

小菜园 (00999.HK)

2025H1 归母净利润增长 36%，预计下半年门店扩张提速

优于大市

核心观点

2025H1 公司归母净利润同增 36%。2025H1，公司实现收入 27.14 亿元/+6.5%；归母净利润 3.82 亿元/+35.7%；经调整净利润 3.82 亿元/+44.6%。**分收入结构看**，堂食业务收入 16.47 亿元/+2.2%，外卖业务收入 10.57 亿元/+13.7%，外卖布局是上半年公司收入增长重要驱动力，堂食/外卖收入占比为 60.7%/39.0%，其中外卖占比环比 2024H2 (40.4%) 小幅略有下行。

同店短期承压，效能提升改善利润率。经营数据方面，2025H1，整体堂食客单价同比-5.5%；整体翻台率为 3.1 次，与去年同期持平；同店收入同比-7.2%，预计主要系客单价走低影响；分量价看，期内毛利率为 70.5%，同比+2.6%改善显著，得益于供应链统一采购带来供应商议价能力提升带动；员工成本占比为 24.6%，同比优化 4.0pct，系门店采用炒菜机器人、单店模型人员数优化综合贡献；营销费率为 2.0%，同比+0.8pct，系公司期内适度增加营销投放；此外期内税率为 29.5%，同比+3.5pct，系中期股息预扣税增加。期内归母净利率 14.1%，同比+3.0pct，效能提升带动利润率改善。

下半年预计开店提速。截至 2025 年 6 月 30 日，小菜园门店数达 672 家，同比净增 55 家，但较年初仅净增 5 家，主要系公司上半年更多聚焦存量门店运营提效；分城市等级看，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数量分别为 109/192/80/291 家，分别占总门店数的 17.8%/29.5%/12.3%/40.4%。公司下半年开店预计将提速，据企业官微显示，7月/8月已分别新增门店数超 10/20 家，我们维持全年 130 家净增门店预期。

巩固供应链优势，高比例现金分红。公司供应链建设节奏稳步推进，公司马鞍山新中央厨房预计年内有望建成完工；上半年公司每股分红 0.2112 元，分红比例为 65%，假设下半年分红率相同最新收盘价对应股息率为 4.2%。

风险提示：食品安全、股东减持、同店收入改善&门店扩张不及预期等。

投资建议：考虑到公司效能提升顺利验证，维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.7/9.4/11.2 亿元，分别同比+32%/+22%/+19%。小菜园深耕华东区域，并稳步向异地扩张，供应链+高性价比护航拓展成功率高，且单店效率改善贡献额外利润率弹性，维持公司未来一年目标价为 13.4-14.3 港元，维持公司“优于大市”评级，后续同店收入增速改善以及门店扩张效果的顺利验证，均有望进一步提升公司估值水平。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,549	5,210	6,043	7,317	8,751
(+/-%)	41.6%	14.5%	16.0%	21.1%	19.6%
归母净利润(百万元)	532	581	767	940	1120
(+/-%)	124.0%	9.1%	32.2%	22.4%	19.2%
每股收益(元)	0.45	0.49	0.65	0.80	0.95
EBIT Margin	20.4%	17.0%	11.7%	12.6%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	85.4%	24.5%	29.1%	31.5%	33.1%
市盈率 (PE)	22.1	20.3	15.3	12.5	10.5
EV/EBITDA	13.3	13.0	14.7	12.1	10.3
市净率 (PB)	18.87	4.97	4.45	3.95	3.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光
0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：张鲁
010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

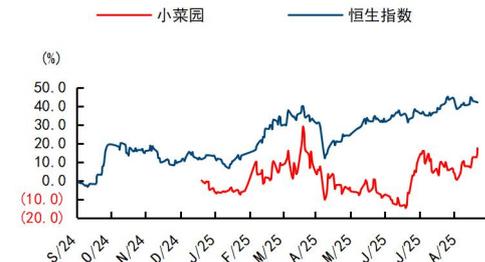
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.92 港元
总市值/流通市值	12848/12848 百万港元
52 周最高价/最低价	12.54/7.90 港元
近 3 个月日均成交额	36.50 百万港元

市场走势



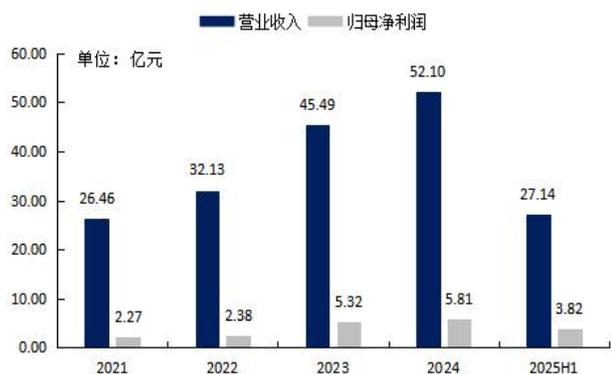
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《小菜园 (00999.HK) - 中式大众餐饮赛道龙头，全国化扩张验证进行时》——2025-08-17

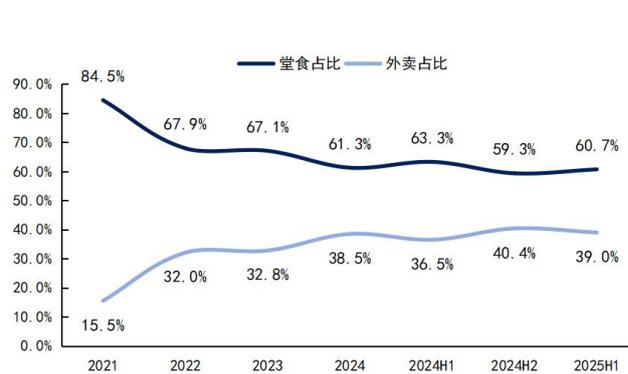
2025H1 公司归母净利润同增 36%。2025H1，公司实现收入 27.14 亿元/+6.5%；归母净利润 3.82 亿元/+35.7%；经调整净利润 3.82 亿元/+44.6%。**分收入结构看，同比堂食业务保持稳健、外卖业务是主要增长动力。**2025H1，公司堂食业务实现收入 16.47 亿元，同比增长 2.2%；外卖业务实现收入 10.57 亿元，同比增长 13.7%，这主要得益于提供外卖服务的门店数目扩张以及小菜园品牌在外卖渠道的吸引力增强；堂食/外卖占比分别为 60.7%/39.0%，同比 -2.6/+2.5pct，环比 +1.4/-1.4pct。

图1：2021-2025 年上半年公司营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021-2025 年上半年堂食和外卖占比

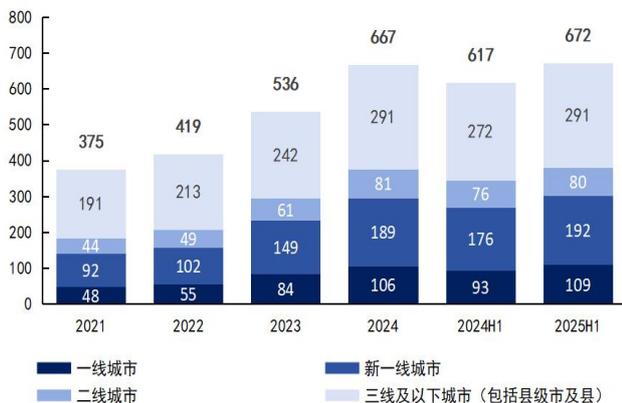


资料来源：公司公告、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

2025 下半年开店预计边际提速。小菜园门店数由 2024 年 6 月 30 日的 617 家增长至 2025 年 6 月 30 日的 672 家，净增 55 家，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数量分别为 109/192/80/291 家，分别占总门店数的 17.8%/29.5%/12.3%/40.4%；但相比 2024 年底的 667 家，仅净增 5 家，主要原因系上半年公司重心在门店精益管理、调整及降本增效。据企业官微显示，7 月/8 月已分别新增门店数超 10/20 家，展店速度已边际提速，故我们维持全年 130 家门店净增计划。

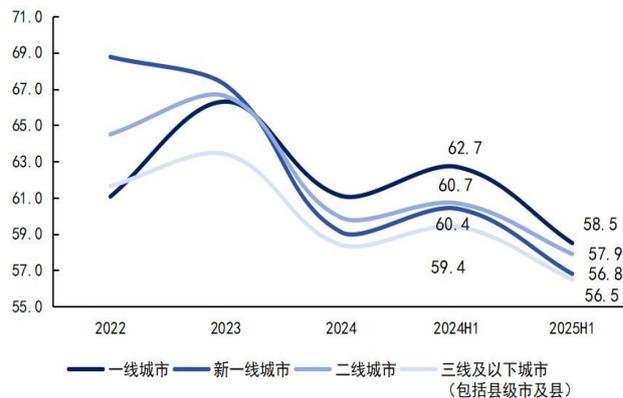
堂食客单价同比下滑致同店收入短期承压。2025H1，公司堂食客单价 57.1 元，同比下降 5.5%；2025H1 小菜园整体翻台率较去年同期持平，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市翻台率分别为 3.1/3.1/3.4/3.0 次/天，同比 -0.1/0.0/+0.1/0.0 次/天，二线城市翻台率的同比提升主要由于门店店型优化带来的坪效提升；受客单价和翻台率下滑的影响，2025H1 同店日均销售额下降至约 2.29 万元，同比 -7.3%，整体同店翻台率为 3.0 次/天，同比下滑 0.1 次/天，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市同店翻台率分别为 3.0/3.0/3.4/2.9 次/天，同比 -0.2/-0.2/0.0/-0.2 次/天。

图3：2021-2025年上半年全国门店分布



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

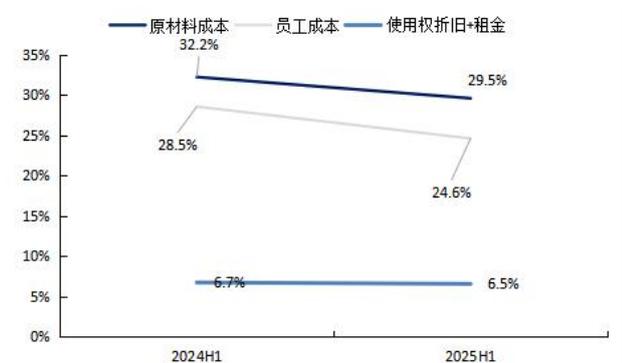
图4：2022-2025年上半年堂食客单价变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率、员工成本改善带动利润率上行。毛利率为 70.5%，同比+2.6%改善显著，得益于供应链规模的显现、供应商议价能力的提升以及对外采购单价下降等综合因素的影响使得采购成本和物料消耗减少；员工成本占比为 24.6%，同比优化 4.0pct，系门店采用炒菜机器人、单店模型优化综合贡献。其中营销费率为 2.0%，同比+0.8pct，系公司期内适度增加营销投放，此外期内税率为 29.5%，同比+3.5pct，系中期股息预扣税增加。净利率 14.1%，同比+3.0pct。

图5：2024H1-2025H1 三项成本占比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：2022-2025年上半年毛利率及净利率



资料来源：公司公告、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

巩固供应链优势，高比例现金分红。公司供应链建设节奏稳步推进，公司马鞍山新中央厨房预计年内有望建成完工；上半年公司每股分红 0.2112 元，分红比例为 65%，假设下半年分红率相同最新收盘价计算股息率为 4.2%。

投资建议：考虑到公司效能提升顺利验证，维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.7/9.4/11.2 亿元，分别同比+32%/+22%/+19%。小菜园深耕华东区域，并稳步向异地扩张，供应链+高性价比护航拓展成功率高，且单店效率改善望贡献额外利润率弹性，维持公司未来一年目标价为 13.4-14.3 港元，维持公司“优于大市”评级，后续同店收入增速改善以及门店扩张效果的顺利验证，均有望进一步提升公司估值水平。

表1: 板块相对估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS				PE			PEG	投资评级
				24	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
0999.HK	小菜园	9.96	117.23	0.56	0.65	0.80	0.95	15.3	12.5	10.5	0.79	优于大市
6831.HK	绿茶集团	6.79	45.72	0.65	0.76	0.90	1.06	8.9	7.5	6.4	0.51	优于大市
2517.HK	锅圈	3.20	87.99	0.08	0.16	0.19	0.23	20.3	16.8	13.9	0.48	优于大市
9922.HK	九毛九	2.66	37.24	0.04	0.11	0.12	0.13	25.3	22.2	20.0	0.51	优于大市

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	620	617	908	2378	2834	营业收入	4549	5210	6043	7317	8751
应收款项	270	302	546	661	791	营业成本	1433	1661	1813	2195	2625
存货净额	105	110	119	144	173	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	25	0	121	146	175	销售费用	185	258	354	428	512
流动资产合计	1020	2040	2706	3331	3974	管理费用	2005	2407	3171	3770	4464
固定资产	583	699	868	999	1101	财务费用	(39)	(38)	(39)	(42)	(46)
无形资产及其他	697	791	593	396	198	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	40	58	58	58	58	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	50	100	其他收入	(221)	(151)	279	287	296
资产总计	2340	3588	4225	4833	5430	营业利润	744	771	1023	1253	1493
短期借款及交易性金融负债	50	0	54	35	30	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	161	145	142	173	208	利润总额	744	771	1023	1253	1493
其他流动负债	450	462	565	683	817	所得税费用	212	191	256	313	373
流动负债合计	661	607	762	890	1054	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	532	581	767	940	1120
其他长期负债	1056	616	821	963	993	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	1056	616	821	963	993	净利润	532	581	767	940	1120
负债合计	1717	1222	1583	1853	2047	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	172	196	279	287	296
股东权益	623	2365	2642	2980	3383	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	2340	3588	4225	4833	5430	财务费用	(39)	(38)	(39)	(42)	(46)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	676	(474)	(68)	123	11
每股收益	0.45	0.49	0.65	0.80	0.95	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.42	0.51	0.61	经营活动现金流	1380	303	978	1350	1427
每股净资产	0.53	2.01	2.25	2.53	2.88	资本开支	0	(312)	(250)	(220)	(200)
ROIC	313%	169%	89%	123%	190%	其它投资现金流	5	(1012)	0	1012	0
ROE	85%	25%	29%	32%	33%	投资活动现金流	5	(1324)	(250)	742	(250)
毛利率	68%	68%	70%	70%	70%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	17%	12%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	16%	17%	17%	支付股利、利息	0	0	(491)	(601)	(717)
收入增长	42%	15%	16%	21%	20%	其它融资现金流	(828)	1018	54	(20)	(5)
净利润增长率	124%	9%	32%	22%	19%	融资活动现金流	(828)	1018	(437)	(621)	(722)
资产负债率	73%	34%	37%	38%	38%	现金净变动	557	(3)	292	1470	456
息率	0.0%	0.0%	3.8%	4.7%	5.6%	货币资金的期初余额	63	620	617	908	2378
P/E	22.1	20.3	15.3	12.5	10.5	货币资金的期末余额	620	617	908	2378	2834
P/B	18.9	5.0	4.5	3.9	3.5	企业自由现金流	0	76	490	883	971
EV/EBITDA	13	13	15	12	10	权益自由现金流	0	1122	574	895	1000

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032