



小菜园 (00999.HK)

(首次评级)
港股公司深度研究
证券研究报告

高性价比中餐龙头，门店扩张进行时

核心观点

公司为高性价比大众中式餐饮龙头，2024 年 12 月 20 日，公司于香港联交所主板上市，发售股份数目为 1.01 亿股，募集资金 7.9 亿港元，发行价 8.5 港币。截至 2024 年，公司共拥有 667 家门店，收入及利润稳健增长，2024 年公司收入 52.1 亿元，同比增长 14.5%，归母净利润 5.8 亿元，同比增长 9.1%。

我们认为公司符合当前中式餐饮行业的两大趋势：1) 性价比消费趋势；2) 标准化趋势，有望成为性价比中餐标准化引领者。根据招股说明书，公司所属的大众便民中式餐饮行业规模约 4 万亿元，2023-2028CAGR 有望达到 8.9%。从行业标准化来看，连锁化率的不断提升是中餐标准化的体现，根据中国连锁经营协会，2020-2024 年中国餐饮连锁化率从 15% 升至 23%。

公司的核心竞争力来自于高性价比家常菜定位、高标准运营能力、强供应链能力及充分的团队激励机制。1) 卡位 50-100 元价格带，符合大众口味，餐饮修复过程中性价比餐饮成为主流消费趋势。2) 标准化的开店运营流程+高效的单店模型+较短的平均投资回收期带来更强的拓店确定性。2023 年公司门店层面经营利润率达到 19.7%。2021 年到 2024 年 8 月，公司平均投资回收期 13.8 月，低于行业的平均 18 个月。3) 公司坚持走产业链标准化路线，截至 2024 年已建成由一个中央厨房和 14 个仓库组成的拥有自建运输车队的，集采购、加工、仓储、配送为一体的大型物流供应链体系。4) 股权绑定高管核心利益，团队激励充分。小菜园的激励机制包括股权激励、薪酬激励和成长激励，激发员工斗志与热情。
增长看点：同店数据修复，未来 3 年处于门店快速扩张期。受前期菜品降价影响，上半年同店增长承压，5 月已恢复正增长，下半年起调价基数扰动基本消除。我们预计 2025-2027 年公司净开门店数量分别为 130/160/175 家，根据我们测算，公司理论开店数量在中性假设下可达到 1810 家，乐观假设下可达到 4308 家。

盈利预测、估值和评级

预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 62.6/76.8/92.9 亿元，同比+20.14%/+22.66%/+20.95%，归母净利润 7.2/9.1/11 亿元，同比+24.3%/+26.4%/+21.1%，对应 EPS 为 0.61/0.78/0.94 元，对应 PE 为 16.29/12.89/10.65X，给予 2026 年 20X PE，对应 183 亿人民币市值，201 亿港元市值，目标价 18.07 港元（汇率 1:0.9094），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧；门店开拓不及预期；同店表现不及预期；大股东减持风险

国金证券研究所

分析师：于健（执业 S1130525070012）

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）

xumengjie@gjzq.com.cn

市价（港币）：9.990 元

目标价（港币）：18.07 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,549	5,210	6,259	7,677	9,286
营业收入增长率	41.58%	14.52%	20.14%	22.66%	20.95%
归母净利润(百万元)	532	581	721	912	1,104
归母净利润增长率	123.96%	9.13%	24.25%	26.42%	21.05%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.49	0.61	0.78	0.94
每股经营性现金流净额	0.74	0.77	0.70	0.94	1.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	85.39%	24.55%	27.11%	30.06%	31.70%
P/E	6.61	18.50	16.29	12.89	10.65
P/B	5.65	4.54	4.42	3.87	3.37

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、高性价比餐饮龙头，紧抓当前消费趋势.....	4
1.1 大众便民中式餐饮增长稳健，连锁化率提升成为行业趋势	4
1.2 小菜园：高性价比大众中式餐饮，步入门店扩张期.....	5
二、核心竞争力：性价比卡位、高标准化运营能力、强供应链能力、充分的团队激励机制.....	8
2.1 卡位 50-100 元价格带，符合大众口味，具备高质价比和快餐属性.....	8
2.2 高标准化门店运营管理体系，店型易扩张.....	10
2.3 强供应链把控能力，供应链管理持续优化升级.....	14
2.4 股权绑定高管核心利益，团队激励充分.....	16
三、增长看点：同店数据修复，未来 3 年处于门店扩张期.....	17
3.1 同店数据回正，全年有望实现增长.....	17
3.2 长期开店空间广阔，门店加密和区域扩张并行	19
3.3 试水社区餐饮业务，有望切入 20-40 元价格带市场	20
四、盈利预测与估值.....	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 估值.....	23
五、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：按客单价划分的中国中式餐饮市场的市场规模明细（十亿元）	4
图表 2：中国大众便民中式餐饮市场按价格带组成（十亿元）	4
图表 3：近 5 年中国餐饮连锁化率情况	4
图表 4：2024 年五大休闲中式餐厅品牌市场份额.....	4
图表 5：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）	5
图表 6：公司发展历程.....	5
图表 7：2021-2024 营收（亿元）及增速	6
图表 8：2021-2024 小菜园归母净利润（亿元）及增速	6
图表 9：小菜园 2024 年主要费用开支	6
图表 10：2021-2024 小菜园收入毛利率及净利率	6
图表 11：2021-2024 年小菜园门店数及增速	7
图表 12：2021-2024 年不同线别城市门店数量.....	7
图表 13：门店层面经营利润率	7
图表 14：小菜园全球发售所得款项用途	8
图表 15：美食行业均价变化年同比	8



图表 16:	美食行业同店店效变化年同比	9
图表 17:	小菜园及可比公司客单价对比	9
图表 18:	小菜园及可比公司菜价调整情况及客单价下降原因	10
图表 19:	小菜园及可比公司外卖业务收入占比对比	10
图表 20:	小菜园标准化运营模式和管理体系	11
图表 21:	小菜园标准化拓店流程	12
图表 22:	小菜园单店模型测算	13
图表 23:	小菜园投资回收期 (个月)	14
图表 24:	2023 年小菜园及可比公司投资回收期对比	14
图表 25:	小菜园及可比公司于往绩记录期间平均投资回收期	14
图表 26:	小菜园供应链布局	15
图表 27:	小菜园及可比公司餐饮品牌供应链体系对比	15
图表 28:	小菜园及可比公司餐饮品牌 2024 营收及增速	16
图表 29:	小菜园及可比公司餐饮品牌 2024 年毛利率对比	16
图表 30:	公司股权架构图	17
图表 31:	小菜园同店月均销售额及增长率	17
图表 32:	小菜园同店日均销售额	18
图表 33:	小菜园同店销售增长率	18
图表 34:	2021-2024 年不同线级城市同店销售额 (百万元)	18
图表 35:	2022-2024 年不同线级城市同店单店销售额 (百万元)	18
图表 36:	2021-2024 分线级城市堂食顾客人均消费额 (元)	19
图表 37:	小菜园同店翻台率	19
图表 38:	小菜园新开门店数量	19
图表 39:	按区域划分的小菜园预期开设门店	19
图表 40:	小菜园开店空间测算	20
图表 41:	典型社区餐饮门店特点	21
图表 42:	小菜园收入预测	22
图表 43:	小菜园门店数&单店收入预测	22
图表 44:	小菜园成本费用预测	23
图表 45:	可比公司估值表	24

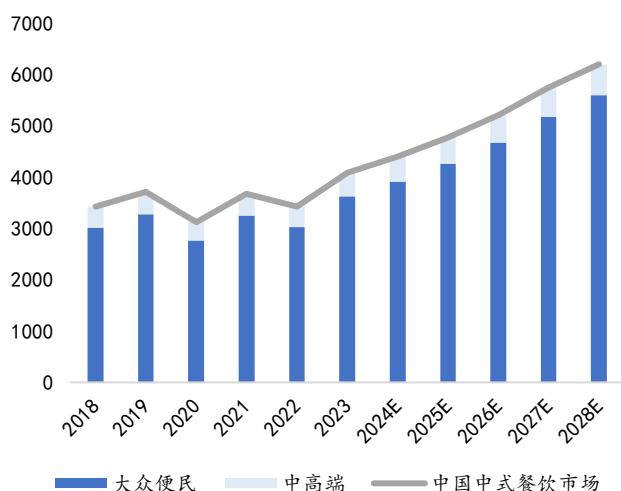


一、高性价比餐饮龙头，紧抓当前消费趋势

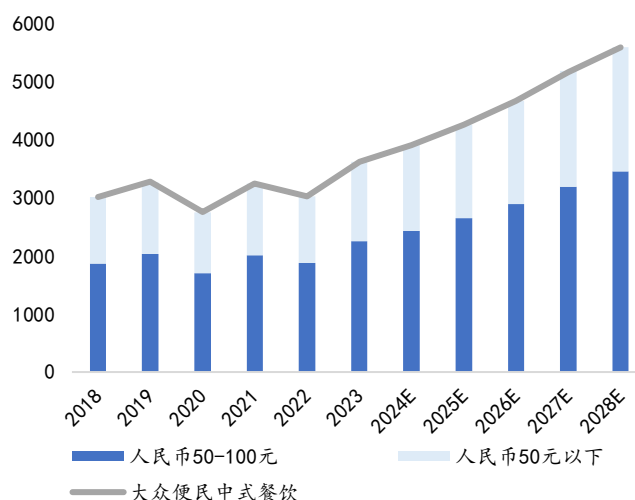
1.1 大众便民中式餐饮增长稳健，连锁化率提升成为行业趋势

根据招股说明书，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%，期间虽受公共卫生事件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 2028 年估计为 3.45 万亿元。

图表1：按客单价划分的中国中式餐饮市场的市场规模（十亿元）



图表2：中国大众便民中式餐饮市场按价格带组成（十亿元）

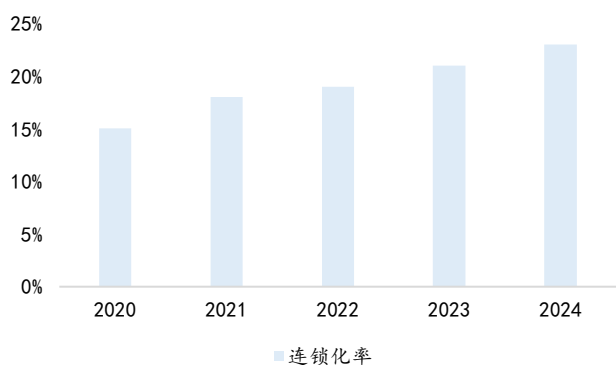


来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究生

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

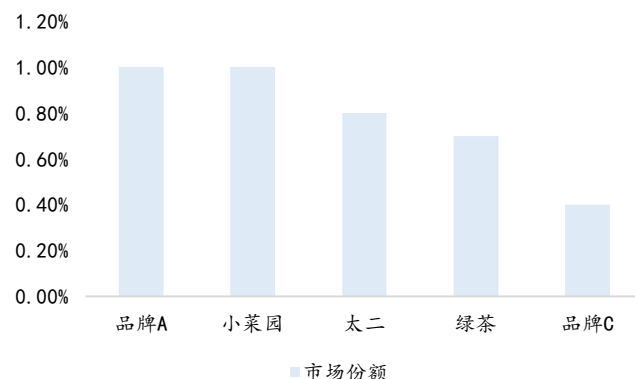
中式餐饮集中度较低，餐饮连锁化率提升成为主要趋势。餐饮行业连锁化率处于提升趋势，2024 年中国餐饮连锁化率继续提升，从 2020 年的 15% 升至 2024 年的 23%，品牌连锁化发展稳步进行。大众便民/休闲中式餐饮市场整体较为分散，中式餐饮虽然口味众多，但家常菜的用户受众广且具备较强口味粘性。2023 年，小菜园营收规模达到 45 亿元，在中国大众便民中式餐饮赛道中，以 0.2% 的市场份额位居行业首位，2024 年，小菜园门店数量 667 家，总收入 52 亿元，在休闲中式餐饮市场中市占率 1%。

图表3：近 5 年中国餐饮连锁化率情况



来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

图表4：2024 年五大休闲中式餐厅品牌市场份额



来源：绿茶集团招股书，国金证券研究所



图表5：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）

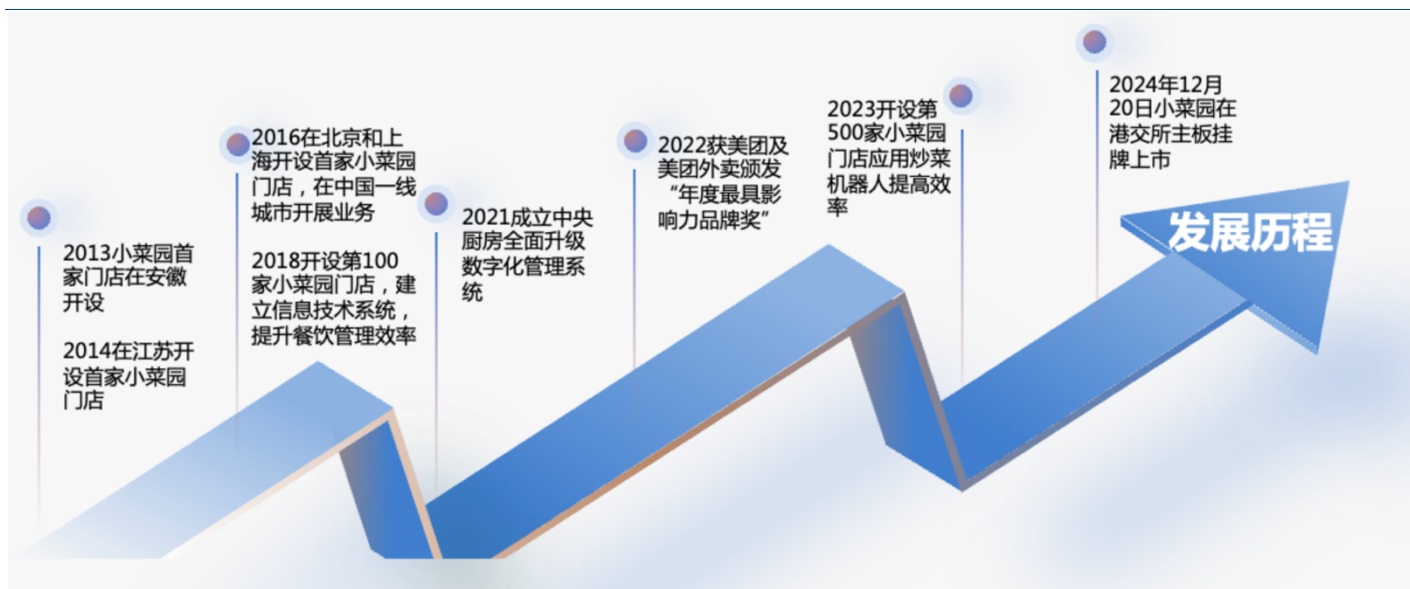
排序	品牌	收入	市场份额
1	小菜园	45.1 亿元	0.2%
2	品牌 A	44.7 亿元	0.2%
3	品牌 B	35.9 亿元	0.2%
4	品牌 C	30.2 亿元	0.1%
5	品牌 D	19.6 亿元	0.1%

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

1.2 小菜园：高性价比大众中式餐饮，步入门店扩张期

公司定位高性价比大众中式餐饮，发展历程可概括为三大阶段：第一阶段（2013-2018 年）品牌初创期：2013 年安徽首店开业，打响“小菜园”名号；次年跨出省界在江苏开店，验证异地扩张模型；2016 年将门店扩张到北京、上海，完成一线城市布局；2018 年门店数破百，并于同年上线信息化管理平台，为后续扩张奠定数字化基础。第二阶段（2018-2023 年）体系化建设期：五年间门店规模有序增长，后台体系同步升级。2021 年中央厨房投入运营，实现食材集中采购、标准化加工，食品安全与成本管控再上台阶；同年数字化系统再次迭代，打通前后端数据流，2023 年全国门店数突破 500 家。第三阶段（2023 年-至今）加速扩张期：疫后餐饮复苏，小菜园加速发展，同步试点炒菜机器人，提升厨房自动化水平。2024 年 12 月 20 日成功登陆港交所主板，借助资本力量开启品牌新一轮跃升。

图表6：公司发展历程

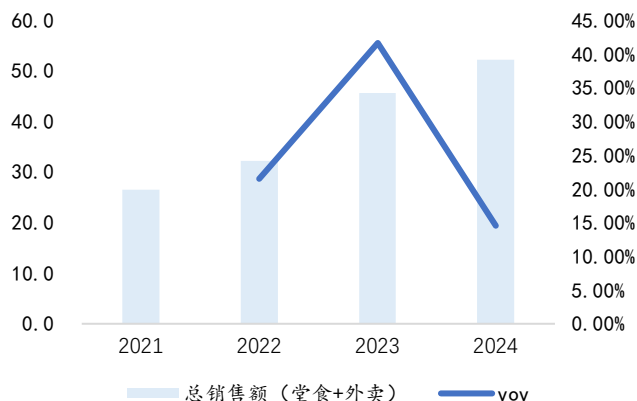


来源：小菜园招股书，国金证券研究所

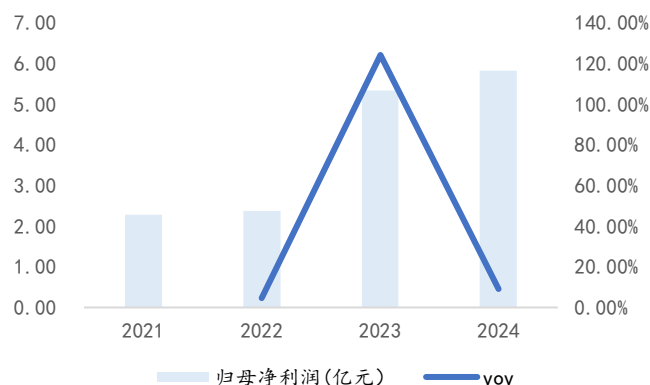
公司收入及利润稳健增长。小菜园 2021-2024 年营收实现 26.5 亿元至 52.1 亿元的稳健增长,3 年 CAGR 为 25.34%。营业收入同比增速从 2023 年 41.58%降至 2024 年 14.52%，归母净利润同比增速从 123.96%降至 9.13%，主要由于公共卫生事件结束报复性餐饮消费退潮、客单价结构性调整等多重原因导致。归母净利润从 2021 年 2.27 亿元提升至 2024 年 5.81 亿元，3 年 CAGR 为 36.74%，连续三年实现正增长，主要由于精细化的成本管理，同时也受益于优秀的团队管理、供应链优化及规模效应。



图表7：2021-2024 营收（亿元）及增速



图表8：2021-2024 小菜园归母净利润（亿元）及增速



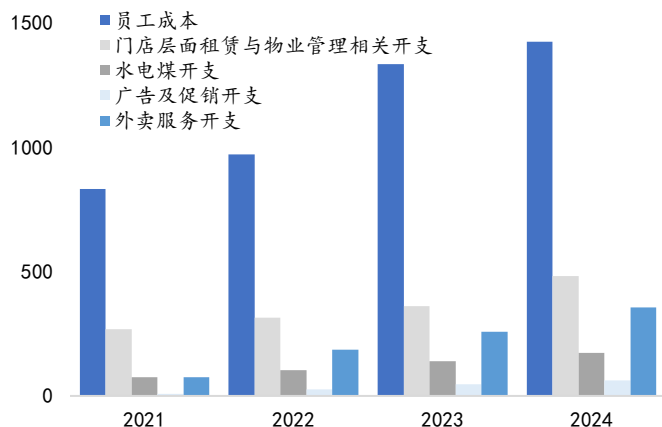
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

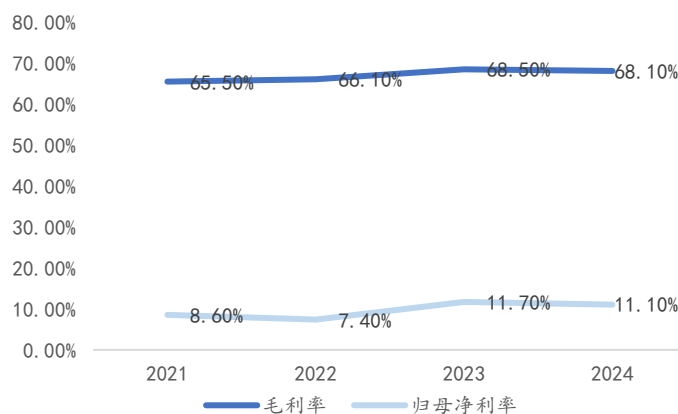
成本费用把控严格，开支占比保持稳健。随着小菜园门店网络快速扩张，从 2021 年 379 家增加至 2024 年 667 家，核心成本逐年上升，但主要费用开支占收入比重保持稳健，仍保持在 48% 左右。小菜园近年来高效经营，员工成本占收入比例从 2021 年 31.4% 降至 2024 年 27.7%，连续三年下降；租金成本占收入比稳中有降；水电煤开支占收入比保持稳定，维持在 3% 左右；广告及促销投入占收入比从 2021 年 0.3% 提升至 2024 年 1.2%，略有增加；外卖服务开支占外卖收入比重有所提高，近三年提升 3.7%，主要由于公司业务中外卖占比有所提升。

供应链把控能力强，利率保持稳健。2021 年-2024 年小菜园毛利率分别为 65.5%、66.1%、68.5%、68.1%，稳定在 68% 左右，主要由于公司供应链能力强，核心耗材的成本把控力强，2021 年-2024 年净利率分别为 8.6%、7.4%、11.7%、11.1%，整体保持提升趋势。

图表9：小菜园 2024 年主要费用开支



图表10：2021-2024 小菜园收入毛利率及净利率



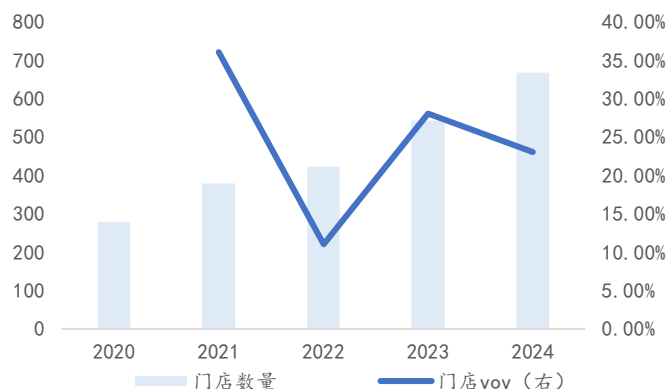
来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

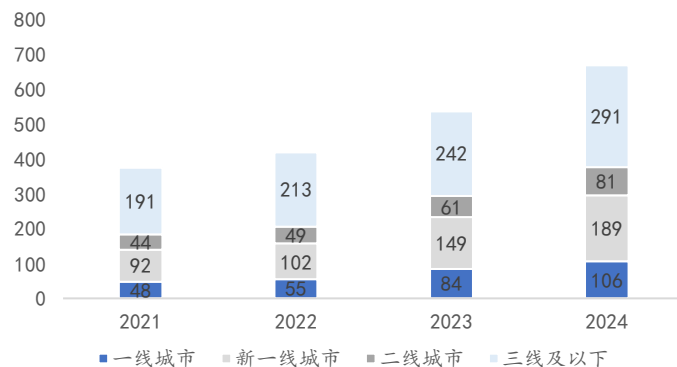
公司门店数量快速扩张，经营利润率稳中有进。2020-2024 年，小菜园门店数量从 278 家迅速扩张至 667 家，年均增速保持在两位数，门店覆盖中国 14 个省级行政区内 152 座城市。出于“成本-收益-竞争”三重权衡，门店布局集中在三线及以下与新一线城市，占比过半，消费力强劲的一线城市门店数占比逐步提升。在高密度拓店的同时，门店层面经营利润率始终维持在 14% 以上的优秀水平，体现出规模扩张与盈利能力的同步提升。



图表11: 2021-2024 年小菜园门店数及增速



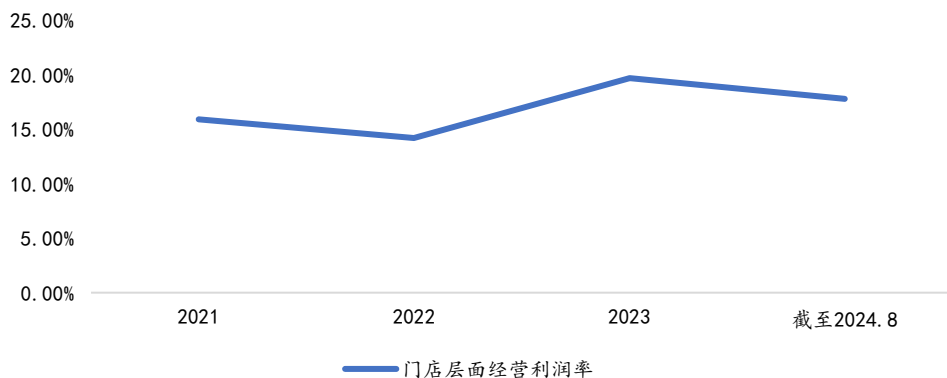
图表12: 2021-2024 年不同线别城市门店数量



来源: 小菜园招股书, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 小菜园招股书, 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 门店层面经营利润率



来源: 小菜园招股书, 国金证券研究所

募集资金将主要用于扩店和深耕供应链。2024 年 12 月 20 日, 公司于香港联交所主板上市, 发售股份数目为 1.01 亿股, 募集资金 7.9 亿港元, 发行价 8.5 港币。资金将主要用于四项用途: 40%用于持续扩大门店网络并提高市场渗透率, 37%用于增强供应链能力, 13%用于升级智能设备及数字化系统以提升信息技术能力, 剩余 10%作为营运资金及一般企业用途, 所有未动用款项计划于 2026 年 12 月 31 日前陆续投入使用。


图表14：小菜园全球发售所得款项用途

使用用途	募集资金用途百分比	募集资金净额（百万港元）	于报告期内已动用款项（百万港元）	于报告期内尚未动用款项（百万港元）
持续扩大门店网络，以扩大地理覆盖范围并提高市场渗透率	40.0%	317.9	—	317.9
增强供应链能力	37.0%	294.1	—	294.1
升级智能设备及数字化系统以提高信息技术能力	13.0%	103.3	—	103.3
营运资金及一般企业用途	10%	79.5	—	79.5
合计	100.0%	794.8	—	794.8

来源：公司公告，国金证券研究所

二、核心竞争力：性价比卡位、高标准化运营能力、强供应链能力、充分的团队激励机制

2.1 卡位 50-100 元价格带，符合大众口味，具备高质价比和快餐属性

性价比消费成趋势，顺应行业降价 beta。根据久谦数据，2022-2024 年餐饮行业整体呈现降价趋势，正餐消费中客单价较高的西餐、粤菜、本帮江浙菜等降价幅度均较高，而中低客单正餐品类如快餐、火锅、烧烤、川菜、东北菜等降价幅度较低，降价刺激同店销售增长。

图表15：美食行业均价变化年同比

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
特色小吃	11.51%	6.04%	24.83%	7.03%	4.34%	-10.88%
快餐	10.45%	5.61%	17.71%	-0.62%	-0.35%	-5.28%
饮品	6.93%	3.11%	13.56%	2.91%	-6.59%	-9.09%
面包甜品	16.25%	17.90%	19.99%	5.03%	0.24%	-10.07%
火锅	10.39%	7.15%	7.80%	2.31%	-3.31%	-9.39%
烧烤	12.16%	6.95%	10.07%	3.85%	-0.37%	-8.41%
其他地方菜	9.67%	5.15%	8.51%	5.44%	-0.97%	-10.76%
川菜	8.70%	6.29%	10.79%	1.91%	-1.47%	-9.81%
其他中餐	13.24%	12.10%	17.04%	5.40%	1.88%	-11.86%
本帮江浙菜	7.00%	8.26%	6.64%	4.31%	0.60%	-11.49%
江湖海鲜	5.79%	5.54%	10.23%	1.75%	-4.10%	-14.87%
粤菜	7.82%	7.72%	5.13%	2.69%	-0.17%	-14.00%
其他美食	10.69%	6.14%	18.63%	8.27%	7.07%	-3.24%
东北菜	12.56%	8.94%	10.13%	2.06%	-0.27%	-9.34%
西餐	17.70%	13.96%	21.16%	4.82%	-3.34%	-13.52%
日本菜	9.70%	8.84%	18.07%	5.48%	-5.08%	-9.00%
朝鲜菜	9.51%	10.14%	7.68%	2.37%	2.20%	-6.99%
亚洲菜	3.87%	4.35%	2.01%	0.71%	-5.25%	-11.08%

来源：久谦中台，国金证券研究所



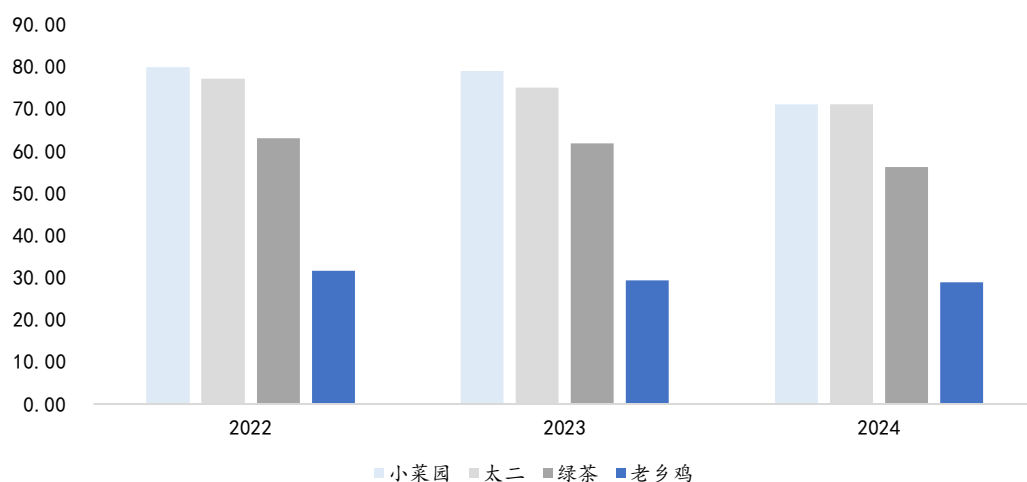
图表16：美食行业同店店效变化年同比

	2022	2023	2024
特色小吃	-19.13%	27.61%	4.27%
快餐	-11.24%	16.51%	-2.01%
饮品	-20.89%	13.43%	-5.80%
面包甜品	-5.96%	18.03%	0.73%
火锅	-17.02%	20.66%	1.92%
烧烤	-17.99%	6.21%	-0.41%
其他地方菜	-14.33%	24.50%	-8.76%
川菜	-20.75%	17.00%	2.16%
其他中餐	-12.01%	10.48%	-13.36%
本帮江浙菜	-17.38%	30.81%	-2.05%
江湖海鲜	-18.71%	33.38%	-8.46%
粤菜	-19.73%	35.38%	8.75%
其他美食	-16.13%	15.53%	2.60%
东北菜	-20.60%	18.24%	1.32%
西餐	-17.91%	24.93%	-1.90%
日本菜	-16.89%	21.67%	-5.81%
朝鲜菜	-20.11%	17.65%	1.03%
亚洲菜	-2.77%	4.58%	-0.11%

来源：久谦中台，国金证券研究所

餐饮修复过程中性价比餐饮成为主流消费趋势，小菜园价格区间卡位与当前消费趋势相符，追求性价比的同时兼具社交属性：聚焦 50-100 元客单价区间，以“好吃不贵”的消费体验构筑竞争壁垒。相较于价格带更低的中式快餐，小菜园的就餐环境等具备一定社交属性。相较于同价格带的中式休闲餐，小菜园在坚持现炒的情况下价格具备性价比，降价前定价属于 50-100 价格带中较低水位，此轮行业性降价影响相对较小。

图表17：小菜园及可比公司客单价对比



来源：久谦中台，九毛九公司公告，绿茶集团招股书，老乡鸡招股书，国金证券研究所国金证券研究所



图表18：小菜园及可比公司菜价调整情况及客单价下降原因

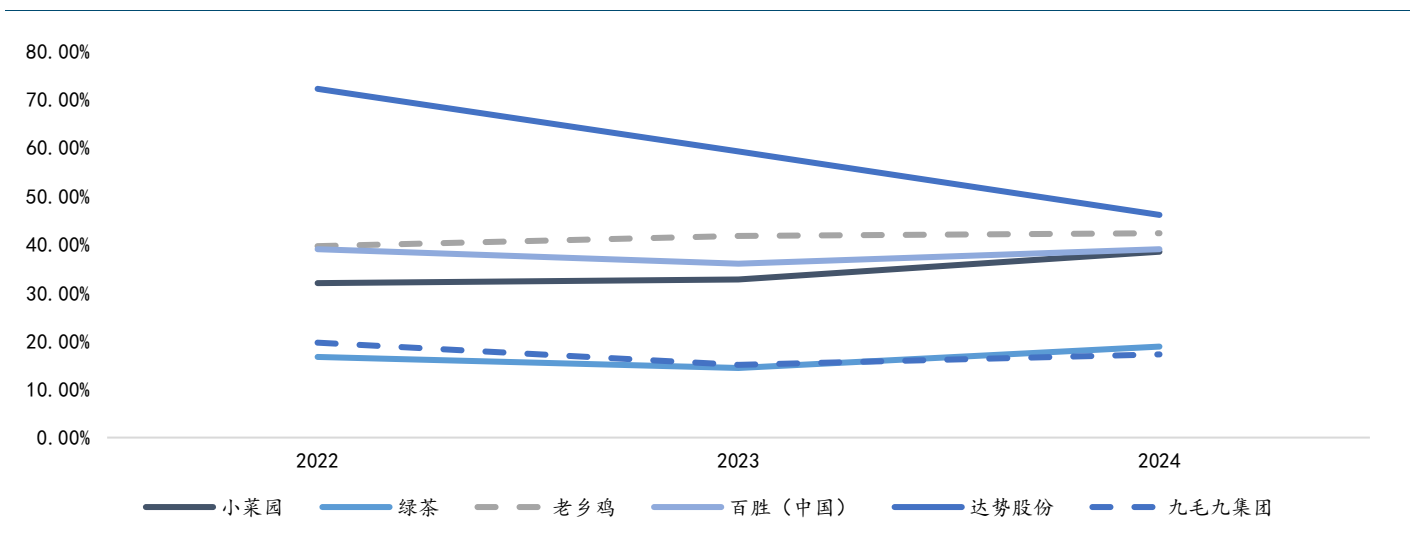
品牌	菜价调整情况	客单价下降原因		
小菜园	部分菜品价格下调。如地锅仔鸡平均价格由2023年64.5元降至2024年54.9元	与供应商议价能力提升带来的成本优势下，主动让利消费者，菜品价格下调	2023年后餐饮消费激增后回落	部分门店仍处于爬坡期
九毛九	部分菜品价格下调。如怂火锅菜品降幅在0.9元到14元之间，推出单价较低的餐品	部分菜品价格下调	调整菜单结构	增加推广活动
绿茶	开店向二、三线城市倾斜，不同城市差异化定价，菜品定价向低端倾斜	菜品定价向低价倾斜	在原来大份的基础上推出中份和小份	外卖占比提升，外卖客单价一般低于堂食客单价

来源：小菜园招股书，新晚报，中国经营报，广州广播电视台，公司公告，国金证券研究所

产品：菜品的选品适合大众口味，更具稳定性，门店标准化程度高。从菜品种类看，属于非典型徽菜，以家常菜为主，适合大众口味。从菜品SKU数量来看，单季节提供约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，部分地区和季节中长尾SKU会做更换。从菜品价格来看，小菜园大部分菜品价格介于20元至60元，其中招牌菜价格介于40-60元居多，家常小炒多为20-40元之间，主食点心、酒水饮料则介于10-30元。

堂食外卖并重，在中式休闲正餐中具备快餐属性。2022-2024年外卖业务收入占比对比企业中小菜园虽低于西式快餐代表百胜、达势股份和中式快餐代表老乡鸡，但显著高于中式正餐绿茶集团和九毛九集团的外卖收入占比。小菜园将外卖视为“第二增长曲线”，堂食外卖并重，“用快餐思维做中餐”或是小菜园准确把握行业风向。

图表19：小菜园及可比公司外卖业务收入占比对比



来源：小菜园招股书，各公司公告，绿茶集团招股书，老乡鸡招股书，国金证券研究所国金证券研究所

2.2 高标准门店运营管理体系，店型易扩张

中式餐饮的标准化将是行业的重要趋势，核心是将中式餐饮制作流程与量化指标统一规范的体系，通过工艺创新、设备改进及管理优化实现菜品口味一致性，具备标准化能力的中式餐饮公司将在开店效率及成本管控环节具备较强优势，实现门店扩张和经营效益的双重提升。

过往中餐难以实现标准化的原因主要在于：1) 工艺维度：火候与刀工的“非量化”。中餐关键变量——火候（大火、中火、小火、微火）和调味（少许、适量）——至今缺乏可



公度的物理指标，只能靠厨师个人经验与手感，无法像西餐烘焙一样用克、秒、摄氏度精确描述，导致“同一菜谱、千人千味”。2) 市场维度：规模化需求不足，过去连锁餐饮规模相对较小，单店或区域性经营模式下，对标准化的迫切性和成本效益比不高。3) 文化维度：传统观念中将烹饪视为一门艺术、手艺甚至“绝活”，强调厨师的创造性和独特性。标准化被视为对厨师技艺的贬低和对美食艺术性的抹杀。且厨师往往把个人手艺视为壁垒，不愿公开量化配方；即便公开，文字与视频也难以还原肌肉记忆。4) 供应链维度：冷链物流不完善，中央厨房投入大且修建难度高，供应链整合难度高，缺乏适配中式烹饪的智能设备。5) 商业模式维度：中餐厅的菜单 SKU 较多，每道菜都需要独立工艺，SKU 越多，标准化边际成本越高。6) 管理维度：分散门店确保每个环节（尤其是烹饪环节）被严格执行到位，需要强大的培训、监督和品控体系，管理成本高。

小菜园将标准化运营贯彻到每一个经营环节，以“食材-服务-人才-安全-扩张”五维标准化为核心。食材端坚持“45-50 道精简菜单+净菜到店+自研料包+智能设备”，并已在部分门店引入炒菜机器人，确保口味统一、效率最高；服务端制定落实前厅标准工作流程和服务规范，开餐前后按照标准服务流程进行工作；人才端用 4700 余场线上线下培训、22 万人次复训，把技术、操作、管理标准复制到每位员工；安全端通过集中采购、严选供应商、自建食品安全日周月检体系，用零预制菜守住安全底线；扩张端形成“购物中心优先”的选址模型，与万达、华润、吾悦、永旺等头部商业体长期绑定。通过智能技术赋能、高频培训固化流程、强供应链管控及战略级商业合作，实现从单店运营到规模化复制的系统性管理闭环。

图表20：小菜园标准化运营模式和管理体系



来源：小菜园招股书，国金证券研究所

拓店的确定性来自于标准化的拓店流程、高效的单店模型和较短的投资回收期：

1) 拓店流程的标准化。小菜园拓店标准化，组建专业门店开发团队，形成“购物中心优先”的选址模型，与万达、华润、吾悦、永旺等头部商业体建立长期合作关系，拓店流程在门店选址、商务谈判、设计装修、法律合规及营销活动等各环节制定了标准化操作流程，并在选址方面积极采用大数据分析帮助选址。



图表21：小菜园标准化拓店流程



来源：小菜园招股书，国金证券研究所

2) 高效的单店模型。公司单店模型简单，且具备较高的门店经营利润率，2021-2023 年公司门店层面经营利润率分别为 15.9%、14.2%和 19.7%。2021-2024，公司单门店年收入可达到分别为 857/869/989/847 万元，2024 年单店收入下降主要由于菜单价格调整等原因。成本端来看，毛利率稳定，员工成本呈下降趋势，门店租金成本整体较为稳定，外卖服务费占比上升主要由于公司外卖业务占比不断增加。



图表22：小菜园单店模型测算

	2021	2022	2023	2024
单店模型				
单店收入数据				
日营业额（元）	23473.80	23813.80	27086.80	23194.40
堂食（按总收入口径算）	19840.48	16184.16	18207.41	14269.17
外卖（按总收入口径算）	3633.32	7629.64	8879.39	8925.23
堂食比例	84.52%	67.96%	67.22%	61.52%
外卖比例	15.48%	32.04%	32.78%	38.48%
年营业额（万元）	856.79	869.20	988.67	846.60
单店运营数据				
单店桌数	30	30	30	30
翻台率（次/天）	3.30	2.80	3.20	3.00
堂食人均消费	66.10	65.80	65.20	59.20
外卖单均消费	85.02	74.50	78.62	69.13
客流量合计（计算值）	342.89	348.36	392.20	370.14
堂食日均人数（倒算）	300.16	245.96	279.25	241.03
外卖平均日单量（单店）	42.73	102.40	112.94	129.11
单店UE				
门店收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
原材料消耗品	34.50%	33.90%	31.50%	31.90%
费用	49.60%	51.90%	48.80%	50.40%
员工成本	31.4%	30.2%	29.4%	27.7%
门店租金及物业成本	10.2%	9.8%	7.9%	9.0%
水电煤	2.8%	3.2%	3.1%	3.3%
广告营销	0.3%	0.8%	1.1%	1.2%
外卖服务	2.8%	5.8%	5.7%	6.5%
其他成本（倒算）	2.1%	2.1%	1.6%	
其他成本（excl：物业费&上市费）	2.2%	2.0%	2.1%	2.7%
物业费	2.7%	2.6%	2.3%	2.5%
上市费	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%
门店经营利润率（披露）	15.90%	14.20%	19.70%	
门店经营利润率（测算）	15.77%	14.32%	19.16%	17.70%

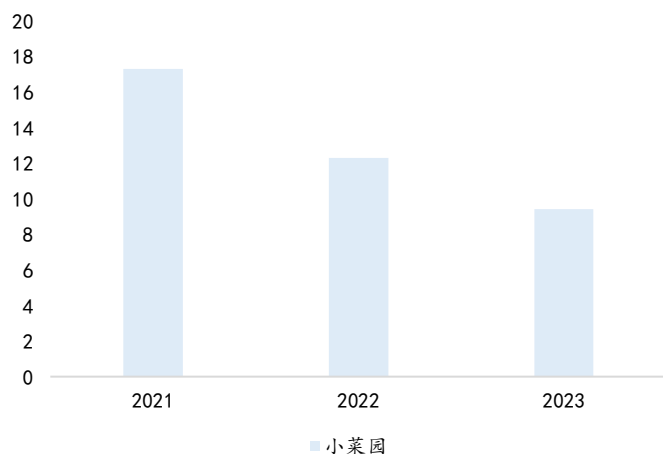
来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所测算

3) 较短的投资回收期。2021-2023 年小菜园投资回收期连续三年缩短，且短于中式餐饮市场平均投资回收期。小菜园当年开业门店的平均投资回收期从 2021 年的 17.3 个月缩短至 2023 年的 9.4 个月，投资回收期大幅缩短。2023 年与同业餐饮品牌的对比显示，小菜园的投资回收期较短。根据弗若斯特沙利文，2021 年到 2024 年 8 月，在客单价人民币 50 元至人民币 100 元大众便民中式餐饮市场中的平均投资回收期通常超过 18 个月，高于小菜园平均投资回收期 13.8 月。

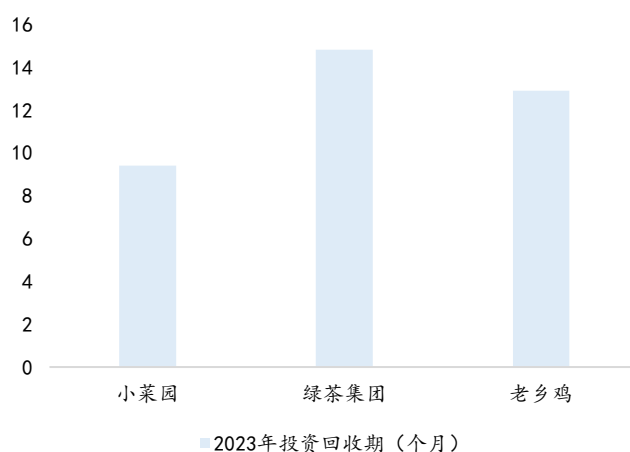
小菜园收支平衡期较短，2021 年到 2024 年，门店首次收支平衡期通常为 1-2 个月。2021 年到 2024 年 8 月间新开的 382 家门店，截至到 2024 年 8 月，有 96.6% 的门店已实现首次收支平衡，余下的 13 家非收支平衡门店均为 2024 年开业门店。



图表23：小菜园投资回收期（个月）



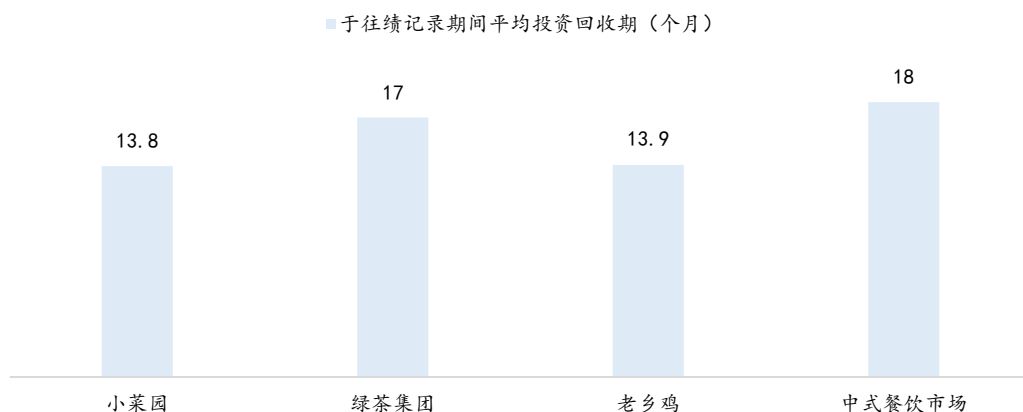
图表24：2023 年小菜园及可比公司投资回收期对比



来源：小菜园招股书，绿茶集团招股文件，老乡鸡招股书，国金证券研究所

来源：小菜园招股书，绿茶集团招股文件，老乡鸡招股书，国金证券研究所

图表25：小菜园及可比公司于往绩记录期间平均投资回收期



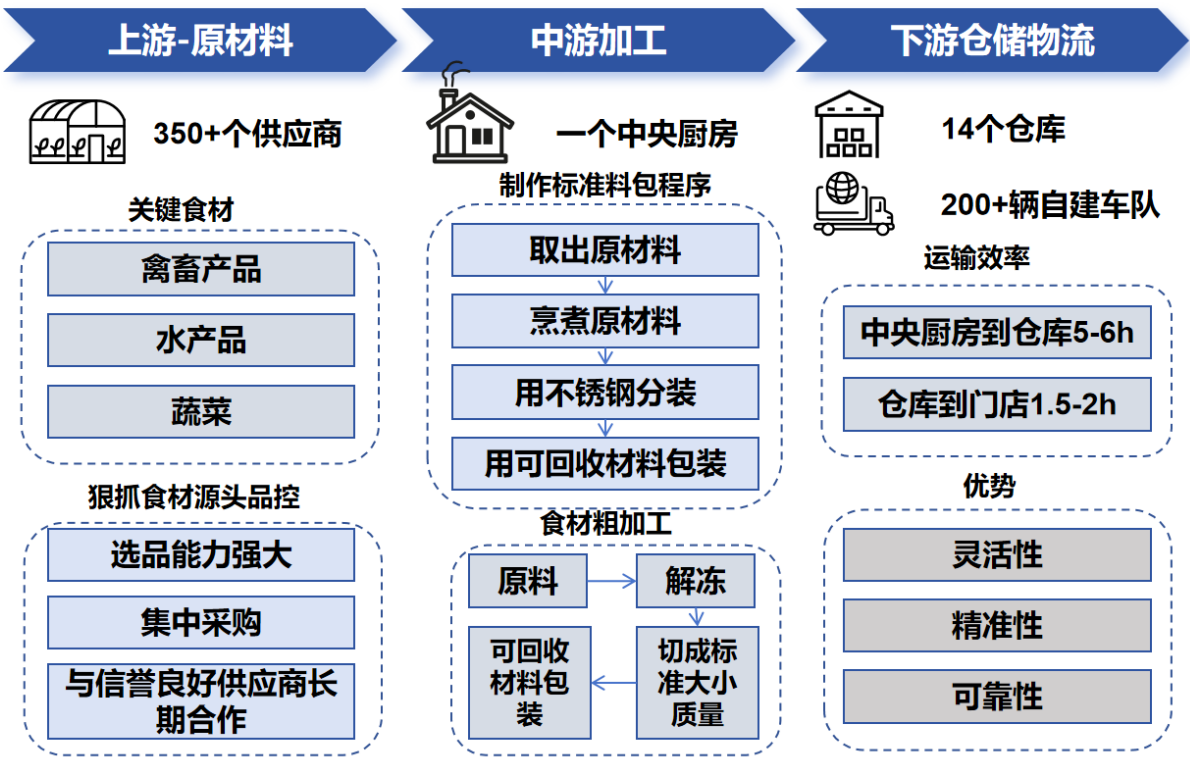
来源：小菜园招股书，绿茶集团招股文件，老乡鸡招股书，国金证券研究所

2.3 强供应链把控能力，供应链管理持续优化升级

小菜园坚持走产业链标准化路线，截至 2024 年已建成由一个中央厨房和 14 个仓库组成的，拥有自建运输车队的，集采购、加工、仓储、配送为一体的大型物流供应链体系。小菜园每个分仓辐射周边 40-60 个门店，保障门店端供给。小菜园持续发力数字化供应链系统，目前已经实现供应链全流程线上管理和监控，未来将进一步提升供应链管理体系，完善仓储管理系统(WMS)、运输管理系统(TMS)和生产管理体系(PMS)等系统组成的布局。2024 年已开始在安徽建设新中央厨房，并计划 2025—2026 年设立 6 个仓库。



图表26：小菜园供应链布局



来源：小菜园招股书，国金证券研究所

公司具备强供应链能力。小菜园供应链体系不断完善，供应链以自营为主，自建供应链体系赋能小菜园按有利的价格采购优质物品有效地实施成本控制策略，使其能够为消费者带来物超所值的美味佳肴。中央厨房和物流仓库网络使小菜园能够通过储备的库存产品和集中采购流程，确保其门店供应的稳定性。

采购阶段：小菜园狠抓食材源头品控，确保能够获取优质健康食材。坚持对供应商进行实地考察，原料生产基地货比三家，并在食材集中采购方面采用标准化的食材评价体系、原材料标准体系等。加工阶段：小菜园在安徽建有中央厨房，已实现食材粗加工和料包的工业化制作。仓储物流阶段：小菜园自建全冷链物流仓储体系，目前在南京、上海、合肥、杭州等城市已建立 14 个分仓，并自建专门的运输车队。

图表27：小菜园及可比公司餐饮品牌供应链体系对比

供应链环节		小菜园	九毛九	绿茶集团	老乡鸡	海底捞
采购	前五大供应商占比	23.1%(2024 年)	26.2%(2024 年)	18.2%(2024 年)	25.0%(2024 年)	25.8%(2024 年)
	最大供应商占比	8.0%(截至 2024.08)	15.2%(2024 年)	4.5%(2024 年)	8.2%(2024 年)	11.0%(2024 年)
	供应商	农夫山泉、益海嘉里、大湖股份	超过 300 家供应商	截至 2024 年底有 395 家供应商	3 个自有养鸡场；与 500 多家供应商合作	扎鲁特旗、蜀海集团、颐海国际、蜀韵东方、微海咨询、红火台
加工	中央厨房	1 个，安徽	3 个，广东、湖北、海南	截至 2024 年，与 205 家第三方食品加工公司合作	2 个，安徽、上海	子公司蜀海集团负责运营，截至 2023 年蜀海拥有 9 个生产加工中心



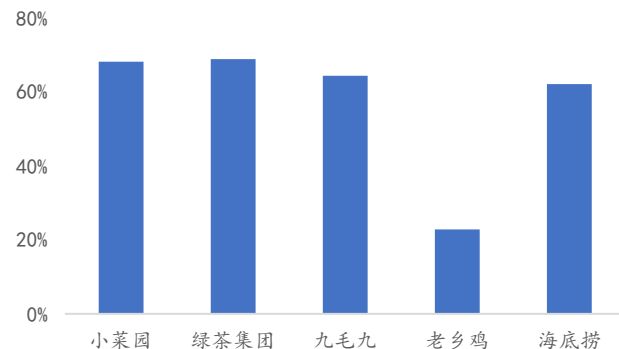
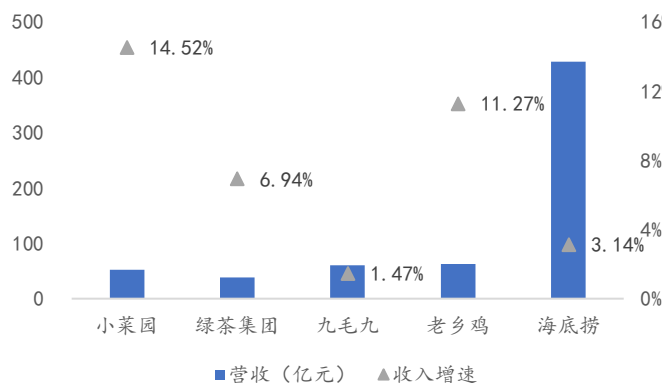
	升级计划	在安徽扩建一个新中央厨房	广州南沙供应链中心预计将在2025年末前投入使用	增加与大型食材加工公司合作；预计2026年在浙江省设立自营食材加工设施	/	/
仓储	仓库数量	14个	9个，每个厨房均配有三个仓库	与第三方物流公司合作运营仓库	8个配送中心	子公司蜀海集团提供仓储
	覆盖范围	周围40-60个门店	服务半径约200公里	/	/	/
物流	物流车	200+辆自建运输车队	第三方运送	与26家第三方物流公司合作	第三方物流供应商	子公司蜀海集团提供物流配送，蜀海集团拥有超2000辆不同车型的冷藏车和常温车
	运输能力	中央厨房运送到仓库的平均运输时间为五至六个小时；从仓库运送到门店的平均运输时间为90分钟至两个小时	各个物流设施的服务范围约为200公里	/	安徽省内及上海门店当天即可送达，而运送到其他区域的门店一般不超过两天	/

来源：公司公告，老乡鸡招股书，九毛九招股书，绿茶集团招股书，国金证券研究所

增长势头强劲，毛利率表现突出。从可比公司来看，头部餐饮品牌海底捞收入427.55亿元，规模优势较大，老乡鸡、九毛九营业收入紧随其后，分别达到62.88、60.74亿元。小菜园、绿茶集团规模体量相对偏小，营业收入分别为52.1、38.38亿元，但整体来看增速较快。毛利率维度，2024年小菜园毛利率达到68.12%，在可比公司中处于较高水平，成本控制能力较强。

图表28：小菜园及可比公司餐饮品牌2024营收及增速

图表29：小菜园及可比公司餐饮品牌2024年毛利率对比



来源：小菜园招股书，老乡鸡招股书，公司年报，国金证券研究所

来源：小菜园招股书，老乡鸡招股书，公司年报，国金证券研究所

2.4 股权绑定高管核心利益，团队激励充分

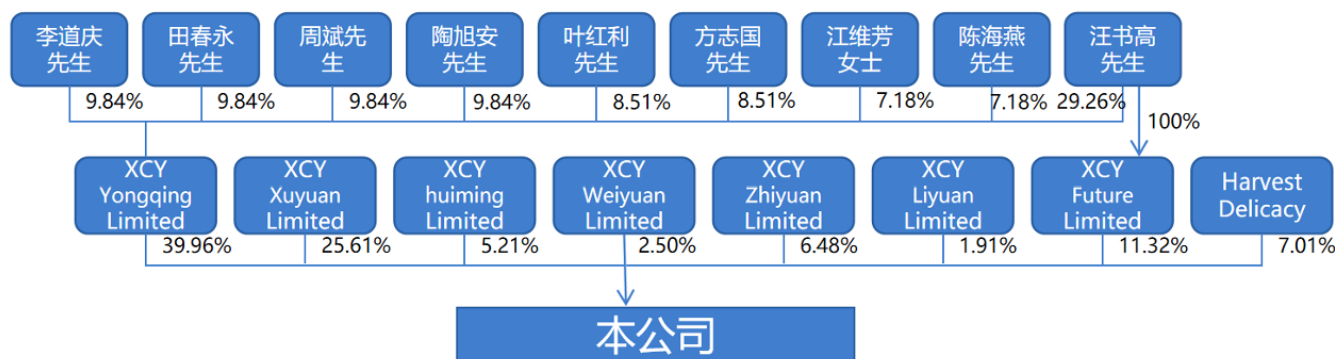
激励机制丰富，激发员工热情。小菜园的激励机制包括股权激励、薪酬激励和成长激励，极大激发了员工的斗志与热情，打造了中国餐饮行业激励模式的标杆。1) 股权激励：根据工作能力、业绩表现等对百余名管理人员及骨干员工释放相应比例的股权。2) 薪酬激励：针对雇员尤其是门店基层员工制定了基本工资加多层级绩效工资薪酬机制，个人绩效与门店整体业绩实时联动。3) 成长激励：制定标准化的员工晋升制度及体系，以业绩表现作为晋升的核心依据。

高管持股充分，董事长与其他个人股东订立一致行动协议。截至2024年年末，董事长与其他个人股东订立一致行动协议，百余名中高层则通过这些平台共享分红，实现利益绑定。



百余名自然人股东全部来自总部、区域管理层及核心骨干，股权按能力、业绩、工龄与岗位价值精准匹配。

图表30：公司股权架构图



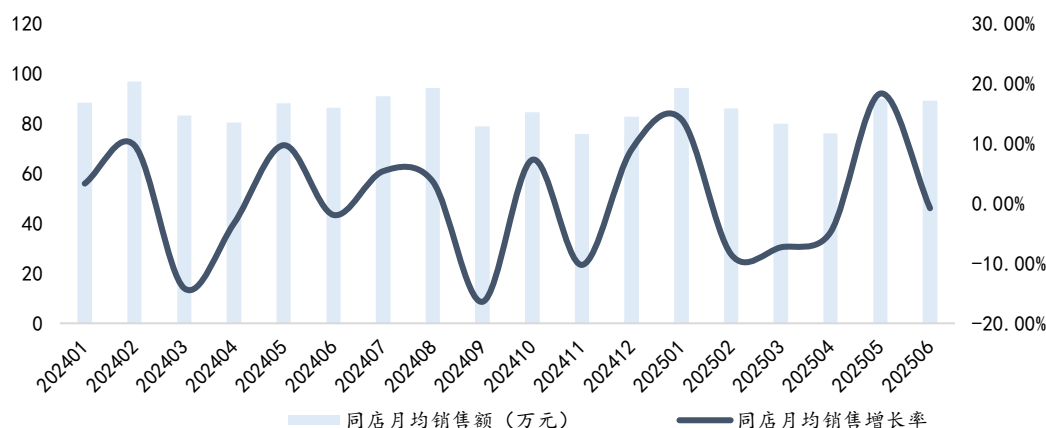
来源：小菜园招股书，国金证券研究所

三、增长看点：同店数据修复，未来3年处于门店扩张期

3.1 同店数据回正，全年有望实现增长

受前期菜品降价影响，上半年同店增长承压，5月已恢复正增长，下半年起调价基数扰动基本消除。整体来看近年来同店业绩保持韧性，降幅可控。2021—2023年，小菜园同店销售一路攀升，2022年微增1.2%，2023年再跃升20.8%，跑赢行业，得益于科学管理、标准化运营、“好吃不贵”的口碑以及外卖业务的快速放量。进入2024年，受2023年初公共卫生事件后报复性消费带来的高基数、主动下调部分菜品价格以及部分小菜园门店仍处于爬坡阶段的三重影响，同店销售同比下降12.1%。

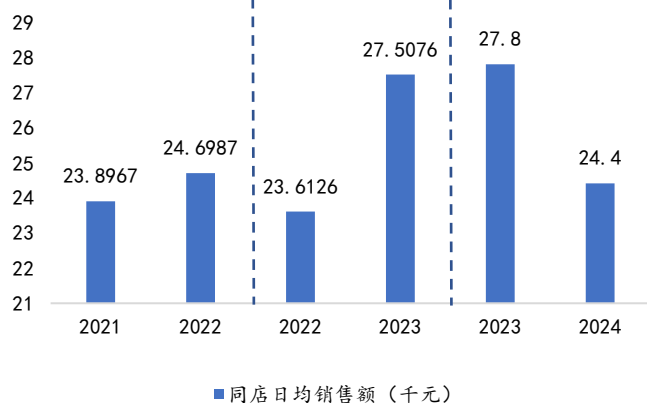
图表31：小菜园同店月均销售额及增长率



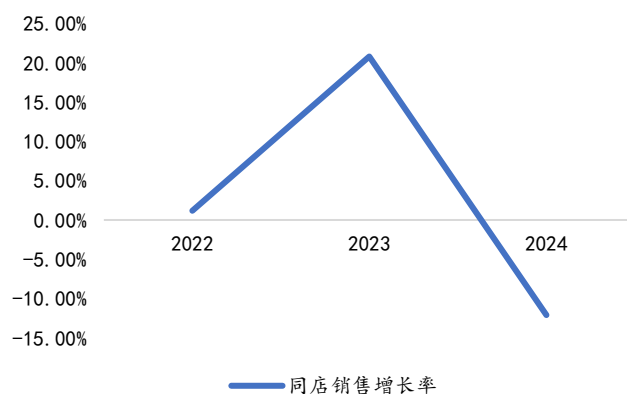
来源：久谦，国金证券研究所



图表32：小菜园同店日均销售额



图表33：小菜园同店销售增长率

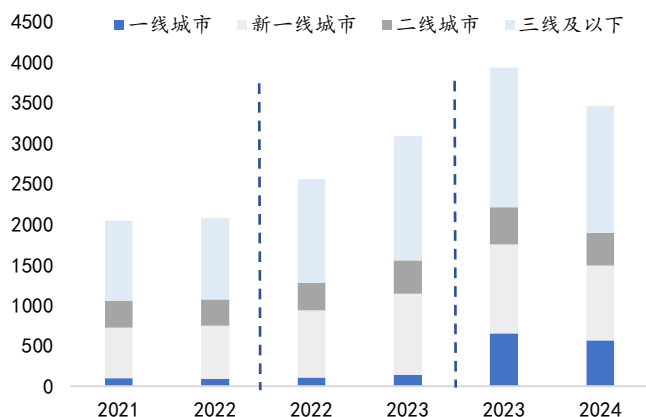


来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

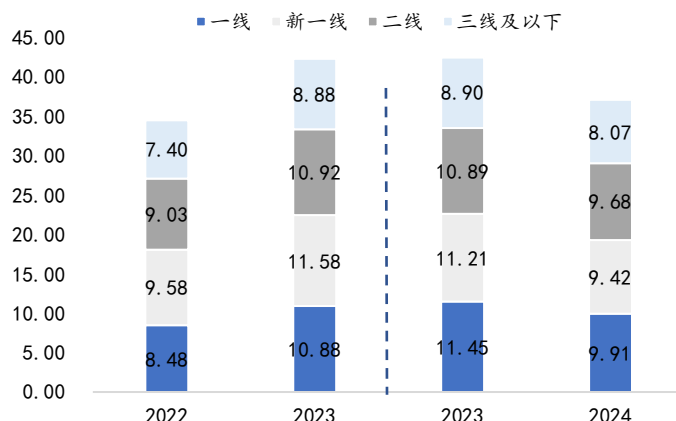
来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

2024 年整体餐饮消费大盘表现偏弱，由于菜单价格调整等原因小菜园同店销售额呈现下降趋势。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 13.4%、16.0%、11.1% 和 9.4%。量价拆分来看，各线级客单价均明显走低，一线、新一线、二线、三线及以下城市堂食顾客人均消费同比降幅分别为 7.8%、12.1%、10.1% 和 7.9%。

图表34：2021-2024 年不同线级城市同店销售额（百万元）



图表35：2022-2024 年不同线级城市同店单店销售额（百万元）

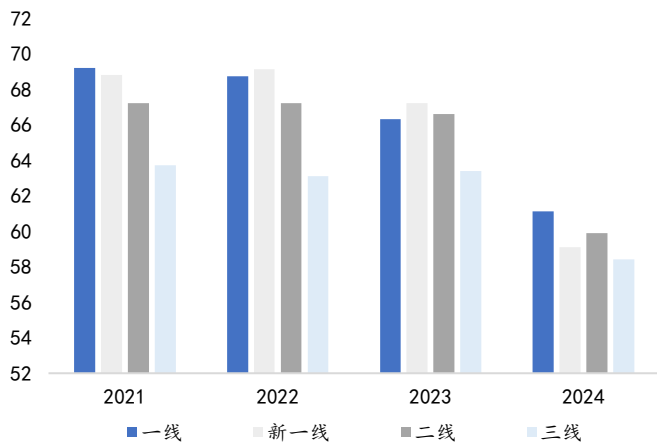


来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

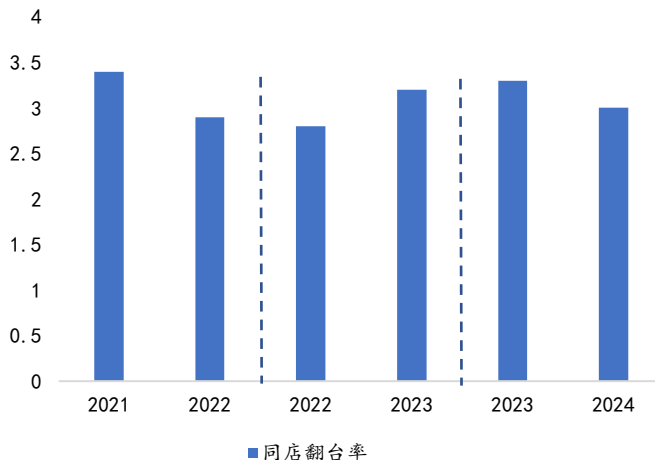


图表36：2021-2024 分线级城市堂食顾客人均消费额（元）



来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

图表37：小菜园同店翻台率

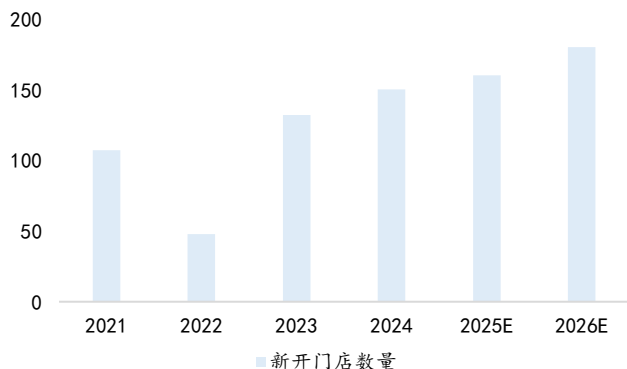


来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

3.2 长期开店空间广阔，门店加密和区域扩张并行

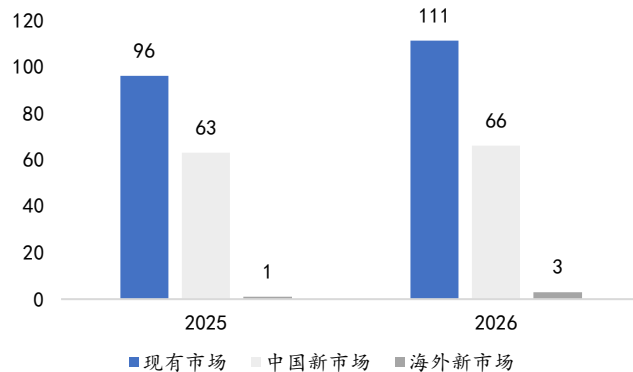
未来两年，小菜园将继续深耕现有门店并持续扩张企业规模。根据招股书，2025、2026 年分别预计新增约 160、180 家门店。区域上来看，一方面加密现有城市门店，把长三角地区的门店经营成熟打法向湖南、福建等周边区域复制；另一方面提升北上广深、杭州、南京等核心城市的门店点位密度，提高在消费力强劲的一线和新一线城市中的占有率，最终串起“长三角—京津冀—粤闽赣”三大连片市场。小菜园在大陆拓店加速的同时，其海外布局也开始启动，香港、新加坡将成为首批落子之地。2025 年 7 月 15 日，小菜园香港首店进入装修阶段，迈出品牌“出海战略”的第一步。

图表38：小菜园新开门店数量



来源：小菜园招股书，公司公告，国金证券研究所

图表39：按区域划分的小菜园预期开设门店



来源：小菜园招股书，国金证券研究所

开店空间测算：我们选取上海及合肥作为中性和乐观假设的基准城市，根据不同城市的人均 GDP/中国人均 GDP 作为城市发展系数，参考当前基准城市的开店密度来测算中长期的开店空间，中性假设下门店数量可达到 1810 家，乐观假设下门店数量可达到 4308 家。



图表40：小菜园开店空间测算

城市级别	城市名称	总数	人口数量 (万人)	2024 人均GDP (万元)	2024 中国人均GDP (万元)	城市发展系数	2024 小菜园 门店数量	门店密度 (当前)	门店密度 (中性 假设)	理论 门店数量 (中性假设 密度)	潜在 门店数量 (中性假设 &实际密度 孰高)	门店密度 (乐观 假设)	理论 门店数量 (乐观假设 密度)	潜在 门店数量 (乐观假设 &实际密度 孰高)
总计	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1741	1810	-	4308	4308
一线城市(中性基准城市)	上海	4	2480.3	21.71	9.57	2.27	71	2.86	2.86	71	71	7.10	176	176
一线城市	北京		2183.2	22.82	9.57	2.38	25	1.15	3.01	66	66	7.46	163	163
一线城市	深圳		1798.95	20.57	9.57	2.15	8	0.44	2.71	49	49	6.73	121	121
一线城市	广州		1897.8	16.42	9.57	1.72	2	0.11	2.17	41	41	5.37	102	102
一线城市(乐观基准城市)	合肥	15	1000.2	13.50	9.57	1.41	35	3.50	1.78	18	35	3.50	35	35
新一线城市	成都		2147.4	10.95	9.57	1.14	0	0.00	1.44	31	31	3.58	77	77
新一线城市	杭州		1262.4	17.32	9.57	1.81	15	1.19	2.28	29	29	5.66	71	71
新一线城市	重庆		3190.47	10.09	9.57	1.05	0	0.00	1.33	42	42	3.30	105	105
新一线城市	武汉		1380.91	15.28	9.57	1.60	17	1.23	2.02	28	28	5.00	69	69
新一线城市	苏州		1295.8	19.09	9.57	1.99	53	4.09	2.52	33	53	6.24	81	81
新一线城市	西安		1316.76	10.11	9.57	1.06	2	0.15	1.33	18	18	3.31	44	44
新一线城市	南京		957.7	19.32	9.57	2.02	56	5.85	2.55	24	56	6.32	60	60
新一线城市	长沙		1061.65	14.38	9.57	1.50	1	0.09	1.90	20	20	4.70	50	50
新一线城市	天津		1364	13.21	9.57	1.38	17	1.25	1.74	24	24	4.32	59	59
新一线城市	郑州		1308.6	11.11	9.57	1.16	8	0.61	1.46	19	19	3.63	48	48
新一线城市	东莞		1057.08	11.62	9.57	1.21	2	0.19	1.53	16	16	3.80	40	40
新一线城市	佛山		969.89	13.78	9.57	1.44	0	0.00	1.82	18	18	4.50	44	44
新一线城市	宁波		977.7	18.56	9.57	1.94	12	1.23	2.45	24	24	6.07	59	59
新一线城市	青岛		1044.25	16.01	9.57	1.67	7	0.67	2.11	22	22	5.23	55	55
二线城市(代表城市)	无锡		750.5	21.70	9.57	2.27	22	2.93	2.86	21	22	7.10	53	53
二线城市(总)	合计	30	23216.09	11.68	9.57	1.22	129	0.56	1.54	358	358	3.82	887	887
三线城市(代表城市)	宿迁		498	9.65	9.57	1.01	11	2.21	1.27	6	11	3.16	16	16
三线城市(总)	合计	70	36038.91	8.32	9.57	0.87	116	0.32	1.10	395	395	2.72	980	980
四线城市(代表城市)	铜陵		130.2	10.18	9.57	1.06	11	8.45	1.34	2	11	3.33	4	4
四线城市(总)	合计	90	27361.76	7.28	9.57	0.76	65	0.24	0.96	263	263	2.38	652	652
五线城市(代表城市)	池州		132.4	8.90	9.57	0.93	6	4.53	1.17	2	6	2.91	4	4
五线城市(总)	合计	128	15,222.53	6.66	9.57	0.70	26	0.17	0.88	134	134	2.18	331	331

来源：同花顺 ifind，小菜园，国金证券研究所测算

3.3 试水社区餐饮业务，有望切入 20-40 元价格带市场

瞄准中国庞大的社区餐饮蓝海，小菜园致力于多品牌经营策略，集团于 2023 年 10 月成立新品牌“菜手”。依托小菜园门店成功运营累积的经验，特别是其运营经验、标准化能力、信息技术的有效应用以及已建立的供应链体系，快速建立社区餐饮门店业务版图，并优化商业模式。

相比于小菜园主打中式正餐，菜手具有效率高特点，以做快餐为主，门店面积较小，约为 150-200 平方米容纳 30-40 张餐桌，同时接待 60-80 人用餐。门店采用自助服务形式，扫码点单、自助取餐、25 分钟完整用餐闭环，有效提高翻台率。菜品 SKU 被精简到 36 个，菜品、主食、饮料齐全，定价介于 5-30 元之间，5-15 元的小碗现炒贡献走量，客单价在 20-40 元。



图表41：典型社区餐饮门店特点



来源：小菜园招股书，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

收入端：预计 2025-2027 年堂食业务的收入分别为 38.21/46.27/55.66 亿元，增速分别为 19.72%/21.2%/20.29%，主要由于运营门店数量增加。预计 2025-2027 年外卖业务收入分别为 24.22/30.31/36.96 亿元，增速分别为 20.81%/25.13%/21.96%，主要由于提供外卖服务的门店数目随着门店网络的扩张而增加以及在线外卖的吸引力增强。预计 2025-2027 年净开门店数量分别为 130/160/175 家，平均单店收入分别为 785/802/820 万元，同比分别为 -0.26%/+1.59%/+1.82%。

成本端：1) 原材料：展望后续 25-27 年，依托公司“好吃不贵”的核心定位，我们假设其毛利率将长期维持在 67-69% 的窄幅区间。参考 2024 年毛利率 68.12%，我们预计 2025-2027 年公司毛利率为 67.50%/67.50%/67.50%，对应原材料及耗品成本占比为 32.50%/32.50%/32.50% (vs 2024 31.88%)。2) 人工：员工成本占收入比持续优化，随收入规模扩张而下降，人工成本或稳中略降，参考 2024 年人工成本 27.29%，2025-2027 年我们预计总人工成本占比为 27.00%/26.50%/26.50%。3) 租金：考虑收入规模快速扩张，2025-2027 年租金成本（使用权资产折旧+短期租赁成本）占比或有所下降。参考 2024 年使用权资产折旧、短期租赁成本占收入比分别为 4.92%/1.79%，我们预计 2025-2027 年使用权资产折旧占收入比为 4.5%/4.5%/4.5%；短期租赁成本占收入比为 1.70%/1.70%/1.68%。4) 其他经营成本/费用：2024 年外卖服务费/水电成本开支/广告及营销费用占收入比分别为 6.81%/3.30%/1.22%。我们预计美团等外卖平台佣金率相对稳定，外卖服务开支稳中有降。我们预计 2025-2027 年外卖服务开支占比为 6.58%/6.71%/6.77%。水电成本开支或保持相对稳定，预计 2025-2027 年水电成本占比为 3.20%/3.20%/3.20%。考虑到拓店区域扩大，公司广告投入或有所增加，我们预计 2025-2027 年广告及营销费用占比为 1.40%/1.30%/1.30%。



图表42：小菜园收入预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	4,549.42	5,209.87	6,259.16	7,677.39	9,285.60
yoy	41.58%	14.52%	20.14%	22.66%	20.95%
其中：					
堂食收入	3,051.09	3,191.55	3,820.94	4,627.22	5,566.13
yoy	39.74%	4.60%	19.72%	21.10%	20.29%
外卖收入	1,491.35	2,004.77	2,421.96	3,030.66	3,696.05
yoy	44.86%	34.43%	20.81%	25.13%	21.96%
其他收入	6.97	13.55	16.26	19.52	23.42
yoy	1376%	95%	20%	20%	20%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表43：小菜园门店数&单店收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
门店数量	542	667	797	957	1132
同比%	28.44%	23.06%	19.49%	20.08%	18.29%
净开门店	132	137	130	160	175
平均单店收入（万元）	839	781	785	802	820
同比%	13.74%	-14.37%	-0.26%	1.59%	1.82%

来源：公司公告，国金证券研究所测算



图表44：小菜园成本费用预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成本					
原材料及耗品	1433.379	1661.021	2034.22743	2495.15259	3017.82059
占收入比例%	31.51%	31.88%	32.50%	32.50%	32.50%
毛利率%	68.49%	68.12%	67.50%	67.50%	67.50%
运营费用					
员工成本	1334.18	1421.60	1689.97	2034.51	2460.68
占收入比例%	29.33%	27.29%	27.00%	26.50%	26.50%
使用权资产折旧	196.27	256.47	281.66	345.48	417.85
占收入比例%	4.31%	4.92%	4.50%	4.50%	4.50%
其他资产的折旧与摊销	132.84	174.27	187.77	230.32	278.57
占收入比例%	2.92%	3.34%	3.00%	3.00%	3.00%
其他租金及相关开支	58.53	93.05	106.41	130.52	156.00
占收入比例%	1.29%	1.79%	1.70%	1.70%	1.68%
水电煤开支	139.60	171.77	200.29	245.68	297.14
占收入比例%	3.07%	3.30%	3.20%	3.20%	3.20%
广告及营销开支	48.27	63.41	87.63	99.81	120.71
占收入比例%	1.06%	1.22%	1.40%	1.30%	1.30%
外卖服务开支	257.89	354.81	411.73	515.21	628.33
占收入比例%	5.67%	6.81%	6.58%	6.71%	6.77%
其他开支	210.58	273.47	284.79	349.32	422.49
占收入比例%	4.63%	5.25%	4.55%	4.55%	4.55%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

4.2 估值

预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.2/9.1/11 亿元，同比+24.3%/+26.4%/+21.1%，公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 16.29/12.89/10.65X，我们选取海底捞、绿茶集团、九毛九、特海国际、百胜中国作为可比公司，参考可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PE 平均值为 17.95X、2026 年 14.52X。我们认为公司是中国性价比餐饮龙头，且近年开店加速处于品牌势能上升期，给予 2026 年 20X PE，对应 183 亿人民币市值，201 亿港币市值，目标价 18.07 港元（汇率 1:0.9094），首次覆盖，给予“买入”评级。


图表45：可比公司估值表

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
6862.HK	海底捞	0.87	0.91	0.99	1.08	16.32	13.78	12.63	11.58
6831.HK	绿茶集团	0.55	0.71	0.88	1.13	14.16	9.45	7.58	5.92
9922.HK	九毛九	0.04	0.11	0.17	0.21	79.55	22.10	14.77	11.64
9658.HK	特海国际	0.04	0.07	0.09	0.11	84.54	26.94	21.42	17.94
9987.HK	百胜中国	2.33	2.54	2.75	2.96	20.06	17.48	16.18	15.04
	平均	0.77	0.87	0.98	1.10	42.93	17.95	14.52	12.43
	中位数	0.55	0.71	0.88	1.08	20.06	17.48	14.77	11.64
0999.HK	小菜园	0.49	0.61	0.78	0.95	18.5	16.29	12.89	10.65

来源：wind，国金证券研究所测算

五、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。

门店开拓不及预期：若开店速度不及预期，可能影响公司整体收入提升情况。

同店表现不及预期：若现有门店表现下滑，可能会影响整体单店表现及门店扩张速度。

大股东减持风险：公司高管持股充分，若大股东减持可能会对经营管理产生不利影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,213	4,549	5,210	6,259	7,677	9,286
增长率	21.5%	41.6%	14.5%	20.1%	22.7%	20.9%
主营业务成本	1,088	1,433	1,661	2,034	2,495	3,018
%销售收入	33.9%	31.5%	31.9%	32.5%	32.5%	32.5%
毛利	2,126	3,116	3,549	4,225	5,182	6,268
%销售收入	66.1%	68.5%	68.1%	67.5%	67.5%	67.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	27	48	63	88	100	121
%销售收入	0.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用	1,749	2,330	2,745	3,163	3,851	4,661
%销售收入	54.4%	51.2%	52.7%	50.5%	50.2%	50.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	378	776	812	943	1,193	1,440
%销售收入	11.8%	17.0%	15.6%	15.1%	15.5%	15.5%
财务费用	28	32	41	-18	-23	-32
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	496	947	739	975	1,231	1,486
营业利润率	15.4%	20.8%	14.2%	15.6%	16.0%	16.0%
营业外收支						
税前利润	350	744	771	962	1,216	1,472
利润率	10.9%	16.4%	14.8%	15.4%	15.8%	15.9%
所得税	112	212	191	240	304	368
所得税率	32.1%	28.5%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	238	532	581	721	912	1,104
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	238	532	581	721	912	1,104
净利率	7.4%	11.7%	11.1%	11.5%	11.9%	11.9%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	238	532	581	721	912	1,104
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	-32	-63	31	38	46
非经营收益						
营运资金变动	-125	36	-47	-45	34	39
经营活动现金净流	434	866	903	826	1,110	1,321
资本开支	-96	-311	-319	-220	-220	-220
投资	15	5	-1,010	0	0	0
其他	2	10	27	-31	-38	-46
投资活动现金净流	-80	-296	-1,302	-251	-258	-266
股权募资	0	0	780	0	0	0
债权募资	-76	-236	-276	0	0	0
其他	-235	221	-108	-425	-539	-654
筹资活动现金净流	-312	-14	396	-425	-539	-654
现金净流量	43	557	-3	149	312	400

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	63	620	617	766	1,078	1,477
应收款项	185	270	302	362	444	537
存货	85	105	110	136	166	201
其他流动资产	18	25	1,012	1,012	1,012	1,012
流动资产	351	1,020	2,040	2,275	2,700	3,227
%总资产	27.0%	43.6%	56.9%	58.0%	60.7%	63.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	426	583	699	743	783	819
%总资产	32.7%	24.9%	19.5%	18.9%	17.6%	16.2%
无形资产	496	697	791	849	904	956
非流动资产	952	1,320	1,548	1,650	1,745	1,833
%总资产	73.0%	56.4%	43.1%	42.0%	39.3%	36.2%
资产总计	1,303	2,340	3,588	3,925	4,444	5,060
短期借款	113	50	0	0	0	0
应付款项	65	82	57	85	104	126
其他流动负债	404	529	550	563	691	836
流动负债	583	661	607	648	795	961
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	396	1,056	616	616	616	616
负债	978	1,717	1,222	1,264	1,411	1,577
普通股股东权益	325	623	2,365	2,661	3,034	3,483
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	325	624	2,362	2,658	3,030	3,479
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,303	2,340	3,588	3,925	4,444	5,060

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.00	0.00	0.56	0.61	0.78	0.94
每股净资产	0.28	0.53	2.01	2.26	2.58	2.96
每股经营现金净流	0.37	0.74	0.77	0.70	0.94	1.12
每股股利	0.00	0.00	0.32	0.36	0.46	0.56
回报率						
净资产收益率	73.12%	85.39%	24.55%	27.11%	30.06%	31.70%
总资产收益率	18.23%	22.74%	16.18%	18.38%	20.52%	21.82%
投入资本收益率	58.59%	82.40%	25.86%	26.58%	29.49%	31.00%
增长率						
主营业务收入增长率	21.45%	41.58%	14.52%	20.14%	22.66%	20.95%
EBIT 增长率	13.43%	105.15%	4.73%	16.13%	26.46%	20.67%
净利润增长率	4.60%	123.96%	9.13%	24.25%	26.42%	21.05%
总资产增长率	8.60%	79.57%	53.32%	9.40%	13.22%	13.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.5	2.4	2.2	1.9	1.9	1.9
存货周转天数	23.6	23.8	23.2	21.7	21.8	21.9
应付账款周转天数	25.3	18.4	15.0	12.5	13.6	13.7
固定资产周转天数	47.1	39.9	44.3	41.5	35.8	31.0
偿债能力						
净负债/股东权益	135.74%	77.97%	-33.36%	-35.26%	-41.20%	-47.37%
EBIT 利息保障倍数	13.4	24.6	19.8	—	—	—
资产负债率	75.07%	73.37%	34.07%	32.20%	31.74%	31.17%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	5	9
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究