



2025 年 08 月 22 日

公司深度研究

买入/首次

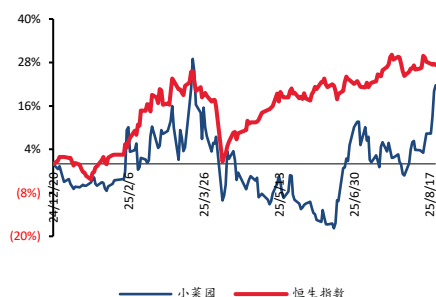
小菜园(00999)

目标价:

昨收盘:11.76

大众便民餐饮领军品牌 门店扩张提速

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 11.77/11.77
 总市值/流通(亿港元) 138.36/138.36
 12 个月内最高/最低价 13.02/7.9 (港元)

相关研究报告

证券分析师: 王湛

电话:

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190517100003

报告摘要

小菜园作为快速发展的大众便民中式餐饮企业,主打新徽菜,以“好吃不贵”为核心经营理念,致力于打造“中国百姓的家庭厨房”。自 2013 年在安徽铜陵开设首家门店以来,截至 2024 年底已拥有 673 家直营门店,覆盖 14 个省份 146 个城市,2025 年计划突破 800 家门店。

从行业环境看,中国餐饮市场规模韧性强劲。2018-2023 年复合增长率 4.4%,预计 2028 年达 8.26 万亿元。其中,大众便民中式餐饮(客单价 100 元以下)为核心细分领域,2023 年规模 3.62 万亿元,占中餐市场 88.7%,且连锁化率持续提升(2023 年 19.2%)。小菜园在 50-100 元客单价市场表现突出,2023 年以 0.2% 的市场份额位居榜首,竞争优势显著。

市场竞争力方面,小菜园的核心优势体现在四方面。一是品牌定位精准,以“家庭厨房”场景切入,堂食客单价 50-70 元,兼顾性价比与品质;二是标准化运营体系完善,通过中央厨房实现食材预处理与酱料标准化,引入 BI 系统、智能摄像等数字化工具,菜品 SKU 精简至 45-50 款,服务流程全标准化;三是供应链一体化能力强,自建中央厨房(安徽铜陵及马鞍山项目)、14 个仓库及 200 台车辆的物流团队,集中采购降低原材料成本,2025H1 原材料成本占比降至 29.5%;四是激励机制健全,通过股权激励(130 名员工持股)、门店虚拟股权等绑定员工利益,降低流失率。

财务表现上,小菜园营收与利润持续增长。2021-2024 年营收从 26.46 亿元增至 52.1 亿元,复合增速 25.3%;归母净利润从 2.27 亿元增至 5.81 亿元,复合增速 36.7%。毛利率稳定在 65%以上(2025H1 达 70.5%),净利率 11%左右(2025H1 提升至 14.1%),均高于行业平均。单店模型优化明显,新开门店面积从 300-400 平方米缩减至 220-240 平方米,初期投入下降,投资回收期约 13.8 个月,优于行业 18 个月的平均水平。

盈利预测:预计 2025-2027 年小菜园将实现归母净利润 7.53 亿元/9.21 亿元/11.22 亿元,同比增速分别为 29.6%/22.4%/21.9%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.64 元/股、0.78 元/股和 0.95 元/股,2025-2027 年 PE 分别为 18X、15X 和 12X。看好公司门店快速拓展及同店数据回正带来的利润空间,给予“买入”评级。

风险提示:公司存在食品安全的风险;存在市场竞争加剧,门店扩张不及预期的风险;存在原材料价格波动影响毛利率的风险;存在宏观经济波动及政府对餐饮行业的监管政策发生变化的风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5209.9	6070.9	7368.0	8869.0
营业收入增长率(%)	14.5%	16.5%	21.4%	20.4%
归母净利（百万元）	580.6	752.5	920.9	1122.5
净利润增长率(%)	9.1%	29.6%	22.4%	21.9%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.64	0.78	0.95
市盈率（PE）	16.30	18.39	15.02	12.33

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、小菜园公司概况	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 股权结构及核心管理层	6
1.3 商业模式	7
二、中式正餐行业分析	8
2.1 中国餐饮市场规模与趋势	8
2.2 大众便民中式餐饮市场格局	9
2.3 行业驱动因素与挑战	10
三、市场竞争力分析	12
3.1 品牌优势与门店扩张战略	12
3.2 产品与服务优势	13
3.3 标准化运营模式和管理体系	15
3.4 供应链一体化优势	15
3.5 激励机制优势	16
四、财务分析	17
4.1 收入分析	17
4.2 利润分析	18
4.3 成本分析	19
4.4 门店运营指标分析及单店模型	21
五、盈利预测及投资建议	24
5.1 盈利预测	24
5.2 投资建议	25
六、风险提示	26

图表目录

图表 1: 小菜园发展历程.....	5
图表 2: 小菜园股权结构图.....	6
图表 3: 小菜园核心管理层简介.....	7
图表 4: 中国餐饮市场按菜肴类型划分的市场规模.....	9
图表 5: 按客单价划分的中式餐饮市场规模.....	9
图表 6: 按运营模式划分的大众便民中式餐饮市场规模.....	10
图表 7: 按客单价划分的大众便民中式餐饮市场规模.....	10
图表 8: 中国城镇化率持续提升.....	11
图表 9: 城镇居民人均可支配收入（元）.....	11
图表 10: 我国居民及城镇居民人均食品烟酒支出.....	11
图表 11: 我国户均人口呈现下降趋势.....	11
图表 12: 截至 2025 年 7 月小菜园门店分布.....	13
图表 13: 小菜园门店在不同等级城市的分布.....	13
图表 14: 小菜园招牌菜—农家红烧肉.....	14
图表 15: 小菜园招牌菜—瓦罐汤.....	14
图表 16: 2021-2025H 小菜园营业收入及增速.....	17
图表 17: 小菜园门店扩张节奏.....	17
图表 18: 2024-2025 中国餐饮品类闭店率.....	18
图表 19: 小菜园外卖收入及营收占比.....	18
图表 20: 2021-2025H 小菜园归母净利润及增速.....	19
图表 21: 小菜园毛利率及净利率变化.....	19
图表 22: 2024 年 A&H 股餐饮企业对比.....	19
图表 23: 小菜园原材料及消耗品收入占比.....	20
图表 24: 小菜园员工成本收入占比.....	20
图表 25: 租金及物业管理费用占比.....	21
图表 26: 小菜园外卖服务开支占比.....	21
图表 27: 小菜园 2021-2024 年堂食人均消费（元）.....	22
图表 28: 小菜园 2021-2025H 单店&同店日均销售额.....	22
图表 29: 小菜园 2021-2024 年翻台率.....	23
图表 30: 外卖订单数量及外卖单均消费额.....	23
图表 31: 小菜园投资回收期（月）.....	23
图表 32: 小菜园单店模型.....	24
图表 33: 小菜园门店数量预测.....	25
图表 34: 小菜园收入预测.....	25

一、小菜园公司概况

1.1 公司发展历程

小菜园是一家快速发展的大众便民中式餐饮企业。小菜园主打新徽菜，融合了传统徽菜的风味与现代健康饮食理念，以“现场烹饪”为特色，承诺为顾客提供新鲜、美味且健康的菜品，成功吸引了众多食客的关注。

其发展历程的主要经历以下节点：

创立起步：2013年4月28日，小菜园第一家门店在安徽铜陵开业，创始人汪书高先生凭借丰富的餐饮行业经验，主打亲民路线，专注大众便民中式餐饮细分市场，重点布局家庭聚餐场景，致力于打造“中国百姓的家庭厨房”。

区域拓展：2014年，小菜园跨出安徽省，将门店拓展至江苏，迈出了区域扩张的重要一步。此后，小菜园的版图不断扩大，2016年在北京、上海等一线城市布局，实现了从区域品牌向全国性品牌的跨越。2018年，小菜园门店数量突破100家。为了进一步提升运营效率和管理水平，同年，小菜园建立了信息技术系统，开启了数字化管理的新篇章。。

全国扩张：2021年起，小菜园进入快速扩张期，年底门店数量为379家，净增101家，同年，公司成立中央厨房，实现了食材粗加工、预备酱料和料包的标准化生产，有效保障了菜品的质量和口味稳定性。同时，小菜园全面升级数字化管理系统，引入先进的管理理念和技术，对门店运营的各个环节进行精细化管理。在技术创新方面，2023年，小菜园在部分门店试行炒菜机器人，这一举措不仅提高了出餐效率，还确保了调味精准和口感稳定，为顾客带来了更加标准化的用餐体验。2022年和2023年公司分别净增43家、120家门店。到2024年底，已在中国14个省的146座城市/县拥有673家直营门店，包括667家“小菜园”门店及5家其他子品牌门店，覆盖了北京、湖北、天津、广东等多个地区。

图表1：小菜园发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

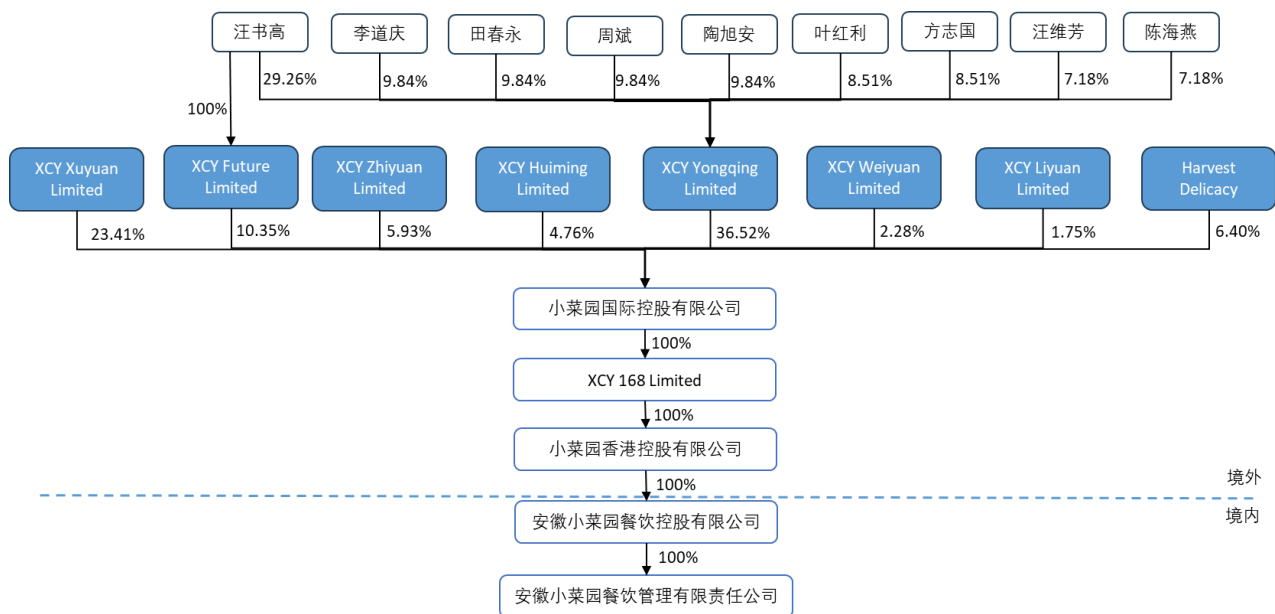
资本助力：2023 年，加华资本连续两轮斥资 5 亿元人民币投资小菜园，成为其上市前唯一的外部机构股东。此外加华资本还深度参与小菜园数字化系统建设等，帮助其完成数字化转型，助力小菜园加速发展。

成功上市：2024 年 12 月 20 日公司在港交所主板挂牌上市，股票代码为“0999”，发行价为 8.50 港元/股，发售数量约为 1.01 亿股，募资总额约 8.6 亿港元，募资净额约 7.95 亿港元。此次上市为小菜园的发展注入了强大的资金支持，使其在市场竞争中占据更有利的地位。2025 年 3 月公司纳入港股通，股票流动性和市场关注度进一步提升。

1.2 股权结构及核心管理层

小菜园的股权结构相对集中，呈现出创始人主导、外部资本助力的特点。创始人汪书高先生通过 7 个持股平台，包括 XCY Future Limited、XCY Yongqing Limited、XCY Xuyuan Limited、XCY Zhiyuan Limited、XCY Huiming Limited、XCY Weiyuan Limited、XCY Liyuan Limited 等，控制着公司已发行股本中 85% 的投票权，是公司的绝对控股股东。这种高度集中的股权结构赋予了汪书高先生在公司决策中的主导权，有助于保持公司战略的连贯性和稳定性。汪书高凭借其在餐饮行业超过 20 年的丰富经验，在面对市场竞争和行业挑战时可以果断调整经营策略，推动公司进行创新和变革，确保小菜园在激烈的市场竞争中始终保持正确的发展方向。

图表2：小菜园股权结构图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

加华资本作为唯一的外部投资者，持有小菜园 6.4% 的股份。加华资本在消费投资领域经验丰富，累计资产管理规模超过 800 亿元。其对小菜园的投资，不仅为公司带来了资金支持，还在公司的发展战略、运营管理和数字化建设等方面发挥了重要作用。自 2023 年起，加华资本连续两轮对小菜园进行投资，累计投资金额达到 5 亿元人民币。在加华资本的支持下，小菜园开始搭建企业会员系统、商业智能 BI 系统等新型管理工具，提升了公司的数字化运营能力。加华资本还利用其丰富的行业资源和经验，为小菜园提供战略咨询和建议，助力小菜园优化业务流程，提高运营效率，进一步增强了小菜园的市场竞争力。

核心管理层在餐饮领域经验丰富，且激励充分。公司核心管理层多年来陪伴着公司成长，这些核心管理层成员凭借各自的专业背景与丰富经验，在品牌运营、市场拓展、供应链管理等方面发挥关键作用，共同推动小菜园不断发展壮大。为向员工提供激励及奖励，公司于 2020 年 12 月提出股权激励计划，130 名员工通过数个持股平台获得股权激励，将员工利益与公司长期发展深入绑定，员工通过公司市值增长和分红获得额外收益。

图表3：小菜园核心管理层简介

姓名	年龄	职务	简历
汪书高	53	董事长、总经理	在餐饮行业拥有超过 20 年经验，2006-2010 年间曾创立铜陵市旺旺美食林、铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司。
李道庆	48	执行董事、副总	2001-2012 年期间曾任职于法律服务所、钢铁及金属材料行业。2013 年 6 月起担任小菜园董事及副总
田春永	51	执行董事、副总	2006-2013 年在南京餐饮行业担任总经理。2014 年 10 月起担任小菜园董事及副总
陶旭安	37	执行董事、区域总经理	在餐饮行业拥有超过 10 年经验。曾任职于铜陵市旺旺美食林担任厨师长，铜陵市和谐餐饮有限责任公司担任行政总厨，2013 年 6 月起担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。
汪维芳	35	执行董事、区域总经理	在餐饮行业拥有超过 10 年经验。曾任职于铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司，自 2013 年 6 月起担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。
周斌	47	执行董事、区域总经理	在餐饮行业拥有逾 15 年经验。于 2010-2013 年担任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨，自 2013 年 6 月起担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.3 商业模式

小菜园以“好吃不贵”为核心经营理念，致力于打造中国百姓的“家庭厨房”。这种理念贯穿于公司的菜品研发、定价、服务等各个环节。在菜品研发上，小菜园注重菜品的品质和口

味，坚持现场烹制，确保每一道菜品都能让顾客品尝到新鲜、美味的食物。在定价方面，小菜园以亲民的价格吸引消费者，实现“小菜园”门店堂食顾客的客单价介乎 50 元至 70 元，让消费者在享受美食的同时，不会感到经济压力。

小菜园采用直营连锁的运营模式。截至 2024 年底，已拥有 673 家在营的直营门店，覆盖中国 14 个省级行政区的 146 个城市或县。直营模式有助于公司对门店进行统一管理，确保菜品质量、服务标准和品牌形象的一致性。公司可以直接对门店的食材采购、菜品制作、员工培训等环节进行严格把控，从而为顾客提供稳定、优质的用餐体验。在食材采购方面，公司可以集中采购，与优质供应商建立长期合作关系，确保食材的新鲜度和品质；在员工培训方面，公司可以制定统一的培训标准，提高员工的服务水平和专业技能。

在产品与服务方面，小菜园主打新徽菜，注重菜品的创新。公司招牌菜包括农家红烧肉、瓦罐汤、地锅本仔鸡和徽州臭鳊鱼等，满足了不同消费者的口味需求。公司会根据季节时令和地域差异，为顾客提供春夏秋冬四季菜单，并对全国各个省市的门店定制差异化的菜品搭配。小菜园还积极拓展外卖业务，实现“到店+到家”的全场景覆盖，为消费者提供更加便捷的服务。2024 年小菜园外卖渠道销售额同比增长 34.5% 至 20.05 亿元，外卖渠道占比达到 38.5%，成为公司重要的业绩增长点。

小菜园的供应链体系建设较为完善。通过集中采购优质原材料，与全国范围内的优质供应商建立紧密合作关系，确保食材的新鲜度和品质。公司还建立了中央厨房，用于食材粗加工、预备酱料和料包，实现了标准化生产，提高了运营效率，降低了成本。中央厨房可以对食材进行统一处理和加工，减少了门店的工作量，提高了出餐速度；同时，标准化的生产流程也有助于保证菜品的口味一致性。

在数字化建设方面，小菜园引入了先进的信息技术系统，搭建了企业会员系统、商业智能 BI 系统等新型管理工具。通过数字化赋能，公司实现了菜品、服务、拓店等各个方面的标准化管理。利用大数据分析，小菜园可以精准把握消费者的需求，优化菜品结构和价格策略，提高运营效率和服务质量。通过分析会员的消费数据，公司可以了解消费者的口味偏好和消费习惯，从而有针对性地推出新品和促销活动，提升顾客的满意度和忠诚度。

二、中式正餐行业分析

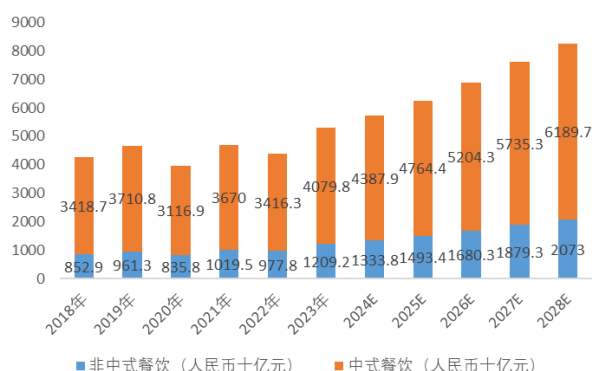
2.1 中国餐饮市场规模与趋势

中国餐饮市场规模具备成长韧性。2018-2023 年期间，尽管受到疫情等因素的影响，我国餐饮市场的规模依然展现出良好的增长趋势，从 42,716 亿元增长至 52,890 亿元，复合年增长率约为 4.4%。这一增长背后，是中国庞大的人口基数以及居民消费能力的逐步提升。随着经济的发展，人们的生活水平不断提高，对餐饮的需求不再局限于基本的温饱，而是更加注重品质、口味和用餐体验，这为餐饮市场的持续增长提供了坚实的基础。

“旅游 + 特色美食”、“假日经济”、“夜经济”等成为餐饮行业发展的新引擎。近年来，“假日经济”和“夜经济”的兴起，进一步拓展了餐饮消费的时间和空间，满足了消费者在不同时间段的用餐需求。随着居民生活水平的提升，消费观念逐渐转变，对餐饮的品质和体验提出了更高要求。消费者更加注重食材的新鲜度、菜品的营养价值以及用餐环境的舒适度，这促使餐饮企业不断优化菜品，提升服务质量，以满足消费者日益多样化的需求。

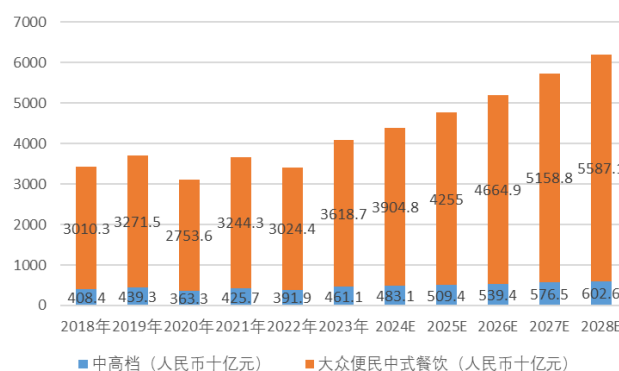
根据弗若斯特沙利文预测，到 2028 年中国餐饮市场规模将进一步增长至 82,627 亿元，2023-2028E 的复合年增长率约为 9.3%。这一增长趋势主要得益于中国经济的持续发展、居民收入水平的提高以及消费升级的持续推进。随着经济的稳步增长，居民的可支配收入不断增加，这使得消费者有更多的资金用于餐饮消费。消费升级的浪潮也促使消费者更加愿意为高品质的餐饮产品和服务支付更高的价格，从而推动餐饮市场规模的进一步扩大。

图表4：中国餐饮市场按菜肴类型划分的市场规模



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5：按客单价划分的中式餐饮市场规模



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2.2 大众便民中式餐饮市场格局

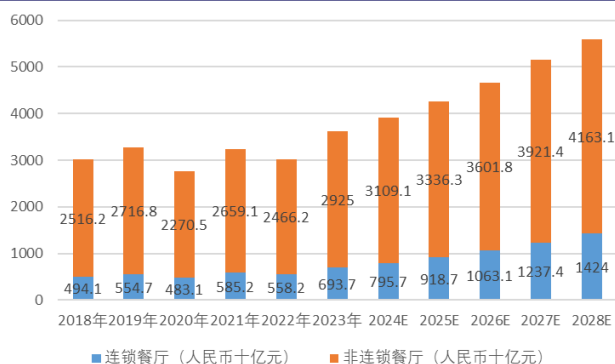
大众便民中式餐饮市场是中餐市场的重要细分领域，具有广泛的消费群体和市场需求。中国的中餐市场可分为两个细分子市场，即大众便民中式餐饮市场及中高档中餐市场。根据弗若斯特沙利文的资料，大众便民中式餐饮市场客单价为人民币 100 元以下。2023 年，该市场规模达到 36,187 亿元，占中餐市场总规模的 88.7%，成为中餐市场的最大组成部分。这一庞大的市场规模反映了大众便民中式餐饮在满足消费者日常用餐需求方面的重要地位。其菜品丰富多样，价格亲民，能够满足不同消费者的口味和经济需求，深受广大消费者的喜爱。

从 2018 年到 2023 年，大众便民中式餐饮市场复合年增长率约为 3.8%。尽管受到疫情等因素的影响，市场依然保持了一定的增长态势，从 2018 年的 30,103 亿元增长至 2023 年的 36,187 亿元，这得益于其强大的市场适应性和消费者基础。在经济环境不稳定的情况下，消费者更加倾向于选择价格实惠、品质可靠的餐饮产品，大众便民中式餐饮正好满足了这一需求。随着人们生

活节奏的加快，外出就餐的需求不断增加，大众便民中式餐饮以其便捷、快速的特点，成为消费者的首选之一。

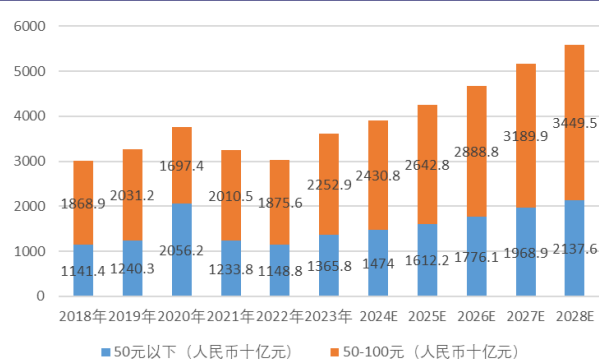
连锁餐厅在大众便民中式餐饮市场中的渗透率逐渐上升，2023 年达到 19.2%。这一趋势与城市化进程密切相关，随着城市化的快速发展，城镇居民的生活节奏加快，对餐饮的便捷性和品质稳定性提出了更高要求，连锁餐厅在产品质量稳定、品牌知名度强等方面具有明显优势，能够更好地满足消费者的需求。连锁餐厅还可以通过规模化经营，降低成本，提高市场竞争力。预计到 2028 年，连锁餐厅市场规模将以 15.5% 的复合年增长率增长至约 14,240 亿元，占中国大众便民中式餐饮市场的 25.5%。这一增长主要得益于连锁餐厅在管理能力、供应链体系、标准化水平和资本支持等方面的不断提升。

图表6：按运营模式划分的大众便民中式餐饮市场规模



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表7：按客单价划分的大众便民中式餐饮市场规模



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

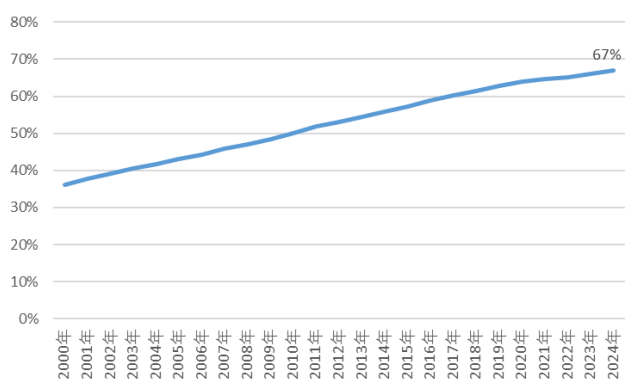
大众便民中式餐饮市场可进一步分为客单价低于 50 元以及介乎 50 元至 100 元的两个细分市场。客单价在 50 元以下的细分市场市场规模（按收入计）由 2018 年的 11,414 亿元增长至 2023 年的 13,658 亿元，复合年增长率约为 3.7%，预计 2023 年至 2028 年将以 9.4% 的复合年增长率增长。客单价介乎 50 元至 100 元的细分市场的市场规模（按收入计）由 2018 年的 18,689 亿元增长至 2023 年的 22,529 亿元，复合年增长率约为 3.8%，预期 2023 年至 2028 年将以 8.9% 的复合年增长率增长。

在客单价介于 50 元至 100 元的大众便民中式餐饮市场中，竞争格局较为分散。2023 年，小菜园营收 45.49 亿，以 0.2% 的市场份额位居榜首。这表明小菜园在该细分市场中具有一定的竞争优势，其独特的菜品特色、亲民的价格定位以及优质的服务，赢得了消费者的认可。然而，由于市场竞争激烈，各品牌之间的差距较小，市场份额的争夺依然十分激烈。

2.3 行业驱动因素与挑战

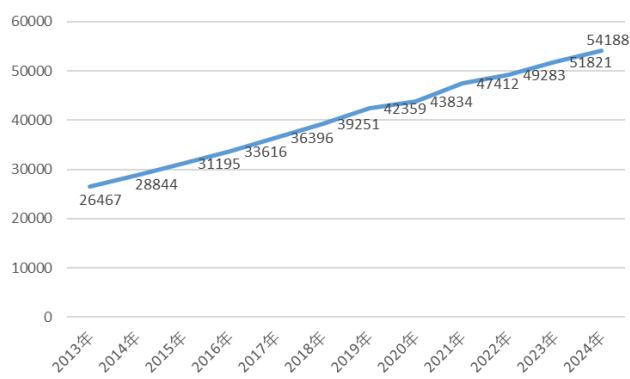
消费升级是推动大众便民中式餐饮行业发展的重要因素之一。随着城镇化率的提升和居民可支配收入水平的提高，消费者对餐饮的品质和体验有了更高的追求。他们不再满足于简单的饱腹需求，而是更加注重菜品的口味、食材的新鲜度、用餐环境的舒适度以及服务的质量。这促使餐饮企业不断加大在菜品研发、食材采购、餐厅装修和员工培训等方面的投入，以提升消费者的用餐体验。越来越多的餐饮企业开始注重食材的源头把控，选择优质的供应商，确保食材的新鲜、安全和营养；在菜品研发上，不断创新，推出更多符合消费者口味和健康需求的菜品；在用餐环境方面，注重装修风格的设计和氛围的营造，为消费者提供舒适、温馨的用餐空间。

图表8：中国城镇化率持续提升



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

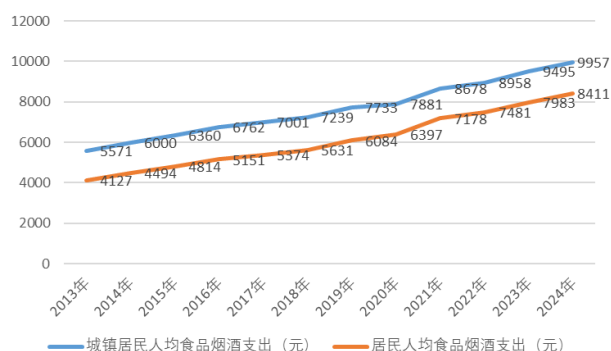
图表9：城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

人口结构的变化推动了堂食和外卖服务的需求。随着人口出生率的下降和老龄化趋势的发展，我国家庭户均人口呈现下降的趋势，2023年我国户均人口2.8人，2-3人家庭占中国总人口的比例由2018年的68.4%增加至2023年的75.7%。小家庭通常由生活节奏快的年轻父母组成，下班后烹饪的时间有限，在家烹饪的意愿较低。随著小家庭数量持续上升，可能会导致对餐厅用餐或使用餐饮外卖服务的依赖增加。

图表10：我国居民及城镇居民人均食品烟酒支出



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图表11：我国户均人口呈现下降趋势



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

连锁化和品牌化趋势为行业发展带来新机遇。连锁化经营可以实现规模经济，降低采购成本、运营成本和营销成本，提高企业的盈利能力。通过统一的品牌形象、标准化的运营管理和服务流程，连锁餐厅可以提升品牌知名度和美誉度，增强消费者的信任和忠诚度。知名品牌往往具有较高的品牌价值和市场影响力，能够为消费者提供更可靠的品质保证和服务承诺，从而赢得消费者的青睐，成为消费者用餐的首选之一。

数字化转型助力企业提升运营效率和服务质量。随着互联网技术的不断发展，餐饮企业纷纷进行数字化转型，引入智能点餐系统、AI 菜品推荐、物联网库存管理等技术手段。智能点餐系统可以提高点餐效率，减少人工错误，提升消费者的用餐体验；AI 菜品推荐可以根据消费者的历史消费记录和偏好，为其推荐个性化的菜品，提高消费者的满意度；物联网库存管理可以实时监控库存情况，实现精准采购，降低库存成本，提高运营效率。数字化转型还可以帮助企业更好地了解消费者的需求和行为，通过数据分析进行精准营销，提高营销效果。

消费者需求变化快速，对企业的创新能力提出了很高要求。随着社会的发展和消费者生活水平的提高，消费者的需求和口味也在不断变化。如果企业不能及时捕捉到这些变化，并推出符合消费者需求的新产品和服务，就很容易失去市场份额。如今，消费者对健康饮食的关注度越来越高，对低糖、低脂、高蛋白的食品需求不断增加，餐饮企业需要及时调整菜品结构，推出更多健康、营养的菜品。同时，消费者对用餐体验的要求也越来越高，不仅关注菜品的口味和质量，还注重用餐环境、服务态度等方面的体验。

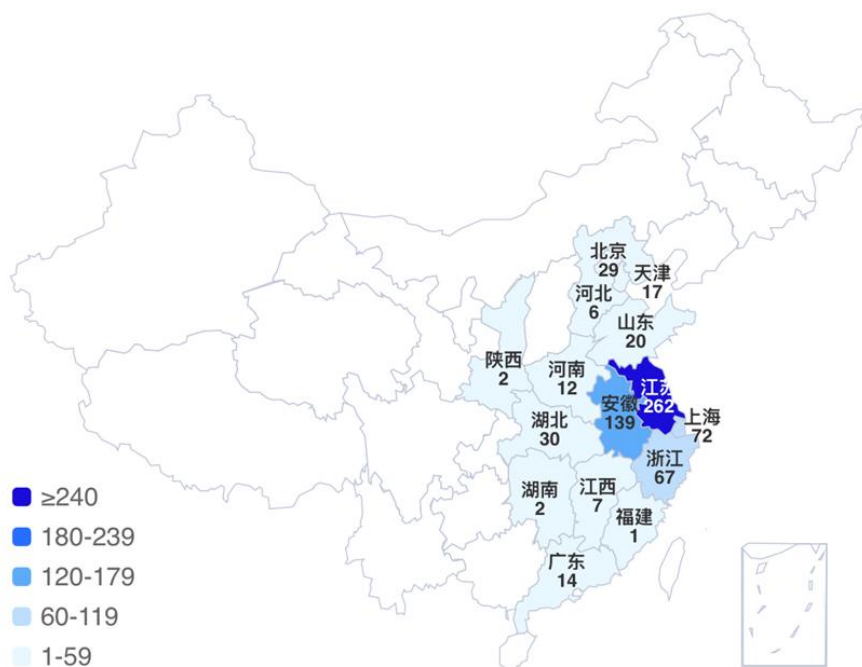
三、市场竞争力分析

3.1 品牌优势与门店扩张战略

小菜园以“好吃不贵”为核心经营理念，致力于打造中国百姓的“家庭厨房”。这一精准的定位使其在竞争激烈的餐饮市场中脱颖而出。“好吃不贵”理念体现在菜品的品质和价格上，小菜园坚持现场烹制，确保菜品的新鲜和美味，同时以亲民的价格吸引消费者，让消费者在享受美食的同时不会感到经济压力。将自己定位为“家庭厨房”，则为消费者营造了一种温馨、舒适的用餐氛围，使消费者在餐厅中也能感受到家的味道。这种定位满足了消费者对于家庭聚餐、朋友聚会等场景的需求。

小菜园在全国范围内拥有较高的品牌知名度和美誉度。截至 2025 年 6 月 30 日，小菜园已拥有 677 家在营的直营门店，覆盖中国 14 个省级行政区的 152 个城市或县。2025H2，小菜园门店拓展将进一步提速，预计到年底门店超过 800 家。广泛的门店布局使得小菜园的品牌形象深入人心。随着门店数量的不断增加，小菜园的品牌影响力也在不断扩大。小菜园在品牌建设方面也投入了大量的资源，通过广告宣传、社交媒体推广等方式加强品牌传播，提高品牌美誉度。

图表12：截至 2025 年 7 月小菜园门店分布



资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

图表13：小菜园门店在不同等级城市的分布

	门店数量（家）					占比			
	一线	新一线	二线	三线及以下	合计	一线	新一线	二线	三线及以下
2021 年	48	92	44	191	375	12.8%	24.5%	11.7%	50.9%
2022 年	55	102	49	213	419	13.1%	24.3%	11.7%	50.8%
2023 年	84	149	61	242	536	15.7%	27.8%	11.4%	45.1%
2024 年	106	189	81	291	667	15.9%	28.3%	12.1%	43.6%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

预计 2026 年实现千店目标，中长期看 3000 家门店。门店扩张可以增强小菜园的规模效应，降低采购成本、运营成本和营销成本，提高企业的盈利能力。通过集中采购，小菜园可以与供应商协商更优惠的价格，降低原材料成本；在运营方面，规模化的管理可以提高效率，降低管理成本；在营销方面，统一的品牌宣传可以提高营销效果，降低营销成本。门店扩张也是小菜园应对市场竞争的重要策略。在竞争激烈的餐饮市场中，通过不断扩大市场份额，能够巩固小菜园的市场地位，增强企业的竞争力。

3.2 产品与服务优势

小菜园主打新徽菜，注重菜品创新。小菜园的招牌菜包括农家红烧肉、瓦罐汤、地锅本仔鸡和徽州臭鳊鱼等，满足了不同消费者的口味需求。公司注重菜品的创新，根据季节时令和地域差异，为顾客提供春夏秋冬四季菜单，并对全国各个省市的门店定制差异化的菜品搭配。在夏季，小菜园会推出清爽解暑的菜品，如凉拌黄瓜、绿豆汤等；在冬季，则会推出温暖滋补的菜品，如羊肉汤、炖排骨等。在不同地区的门店，会根据当地的口味偏好和饮食习惯，调整菜品的口味和配料，使菜品更符合当地消费者的需求。

图表14：小菜园招牌菜—农家红烧肉



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表15：小菜园招牌菜—瓦罐汤



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

小菜园注重服务质量，致力于为顾客提供舒适、温馨的用餐环境和周到的服务。在门店装修方面，小菜园采用简约、温馨的徽式建筑设计风格，营造出舒适的用餐氛围。在服务方面，小菜园提出三大承诺“所点菜肴超时免费赠送此菜”、“对菜肴不满意无条件退换”、“确保优质食材，如有问题十倍赔偿”。

打造线下堂食为主+线上外卖为辅+线下新零售同步发展的全场景业务布局。小菜园在巩固提升堂食业务优势的同时，以多种手段突破门店堂食在地域和时间方面的限制。2024年，小菜园外卖渠道销售额同比增长34.5%至20.05亿元，外卖渠道占比达到38.5%，成为公司重要的业绩增长点。2025H1，在外卖平台补贴下，公司外卖收入占比进一步提升至39%左右，公司希望通过将外卖占比控制在35%-38%的区间，让更多的消费者通过堂食体验“有锅气”的菜品和服务。

产品与服务优势对小菜园的市场竞争力具有重要影响。丰富多样的菜品和优质的服务能够吸引更多消费者前来就餐，提高顾客的满意度和忠诚度，有助于小菜园在市场中树立良好的品牌形象，增强品牌的竞争力。在竞争激烈的餐饮市场中，优质的产品和服务是吸引消费者的关键因素，能够帮助小菜园在市场中脱颖而出，赢得更多的市场份额。

3.3 标准化运营模式和管理体系

菜品标准化：在菜单研发与设计上，小菜园将起初的近百款 SKU 精简到 45-50 款，并根据不同地区的饮食偏好因地制宜地调整，定期推陈出新。同时，公司制定了严格的菜品制作标准，从食材的选择、用量，到烹饪的步骤、火候等都有明确规范，使用自研自产标准料包，以确保无论在哪个门店，消费者都能品尝到口味一致的菜肴。这种标准化不仅提升了消费者对品牌的认知度和信任度，也为大规模连锁经营奠定了基础。

服务标准化：制定了一套完善的服务流程和规范，涵盖从顾客进门时的接待、引导就座、点餐服务，到用餐过程中的及时响应，再到顾客离开时的送别等各个环节。员工在上岗前均需接受系统培训，通过高频次、多维度的内部培训及监督指导管理机制，不断提升员工的技术能力、操作能力和管理能力，确保公司的标准化体系能够在门店切实有效落实

运营管理标准化：在餐厅服务、线上线下运营、员工培训、食品安全与质量控制、拓店等运营的各个环节都实现了标准化管理。在食品安全与质量控制上，从食材采购、存储、加工到菜品上桌，每个环节都有严格的标准和监督机制，保障了食品安全，维护了品牌形象。标准化的运营管理使得小菜园在过往三年特殊时期能够逆势增长。

数字化运营辅助标准化：近年来陆续上线会员系统、商业智慧（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、差旅管理系统等等。会员系统可以收集消费者的消费数据，了解消费者的偏好和消费习惯，为精准营销提供数据支持，同时通过积分、优惠等活动增加会员复购。BI 系统具备数据收集、清洗、分析和可视化的能力，小菜园借助该系统从海量数据中高效获取有价值的信息，基于数据资产对门店经营与消费者偏好进行洞察，形成“数据驱动运营决策”的能力。智能摄像系统支持后厨 360 度全方位覆盖，通过引入 AI 模块，自动捕捉不合规行为，与 BI 系统共同形成‘线上巡店’体系，及时、准确地识别异常事件，减少人工管理，提升了运营的标准化和精细化程度。

标准化运营对小菜园的市场竞争力提升具有重要作用。标准化运营能够保证菜品和服务的一致性，提高顾客的满意度和忠诚度。无论消费者在哪个门店就餐，都能享受到相同品质的菜品和服务，这使得消费者对小菜园的品牌产生信任和依赖。标准化运营可以提高企业的运营效率和管理水平，降低成本，提高企业的盈利能力。在竞争激烈的餐饮市场中，高效的运营和低成本的管理能够使小菜园在价格和服务上更具竞争力，从而巩固小菜园的市场地位，增强企业的市场竞争力。

3.4 供应链一体化优势

小菜园建立了严格的采购标准和供应商管理体系。在食材采购环节，中央厨房发挥着关键作用，集中采购了大部分食材。小菜园凭借大规模采购的显著优势，与众多信誉良好的知名供应商达成长期稳定的合作关系，像农夫山泉、益海嘉里及大湖股份等都是其合作伙伴。在采购过程中，对食材的质量、规格、产地等方面有着极为严格的要求，从源头保障了食材品质的稳定性。通过集中采购，小菜园不仅能确保食材供应的质量，还能因批量采购而获得更优惠的价格，有效

降低采购成本，同时稳定的合作关系也保证了食材供应的及时性和稳定性，为菜品的标准化生产奠定坚实基础。

中央厨房将大量烹饪工序前置，对菜品制作流程进行标准化研发和制定。一些复杂菜品的酱料由中央厨房统一制作并配送至门店，门店只需按照既定标准流程进行简单烹饪操作即可出餐。公司还计划在未来三年内借助中央厨房的支持和门店炒菜机器人的应用，大量减少新开门店的厨房人员需求，这充分体现了中央厨房在承担原本门店厨房大量工作方面的重要作用。中央厨房引入了炒菜机器人等智能设备，进一步提升菜品制作的标准化和效率。这种模式极大地降低了门店对厨师个人技能的依赖程度，有效减少因厨师差异导致的菜品口味波动，有力推动了菜品制作的标准化进程，同时也提高了整体运营效率。

自建仓储与物流体系，提升供应链运作效率。2021 年小菜园在安徽铜陵建设了第一个中央厨房，负责制作标准化料包以及对肉类、蔬菜等食材进行包含清洗、切配、分装等步骤的粗加工，并在全中国范围内建设了 14 个仓库，组建了一支由共计 200 台车辆构成的运输团队。中央厨房作为供应链的核心环节，依托自建的仓储体系和物流体系，将预处理好的食材和制作好的半成品精准配送至各个门店，实现全部门店的精准日配。这种集中加工、统一配送的模式，显著提高了供应链的运作效率，有效减少了食材在运输和存储过程中的损耗。同时，通过数字化管理系统对供应链各环节进行实时监控和管理，从食材采购、中央厨房加工，到仓储和配送，每个环节都实现了标准化操作，确保了食材的新鲜度和安全性，为门店的日常运营提供了可靠保障。

第二个中央厨房预计年底投入运营。2023 年公司投资 10 亿在马鞍山建设了第二个中央厨房项目，预计 2025 年底投产，新的中央厨房将用于加工生制品、油炸品、净菜、酱料四大品类及设立菜品研发中心等。项目建成运营后，预计年销售收入超 5 亿元年，产量可满足周围 400 个直营门店供应需求。

数字化赋能供应链管理。小菜园持续在供应链数字化方面发力，已上线供应链全流程线上管理系统，并且即将建成数字化全流程品控溯源管理系统。通过这些数字化系统，能够对供应链各个环节的数据进行实时收集、分析和处理。比如，借助数据可以精准了解不同地区、不同门店各类菜品的销售情况，进而合理调整食材采购计划和库存管理策略，实现精准采购和精准库存控制，避免食材积压或缺货情况的发生。数字化全流程品控溯源管理系统则进一步确保了食品安全，一旦出现问题能够快速溯源，及时采取措施解决，同时也提升了运营的透明度和管理效率，保障了供应链的高效稳定运行。

3.5 激励机制优势

小菜园建立了完善的激励机制，包括股权激励、绩效奖金、晋升机会等，充分调动员工的积极性和创造力。

在股权激励方面，小菜园的股权激励包括公司层面的股权和门店层面的股权。**公司层面，**小菜园于 2020 年推出股权激励计划，共 130 名员工通过多个持股平台获得公司股权，这些员工主要是副总、区域总和供应链负责人。**门店层面，**店长（厨师长）通常持有门店 0.5%-0.7% 的虚

拟股权。公司通过这种模式鼓励店长积极参与门店经营，因为他们能够从门店的利润中获得分红。

绩效奖金方面，小菜园根据员工的工作表现和业绩，给予相应的绩效奖金。工作表现优秀、业绩突出的员工可以获得较高的绩效奖金，这激励员工努力工作，提高工作效率和质量。

在晋升机会方面，小菜园为员工提供广阔的晋升空间，员工可以通过自身的努力和能力，从基层岗位晋升到管理岗位。公司鼓励厨师长培养徒弟，当徒弟符合晋升标准后，老厨师长可以选择管理新店，将原门店交由徒弟负责。这种内部裂变的方式快速培养合格的管理人员，保证了菜品技术和品牌文化传承的稳定性。老厨师长开拓新店后，仍能持有原门店一半的股份，继续享受它的分红。这种机制激励老员工培养新人，同时也保证了团队的稳定性与积极性。

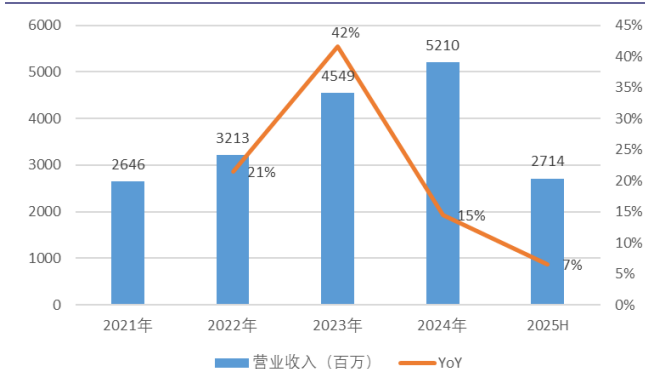
激励机制对员工的工作积极性和稳定性产生了积极影响。股权激励使员工感受到自己是企业的主人，增强了员工的归属感和责任感，从而更加努力地工作。绩效奖金则直接与员工的工作业绩挂钩，激励员工不断提高工作业绩，追求更高的收入。晋升机会为员工提供了职业发展的目标和动力，使员工在工作中有了明确的奋斗方向。这些激励机制共同作用，提高了员工的工作积极性和主动性，使员工更加愿意为企业付出努力。激励机制也有助于提高员工的稳定性。当员工感受到企业对自己的重视和认可，并且有良好的发展前景时，他们更愿意留在企业，以饱满的热情长期为企业服务，减少了员工的流失率，为企业的稳定发展提供了保障。

四、财务分析

4.1 收入分析

近年来，小菜园的营业收入呈现出显著的增长态势。2021-2024 年，公司营业收入分别为 26.46 亿元、32.13 亿元、45.49 亿元和 52.1 亿元，复合增长率约为 25.3%。这一增长速度在餐饮行业中表现突出，彰显了小菜园强大的市场竞争力和发展潜力。

图表16：2021-2025H 小菜园营业收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表17：小菜园门店扩张节奏

	门店数量	净增	新开	关闭
2021 年	379	101	107	6
2022 年	422	43	48	5
2023 年	542	120	132	12
2024 年	673	131	150	19

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

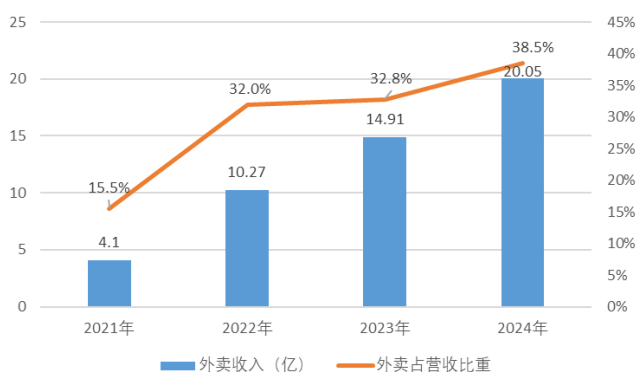
门店扩张是收入增长的重要动力。2021 年公司中央厨房投入使用，门店扩张开始提速。截至 2024 年底，小菜园在营门店数共 673 家，2023 年同期为 542 家。门店数量的增加扩大了公司的市场覆盖范围，使更多消费者能够接触到小菜园的产品和服务，从而带动营收增长。公司开店主要集中在下半年，闭店率控制在 3% 以下。根据 NCB D 餐宝典发布的《2024-2025 中国餐饮品类闭店率》，餐饮业平均闭店率为 22.66%，徽菜的闭店率在调查的 81 个品类中最低，为 8.9%，公司闭店率控制优秀源于标准化的运营和管理模式。

图表18：2024-2025 中国餐饮品类闭店率

编号	品类	2023—2024 闭店率	2024—2025 闭店率	变化
1	茶饮	19.6%	16.0%	-3.6%
2	西餐	16.6%	13.3%	-3.3%
3	咖啡	13.3%	10.3%	-3.0%
4	酒馆	19.4%	16.7%	-2.7%
5	日料	18.8%	16.5%	-2.3%
6	茶餐厅	16.4%	14.6%	-1.8%
7	虾火锅	19.7%	18.5%	-1.2%
8	徽菜	10.1%	8.9%	-1.2%
行业平均值		22.63%	22.66%	0.03%

资料来源：NCBD(餐宝典)，太平洋证券整理

图表19：小菜园外卖收入及营收占比



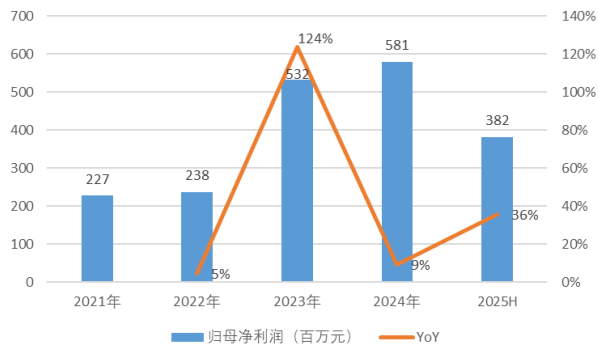
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

外卖业务的快速发展也是营收增长的重要因素。2024 年，小菜园外卖渠道销售额同比增长 34.5% 至 20.05 亿元，外卖渠道占比达到 38.5%。随着人们生活节奏的加快和消费习惯的改变，外卖市场需求不断增长。小菜园抓住这一市场机遇，积极拓展外卖业务，优化外卖配送服务，提高外卖订单的处理效率和配送速度，吸引了更多消费者选择小菜园的外卖服务，推动了营收的增长。

4.2 利润分析

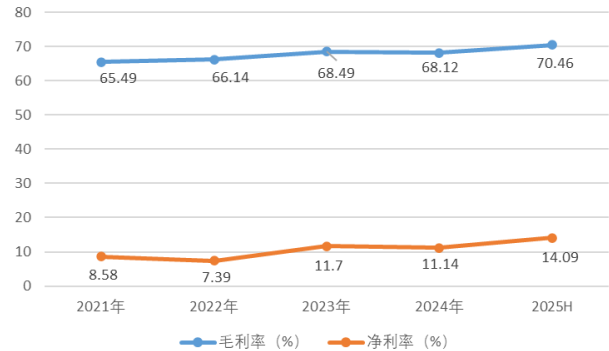
小菜园的净利润在疫后实现了显著增长。2021-2024 年期间归母净利润分别为 2.27 亿元、2.38 亿元、5.32 亿元和 5.81 亿元，复合增长率为 36.7%。2025H1 净利润达到 3.82 亿元，同比增长 35.7%。这表明小菜园在实现营收增长的同时，也有效地控制了成本，提升了盈利能力。

图表20：2021-2025H 小菜园归母净利润及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表21：小菜园毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

毛利率持续优化。2021-2025H1，小菜园的毛利率分别为 65.5%、66.1%、68.5%、68.1%、70.5%，呈现稳步提升的趋势，这主要得益于公司在成本控制和运营效率提升方面的努力。在成本控制方面，小菜园通过优化供应链管理，与优质供应商建立长期合作关系，实现集中采购，降低了原材料采购成本。公司还通过精细化管理，减少了食材损耗和浪费，进一步降低了成本。在运营效率提升方面，小菜园引入先进的管理系统和技术手段，优化了门店运营流程，提高了人效和坪效，从而提升了毛利率。

图表22：2024 年 A&H 股餐饮企业对比

公司名称	市值 (亿)	营业收入 (亿)	归母净利 (亿)	毛利率	净利率
小菜园	128.5	52.1	5.81	68.12%	11.14%
绿茶集团	50.2	38.38	3.5	68.92%	9.12%
同庆楼	52.23	25.25	1.0	19.16%	3.96%
海底捞	797	427.55	47.1	62.08%	10.99%
特海国际	103.5	7.78	0.22	66.89%	2.75%
九毛九	40.8	60.74	0.56	64.40%	0.74%
老乡鸡	-	62.88	4.09	22.78%	6.50%

资料来源：同花顺，太平洋证券整理

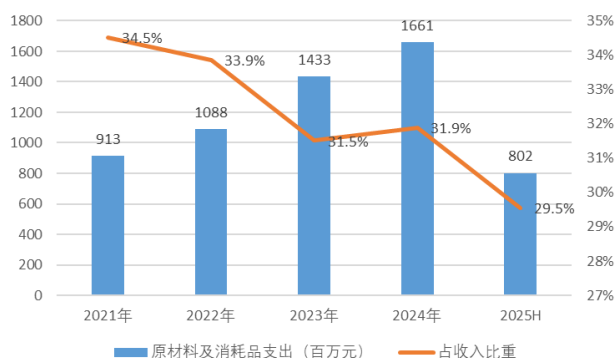
净利率的变化也反映了小菜园的盈利能力提升。2021-2024 年，小菜园净利率分别为 8.6%、7.4%、11.7%和 11.1%，处于行业较高水平。2025H1 净利率提升至 14.1%，同比提高 3pct。除了上述提到的成本控制措施，小菜园还通过合理控制租金、人力等费用，降低了运营成本。在租金方面，公司通过优化门店选址和与房东协商，降低了租金成本；在人力方面，公司通过建立完善的培训体系和激励机制，提高了员工的工作效率和积极性，降低了人力成本。

4.3 成本分析

小菜园的成本结构主要包括原材料及消耗品成本、员工成本、租金及物业管理费用、使用权资产折旧摊销、外卖服务开支、水电煤气费开支、广告及推广开支等。

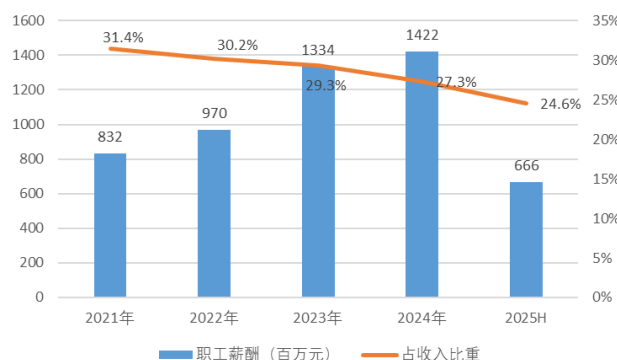
优化供应链管理，降低原材料及消耗品成本。小菜园通过优化供应链管理，实现集中采购，与优质供应商建立长期合作关系，成功降低了原材料及消耗品采购成本。2023 年，原材料及消耗品成本占比从 2022 年的 33.9% 降至 31.5%，2024 年保持平稳，2025H1 原材料及消耗品成本占比进一步下降至 29.5%。这不仅体现了小菜园在成本控制方面的成效，也为公司提升毛利率和盈利能力提供了有力支持。

图表23：小菜园原材料及消耗品收入占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

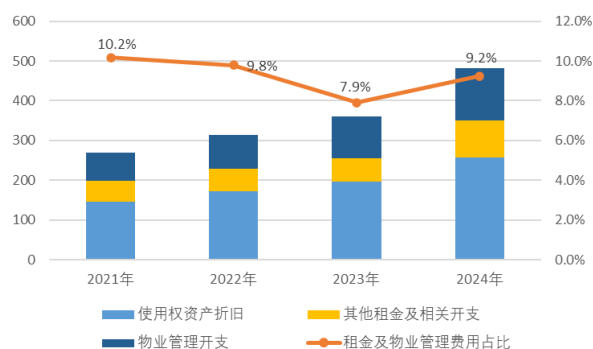
图表24：小菜园员工成本收入占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

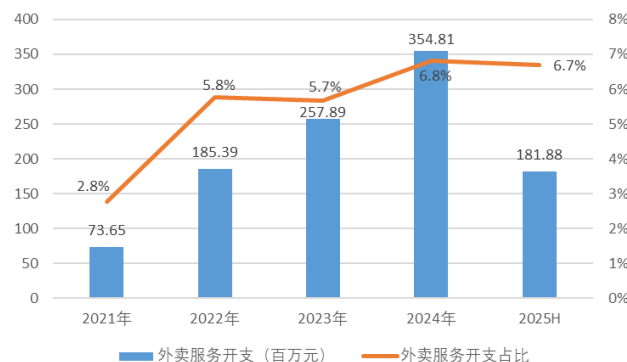
员工成本保持下降趋势。2021-2024 年，小菜园员工成本占比分别为 31.4%、30.2%、29.3%、27.3%，呈现持续优化的趋势。小菜园通过建立完善的培训体系和激励机制，提高了员工的工作效率和积极性，降低了人力成本占比。公司采用师徒制和股权激励等方式，增强了员工的归属感和忠诚度，减少了员工流失率，提高了员工的稳定性。公司通过炒菜机器人、数字化系统的应用提高员工的工作效率，可以在不增加员工数量的情况下，完成更多的工作任务，从而降低了单位产出的人力成本。

图表25：租金及物业管理费用占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表26：小菜园外卖服务开支占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

租金及物业管理费用也是餐饮企业成本的重要组成部分。租金及物业管理费用由损益表中使用权资产折旧、其他租金及相关开支、其他开支中的物业管理开支之和构成。2021-2024年，小菜园的租金及物业管理费用占比分别为10.2%、9.8%、7.9%、9.2%，整体呈下降趋势。公司通过合理选址，选择租金合理且人流量大的位置开设门店，提高了门店的性价比。随着公司品牌影响力的提升，小菜园还通过与房东协商，争取更优惠的租金条件，有效降低了租金成本。在物业管理方面，公司加强了对门店物业的管理和维护，提高了物业的使用效率，降低了物业管理费用。

外卖业务占比提升，外卖服务开支呈上涨趋势。2021-2024年公司外卖服务开支占比分别为2.8%、5.8%、5.7%和6.8%。2025H1受外卖平台补贴的影响，外卖服务开支占比略有下滑至6.7%。公司计划维持外卖销售占比在35-38%区间，预计未来外卖服务开支占比保持平稳。

4.4 门店运营指标分析及单店模型

适应市场需求，主动调降客单价。小菜园定位大众便民餐饮，满足消费者“好吃不贵”的就餐需求，通过在华东市场的密集布局和供应链成本控制能力让利消费者，堂食客单价从2021年的66.1元降至2023年的65.2元，降幅约1.4%，整体维持在65元左右。2024年餐饮行业整体面临客单价下行压力，公司堂食客单价降至59.2元，同比下降9.2%，其中新一线城市降幅最大（从67.2元降至59.1元）。这一变化直接反映了小菜园主动降价策略：一方面大单品调价，招牌菜地锅仔鸡从64.5元降至54.9元，石板蒜蓉虾从55.7元降至53.3元。另一方面上线套餐促销进一步拉低实际消费。与此同时，外卖业务收入占比提升至38.5%，单均消费70-80元，部分对冲了堂食客单价下滑的影响。

图表27：小菜园 2021-2024 年堂食人均消费（元）

	一线	新一线	二线	三线及以下	平均
2021 年	69.2	68.8	67.2	63.7	66.1
2022 年	68.7	69.1	67.2	63.1	65.8
2023 年	66.3	67.2	66.6	63.4	65.2
2024 年	61.1	59.1	59.9	58.4	59.2
2025H1	58.5	56.8	57.9	56.5	57.1

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

24 年以来单店日均销售额下滑。2021-2023 年，小菜园单店日均销售额从 2.35 万元增至 2.71 万元。2024 年开始，受行业景气度及公司价格调整的影响，公司同店日均销售额从 2023 年的 2.78 万下降至 2.44 万元，同比下降 12.2%，其中一线城市和新一线城市下滑幅度最大，分别为 13.7% 和 15.5%。2025H1，同店销售额同比下滑 7.25%，但从 5 月开始，24 年菜品调价的影响基本结束，同店销售额开始回正。

图表28：小菜园 2021-2025H 单店&同店日均销售额

(千元)	一线	新一线	二线	三线及以下	平均
2021 年	26.86	25.56	27.11	20.81	23.47
2022 年	27.71	26.93	26.44	20.89	23.81
2023 年	30.88	30.01	28.33	24.05	27.09
2024 年 1-8 月	28.33	25.61	24.81	22.4	24.49
2023 年同店	31.5	30.9	30.1	24.6	27.8
2024 年同店	27.2	26.1	26.8	22.1	24.4
同比	-13.7%	-15.5%	-11.0%	-10.2%	-12.2%
2024H1 同店	28.04	25.48	25.59	22.63	24.64
2025H1 同店	25.15	23.21	24.01	21.49	22.85
同比	-10.3%	-8.9%	-6.2%	-5.0%	-7.3%

资料来源：同花顺，太平洋证券整理

2025H 通过优化店型，翻台率有小幅改善。公司 2021-2023 年翻台率分别为 3.3、2.8、3.2，疫情后翻台率明显好转，2024 年受消费降级影响各线城市翻台率均有下滑，整体翻台率回落到 3.0。2025H1，公司通过优化门店运营（如延长营业时间、AI 点餐等），带动二线城市翻台率小幅回升。

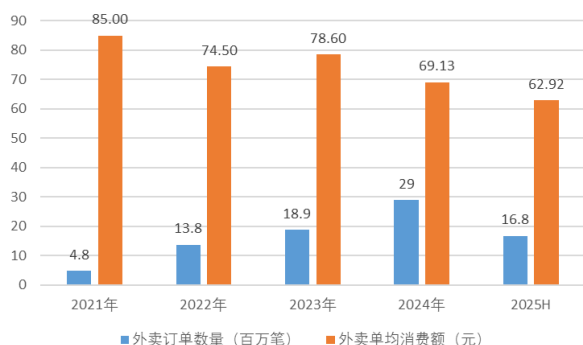
图表29：小菜园 2021-2024 年翻台率

	一线	新一线	二线	三线及以下	平均
2021 年	3.4	3.3	3.9	3.1	3.3
2022 年	2.6	2.9	3.1	2.7	2.8
2023 年	3.4	3.4	3.4	3.0	3.2
2024 年	3.1	3.0	3.2	2.8	3.0
2025H1	3.1	3.1	3.4	3.0	3.1

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

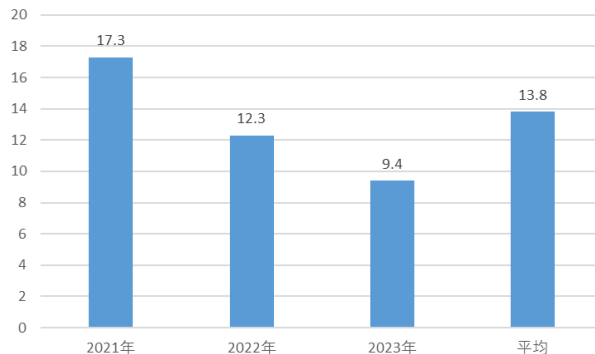
外卖订单数量持续增长，单均消费额下滑。2021-2024 年公司外卖业务保持高速增长，外卖订单数量从 482 万笔增至 2900 万笔，复合增速达到 82%。从单均消费额看，整体保持下滑趋势，尤其是 2024 年，收到公司价格调整及消费降级的影响，单均消费额下降 12%。

图表30：外卖订单数量及外卖单均消费额



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表31：小菜园投资回收期（月）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

投资回收期平均在 13.8 月，优于行业平均值。的‘小菜园’门店开业后实现收支平衡通常需要 1-2 个月。在已经实现投资回收的门店中，2021 年、2022 年及 2023 年开业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资回收期约为 13.8 个月。根据弗若斯特沙利文的资料，在客单价 50-100 元的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。

精简门店面积，更好的实现成本控制。公司新开门店面积从 300-400 平方米缩减至 220-240 平方米，初期投入从 170 万元降至 130 万元，坪效可提升至 85 元/平米/天（行业平均约 60 元）。高线城市推行“小店化+高外卖”，租金占比从 8%降至 5%左右，投资回报周期更短。下沉市场保持

300 平方米以上门店，强化家庭聚餐场景。

图表32：小菜园单店模型

	成熟门店模型	占收入比重
初始投资（万）	130	
门店面积（平米）	220-240	
员工人数（人）	23	
桌数（张）	30	
平均就餐（位）	85	
堂食客单价（元）	58	
翻台率	3.1	
外卖单均消费额（元）	63	
堂食日销售额（元）	15283	62%
外卖日销售额（元）	9367	38%
日销售额（元）	24650	
年销售额（万）	900	
原材料及消耗品（万）	279	31%
毛利（万）	621	69%
人员开支（万）	225	25%
租金及物业管理费（万）	81	9%
外卖服务费（万）	61.54	外卖收入的 18%
水电煤气（万）	29.7	3.3%
广告及推广（万）	18	2%
其他折旧摊销（万）	29.7	3.3%
门店运营利润（万）	176.1	19.6%
税后利润（万）	132.0	14.7%
投资回收期（月）	9.6	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

五、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

1、门店数量假设：我们预计公司 2025-2027 年底门店数量分别为 807、967、1147 家，分别净增 140、160、180 家。

图表33：小菜园门店数量预测

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
门店数量	375	419	536	667	807	967	1147
净开业	101	44	117	131	140	160	180
增速		11.7%	27.9%	24.4%	21.0%	19.8%	18.6%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2、收入预测：堂食业务 2025-2027 年收入分别为 36.7、44.41、53.29 亿，同比增速分别为 15%、21%、20%；外卖业务 2025-2027 年收入分别为 23.86、29.11、35.22 亿，同比增速分别为 19%、22%、21%。公司营业总收入 2025-2027 年分别为 60.71、73.68、88.69 亿，同比增速分别为 16.5%、21.4%、20.4%。

图表34：小菜园收入预测

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
堂食（百万）	2235.18	2183.41	3051.1	3191.55	3670.3	4441.0	5329.3
YoY		-2.3%	39.7%	4.6%	15%	21%	20%
占比	84.5%	67.9%	67.1%	61.3%	60.5%	60.3%	60.1%
外卖（百万）	409.52	1029.54	1491.35	2004.77	2385.68	2910.53	3521.74
YoY		151.4%	44.9%	34.4%	19%	22%	21%
占比	15.5%	32.0%	32.8%	38.5%	39.3%	39.5%	39.7%
其他（百万）	1.07	0.47	6.97	13.55	14.91	16.40	18.04
YoY		-56.1%	1383%	94.4%	10%	10%	10%
占比	0.04%	0.01%	0.15%	0.26%	0.25%	0.22%	0.20%
营收（百万）	2646	3213	4549	5210	6070.86	7367.96	8869.02
YoY		21%	42%	15%	16.5%	21.4%	20.4%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

5.2 投资建议

小菜园的品牌定位精准，以“好吃不贵”为核心经营理念，致力于打造中国百姓的“家庭厨房”，满足了大众消费者对于高性价比餐饮的需求。这种定位在国内市场具有广泛的消费基础，随着品牌知名度的不断提升，小菜园门店拓展仍有很大的空间，一方面可以进一步拓展国内市场，尤其是在低线城市和中西部地区；另一方面可以对已覆盖地区加密门店布局，提高市场渗透率，巩固在国内市场的地位。

预计 2025-2027 年小菜园将实现归母净利润 7.53 亿元/9.21 亿元/11.22 亿元，同比增速分别为 29.6%/22.4%/21.9%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.64 元/股、0.78 元/股和 0.95 元/

股，2025-2027 年 PE 分别为 18X、15X 和 12X。看好公司门店快速拓展及同店数据回正带来的利润空间，给予“买入”评级。

六、风险提示

公司存在食品安全的风险；存在市场竞争加剧，盈利能力下降，门店扩张不及预期的风险；存在消费者口味及餐饮流行趋势发生变化的风险；存在原材料价格波动影响毛利率的风险；存在宏观经济波动及政府对餐饮行业的监管政策发生变化的风险。

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,040	2,631	3,291	3,905
现金	617	630	591	492
应收账款及票据	31	40	49	59
存货	110	131	153	179
其他	1,283	1,830	2,497	3,175
非流动资产	1,548	1,477	1,406	1,339
固定资产	699	664	631	600
无形资产	791	752	714	678
其他	58	61	61	61
资产总计	3,588	4,108	4,697	5,244
流动负债	607	904	1,173	1,316
短期借款	0	100	200	150
应付账款及票据	57	94	111	129
其他	550	710	862	1,038
非流动负债	616	586	586	586
长期债务	0	0	0	0
其他	616	586	586	586
负债合计	1,222	1,490	1,759	1,902
普通股股本	0	0	0	0
储备	2,362	2,614	2,935	3,338
归属母公司股东权益	2,365	2,618	2,939	3,341
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,365	2,618	2,939	3,341
负债和股东权益	3,588	4,108	4,697	5,244

现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	903	989	1,172	1,483
净利润	581	752	921	1,122
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	432	75	71	67
营运资金变动及其他	-110	162	180	293
投资活动现金流	-1,302	-535	-674	-777
资本支出	-319	0	0	0
其他投资	-984	-535	-674	-777
筹资活动现金流	396	-440	-538	-805
借款增加	-276	100	100	-50
已付股利	-188	-540	-638	-755
现金净增加额	-3	14	-39	-100

利润表	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,210	6,071	7,368	8,869
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,661	1,882	2,210	2,572
销售费用	63	121	147	177
管理费用	2,473	2,738	3,301	3,947
研发费用	0	0	0	0
财务费用	41	40	38	35
除税前溢利	771	1,017	1,245	1,517
所得税	191	264	324	394
净利润	581	752	921	1,122
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	581	752	921	1,122
EBIT	812	1,056	1,282	1,552
EBITDA	1,244	1,131	1,353	1,619
EPS (元)	0.56	0.64	0.78	0.95

主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	14.52%	16.53%	21.37%	20.37%
归母净利润	9.13%	29.59%	22.39%	21.88%
获利能力				
毛利率	68.12%	69.00%	70.00%	71.00%
销售净利率	11.14%	12.39%	12.50%	12.66%
ROE	24.55%	28.74%	31.34%	33.59%
ROIC	25.86%	28.76%	30.22%	32.90%
偿债能力				
资产负债率	34.07%	36.28%	37.44%	36.28%
流动比率	3.36	2.91	2.81	2.97
速动比率	3.18	2.76	2.68	2.83
每股指标 (元)				
每股收益	1.76	1.58	1.67	1.78
每股经营现金流	161.70	170.52	164.48	163.87
每股净资产	23.98	24.92	21.61	21.51
估值比率				
P/E	0.56	0.64	0.78	0.95
P/B	0.77	0.84	1.00	1.26
EV/EBITDA	2.01	2.23	2.50	2.84

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。