

2025 年 08 月 20 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

降本增效成果显化，利润空间持续释放

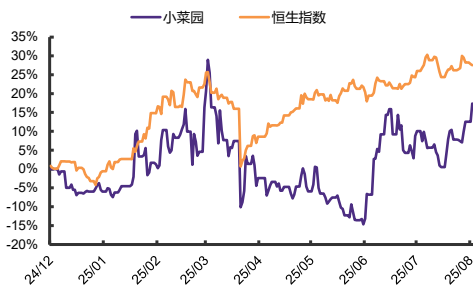
—小菜园（0999.HK）公司事件点评报告 买入（维持）事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	10.92
总市值（亿港元）	128.5
总股本（百万股）	1,176.5
流通股本（百万股）	1,176.5
52 周价格范围（港元）	7.9-13.02
日均成交额（百万港元）	29.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《小菜园（0999）：门店稳步拓张，运营效率优化》2025-04-20

2025 年 8 月 15 日，小菜园发布 2025 年半年度业绩公告。2025H1 总营收 27.14 亿元（同增 7%），净利润 3.82 亿元（同增 36%）。

投资要点

■ 降本增效稳步推进，利润空间持续释放

2025H1 毛利率为 70.46%，同比提升，主要系采购形成规模效应、店型优化人效提升以及招商能力增强所致；员工成本/水电煤/广告及促销/外卖服务开支占收入比例分别同比-4pct/-0.1pct/+1pct/+0.3pct 至 24.56%/3.07%/1.97%/6.70%，净利率同增约 3pct 至 14.09%，主要系公司通过升级店型、引入自动化设备、优化人员配置等方式积极推进降本增效。

■ 外卖业务快速增长，聚焦堂食体验提升

2025H1 公司堂食业务营收同增 2%至 16.47 亿元，主要系公司在营门店数量较上年同期净增 55 家至 672 家，带动堂食业务拓展所致；2025H1 外卖业务营收同增 14%至 10.57 亿元，主要系公司提供外卖服务门店增多，以及于在线外卖平台吸引力增强，驱动外卖订单数量同增 31%。公司持续聚焦堂食消费体验提升，推动业务结构优化，6 月同店企稳回升，7 月延续上升趋势，全年业绩有望持续向好。

■ 门店拓展规划清晰，供应链建设同步跟进

截至 2025 年 6 月 30 日，公司门店总数为 672 家，下半年将重点发力门店网络扩张，老市场加密与新市场拓展并行，目前拓店趋势延续，预计年底门店总数可达 800 家目标。此外，马鞍山工厂预计于 2025 年年底建成，定位未来 3000 家门店的供应链支撑，以期实现正餐标准化生产。随着门店拓展与供应链强化，预计公司体量与效率可实现进一步突破。

■ 盈利预测

公司积极落实降本增效，盈利能力显著提升；下半年重点推进门店网络扩张与堂食业务提升，全年业绩有望稳健增长。根据 2025 年半年度业绩公告，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 0.64/0.80/1.00（前值为 0.58/0.69/0.83）元，当前股

价对应 PE 分别为 16/13/10 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险，市场竞争加剧风险，食品安全风险，门店扩张不及预期，堂食业务提升不及预期。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5209.87	6107.61	7417.26	8888.22
YoY	14.52%	17.23%	21.44%	19.83%
净利润(百万元)	580.62	750.84	941.05	1170.76
YoY	9.13%	29.32%	25.33%	24.41%
每股收益(元)	0.49	0.64	0.80	1.00
EBIT Margin	24.19%	25.06%	25.13%	25.07%
净资产收益率 (ROE)	24.55%	25.31%	25.30%	25.15%
市盈率 (PE)	20.62	15.95	12.72	10.23
EV/EBITDA	8.32	7.67	6.56	5.64
市净率 (PB)	5.06	4.04	3.22	2.57

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	617	1457	2413	3343
应收款	302	354	430	515
存货	110	151	180	217
其他流动资产	0	61	74	89
流动资产合计	2040	3237	4553	5912
固定资产	699	737	688	611
无形资产及其他	791	593	396	198
投资性房地产	58	58	58	58
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	3588	4625	5694	6778
短期借款及交易性金融负债	0	54	35	30
应付款项	145	200	251	293
其他流动负债	462	553	677	818
流动负债合计	607	808	962	1141
长期借款及应付债券	0	30	50	50
其他长期负债	616	821	963	932
长期负债合计	616	851	1013	982
负债合计	1222	1659	1975	2123
所有者权益				
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2365	2966	3719	4656
负债和股东权益总计	3588	4625	5694	6778

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.49	0.64	0.80	1.00
每股红利	0.12	0.13	0.16	0.20
每股净资产	2.01	2.52	3.16	3.96
ROIC	107%	120%	237%	542%
ROE	25%	25%	25%	25%
毛利率	68%	68%	68%	68%
EBIT Margin	24%	25%	25%	25%
EBITDA Margin	32%	31%	30%	30%
收入增长	15%	17%	21%	20%
净利润增长率	9%	29%	25%	24%
资产负债率	34%	36%	35%	31%
息率	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%
P/E	20.6	15.9	12.7	10.2
P/B	5.1	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA	8	8	7	6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

注：PE 换算对应汇率为：港元兑人民币：0.932

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5210	6108	7417	8888
营业成本	1661	1936	2374	2880
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	1485	1710	2084	2506
管理费用	804	931	1095	1273
财务费用	41	50	59	68
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	-300	-250	-200
其他收入	-448	-180	-300	-400
营业利润	771	1001	1255	1561
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	771	1001	1255	1561
所得税费用	191	250	314	390
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	581	751	941	1171

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	581	751	941	1171
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	432	360	397	425
公允价值变动损失	0	300	250	200
财务费用	41	50	59	68
营运资本变动	-474	197	198	15
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	539	1609	1786	1811
资本开支	-373	-500	-400	-350
其它投资现金流	-1012	-202	-243	-291
投资活动现金流	-1384	-702	-643	-641
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	30	20	0
支付股利、利息	0	-150	-188	-234
其它融资现金流	842	54	-20	-5
融资活动现金流	842	-66	-188	-239
现金净变动	-3	841	955	930
货币资金的期初余额	620	617	1457	2413
货币资金的期末余额	617	1457	2413	3343
企业自由现金流	534	1206	1593	1762
权益自由现金流	1345	1253	1549	1706

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。