

小菜园 Xiaocaiyuan International (999 HK)

首次覆盖：大众便民中式餐饮领导者，长期成长空间广阔

Leader in the Mass Chinese Cuisine Market, with Vast Long-term Growth Prospects: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$9.83
目标价	HK\$13.50
HTI ESG	4.3-4.5-4.5
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$11.57bn / US\$1.47bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$4.53mn
发行股票数目	1,177mn
自由流通股 (%)	9%
1 年股价最高最低值	HK\$12.46-HK\$7.94

注：现价 HK\$9.83 为 2025 年 07 月 25 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	2.8%	10.5%	
绝对值 (美元)	2.8%	9.3%	
相对 MSCI China	-2.4%	-2.7%	

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	5,210	6,536	7,927	9,430
Revenue (+/-)	15%	25%	21%	19%
Net profit	581	743	923	1,102
Net profit (+/-)	7%	27%	24%	19%
Diluted EPS (Rmb)	0.58	0.63	0.78	0.94
GPM	68.1%	68.5%	68.7%	68.7%
ROE	39.2%	29.1%	31.1%	31.7%
P/E	17	16	13	10

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

大众便民中式餐饮领导者。小菜园成立于 2013 年，是国内快速发展的大众便民中式餐饮领导者。按 2023 年门店收入计，公司以 0.2% 市占率在中国大众便民中式餐饮市场（客单 50-100 元之间）的品牌中排名第一。截至 2024 年末门店覆盖中国 14 个省份，总数达 673 家。

大众便民中式餐饮：基本盘稳固，增速领跑行业总体。中国餐饮市场规模占比最大的是中式餐饮，其中又以大众便民中式餐饮为基本盘。2023-2028 年，大众便民中式餐饮市场规模预计从 3.6 万亿元增长至 5.6 万亿元，年复合增长 9.1%，高于同期中式餐饮的 8.7%。我们认为，大众便民中式餐饮行业增长空间大主要得益于：（1）城镇化与家庭结构变迁重塑消费场景；（2）居民质价比需求持续释放；（3）连锁化体系逐渐成熟；（4）下沉市场消费潜力大。

小菜园：深耕精细化运营与数字化赋能，成长性加速释放。（1）**差异化竞争壁垒：“家常味+高性价比”的双轮驱动模式。**小菜园在徽菜基础上定位“融合菜系”，能满足各地区消费者不同的饮食习惯。门店坚持“新鲜现炒”，菜单按季节动态设计，每季度提供约 45-50 道菜品。（2）**标准化直营与供应链闭环：构建可复制的规模扩张引擎。**小菜园坚持直营模式，通过建立标准化助力门店扩张。通过构建覆盖采购、仓储、物流全链条的一体化体系，小菜园不仅实现了成本的精细化管理，更将稳定、高效的供应能力转化为核心竞争力，为品牌扩张与市场渗透奠定坚实基础。（3）**“到店+到家”全场景覆盖，探索社区餐饮增长新赛道。**小菜园通过双线协同发展战略，在巩固线下堂食优势的同时，同步推进外卖业务，实现“到店+到家”全场景覆盖。2024 年小菜园堂食/外卖业务收入分别为 31.9/20.1 亿元，同比各提升 4.6%/34.4%。同时，公司精准捕捉社区餐饮市场潜力，2023 年 10 月推出了“菜手”品牌，实现大众便民中式餐饮赛道的全面布局。（4）**单店模型优秀，开店空间广阔。**2024 年截至 8 月，公司的门店层面经营利润率为 17.8%。我们预计，得益于门店面积优化缩减固定成本、炒菜机器人投入提升人效、规模效应显现推动原材料端成本进一步摊薄，以及品牌力增强带来的租金议价权提升，2025 年门店经营利润率有望回升至 20% 以上。开店空间方面，经测算小菜园开店空间广阔，预计门店数量可超 2500 家。（5）**人才培养体系化，通过利益绑定激发员工主观能动性。**小菜园的激励机制主要分为股权激励、薪酬激励和成长激励。根据招股书数据，现有股东中 90.4% 从门店基层员工成长而来，所有区域经理、绝大部分店长和厨师长均为内部培养提拔。

盈利预测及估值。我们预计 2025-2027 年营收各 65.4/79.3/94.3 亿元，同比各增 25%/21%/19%，经调净利润各 7.4/9.2/11.0 亿元，同比各增 27%/24%/19%。基于小菜园处于品牌上升期且门店拓展提速，给予 2025 年 20xPE，对应合理市值 159 亿港元，目标价 13.5 港元（对应汇率为 HKD/CNY=0.91），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示。经济及消费增长不及预期，行业竞争加剧风险，新店拓展不及预期，老店业绩下滑风险，食品安全风险。

胡佳璐 Rebecca Hu
rebecca.jl.hu@htisec.com

刘坤钰 Kunyu Liu
ky.liu@htisec.com

李一腾 Yiteng Li
yt.li@htisec.com

1. 小菜园：大众便民中式餐饮领导者

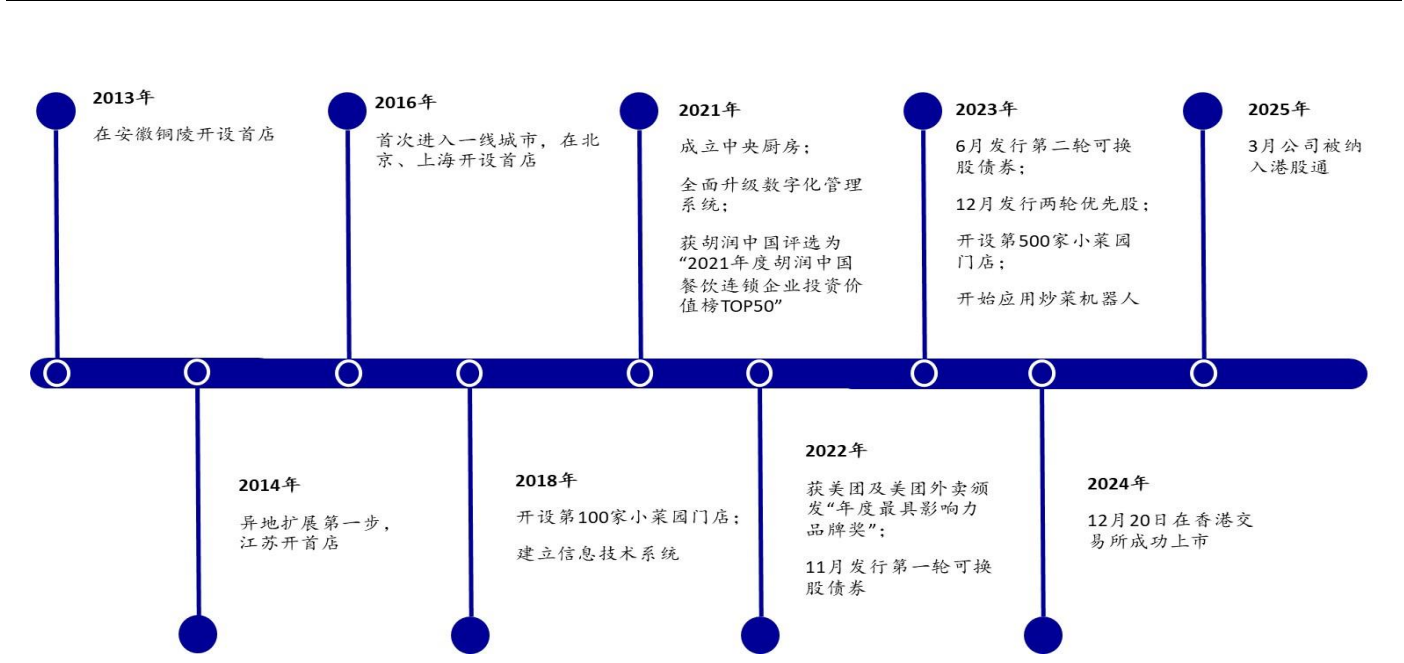
小菜园成立于 2013 年，是国内快速发展的大众便民中式餐饮领导者。根据弗诺斯特沙利文数据，按 2023 年门店收入计，小菜园以 0.2%市占率在中国大众便民中式餐饮市场（客单 50-100 元之间）的所有品牌中排名第一。小菜园自创办以来始终坚持用匠心做菜、用真心服务、用爱心呵护家人，致力于将小菜园打造成广受顾客认可的中国百姓的“家庭厨房”。为此其不断投入全冷链仓储物流供应链体系的建设，以采购规模化、仓储标准化、配送现代化为宗旨，为全国门店提供食材统采、仓储和配送的一站式保障服务。截至 2024 年末，公司门店覆盖中国 14 个省份，门店总数 673 家。

1.1. 公司历程：从区域深耕到全国布局

从区域深耕到全国布局，直营门店数量超 600 家。2013 年，小菜园在安徽铜陵开出第一家门店。次年小菜园迈出异地扩张的第一步，在江苏开设首家省外门店，随后于 2016 年首次进军一线城市北京及上海。2018 年，公司门店数量突破 100 家。同年，公司建立数字化系统，开启数字化转型之路。2021 年，公司成立中央厨房，用于食材粗加工、预制酱料和料包，以提高门店的食品安全、质量控制和运营效率，为门店的快速扩张和菜品质量的稳定提供有力保障。2023 年，公司门店数量达到 500 家，开始引入炒菜机器人，进一步推动门店标准化、智能化进程。截止 2024 年末，小菜园入驻省份 14 个，城市 152 个，门店总数 673 家。小菜园采用直营模式，近年来（除疫情影响的 2022 年）公司开店有条不紊，以每年 100+净增门店的速度稳步拓展，随着供应链、数字化、运营团队等基础设施不断成熟，公司未来有望拓展加速。

资本助力小菜园全国化布局。2022 年 11 月和 2023 年 6 月，加华资本通过 Harvest Delicacy 认购了小菜园两笔可换股债券，共计 4 亿元；2023 年 12 月，小菜园发行两轮优先股，加华资本以前期可换股债券的 4 亿元用作认购第一轮优先股，每股成本 6.19 元，又额外投资 1 亿元认购第二轮优先股，每股成本 9.30 元。在该轮融资后，作为小菜园上市前唯一的外部投资者，加华资本累计投资小菜园 5 亿元；2024 年 12 月 20 日，公司在港交所上市；2025 年 3 月 10 日，公司在上市仅 2 个月后便被纳入港股通。

图1 小菜园发展历程



资料来源：公司招股书，HTI

1.2. 组织架构：管理层持股集中，核心团队经验丰富

管理层持股集中，创始人汪书高为实际控制人。根据招股书数据，公司上市前，汪书高及其他个人股东透过 XCY Yongqing Limited 持股 36.52%。此外，汪书高先生分别透过 XCY Xuyuan/XCY Huiming/XCY Weiyuan/XCY Zhiyuan/XCY Liyuan Li/XCY Future 六个持股平台各持股 23.41%/4.76%/2.28%/5.93%/1.75%/10.35%，合计持有公司股份 85%，为公司实际控制人。此外，加华资本通过 IPO 前累计 5 亿投资，持股 6.40%。

表 1 小菜园全球发售完成后股权结构（假设超额配股权未获行使）

股东	所有方	持股总数（万股）	持股占比
XCY Yongqing Limited 等 7 个持股平台	汪书高	100000	85.00%
Harvest Delicacy	加华资本	7534	6.40%
其他公众股东	-	10118	8.60%
总计	-	117652	100%

资料来源：公司招股书，HTI
注：XCY Yongqing Limited 的股权由汪书高及其他个人股东（即李道庆、田春永、周斌、陶旭安、叶红利、方志国、汪维芳及陈海燕）分别持有，持股比例分别为 29.26%、9.84%、9.84%、9.84%、9.84%、8.51%、8.51%、7.18% 及 7.18%。

管理团队餐饮行业经验丰富。公司董事会及高级管理层成员具有丰富的餐饮行业相关经验且合作多年，对公司的发展观念相同。创始人汪书高于餐饮行业拥有超过 20 年经验。创立小菜园前曾先后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。周斌、陶旭安和汪维芳三位执董兼区域总经理都在小菜园创立前与创始人一起创业。

表 2 小菜园董事会及高管构成

姓名	年龄	职位	加入公司时间	履历
汪书高	53	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。2006-2010 年曾先后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。
李道庆	48	执行董事，副总经理	2013 年 6 月	李先生自 2021 年 12 月起担任江苏省南京市鼓楼区人民代表大会代表，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，目前负责公司供应链管理事务。
田春永	51	执行董事，副总经理	2014 年 10 月	在加入集团前，田先生就职于多家餐饮公司，曾任南京辣啡餐饮管理有限公司总经理，目前负责公司开发及拓展门店。
陶旭安	37	执行董事、区域总经理	2013 年 6 月	陶先生于餐饮行业拥有超过 10 年经验。在加入集团前，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。
周斌	47	执行董事、区域总经理	2013 年 6 月	周先生于餐饮行业拥有逾 15 年经验。在加入集团之前，周先生在铜陵市和谐餐饮有限责任公司担任行政总厨。
汪维芳	35	执行董事、区域总经理	2013 年 6 月	汪女士于餐饮行业拥有超过 10 年经验。在加入集团前，曾任铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司经理。
罗永祥	50	非执行董事	2024 年 5 月	罗先生拥有 26 年投资管理经验，曾任摩根士丹利亚洲执行董事、奇力资本董事、协鑫资本董事总经理等，现任加华资本高级合伙人。
朱正慧	49	首席财务官	2019 年 9 月	在加入集团前，朱女士曾任职于铜陵市郊区财政局陈瑶湖分局、铜陵如是会计师事务所。
余明珠	41	董秘、总经理办公室主任	2015 年 7 月	在加入集团前，余女士曾任职于佛山市领航人力资源服务有限公司。

资料来源：公司招股书，HTI

1.3. 财务分析：营收与利润均稳步增长，现金流充足

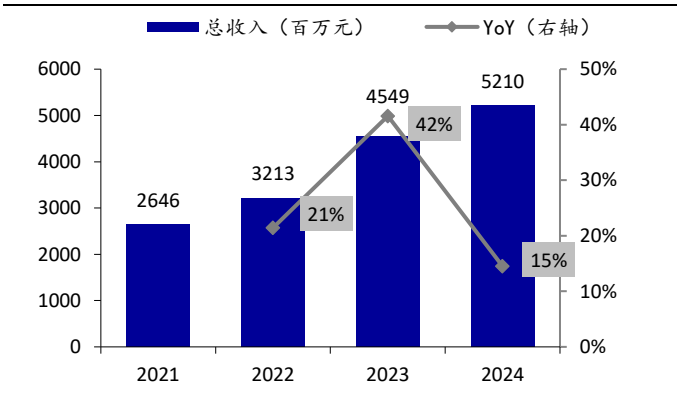
营收与利润均稳步增长，外卖业务发展迅速。2024 年小菜园收入 52.1 亿元，同比增长 14.5%；经调净利润 5.9 亿元，同比增长 7.4%，经调净利率 11.3%。分业务看，堂食和外卖收入分别为 31.9 和 20.1 亿元，同比各增长 4.6%和 34.4%，收入占比各 61.3%和 38.5%。相较堂食，外卖收入增长明显，主要得益于提供外卖服务的门店数量增加，以及小菜园在外卖平台上的吸引力增强。分城市来看，一线城市为收入增速最快市场。2024 年公司一线/新一线/二线/三线及以下城市收入分别为 9.3/15.3/6.3/20.7 亿元，同比各增长 22.9%/17.7%/18.4%/7.8%，收入占比 18.0%/29.6%/12.2%/40.2%。

表 3 小菜园收入端拆分（2021-2024）

	2021	2022	2023	2024
总收入	2646	3213	4549	5210
yoy (%)		21.5	41.6	14.5
堂食业务（百万元）	2235	2183	3051	3192
yoy (%)		-2.3	39.7	4.6
外卖业务（百万元）	410	1030	1491	2005
yoy (%)		151.4	44.9	34.4
其他（百万元）	1	0	7	14
yoy (%)		-55.9	1376.1	94.5
堂食业务收入占比 (%)	84.5	67.9	67.1	61.3
外卖业务收入占比 (%)	15.5	32.0	32.8	38.5
其他收入占比 (%)	0.0	0.0	0.2	0.3
其中，不同线级城市门店收入：				
一线城市收入（百万元）	341	414	757	930
yoy (%)		21.4	82.8	22.9
新一线城市收入（百万元）	716	900	1296	1525
yoy (%)		25.6	44.0	17.7
二线城市收入（百万元）	372	410	533	631
yoy (%)		10.2	30.0	18.4
三线及以下城市收入（百万元）	1183	1451	1922	2072
yoy (%)		22.7	32.5	7.8
一线城市收入占比 (%)	13.1	13.0	16.8	18.0
新一线城市收入占比 (%)	27.4	28.3	28.8	29.6
二线城市收入占比 (%)	14.2	12.9	11.8	12.2
三线及以下城市收入占比 (%)	45.3	45.7	42.6	40.2

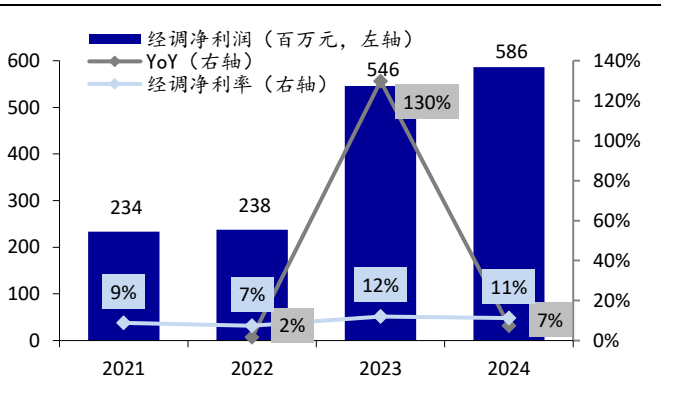
资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图2 小菜园总收入及增长趋势（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图3 小菜园经调净利润及增长趋势（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

同店销售额下降主要源于公司主动调价，销售量相对稳定。2024 年消费环境整体疲软，小菜园同店同比下降 12%，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市同店各下降 13%/16%/11%/9%，低线城市相对坚挺。量价拆分来看，销售量相对稳定，主要源于客单价下滑。2023 年公司经历疫后高增长后决定加强品牌性价比，主动降低菜价让渡利益于消费者，并于 2024 年逐步分区域实施。根据公司招股书，2024 年小菜园单店日均销售额同比下降 9.5%，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市各下降 10.7%/12.6% / 7.8%/7.6%，单店堂食顾客平均消费额下降 9.2%，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市各下降 7.9%/12.0%/ 10.1%/7.9%。

表 4 小菜园同店、单店日均销售额及客单价（2021-2024）

	2021	2022	2023	2024
同店销售增长 (%)				
整体		1%	21%	-12%
一线城市		-6%	28%	-13%
新一线城市		6%	21%	-16%
二线城市		-2%	21%	-11%
三线及以下城市		0%	20%	-9%
单店日均销售额 (万元)				
整体	2.3	2.4	2.7	2.5
yoy (%)		1.4	13.7	-9.5
一线城市	2.7	2.8	3.1	2.8
yoy (%)		3.2	11.5	-10.7
新一线城市	2.6	2.7	3.0	2.6
yoy (%)		5.3	11.4	-12.6
二线城市	2.7	2.6	2.8	2.6
yoy (%)		-2.5	7.2	-7.8
三线及以下城市	2.1	2.1	2.4	2.2
yoy (%)		0.4	15.1	-7.6
单店堂食顾客平均消费 (元)				
整体	66.2	65.8	65.2	59.2
yoy (%)		-0.6	-0.8	-9.2
一线城市	69.2	68.7	66.3	61.1
yoy (%)		-0.6	-3.5	-7.9
新一线城市	68.9	69.1	67.2	59.1
yoy (%)		0.4	-2.8	-12.0
二线城市	67.2	67.2	66.6	59.9
yoy (%)		0.0	-0.9	-10.1
三线及以下城市	63.7	63.1	63.4	58.4
yoy (%)		-0.9	0.4	-7.9

资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

运营资金充足，为扩张提供现金流支持。2021-2024 年，公司现金及现金等价物各 0.2/0.6/6.2/6.2 亿元；经营活动现金流各 3.2/4.3/8.7/9.0 亿元；经营活动现金流占收入比例各 12%/14%/19%/17%。IPO 后公司资金将进一步丰厚，有望为门店持续扩张提供支撑。随着公司在全国化门店布局、一体化供应链布局和数字化系统建设等方面的深化，业绩表现有望继续优化，现金流量状况有望维持良性增长。

表 5 小菜园现金流情况（2021-2024）

	2021	2022	2023	2024
现金及现金等价物 (亿元)	0.2	0.6	6.2	6.2
经营活动现金流净额 (亿元)	3.2	4.3	8.7	9.0
yoy (%)		35	100	4
经营活动现金流/营业收入	12.1%	13.5%	19.0%	17.3%
yoy (pct)		1.4	5.5	-1.7

资料来源：公司招股书，HTI

2. 大众便民中式餐饮：基本盘稳固，增速领跑行业整体

中国餐饮市场规模占比最大的是中式餐饮。按照菜式划分，中国餐饮市场主要涵盖中式餐饮与非中式餐饮两大类型。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文数据，受疫情等因素影响，中式餐饮市场近年呈现波动式增长态势，市场规模从 2018 年的 3.4 万亿元增长至 2023 年的 4.1 万亿元，2018-2023 年复合增长 3.6%，占中国餐饮市场总规模的 77.1%。随着消费市场逐渐复苏，预计 2028 年中式餐饮市场规模可达到 6.2 万亿元，占中国餐饮市场总市场规模的 74.9%，2023-2028 年复合增长 8.7%。

大众便民中式餐饮为中式餐饮市场基本盘，增速领先于中式餐饮整体。按照客单价 100 元为分水线，中式餐饮可分为大众便民中式餐饮和中高端中式餐饮。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文数据，大众便民中式餐饮市场规模从 2018 年的 3.0 万亿元增长至 2023 年的 3.6 万亿元，2018-2023 年复合增长 3.8%，占中式餐饮规模的 88.7%，预计 2028 年市场规模可达 5.6 万亿元，占中式餐饮规模的 90.3%，对应 2023-2028 年复合年增长率 9.1%，高于中式餐饮的 8.7%。

图4 按菜式划分中国餐饮市场规模（2018-2028E）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，HTI

图5 按客单价划分中式餐饮市场规模（2018-2028E）

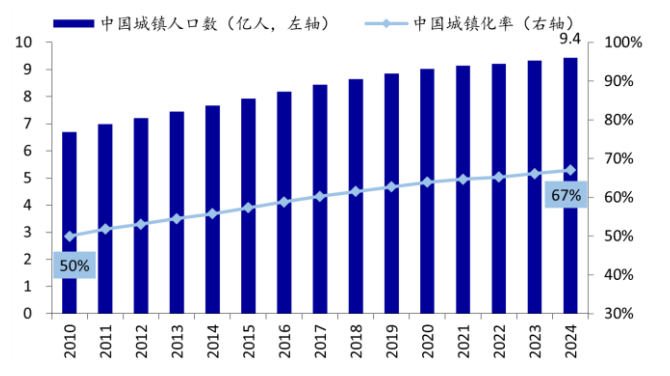


资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，HTI

我们认为，大众便民中式餐饮行业增长空间大主要得益于：（1）城镇化与家庭结构变迁重塑消费场景；（2）居民质价比需求持续释放；（3）连锁化体系逐渐成熟；（4）下沉市场消费潜力大。

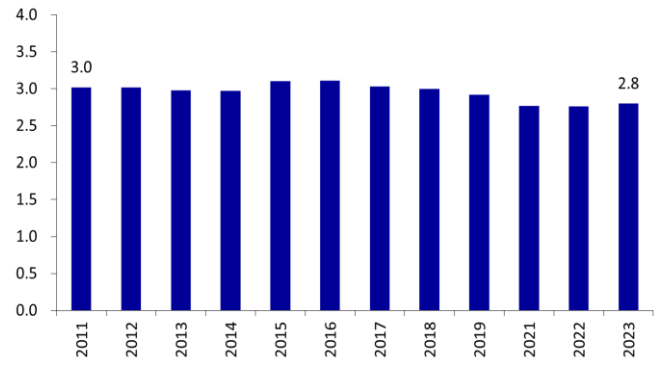
（1）城镇化与家庭结构变迁重塑消费场景。近年来中国城镇化率持续攀升，根据国家统计局数据，2024 年中国城镇常住人口规模达 9.44 亿人，常住人口城镇化率达 67%，较 2010 年提升 17%。同时，中国的家庭结构呈小型化的趋势，根据国家统计局数据，中国平均家庭从 2011 年的 3.02 人/户降至 2023 年的 2.80 人/户，中国的家庭结构从传统的三代同堂或多代同居已转变为以夫妻和未婚子女为主的小家庭。“单人食”和“小家庭用餐”的需求增加驱动外出就餐、外卖订单持续增长。从消费场景看，工作日午餐、周末家庭小聚等场景对既便捷又实惠的中式餐饮需求刚性，重塑行业流量结构。

图6 2010-2024 中国城镇人口数及城镇化率



资料来源：国家统计局，HTI

图7 中国平均家庭户规模变化（人/户，2011-2023）



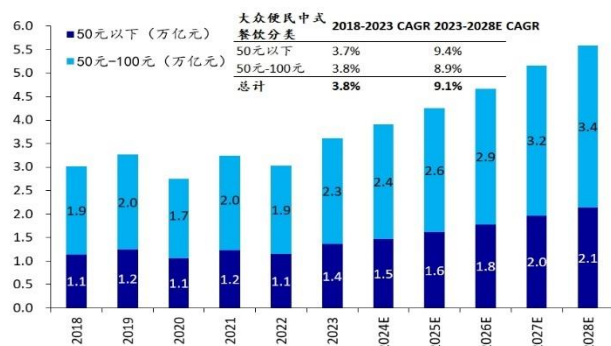
资料来源：国家统计局，HTI

（2）居民质价比需求持续释放。随着消费理性化趋势深化，消费者对餐饮的核心诉求从“尝鲜溢价”逐渐转向“品质稳定 + 价格亲民”的质价比平衡，这与大众便民中式餐饮的定位相契合。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文数据，2023 年大众便民餐饮市场中客单价在 50 元以下和 50-100 元市场规模分别为 1.4/2.3 万亿，2018-2023 年复合增长各 3.7%/3.8%，预计 2028 年将各达 2.1/3.4 万亿，2023-2028 年复合增长各 9.4%/8.9%，逐渐加速。

（3）连锁化体系逐渐成熟。连锁模式通过规模采购降本、标准化品控提效，数字化管理迭代，构建非连锁餐厅难以复制的竞争壁垒。我们预计随着行业进入成熟期，连锁化率有望进一步提升，推动行业向品牌化集中。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文数据，2023 年大众便民市场连锁化餐厅规模达 0.7 万亿，预计 2028 年将达 1.4 万亿，2023-2028 年复合增长 15.5%，显著高于非连锁餐厅的 7.3%。

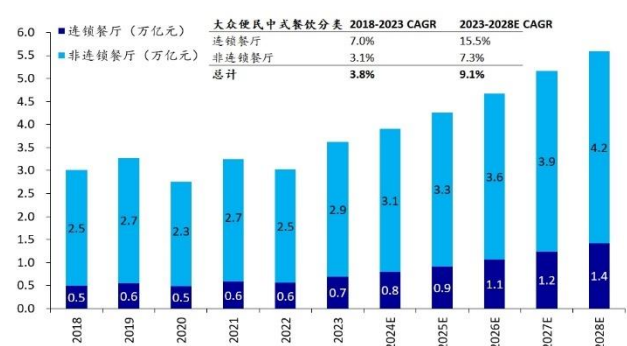
（4）下沉市场消费潜力大。随着下沉市场消费者的消费观念不断升级，对特色餐饮需求日益旺盛，叠加下沉市场相对较低的租金成本，下沉市场餐饮市场展现出更为活跃的态势。根据中国连锁经营协会&美团《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，2024 年县域餐饮商家新增数量占全国新商家数量的 32.9%，同比增加 3.7pct。

图8 按客单价划分大众便民餐饮市场规模（2018-2028E）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，HTI

图9 按运营模式划分大众便民餐饮市场规模（2018-2028E）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，HTI

3. 小菜园：深耕精细化运营与数字化赋能，成长性加速释放

小菜园始终以打造中国百姓“家庭厨房”为目标，致力于以实惠价格提供家常风味菜肴与周到服务。品牌坚持现场烹饪确保菜品口感，构建标准化科学管理体系，从源头狠抓品控与供应链管理，同时实现“到店 + 到家”全场景覆盖，通过全链路精细化运营，成为广受消费者认可的亲民餐饮品牌。

3.1. 差异化竞争壁垒：“家常味+高性价比”的双轮驱动模式

以传统徽菜为特色、融合创新与时代需求的餐饮品牌。小菜园 2013 年于成立，坚持将传统徽菜系列的经典菜肴结合新时代国民的饮食习惯，形成融合创新的美食风格以满足不同地区饮食习惯消费者的喜好。门店坚持“新鲜现炒”，构建日常生活的“烟火气”和“家常味”，菜单按季节动态设计，每季度提供约 45-50 道菜品，涵盖多种类别，包括冷盘、墩菜、红烧菜、干锅菜、炒菜、煲仔菜、蒸菜、汤和点心。全国统一的经典菜品，叠加部分时令化与本地化的菜单组合，以及不断扩容的产品库，能持续为全国各地的消费者带来新鲜的味觉体验。

图10 小菜园部分招牌菜



资料来源：公司招股书，HTI

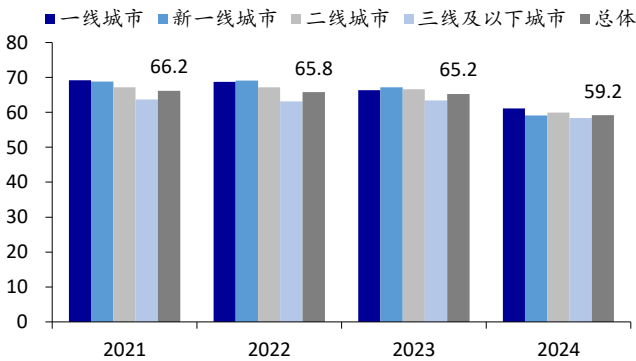
小菜园通过精心设计的餐厅环境、精准的价格定位与贴心的服务体系，全方位打造高性价比的餐饮体验。在餐厅环境营造上，小菜园以原木色桌椅搭配暖黄灯光，打造出温馨舒适的用餐空间，墙面装饰着徽派建筑元素的壁画，营造出家庭式就餐氛围，让食客仿佛置身于家中，倍感亲切。在价格策略方面，小菜园精准定位大众消费群体，人均客单价控制在 50-70 元，菜品价格从 18 元的家常时蔬到 58 元的特色硬菜，形成丰富且亲民的价格梯度。2024 年公司主动降价让利，堂食客单价自 2023 年的 65.2 元降至 59.2 元，除一线城市客单价为 61.1 元外，其余线级城市客单价均为 60 元以下。在服务上，小菜园始终践行所点菜肴超时免费赠送；对菜肴不满意无条件退换；承诺食材出现问题十倍赔偿。从上菜速度到菜品质量，全方位保障顾客权益。

图11 小菜园门店环境



资料来源：公司招股书，HTI

图12 小菜园堂食客单价（元，2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

竞争格局方面，小菜园为中国大众便民餐饮赛道排名第一品牌。大众便民餐饮赛道竞争较为分散。根据公司招股书援引弗诺斯特沙利文数据，按收入计算 2023 年客单价 50-100 元区间的中国大众便民餐饮品牌 CR5 仅占 0.8%。其中小菜园排名第一，占市场份额的 0.2%。我们认为在行业扩容，集中度逐渐提升的阶段，头部品牌的红利效应及竞争优势更强。

表 6 中国大众便民餐饮市场竞争格局（2023）

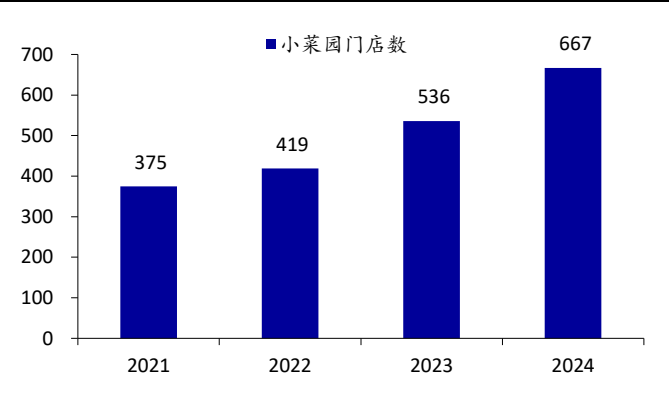
排名	品牌	客单价（元）	2023 年门店收入（亿元）	2023 年市场份额（%）
1	小菜园	50-70	45.1	0.2%
2	太二	70-80	44.7	0.2%
3	绿茶	50-70	35.9	0.2%
4	呷哺呷哺	50-70	30.2	0.1%
5	外婆家	70-100	19.6	0.1%
前五			175.5	0.8%
其他			22353.5	99.2%
合计			22529	100.0%

资料来源：公司招股书，HTI

3.2. 标准化直营与供应链闭环：构建可复制的规模扩张引擎

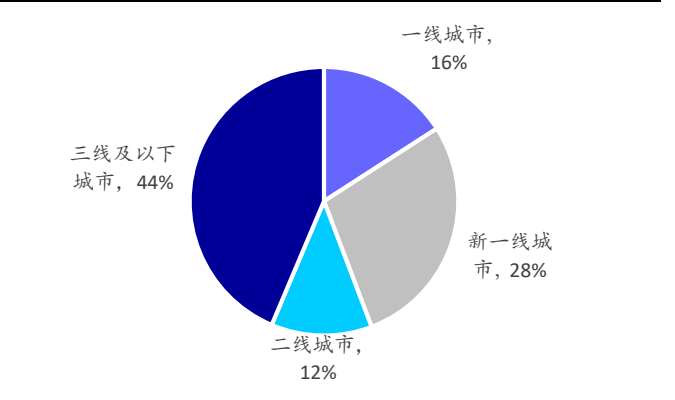
小菜园坚持直营模式，通过建立标准化助力门店扩张。公司从厨房管理、服务管理到供应链管理等多方面进行规范，以确保门店网络提供一致的菜肴和服务质量，提高整体运营效率。2013 年小菜园在安徽铜陵开出第一家店，2016 年就开始逐步进入一线城市。截至 2024 年，“小菜园”品牌直营门店 667 家，同比增长 24%。一线/新一线/二线/三线及以下城市分别 106/189/81/291 家，占比各 16%/28%/12%/44%。根据公司招股书和 2024 年年报，公司计划于 2025 年和 2026 年分别开设约 160 家和 180 家门店并于 2026 年底突破 1000 家门店。同时，公司也在着手海外布局，计划 2025 年内开出 1-2 家海外门店，加快推进公司“有华人的地方就有小菜园”的目标。

图13 小菜园门店数量（家，2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图14 小菜园门店按城市线级分布（2024）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

表 7 小菜园门店管理及运营标准化措施

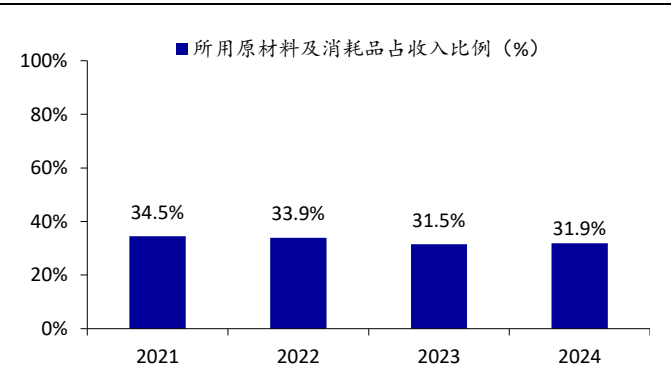
管理维度	标准化措施
厨房管理	针对门店运营的关键环节制定了一套全面的 SOP，包括食品储存、食品加工、食品烹制、食品供应及员工行为。
服务管理	在门店的用餐区实施了一套全面的服务管理程序，将不同岗位的门店基层员工连接起来，以实现高效的服务操作程序。公司亦制定了严格的餐桌服务 SOP，包括从欢迎消费者进入门店到用餐后离开门店妥为道别的每一个步骤。
供应链管理	在业务中台系统建立数字化供应链系统，以支持公司自建的供应链体系。该系统使门店能够根据销售及预测简便地订购食材，使每家门店每天均能获得健康、新鲜的优质食材。该系统亦使公司能够密切监控各门店及仓库的食材消耗及相关成本、采购金额及库存水平，有助于库存管理和成本控制。

资料来源：公司招股书， HTI

构建供应链核心竞争力，提升上游议价能力。通过构建覆盖采购、仓储、物流全链条的一体化体系，小菜园不仅实现了成本的精细化管理，更将稳定、高效的供应能力转化为核心竞争力，为品牌扩张与市场渗透奠定坚实基础。

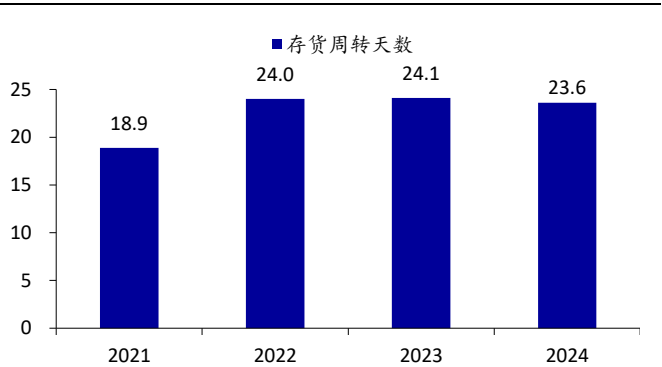
- **采购管理：**小菜园实施集中采购策略，凭借全国门店的规模优势，在主要食材（包括鸡肉、牛肉、猪肉、水产品、蔬菜、大米以及调味品等）的采购上掌握议价主动权，能以更有利的价格获取优质物品，有效降低成本。同时，公司注重分散供应商风险，截至 2024 年末，小菜园供应商数目约为 500 家，而前五大供应商采购额占采购总额的比例仅 23.1%，通过与多家供应商合作，减少对单一供应商的依赖，保障供应的稳定性和持续性。得益于强有力的供应链能力，议价能力强，公司原材料及耗材占收入比例不断下降。由 2021 年的 34.5%降低至 2024 年的 31.9%。
- **仓储物流一体化建设：**小菜园构建起以 1 个中央厨房和 14 个仓库为核心的仓储网络，形成“存储-加工-分发”一体化的基础设施体系。现有中央厨房产能利用率近年来持续提升。根据招股书数据，2023 年中央厨房年内实际产量达 6300 吨，产能利用率为 64.3%，同比提升 36.7pct；截至 2024 年 8 月，年内实际产量达 4400 吨，产能利用率提升至 93.6%。此外，公司组建了由 200 多辆车组成的自建运输车队，以确保向每家门店有效运送物资。依托中央厨房和仓库网络，小菜园建立起稳定的供应保障机制，门店供应的稳定性高。目前，公司已启动位于安徽马鞍山的新中央厨房建设。新中央厨房设计包含四条多功能生产线，可生产调味包、速冻制品、酱卤制品及净菜。马鞍山新中央厨房的建设一方面能匹配门店快速扩张需求，补充现有产能；另一方面可通过更广泛的食材供应及标准化调味包生产，提升食品安全与质量一致性，此外还能将部分功能从门店转移至中央厨房，减轻门店运营负担、改善运营效率。依托现有及规划中的中央厨房与仓库网络，小菜园现有的每家门店均能够每天实现库存补货，保证食材的新鲜度和品质，满足消费者对菜品质量的高要求。公司存货管理能力不断提升，存货周转天数由 2023 年的 24.1 天减少至 2024 年的 23.6 天。

图15 所用原材料及消耗品占收入比例（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司财报， HTI

图16 存货周转天数（天，2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司财报， HTI

通过构建覆盖全业务链的数字化生态体系，全方位重塑业务流程，提高效率。目前，公司已经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。（1）线上会员系统：聚焦顾客全生命周期管理，通过聚合多渠道流量与自动化运营工具，成功实现会员总数从 2021 年初 150 万到 2024 年底约 830 万的快速增长，同时推动会员复购频次持续提升；（2）BI 分析系统：凭借强大的数据处理与可视化能力，为门店精准备货、消费者需求洞察提供决策依据；（3）业务中台系统：整合主数据管理、账务核查、订单处理及租赁业务等模块，保障数据统一与流程高效；（4）智能设备：深度应用推动门店管理变革，360 度后厨摄像结合 AI 算法打造“线上巡店”体系，智能后厨设备确保菜品质量稳定，全方位助力小菜园数字化运营效能升级。

表 8 小菜园数字化赋能

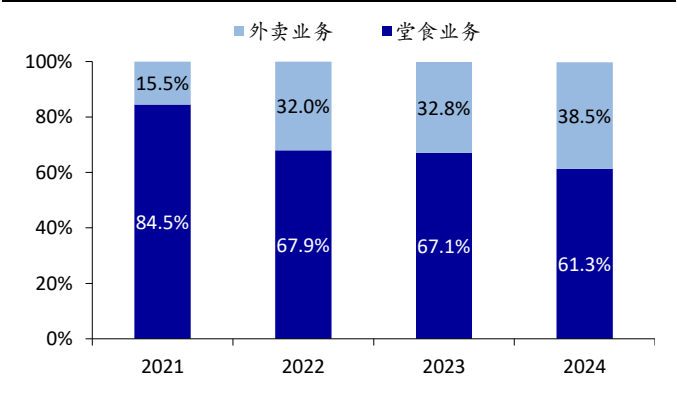
主要方面	具体举措
会员系统	设计并维护线上会员系统，耕耘顾客全生命周期运营，2021 年初至 2024 年底会员总数从 150 万增至约 830 百万。系统聚合多渠道流量，利用自动化运营工具产生消费者洞察，增加会员复购频次。
BI 分析系统	具备数据收集、清洗、分析和可视化能力，从海量数据中高效获取有价值信息，助力形成对门店运营管理和消费者需求的洞察。
业务中台系统	集成主数据模块、对账中心、订单中心及租赁模块等功能，覆盖公司运营关键环节。主数据模块助力统一规范管理关键业务数据，确保准确性和一致性；对账中心自动化处理内外部账务核查，提高财务处理效率；订单中心支持全流程订单管理，使处理更便捷透明；租赁模块助力灵活应对复杂租赁业务需求。
智能设备	将最新技术运用于门店管理，实现所有门店后厨 360 度全方位摄像，总部及区域管理人员可实时监控，引入 AI 算法等技术升级系统，自动捕捉不合规行为，与 BI 系统结合形成“线上巡店”体系，减少人工监控需求和成本。大部分门店上线炒菜机器人、恒温电炸炉等智能后厨设备，保持菜肴出品质量一致性，提高后厨效率。

资料来源：公司招股书， HTI

3.3. “到店+到家”全渠道覆盖，探索社区餐饮增长新赛道

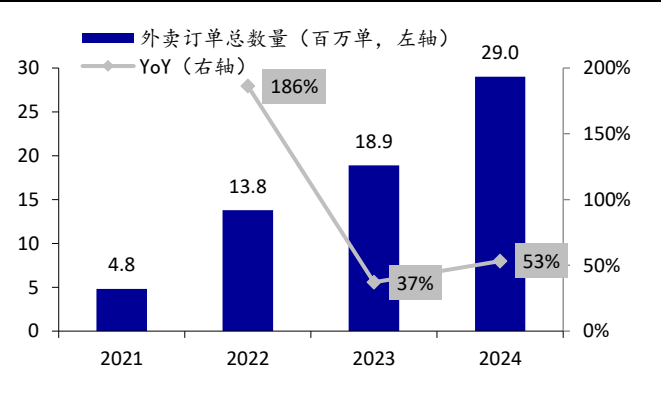
小菜园通过双线协同发展战略，在巩固线下堂食优势的同时，同步推进外卖业务，实现“到店+到家”全渠道覆盖。分业务表现看，外卖业务成为业绩增长的新动力。2024 年小菜园堂食/外卖业务收入分别为 31.9/20.1 亿元，同比各提升 4.6%/34.4%，占收入比重各 61.3%/38.5%，外卖占收入比重同比提升 5.7pct。外卖收入提升主要来自外卖订单量的强劲增长，根据公司财报，2024 年小菜园外卖订单量共 2900 万单，同比增长 53%。外卖是堂食的有效补充，既扩大了单一门店的覆盖半径，又迎合了餐饮线上化的趋势。受益于可外卖门店的增多以及今年外卖平台补贴带来的订单提振效益，我们预计 2025 年公司外卖收入将进一步增长。

图17 小菜园外卖业务占比提升（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司财报， HTI

图18 小菜园外卖订单总数量（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司财报， HTI

积极探索社区餐饮业务新赛道，推出“菜手”品牌。公司精准捕捉社区餐饮市场的巨大潜力，2023 年 10 月，公司开始尝试进入社区餐饮市场，推出了“菜手”品牌，截至 2024 年 8 月 31 日有 2 家菜手门店。菜手客单价集中在 20-40 元，聚焦社区居民的日常就餐需求。其构建了一套适配社区生态的运营体系，从选址到服务全链路贴合居民需求。根据招股书数据，开设一家菜手的投资成本在 100-130 万元，公司计划于 2025-2026 年开设约 110-150 家菜手门店，在选址上专注于小菜园门店的现有地理覆盖范围。

在品牌协同发展方面，公司通过三大核心路径实现“小菜园”与“菜手”的协同。
(1) 供应链和数字化协同：菜手依托公司成熟的供应链体系与数字化管理系统，发挥大规模采购成本优势及中央厨房标准化生产能力，为其产品开发、成本控制与运营效率提升提供强力支撑。
(2) 品牌协同：借助小菜园积累的品牌信誉与顾客信任，帮助菜手快速建立消费者认知。
(3) 场景延伸：小菜园到菜手实现了从餐厅到家庭餐桌的消费场景延伸。这不仅拓宽了用户覆盖范围，更能够增强核心客群消费黏性，从而实现大众便民中式餐饮赛道的全面布局。

表 9 “菜手”经营模式

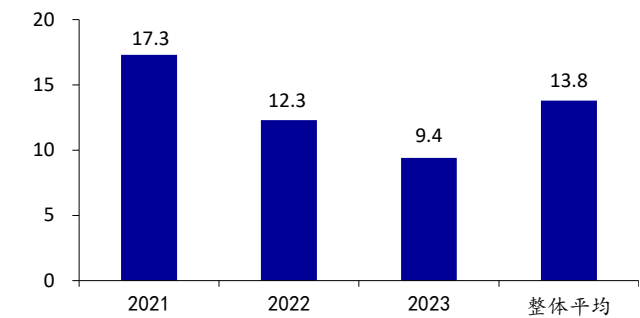
经营模式主要方面	具体举措
选址	主要位于住宅区附近，覆盖半径 3 公里内居民；也计划在办公大楼附近设店，并调整经营模式适应办公楼消费者需求。门店面积 150 - 200 平方米，可容纳 30 - 40 张餐桌，同时服务 60 - 80 名消费者。
菜品及定价	基于性价比高、周转率高、复购率高的消费特点设计菜品，定价 5 - 30 元。消费者每餐点 2 - 3 款菜式，客单价 20 - 40 元，定期根据反馈更新菜品。
送餐流程	采用自助服务模式，高峰前预先烹制小份菜展示供取，节省时间成本。配备自助结账柜位支持手机付费，平均用餐 25 分钟，提高翻台率。
运营及人员配置	由完善供应链支持，食材预加工配送。厨房配备智能装置减少人工操作，新员工经简短培训即可上岗。通过自助服务与标准化运营模式优化人员配置。
数字化管理	依靠已建立的数字化运营管理系统，助力管理层实现门店精细化管理。

资料来源：公司招股书， HTI

3.4. 单店模型优秀，开店空间广阔

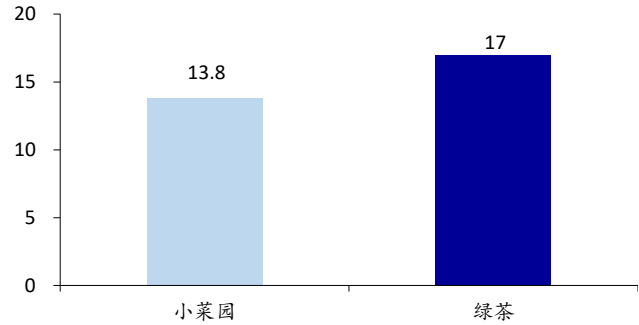
得益于公司强大的管理能力及运营效率，公司盈亏平衡期和投资回收期较短。根据招股书数据，公司盈亏平衡期通常 1-2 个月。于 2021 年、2022 年及 2023 年各年开业的门店的平均投资回收期分别为 17.3 个月、12.3 个月及 9.4 个月。截至 2024 年 8 月 31 日已实现投资回收的小菜园门店的平均投收期在 13.8 月，显著短于行业平均 18 个月的投资回收期。2025 年随着公司规模效应的进一步提升以及对租金议价能力的增强，我们预计其投资回收期有望进一步缩短至 12 个月。

图19 小菜园投资回收期（月）



资料来源：公司招股书，HTI
注：整体平均指截至 2024 年 8 月 31 日已实现投资回收的小菜园门店的平均投资回收期。

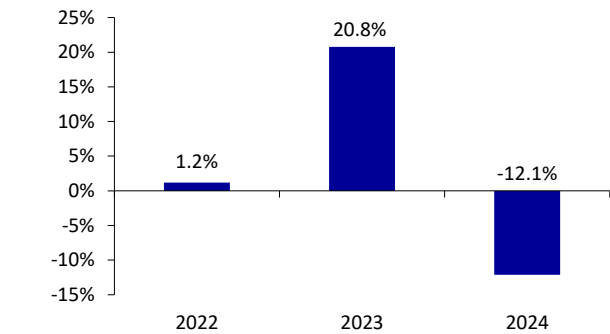
图20 同业投资回收期（月）



资料来源：公司招股书，HTI
注：小菜园、绿茶的整体平均投资回收期分别指截至 2024 年 8 月 31 日已实现投资回收的门店、截至 2025 年 4 月 28 日已实现现金投资回收的门店。

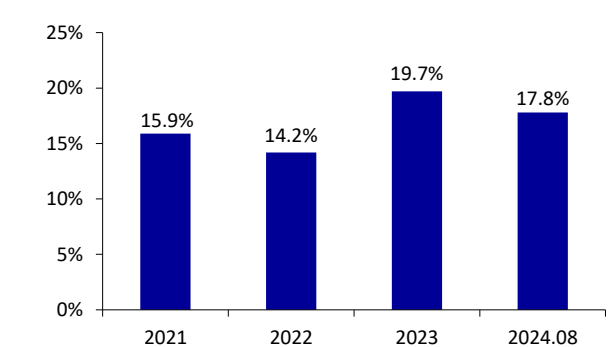
公司单店运营效率有望继续提升，盈利结构将持续改善。受疫后消费者支出激增导致的高基数以及公司降价影响，2024 年公司同店销售额同比减少 12.1%，截至 2024 年 8 月的门店层面经营利润率同比下滑 1.9 个百分点至 17.8%。我们预计 2025 年门店经营利润率有望回升至 20%以上，主要由于：（1）门店面积缩小，新开门店面积控制在 220-250 平方米，Capex 降低；（2）推进炒菜机器人的投入使用，人效提升；（3）随着公司规模效应逐步显现，原材料端成本将得到进一步摊薄；（4）品牌力增强使公司租金议价权提升，叠加新开门店面积缩小，公司租金将下降。

图21 小菜园同店销售额增长率（2022-2024）



资料来源：公司招股书，HTI

图22 小菜园门店层面经营利润率（2021-2024.08）



资料来源：公司招股书，HTI

表 10 小菜园单店模型测算

	小菜园成熟门店	收入占比
初始投资 (万元)	135	
门店面积 (平米)	235	
单店员工 (人)	22	
人效 (万元/人)	3	
坪效 (万元/平米)	0.3	
盈亏平衡期 (月)	1-2	
投资回报期 (月)	12	
月报表 (万元)		
收入 (万元)	74	
原材料及耗材 (万元)	23	31.9%
毛利 (万元)	50	68.1%
人工 (万元)	20	27.7%
租金 (万元)	7	9.0%
水电费 (万元)	2	3.3%
广告及促销费用 (万元)	1	1.2%
外卖费用 (万元)	5	6.5%
费用合计 (万元)	35	47.7%
经营利润总额 (万元)	15	20.4%

资料来源：公司招股书，HTI 测算

我们预计小菜园中期门店数量可超 2500 家。根据窄门餐眼截至 202506 数据，小菜园在已形成关键规模的江苏门店达 258 家，密度为每百万人 3 家；安徽门店 136 家，密度为每百万人 2.2 家；其他地区合计门店 268 家，密度为每百万人 0.2 家。考虑到江苏省已达关键规模且安徽具备成长基础，华东地区（上海、江苏、浙江、山东、安徽）作为核心市场仍有成长空间，我们预计其门店密度可达每百万人 3 家；在已有布局的华北地区（北京、天津、河北、山西、内蒙古）和华中地区（湖南、湖北、河南、江西），我们预计其门店密度可达每百万人 2 家；在门店数量较少的华南地区（广东、广西、海南、福建）、西北地区（陕西、甘肃、新疆、青海、宁夏）以及尚未布局门店的东北地区（辽宁、吉林、黑龙江）、西南地区（四川、重庆、贵州、云南、西藏），我们认为小菜园需逐步培育品牌认知与消费习惯，预计门店密度可达每百万人 1 家。根据上述假设，我们预计中期来看，华东地区/华北地区/东北地区/华中地区/华南地区/西南地区/西北地区门店数量分别可达 1016/335/95/533/230/204/104 家，总计门店数量可达 2517 家。

表 11 小菜园中期开店空间预测

	年末常住人口 (万人)	门店数 (家, 截至 202506)	门店密度 (家/百万人)	目标门店密度 (家/百万人)	预计门店数量 (家)	开店空间 (家)
实际情况						
江苏省	8526	258	3.0			
安徽省	6123	136	2.2			
其他地区	125979	268	0.2			
预测情况						
华东地区	33879	548	1.6	3	1016	468
华北地区	16759	49	0.3	2	335	286
东北地区	9501	0	0.0	1	95	95
华中地区	26660	50	0.2	2	533	483
华南地区	23034	13	0.1	1	230	217
西南地区	20439	0	0.0	1	204	204
西北地区	10356	2	0.0	1	104	102
总计	140628	662			2517	1855

资料来源：国家统计局，窄门餐眼， HTI

3.5. 人才培养体系化，通过利益绑定激发员工主观能动性

通过利益绑定与发展赋能激发员工主观能动性。科学合理的激励机制为小菜园的快速发展奠定基础，其激励机制主要分为股权激励、薪酬激励和成长激励。在股权激励上，公司向总部及区域管理人员等核心人才分配股权，依据能力、业绩等因素确定比例，绑定个人与企业长期利益，充分体现公司分享利他的企业文化。在薪酬激励上，采用“基本工资+多层级绩效工资”结构，激励员工工作热情。在成长激励上，建立标准化晋升通道，推行师徒培养制 + 绩效激励，保障团队稳定性与专业性。根据招股书数据，现有股东中 90.4%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，几乎所有店长和厨师长为内部提拔。

表 12 小菜园激励机制

激励机制	具体内容
股权激励	百余名受激励自然人股东覆盖总部 / 区域管理人员、骨干员工；依据能力、业绩表现、工作年限、岗位重要性授予对应比例股权。
薪酬激励	针对门店基层员工设计“基本工资 + 多层级绩效工资”机制；绩效工资与个人工作业绩、门店 / 部门整体表现挂钩，激励员工工作热情。
成长激励	建立标准化员工晋升体系，以业绩表现为核心晋升依据；重点储备培养区域经理、店长、厨师长等基层核心岗位，推行师徒培养制 + 绩效激励。

资料来源：公司招股书， HTI

4. 盈利预测及估值

基于以上分析，综合公司开店计划，我们假设：

(1) 小菜园门店数：预计 2025-2027 年门店数分别为 807/958/1116 家，各净增 140/151/158 家。

(2) 收入: ①堂食业务: 随着公司品牌认知度持续提升、菜品研发体系不断迭代, 叠加门店网络扩张带来的规模效应, 我们预计 2025-2027 年收入分别为 38.8/46.2/54.1 亿元, 同比各增长 21%/19%/17%。②外卖业务: 外卖渗透率有望随着门店数量的拓展进一步提升, 我们预计 2025-2027 年收入分别为 26.5/32.9/40.1 亿元, 同比各增长 32%/24%/22%。③整体收入: 预计 2025-2027 年收入总计各 65.4/79.3/94.3 亿元, 同比各增长 25%/21%/19%。

(3) 费用: 随着公司门店数量的持续扩张, 规模效应有望在一定程度上摊薄费用, 但考虑人力成本的刚性上涨以及门店扩张带来的广告促销投入增加等因素, 我们预计 2025-27 年所用原材料及消耗品各 20.6/24.8/29.5 亿元, 预计 2025-2027 年员工成本各 17.3/20.9/24.9 亿元, 使用权资产折旧各 3.1/3.6/4.2 亿元, 其他租金及相关开支各 1.1/1.3/1.6 亿元, 其他资产的折旧及摊销各 2.2/2.7/3.2 亿元, 水电煤开支各 2.2/2.6/3.1 亿元, 广告及促销开支 1.0/1.2/1.4 亿元, 外卖服务开支 4.4/5.4/6.4 亿元, 其他开支各 3.4/4.1/4.9 亿元。

表 13 小菜园门店数量及预测 (2023-2027E)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一线城市					
门店数量 (家)	84	106	131	159	189
净增 (家)	29	22	25	28	30
占总门店比例 (%)	16%	16%	16%	17%	17%
新一线城市					
门店数量 (家)	149	189	231	276	322
净增 (家)	47	40	42	45	46
占总门店比例 (%)	28%	28%	29%	29%	29%
二线城市					
门店数量 (家)	61	81	103	129	159
净增 (家)	12	20	22	26	30
占总门店比例 (%)	11%	12%	13%	13%	14%
三线及以下城市					
门店数量 (家)	242	291	342	394	446
净增 (家)	29	49	51	52	52
占总门店比例 (%)	45%	44%	42%	41%	40%
总计					
门店数量 (家)	536	667	807	958	1116
净增 (家)	117	131	140	151	158

资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI 预测

表 14 小菜园收入及预测 (2023-2027E)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (亿元)	45.5	52.1	65.4	79.3	94.3
yoy	42%	15%	25%	21%	19%
堂食业务 (亿元)	30.5	31.9	38.8	46.2	54.1
yoy	40%	5%	21%	19%	17%
外卖业务 (亿元)	14.9	20.0	26.5	32.9	40.1
yoy	45%	34%	32%	24%	22%
其他 (亿元)	0.07	0.14	0.14	0.14	0.14
yoy	1376%	95%	0%	0%	0%

资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI 预测

表 15 小菜园成本、利润及预测 (2023-2027E)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所用原材料及消耗品 (亿元)	-14.3	-16.6	-20.6	-24.8	-29.5
yoy	32%	16%	24%	21%	19%
占收入比重	32%	32%	32%	31%	31%
员工成本 (亿元)	-13.3	-14.2	-17.3	-20.9	-24.9
yoy	38%	7%	22%	21%	19%
占收入比重	29%	27%	27%	26%	26%
使用权资产折旧 (亿元)	-2.0	-2.6	-3.1	-3.6	-4.2
yoy	14%	31%	20%	19%	16%
占收入比重	4%	5%	5%	5%	5%
其他租金及相关开支 (亿元)	-0.6	-0.9	-1.1	-1.3	-1.6
yoy	2%	59%	19%	21%	19%
占收入比重	1%	2%	2%	2%	2%
其他资产的折旧及摊销 (亿元)	-1.3	-1.8	-2.2	-2.7	-3.2
yoy	17%	31%	27%	21%	19%
占收入比重	3%	3%	3%	3%	3%
水电煤开支 (亿元)	-1.4	-1.7	-2.2	-2.6	-3.1
yoy	36%	23%	25%	21%	19%
占收入比重	3%	3%	3%	3%	3%
广告及促销开支 (亿元)	-0.5	-0.6	-1.0	-1.2	-1.4
yoy	78%	31%	55%	21%	19%
占收入比重	1%	1%	2%	2%	2%
外卖服务开支 (亿元)	-2.6	-3.5	-4.4	-5.4	-6.4
yoy	39%	38%	25%	21%	19%
占收入比重	6%	7%	7%	7%	7%
其他开支 (亿元)	-2.1	-2.7	-3.4	-4.1	-4.9
yoy	42%	30%	24%	21%	19%
占收入比重	5%	5%	5%	5%	5%
盈利能力					
毛利率	68.5%	68.1%	68.5%	68.7%	68.7%
净利润 (亿元)	5.3	5.8	7.4	9.2	11.0
经调净利润 (亿元)	5.5	5.9	7.4	9.2	11.0
yoy	130%	7%	27%	24%	19%

资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI 预测

综上所述，我们预计 2025-2027 年营收各 65.4/79.3/94.3 亿元，同比各增 25%/21%/19%，经调净利润各 7.4/9.2/11.0 亿元，同比各增 27%/24%/19%。基于小菜园处于品牌上升期且门店拓展提速，给予 2025 年 20xPE，对应合理市值 159 亿港元，目标价 13.5 港元（对应汇率为 HKD/CNY=0.91），首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 16 可比公司估值情况（倍，20250725）

公司名称	股票代码	收盘价	市值	EPS(LC)			PE			PEG	PS		
		LC	US\$ mn	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	25-27E	FY25E	FY26E	FY27E
海底捞	6862 HK	14.5	10310	0.9	1.0	1.1	16.0	14.5	13.3	1.5	1.8	1.7	1.6
百胜中国	YUMC US	47.9	17705	2.5	2.9	3.2	18.9	16.6	14.7	1.2	1.5	1.4	1.3
绿茶集团	6831 HK	8.3	713	0.7	0.9	1.1	11.7	9.4	7.5	0.4	1.2	1.0	0.8
九毛九	9922 HK	3.0	539	0.1	0.2	0.2	25.5	16.6	12.9	0.4	0.7	0.6	0.6
行业平均							18.0	14.3	12.1	0.9	1.3	1.2	1.1
小菜园	999 HK	9.8	1473	0.6	0.7	0.9	16.4	13.7	11.4	0.7	1.8	1.5	1.3

资料来源：彭博一致预期，HTI 测算

5. 风险提示

宏观层面：经济及消费增长不及预期。

行业层面：

（1）行业竞争加剧风险：大众便民中式餐饮赛道进入门槛低，竞争激烈。小菜园若不能快速提升竞争力，市场份额与盈利水平将面临挑战。

公司层面：

（1）新店拓展不及预期：新店开业不及预期，且业绩贡献与盈利能力有不及预期的风险。

（2）老店业绩下滑风险：同一区域持续加密可能造成新老门店客源重叠、相互分流。除此，上新不及预期，消费者复购无法维持，老店可能面临业绩下滑风险。

（3）食品安全风险：公司在食材采购、加工、储存等环节中的任何一环出现管理疏漏，都可能引发食品安全问题。一旦发生食品安全事故，不仅会遭受监管处罚，还将重创品牌声誉。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
摊薄每股指标（元）					营业总收入	5,210	6,536	7,927	9,430
经调每股收益	0.58	0.63	0.78	0.94	所用原材料及消耗品	(1,661)	(2,059)	(2,481)	(2,952)
每股净资产	2.35	2.33	2.72	3.19	毛利润	3,549	4,477	5,446	6,478
每股经营现金流	0.90	1.14	1.32	1.68	毛利率%	68.1%	68.5%	68.7%	68.7%
每股股利	0.37	0.32	0.39	0.47	员工成本	(1,422)	(1,732)	(2,093)	(2,489)
价值评估（倍）					占收入比重%	27.3%	26.5%	26.4%	26.4%
P/E	15.35	14.17	11.41	9.55	使用权资产折旧	(256)	(307)	(365)	(424)
P/B	3.80	3.85	3.29	2.81	占收入比重%	4.9%	4.7%	4.6%	4.5%
P/S	1.73	1.61	1.33	1.12	营业利润	739	1,007	1,253	1,500
EV/EBITDA	11.09	8.36	6.59	5.23	营业利润率%	14.2%	15.4%	15.8%	15.9%
股息率（%）	4.2%	3.5%	4.4%	5.2%	经调 EBIT	1,401	1,804	2,229	2,672
盈利能力指标（%）					经调 EBITDA	969	1,258	1,553	1,855
毛利率	68.1%	68.5%	68.7%	68.7%	所得税	(191)	(248)	(308)	(367)
经调净利率	11.3%	11.4%	11.6%	11.7%	有效所得税率%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净资产收益率	39.2%	29.1%	31.1%	31.7%	净利润	581	743	923	1,102
资产回报率	19.8%	18.9%	20.2%	20.5%	经调净利润	586	743	923	1,102
投资回报率	32.9%	36.4%	38.3%	38.9%					
盈利增长（%）					资产负债表（百万元）				
营业收入增长率	14.5%	25.4%	21.3%	19.0%	现金及银行结余	617	986	1,448	2,233
营业利润增长率	0.3%	36.3%	24.4%	19.7%	应收款项	302	416	455	581
经调净利润增长率	7.4%	26.7%	24.2%	19.4%	存货	110	156	164	217
偿债能力指标					其它流动资产	1,012	1,012	1,012	1,012
资产负债率	34.1%	35.9%	34.4%	36.0%	流动资产合计	2,040	2,570	3,078	4,042
流动比率	3.36	3.29	4.18	4.37	固定资产	699	806	873	884
速动比率	3.18	3.09	3.96	4.14	使用权资产	789	833	865	872
现金比率	1.02	1.26	1.97	2.41	其他非流动资产	60	61	61	60
经营效率指标					非流动资产合计	1,548	1,700	1,799	1,816
应收账款周转天数	20.04	20.04	20.04	20.04	资产总计	3,588	4,269	4,877	5,858
存货周转天数	23.56	23.56	23.56	23.56	应付账款	229	402	358	546
应付账款周转天数	55.92	55.92	55.92	55.92	其它流动负债	378	378	378	378
现金流量表（百万元）					流动负债合计	607	781	736	925
税前利润	771	990	1,230	1,469	租赁负债	587	723	914	1,155
非现金支出	432	546	676	818	其它长期负债	29	29	29	29
非经营收益	(9)	37	43	51	非流动负债合计	616	752	943	1,184
营运资金变动	(81)	13	(91)	10	负债总计	1,222	1,533	1,679	2,109
已付所得税	(211)	(248)	(308)	(367)	股本	0	0	0	0
经营活动现金流	903	1,339	1,550	1,981	储备	2,365	2,737	3,198	3,749
投资活动现金流	(1,302)	(329)	(350)	(357)	普通股股东权益	2,365	2,737	3,198	3,749
融资活动现金流	396	(641)	(739)	(839)	少数股东权益	-	-	-	-
现金净流量	(3)	369	462	785	负债和所有者权益合计	3,588	4,269	4,877	5,858
期末现金及银行结余	617	986	1,448	2,233					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2025/07/25；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司财报，HTI

APPENDIX 1

Summary

Leader in the mass Chinese cuisine market. Established in 2013, Xiaocaiyuan is a fast-growing leader in China's mass Chinese cuisine market (average spend per customer: RMB 50–100). By store revenue in 2023, it ranked first among brands in this segment with a 0.2% market share. As of end-2024, its 673 stores covered 14 provinces in China.

Mass Chinese cuisine market: solid fundamentals, with growth rate leading the overall industry. Chinese cuisine scale accounts for the largest proportion of China's catering market, of which mass Chinese cuisine is dominated. From 2023 to 2028, the mass Chinese cuisine market is projected to grow from RMB3.6 trillion to RMB5.6 trillion, with a CAGR of 9.1%, which is higher than that of Chinese cuisine of 8.7% in the same period. Key growth drivers include: (1) urbanization and family structure changes reshaping the consumption scene; (2) the continued release of residents' demand for cost-effective; (3) the gradual maturation of the chain system; (4) the large consumption potential of the sinking market.

Xiaocaiyuan: Deeply cultivating refined operation and digital empowerment, accelerating the growth momentum. (1) Competitive differentiation: focusing on home-style flavors + high cost performance. On the basis of Anhui cuisine, Xiaocaiyuan has positioned itself as a "fusion cuisine", which can satisfy the different eating habits of consumers in different regions. The stores insist on freshly made dishes and the menu is dynamically designed according to the seasons, providing about 45-50 dishes per quarter. (2) Standardized direct operation and integrated supply chain: building a replicable scale expansion engine. Xiaocaiyuan adheres to the direct management model, and helps store expansion through the establishment of standardization. By building an integrated system covering the entire chain of procurement, warehousing and logistics, Xiaocaiyuan not only realizes fine control of costs, but also transforms stable and efficient supply capacity into core competitiveness, forming a solid foundation for brand expansion and market penetration. (3) Covering the whole scenario of dine-in and takeaway, exploring a new growth track for community catering. Through the dual-line synergistic development strategy, Xiaocaiyuan consolidates the advantages of dine-in business while simultaneously promoting the takeaway business, and the revenue of dine-in/takeaway business of Xiaocaiyuan reached 3.19/2.01 billion yuan in 2024, representing a yoy increase of 4.6%/34.4% respectively. Meanwhile, the company accurately captured the potential of the community catering market, and launched the "Caishou" brand in October 2023, realizing the comprehensive distribution of the mass Chinese cuisine track. (4) Excellent single-store model with wide scope for store openings. As of August 2024, the company's store-level operating margin was 17.8%. We expect the store operating margin to rise to more than 20% in 2025, benefiting from the optimization of store area to reduce fixed costs, the input of stir-fry robots to improve staff efficiency, the scale effect to promote the further dilution of raw material costs, as well as the bargaining power of rent brought about by the enhancement of brand power. In terms of store opening space, we calculate that the store opening space of Xiaocaiyuan is broad, and the number of stores is expected to exceed 2500. (5) Systematized talent development and stimulate employees' initiative through benefit binding. The incentive mechanism of Xiaocaiyuan is mainly divided into equity incentives, salary incentives and growth incentives. According to the data in the prospectus, 90.4% of the existing shareholders have grown up from the base staff of the stores, and all the regional managers, the vast majority of store managers and head chefs are internally trained and promoted.

We project the company's revenue from 2025 - 27 to be RMB 6.54/7.93/9.43 billion, increasing by 25%/21%/19% yoy respectively, and adjusted net profit to be RMB 0.74/0.92/1.10 billion, increasing by 27%/24%/19% yoy respectively. Based on Xiaocaiyuan's brand growth phase and accelerated store expansion, we value the company by 20x PE for 2025, corresponding to a reasonable market capitalization of HKD15.9 billion, with a TP (target price) of HKD 13.5 (HKD/CNY=0.91), and initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

Risk factors: Economic and consumer growth is less than expected, the risk of increased competition in the industry, new store expansion is less than expected, the risk of decline in the performance of old stores, and food safety risk.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

reduce daily food waste

Social:

train staff with care

Governance:

equitable equity distribution empowers stakeholders

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，胡佳璐，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Rebecca Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，刘坤钰，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kunyu Liu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，李一腾，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yiteng Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项(以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com)

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义(从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际(以下简称“HTI”)采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况(比如投资者的现有持仓)以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会对沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司

述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the

assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA")将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC")注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA")的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
