

小菜园 (00999.HK)

“好吃便宜”大众便民中餐，强激励助推强势扩张

买入 (首次)

2025年06月22日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书: S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,549	5,210	6,219	7,572	9,192
同比(%)	41.58	14.52	19.37	21.75	21.39
归母净利润 (百万元)	532.06	580.62	709.89	878.47	1,119.39
同比(%)	123.96	9.13	22.26	23.75	27.42
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.45	0.49	0.60	0.75	0.95
P/E (现价&最新摊薄)	16.40	15.03	12.29	9.93	7.80

股价走势



投资要点

- **小菜园是高速扩张的大众便民中餐直营连锁品牌:** 公司 2013 年起家于安徽，于江苏兴盛。2024 年成功港股上市，当年实现营收 52.1 亿元，yoy+14.5%，实现归母净利润 5.8 亿元，yoy+9.2%。年末在营门店 667 家，yoy+24.4%。公司定位大众便民中餐，坚持全直营，主打“好吃便宜”健康家常菜。“到店+到家”场景全覆盖，外卖收入占比 38.6%。公司稳步进行区域扩张，以华东区域为中心进行区域扩张，并加速进军一线及新一线城市。
- **中国餐饮连锁化浪潮进行时:** 2024 年中国餐饮市场规模近 5.6 万亿，连锁化率近 10 年从 12%逐年提升至 20%，线上化率从 2019 年的 13%快速提升至 2023 年的 28%后增长放缓。据中国行政区划及购物中心存量数据判断大众餐饮第一梯队品牌门店数应不少于 4 万个，主攻购物中心配套及轻社交场景的正餐品牌店数天花板应在数千家水平。大众便民中餐行业规模约 4 万亿元，为中国餐饮市场的主要板块，市场整体较为分散，小菜园是第一品牌。
- **公司门店模型持续优化，扩张趋势强劲:** 1) 自建供应链+中央厨房构建“新鲜现炒”护城河，标准化流程+智能化设备破解中餐工业化难题；2) “好吃不贵”品牌价值观留存高粘性顾客，“三大承诺”建立信任壁垒；3) 高坪效高人效、短回本周期支持持续扩张，门店平均回收期 13.8 个月，显著低于行业 18 个月水平；4) 多层次激励机制正向助推增长战略实现，股权+利润分享绑定核心团队长期利益，员工股权激励 130 人，人均持股市值达 3000 万元港币以上。
- **盈利预测与投资评级:** 小菜园是大众便民中式餐饮第一品牌，致力于打造“好吃便宜”的中国百姓家庭厨房，为消费者提供“健康家常菜”。强供应链、细致标准化、核心人才高激励共同助力品牌跨区扩张加密，预计未来 3 年门店数以年化复合增速 19%稳步扩张。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 7.10/8.78/11.19 亿元，3 年复合增速为 24.5%，对应当前 2025-2027 年 PE 分别为 13/10/8。基于可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 22/18/15 倍，小菜园被显著低估，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、食品安全风险、原材料成本上涨风险、门店开拓不及预期、消费者接受度不及预期等。

市场数据

收盘价(港元)	8.67
一年最低/最高价	7.90/13.02
市净率(倍)	3.94
港股流通市值(百万港元)	10,200

基础数据

每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	34.07
总股本(百万股)	1,176.52
流通股本(百万股)	1,176.52

相关研究

内容目录

1. 公司概况：打造“好吃便宜”的中国百姓家庭厨房	5
1.1. 发展历程：高速扩张的大众便民中餐品牌.....	5
1.2. 业务模式：坚持全直营，“到店+到家”场景全覆盖	6
1.3. 管理及股权结构：充分激励，高管持股.....	9
2. 行业概览：快餐茶饮标准化程度高，线上化趋势助力中餐快餐化	10
2.1. 行业连锁化率、线上化率持续提升.....	10
2.2. 快餐及茶饮规模化迅速，线上化发展助力正餐快餐化.....	12
2.3. 小菜园是大众便民中式餐饮第一品牌.....	14
3. 公司核心看点：门店模型持续优化，扩张趋势强劲	15
3.1. 自建供应链+中央厨房最大程度实现“现炒”标准化	15
3.2. “好吃不贵”品牌价值观留存高粘性顾客.....	16
3.3. 高坪效高人效，短回本周期支持持续扩张.....	17
3.4. 多层次激励机制正向助推增长战略实现.....	19
4. 财务分析：规模扩张，降本增效逆势兑现利增	19
5. 盈利预测及投资建议	21
5.1. 核心假设及盈利预测.....	21
5.2. 投资评级.....	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1:	2021-2024 年小菜园门店数量.....	5
图 2:	小菜园品牌门头.....	5
图 3:	公司发展历程.....	6
图 4:	小菜园上海浦东正大广场店菜单（除酒水饮料）.....	7
图 5:	2021-2024 年按业务线收入拆分（亿元）.....	7
图 6:	2021-2024 年平均单店堂食和外卖收入（万元）.....	7
图 7:	2021-2024 年不同线级城市门店数量.....	8
图 8:	2021-2024 年不同线级城市总收入.....	8
图 9:	2022-2024 年不同线级城市同店单店销售额（百万元）.....	8
图 10:	2021-2024 年不同线级城市堂食顾客人均消费额（元）.....	8
图 11:	公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	10
图 12:	社零餐饮收入及 yoy.....	11
图 13:	限额以上餐饮收入及 yoy.....	11
图 14:	中国餐饮市场连锁化率.....	11
图 15:	中国餐饮市场线上化率.....	11
图 16:	中国行政区划统计（截至 2022 年 12 月 31 日）.....	12
图 17:	中国美食地图.....	12
图 18:	各地口味偏好差异大.....	12
图 19:	连锁餐饮 CR10 逐年提升（单位：%）.....	13
图 20:	2024 年正餐及快餐外卖收入占比：小菜园的线上占比达到快餐品牌水平.....	14
图 21:	2018-2028 年按客单价划分的中国大众便民中式餐饮市场的市场规模明细（十亿元）.....	14
图 22:	中央厨房（标准料包制备）产能利用情况.....	16
图 23:	中央厨房（食材粗加工）产能利用情况.....	16
图 24:	堂食及外卖客单价情况.....	17
图 25:	外卖业务收入占比持续提升.....	17
图 26:	门店日坪效及月人效情况.....	18
图 27:	上市正餐企业净利率（2024）.....	18
图 28:	2021-2024 营收及增速.....	20
图 29:	2021-2024 小菜园收入毛利率及净利率.....	20
图 30:	小菜园各项费用率测算.....	20
图 31:	小菜园 ROE（摊薄）.....	21
图 32:	小菜园经营性净现金流入（亿元）.....	21
表 1:	激励模式详解.....	9
表 2:	公司管理层简介.....	9
表 3:	中国大众便民中式餐饮市场（客单价人民币 50-100 元）前五大品牌（按门店收入计）.....	15
表 4:	小菜园标准化运营模式总结.....	16
表 5:	小菜园门店模型测算（2024 年）.....	18
表 6:	截至 2024 年末员工股权激励计划持股情况.....	19
表 7:	小菜园收入端核心假设.....	21
表 8:	预测毛利率及净利率.....	22

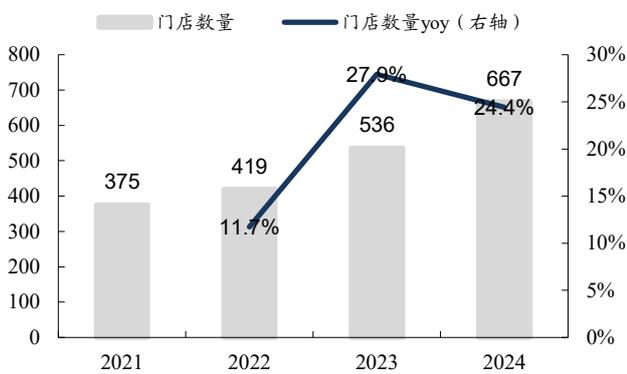
表 9: 可比公司估值 (2025 年 6 月 20 日) 23

1. 公司概况：打造“好吃便宜”的中国百姓家庭厨房

1.1. 发展历程：高速扩张的大众便民中餐品牌

高速扩张的大众便民连锁中餐品牌。小菜园餐饮于 2013 年创立于安徽，是知名中国大众便民中式餐饮市场直营连锁餐厅，在客单价介于 50 元至 100 元的中国大众便民中式餐饮市场的所有品牌中排名第一，门店分布于安徽、江苏、上海和北京等十四个省份。公司于 2024 年上市，实现营收 52.1 亿元，yoy+14.5%；实现归母净利润 5.8 亿元，yoy+9.2%。2024 年新开门店 150 家，净开 131 家，年末在营小菜园门店 667 家。

图1：2021-2024 年小菜园门店数量



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：小菜园品牌门头



数据来源：环球网、东吴证券研究所

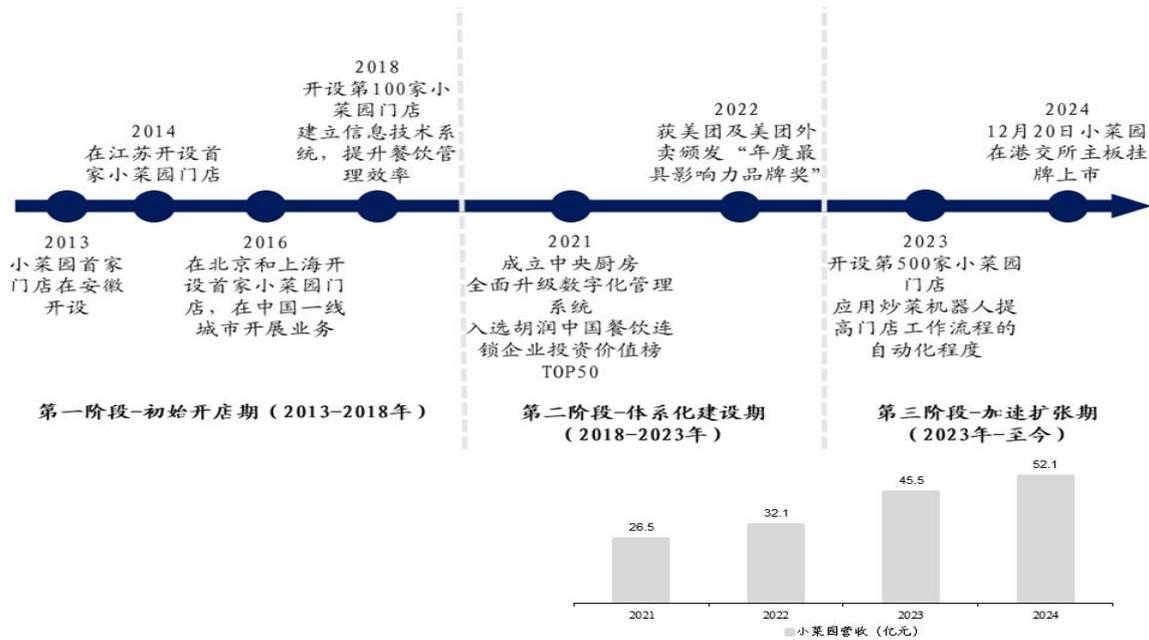
公司自成立以来分为三个发展阶段：

第一阶段（2013-2018年）品牌初创期：小菜园品牌初创并进行区域扩张。2013年在安徽开设首家小菜园门店，迈出品牌发展第一步。2014年将业务拓展到江苏，开始尝试异地复制。2016年进驻北京和上海，在中国一线城市开展业务。2018年开设第100家小菜园门店；同年建立信息技术系统，提升餐饮管理效率。

第二阶段（2018-2023年）体系化建设期：规模稳步扩张，并进行信息技术、供应链等体系化建设。2021年中央厨房投产，从食材供应链环节提升食品安全标准、质量控制和运营效率；同年全面升级数字化管理系统以提高整体运营效益。2023年小菜园门店突破500家。

第三阶段（2023年-至今）加速扩张期：品牌升级，公司加速扩张。2023年疫后行业大幅回暖，小菜园加速扩张，同时开始应用炒菜机器人提高门店工作流程的自动化程度。2024年12月20日小菜园在港交所主板挂牌上市，进一步提升品牌价值。

图3: 公司发展历程



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

1.2. 业务模式: 坚持全直营, “到店+到家” 场景全覆盖

定位大众便民中餐, 主打“好吃便宜”家常菜。小菜园品牌多年领跑并将持续深耕客单价 50 元至 100 元大众便民中式餐饮市场, 持续追求消费者能够获得“好吃不贵”的就餐体验, 于 2024 年战略性地调低菜品的价格, 2024 年小菜园门店堂食顾客人均消费额 59.2 元。通常情况下, 一家小菜园门店每季节提供约 45 至 50 道菜品, 涵盖多种类别, 包括凉菜、炖菜、红烧菜、干锅菜、炒菜、煲仔菜、蒸菜、汤和点心等。大部分菜品价格介于 30 元至 60 元, 主食和点心的价格则介于 10 元至 30 元。我们统计了小菜园上海浦东正大广场店所售菜品, 主食、酒水饮料外的菜品共计 50 道, 其中现炒菜品均价 39 元。菜品口味分布上, 并不拘泥于徽州菜色, 甜咸口味均有涉及、川湘菜系亦有供应, 较好覆盖了大众聚餐需求。

图4：小菜园上海浦东正大广场店菜单（除酒水饮料）

品类	菜品名	单价（元人民币）	品类	菜品名	单价（元人民币）
炒菜	农家红烧肉	45	凉菜	白斩鸡	39
	红烧凤爪	35		夫妻肺片	35
	徽州臭鳊鱼	118		剁椒皮蛋	12
	地锅本仔鸡	48		鸡丝凉面	19
	石板蒜蓉虾	52		油爆花生米	8
	特色酸菜鱼	58		桂花冰粉	8
	金汤肥牛	49		田园大拌菜	19
	石板牛仔骨	78		手工酱萝卜	15
	冰淇淋烤布蕾	25		清蒸鲈鱼	59
	京酱肉丝	38		蒜蓉金针菇	22
	菠萝鸡米花	35	儿时本鸡蛋	16	
	情咖鸡翅	49	香锅	小炒孜然香牛柳	58
	手抓扇子骨	27		香锅鱿鱼	49
	脆香小酥肉	22		香锅肥肠	68
	柠汁锅包肉	29		香锅开心花菜	29
	鱼香锅巴	27		香锅芸豆丝	29
	砂锅香芋	28		香锅土豆片	25
	石锅海鲜豆腐	32		香锅脆笋丝	39
	牛柳甩面	46		干锅鹿茸菌	42
	水煮牛柳	58		香锅腊味娃娃菜	28
辣椒小炒肉	39	主食点心		牛肉杂粮包	38
小炒猪肝	29		红糖发糕	20	
海鲜炒粉丝	32		徽州炒饭	25	
虾仁炒蛋	35		特色火烧馍	25	
西红柿炒鸡蛋	25		火腿虾仁菜泡饭	28	
茄子烧豆角	23		五常大米饭	3	
木耳炒山药	23		赤豆元宵	20	
白灼生菜	18		大馒头	2/个	
家常土豆丝	16				
家烧丝瓜	26				

数据来源：小菜园小程序、东吴证券研究所

堂食+外卖双线发展，“到店+到家”场景全覆盖。小菜园以堂食业务为主，线上外卖为辅，实现“到店+到家”场景全覆盖。2024年堂食业务、外卖业务、其他业务分别实现营收 31.9/20.0/0.1 亿元，分别占比 61.3%/38.5%/0.2%。外卖业务是小菜园门店收入的重要增长点，消费者对外卖的需求不断增长，门店也在不断适应和拓展这一业务渠道。外卖业务在门店业务结构中的占比逐渐增加，2024年平均单店外卖收入 300.6 万元，占平均单店总收入的比例提升至 38.5%。

图5：2021-2024 年按业务线收入拆分（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

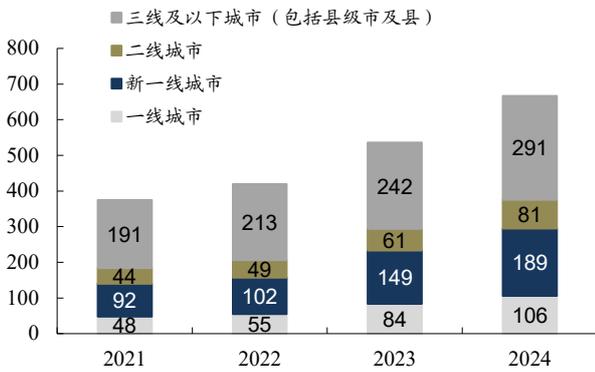
图6：2021-2024 年平均单店堂食和外卖收入（万元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

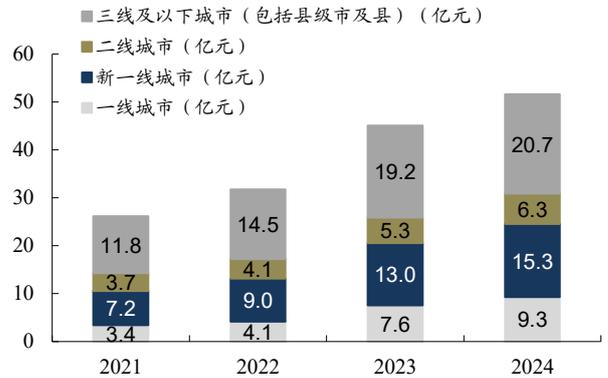
稳步进行区域扩张，加速进军一线及新一线。小菜园通过连锁开店实现规模高速增长，2024年各线城市门店数量均稳步增加，门店总数同比增加24.4%。公司近两年在一线城市及新一线城市的业务扩展相对更快，2023年及2024年一线及新一线城市新开门店之和均超过60家，2024年一线及新一线城市总收入同比增加19.4%，超过二线和三线及以下城市10.2%的总收入增速。

图7：2021-2024年不同线城市级城市门店数量



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

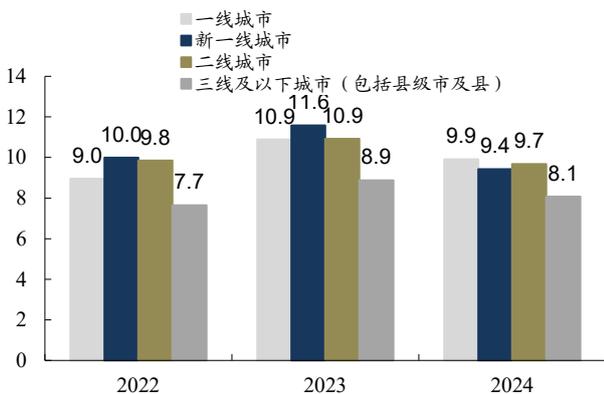
图8：2021-2024年不同线城市级城市总收入



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

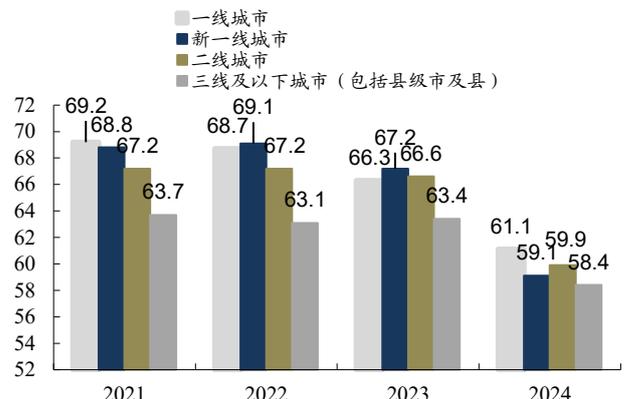
同店销售额下降主要由于主动调价，同店销售量相对稳定。2024年消费降级趋势下，小菜园同店销售额呈现下滑的情况，与行业可比公司表现一致。一线/新一线/二线/三线及以下城市同店销售额分别同比下降8.9%/18.7%/11.4%/9.1%。拆分量价来看，由于菜品价格下调，不同线城市级城市堂食顾客人均消费额下降幅度较大，一线/新一线/二线/三线及以下城市堂食人均消费分别同比下降7.8%/12.1%/10.1%/7.9%，价格下调对同店下降影响显著高于销售量方面。

图9：2022-2024年不同线城市级城市同店单店销售额(百万元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图10：2021-2024年不同线城市级城市堂食顾客人均消费额(元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.3. 管理及股权结构：充分激励，高管持股

多层次激励，致力于打造中国餐饮行业激励模式标杆。小菜园为激发员工的工作热情及斗志，实行了科学合理、行之有效的激励模式，为不同职级的员工均设置了层次丰富的激励机制，主要可以分为股权激励、薪酬激励以及成长激励三个层次。在股权激励层面，公司综合考量高级管理人员及骨干员工的能力、业绩表现、工作年限与岗位重要性等因素释放相应比例股权；薪酬激励方面，针对全体员工制定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和所在门店/部门表现紧密挂钩；在成长激励上，实行基层核心岗位人才的师徒培养制并辅以一定绩效激励。小菜园正积极构建中国餐饮行业激励模式典范。

表1：激励模式详解

激励机制	具体内容
股权激励	为总部管理人员、区域管理人员及骨干员工等提供股权激励，综合考虑能力、业绩表现、工作年限、岗位重要性等因素释放相应比例股权，与员工共享公司发展成果。
薪酬激励	针对包括门店基层员工在内的全体员工制定基本工资加多层级绩效工资的薪酬机制，绩效工资与工作业绩和所在门店/部门表现挂钩，充分激发员工工作热情。
成长激励	高度重视区域经理、店长、厨师长等基层核心岗位人才的储备与培养，在公司内部实行师徒培养制并辅以一定的绩效激励。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

高管团队以体系内培养为主。包括创始人在内的高管团队大部分都拥有多年餐饮行业的从业经验，积累了丰富的一线工作和管理经验，沉淀适合小菜园的公司文化和组织能力，更好地推动公司的战略发展和执行。

表2：公司管理层简介

姓名	职务	年龄	性别	任职履历
汪书高	董事长、执行董事、总经理	52	男	曾创立铜陵市旺旺美食林、铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司 曾在马鞍山市花山区 148 法律服务所提供法律服务；任重庆市渝西钢铁（集团）有限公司总经理；重庆市度玛金属材料有限公司的业务部门总监；江苏省南京市鼓楼区人民代表大会代表；安徽省餐饮行业协会供应链专业委员会委员
李道庆	执行董事、副总经理	47	男	曾任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总经理
田春永	执行董事、副总经理	50	男	曾任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨
周斌	执行董事	46	男	曾任铜陵市郊区和谐大酒店经理；铜陵市和谐餐饮有限责任公司经理
汪维芳	执行董事	34	女	曾任铜陵市旺旺美食林厨师长；铜陵市和谐餐饮有限责任公司行政总厨
陶旭安	执行董事	36	男	曾任铜陵市郊区财政局陈瑶湖分局、铜陵如是会计师事务所会计师
朱正慧	首席财务官	48	女	

余明珠 董事会秘书 40 女 曾任佛山市领航人力资源服务有限公司常州分公司负责人

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

高管持股充分，董事长通过一致行动协议掌控决策权。公司百余名中高层管理人员通过 7 个不同持股平台（共计持股 85%）间接持有集团股份，通过分红共享公司成长收益。截至 2024 年年末，董事长汪书高先生通过与其他个人股东订立一致行动协议，持有 7 个持股平台的投票权，对 85%的股份行使投票权。

图 11：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

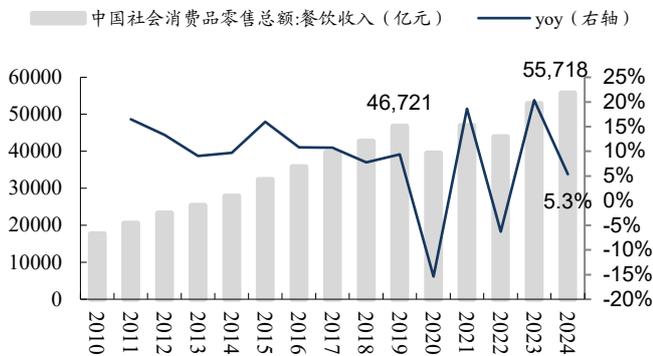
2. 行业概览：快餐茶饮标准化程度高，线上化趋势助力中餐快餐化

2.1. 行业连锁化率、线上化率持续提升

中国餐饮市场规模近 5.6 万亿，近 5 年行业 CAGR 为 3.6%，限额以上餐饮收入 5 年 CAGR 为 10.1% 高于行业。根据统计局数据，2019-2024 年中国餐饮行业规模从 46,721 亿元增至 55,718 亿元（CAGR+3.6%），而限额以上餐饮收入从 9,445 亿元跃升至 15,298 亿元（CAGR+10.1%），限额以上餐饮企业收入增长在过去 5 年持续领先于行业：2020 年行业整体下滑 15.3% 时，限额以上仅降 12.8%；2021 年行业反弹 18.6%，限额以上增速达 26.8%；2022 年行业二次探底，限额以上逆势增长 2.1%；2023-2024 年行业修复，增速为 20.4%/5.3%，限额以上则实现 25.4%/14.5% 高增。规模以上企业通过持续强化抗

风险能力和提升运营效率，提升市场份额。

图12: 社零餐饮收入及 yoy



数据来源: 国家统计局、东吴证券研究所

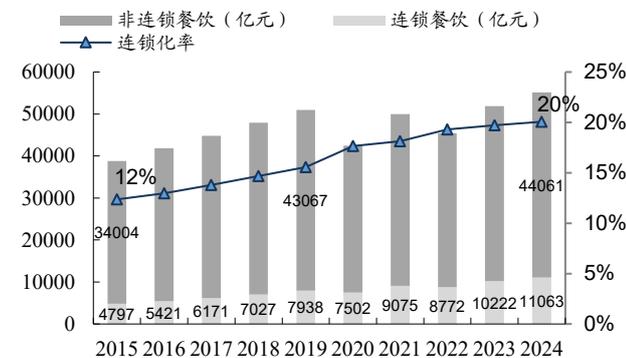
图13: 限额以上餐饮收入及 yoy



数据来源: 国家统计局、东吴证券研究所

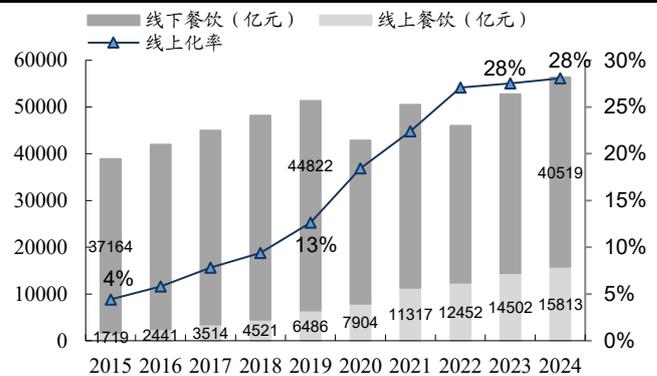
十年发展缩影: 连锁化率缓慢提升, 线上化率疫后增长放缓。2015-2024年, 中国连锁餐饮规模从4797亿元增至11063亿元, 年复合增长率达9.7%, 推动连锁化率从12%逐年递增至20%; 对近10年餐饮规模增长的贡献率为38%。餐饮线上化则经历了一个更为激进的过程, 自2015年起步至2024年规模达15813亿元, 年复合增长率高达28.0%, 带动线上化率从4%跃升至28%, 不过自2022年以来线上化斜率放缓; 线上销售对近10年餐饮规模增长的贡献率达81%。

图14: 中国餐饮市场连锁化率



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

图15: 中国餐饮市场线上化率



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

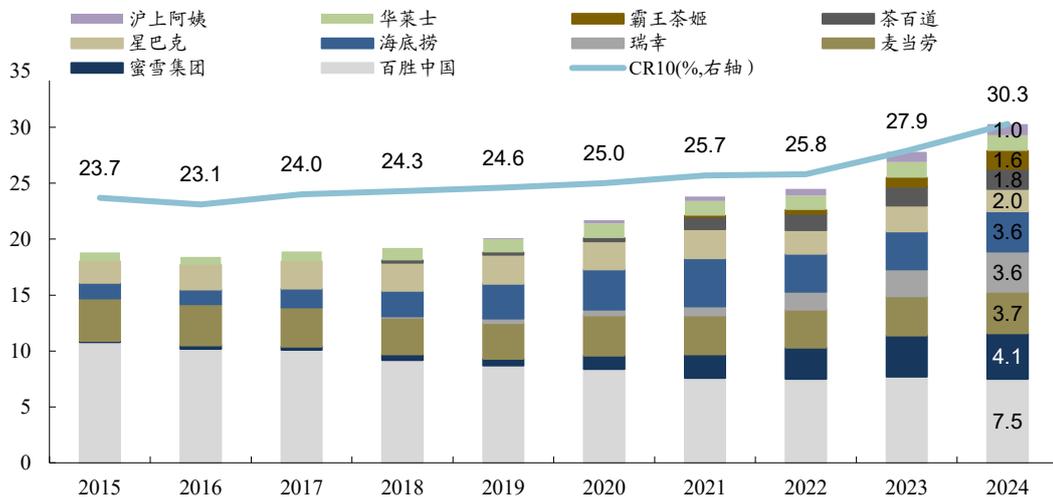
单品牌开店空间需结合核心产品定位、场景研判、组织能力、竞争格局综合考虑,大众餐饮第一梯队品牌门店数天花板高于4万, 主攻购物中心配套及轻社交场景的正餐品牌店数天花板应在数千家水平。截至2022年底, 中国乡一级有近4万个区划单位, 平均每一个乡级单位人口数量约为3.7万人。我们认为聚合大众餐饮需求餐饮品牌的上限应是每一个乡级区划单位至少能开出一家门店, 若该行政区划下人口密度及消费水平相对高, 则可开出多家门店。另根据中国连锁经营协会统计, 2022年国内三万坪以上的

数据来源：新华网、东吴证券研究所

数据来源：新华网、东吴证券研究所

连锁餐饮行业 CR10 份额逐年提升，快餐+茶饮标准化程度高、瓜分规模前十，均已不同交易所上市。连锁餐饮行业 CR10 从 2015 年的 23.7% 逐步上升至 2024 年的 30.3%，呈现出逐年增加的态势，行业的集中度逐年提升，但考虑连锁化率仍仅 20%，餐饮行业格局仍为高度分散。在连锁餐饮的各个细分品类中，快餐和茶饮因具备较高的标准化程度，在规模前十的企业中占据主导地位。快餐行业以标准化的生产流程、统一的食材配送以及高效的运营模式，能够快速实现门店扩张和品牌复制。自 2018 新消费热潮以来，茶饮连锁迅速崛起，到 2024 年蜜雪集团、瑞幸咖啡、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨已在前十中占到五席。海底捞是 CR10 中唯一的正餐品牌。目前除华莱士在新三板、瑞幸从纳斯达克退市后转向粉单市场交易外，其他品牌均已在不同交易所主板上市，前 10 品牌均有年度公开财务数据披露。

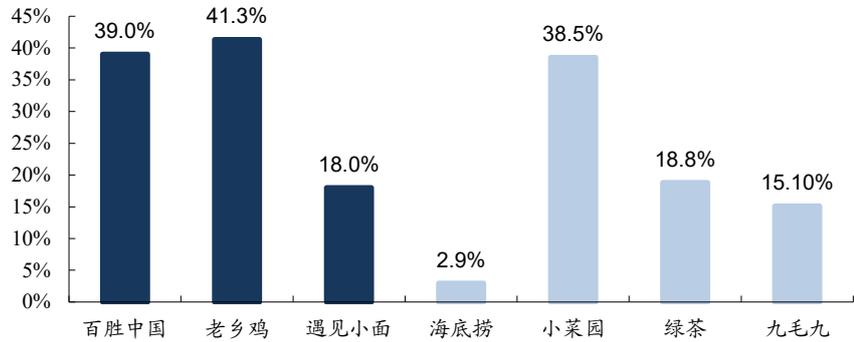
图 19：连锁餐饮 CR10 逐年提升（单位：%）



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

线上化发展助力正餐快餐化，部分正餐品牌可以实现与快餐类似的外卖占比。随着线上平台及技术的持续发展，正餐品牌迎来新的发展机遇。如今的消费者可以通过手机轻松预订餐厅、点外卖，大大提高了就餐的便利性。对于正餐品牌而言，这不仅拓展了销售渠道，还扩展了自身消费场景，使得以往“到店点单，等待出餐”的场景体验进化为“提前点单，到点就吃”，一定程度上渗透了快餐的用餐客群和场景。我们比较正餐品牌和快餐品牌的外卖收入占比，发现部分正餐品牌能够实现快餐品牌级别的外卖占比，可能是支撑其穿越管控周期后仍有较高餐厅利润率的关键。

图20：2024年正餐及快餐外卖收入占比：小菜园的线上占比达到快餐品牌水平



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

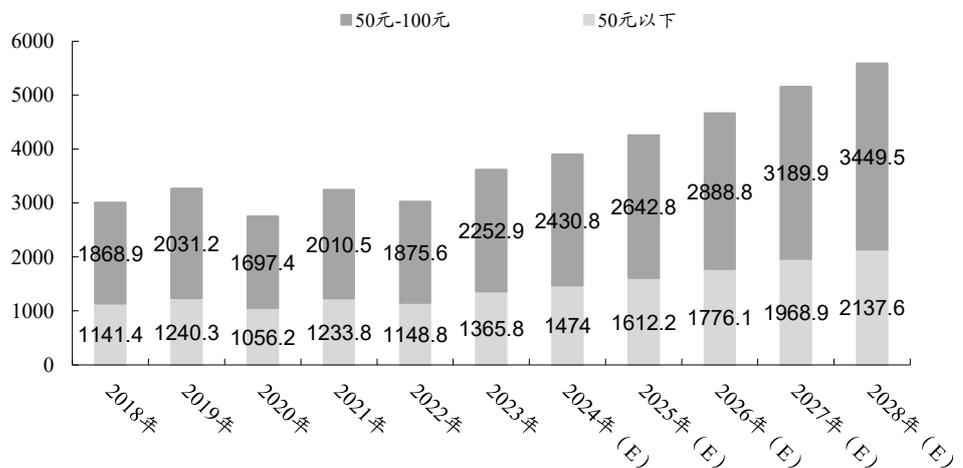
注1：老乡鸡和遇见小面取直营店外卖占比，百胜中国为包含肯德基和必胜客两品牌的数据，九毛九为包含旗下所有品牌的数据。

注2：深蓝为快餐品牌，浅蓝为正餐品牌。

2.3. 小菜园是大众便民中式餐饮第一品牌

大众便民中式餐饮行业规模约4万亿元，为中国餐饮市场的主要板块。大众便民中式餐饮市场是中餐市场的一个细分子市场，客单价在人民币100元以下。从增长趋势来看，2018-2023年行业整体保持稳健增长，复合年增长率为3.8%，期间虽受疫情冲击导致增速阶段性放缓，但刚性消费需求仍支撑市场基本盘，行业未来五年增速预计提升至9.1%，2028年市场规模有望突破5.5万亿元。其中50-100元客单价的中式餐饮市场规模2024年估计为2.43万亿元。

图21：2018-2028年按客单价划分的中国大众便民中式餐饮市场的市场规模明细(十亿元)



数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

大众便民中式餐饮市场整体较为分散，小菜园是第一品牌。小菜园 2023 年营收规模突破 45 亿元，门店数量超 500 家，覆盖全国 140 余个城市，在中国大众便民中式餐饮市场的所有品牌中排名第一，占市场份额的 0.2%。凭借“好吃不贵”的就餐体验，小菜园在 50-100 元客单区间占据领先地位，其成功源于对消费趋势的精准把握：一方面通过全冷链仓储物流供应链体系保障菜品稳定性；另一方面保留“明厨亮灶”的现炒特色，满足消费者对锅气的需求。大众便民中餐市场格局较为分散，前 5 大公司市占率仅为 0.8%。

表3：中国大众便民中式餐饮市场（客单价人民币 50-100 元）前五大品牌（按门店收入计）

排名	品牌	2023 年 门店收入 (人民币十亿元)	2023 年 市场份额 (%)
1	小菜园	4.51	0.2%
2	太二	4.47	0.2%
3	绿茶	3.59	0.2%
4	呷哺呷哺	3.02	0.1%
5	外婆家	1.96	0.1%
	前五大	17.55	0.8%
	其他	2235.35	99.2%
	合计	2252.90	100%

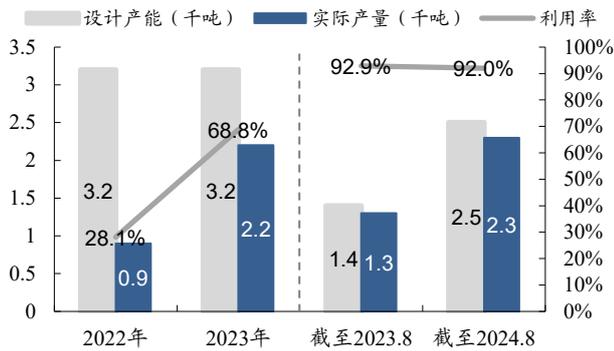
数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

3. 公司核心看点：门店模型持续优化，扩张趋势强劲

3.1. 自建供应链+中央厨房最大程度实现“现炒”标准化

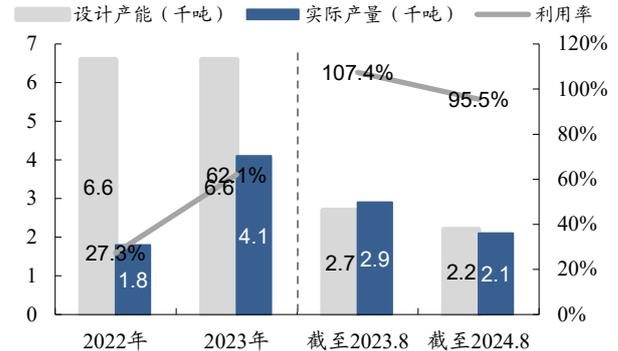
自建全冷链仓储物流及中央厨房，构建“新鲜现炒”护城河。小菜园通过自建全冷链仓储物流体系，覆盖从产地到门店的完整供应链。截至 2024 年 8 月，公司已在 14 个省份布局 14 个分仓，配备 200 余辆自营冷链车辆，实现“当日采购→中央厨房加工→分仓配送→门店日配”的高效流转，确保食材新鲜度。供应链集中采购大部分食材，采购成本低于行业平均水平，规模效应显著。中央厨房 2023 年处理食材超 6300 吨，包括标准料包制备和食材粗加工，总产能利用率达 64.3%，同比+36.7pct，2024 年 8 月进一步达到 93.6%，使得门店后厨操作时间大幅缩短。

图22: 中央厨房(标准料包制备)产能利用情况



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图23: 中央厨房(食材粗加工)产能利用情况



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

标准化流程+智能化设备, 破解中餐工业化难题。小菜园从菜品精简化、食材标准化及制作过程标准化, 来保证菜品质量、口感和“锅气”。保持 45 - 50 道菜品并定期推陈出新, 便于统一管理与制作; 坚持用新鲜优质食材, 门店使用净菜, 拒绝预制菜, 确保菜品质量; 坚持现炒, 为厨师设计详尽烹饪指引与标准料包, 还尝试炒菜机器人稳定菜品口感。另外, 从服务和培训方面也设计标准化流程, 以保证消费者体验的一致性。

表4: 小菜园标准化运营模式总结

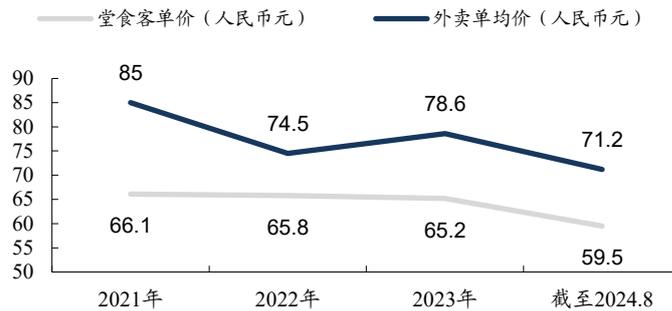
运营环节	细分环节	标准化程度
产品	菜品标准化	菜品精简化: 45-50 道, 定期推陈出新 食材标准化: 坚持使用新鲜优质食材, 推动在门店使用净菜, 不使用预制菜 制作过程标准化: 设计全面详尽的烹饪指引, 自产自研标准料包, 试行炒菜机器人稳定菜品口感
	服务标准化	制定 SOP 涵盖服务前中后流程
	培训标准化	高频次、多维度培训及督导指导管理机制
内控	食品安全及质量控制标准化	建立安全控制体系, 按日、周、月检查
扩张	拓店标准化	在拓店各环节制定标准化操作流程

数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

3.2. “好吃不贵”品牌价值观留存高粘性顾客

“三大承诺”建立信任壁垒, 高性价比覆盖工作及家庭用餐场景。公司以“25 分钟上菜超时免单、不满意退换、问题食材十倍赔付”三大承诺为核心, 构建差异化服务体验。迄今为止无重大赔付事件, 反哺品牌美誉度。为满足消费者对高性价比的期待, 公司于 2024 年进一步调低菜品价格使得堂食客单价降低至 59.2 元。依托供应链优势实现“低价不低质”, 以高性价比产品覆盖工作及家庭用餐场景。截至 2024 年 8 月, 会员数从 2021 年的 150 万增长至突破 820 万。

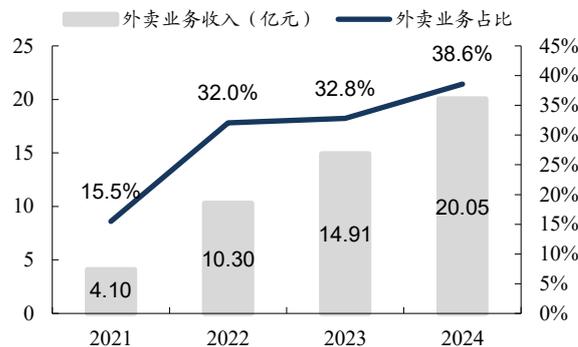
图24：堂食及外卖客单价情况



数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

全场景覆盖强化渗透，外卖助力正餐快餐化。“到店+到家+新零售”模式打破场景限制，外卖收入占比从2021年的15.5%大幅跃升至2022年的32.0%，2024年进一步提升至38.6%，接近上市快餐品牌水平。数据反哺优化菜品结构，公司积极推出外卖专属小份菜套餐，带动外卖订单量增长。

图25：外卖业务收入占比持续提升

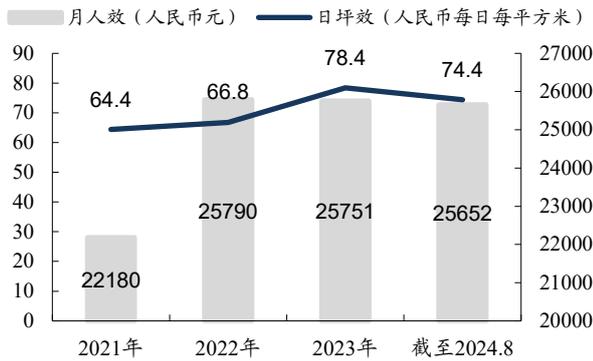


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.3. 高坪效高人效，短回本周期支持持续扩张

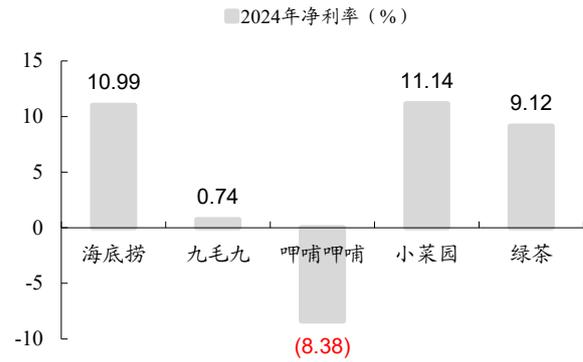
人效坪效双升，运营效率领跑行业。小菜园月人效2021/2022/2023/2024年1-8月分别为22180/25790/25751/25652元/人；日坪效2021/2022/2023/2024年1-8月分别为64.4/66.8/78.4/74.4元，均维持高位。门店层面经营利润率2023年显著提升至19.7%，截至2024年8月为17.8%，仍维持在较高水平。横向比较上市正餐连锁集团，小菜园净利率11.14%为第一梯队水平，凸显运营效率。

图26: 门店日坪效及月人效情况



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图27: 上市正餐企业净利率 (2024)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

短回本周期支持持续扩张。据招股书, 截至2024年8月, 2021年新开门店的平均投资回收期为17.3个月, 2022年新开门店缩短至12.3个月, 2023年新开门店进一步压缩投资回收期至9.4个月。截至2024年8月31日已收回投资的门店有195家, 占期间新开门店数的51.0%, 平均回收期为13.8个月, 显著低于行业平均18个月水平。按公司2024年平均门店模型测算, 单门店税后年化利润约113万元(按年末门店数进行平均, 与实际成熟门店数据相比较低), 现有门店网络稳定现金流及较优的门店模型支撑公司持续扩张。

表5: 小菜园门店模型测算 (2024年)

门店各项收支项	收支额 (万元)	各项占营收比重	
营收	773.3		
毛利	533.2	毛利率	68.9%
员工成本	211.1	员工成本占比	27.3%
租金	57.9	租售比	7.5%
门店装修设备折摊	26.1	折摊占比	3.4%
水电煤开支	25.5	水电煤占比	3.3%
广告及促销	9.4	广告及促销占比	1.2%
外卖服务开支	52.7	外卖服务开支	6.8%
门店层面运营利润	150.5	门店运营利润率	19.5%
门店层面税后利润	112.9	门店层面税后利润	14.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 本表为根据公司披露2024年报测算的门店层面各项收支平均数(按年末门店数进行平均, 剔除其他支出及非经营性收入), 并以所得税率25%估算门店层面税后净利润。未考虑新开店爬坡情况, 公司实际单门店稳态利润或高于以上测算。

3.4. 多层次激励机制正向助推增长战略实现

股权+利润分享，绑定核心团队长期利益。公司实施股权激励、薪酬激励及成长激励三重奖励机制。股权激励覆盖 130 名员工，其中 90.4% 股东从基层晋升。截至 2024 年报，持股平台中的 5 名高管人均持股 3977 万股，对应股票价值平均 3.4 亿元港币；其他 125 名中高层人均持股对应股票价值为 3552 万元港币，给予员工激励充分。区域经理奖金与辖区门店总利润挂钩，店均团队稳定性（年留存率）高，截至 2024 年 8 月 31 日，997 名店长和厨师长已在门店工作超过 1 年，占店长和厨师长总人数的 85.9%，其中 598 名店长和厨师长已留任超过三年。绝大部分店长和厨师长为内部晋升，区域经理 100% 为内部培养，人才梯队厚度支撑快速扩张。

表6: 截至 2024 年末员工股权激励计划持股情况

受激励人	占公司利润分成比例	对应股份数 (亿股)	对应股票价值 (万元 HKD)
实控人			
汪书高	21.0%	2.46	198864
高管			
李道庆	3.6%	0.42	33972
田春永	3.6%	0.42	33972
周斌	3.6%	0.42	33972
汪维芳	2.6%	0.31	24789
陶旭安	3.6%	0.42	33972
其他中高层			
125 名员工人均	0.4%	0.04	3552

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

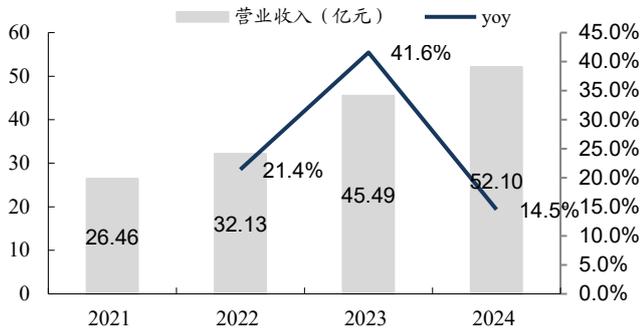
注：对应股票市值采用 6 月 19 日收盘价 8.08 元港币计算得。

标准化培训体系保障规模化复制能力。公司构建了覆盖全岗位、多层级的标准化培训体系，通过“总部统筹规划+区域落地执行+门店实操反馈”的三级联动机制，为快速扩张提供稳定人才供给。截至 2024 年 8 月累计开展超 4,700 场培训，参训人次达 22 万，内容涵盖食品安全、服务标准、数字化工具应用等核心模块，确保新员工入职后快速完成基础技能认证。激励机制驱动下，2024 年新开门店 131 家，截至 2024 年 8 月 31 日关店率仅 5%，为 2026 年千店目标奠定组织基础。

4. 财务分析：规模扩张，降本增效逆势兑现利增

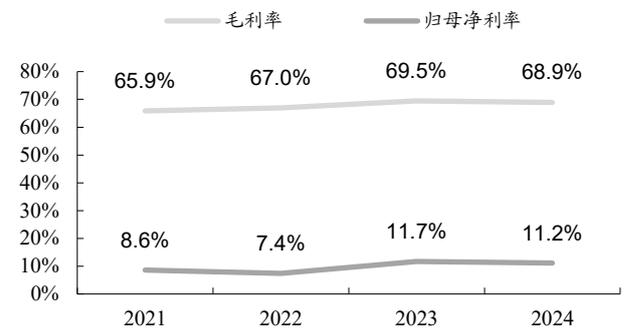
营收随扩店稳步增长，净利率保持高位。小菜园 2021-2024 年营收实现 26.5 亿元至 52.1 亿元的稳健增长，3 年 CAGR 为 25.3%。强供应链模式稳定毛利率在 68% 中枢，净利率 2023 年回升至 11.7% 高位，2024 年由于新店爬坡及同店下滑略回落至 11.2%，仍保持高位。

图28: 2021-2024 营收及增速



数据来源: Wind、东吴证券研究所

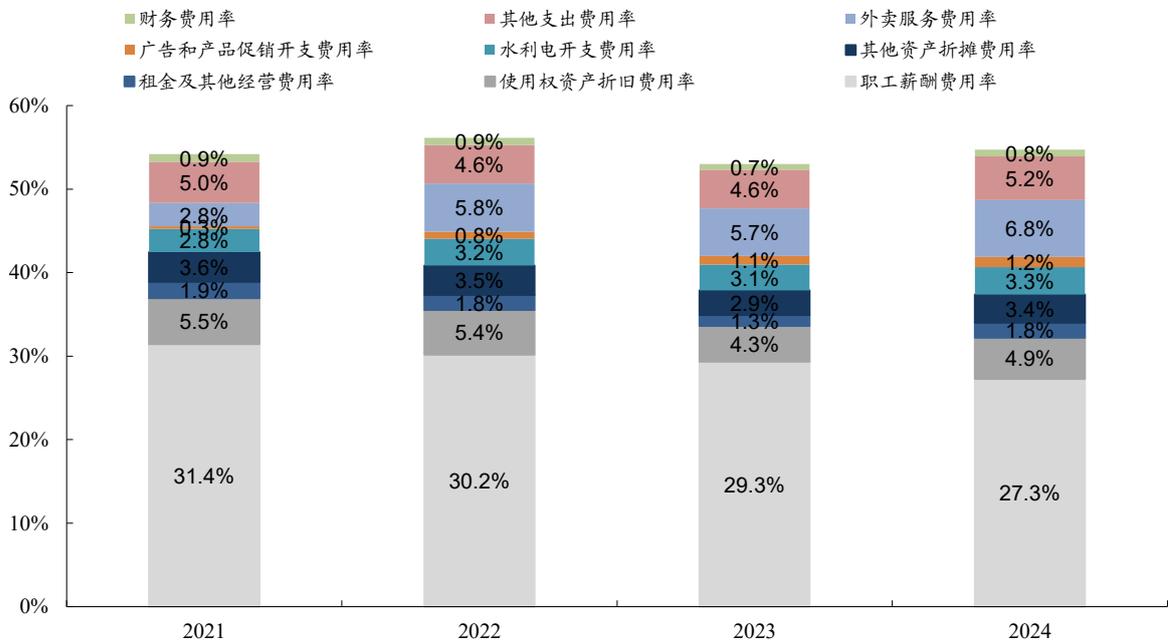
图29: 2021-2024 小菜园收入毛利率及净利率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

费用端整体优化, 外卖占比提升带动外卖服务费用率提升。公司在快速扩张的同时实现了费用率的持续优化。随着门店规模从 379 家增长至 667 家, 人员储备相应提升, 但通过标准化运营和数字化管理, 职工薪酬占比下降 3.7 个百分点至 27.7%。表征租金费用的“使用权资产折旧+租金及其他经营费用+财务费用”占收入比重 2021-2024 分别为 8.4%/8.0%/6.3%/7.5%, 在高速扩张趋势中仍控制相对平稳。外卖服务费用率随外卖占比持续提升, 但整体费用率在扩张中仍相对可控, 展现了公司在规模化发展中的精细化管理水平。

图30: 小菜园各项费用率测算

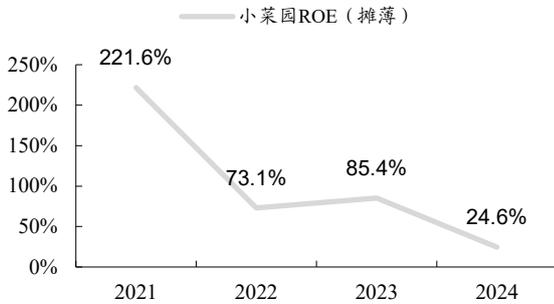


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

高 ROE、强经营性净现金流入支持品牌跨区扩张。小菜园 2021-2024ROE (摊薄)

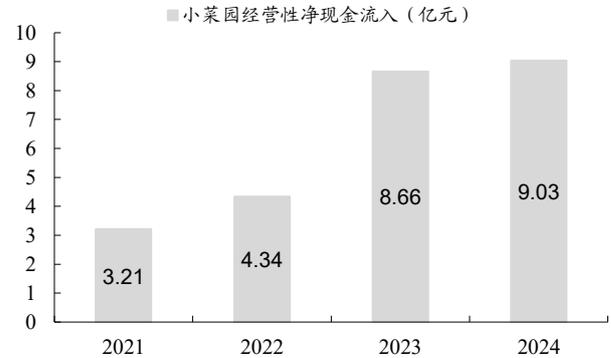
分别为 221.6%/73.1%/85.4%/24.6%，其中 2024 年因港股上市融资 7.8 亿元（扣费后）被摊薄，但仍较为可观。同时，2021-2024 年经营性净现金流入分别为 3.21/4.34/8.66/9.03 亿元，逐年提升，财务状况稳步强化支持品牌跨区扩张。

图31: 小菜园 ROE (摊薄)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图32: 小菜园经营性净现金流入 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 核心假设及盈利预测

关键假设:

收入方面: 虽然公司明确提出到 2026 年达到千店目标,但基于当前整体宏观需求较弱的背景,我们谨慎预测公司 2025-2027 年分别净开店 125/150/180 家,至 792/942/1122 家,门店年化复合增速为 18.9%,其中一线及新一线城市相对占据更多的新开店。平均单店销售方面,我们假设 2025 年各线城市因需求承压及门店加密同比仍下降,但降幅收窄,2026 年一线新一线城市单店销售恢复正增,2027 年各线城市单店收入恢复正增。整体预测得公司营收 2025-2027 年分别为 62.19/75.72/91.92 亿元,年化复合增速为 20.8%。

表7: 小菜园收入端核心假设

门店拆分	2024	2025E	2026E	2027E
一线城市				
——数量	106	136	171	211
新增门店	22	30	35	40
——单店销售 (万元)	877.26	842.17	867.44	893.46
yoy	-2.6%	-4%	3%	3%
新一线城市				
——数量	189	229	274	324
新增门店	40	40	45	50

——单店销售（万元）	807.13	758.70	766.29	773.95
yoy	-7.2%	-6%	1%	1%
二线城市				
——数量	81	106	136	171
新增门店	20	25	30	35
——单店销售（万元）	778.80	732.07	717.43	724.60
yoy	-10.8%	-6%	-2%	1%
三线及以下城市				
——数量	291	321	361	416
新增门店	49	30	40	55
——单店销售（万元）	712.02	669.29	655.91	662.47
yoy	-10.4%	-6%	-2%	1%
门店总数	667	792	942	1122
yoy	24.4%	18.7%	18.9%	19.1%
——净增门店	131	125	150	180
总收入（亿元）	51.58	62.19	75.72	91.92
yoy	14.5%	19.4%	21.8%	21.4%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

毛利率及净利率方面：基于公司“好吃便宜”的经营理念，我们假设其毛利率将在68-69%区间保持稳定；除职工薪酬占营收比因门店爬坡及炒菜机器人的应用有所缩减，其他各项开支费用则基本匹配门店增速增长。综合预测得2025-2027年归母净利率为11.5%/12.0%/12.5%，对应归母净利润分别为7.09/8.78/11.19亿元，3年复合增速为24.5%。

表8：预测毛利率及净利率

指标	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	68.9%	68.5%	68.0%	68.0%
除税前利润率	14.8%	15.3%	15.9%	16.6%
归母净利率	11.2%	11.5%	12.0%	12.5%
归母净利润（亿元）	5.81	7.14	9.06	11.47
yoy		22.3%	23.8%	27.4%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

5.2. 投资评级

小菜园是大众便民中式餐饮第一品牌，致力于打造“好吃便宜”的中国百姓家庭厨房，为消费者提供“健康家常菜”。强供应链、细致标准化、核心人才高激励共同助力品牌跨区扩张加密，预计未来3年门店数以年化复合增速19%稳步扩张。我们预计2025-2027年公司归母净利润为7.09/8.78/11.19亿元，3年复合增速为24.5%，对应当前2025-

2027年PE分别为13/10/8。基于可比公司2025-2027年平均PE为22/18/15倍，小菜园被显著低估，首次覆盖予以“买入”评级。

表9：可比公司估值（2025年6月20日）

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润				P/E				投资 评级
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
6862.HK	海底捞	740.5	47.1	48.7	50.3	52.7	16	15	15	14	买入
9658.HK	特海国际	88.3	1.6	3.3	4.2	5.2	56	27	21	17	未评级
9922.HK	九毛九	31.0	0.6	1.4	1.6	2.0	56	23	19	15	买入
0520.HK	呷哺呷哺	6.9	-4.0	-2.1	-0.4	-	-	-	-	-	未评级
6831.HK	绿茶集团	41.3	3.5	-	-	-	12	-	-	-	未评级
5家可比公司按市值加权平均PE							35	22	18	15	
0999.HK	小菜园	94.1	5.8	7.1	9.1	11.5	16	13	10	8	买入

数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：已有评级公司的盈利预测由东吴证券研究所预测给出，其他为wind一致预期。货币单位均为人民币，港元兑人民币汇率为2025年6月20日的0.92。

6. 风险提示

行业竞争加剧：大众便民餐饮市场玩家众多，公司未来可能会面临竞争加剧。

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。

原材料成本上涨风险：门店所用食材的成本及其他相关成本因市场驱动而增加，可能会导致利润率及经营业绩下滑。

门店开拓不及预期：可能无法维持及提升现有门店的销售及盈利能力。

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，如未来消费者对新品的接受程度不及预期，则门店盈利能力可能下滑。

小菜园三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,039.73	2,963.38	4,102.63	5,512.38	营业总收入	5,209.87	6,219.28	7,572.02	9,191.65
现金及现金等价物	616.66	1,075.62	1,708.79	2,594.01	营业成本	1,661.02	1,959.07	2,423.05	2,941.33
应收账款及票据	30.73	34.55	42.07	51.06	销售费用	2,537.00	2,975.83	3,534.37	4,224.86
存货	109.57	130.60	161.54	196.09	管理费用	273.00	327.60	393.12	471.74
其他流动资产	1,282.77	1,722.60	2,190.24	2,671.22	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1,548.17	1,459.91	1,359.35	1,259.62	其他费用	273.47	10.00	47.20	57.04
固定资产	699.25	568.73	425.54	282.82	经营利润	738.73	946.78	1,174.28	1,496.68
商誉及无形资产	791.09	833.33	875.96	918.96	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	41.12	1.50	4.50	6.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	73.64	1.24	1.51	1.84
其他非流动资产	57.83	57.84	57.84	57.84	利润总额	771.25	946.52	1,171.30	1,492.52
资产总计	3,587.90	4,423.29	5,461.98	6,772.00	所得税	190.63	236.63	292.82	373.13
流动负债	606.69	832.61	1,093.26	1,284.32	净利润	580.62	709.89	878.47	1,119.39
短期借款	0.00	100.00	200.00	200.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	56.93	67.15	83.05	100.81	归属母公司净利润	580.62	709.89	878.47	1,119.39
其他	549.76	665.46	810.21	983.51	EBIT	812.38	948.02	1,175.80	1,498.52
非流动负债	615.80	615.80	615.80	615.80	EBITDA	1,244.39	1,202.43	1,442.49	1,764.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP				
其他	615.80	615.80	615.80	615.80					
负债合计	1,222.49	1,448.41	1,709.05	1,900.12					
股本	0.08	0.08	0.08	0.08	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.49	0.60	0.75	0.95
归属母公司股东权益	2,365.42	2,974.88	3,752.92	4,871.88	每股净资产(元)	2.01	2.53	3.19	4.14
负债和股东权益	3,587.90	4,423.29	5,461.98	6,772.00	发行在外股份(百万股)	1,176.52	1,176.52	1,176.52	1,176.52
					ROIC(%)	40.26	26.14	25.10	24.91
					ROE(%)	24.55	23.86	23.41	22.98
					毛利率(%)	68.12	68.50	68.00	68.00
					销售净利率(%)	11.14	11.41	11.60	12.18
					资产负债率(%)	34.07	32.75	31.29	28.06
					收入增长率(%)	14.52	19.37	21.75	21.39
					净利润增长率(%)	9.13	22.26	23.75	27.42
					P/E	15.03	12.29	9.93	7.80
					P/B	3.69	2.93	2.33	1.79
					EV/EBITDA	7.47	6.45	5.00	3.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年6月20日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>