水平提升、人均可支配收入稳健增长和健康意识攀升，消费者对餐饮消费的品质提出更高要求。连锁餐厅凭借更广阔的门店网络和更优质的产品，有望在便捷度、品牌声誉上形成竞争优势，对单体餐厅实现整合。据招股书，中国的城市化率由 2017 年的 58.5% 增长至 2023 年的 66.2%。相较于 2023 年美国/日本城市化率 83%/92%，对应连锁餐厅渗透率 60.1%/52.4%，伴随我国城市化水平持续推进，连锁餐厅渗透率仍有较大提升空间。

图表10：2017-2028E 连锁和非连锁餐饮市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究



## 视角二：质价比为长期趋向，线上渠道仍存增量

回归“好吃不贵”，性价比成为中餐市场的长期发展趋势：

产品端，理性消费时代，回归质量本身的消费决策正逐步重塑消费行为。产品角度出发，既符合消费能力又满足消费预期的产品有望获取更高的顾客忠诚度。100元以下大众便民餐饮涵盖品类广泛，人均花费接近在家做饭成本，0-50/50-100元中餐价格带分别锚定消费者日常通勤用餐/小型简餐聚会需求，需求广谱性高，具备高频、稳定等特征。

线上渠道延展消费场景，特惠团购常态化驱动供给侧变革。渠道视角下，一方面线上外卖平台逐步成长为有望和堂食并驾齐驱的销售渠道，一人食低客单价的外卖需求或成为新成长引擎，与0-50元的中式社区小店模型天然匹配。另一方面，抖音等平台布局本地生活，低价团购兴起重构既往消费习惯和商业模式，倒逼餐饮品牌提升供应链和管理运营效率以实现更高的性价比。

承接需求细分与店型创新，大众便民餐饮和中式社区餐饮切入不同用餐场景，增长潜能充裕。2023年，按收入计算，客单价处于50-100元的大众便民中式餐饮市场规模22,529亿元，2018-2023年复合增速达3.8%，占大众便民中式餐饮市场规模的55.2%。中式社区餐饮指客单价在人民币50元以下的中式餐饮，通常邻近当地小区、工作场所及商业区，近年展现出良好的发展势头。2023年，社区餐饮以收入计的市场规模为13,658亿元，2018-2023年复合增速达3.7%，高于中式餐饮市场整体增速（3.6%）。随消费者就餐趋势变化，社区餐饮市场规模占比有望进一步提升。沙利文预计，2023-2028年社区餐饮市场规模复合增速将达到9.4%，2028年市场规模达到21,376亿元，2023-2028年占大众便民中式餐饮市场的比例从37.74%提升至38.26%。

## 视角三：外食兼备偏刚需及休闲属性，龙头受益

我们将外食按就餐需求分为两大分支：其一为偏刚需类就餐，通常为单身上班族、双职工家庭工作日就餐首选。其二为偏休闲类就餐，就餐行为具备一定情绪价值，多发生于双休及节假日，主要为满足亲友聚会等休闲社交场景，中餐“共食”行为相对于西餐“分食”场景更具情感联结作用。

一方面，家庭小型化催生日常普惠型外出就餐需求。据公司招股书，我国二人或三人家庭占总人数比例由2018年的68.4%增加至2023年的75.7%，沙利文预计27E或提升至81.1%，少子化趋势延续，小规模家庭占比提升。从客群角度出发，我们认为当前快节奏生活下，年轻小家庭自主做饭意愿较低、对外出就餐或更加青睐，叠加50-100元价位段简餐型产品多为圆桌式场景，符合传统饮食习惯和当下生活节奏变迁规律。

另一方面，休闲外食情绪价值仍在，频次不减、客单价压缩是需求剪影。当前外食群体主要集中于中青年群体，据后浪研究院《2024年轻人下馆子报告》，年轻群体中超六成选择与朋友共同进食，外食情绪价值仍在。过半受访者表示外出就餐频率增加或没有变化，外食频次并未显著减少。而提及不愿外出就餐的原因，58.9%的受访者选择了“价格太贵”这一选项；结合当前餐饮整体客单价上升趋缓现象，可初步推定当前休闲外食客单价压力较大、而需求频次不减。

基于以上，高性价比、产品和运营稳定的中餐外食品牌既可以承接刚需部分就餐频次增长带来的扩容，亦可承接由高价位段消费“降级”的价格敏感消费者休闲就餐需求带来的结构型机遇，有望在当下消费环境中充分受益。

## 小菜园：快速成长的大众便民中式餐饮领导者

### 十载沉淀铸就国民家庭厨房

小菜园是快速发展的大众便民中式餐饮领导者。小菜园以新徽菜为特色，深耕 50-100 元大众便民中式餐饮，历经 10 年发展，已成集现代化、标准化、数字化、智能化、工业化餐饮于一身的连锁餐饮集团。公司于 2013 年在安徽开设首家门店，分别于 2014、2015 年进驻江苏、京沪，开启异地扩张。2021 年成立中央工厂，升级供应链和数字化管理系统。截至 2024 年 12 月 5 日，公司拥有主品牌小菜园、子品牌观邸、复兴楼及菜手等，在全国 146 座城市共拥有 663 家直营门店，是广受顾客认可的中国百姓“家庭厨房”。

图表11：公司发展历程

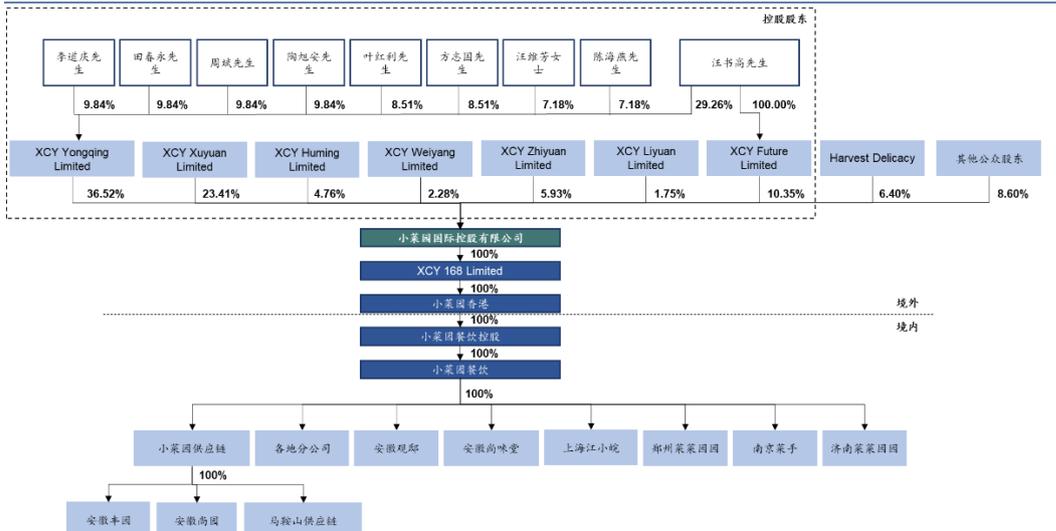


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

### 股权结构集中，激励体系完备

股权结构集中，管理层餐饮行业经验丰富。截至 2025 年 2 月，公司创始人/执行董事/总经理汪书高先生通过 XCY Yongqing Limited 等 7 个持股平台共持有公司 85% 的控制权，公司股权集中于创始人。李道庆先生、田春永先生、周斌先生、陶旭安先生、叶红利先生、方志国先生、汪维芳女士、陈海燕先生等个人股东通过 XCY Yongqing Limited 共持有公司 36.52% 的控制权，并与汪书高先生签订一致行动协议，共同成为公司的实际控制人。

图表12：小菜园股权结构图（发行后）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

公司创始人汪书高先生厨师身份出身，拥有 20 余年餐饮行业管理经验，对徽菜拥有深刻的理解。管理层在供应链管理、菜品研发、财务、法律等行业积累深厚，身体力行，并在公司内部工作经验丰富，利于公司保持决策的高效性和长远战略规划的一致性。

图表13: 小菜园管理层履历

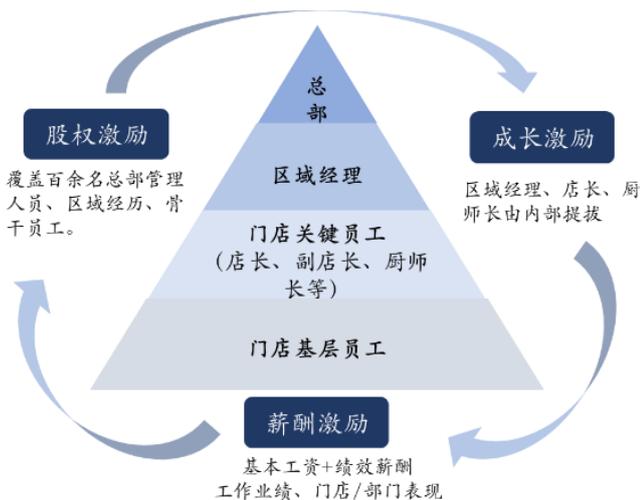
姓名	职务	性别	年龄	加入公司时间	履历
汪书高先生	董事长、执行董事、男 总经理	男	52	2013年6月9日	在餐饮行业拥有20余年经验。在创建小菜园之前，曾创建了铜陵市汪旺美食林、铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司。
李道庆先生	执行董事、副总经理	男	47	2013年6月9日	曾就职于马鞍山市花山区148法律服务所、重庆市渝西钢铁有限公司、重庆市度玛金属材料有限公司等。现任南京市鼓楼区人民代表大会代表和安徽省餐饮行业协会供应链专业委员会委员。
田春永先生	执行董事、副总经理	男	50	2014年10月10日	加入小菜园之前，曾在南京秦朝瓦罐餐饮有限公司、南京御泰上品餐饮管理有限公司及南京辣日啡餐饮管理有限公司担任总经理。
周斌先生	执行董事，区域总经 理	男	46	2013年6月9日	在餐饮行业拥有超过15年的经验。在加入小菜园之前，曾担任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨。
汪维芳女士	执行董事、区域总经 理	女	34	2013年6月9日	在餐饮行业拥有超过10年的经验。加入小菜园之前，曾在铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司担任经理。
陶旭安先生	执行董事、区域总经 理	男	36	2013年6月9日	在餐饮行业拥有超过10年经验，加入小菜园之前，曾任铜陵市汪旺美食林厨师长、铜陵市和谐餐饮集团有限责任公司行政总厨。
朱正慧女士	首席财务官	女	48	2019年9月1日	曾在铜陵市郊区财政局陈瑶湖分局担任会计师，以及在铜陵如是会计师事务所工作。

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

**多维度激励政策提升各级员工积极性。**据公司招股书，公司以“让更多员工实现梦想”为愿景，将员工薪酬和个人表现、门店及部门业绩相联系，以提升员工积极性：1) 股权激励，公司于2020年实施股权激励计划，根据工作表现、岗位等授予股权。截至2024年12月5日，汪书高先生和公司130名员工通过铜陵旭园、铜陵慧明、铜陵维园、铜陵志园和铜陵利园持有公司48.58%股权。2) 员工均采用基本工资+绩效薪酬模式。区域经理的绩效薪酬挂钩管理门店数量和门店经营表现，门店骨干员工享受门店利润百分比分成，门店基层员工拥有基于个人绩效的激励奖金。

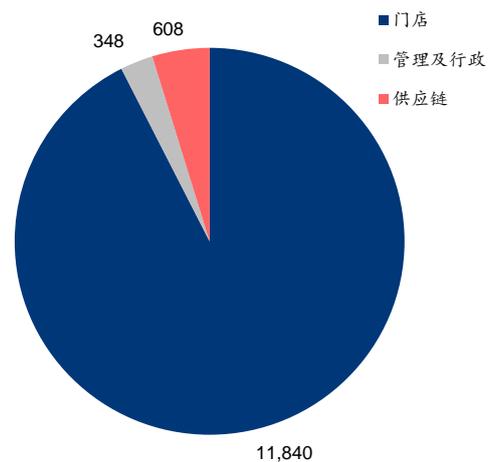
**完善的培养和晋升体系提升员工留存率，提供充足的人才储备库。**公司倾向于从现有员工中提拔、培育新店骨干员工，每月为新晋升员工举办培训课程，提升员工运营和管理能力。2021-2024年8月，公司共组织超过4,700次线上及线下培训，参训人次接近22万。截至2024年12月5日，90.4%的现有股东从门店基层员工成长而来，所有区域经理和大部分店长/厨师长由内部培训及提拔而来。截至24年12月5日，公司工作超过一年的店长和厨师长共有998名，占比86.1%，工作超过三年的店长和厨师长共有600名，占比51.8%，公司内部人才储备充足。

图表14: 小菜园员工晋升和激励制度



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表15: 截至8M24小菜园不同部门雇员数量



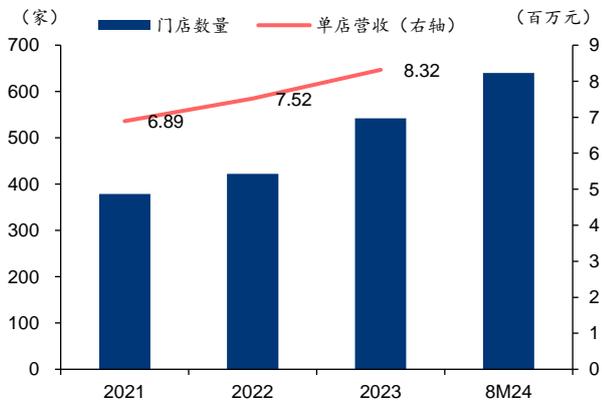
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

## 外卖占比提升，盈利能力改善

公司业务以线下餐厅为主，辅以外卖业务。截至 2024 年 12 月 5 日，公司所有门店为直营模式，主品牌小菜园门店数为 658 家，门店规模占比 99.2%，对应营收占比超过 99%。2023 年公司实现营收 45.49 亿，yoy+41.58%，营收增速亮眼，主因门店网络持续扩张(yoy+28.4%)及单店平均营收增长(yoy+8.32%)。8M24 实现营收 35.44 亿元，同比增长 15.4%，受益于外出就餐场景修复。2022/2023 公司同店销售额为 20.68/30.80 亿，同店销售额增长率为(sssg)为+1.2%/+20.8%。

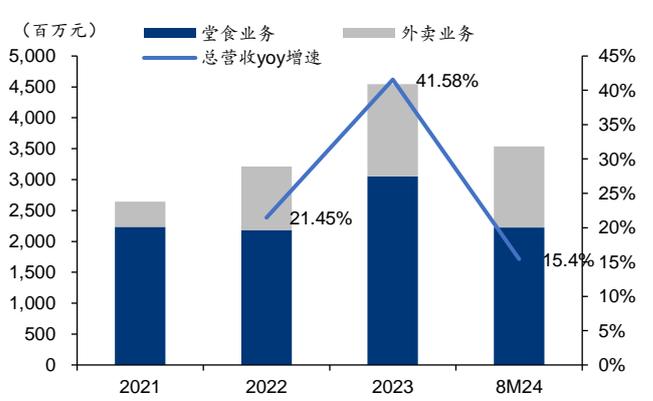
分渠道，公司堂食业务为营收主要来源，2021/2022/2023 年堂食营收为 22.35/21.83/30.51 亿元，占比 84.48%/67.95%/67.07%，8M24 营收 22.22 亿元，占比 62.7%。外卖业务增速更高，2021/2022/2023 年实现营收 4.1/10.3/14.9 亿元，占比 15.48%/32.04%/32.78%，8M24 营收 13.13 亿元，占比 37.0%。外卖业务分别贡献了 2022 年/2023 年/8M24 中 109.23%/34.57%/75.93%的营收增长。

图表 16: 小菜园门店数量和单店销售额 (百万元)



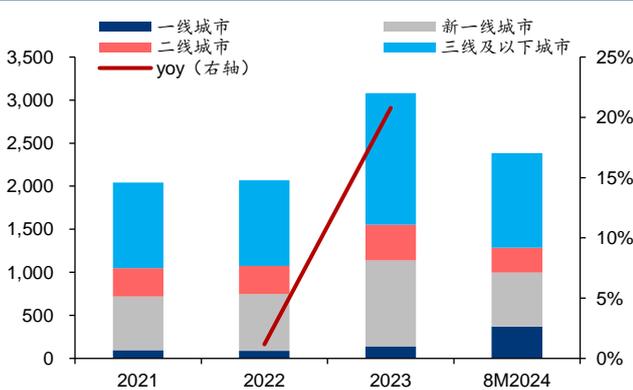
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表 17: 小菜园分业务营收 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

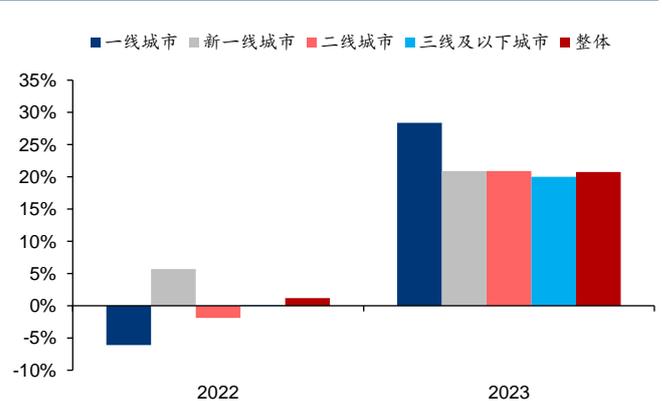
图表 18: 小菜园同店销售额 (百万元)



注: 同店销售额指同店门店总收入, 包括堂食顾客及外卖业务顾客产生的收入, 同店定义为于 2021 年及 2022 年以及 2022 年及 2023 年开业至少 300 天的“小菜园”门店以及截至 2023 年及 2024 年 8 月 31 日止八个月均营业至少 201 天的“小菜园”门店

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表 19: 小菜园同店销售增长率

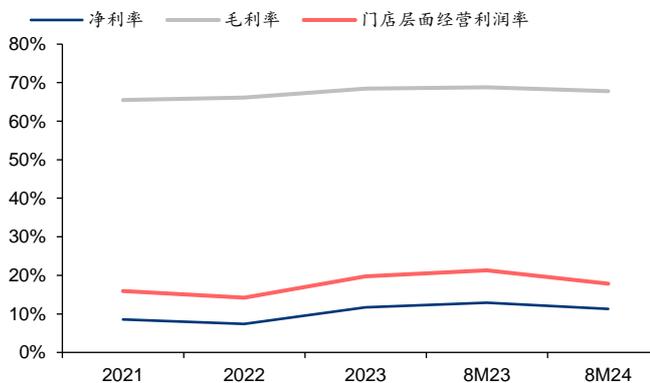


注: 同店销售增长率, 即两个期间内同店收入的百分比差异

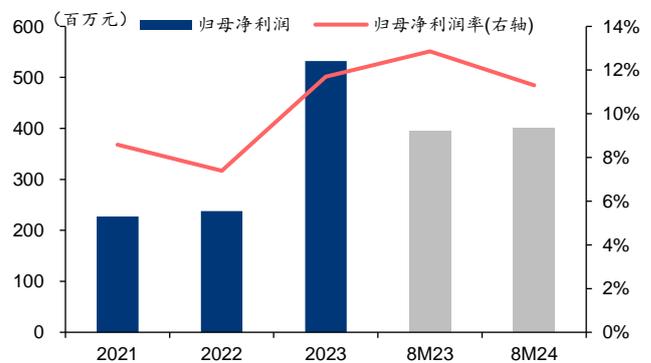
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

**降本增效，盈利能力和现金流情况改善。**受益于标准化扩张带来的规模效应和管理效率提升，经营成本在收入中的占比稳步下降。2021年-2023年，原材料占营收的比例从34.5%降至31.5%，员工开支、租金、水电煤和广告及促销开支占收入的比例合计从44.75%降至41.36%，对应2021年/2022年/2023年/8M24公司实现净利润2.27/2.38/5.32/4.01亿，净利率为8.58%/7.39%/11.70%/11.30%；2022年/2023年同比增加4.6%/123.96%。2021年/2022年/2023年/8M24公司实现毛利润17.33/21.26/31.16/24.04亿元，毛利率65.49%/66.14%/68.49%/67.82%。2021年/2022年/2023年/8M24门店经营利润率为15.9%/14.2%/19.7%/17.8%，持续提升。

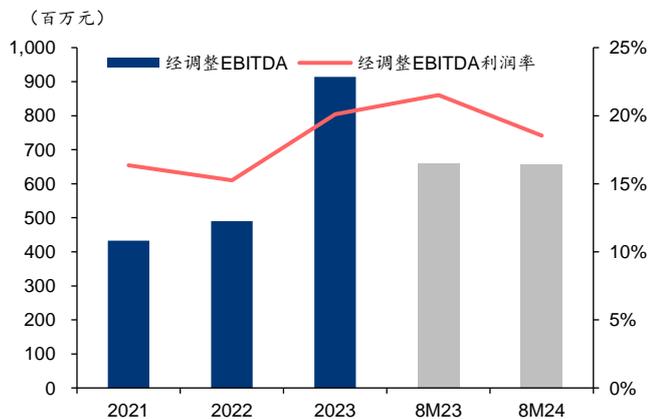
盈利改善伴随持续分红，2022/2023/8M24公司已派息150/135.3/187.5百万元，分红率达63%/25%/47%。在手现金充裕，2022年/2023年/8M24经营性现金流分别为4.34/8.66/6.95亿元，期末现金及现金等价物达0.63/6.20/5.96亿元。

**图表20：小菜园毛利率、净利率和门店层面经营利润率**


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

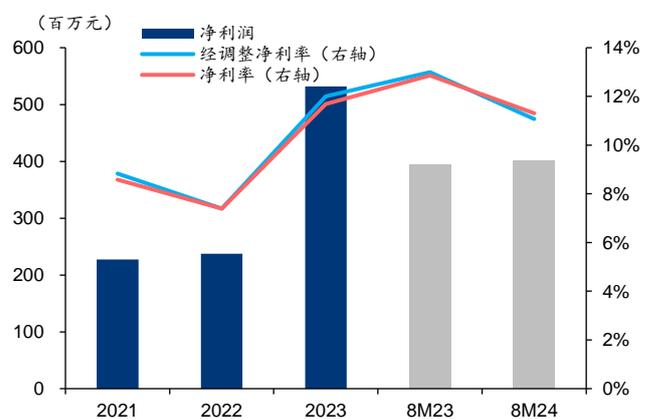
**图表21：小菜园归母净利润和利润率（百万元）**


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**图表22：小菜园经调整EBITDA及EBITDA利润率（百万元）**


注：经调整利润加回 (i) 所得税、(ii) 银行贷款利息、(iii) 其他资产的折旧及摊销，并剔除银行存款利息收入，以得出经调整 EBITDA

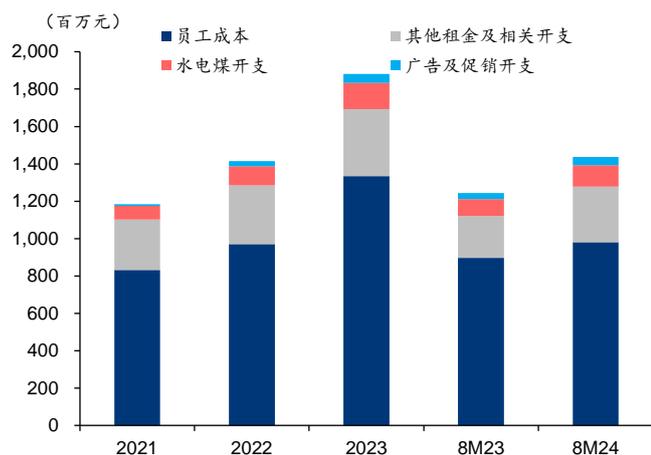
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**图表23：小菜园净利润和经调整净利润（百万元）**


注：经调整净利润界定为经加上 (i) 以权益结算的股份支付开支及 (ii) 向一名投资者发行的金融工具的公允价值变动

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

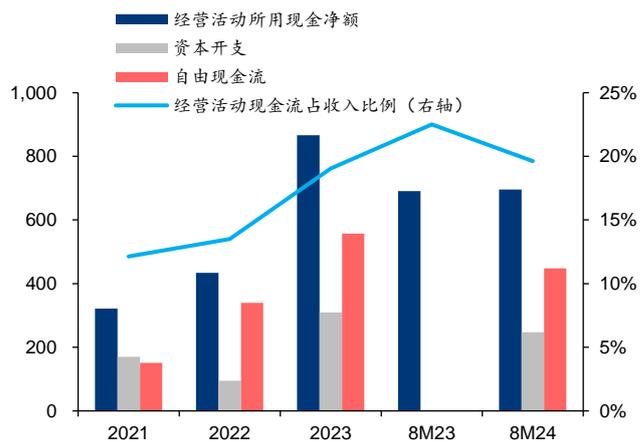
图表24: 小菜园经营成本拆分 (百万元)



注: 租金及相关开支计算为使用权资产折旧、其他租金及相关开支及物业管理开支的加总

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表25: 公司经营活动现金流及自由现金流 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

## 性价比正餐定位独特，标准化运营增质提效

小菜园深刻洞察并抓住了大众便民中式餐饮市场的发展机遇，坚持提供“好吃不贵”的高性价比菜品和优质服务，塑造了“家庭厨房”的品牌形象，品牌抗潮流属性较强。运营方面，公司通过较优的组织管理激励、全流程标准化和数字化打造现代化智慧门店，提升运营效率，在保持单店盈利能力的前提下实现快速扩张。集中统一的供应链管理业内领先，为门店扩张提供坚实支撑，降低成本的同时有力保证菜品质量。在此基础上，公司一方面实现线上和线下的全场景覆盖，扩展外卖和线下零售业务。我们认为，“无明显特色”但高性价比的产品、高度标准化的运营和管理能力、领先的供应链管理和场景扩张的能力共同构成小菜园竞争优势，助其在竞争激烈的大众便民中式餐饮市场构筑起坚实的竞争壁垒。

图表26：小菜园竞争优势



资料来源：华泰研究

## 定位大众家常菜，抗潮流属性打造长红品牌

**定位独特，创立“新徽菜”顺应健康饮食趋势，客群基础扎实。**传统徽菜定位高端正式，汤汁厚重，味鲜浓郁，重油、重色、重火功，高度依赖食材选择和厨师水平。公司独创“新徽菜”概念实现差异化定位，将传统中式正餐融入日常就餐场景，并顺应健康饮食的理念，在传承徽菜用料讲究、重视火功、以食养生的基础上进行菜品改良，少油少盐、少用调味品，尽可能还原食物的天然味道，沉淀了广泛的客群基础和品牌美誉度。

**以亲民的价格、家常的口味和健康的烹饪方法打破地域局限性，品牌美誉度较高。**菜品方面，2021年/2022年/2023年/8M24小菜园堂食平均客单价分别为66.1/65.8/65.2/59.5元，菜品价格亲民，性价比高，满足消费者刚性日常就餐需求。口味方面，公司在保留臭鳊鱼等核心特色菜品的同时因地制宜推出受众更广阔的融合菜品，形成“母亲的味道”和“亲民的价格”两大品牌特色，提升菜品口味的普适性。同时，公司坚持不使用预制菜，所有菜品现制，以提供中式家常菜独特的“锅气”和新鲜感。2021年至2024年8月，公司共销售16.4百万份农家红烧肉、14.5百万份瓦罐汤、13.6百万份地锅本仔鸡和6.9百万份徽州臭鳊鱼，菜品口碑得到消费者的充分认可。

图表27: 小菜园就餐环境



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

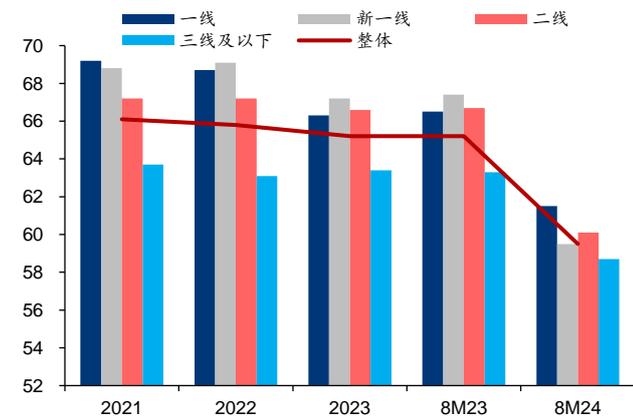
图表28: 小菜园部分招牌产品



资料来源: 公司官网, 华泰研究

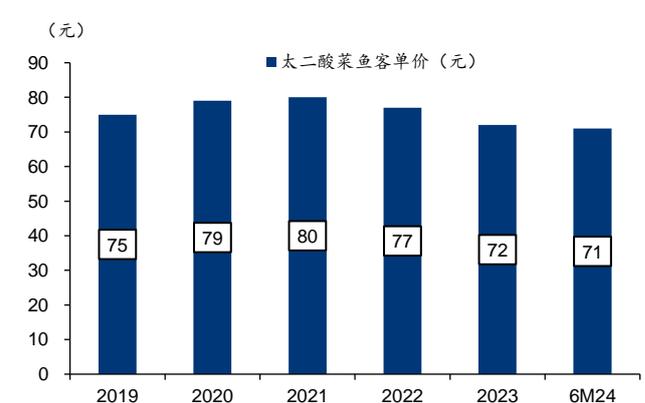
**服务致精, 提升顾客体验, 打造“小菜园”优质品牌。**服务方面, 公司持续践行三大承诺: 所点菜肴超时免费赠送此菜; 对菜肴不满意无条件退换; 确保优质食材, 有问题十倍赔偿。门店设计上则提炼徽派古建筑元素, 营造家庭氛围, 在顾客心中有力塑造了口味好吃稳定、食材优质、饭菜现炒现制、用餐环境舒适的品牌形象。据招股书, 92.4%的消费者对在小菜园的消费体验感到满意, 96.5%的消费者愿意再次消费。2023年, 小菜园获得红鹰奖餐饮品牌力百强、美团必点榜上榜品牌等称号, 优质品牌获得消费者的认可。

图表29: 小菜园门店堂食客单价(元)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表30: 太二酸菜鱼客单价



资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 高标准化运营能力, 有效赋能经营韧性提升

### 简单化、标准化运营提升效率

**标准化运营是实现品牌连锁化扩张的关键。**公司全面贯彻标准化管理体系, 在不牺牲菜品质量和口感的前提下提升运营效率:

- 1) 菜品方面, 公司每家门店菜品 45-50 道, 并定期推陈出新, 更精简 SKU 的菜单显著降低菜品管理难度。公司通过食材集中采购, 使用自研自产标准料包和全面详细烹调指引(涵盖从投料配比、烹制工艺到重要岗位操作标准等各个关键元素), 并量化预估营业额备货, 实现菜品在食材和制作过程方面的标准化。
- 2) 服务方面, 公司制定落实前厅标准工作流程和服务规范, 每个前厅岗位均设置标准作业程序(SOP), 涵盖签到晨会、摆台、迎宾、推荐菜肴等方面, 以提供万店如一的优质客户体验。
- 3) 员工培养方面, 提供标准化的培训体系, 提升员工管理能力的同时确保标准化体系在门店得到有效落实。
- 4) 食品安全及质量控制标准化, 公司从供应链开始建立一整套食品安全控制体系和质检标准, 保证食材的安全和质量。

图表31：小菜园标准化体系



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

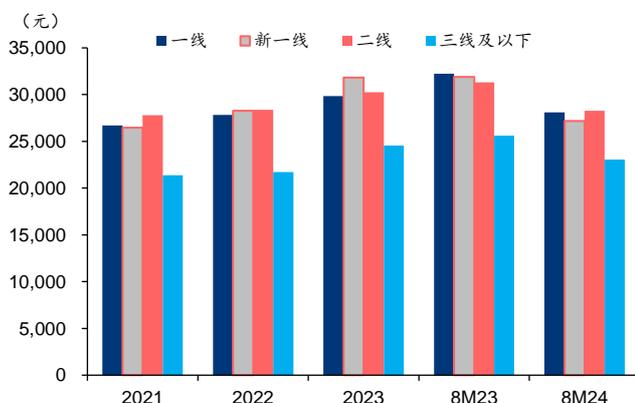
### 单店模型极简，单店表现靓丽

低投资额、高标准化、优秀投资回报率的 **UE** 可复制性较强，为全国化扩张奠定了良好基础。小菜园每间新开门店前期支出为 1.3-1.7 百万元，门店面积通常为 300 平方米，拥有 30 张餐桌，可以同时服务约 110 名消费者。每家门店平均拥有 28 名员工，门店设计和装修融入中式古建筑和自然景观元素，风格温馨舒适，为消费者提供宾至如归的就餐体验，打造“家庭厨房”的品牌形象。

公司同店 2021/2022/2023/8M24 日均销售额分别为 2.39/2.47/2.75/2.53 万元（2022yoy+3.4%，2023yoy+16.5%），对应同店日均顾客量分别为 306.1/258.6/286.2/268.4 人次，同店翻台率为 3.4/2.9/3.2/3.1。以 2023 年经营数据计算，公司同店单位面积日均销售额为 77.4 元，同比增长 16.5%，月人效为 2.64 万，同比增长 17.9%，人效和坪效提升靓丽，为业内领先。

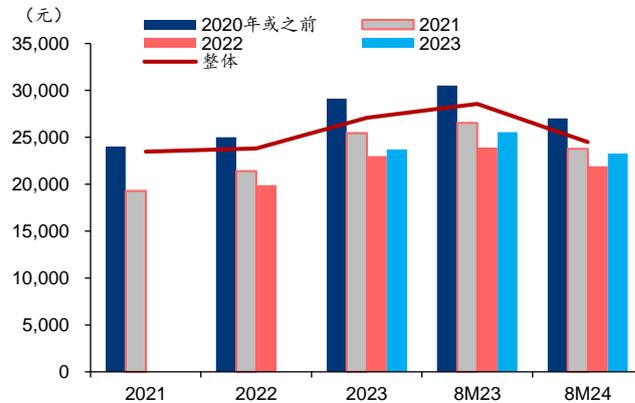
公司 2021 年/2022 年/2023 年/8M24 的门店经营利润率为 15.9%/14.2%/19.7%/17.8%。公司门店的初始收支平衡期约为 1-2 个月，2021-8M24 新开的 382 家中，96.6% 门店已于 2024 年 8 月 31 日达到收支平衡。截至 2024 年 8 月，2021 年/2022 年/2023 年开业的门店平均现金投资回收期为 17.3 个月/12.3 个月/9.4 个月。据沙利文，客单价 50-100 元的大众便民中式餐饮市场于 2021、2022 和 2023 年及截至 8M24 开业门店的平均现金投资回收期超过 18 个月，小菜园单店回收期优于中式餐饮整体。

图表32：小菜园同店日均销售额



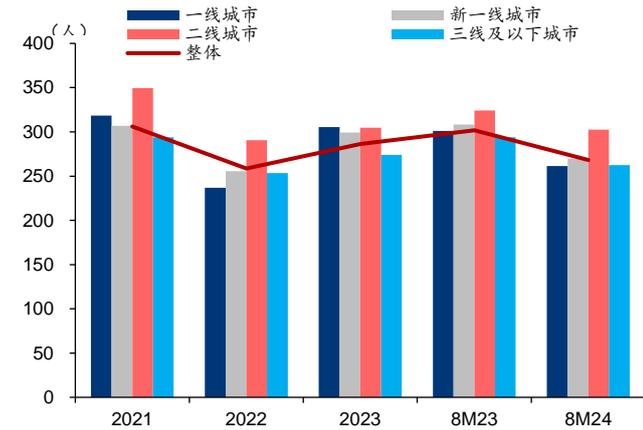
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表33：小菜园不同年份开业门店的单店日均销售额



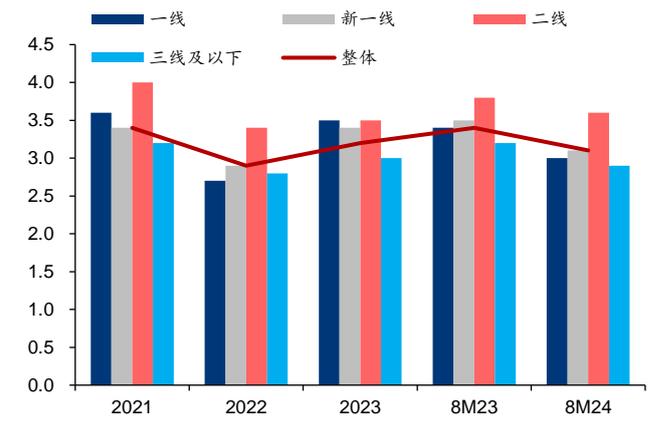
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表34: 小菜园同店日均堂食顾客量



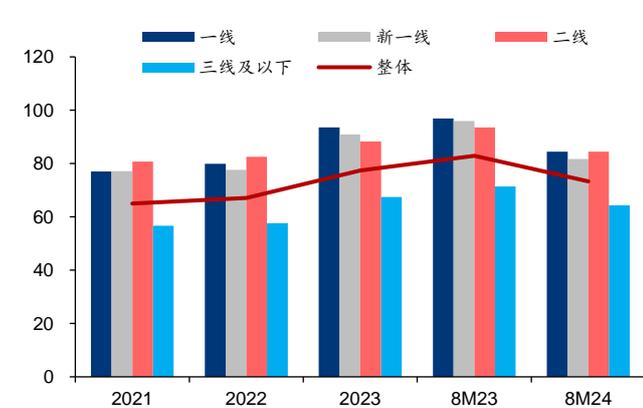
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表35: 小菜园同店翻台率 (次/天)



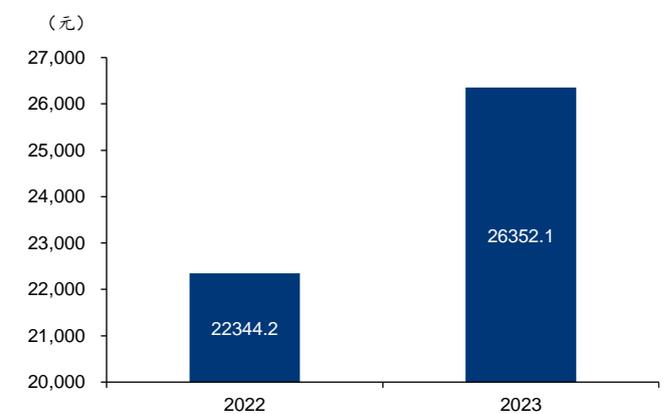
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表36: 同店单位面积日均销售额 (人民币元)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表37: 小菜园月人效



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表38: 小菜园与其他品牌单店模型对比

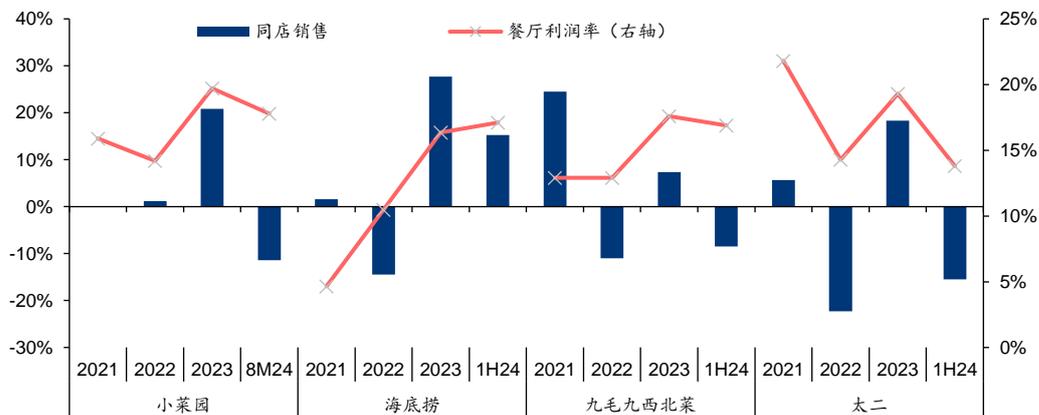
	中式正餐				西式快餐	中式快餐
	小菜园	海底捞	九毛九	太二	百胜中国	老乡鸡
(人民币元)	小菜园	海底捞	九毛九	太二	百胜中国	老乡鸡
日营业额	28,326	78,121	23,469	24,843	24,577	11,932
年营业额	9,913,995	28,123,463	8,214,013	8,694,975	8,601,889	3,698,786
桌数	30	80	60	35	N.A	15
翻台率	3.2	3.8	2.3	4.1	N.A	6.5
人均消费	60	99	58	75	35	30
门店面积/店	381	800-900	250-400	200-250	200-400	207
日均坪效	74	92	72	99	82	68
员工数 (含总部) /店	34	114	40	30	N.A	16
日均人效	827	686	587	828	N.A	748
<b>成本端</b>						
原材料及消耗品费用率	32.2%	40.9%	32.0%	36.0%	31.4%	34.4%
人工成本	27.7%	31.5%	29.2%	26.9%	21.3%	23.6%
租金	9.0%	2.6%	11.0%	7.6%		17.3%
能耗	3.2%	3.3%	4.4%	3.9%		5.1%
折旧	2.8%	5.3%	4.4%	5.2%	29.4%	3.5%
外卖/广告等其他开支	7.7%		1.4%	1.1%		6.2%
<b>利润端</b>						
年均营业利润	1,725,035	4,623,497	1,444,089	1,679,217	1,535,052	364,775
营业利润率	17.4%	16.4%	17.6%	19.3%	17.8%	9.9%
总部营销及管理费用	4.70%	4%	9.00%	9.20%	5%	2.0%
年均净利润	982,080	2,647,712	528,621	659,459	846,706	217,731
净利润率	9.9%	9.4%	6.4%	7.6%	9.8%	5.9%
<b>其他指标</b>						
初始投入 (万)	130-170	900	240	200-250	150-250	120
投资回报期 (月)	13.8	20	15-22	10-12	24	9-15
盈亏平衡期 (月)	1-2	1-3	1	1	1-3	NA

注: 小菜园采用招股书中 8M24 数据, 老乡鸡采用老乡鸡招股书 2021 年数据, 其余为各公司年报 2023 年数据, 平均门店数=(期初门店数+期末门店数)/2

资料来源: 小菜园招股书, 老乡鸡招股书, 各公司公告, 华泰研究

**高激励模式打造高盈利能力，餐厅利润率表现稳健。**24年以来餐饮业受同比高基数及价格战惯性影响，各品牌同店增速出现不同程度收缩。8M24小菜园同店同比-11.4%，餐厅利润率17.8%/同比-3.5pct，纵向对比历史年度，小菜园单店利润率水平仍处高位；横向对比其他中式正餐头部品牌表现，小菜园餐厅经营韧性初现。我们认为公司所采用的高激励模式（基层员工多层级绩效工资机制、门店关键员工利润分成），以及其菜品自身的抗潮流风险能力是门店高盈利能力的根基。

**图表39：小菜园及其他中餐同店及餐厅利润率表现**

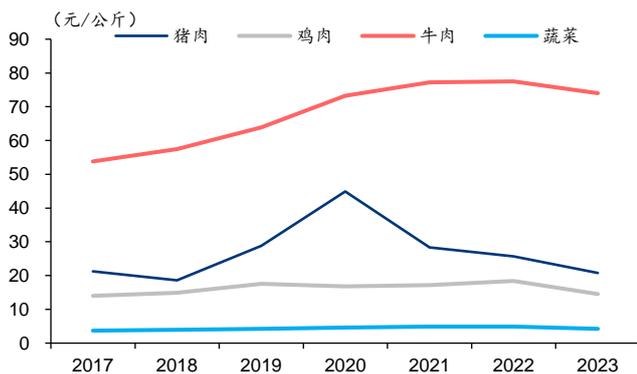


资料来源：小菜园招股说明书，各公司公告，华泰研究

### 供应链&数字化双驱动，成本管控能力优秀

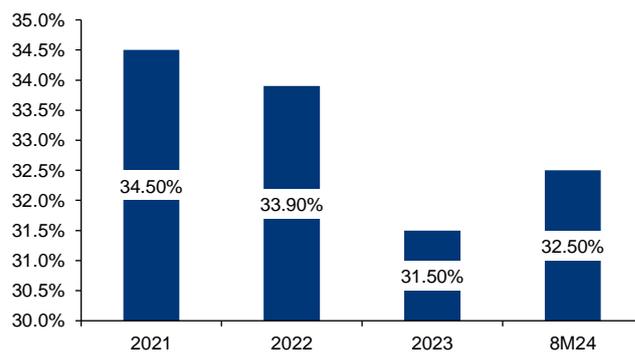
**供应链管理业内领先，为标准化门店扩张提供后端的坚强支撑。**小菜园致力于提供高性价比的餐品，实现中高端正式中式餐饮的连锁化扩张。在维持菜品口味、食品质量和门店标准化的平衡中，公司领先的供应链管理体系提供有力的竞争优势，加速菜品的工业化脚步，成功实现了降本增效。在原材料成本上涨的情况下，公司的原材料成本收入占比从2021年的34.5%下降至2023年的31.5%，并小幅增加至8M24的32.5%。

**图表40：中国食材原料平均价格**



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**图表41：小菜园原材料成本占收入比例**



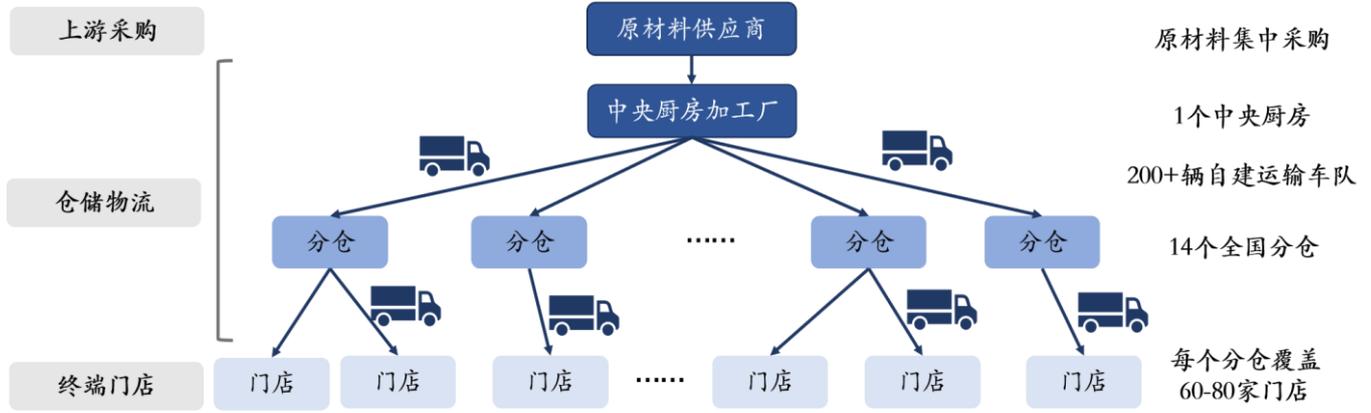
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

### 供应链环环相扣，推进工业化生产，降本增效。

- 1) 选品阶段，选取优质原材料供应商建立稳定合作关系。公司对关键食材进行战略性提前布局，采用标准化的食材和原材料标准体系进行集中采购，并和食材原产地农场合作，提升上游议价能力。至2024年8月，公司合格供应商达348名，向前五大供应商采购金额占比24.6%，农夫山泉、益海嘉里、大湖股份等均为战略级合作商。
- 2) 加工阶段，公司在安徽拥有中央工厂，承担食材粗加工和标准化料包制作等任务，并将食材切成标准大小和重量供给门店，实现规模效应。基层员工减少在劳动密集工序上的时间和精力，有效减少门店对于基层员工的需求，提升上菜速度。

3) 仓储运输阶段，通过自建冷链运输系统和分布各省的 14 个仓库（截至 8M24）实现食材的高效运输，所有门店的食材均实现当日配送以及每日库存补货。自建供应链体系提升食材运输效率，保证了门店扩张过程中菜品的标准化，随着品牌规模扩大又进一步提升公司对于上下游的议价能力，实现正向循环。

图表42：小菜园供应链模型



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**数字化和智能化系统打造智慧门店，赋能门店高效管理和运营。**小菜园目前将数字化管理贯穿于门店、支持和决策端，形成了集合“业务在线化-用户数字化-运营数字化-供应链数字化”线上线下一体化的商业智慧运营平台和智慧门店。1) 门店端，引入 AI 算法等最新技术，与 BI（商业智能）系统结合共同形成“智慧巡店”体系；同时积极引入炒菜机器人等智能后厨设备提高后厨标准化水平和效率。2) 后台支持端，SAP 系统整合不同业务领域，实现不同部门和外部机构之间的数据共享协同，简化业务流程；数字供应链系统连接门店和中央工厂。3) 决策端，利用 BI 系统形成以 ROE 为基础的全面预算管理体系进行绩效规划等，提升管理层经营策略的灵活性。据招股书，预计到 2025-2026 年，小菜园即将购买 AI 自助结账机 150 个，单价 5,000 元；购买炒菜机器人 2,000 个，单价 50,000 元，在保留“烟火气”的同时以更科学的方式提升效率，为人工成本减负。

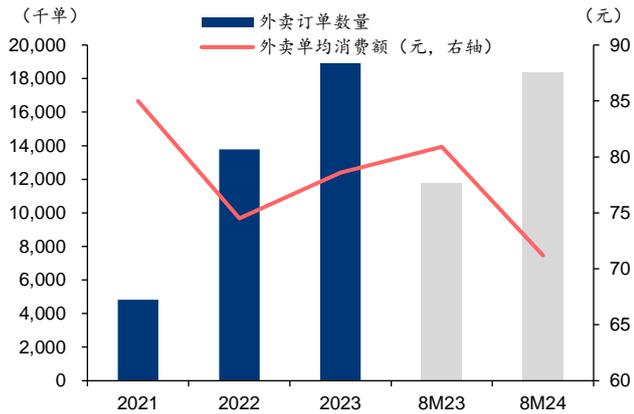
图表43：小菜园数字化管理系统

数字化管理系统						
运营			支持		决策	
会员系统	智能摄像系统	POS系统	SAP系统	业务中台系统	供应链系统	BI系统
多平台、多渠道、多品牌会员一体化管理	后厨360°摄像	门店网络集中管理，收集门店经营数据	整合业务领域，促进财务部和业务部协调	主数据模块、对账模块、采购管理模块、租赁管理模块	采购模块、物流模块	数据呈列、门店绩效分析、区域绩效比较、运作警告、菜品分析

资料来源：小菜园招股说明书，华泰研究

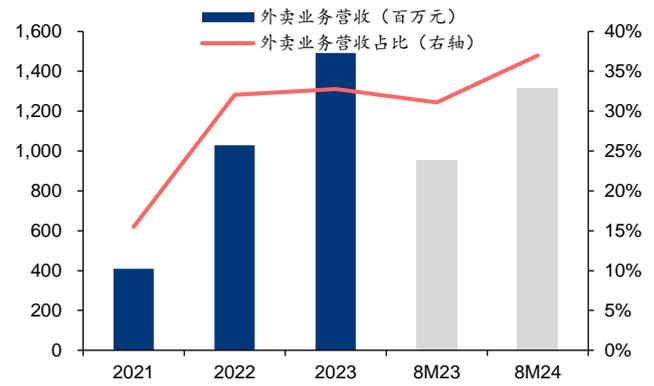
**打通不同场景数据资产，提升业务协同性。**数字化系统打通线上线下数据资源，助力公司多场景业务扩张。公司已形成“线下堂食为主+线上外卖为辅+线下新零售扩展”的多场景业态，外卖增长趋势强劲，有望赋能收入可持续增长。此外，线下门店网络作为消费者感知品牌的首要窗口，是出售健康食材产品的天然优质渠道，外卖/堂食业务所积累的数据资产有利于助力线下新零售跑出成长加速度。2021 年/2022 年/2023 年/8M24，公司外卖营收为 410/1030/1491/1313 百万元，营收占比 15.48%/32.04%/32.78%/37.05%，收入贡献度持续提升。

图表44: 小菜园外卖单数和单均消费额



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表45: 小菜园外卖营收及占比 (百万元)



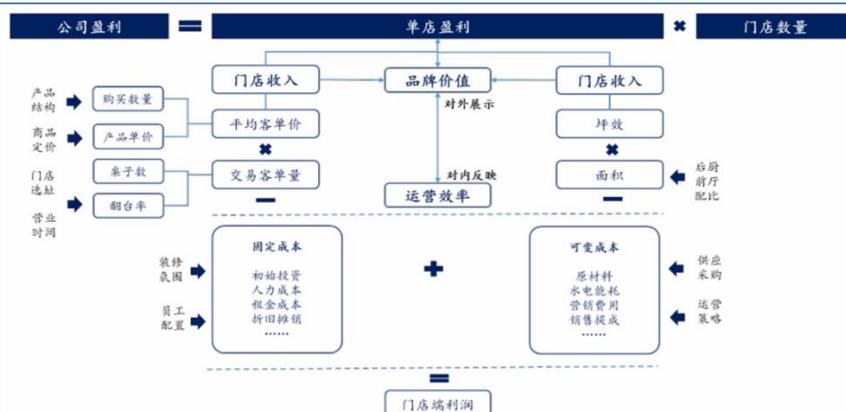
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

**会员系统耕耘顾客全生命周期运营。**2021年至2024年12月5日,小菜园的会员人数从1.5百万增至超过8.3百万,复合增速达到53%。小菜园结合数字管理系统优势建立会员系统,管理多渠道、多门店会员信息,并利用自动化运营工具分析产生消费者洞察、形成数据资产并反哺业务,以增加会员复购频次,提升品牌价值。会员系统在增加营收和提升品牌影响力方面拥有巨大潜在空间。

## 成长看点：门店扩张、店效提升与社区餐饮业务

公司作为快速成长的大众便民中式餐饮市场的领导者，所有门店均为直营模式，门店布局在赛道内领先。从商业模式出发，门店规模的扩张和单店店效提升是公司线下餐厅收入持续可持续发展的核心。我们认为，1) 公司当前门店规模较远期开店天花板仍有较大提升空间公司有望凭借以标准化数字化能力战略性拓展门店网络，实现更广阔的布局、更深入的市场渗透。2) 依托餐厅网络的铺设和品牌价值建设，外卖业务的放量和线下新零售业务的延伸有望提振单店营收，并进一步优化门店层面利润率。3) 依托大众便民中式餐饮市场的经营经验，公司拓展社区餐饮业务具有优势，0-50元“菜手”社区店模型有望发展成为第二成长曲线。

图表46：小菜园商业模式



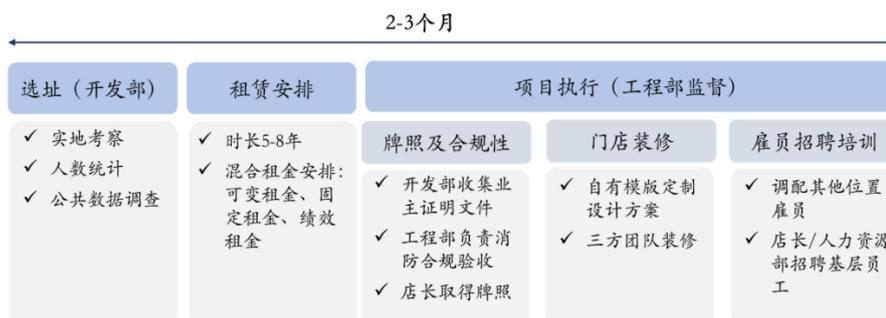
资料来源：华泰研究

## 扩张：做深做透区域，远期空间有望接近 2000 家

直营模式保证品牌对终端的掌控力，带来开店的高成功率。截至 2024 年 12 月 5 日，公司在全国共拥有 663 家直营门店，包括 658 家“小菜园”门店及 5 家其他子品牌门店。直营模式下品牌总部对门店选址、雇员选择，开店遵循统一的标准化操作流程，开发部和工程部等共同决策和监督以提升新开店成功率。2021 年-2024 年前 8 个月，公司新开门店共计 396 家，因客流量未达预期关闭门店 34 家，因租约到期关闭门店 15 家，平均关店率 1.84%。直营模式有效带来了新开门店的高成功率。

选址精挑细选，与多家头部商场建立长期合作关系。公司组建了专业门店开发团队，选址优先考虑大型购物中心，并与万达、华润万象、吾悦及永旺等领先商业物业运营商建立了长期合作关系。前期选址基于多年运营积累经验，积极运用大数据分析技术，综合考虑商业区的位置及人口密度、消费者年龄分布及平均可支配收入、高峰时段预计客流量、顾客可到达性和租金成本等各方面因素。公司为选址、租赁安排、牌照合规等环节均设置标准化流程。门店开业初期，公司从现有门店调配雇员到新门店负责主要岗位，以协调新门店的工作并帮助新员工适应公司制度文化，提升新店运营效率。

图表47：小菜园开店流程

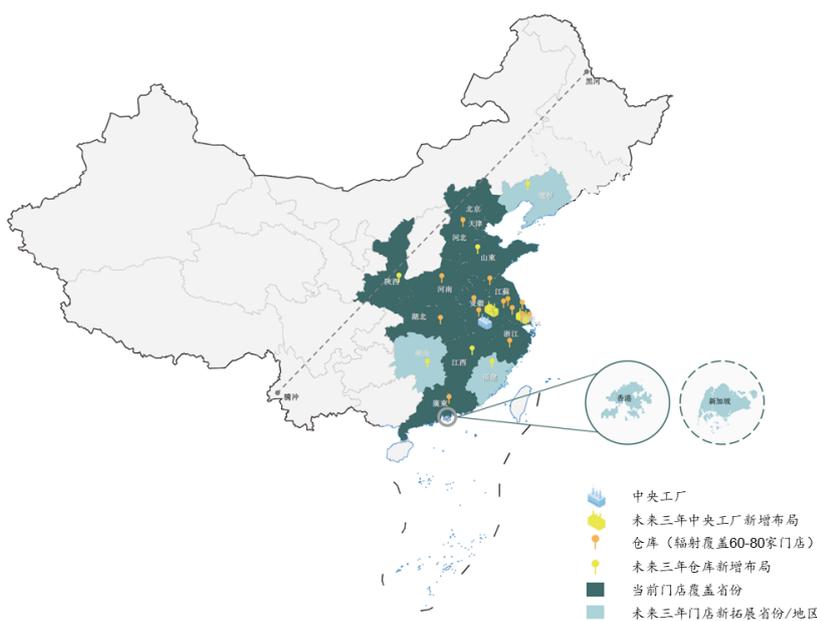


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

立足于三线城市，加大一二线城市扩张布局。公司最初从安徽起家，2015 年在北京和上海开设首家门店，现已覆盖全国 146 个城市，并加速渗透。截至 8M24，公司在一线/新一线/二线/三线城市分别拥有门店 97/184/77/278 家，占比 15.3%/28.9%/12.1%/43.7%，较 23 年期末 -0.4/+1.1/+0.7/-1.4pct，对应单店营收 6.39/5.58/5.56/5.15 百万元。2024 年前 8 个月新增门店 13/35/16/36 家，公司加快高线城市门店布局。当前公司门店主要分布在东部和中部地区，8M24 一线和新一线城市单位面积日销售额为 88.7/81.8 元，二线和三线及以下城市分别为 77.4/64.9 元，一线城市店均面积较小，坪效最高，二线城市单店创收能力较强，且当前门店分布密度较低，皆展现出较强的扩张潜力。

**图表 48：小菜园门店版图**

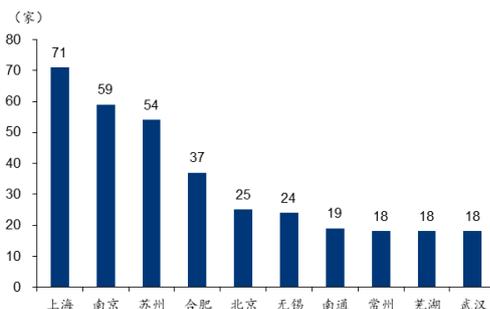
小菜园运营及规划中门店以及相关配套设施与基础设施地理位置分布（截至2024.8.31）



小菜园门店分线级城市及未来拟新开情况



小菜园门店数前十城市（截至20250228）



注：右上角图中 2024E 拟新开门店数量为我们估计，2025E 及 2026E 为公司招股说明书内指引

资料来源：公司招股说明书，窄门餐眼，华泰研究

**加速开店布局，海内外扩展空间广阔。**公司 2021 年/2022 年/2023 年/8M24 分别新开门店 101 家/43 家/120 家/109 家。据招股书，公司计划于 2025/2026 年新开设约 160/180 家“小菜园”品牌门店，至 2026 年期末全国门店数达 1,000 家。扩张策略遵循三条路线：**其一，扩大地区覆盖广度。**逐步拓展至已有覆盖省份内的新区域，并进军邻近的省份，如陕西、福建等地区，未来将逐步形成“长三角、京津冀、粤闽赣”的门店布局。**其二，在现有市场合理增加门店网络密度，发挥临近门店的协同效应，**以服务更多当地消费者，例如北京、上海、深圳、杭州等已覆盖地区。其三，公司计划扩展拥有大型华人社区的境外国家和地区（如新加坡等），增加业务版图，提升品牌知名度，打造成获中海外华人广泛认可的餐饮品牌。

我们参考上述开店方针，对小菜园中期开店空间进行测算。公司开店空间与当地经济活力、人口规模息息相关，因此我们分不同线级城市，参考可比品牌，通过人均 GDP 系数预测中期门店密度估算开店空间。具体假设如下：

一线城市：据招股书，截至 8M24，小菜园在一线城市拥有门店 97 家，门店密度为 1.17 家/每百万人，与海底捞相比仍处于较低水平。我们认为，小菜园独特的品牌定位和性价比高的产品能够满足一线城市居民的日常外出就餐需求。此外，我们认为小菜园拥有强大的门店运营和供应链管理能力和能力，虽然门店基础比海底捞小，但拥有相对清晰的 UE 模型。我们预计小菜园将通过发展线上线下渠道，逐步提高门店密度至接近海底捞门店密度，达 2.71 家/百万人，中期一线城市的门店总数达到 225 家。

新增长市场：1) 新一线城市和二线城市：新一线城市和二线城市经济增速快，2022 年人均 GDP 达到一线城市的 69%/55%（来自国家统计局）。小菜园基于自身优势进行扩展，门店盈利能力优秀，消费者对于品牌认可度高。我们假设其门店密度有望达到 1.86/1.49 家/百万人，门店数量达到 371/366 家。2) 三线及以下城市：三线及以下城市是小菜园最大的存量市场，小菜园高性价比的产品满足居民聚会等就餐需求。基于小菜园在三线及以下城市中积累的经验优势，我们预计其门店密度有望达到 1.0 家/百万人，门店总数达到 801 家。

我们预计小菜园国内中期门店空间可达 1986 家，一线/新一线/二线/三线及以下城市门店占比 11.33%/18.69%/18.43%/40.35%，相比 8M24 的 636 家尚有 212% 的扩张空间。

图表49：小菜园门店扩张空间测算

	2022年人口 (万人)	2022年人均GDP (万元)	小菜园门店数量 (8M24)	门店密度 (家/百万人)	海底捞门店数量 (2023)	海底捞门店密度 (家/百万人)	小菜园长期门店密度假设 (家/百万人)	小菜园理论门店数
一线城市	8,299	177,701	97	1.17	232	2.80	2.71	225
新一线	19,932	122,072	184	0.92	538	1.21	1.86	371
二线	24,528	97,775	77	0.31	538	1.21	1.49	366
三线及以下	80,116	65,550	278	0.35	581	0.73	1.00	801
合计	141,175		636	0.45	1351	0.96	1.41	1986

资料来源：国家统计局，公司招股说明书，海底捞公司公告，华泰研究

### 店效：产品/渠道/供应链共振，新零售积极布局

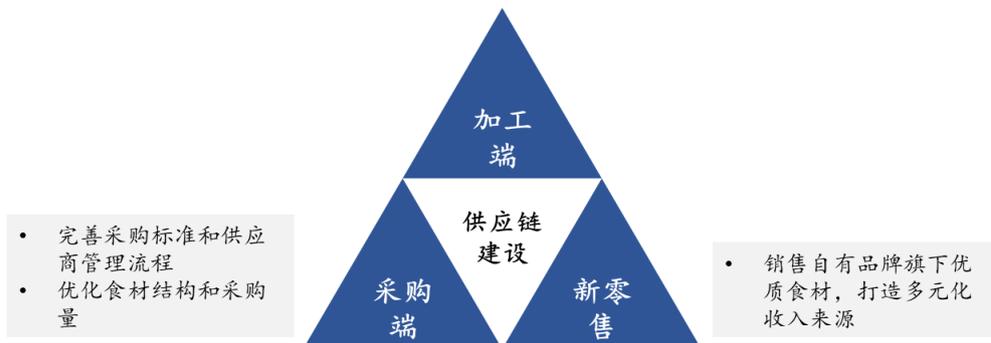
从单店收入角度看，在供应链和标准化管理体系的加持下，依托产品迭代、渠道扩展，公司单店店效有望提升，门店利润率有望得到优化。

**菜品研发迭代，持续提升用户体验。**公司菜品研发由创始人牵头，由菜品研发部、市场部 and 供应链部门配合，根据消费者不断变化的偏好进行菜品的迭代升级。1) 市场调研，通过销售数据和市场调查得到消费者的偏好数据；2) 测试阶段，通过口味、食品安全和质量的内外测试进行评估；3) 可行性分析，比较食材来源，在口味和成本之间取得平衡；4) 标准化执行，依托供应链体系制定标准化程序，菜品在中央工厂进行粗加工，储存至仓库，交付至门店烹饪。通过直播、视频演示等确保新菜品的制作过程和质量一致。

**自建供应链反哺新业务，战略布局新零售。**公司基于现有供应链的标准化和管理优势，扩展线下新零售业务，开始在线下门店销售自有品牌优质食材（大米、牛肉酱等），以扩大品牌旗下高质量健康食材的触达范围，丰富收入来源，提升单店营收。

**图表50：小菜园供应链管理体系优化**

- 加强工业化和数字化能力：中央工厂进行高效的精益化生产，提升资产周转效率和优化成本控制
- 增强“厂仓店”协同：增设中央工厂，实现仓储物流网络精细化管理，提高物流配送效率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 社区餐饮：有望成为第二成长曲线

**扩张社区餐饮充实品牌矩阵，丰富业务版图。**基于主品牌“小菜园”的门店运营经验，公司于2023年10月开始探索客单价0-50元的社区餐饮市场，并推出“菜手”子品牌，至2024年1月已经开设第一家线下门店。新品牌扩展公司在大众便民中式餐饮行业的业务版图，旨在为消费者提供“家庭厨房”替代方案，和主营业务形成差异化布局，有望发展成为第二成长曲线。

**供应链和数据资产积累可复用，快速建立可行的商业模式。**社区餐饮相对大众便民中式餐饮客单价更低，单店模型更加简单，利于标准化和连锁化。公司此前积累的高效供应链体系、标准化和数字化运营经验有望得以复用，使得“菜手”新品牌在选址、菜品、门店管理等方面提跑出成长加速度。1) 选址方面，面向社区居民和办公大楼消费者，门店面积150-200平方米，可容纳30-40张餐桌，同时接待60-80名消费者。2) 菜品定价低于主品牌，单品定价5-30元，客单价20-40元，根据消费者反馈和时令更新菜品。3) 门店前端采用自助服务，菜品预先烹制并以小份菜的形式提供，设置自助结账柜台；消费者进入门店到完成餐点的平均时间约为25分钟，有效提高翻台率。4) 后台运营方面，利用现有供应链和管理体系，结合门店智能设备，降低门店基层员工数量，提升门店管理效率。

**图表51：菜手食堂门店**


资料来源：菜手官方小程序，华泰研究

**图表52：子品牌菜手与主品牌小菜园对比**

	菜手	小菜园
<b>功能</b>	堂食、外卖皆有，注重效率，平均用餐时间25分钟	堂食、外卖皆有，收入核心是产品+环境体验
<b>品类</b>	快餐	休闲餐饮、地方特色餐厅
<b>主流客单价</b>	20-40元	50-100元
<b>门店面积</b>	150-200 m <sup>2</sup>	300 m <sup>2</sup>
<b>座位数</b>	30-40	30
<b>可接待消费者</b>	60-80名	110名
<b>选址</b>	住宅区、办公大楼	购物中心餐饮层、街边

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 盈利预测与估值

我们预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润为 5.84/7.07/8.50 亿元，24-26 年复合增速为 17%；营业收入为 52.64/65.61/80.59 亿元，24-26 年复合增速为 21%。具体假设如下：

**开店层面：**基于上文对各层级城市门店扩张节奏的估算，我们预测 24-26 年净开门店 134/152/172 家，期末门店数达 676/828/1000 家，CAGR 23%。考虑高线城市消费能力较优，扩张潜力较强，我们预计新增门店 24-26 年一线/新一线和二线城市占比或有所提升。根据我们预测，截至 2026 年期末一线/新一线/二线/三线及以下城市门店占比为 18/29/19/35%，较 23 年占比 +2/+1/+8/-10pct。

图表 53：小菜园：门店预测

(家)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
门店规模	422	542	676	828	1000
YOY	11%	28%	25%	22%	21%
一线城市	55	86	121	151	177
YOY	15%	56%	41%	25%	17%
新一线城市	102	150	197	243	286
YOY	10%	47%	31%	23%	18%
二线城市	49	61	81	119	188
YOY	11%	24%	33%	47%	58%
三线及以下城市	216	245	277	315	350
YOY	11%	13%	13%	14%	11%
净增门店	43	120	134	152	172
一线城市	7	31	35	30	26
新一线城市	9	48	47	46	43
二线城市	5	12	20	38	69
三线及以下城市	22	29	32	38	34

资料来源：公司公告，华泰研究预测

### 单店层面：

**堂食：**8M24 同店堂食销售额同比 -18.3%，其中同店堂食日均顾客量同比 -11.1%，同店翻台率 3.1 次/天，同比 8.8%；堂食顾客整体人均消费 59.5 元/同比 -8.7%。24-26 年由于公司开店有所提速，或对同店客流有所稀释，但考虑公司品牌影响力提升，有望冲减门店加密对同店客流的影响，因此我们预计 24-26 年同店翻台率同比为 -3%/持平/持平，同店客流量同比 -6%/-1%/持平。价格层面，考虑竞争有所加剧，公司加大优惠力度，或对客单价产生一定影响，我们预计 24-26 年店均客单价同比 -8%/-2%/持平。基于以上，我们预计 24-26 年堂食日均销售额同比 -13%/-3%/持平，分别达 1.62/1.57/1.57 万元。

**外卖：**8M24 同店外卖销售额同比 -11.4%；外卖订单整体单均销售额 71.2 元/同比 -12%，整体订单数量同比 +56.2%。随门店渠道进一步扩张，我们预计外卖场景渗透率有望进一步提升，订单量预计 24-26 年同比 +10%/+5%/+2%，客单价预计 24-26 年同比 -9%/持平/持平。基于量价拆分，我们计算得出 24-26 年同店店均销售额分别为 9.05/9.06/9.12 百万元，同比 -9.16%/+0.04%/+0.73%，整体店均销售额 7.77/7.90/8.03 百万元，同比 -7.3%/+1.7%/+1.7%。

图表54：小菜园：收入预测

(人民币 百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,213</b>	<b>4,549</b>	<b>5,264</b>	<b>6,561</b>	<b>8,059</b>
堂食	2,183	3,051	3,370	4,103	5,012
外卖	1,030	1,491	1,880	2,437	3,022
其他	0	7	14	21	25
<b>YOY</b>	<b>21%</b>	<b>42%</b>	<b>16%</b>	<b>25%</b>	<b>23%</b>
堂食	-2%	40%	10%	22%	22%
外卖	151%	45%	26%	30%	24%
其他	-56%	1376%	100%	50%	20%
<b>单店销售额</b>					
整体单店销售额	7.61	8.38	7.77	7.90	8.03
YOY	9.1%	10.1%	-7.3%	1.7%	1.7%
同店单店销售额	8.65	9.97	9.05	9.06	9.12
YOY	3.5%	15.2%	-9.2%	0.0%	0.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**成本端：**

- 1) 原材料：**展望后续 24-26 年，考虑向新城市扩张供应链难度提升，与规模效应放大、议价能力提升带来的食材成本下降冲减，参考 8M24 毛利率 67.8%，我们预计 24-26 年公司毛利率为 68.2%/68.4%/68.8%，同比-0.3/+0.2/+0.3pct，对应食材成本占比为 31.8%/31.6%/31.2% (vs2023 31.5%)。
- 2) 人工：**预计随门店扩张加速，员工储备量或有所增加，同时考虑每年涨薪幅度，门店层面人工成本占比或有所提升，总部人工成本则相对固定，占比随收入规模扩张而下降，整体人工成本或稳中略升，参考 8M24 人工成本 27.7%，24-26 年我们预计总人工成本占比为 28.9%/29.4%/30.1%，同比-0.4/+0.5/+0.7pct (vs2023 29.3%)。
- 3) 租金：**考虑高线城市门店扩张提速，24-26 年租金成本（使用权资产折旧+短期租赁成本）占比或有所提升。参考 8M24 使用权资产折旧、短期租赁成本占收入比分别为 4.7%/1.8%，我们预计 24-26 年使用权资产折旧占收入比为 4.9%/5.1%/5.3% (vs2023 4.3%)，同比+0.6/+0.2/+0.1pct；短期租赁成本占收入比为 1.4%/1.4%/1.3% (vs2023 1.3%)，同比+0.13/-0.03/-0.07pct。
- 4) 其他经营成本/费用：**8M24 外卖服务费/水电成本开支/广告及营销费用占收入比分别为 6.5%/3.3%/1.2%。我们预计美团等外卖平台佣金率相对稳定，外卖服务开支随外卖订单增长而增长。我们预计 24-26 年外卖服务开支占比为 6.2%/6.4%/6.5%，外卖服务开支同比+0.51/+0.25/+0.06pct，对应外卖订单量同比+39/+30/+24%。水电成本开支或保持相对稳定，预计 24-26 年水电成本占比为 3.0%/3.0%/3.0%。考虑新城拓展，公司广告投入或有所增加，我们预计 24-26 年广告及营销费用占比为 1.2%/1.1%/1.1%，同比+0.14/-0.1/0pct。
- 5) 门店层面经营利润率：**2023/8M24 门店经营利润分别达 19.7%/17.8%，2023 年规模效应下，人工、原材料及租金成本皆有所压降，门店层面经营利润率有望同比提升。考虑 2023 年门店端利润率高点，2024-2026 租金及折旧摊销成本上升，价格带下移或折损利润率，因此我们预计 24-26 年门店层面经营利润率为 17.8%/17.0%/16.4%，同比-1.9/-0.8/-0.6pct。

综合以上，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 5.84/7.07/8.50 亿元，归母净利率 11.1%/10.8%/10.5% (vs2023 11.7%)，同比-0.6/-0.3/-0.2pct。

图表55：小菜园：成本及利润预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>所用原材料及消耗品</b>	<b>(1088)</b>	<b>(1433)</b>	<b>(1,674)</b>	<b>(2,073)</b>	<b>(2,518)</b>
占收入百分比 (%)	33.9%	31.5%	31.8%	31.6%	31.2%
<b>员工成本</b>	<b>(970)</b>	<b>(1334)</b>	<b>(1,524)</b>	<b>(1,932)</b>	<b>(2,428)</b>
占收入百分比 (%)	30.2%	29.3%	28.9%	29.4%	30.1%
<b>使用权资产折旧</b>	<b>(172)</b>	<b>(196)</b>	<b>(258)</b>	<b>(338)</b>	<b>(426)</b>
占收入百分比 (%)	5.4%	4.3%	4.9%	5.1%	5.3%
<b>短期租赁费用</b>	<b>(57)</b>	<b>(59)</b>	<b>(75)</b>	<b>(91)</b>	<b>(107)</b>
占收入百分比 (%)	1.8%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%
<b>水电煤开支</b>	<b>(103)</b>	<b>(140)</b>	<b>(158)</b>	<b>(197)</b>	<b>(242)</b>
占收入百分比 (%)	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>外卖服务开支</b>	<b>(185)</b>	<b>(258)</b>	<b>(325)</b>	<b>(422)</b>	<b>(523)</b>
占收入百分比 (%)	5.8%	5.7%	6.2%	6.4%	6.5%
<b>广告及营销费用</b>	<b>(27)</b>	<b>(48)</b>	<b>(63)</b>	<b>(72)</b>	<b>(89)</b>
占收入百分比 (%)	0.8%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
<b>其他折旧摊销</b>	<b>(114)</b>	<b>(134)</b>	<b>(179)</b>	<b>(229)</b>	<b>(285)</b>
占收入百分比 (%)	3.6%	2.9%	3.4%	3.5%	3.5%
<b>其他开支</b>	<b>(148)</b>	<b>(211)</b>	<b>(223)</b>	<b>(233)</b>	<b>(269)</b>
占收入百分比 (%)	4.6%	4.6%	4.2%	3.6%	3.3%
<b>盈利能力</b>					
<b>毛利率 (%)</b>	<b>66.1%</b>	<b>68.5%</b>	<b>68.2</b>	<b>68.4</b>	<b>68.8</b>
<b>门店层面利润率 (公司披露, 24-26E 为我们估计)</b>	<b>14.2%</b>	<b>19.7%</b>	<b>17.8%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.4%</b>
<b>净利润</b>	<b>237.57</b>	<b>532.06</b>	<b>584.13</b>	<b>706.93</b>	<b>849.55</b>
<b>YOY</b>	<b>4.6%</b>	<b>124.0%</b>	<b>9.8%</b>	<b>21.0%</b>	<b>20.2%</b>
<b>净利率 (%)</b>	<b>7.4%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.5%</b>

资料来源：公司公告，华泰研究预测

根据公司业务的相似度、全球扩张范围，以及国内外市场的差异，我们选取港股海底捞(6862 HK)、百胜中国(9987 HK)、九毛九(9922 HK)作为公司的可比公司。基于上述盈利预测，我们预计 2024/2025/2026 年公司营业收入为 52.16/65.26/80.17 亿元，24-26 年复合增速为 21%；归母净利润为 5.84/7.07/8.50 亿元，24-26 年复合增速为 17%，对应 EPS 为 0.50/0.60/0.72 元；我们采用 PE 可比公司估值法，参考 25 年可比公司 Wind 一致预期 17X PE，考虑公司仍处于品牌势能向上成长期，给予 25 年 20XPE，目标价 13.01 港元（人民币：港币=0.92：1）。首次覆盖予以“买入”评级。

图表56：可比公司 PE 估值

股票名称	股票代码	市值 (当地货币 百万元)	EPS (当地货币 元)			2025-2026E 净利润 CAGR	PE (X)		
			2024A/E	2025E	2026E		2024A/E	2025E	2026E
海底捞	6862 HK	97,545	0.8	0.89	0.97	10%	20.18	18.14	16.64
百胜中国	9987 HK	143,506	2.55	2.77	2.99	8%	19.18	17.65	16.35
九毛九	9922 HK	4,430	0.14	0.21	0.29	44%	20.89	13.93	10.08
<b>整体均值</b>			<b>1.16</b>	<b>1.29</b>	<b>1.42</b>	<b>21%</b>	<b>20.08</b>	<b>16.57</b>	<b>14.36</b>

注：数据截至 2025/3/7 收盘；港股数据基于 Wind 一致预测；百胜中国 EPS 币种为美元，其余公司 EPS 币种为人民币；百胜中国采用 2024A 已披露数据，其余公司为预测数据。人民币:港币=0.92:1，人民币:美元=7.28:1

资料来源：Wind，华泰研究

## 风险提示

**消费者接受度不及预期。**公司门店的扩张受消费者接受程度的影响，如未来消费者对徽菜的接受程度不及预期，消费者培育效果不明显，将会影响公司未来业绩的增量空间。

**行业竞争加剧。**大众便民餐饮市场玩家众多，公司未来将会面临一定竞争压力。

**食品安全风险。**如果产品出现食品安全问题，公司品牌形象和销售将会受到影响。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、曾琚，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾珺本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 小菜园（999 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 小菜园（999 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 小菜园（999 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司