



港股研究 | 公司深度 | 小菜园 (0999.HK)

小菜园公司深度报告：好吃不贵，烟火传徽

报告要点

小菜园是传承了新徽派文化的大众便民餐饮代表品牌，致力于为顾客提供“好吃不贵”家常风味的菜肴和优质服务。公司依靠高性价比的定位、较强的外卖适应性，近年核心经营数据表现良好，门店高速扩张。公司定位契合当下餐饮行业消费趋势，在行业复苏下，有望凭借科学的标准化、完备的供应链、优越的单店模型抢抓发展机遇。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.03、8.42、10.03 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



马健轩

小菜园（0999.HK）

2025-05-31

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

小菜园公司深度报告：好吃不贵，烟火传徽

小菜园：大众便民中式餐饮领导者，致力于发展传统与创新徽菜

核心团队经验丰富，高性价比定位打开市场空间。小菜园是传承了新徽派文化的大众便民餐饮代表品牌，致力于为顾客提供“好吃不贵”家常风味的菜肴和优质服务，核心团队大部分为小菜园元老，餐饮行业经验丰富。公司凭借着高性价比的定位打开了市场空间，截至 2024 年以纯直营的模式运营 667 家门店，经营表现良好，门店呈现稳健扩张趋势，同时公司价格亲民的外卖业务获得了消费者认可，成为业绩增长的另一动力，通过外卖业务公司触达了更大范围的消费者。堂食与外卖双向增长下，公司紧抓机遇，提质增效，盈利能力不断提升，获得了稳健增长的业绩。

餐饮行业迎复苏，大众便民中式餐饮市场具备发展潜力

餐饮行业需求景气度提升，大众便民中式餐饮具备发展潜力。近年餐饮行业经历显著变革：前期低门槛与消费复苏预期吸引大量资本与创业者涌入，供给过剩加剧内卷，行业淘汰加速，大型连锁企业凭借抗风险能力占据优势，连锁化率持续提升。成本压力与需求调整叠加促使行业洗牌，2025 年在政策消费券刺激、消费场景复苏及外卖习惯深化下呈现回暖迹象。市场结构上，大众便民中式餐饮展现强劲韧性。超 5 万亿元的餐饮市场中，100 元以下大众便民品类占据主导，该赛道竞争格局分散，广阔的下沉市场与产品创新正驱动这一领域持续扩容。大众便民餐饮凭借贴近民生的定位，在行业变革中适应性更强，未来有望进一步扩大市场占比。

标准化运营与供应链支撑发展及品控，领先信息技术赋能高效管理

单店模型表现优越，供应链赋能扩张。小菜园通过标准化机制、数字化赋能，提升了运营管理能力，并自建供应链保证产品的可控与安全性，同时优化了成本。公司具备科学合理的激励机制，在公司内部实行师徒培养制且辅以一定的绩效激励，所有区域经理均为内部培养提拔，激发了员工工作热情，与公司利益深度绑定。基于小菜园的精准定位、精细化运营、科学激励机制，小菜园餐饮品牌构建了极具竞争力的单店模型，并且小菜园的性价比让其在下沉市场具备较大的适应能力，目前小菜园门店分布省份集中度较高，尚有较大的开拓空间，开店空间广阔。公司适时扩充中央厨房产能，为门店扩张提供支持。

投资建议与盈利预测

看好公司未来围绕全球化、数字化与可持续化三大核心方向加速布局，供应链赋能小菜园品牌继续加密现有城市、进驻新城市，“菜手”顺应消费趋势，成为公司第二大品牌。公司契合当下餐饮行业趋势，在行业复苏下，有望凭借科学的标准化运营、完备的供应链、优越的单店模型抢抓发展机遇。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.03、8.42、10.03 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、消费复苏缓慢；
- 2、业务成本上升；
- 3、展店不及预期；
- 4、行业竞争加剧。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价（HKD） 8.45

注：股价为 2025 年 5 月 27 日收盘价

相关研究

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

小菜园：大众便民中式餐饮领导者，致力于发展传统与创新徽菜	6
新徽派文化传承者，核心团队经验丰富	6
经营表现良好，门店快速扩张	8
业绩稳健，效率提升，盈利能力增强	10
餐饮行业迎复苏，大众便民中式餐饮市场具备发展潜力	12
餐饮行业低谷期后迎来复苏	13
外卖习惯深度养成，下沉市场成为增长主力	18
大众便民中式餐饮市场空间广阔，竞争格局分散	19
标准化运营与供应链支撑发展及品控，领先信息技术赋能高效管理	20
标准化、数字化运营，自建供应链优化成本	21
单店模型优越，开店空间广阔	23
科学合理的激励机制，激发员工工作热情	25
投资建议与盈利预测	26
风险提示	28

图表目录

图 1：小菜园高性价比的产品与标准化的门店、供应链赋能其业绩表现	6
图 2：公司发展历程	7
图 3：小菜园股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）	8
图 4：公司门店数量（家）快速增长	9
图 5：公司外卖业务营收占比不断提升	9
图 6：公司门店堂食翻台率（次/天）表现良好	9
图 7：公司堂食顾客人均消费（元）与行业趋势保持一致	9
图 8：单门店年平均外卖订单数量（千单）	10
图 9：外卖订单单均消费额（元）	10
图 10：公司同店数量（家）以及增速	10
图 11：公司门店层面经营利润率	10
图 12：公司营业收入及同比增速	11
图 13：公司扣非归母净利润及同比增速	11
图 14：公司各项成本费用率占营收比例	11
图 15：公司毛利率与净利率	11
图 16：公司门店日坪效（元/平方米）	12
图 17：公司门店月人效（元/人）	12
图 18：餐饮行业复苏，大众便民中式餐饮市场有发展	13
图 19：2020 -2024 年全国餐饮企业存量（万家）	14
图 20：2021-2025 年全国餐饮连锁化率	14
图 21：中国重点城市 100 条商业街平均租金（元/平方米/天）变化情况	14

图 22: 厨师与服务员平均薪酬变化 (元/月)	14
图 23: 社会消费品零售餐饮收入总额及同比增速	15
图 24: 限额以上企业餐饮收入总额及同比增速	15
图 25: 全国餐饮行业景气指数走势	18
图 26: 在线餐饮外卖市场规模 (亿元) 及同比增速	18
图 27: 2024 年中国消费者点外卖的频率	18
图 28: 2024 年前三季度下沉市场中式餐饮开/关店率表现更优	19
图 29: 2024 年中国餐饮门店规模 (万家) 线级城市分布及增长率	19
图 30: 中国餐饮市场按类型划分市场规模 (十亿元)	19
图 31: 按客单价划分中国中式餐饮市场 (十亿元)	19
图 32: 以客单价划分中国大众便民中式餐饮市场规模 (十亿元)	20
图 33: 以运营模式划分中国大众便民中式餐饮市场规模 (十亿元)	20
图 34: 公司通过标准化、数字化赋能门店	21
图 35: 公司供应链车队车辆 (辆) 与司机 (个) 不断增长	22
图 36: 公司供应链拥有 600+全职雇员 (截至 2024 年 8 月 31 日)	22
图 37: 小菜园与主要竞争对手分析	24
图 38: 中国社区餐饮市场规模 (十亿元)	25
图 39: 公司旗下品牌定位	25
表 1: 公司执行董事及高管成员	7
表 2: 餐饮休闲场景客单价变化 (元)	15
表 3: 餐饮日常场景客单价变化 (元)	15
表 4: 餐饮聚餐场景客单价变化 (元)	16
表 5: 部分地区餐饮消费券发放情况	17
表 6: 50-100 元中国大众便民中式餐饮市场竞争格局	20
表 7: 公司标准化运营管理体制	21
表 8: 公司数字化赋能	22
表 9: 小菜园增强供应链能力计划	22
表 10: 小菜园成熟门店单店模型	23
表 11: 小菜园品牌国内开店空间 (人口数量、现有门店截至 2024 年末)	24
表 12: 公司提供具备竞争力的薪酬	25
表 13: 盈利预测	26

小菜园：大众便民中式餐饮领导者，致力于发展传统与创新徽菜

小菜园是传承了新徽派文化的大众便民餐饮代表品牌，致力于为顾客提供“好吃不贵”家常风味的菜肴和优质服务，核心团队大部分为小菜园元老，餐饮行业经验丰富。公司凭借着高性价比的定位打开了市场空间，经营表现良好，门店稳健扩张，同时公司价格亲民的外卖业务获得了消费者认可，成为业绩增长的另一动力，通过外卖业务公司触达更大范围的消费者。堂食与外卖双向增长下，公司紧抓机遇，提质增效，盈利能力不断提升，获得了稳健增长的业绩。

图 1：小菜园高性价比的产品与标准化的门店、供应链赋能其业绩表现



资料来源：公司官网，公司公告，公司官方微信公众号，长江证券研究所

新徽派文化传承者，核心团队经验丰富

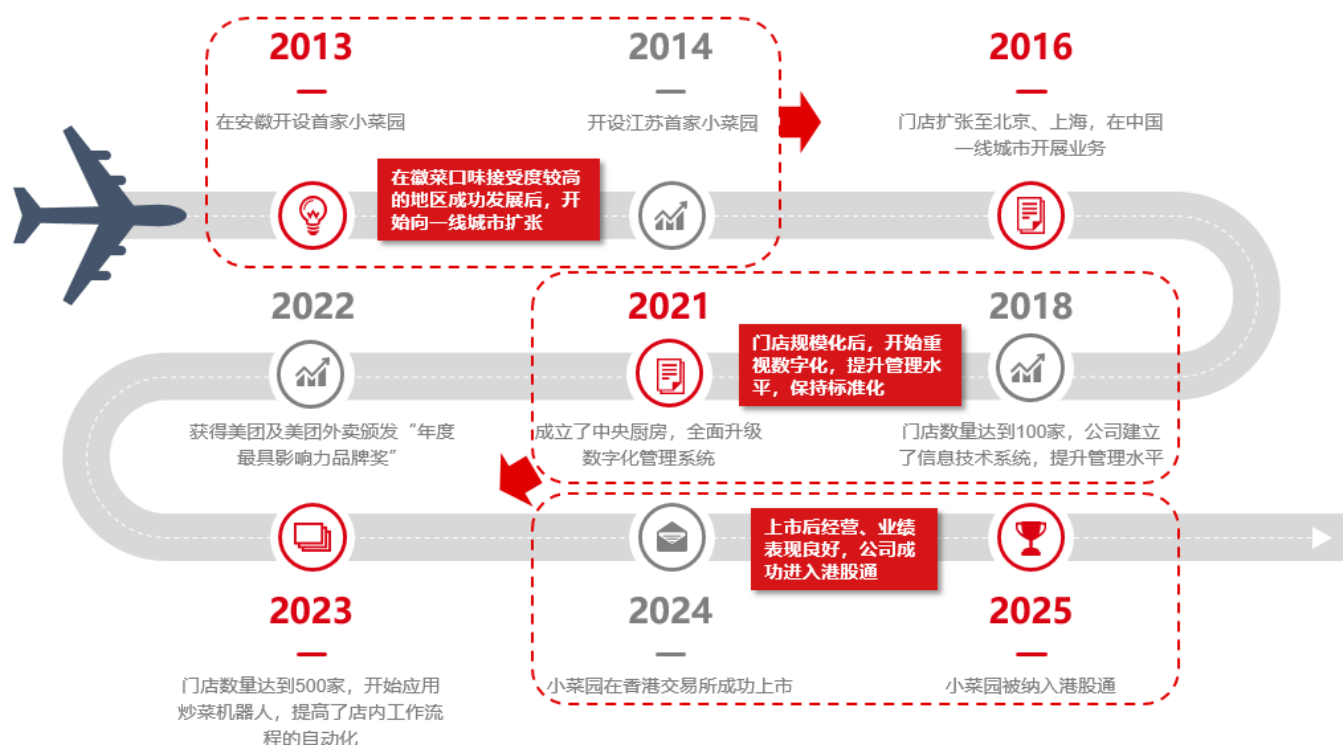
小菜园成立于 2013 年，是以徽菜为主的新徽派文化传承者，目前已成为国内快速发展的大众便民中式餐饮领导者。

品牌初创发展 (2013-2016 年): 2013 年公司在安徽开出了首家小菜园，在 2016 年门店开始向北京、上海等一线城市扩张，2018 年公司门店数量达到 100 家，已初具规模。

规模化与数字化 (2018-2023 年): 随着公司门店数量增长，2018 年，公司开始建立信息技术系统，2021 年公司成立了中央厨房并全面升级了数字化管理系统，2023 年公司门店数量达到了 500 家，并开始应用炒菜机器人提高门店工作流程自动化。

成功上市，稳健扩张（2024 年至今）：公司在 2024 年成功上市，有助于公司继续扩张和提升品牌影响力，凭借了良好的表现，2025 年小菜园被纳入港股通。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

核心团队大部分为小菜园元老，餐饮行业经验丰富。公司董事长、创始人汪先生具备超 20 年的餐饮行业经验，深刻理解行业趋势，执行董事均为小菜园元老成员，与公司相伴多年，完整经历了公司多个发展阶段，对公司文化有着深刻理解，是公司长远发展的基石，其他管理层同样具备多年从业经验。

表 1：公司执行董事及高管成员

姓名	职位	加入公司时间	简介
汪书高	董事长, 执行董事, 总经理	2013 年 6 月	汪先生于餐饮行业拥有超过 20 年经验。在创立小菜园之前，汪先生曾分别于 2006 年 3 月、2007 年 5 月和 2010 年 12 月创立铜陵市汪旺美食林、铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司。汪先生曾获得多个著名奖项及认可，包括(i) 于 2019 年 11 月获安徽省企业经营与管理研究会任命为副会长，(ii) 于 2020 年 12 月获中国商业企业管理协会评为「全国商业优秀企业家」，及(iii) 于 2021 年 5 月获安徽省烹饪协会委任为副会长。
李道庆	执行董事, 副总经理	2013 年 6 月	加入小菜园之前，李先生于 2001 年 6 月至 2007 年 3 月在马鞍山市花山区 148 法律服务所提供法律服务、于 2007 年 3 月至 2009 年 1 月担任重庆市渝西钢铁(集团)有限公司的总经理及于 2009 年 1 月至 2012 年 7 月担任重庆市度玛金属材料有限公司的业务部门总监。彼自 2021 年 12 月起担任江苏省南京市鼓楼区人民代表大会代表及自 2023 年 9 月起担任安徽省餐饮行业协会供应链专业委员会委员。
陶旭安	执行董事, 区域总经理	2013 年 6 月	加入小菜园之前，陶先生于 2006 年 3 月至 2007 年 5 月担任铜陵市汪旺美食林的厨师长。彼亦于 2010 年 12 月至 2013 年 3 月担任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨。
田春永	执行董事, 副总经理	2014 年 10 月	加入小菜园之前，田先生分别于 2006 年 10 月至 2007 年 12 月、2008 年 1 月至 2011 年 1 月、2011 年 1 月至 2013 年 12 月在南京秦朝瓦罐餐饮有限公司、南京御秦上品餐饮管理有限公司及南京辣啡餐饮管理有限公司担任总经理。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

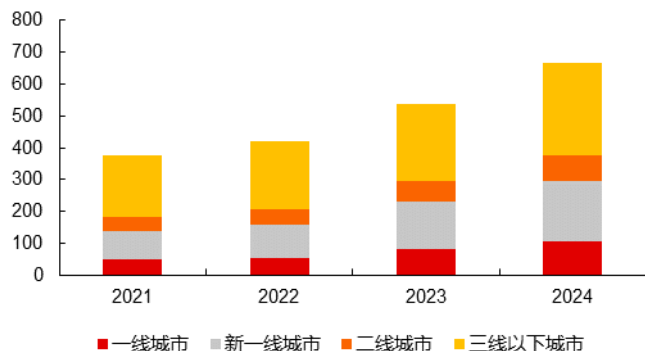
图 3: 小菜园股权结构图 (截至 2024 年 12 月 31 日)



门店快速扩张,高线城市占比提升,外卖业务比重逐渐上升。公司目前处于快速扩张期,2021-2024 年门店数量 CAGR 为 21.16%,同时,公司正从低线城市向高线城市拓展,相比于 2021 年,2024 年公司一线城市与新一线城市门店占比分别提升 3.09pct、3.8pct,

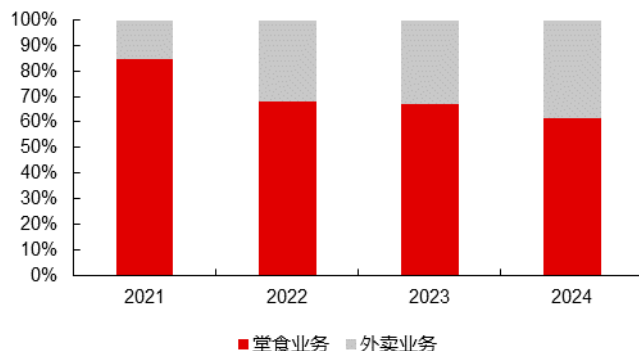
达到 15.89%、28.34%。另外，公司外卖业务营收占比也从 2021 年的 15.5% 逐年提升至 2024 年的 38.7%，扩大了顾客群体，增加抗风险能力。

图 4：公司门店数量（家）快速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

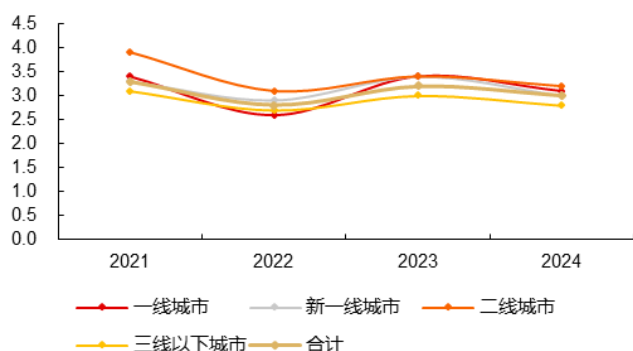
图 5：公司外卖业务营收占比不断提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

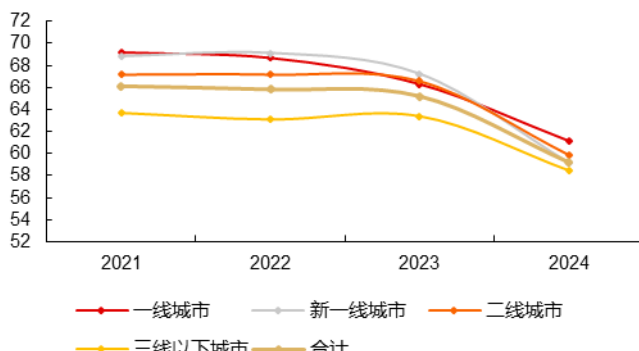
翻台率稳健，外卖订单增长，人均消费与行业趋势保持一致。门店高速扩张背后的支撑是优异的经营表现，公司门店堂食翻台率除 2022 年受市场环境影响承压，其余大部分保持在 3 次/天以上，单门店年平均外卖订单数量逐年提升，在外卖平台展现出不断增强的吸引力。堂食顾客人均消费与外卖订单单均消费额近年有所下滑，一方面受消费环境、餐饮行业竞争加剧影响；另一方面是公司主动调整菜品定价，为客户提供高性价比体验。

图 6：公司门店堂食翻台率（次/天）表现良好



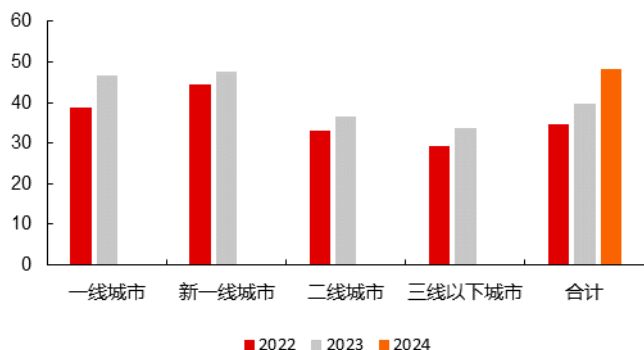
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：公司堂食顾客人均消费（元）与行业趋势保持一致



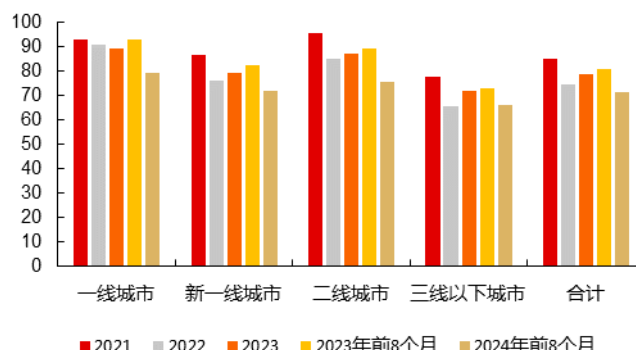
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：单门店年平均外卖订单数量（千单）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：外卖订单单均消费额（元）

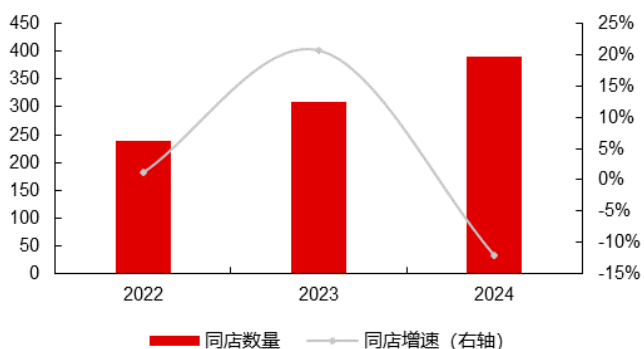


资料来源：公司公告，长江证券研究所

在堂食与外卖双重助力下，公司门店同店销售增速与经营利润率均展现出较好的表现。

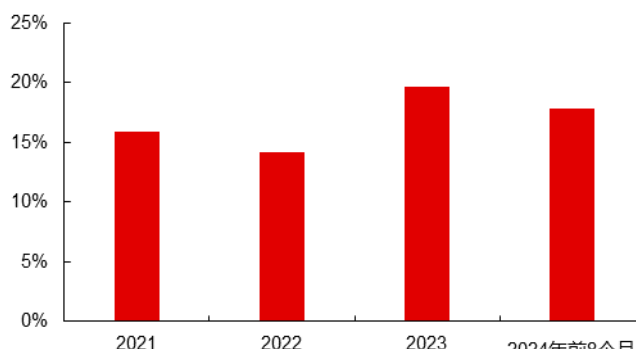
2023 年初消费迅速增长下，公司同店销售增速达到 20.8%，门店层面经营利润率同样创下 19.7% 的新高；2024 年在高基数之下同店销售增速有所下滑，门店层面经营利润率也因前述客单价等原因小幅回调至 17.8%。整体看，公司近年核心经营数据健康，趋势向好。

图 10：公司同店数量（家）以及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：公司门店层面经营利润率

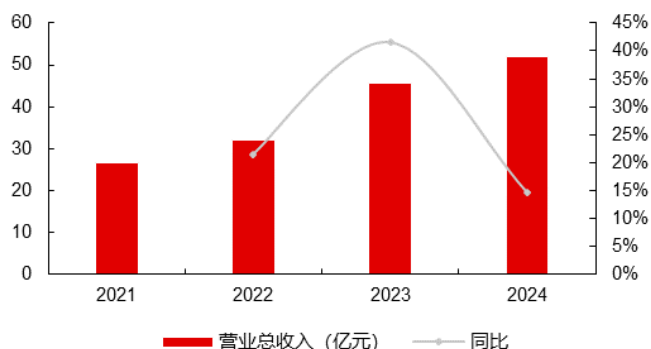


资料来源：公司公告，长江证券研究所

业绩稳健，效率提升，盈利能力增强

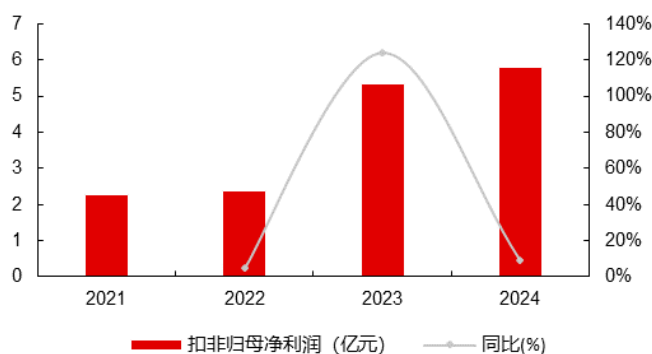
餐饮行业承压之下，公司营收与净利润持续正向增长。得益于门店扩张、外卖订单数量增长，2024 年公司在高基数之下依旧实现了营收与利润双重增长，2024 年公司营业收入 52.1 亿元，同比增长 14.52%，扣非归母净利润 5.81 亿元，同比增长 9.13%。拉长时间看公司业绩表现更加优异，2021-2024 年公司营收 CAGR 为 25.34%，扣非归母净利润 CAGR 达 36.79%。

图 12：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

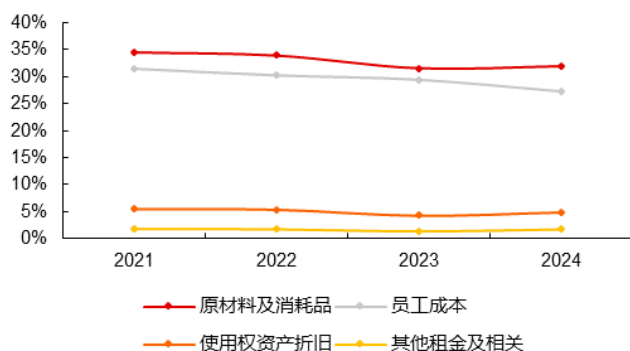
图 13：公司扣非归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

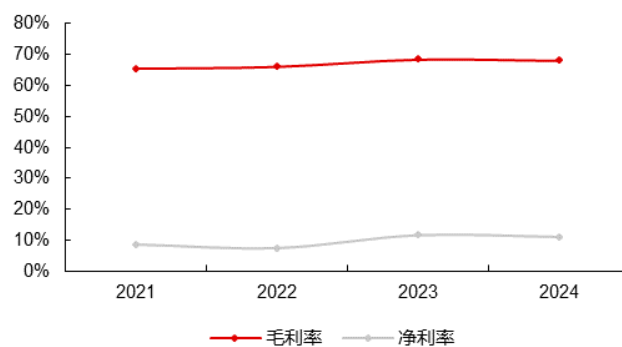
近年整体费用率呈现下行趋势，利润率在波动中提升。由于公司规模不断扩大，一方面公司食材集中采购增多、面对供应商以及物业的议价能力增强，另一方面营收增长摊薄刚性成本，公司近年各项成本费用率呈现下行趋势，相比于 2021 年，2024 年公司原材料及消耗品、员工成本、其他租金及相关分别同比下降 2.62/4.11/0.11pct，毛利率与净利率分别同比上升 2.62/2.56pct。

图 14：公司各项成本费用率占营收比例



资料来源：公司公告，长江证券研究所

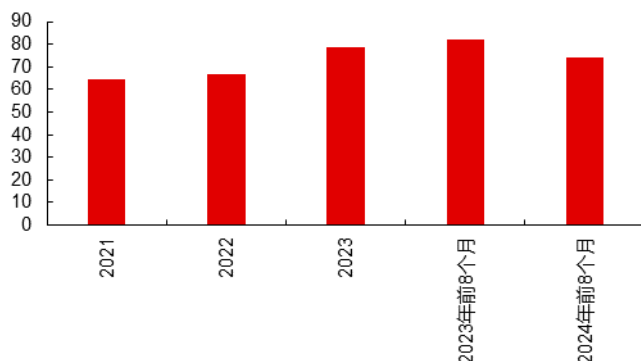
图 15：公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

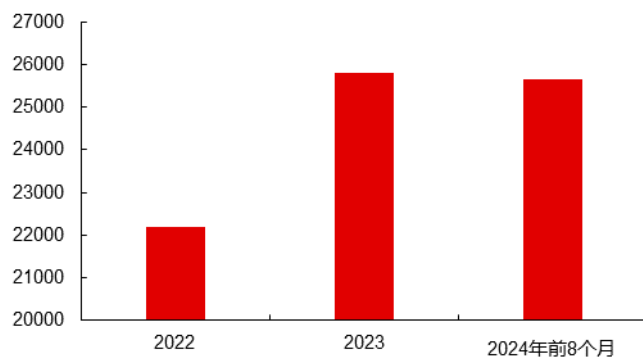
标准化程度提升，公司门店坪效与人效稳步恢复。经营数据持续提升的同时，公司不断完善标准化的管理模式，菜单、服务、培训等标准化，数字化管理系统、炒菜机器人等提升门店运营效率，公司门店日坪效在 2024 年前 8 个月达到 74.4 元/平方米，月人效达到 25652 元/人，相比于 2021 年均实现大幅提升。

图 16：公司门店日坪效（元/平方米）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：公司门店月人效（元/人）

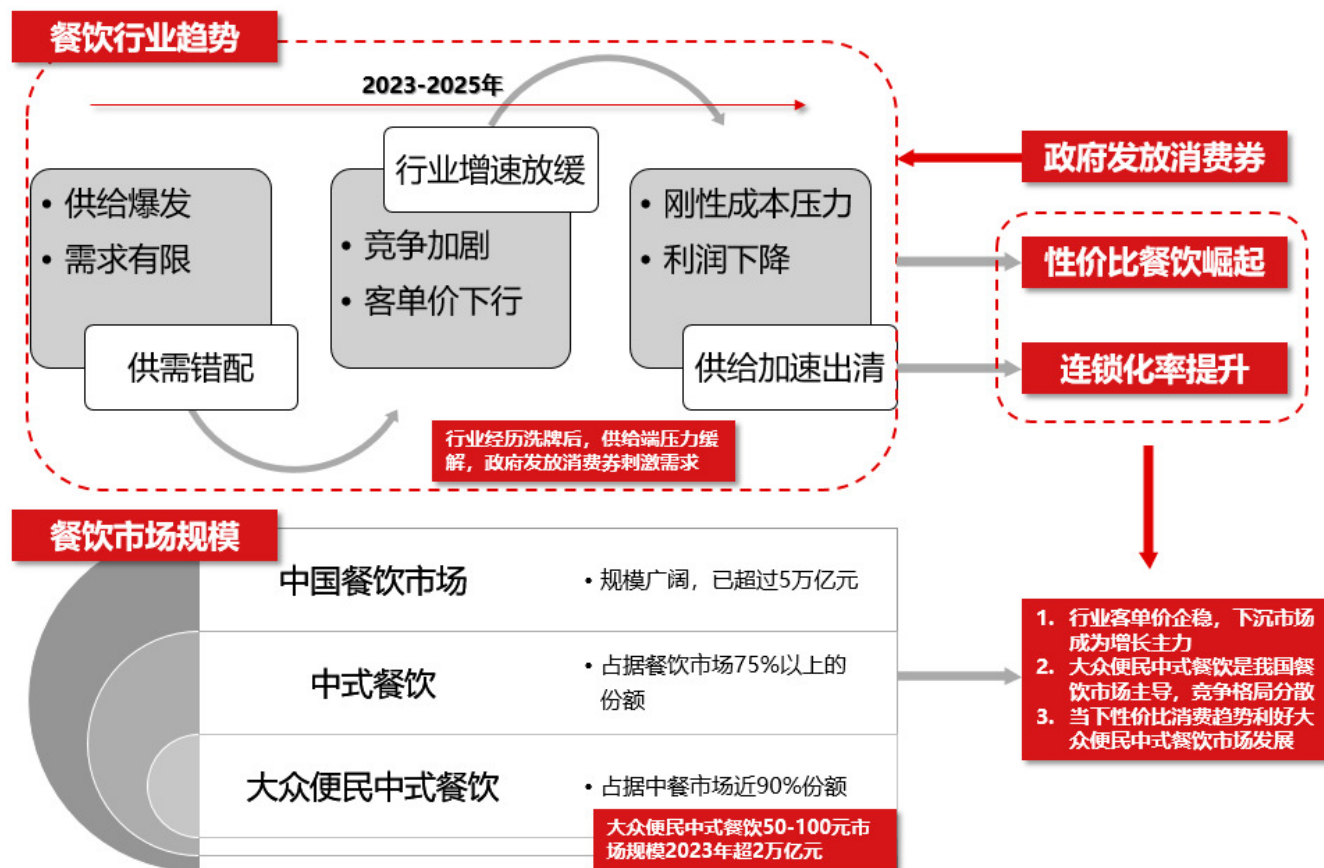


资料来源：公司公告，长江证券研究所

餐饮行业迎复苏，大众便民中式餐饮市场具备发展潜力

近年餐饮行业经历显著变革：前期低门槛与消费复苏预期吸引大量资本与创业者涌入，供给过剩加剧内卷，行业淘汰加速，大型连锁企业凭借抗风险能力占据优势，连锁化率持续提升。成本压力与需求调整叠加促使行业洗牌，2025 年在政策消费券刺激、消费场景复苏及外卖习惯深化下呈现回暖迹象。市场结构上，大众便民中式餐饮展现强劲韧性。超 5 万亿元的餐饮市场中，100 元以下大众便民品类占据主导，该赛道竞争格局分散，广阔的下沉市场与产品创新正驱动这一领域持续扩容。大众便民餐饮凭借贴近民生的定位，在行业变革中适应性更强，未来有望进一步扩大市场占比。

图 18：餐饮行业复苏，大众便民中式餐饮市场有发展

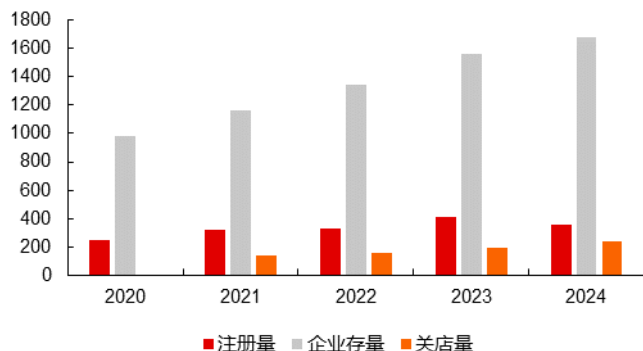


资料来源：公司公告，长江证券研究所

餐饮行业低谷期后迎来复苏

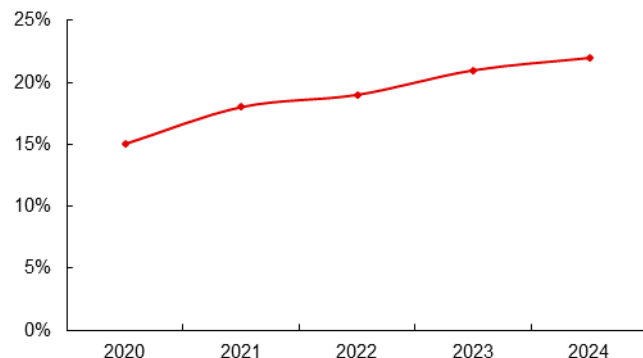
供给端激进扩张，行业内卷，关店率增加，连锁化率提升。2023 年起，由于进入门槛低，在补偿性消费预期下，大量创业者涌入餐饮行业。2023-2024 年新注册餐饮企业量居高不下，需求有限、供给爆发之下，2024 年餐饮企业快速洗牌。大型餐饮企业凭借较强的抗风险能力维持经营，个体、小型企业则大量出清，全国餐饮连锁化率也在这一过程中不断提升，2024 年达到 22%。

图 19: 2020 -2024 年全国餐饮企业存量 (万家)



资料来源: 企查查, 红餐大数据, 长江证券研究所

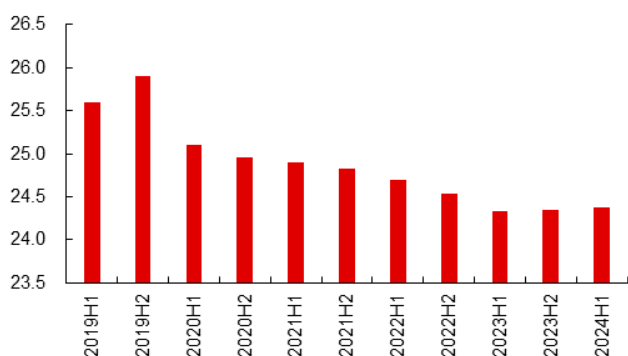
图 20: 2021-2025 年全国餐饮连锁化率



资料来源: 红餐大数据, 美团, 长江证券研究所

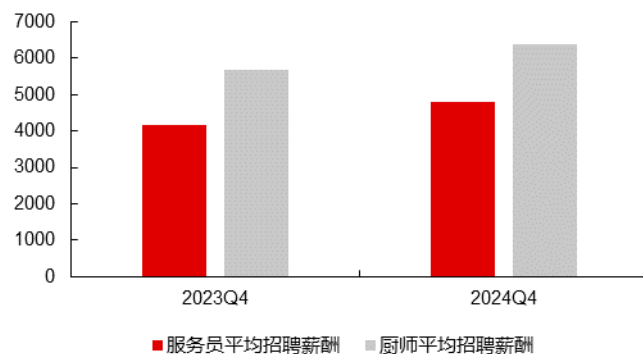
除了供给端竞争加剧, 餐饮行业成本端压力也不断加大。2023 年上半年起, 重点城市 100 条商业街平均租金开始触底回升, 同时人员工资也迎来上涨, 2024Q4 服务员平均招聘薪酬与厨师平均招聘薪酬分别同比增长 15.7%、12.3%。成本端上升进一步挤压了企业的盈利空间, 企业经营愈发困难。

图 21: 中国重点城市 100 条商业街平均租金 (元/平方米/天) 变化情况



资料来源: 中指研究院, 红餐产业研究院, 长江证券研究所

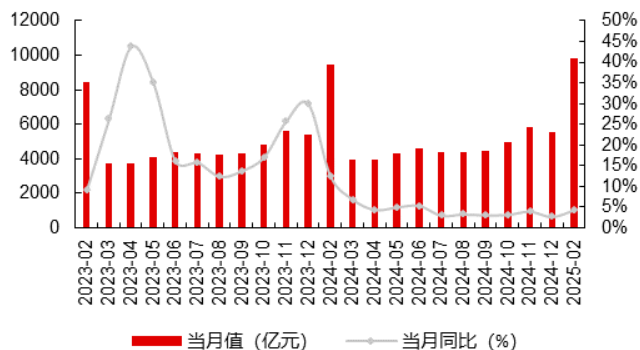
图 22: 厨师与服务员平均薪酬变化 (元/月)



资料来源: BOSS 直聘, 红餐产业研究院, 长江证券研究所

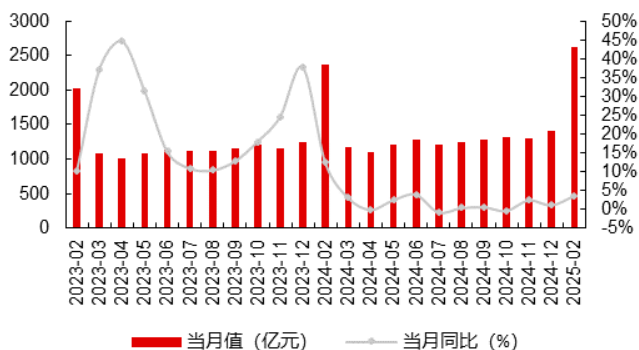
2024 年餐饮行业增速放缓, 客单价下行, 2025 年开始企稳回升。2024 年开始, 受到上述因素影响, 社会消费品零售餐饮收入总额同比增速持续在低位, 限额以上企业餐饮压力更大, 部分月份收入总额同比转负。各餐饮品类客单价也出现了明显下滑, 分类看, 非刚需类的休闲品类餐饮客单价跌幅更深, 但进入 2025 年后, 餐饮客单价有企稳回升的趋势。

图 23：社会消费品零售餐饮收入总额及同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 24：限额以上企业餐饮收入总额及同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

表 2：餐饮休闲场景客单价变化（元）

品类	品牌	2022-5	2023-2	2024-4	2024-10	2024-11	2025-2	2025-3	△
茶饮	喜茶	27.64	22.28	17.65	16.97	16.90	17.15	17.24	0.52%
	奈雪的茶	31.04	24.48	20.54	20.13	20.07	19.27	19.33	0.31%
	蜜雪冰城	9.25	8.38	7.85	7.56	7.54	7.18	7.16	-0.28%
	茶颜悦色	16.55	16.98	18.43	18.50	18.49	17.19	17.15	-0.23%
	CoCo	14.59	13.99	13.79	13.71	13.69	13.37	13.38	0.07%
	1 点点	14.84	14.88	15.07	14.87	14.81	14.89	14.93	0.27%
	茶百道	16.20	15.79	14.97	14.47	14.44	14.47	14.53	0.41%
咖啡	古茗	15.41	15.35	15.29	15.22	15.23	14.55	14.54	-0.07%
	瑞幸	19.32	19.25	15.72	15.06	14.98	14.58	14.27	-2.13%
	星巴克	39.95	39.29	37.94	37.60	37.53	36.62	36.65	0.08%
	Tims	29.85	27.25	25.59	25.82	25.73	25.48	25.49	0.04%
	COSTA	38.20	37.92	36.18	35.10	35.06	32.69	32.83	0.43%
	Manner	22.15	22.65	21.92	21.15	21.15	21.29	21.35	0.28%
	M Stand	43.60	41.82	37.18	36.44	36.67	34.27	34.07	-0.58%
烘焙	幸福西饼	75.97	75.56	77.41	78.04	77.72	60.67	61.21	0.89%
	GANSO 元祖	112.69	118.11	86.22	81.15	80.95	54.87	54.98	0.20%
	好利来	59.82	58.13	61.04	61.58	61.57	40.63	40.80	0.42%
	南洋大师傅	26.38	26.41	26.01	25.64	25.57	24.72	24.54	-0.73%
	鲜芋仙	27.59	27.74	27.86	27.76	37.73	27.25	27.28	0.11%
	虎头局渣打饼行	33.53	32.50	28.10	28.83	28.83	25.67	30.00	16.87%
	鲍师傅糕点	36.50	34.63	31.83	31.17	31.20	29.17	29.23	0.21%

资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所 注：右侧变化幅度为 2025 年 3 月客单价相对 2025 年 2 月的变化。

表 3：餐饮日常场景客单价变化（元）

品类	品牌	2022-5	2023-2	2024-4	2024-10	2024-11	2025-2	2025-3	△
西式快餐	肯德基	34.84	35.84	33.90	33.54	33.51	30.99	31.07	0.26%

	麦当劳	27.46	28.93	27.87	28.10	28.09	27.57	27.72	0.54%
	德克士	30.78	30.87	29.47	29.10	29.15	27.76	27.88	0.43%
	汉堡王	29.68	30.78	30.45	30.13	30.13	28.49	28.46	-0.11%
	塔可贝尔	39.08	37.00	33.62	33.12	33.12	33.00	32.28	-2.18%
	达美乐	58.26	59.19	58.31	57.78	57.77	57.50	57.62	0.21%
	必胜客	77.65	76.58	69.36	68.17	68.11	58.54	58.11	-0.73%
中式快餐炒菜类	老乡鸡	24.71	25.03	24.91	25.19	25.16	24.30	24.33	0.12%
	乡村基	20.48	20.77	21.61	21.92	21.94	21.34	21.42	0.37%
	真功夫	27.17	27.20	26.85	26.74	26.74	26.48	26.47	-0.04%
	永和大王	24.73	24.05	22.64	23.01	23.11	23.07	23.04	-0.13%
	大米先生	21.36	22.79	22.37	22.77	22.84	22.83	22.75	-0.35%
中式快餐面粉类	杨国福麻辣烫	24.69	24.92	24.50	24.21	24.09	25.01	25.08	0.28%
	张亮麻辣烫	24.57	24.78	26.98	26.77	26.75	26.08	26.17	0.35%
	味千拉面	44.96	44.63	41.50	42.83	42.83	43.85	43.85	0.00%
	和府捞面	44.51	42.66	32.85	32.74	32.82	32.64	32.73	0.28%
	陈香贵	35.89	35.44	32.77	32.65	32.60	31.54	31.59	0.16%
	五谷渔粉	14.50	14.67	15.34	15.10	15.11	15.23	15.25	0.13%
	李先生牛肉面	29.23	29.00	29.28	28.87	28.77	27.89	28.00	0.39%

资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所 注：右侧变化幅度为 2025 年 3 月客单价相对 2025 年 2 月的变化。

表 4：餐饮聚餐场景客单价变化（元）

品类	品牌	2022-5	2023-2	2024-4	2024-10	2024-11	2025-2	2025-3	△
正餐	太二酸菜鱼	92.21	89.21	78.70	78.25	78.33	76.55	76.36	-0.25%
	全聚德	128.40	131.78	130.71	131.63	131.54	118.49	118.10	-0.33%
	九毛九西北菜	63.58	64.41	60.63	58.31	58.31	55.78	55.76	-0.04%
	上海小南国	206.25	224.82	223.44	195.18	195.18	159.00	155.24	-2.36%
	绿茶餐厅	76.32	77.33	68.73	66.64	66.71	63.74	63.49	-0.39%
	外婆家	73.55	77.01	78.55	78.48	78.20	67.92	67.89	-0.04%
	广州酒家	129.62	133.71	151.73	149.30	151.23	120.54	120.73	0.16%
	新荣记	827.10	837.75	860.06	858.65	858.65	793.82	800.65	0.86%
	同庆楼	141.14	137.30	138.57	115.29	137.33	112.28	113.98	1.51%
	新白鹿餐厅	66.00	69.57	74.20	71.90	71.90	69.34	69.21	-0.19%
火锅	西贝莪面村	99.14	99.69	98.70	95.97	95.92	87.17	86.86	-0.36%
	海底捞	105.54	104.20	102.12	101.69	101.69	100.81	100.90	0.09%
	小龙坎	102.04	102.10	94.78	91.35	90.77	81.98	82.28	0.37%
	呷哺呷哺	69.70	70.52	70.77	69.89	69.92	62.84	62.62	-0.35%
	巴奴毛肚火锅	139.01	144.61	134.69	131.81	131.63	132.59	132.59	0.00%
	蜀大侠	97.46	99.27	90.05	87.10	86.89	81.23	81.20	-0.04%
	德庄火锅	91.98	92.88	86.28	85.63	85.76	76.74	76.74	0.00%
烧烤	木屋烧烤	89.56	93.62	93.94	91.50	91.67	85.51	85.89	0.44%

汉拿山	111.03	114.37	107.14	104.05	104.80	92.89	92.94	0.05%
新石器烤肉	85.55	90.14	83.19	83.12	83.31	78.65	79.45	1.02%
酒拾烤肉	68.76	70.45	68.63	68.48	68.41	63.29	63.76	0.74%

资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所 注：右侧变化幅度为 2025 年 3 月客单价相对 2025 年 2 月的变化。

政府发放餐饮消费券，促进餐饮行业复苏回暖。在餐饮承压之下，各地政府通过发放消费券，促市场景气度升温。以上海为例，2024 年第一轮累计共发放 358.9 万张餐饮消费券，资金撬动比为 1：4.8；前两轮累计共发放餐饮消费券超过 603 万张，资金撬动比约为 1：4.2。2025 年餐饮消费券热度不减，背靠春节、春季餐饮消费旺季，发放消费券的省市有所增加，有望激发新一轮消费热潮。

表 5：部分地区餐饮消费券发放情况

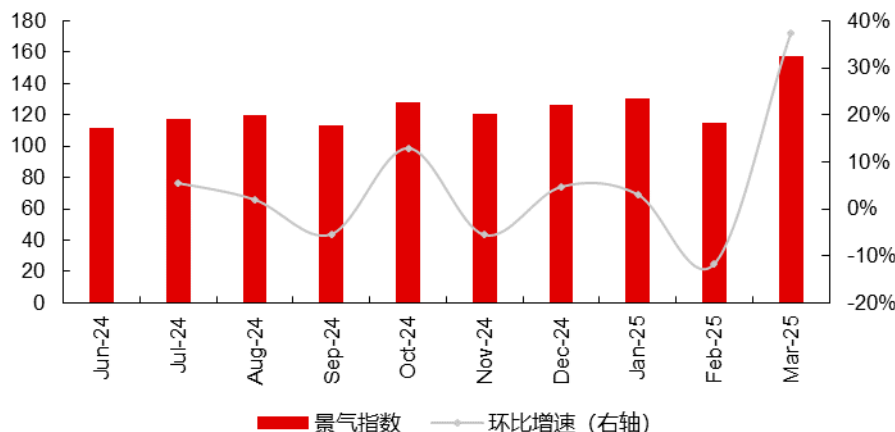
地区	发放时间	形式	餐饮额度
2024 年			
上海	原 2024 年 9 月 28 日至 11 月底（12 月增发第三轮）	“乐·上海”服务消费券（餐饮 3.6 亿元、住宿 9000 万元、电影 3000 万元、体育 2000 万元），分批次发放	3.6 亿元（前两轮）
浦东	2024 年 11 月-2025 年 1 月	“乐享浦东”餐饮消费券（分三轮发放）、上海浦东旅游消费券	1 亿元
静安	2024 年 11 月-12 月	静安区商圈活力消费券，包括（运动潮流、美妆个护、餐饮连锁），分五批发放	-
河南	2024 年 10 月-11 月	全省范围内分 4 批发放金秋消费券，每批次安排资金 5000 万元，包括（餐饮、住宿、电影）	-
郑州	2024 年 12 月起	郑州市文商消费券（餐饮、零售、住宿、电影），第一期 1800 万元，共三期	-
杭州	2024 年 10 月起	4.3 亿元分批次发放（餐饮专项消费券、商超消费券、手机平板穿戴设备消费电子电子产品消费券）	第一轮 3000 万，第二轮 2600 万
广州	2024 年 12 月至 2025 年上半年	“食在广州”餐饮消费券，计划发放三个轮次	1 亿元
2025 年			
北京	2025 年 3 月-5 月	“食在朝阳餐饮消费券”，计划分 5 轮发放	-
	2025 年 3 月-5 月	“石景山春韵食尚消费券”，计划分 5 轮发放	-
上海	2025 年 2 月-6 月	“乐·上海”服务消费券（餐饮 3.6 亿元、住宿 9000 万元、电影 3000 万元、体育 2000 万元）	3.6 亿元
河南	2025 年 1 月起	2025 年新春消费券，围绕零售、餐饮、文旅、住宿等重点领域，省级发放 2 亿元	-
湖北	2024 年 12 月至 2025 年 2 月	2025 年“惠购湖北”零售餐饮消费券，分零售券、餐饮券两种类型	-
武汉	2025 年春节前后	200 万元“为您团圆加道菜”政府助餐券、3000 万元线上平台助餐券、3500 万元跨年文旅消费券、100 万元武汉大众冰雪季·体育消费券、200 万元武汉市体育场馆消费券等	-
宁波	2025 年 1 月-3 月	迎新春消费券，总额度 2 亿元，主要包括汽车购新消费券、二手汽车交易消费券、餐饮消费券以及商超消费券等	-
成都	2025 年 3 月起	“食尚蓉城”餐饮消费券	1500 万元

资料来源：上海市人民政府官网，河南省人民政府官网，郑州市商务局官网，杭州市人民政府官网，杭州网，广州市人民政府官网，湖北省商务厅官网，中国宁波网，武汉市商务局官网，北京本地宝，许昌本地宝，成都本地宝，长江证券研究所

2025 年 3 月消费复苏，在行业出清、客单价回暖、政策端支持下，全国餐饮行业景气度迎来了较大提升。3 月复工复产加速，气温回暖下春季旅游、露营等带动景区及周边

餐饮消费，商务宴请、家庭聚餐等同步复苏，叠加政策端消费券支持、行业客单价企稳，餐饮行业逐步从低谷期走向复苏。

图 25：全国餐饮行业景气指数走势

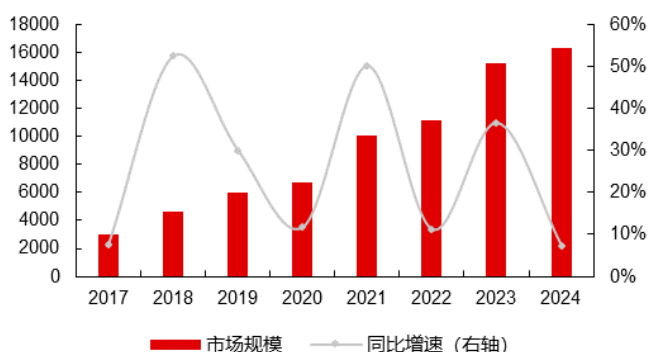


资料来源：红餐大数据，长江证券研究所

外卖习惯深度养成，下沉市场成为增长主力

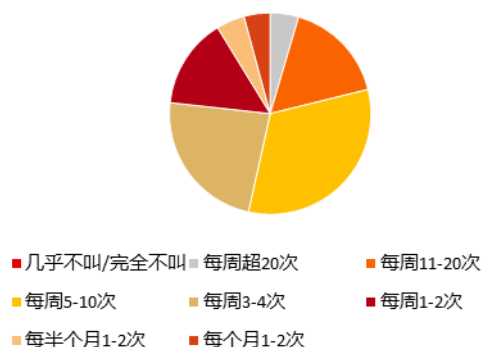
外卖习惯已深度养成，外卖市场规模庞大。近年餐饮市场值得注意的另一变化是，2020-2022 年，催化了人们外卖习惯的深度养成，中国在线餐饮外卖行业市场规模在高速增长下 2024 年已经超过 1.6 万亿元，外卖的便捷性和多样性满足了消费者的需求，2024 年有 32.34% 的消费者每周点 5-10 次外卖，能够适应外卖形式的餐饮企业无疑在市场竞争中具备较强的优势。

图 26：在线餐饮外卖市场规模（亿元）及同比增速



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

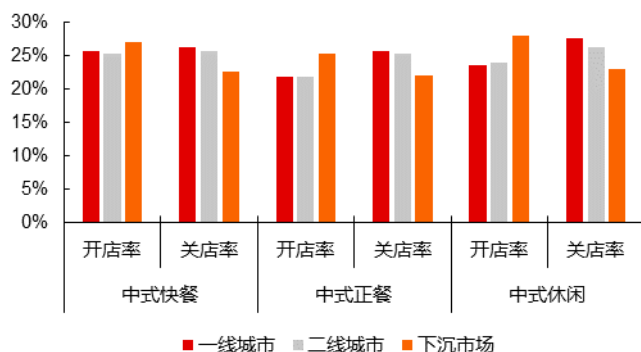
图 27：2024 年中国消费者点外卖的频率



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

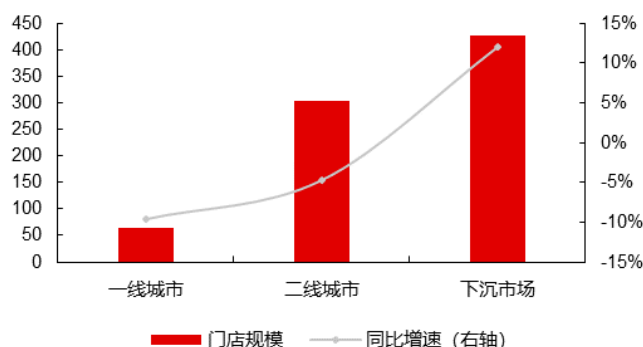
下沉市场餐饮企业表现优于高线城市。受到消费者资产价值收缩、行业竞争加剧影响，高线城市餐饮行业生存越来越困难，而下沉市场连锁品牌覆盖率低，“县域中产”餐饮消费活力旺盛，2024 年下沉市场成为了餐饮发展的重点。从 2024 年前三季度数据看，下沉市场中式餐饮开店率均优于一、二线城市，2024 年餐饮门店数量一、二线城市均负向增长，而下沉市场同比大幅增长 12%。

图 28：2024 年前三季度下沉市场中式餐饮开/关店率表现更优



资料来源：辰智大数据，长江证券研究所

图 29：2024 年中国餐饮门店规模（万家）线级城市分布及增长率

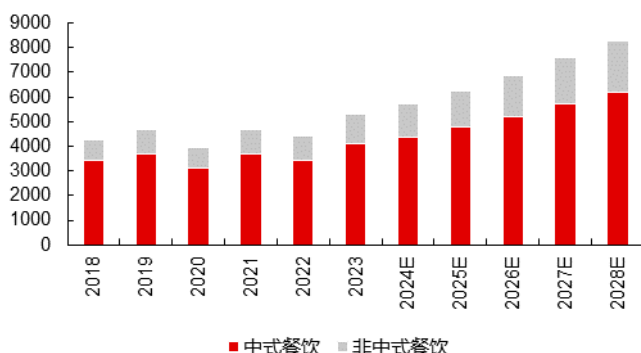


资料来源：辰智大数据，长江证券研究所

大众便民中式餐饮市场空间广阔，竞争格局分散

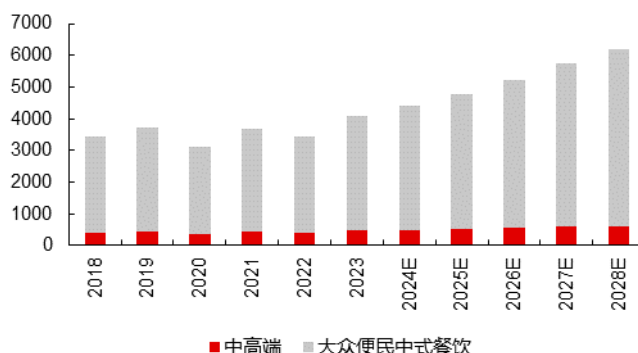
中国广阔的餐饮市场中，大众便民中式餐饮占据主导。中国餐饮市场规模广阔，超过 5 万亿元的市场中，中式餐饮占据 75% 以上的份额，而如果以客单价 100 元为界限区分中高端市场与大众便民市场，在中餐市场中，大众便民市场占据接近 90% 的份额。并且大众便民市场 2018-2023 年 CAGR 为 3.8%，比中高端市场高出 1.3pct，预计未来大众便民市场规模增速仍然高于中高端市场，大众便民市场占比会持续提升。

图 30：中国餐饮市场按类型划分市场规模（十亿元）



资料来源：小菜园招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

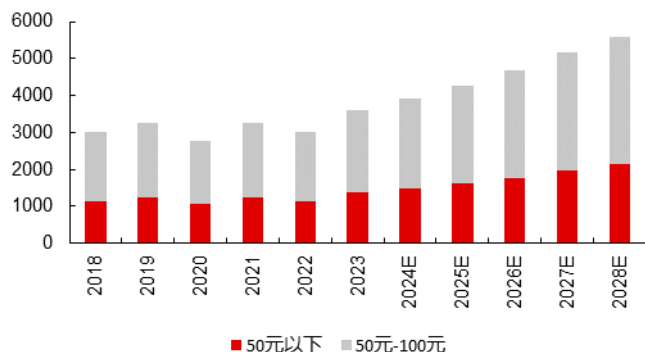
图 31：按客单价划分中国中式餐饮市场（十亿元）



资料来源：小菜园招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

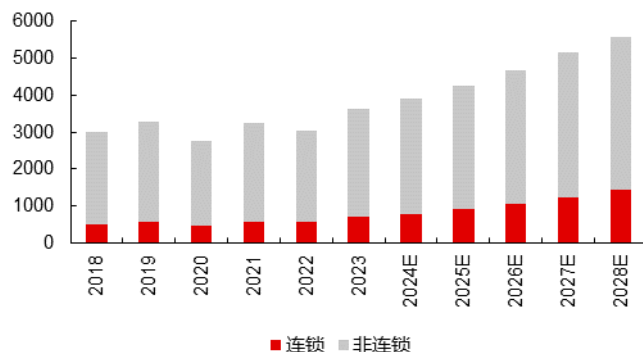
大众便民中式餐饮 50-100 元市场规模超 2 万亿元，连锁化率不断提升。进一步细分餐饮市场，小菜园所处的 50-100 元大众便民中式餐饮占整体大众便民中式餐饮 60% 左右，规模超过 2 万亿元；从运营模式看，大众便民中式餐饮连锁化率 2024 年约 20%，略低于整体餐饮市场水平，不过近年连锁化率同样在不断提升。

图 32：以客单价划分中国大众便民中式餐饮市场规模（十亿元）



资料来源：小菜园招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 33：以运营模式划分中国大众便民中式餐饮市场规模（十亿元）



资料来源：小菜园招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

50-100 元中国大众便民中式餐饮市场竞争格局分散。以 2023 年门店收入计算，50-100 元中国大众便民中式餐饮市场排名前五的品牌市场份额总计 0.8%，各品牌规模目前没有明显差距，尚未形成显著头部效应，品牌主打菜系基本各不相同，实现差异化竞争，小菜园在所有品牌中 2023 年门店收入排名第一，市场份额为 0.2%。

表 6：50-100 元中国大众便民中式餐饮市场竞争格局

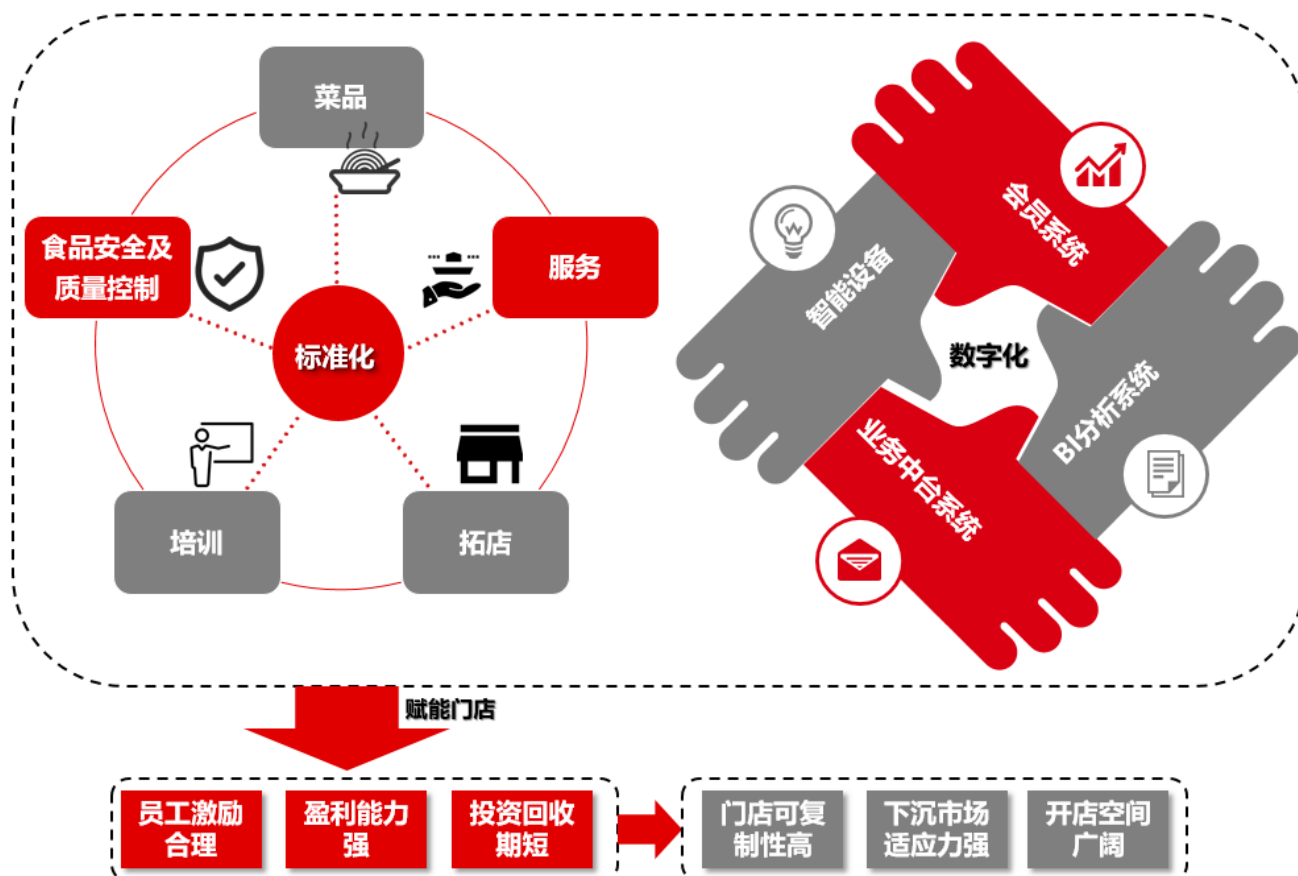
排名	品牌	2023 年门店收入 (十亿元)	2023 年市场份额	简介
1	小菜园	4.51	0.2%	本公司旗下品牌
2	太二	4.47	0.2%	以酸菜鱼为主打的中国川味餐饮品牌，平均客单价约为人民币 70 元至人民币 80 元
3	品牌 B	3.59	0.2%	为消费者提供江浙菜肴的连锁餐饮品牌，平均客单价约为人民币 50 元至人民币 70 元
4	呷哺呷哺	3.02	0.1%	主打连锁门店模式的酒吧式火锅，平均客单价约为人民币 50 元至人民币 70 元
5	品牌 D	1.96	0.1%	为消费者提供江浙菜肴的连锁餐饮品牌，平均客单价约为人民币 70 元至人民币 100 元
合计		17.55	0.8%	

资料来源：小菜园招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

标准化运营与供应链支撑发展及品控，领先信息技术赋能高效管理

小菜园通过标准化机制、数字化赋能，提升了运营管理能力，并自建供应链保证产品的可控与安全性，同时优化了成本。公司具备科学合理的激励机制，在公司内部实行师徒培养制且辅以一定的绩效激励，所有区域经理均为内部培养提拔，激发了员工工作热情，与公司利益深度绑定。基于小菜园的精准定位、精细化运营、科学激励机制，小菜园餐饮品牌构建了极具竞争力的单店模型，并且小菜园的性价比让其在下沉市场具备较大的适应能力，拥有广阔的开店空间，公司适时扩充中央厨房产能，为门店扩张提供支持。

图 34：公司通过标准化、数字化赋能门店



资料来源：公司公告，长江证券研究所

标准化、数字化运营，自建供应链优化成本

全链路标准化运营，数字化提升效能。公司实现了门店开发、原材料选购、员工培训、客户服务的全方位标准化运营管理体系，并运用信息技术提升运营能力，近年公司陆续上线了会员系统、BI系统、业务中台系统、SAP系统、智能摄像系统、POS系统、数字供应链系统、差旅管理系统等，通过数字化提升运营效率，提高门店可复制性，加速门店扩张。

表 7：公司标准化运营管理体系

	具体措施
菜品	菜品精简化：为了保持口味标准一致并简化门店网络内的顾客下单流程，公司合理控制菜品数量，每家「小菜园」门店的菜式一般为 45 至 50 道，因地制宜予以调整，并定期推陈出新
	食材标准化：坚持使用健康、新鲜的优质食材，并且不使用预制菜，精心遴选供应商并实施食材集中采购。逐步推动在门店使用净菜（预先清洁和切割的食材），简化食材制备过程，节省人工成本，提高制作效率
	制作过程标准化：设计全面详尽的烹制指引，涵盖从投料配比、烹制工艺到重要岗位工作标准等各个关键元素。使用自研自产标准料包，并在每家门店的高峰时间前准备招牌菜馄饨，以提高准备效率和菜品质量。门店每日量化预估营业额备货，以保证食材的新鲜度。在部分门店试行炒菜机器人，实现工作调味精准、菜品口感稳定
服务	制定并落实前厅的标准工作流程和服务规范，每个前厅岗位均有对应的标准作业程序（SOP），既涵盖开餐前每个时间点需要完成的事项，如晨会、卫生清洁、协助后厨餐前准备、摆台等
拓店	组建了专业的门店开发团队，选址优先考虑人流量密集且安全性高的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。拓店流程在门店选址、商务谈判、设计装修、法律合规及营销活动各环节都制定了标准化流程，在选址方面积极采用大数据分析

培训	构建了线上线下相融合多层级的培训体系，通过高频次、多维度的内部培训及监督指导管理机制，不断提升员工的技术能力、作能力和管理能力，确保我们的标准化体系能够在门店切实有效落实。
食品安全及质量控制标准化	从供应链源头狠抓原料安全，制定了详细的质量检验标准。建立了一整套食品安全控制体系，规定按日、周、月检查。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

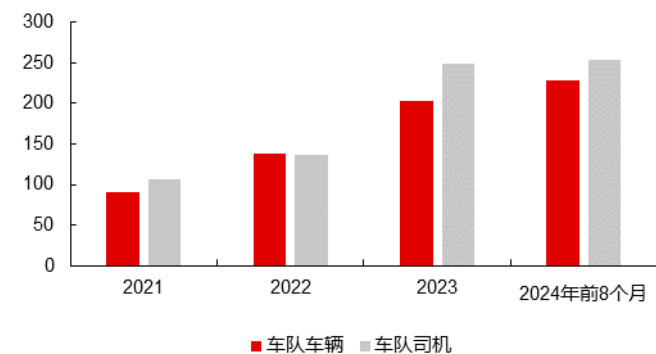
表 8：公司数字化赋能

	具体表现
会员系统	公司设计并维护线上会员系统，持续耕耘顾客全生命周期运营，聚合多渠道流量，利用自动化运营工具产生消费者洞察，增加会员复购频次
BI 分析系统	具备数据收集、数据清洗、数据分析和数据可视化等方面的能力，帮助公司从海量数据中更高效地获取有价值的信息，并助力公司形成对门店运营管理和消费者需求的洞察
业务中台系统	集成了主数据模块、对账中心、订单中心以及租赁模块等多个功能，全方位覆盖公司运营关键环节。主数据模块助力公司实现了统一、规范管理关键业务数据，能够确保数据准确性和一致性；对账中心可自动化处理企业内外部账务核查，进一步提高财务处理效率、减少人为错误；订单中心支持全流程订单管理，使公司的订单处理更为便捷、透明；租赁模块助力回升灵活应对复杂的租赁业务需求
智能设备	实现了所有门店后厨 360 度全方位摄像，总部及区域管理人员可实时监控运营状况，部分门店上线炒菜机器人、恒温电炸炉等智能后厨设备，该等智能设备的引入可以帮助门店保持菜餚出品质量的一致性，提高后厨的效率

资料来源：公司公告，长江证券研究所

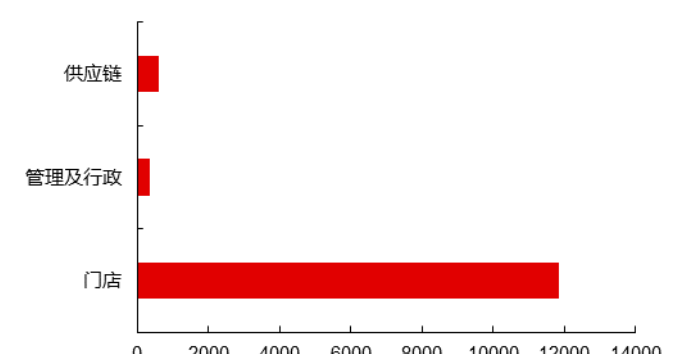
供应链体系完备，扩充产能助力门店扩张。公司自建了全冷链仓储物流供应链体系，截至 2024 年 8 月公司拥有一个中央厨房及 14 个仓库，并构建了 200 多架车辆的自建运输车队，从中央厨房运送到仓库的平均运输时间为 5-6 个小时，从仓库运送到门店的平均运输时间为 90 分钟至 2 个小时，确保及时交付产品。公司现有中央厨房产能约能容纳 700 家门店，随着门店扩张，目前公司已经在安徽马鞍山建设新中央厨房，预计 2025 年 12 月投产，并且在 2025-2026 年，公司计划新建六个仓库，赋能门店扩张。

图 35：公司供应链车队车辆（辆）与司机（个）不断增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：公司供应链拥有 600+全职雇员（截至 2024 年 8 月 31 日）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 9：小菜园增强供应链能力计划

形式	产线	建筑面积 (平方米)	产能 (千吨)	预计投产时间
翻新现有中央厨房	肉类切割及加工车间	686	10.8	
安装新的生产线	净菜 I	3000	3.1	2025 年 1 月
	净菜 II	3000	3.1	2026 年 1 月

新中央厨房	净菜 III	3000	3.1	2026 年 10 月
	调味包	4326.8	37.2	2025 年 12 月
	速冻制品	3563.3	9.4	2025 年 12 月
	酱卤制品	727.7	18	2025 年 12 月
	净菜	2772.1	4.2	2025 年 12 月

资料来源：小菜园招股书，长江证券研究所

单店模型优越，开店空间广阔

凭借精准定位与精细化运营，小菜园餐饮品牌构建了极具竞争力的单店模型。上述优异的管理能力、成本控制能力以及较好的客流表现，使得小菜园门店盈利能力出色。门店首次收支平衡期一般为 1-2 个月，开业门店的平均投资回收期不断优化，2024 年约为 11 个月，而大众便民中式餐饮市场（客单价 50 元-100 元）2021 年-2024 年 8 月开业的门店平均投资回收期一般在 18 个月以上。

表 10：小菜园成熟门店单店模型

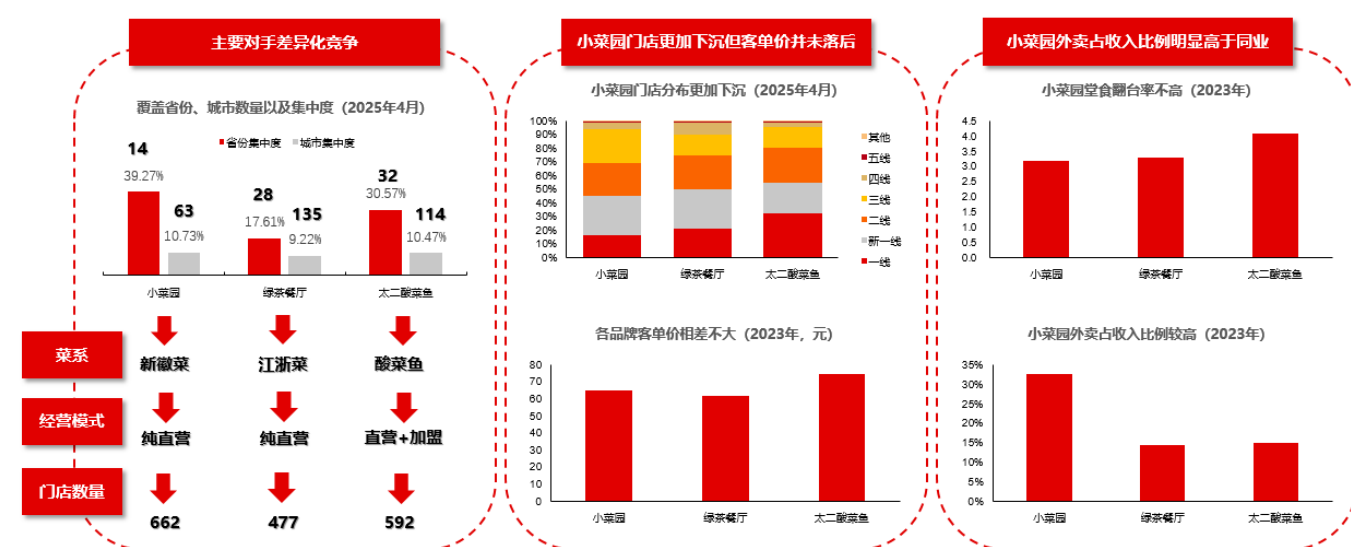
	2023	2024
单店年销售额（万元）	1006.89	884.92
堂食占比	67.10%	61.30%
外卖占比	32.80%	38.50%
其他	0.10%	0.20%
营业天数	362.19	362.67
翻台率	3.3	3
桌数	30	30
堂食人均消费（元）	65.2	59.2
单桌服务人数	2.89	2.81
合计成本占比	79.49%	80.90%
原材料及消耗品	31.51%	31.88%
员工成本	29.33%	27.29%
其他租金及相关	1.29%	1.79%
折旧及摊销	2.94%	3.37%
水电煤	3.07%	3.30%
广告及促销	1.06%	1.22%
外卖服务	5.67%	6.81%
其他开支	4.63%	5.25%
门店税前经营利润率	20.51%	19.10%
单店净利润（万元）	206.51	169.04

单店前期投资成本（万元）	161.76	150
投资回收期（月）	9.4	10.6

资料来源：小菜园招股书，长江证券研究所

小菜园相比竞争对手拥有更强的下沉能力。截至 2025 年 4 月，小菜园门店数量领先，但门店分布省份集中度较高，尚有很大的开拓空间；分城市线级看，小菜园门店在三线及以下城市分布比例更高，客单价并未明显落后，展现出较强下沉市场适应能力。另外，小菜园虽堂食翻台率不高，但其外卖收入占比显著高于同业，综合看门店收入处于较高水平。

图 37：小菜园与主要竞争对手分析



资料来源：公司公告，窄门餐眼，长江证券研究所

小菜园主品牌具备较强扩张能力。不同于一般的中式中餐，上述分析可知，小菜园的性价比让其在下沉市场具备较大的适应能力，2024 年公司全年新开门店 150 家，其中 39% 新店位于下沉市场（三线及以下），验证了其发展能力。另外，公司目前已通过未来三年海外市场拓展战略，首阶段聚焦东南亚地区，计划于 2025 年内开出 1-2 家海外门店，有望带来新发展空间。

表 11：小菜园品牌国内开店空间（人口数量、现有门店截至 2024 年末）

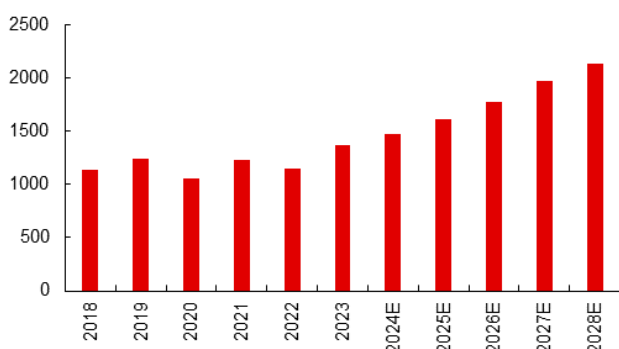
城市线级	人口数量 (万人)	小菜园现有门店 (家)	目前门店覆盖人口密度 (万人/家)	预期远期覆盖人口密度 (万人/家)	预期远期门店数量 (家)	远期开店空间 (家)
一线	8278	107	77	30	276	169
新一线	18073	195	93	40	452	257
二线	24467	157	156	50	489	332
三线及以下	90009	203	443	70	1286	1083

合计	140828	662	213	56	2503	1841
----	--------	-----	-----	----	------	------

资料来源：国家统计局，窄门餐眼，长江证券研究所

“菜手”定位社区餐饮，有望成为公司第二大品牌。其他品牌方面，公司还拥有“菜手”、“观邸”、“复兴楼”等品牌，覆盖不同的价格带，其中“菜手”主要针对中国的社区餐饮市场，社区餐饮市场规模 2023 年已超过 1.3 万亿元，具有巨大潜力，预计 2023-2028 年 CAGR 为 9.4%。公司计划分别于 2025 年开设约 30 至 50 家“菜手”新门店及 2026 年开设约 80 至 100 家新门店。

图 38：中国社区餐饮市场规模（十亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 39：公司旗下品牌定位



资料来源：公司公告，长江证券研究所

科学合理的激励机制，激发员工工作热情

公司制定了标准化的员工晋升制度及体系，以业绩表现作为晋升的核心依据，在公司内部实行师徒培养制且辅以一定的绩效激励。门店基层员工同样拥有基本工资加多层级绩效工资薪酬机制，绩效工资与工作业绩、门店/部门表现挂钩。截至 2024 年 11 月 28 日，现有股东中有 90.4% 乃从门店基层员工成长而来，所有区域经理均为内部培养提拔而来，几乎所有店长及厨师长为内部培养提拔而来。

表 12：公司提供具备竞争力的薪酬

品牌	职位	人数	月薪（元）
小菜园	店长	1	约 14000
	厨师长	1	约 19000
	副厨师长	1	约 11000
	基层员工	25	3500-9000
菜手	店长	1	约 9000
	基层员工	14	4500-9000
行业整体	2024Q4 厨师平均	-	6389
	2024Q4 服务员平均	-	4806

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议与盈利预测

看好公司未来围绕全球化、数字化与可持续化三大核心方向加速布局，供应链赋能小菜园品牌继续加密现有城市、进驻新城市，“菜手”顺应消费趋势，成为公司第二大品牌。公司定位契合当下餐饮行业消费趋势，在行业复苏下，有望凭借科学的标准化、完备的供应链、优越的单店模型抢抓发展机遇。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.03、8.42、10.03 亿元。

表 13：盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	4549.42	5209.87	6506.10	7878.67	9451.28
yoy	41.58%	14.52%	24.88%	21.10%	19.96%
翻台率	3.2	3	3	3	3
桌数	30	30	30	30	30
堂食人均消费（元）	65.2	59.2	59.2	58.5	58
单桌服务人数	2.82	2.75	2.8	2.8	2.8
门店数量（家）	536	667	810	1000	1190
营业天数	362	362	362	362	362
门店收入（百万元）	4549.42	5209.87	6506.10	7878.67	9451.28
堂食占比	67.10%	61.30%	61.30%	61.30%	61.30%
外卖占比	32.80%	38.50%	38.50%	38.50%	38.50%
其他	0.10%	0.20%	0.10%	0.10%	0.10%
其他收入（百万元）	43.81	42.51	43.16	43.16	43.16
原材料及消耗品	31.51%	31.88%	31.80%	31.70%	31.60%
员工成本	29.33%	27.29%	27.50%	27.50%	27.50%
使用权资产折旧	4.31%	4.92%	5.00%	5.10%	5.20%
其他租金及相关	1.29%	1.79%	1.80%	1.80%	1.80%
折旧及摊销	2.94%	3.37%	3.40%	3.40%	3.40%
水电煤	3.07%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
广告及促销	1.06%	1.22%	1.26%	1.30%	1.30%
外卖服务	5.67%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%
其他开支	4.63%	5.25%	4.60%	4.60%	4.60%
财务成本	0.69%	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%
成本合计	84.50%	86.61%	86.26%	86.30%	86.30%
其他净收入/亏损（百万元）	-4.92	31.14	0	0	0
税前利润（百万元）	744.12	771.25	937.10	1122.54	1337.99
所得税（百万元）	212.06	190.63	234.27	280.63	334.50
占利润比例	28.50%	24.72%	25%	25%	25%
净利润（百万元）	532.06	580.62	702.82	841.90	1003.49

归母净利润（百万元）	532.06	580.62	702.82	841.90	1003.49
yoy	42.58%	9.13%	21.05%	19.79%	19.19%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、消费复苏缓慢：公司以餐饮为代表的业务增长假设基于消费复苏前提，宏观居民消费力受损或导致销售不及预期。
- 2、业务成本上升：公司所在餐饮服务业主要包括食材、租金、人力等成本项，成本费用率上浮或导致业绩不及预期。
- 3、展店不及预期：公司餐饮服务主营业务依赖门店扩张支持成长，项目不确定性或导致销售不及预期。
- 4、行业竞争加剧：餐饮市场进入门槛低，竞争激烈，平价消费价格带区间企业分布密度高，行业竞争加剧或导致业绩不及预期。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。