

2025年04月20日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

门店稳步拓张，运营效率优化

—小菜园（0999.HK）公司事件点评报告
买入（首次）

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	9.43
总市值（亿港元）	110.9
总股本（百万股）	1,176.5
流通股本（百万股）	1,176.5
52周价格区间（港元）	8.2-13.02
日均成交额（百万港元）	23.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

近期，小菜园发布 2024 年年度报告，2024 年实现营收 52.10 亿元（同增 15%），归母净利润 5.81 亿元（同增 9%）。

投资要点

■ 菜品价格调整拉低毛利，运营效率提升优化员工成本

2024 年毛利率同减 0.4pct 至 68.12%，主要系公司主动调整菜品价格，打造性价比优势。2024 年员工成本占比 27.29%（同减 2pct），主要系运营效率提升，水电煤/广告及促销/外卖服务开支占比分别同增 0.2pct/0.2pct/1pct 至 3.30%/1.22%/6.81%，外卖占比提高带动相关服务开支增加，净利率同减 1pct 至 11.14%。

■ 门店端持续开拓，外卖业务渗透率提升

2024 年外卖业务营收 20.05 亿元（同增 34%），主要系外卖服务门店增多带动外卖业务。2024 年堂食业务营收 31.92 亿元（同增 5%），其中一线/新一线/二线/三线及以下城市 2024 年底门店分别为 106/189/81/291 家，分别较年初净增加 22/40/20/49 家，一线/新一线/二线/三线及以下城市堂食人均消费分别为 61.1/59.1/59.9/58.4 元，分别同减 8%/12%/10%/8%，各城市门店数量稳步开拓，公司主动调降菜单价格致使人均消费同比承压。同店来看，2024 年同店销售额同减 12%，同店翻台率 3 次/天（同减 0.3 次/天），主要系外卖渠道分流堂食客流。

■ 盈利预测

公司 2024 年主动调整菜品价格，同店表现相对承压，外卖业务持续渗透，带动整体规模扩张。根据 2024 年业绩，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.58/0.69/0.83 元，当前股价对应 PE 分别 15/13/11 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、门店开拓不及预期等。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5209.87	6267.99	7447.03	8756.53
YoY	14.52%	20.31%	18.81%	17.58%
净利润(百万元)	580.62	676.69	806.22	978.00
YoY	9.13%	16.55%	19.14%	21.31%
每股收益(元)	0.49	0.58	0.69	0.83
EBIT Margin	24.35%	22.84%	22.64%	22.54%
净资产收益率 (ROE)	24.55%	23.28%	22.70%	22.57%
市盈率 (PE)	17.99	15.43	12.95	10.68
EV/EBITDA	7.24	7.14	6.29	5.52
市净率 (PB)	4.42	3.59	2.94	2.41

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	617	1424	2273	3047
应收款	302	363	431	507
存货	110	155	180	214
其他流动资产	0	63	74	88
流动资产合计	2040	3219	4416	5604
固定资产	699	737	688	611
无形资产及其他	791	593	396	198
投资性房地产	58	58	58	58
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	3588	4607	5557	6470
短期借款及交易性金融负债	0	54	35	30
应付款项	145	206	252	288
其他流动负债	462	589	706	836
流动负债合计	607	849	992	1154
长期借款及应付债券	0	30	50	50
其他长期负债	616	821	963	932
长期负债合计	616	851	1013	982
负债合计	1222	1700	2005	2136
所有者权益				
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2365	2907	3552	4334
负债和股东权益总计	3588	4607	5557	6470

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.49	0.58	0.69	0.83
每股红利	0.12	0.12	0.14	0.17
每股净资产	2.01	2.47	3.02	3.68
ROIC	107%	114%	226%	527%
ROE	25%	23%	23%	23%
毛利率	68%	68%	68%	68%
EBIT Margin	24%	23%	23%	23%
EBITDA Margin	33%	29%	28%	27%
收入增长	15%	20%	19%	18%
净利润增长率	9%	17%	19%	21%
资产负债率	34%	37%	36%	33%
息率	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%
P/E	18.0	15.4	13.0	10.7
P/B	4.4	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	7	7	6	6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

注: PE 换算对应汇率为: 港元兑人民币: 0.941

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5210	6268	7447	8757
营业成本	1661	1987	2383	2837
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	63	81	89	105
管理费用	2217	2768	3288	3840
财务费用	41	50	61	70
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	(300)	(250)	(200)
其他收入	(456)	(180)	(300)	(400)
营业利润	771	902	1075	1304
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	771	902	1075	1304
所得税费用	191	226	269	326
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	581	677	806	978

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	581	677	806	978
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	432	360	397	425
公允价值变动损失	0	300	250	200
财务费用	41	50	61	70
营运资本变动	-474	223	199	14
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	539	1560	1653	1617
资本开支	-373	-500	-400	-350
其它投资现金流	-1012	-202	-243	-291
投资活动现金流	-1384	-702	-643	-641
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	30	20	0
支付股利、利息	0	-135	-161	-196
其它融资现金流	842	54	-20	-5
融资活动现金流	842	-51	-161	-201
现金净变动	-3	807	849	775
货币资金的期初余额	620	617	1424	2273
货币资金的期末余额	617	1424	2273	3047
企业自由现金流	541	1158	1461	1569
权益自由现金流	1352	1205	1415	1512

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。