

公司研究

大众餐饮高性价比标杆，供应链提效稳质价

——小菜园（0999.HK）投资价值分析报告

要点

破局大众餐饮，领军大众中餐。小菜园是大众便民中餐连锁头部品牌，主打“新徽菜”，客单价 50-70 元，2023 年市场份额 0.2%（按收入），位列中式大众餐饮连锁品牌 TOP3，公司旗下有小菜园、菜手等品牌，2025 年 9 月底有 752 家小菜园品牌直营门店，聚焦社区商圈。供应链从区域采购发展为全国化冷链网络，高层持股集中且激励体系完善。近年营收和利润增长韧性强，毛利率和净利率领先同行，人工和租金成本低，门店在各线城市扩张，24 年外卖业务收入占比提升至 38.5%。

大众便民餐饮黄金时代，小菜园超前领跑。中国餐饮市场中，大众便民餐饮（客单价 100 元以下）2023 年规模 36187 亿元，占中式餐饮 88.7%，预计 2023-2028 年复合增速 8.7%，连锁化率提升。中式社区餐饮 2018-2023 年规模从 1.14 万亿元增至 1.37 万亿元，预计 2023-2028 年复合增速 9.4%。消费者追求质价比和“锅气”，大众便民市场竞争格局分散，销售额 CR5 仅 0.8%，小菜园品牌以 0.2% 的市占率领跑，门店数、覆盖省份和城市有优势，城市分布均衡，与竞品区域布局差异化。

四大“打法”领跑大众便民中式餐饮。小菜园品牌锁定 50-100 元客单价市场，契合消费趋势，严控食材品质。通过集中采购、中央加工、冷链配送形成成本壁垒，单店“小而精”，投资 130-170 万元，回收期短于行业平均。产品上“现炒现做”结合标准化，场景覆盖堂食、外卖及社区店，子品牌“菜手”试点社区餐饮；品牌以信任机制和文化符号塑造价值。“总部-区域-门店”架构支撑增长，有国内加密及海外拓展计划。

直营门店持续扩张，展望社区新兴品牌。短期看，25H2 小菜园品牌开店提速，公司通过单店模型优化（面积精简等）改善利润。公司计划 25 年底小菜园品牌门店数达 800 家，26 年底达到 1000 家，向国内下沉市场及海外拓展。长期看，经测算，小菜园品牌远期门店数量有望达到 2050 家。子品牌“菜手”聚焦社区，客单价 20-40 元，复用小菜园品牌供应链，有望弥补主品牌低价市场空白，提升整体渗透率。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.50/9.22/11.32 亿元，折合 EPS 为 0.64/0.78/0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 16X/13X/11X。公司为大众便民中餐赛道的连锁头部品牌，公司定位符合当前追求质价比的消费趋势，国庆期间亮眼表现进一步展现公司较强的抗周期能力。公司 25H2 开店速度加快，远期开店空间仍较大，供应链优势下利润率仍有改善空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险，宏观经济波动风险，行业竞争加剧风险，次新股价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,549	5,210	6,054	7,343	8,874
营业收入增长率	41.6%	14.5%	16.2%	21.3%	20.8%
净利润（百万元）	532	581	750	922	1,132
净利润增长率	124.0%	9.1%	29.2%	23.0%	22.7%
EPS（元）	NA	0.49	0.64	0.78	0.96
P/E	NA	21	16	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-14

注：1HKD=0.9227CNY，2023-2027 年总股本数分别为 0.01/1176.52/1176.52/1176.52/1176.52 百万股

增持（首次）

当前价：11.07 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

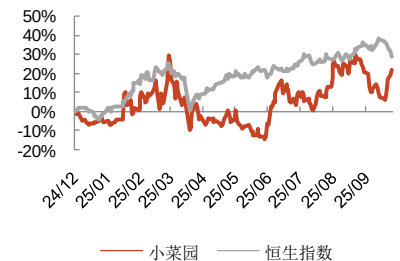
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.77
总市值(亿港元):	130.24
一年最低/最高(港元):	7.73/12.28
近 3 月换手率:	17.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	上市以来
相对	-0.80	8.96	-7.47
绝对	-5.60	15.23	21.54

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

收入方面：1) 小菜园品牌收入：截至 2025 年 9 月末公司共有 752 家小菜园品牌门店，较 24 年底净增加 85 家。根据公司指引，预计 2025-2026 年底小菜园品牌门店数分别达到约 800 家和约 1000 家，并假设 2027 年维持 2026 年的开店速度，预计 2025-2027 年净增加门店数分别为 135/200/200 家。25H2 起同店销售额增速逐步改善（5-7 月同店销售额增速已止跌回升），预计 2025 年同店销售额降幅逐步收窄，2026-2027 年整体同店销售额增速有望逐步恢复至正增长。预计 2025-2027 年小菜园品牌收入增速分别为 16.4%/21.5%/21.0%。**2) 其他收入：**公司短期内经营重心仍放在小菜园品牌上，预计其他收入增速缓慢。25H1 其他收入同比-16.1%，假设 2025-2027 年其他收入同比增速为 0%。综合来看，我们预计 2025-2027 年公司的营业收入分别为 60.54/73.43/88.74 亿元，营业收入同比增速分别为 16.2%/21.3%/20.8%。

成本及支出方面：1) 毛利率：25H1 由于主要食材价格下降以及供应链管理能力强，毛利率同比提升至 70.5%，预计 2025-2027 年毛利率保持在 69.5%。**2) 员工成本占比：**25H1 由于管理效率提升，员工成本占比同比下降至 24.6%，预计 2025 年员工成本占比同比下降至 25%，2026-2027 年尽管社保新规或增加用工成本，但公司管理效率仍有提升空间，有望对冲掉成本压力，预计 2026-2027 年员工成本占比维持在 25%。**3) 租金成本占比：**随着规模效应的显现，预计 2025-2027 年分别为 6.5%/6.5%/6.4%。**4) 广告及推广开支占比：**考虑到公司 25H2 开始将加大广告投放力度，以配合门店扩张，预计 2025-2027 年广告及推广开支占比分别为 2.6%/2.6%/2.6%。

我们与市场观点的不同

市场担心小菜园门店数量增长的可行性，尤其是上半年净增仅 5 家门店，而全年目标是达到 800 家（即下半年需净增约 130 家）。从历史情况来看，公司开店基本集中在下半年，且公司对年内门店数达到 800 家信心较足。截至 25 年 9 月 30 日全国共 752 家小菜园门店，目前开店节奏稳步推进，我们认为全年目标达成可行性较高。公司当前门店主要集中在华东地区，在全国范围尤其是低线城市渗透率还较低，小菜园在华东下沉市场的成果验证了模式的可复制性，未来开店空间仍较大。此外市场也担心盈利能力提升的持续性。公司目前仍在持续优化单店模型，正推动门店小型化（新店约 220 平米）和引入炒菜机器人等自动化设备，持续优化坪效和人效，当前优化仍未结束，我们认为公司盈利能力仍有提升空间。

股价上涨的催化因素

1) 门店拓展超预期；2) 同店销售额增长提速；3) 利润优化超预期。

估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.50/9.22/11.32 亿元，折合 EPS 为 0.64/0.78/0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 16X/13X/11X。公司为大众便民中餐赛道的连锁头部品牌，公司定位符合当前追求质价比的消费趋势，公司 25H2 开店速度加快，远期开店空间仍较大，供应链优势下利润率仍有改善空间，首次覆盖给予“增持”评级。

目 录

1、破局大众餐饮，领军大众中餐.....	6
1.1 供应链：从区域采购到全国化冷链网络的效率革命.....	6
1.2 高层持股集中，多层激励体系赋能发展.....	7
1.3 逆势强劲增长，利润超预期改善.....	9
2、大众便民餐饮黄金时代，小菜园领跑	12
2.1 市场规模：大众便民餐饮市场空间广阔，连锁化餐饮趋势所在.....	12
2.2 行业趋势：消费者追求质价比和“锅气”	14
2.3 竞争格局：大众便民市场竞争格局分散，小菜园处于领先地位.....	15
3、四大“打法”领跑大众便民中餐赛道	16
3.1 锁定大众市场：高性价比锚定“国民家常菜”定位.....	16
3.2 打造成本壁垒：供应链与门店模型双轮降本.....	17
3.3 构建竞争差异：产品、场景、品牌三步破局.....	19
3.4 稳定增长底盘：组织架构与生态化扩张双支撑	21
4、直营门店持续扩张，社区餐饮品牌“菜手”覆盖更广阔人群.....	22
4.1 短期：开店提速，叠加单店模型优化利润改善	22
4.2 长期：开店空间广阔，副品牌提供增量	23
4.2.1 国内下沉加密，拓展空间广阔	23
4.2.2 社区餐饮卡位，轻量打开增量	25
5、盈利预测和估值	26
5.1 关键假设及盈利预测	26
5.2 相对估值	28
5.3 绝对估值	29
5.4 估值结论与投资评级	30
6、风险提示.....	31

图目录

图 1: 2021 年-25H1 小菜园品牌门店数量	6
图 2: 公司发展历程	7
图 3: 公司股权结构 (2024 年 12 月 31 日)	8
图 4: 2021-2025H1 公司营业总收入及同比增速	9
图 5: 2021-2025H1 公司的净利润及同比增速	9
图 6: 2021-2025H1 年公司及竞品毛利率对比	9
图 7: 2021-2025H1 年公司及竞品净利率对比	9
图 8: 2021-2025H1 公司及竞品人工费用率对比	10
图 9: 2021-2025H1 公司及竞品租金成本率对比	10
图 10: 2021-2024 年前 8 个月小菜园品牌门店层面利润率	10
图 11: 2021-2025H1 小菜园品牌不同级别城市门店数量 (家)	11
图 12: 2021-2025H1 小菜园品牌不同级别城市门店收入 (亿元)	11
图 13: 2021-2025H1 小菜园品牌不同级别城市翻台率	11
图 14: 2022-2025H1 小菜园品牌同店销售额同比增速	11
图 15: 2021-2025H1 公司门店收入按业务线拆分 (亿元)	12
图 16: 2024 年各上市餐饮公司外卖业务收入占比	12
图 17: 2018-2028 年中国餐饮市场规模 (十亿元)	13
图 18: 2018-2028 年按客单价划分的中式餐饮市场规模 (十亿元)	13
图 19: 2018-2028 年按运营模式划分的大众便民中式餐饮市场规模占比	13
图 20: 门店数 300 家以上的中式正餐品牌	13
图 21: 2018-2028 年中国中式社区餐饮行业的市场规模	14
图 22: 2022-2024 年部分餐饮赛道人均消费情况 (元)	14
图 23: 2025 年消费者选择正餐餐厅关注的因素	14
图 24: 2025 年 1-5 月大众点评 APP 和美团 APP 搜索增速	15
图 25: 2025 必吃榜评价关键词下的门店占比	15
图 26: 中国小家庭成员平均数量以及外食占比	17
图 27: 2021-2024 年小菜园品牌堂食客单价和外卖单价	17
图 28: 小菜园好水好油好米	17
图 29: 2021 年-25H1 所用原材料及消耗品占比	18
图 30: 2021-2024 年前八个月内部运输车及司机数量	19
图 31: 小菜园品牌典型门店口	20
图 32: 小菜园品牌典型就餐环境	20
图 33: 公司内部组织架构	21
图 34: 小菜园品牌门店扩展计划 (截至 2024 年 8 月 31 日)	22
图 35: 2021 年-25H1 不同级别城市门店数量占比	23
图 36: 菜手小程序部分菜品及其单价	25

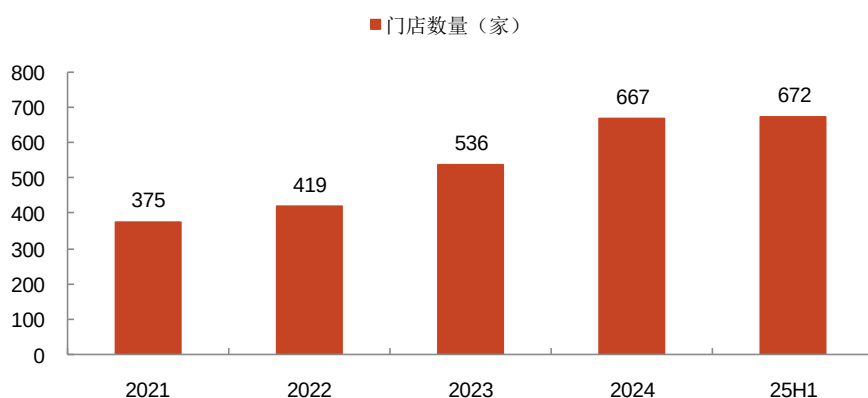
表目录

表 1: 公司激励模式.....	8
表 2: 50-100 元价格带的大众便民中式餐饮市场前五大品牌排名	15
表 3: 50-100 元价格带的大众便民中式餐饮市场前五大品牌详细比较.....	16
表 4: 2022-2024 年前八个月中央厨房产能以及利用率	18
表 5: 小菜园品牌门店经营情况	19
表 6: 小菜园品牌招牌菜品销量	20
表 7: 子品牌“菜手”的典型社区餐饮门店运营模式说明	20
表 8: 单店模型多维度优化举措	23
表 9: 小菜园门店在中国区域的分布以及收入占比	24
表 10: 小菜园品牌中期开店空间测算	24
表 11: 菜手与小菜园品牌的门店情况对比.....	25
表 12: 公司收入预测（百万元，家）	26
表 13: 主要成本及支出占收入的比重	28
表 14: 餐饮行业主要上市公司 PE 估值表.....	29
表 15: 绝对估值核心假设表.....	29
表 16: 现金流折现及估值表.....	30
表 17: 敏感性分析表（港元）	30

1、破局大众餐饮，领军大众中餐

小菜园是深耕大众便民中餐赛道的连锁头部品牌。公司以全直营模式构建全国化门店网络，主打“新徽菜”特色，定位“正餐之下、快餐之上，堂食客单价在50元至70元。公司2023年市场份额0.2%（按门店收入计），位列大众中式餐饮品牌第一，旗下品牌包括小菜园、菜手、观邸，其中，观邸主要是探索高端市场，主品牌“小菜园”以及子品牌“菜手”承担下沉战略任务。2025年9月底有752家小菜园品牌直营门店，聚焦社区商圈场景，覆盖家庭、工作餐需求，下沉市场“区域密集+全国辐射”布局显著。公司于2024年12月在港交所上市。

图1：2021年-25H1小菜园品牌门店数量

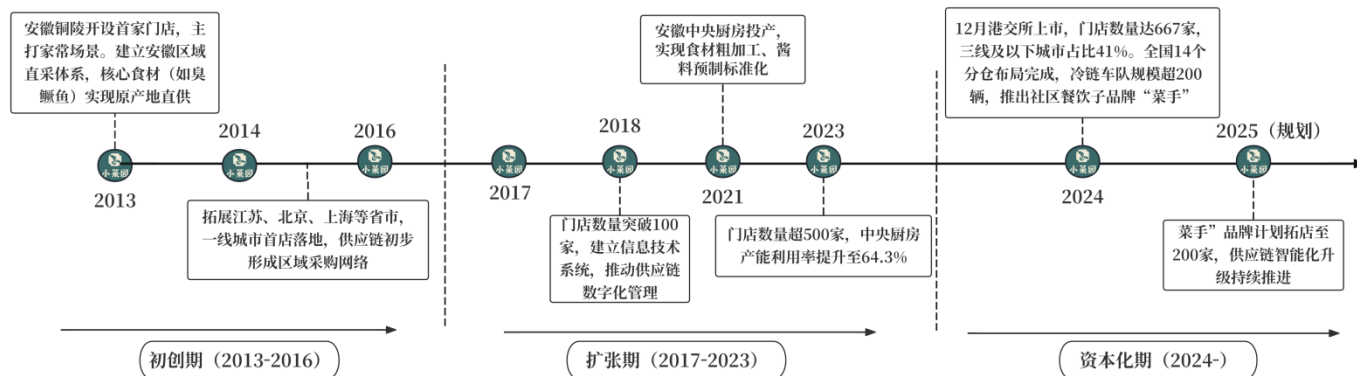


资料来源：小菜园招股说明书，公司公告，光大证券研究所

1.1 供应链：从区域采购到全国化冷链网络的效率革命

- **初创期（2013-2016）**：以铜陵首店为起点，定位“新徽菜”差异化赛道，打破传统徽菜高端化壁垒，聚焦50-100元客单价家常场景。初期以安徽区域直采为主，核心食材（如臭鳊鱼）建立原产地直供渠道，初步实现食材成本管控。
- **扩张期（2017-2023）**：2018年门店数量突破100家，同步搭建信息技术系统推动供应链数字化管理。2021年安徽中央厨房投产，实现食材粗加工与酱料预制标准化，2023年设计产能达9.8千吨，产能利用率提升至64.3%。
- **资本化期（2024年至今）**：2024年12月登陆港交所募资7.94亿港元，所募集资金的37%用于供应链智能化升级。截至2025年8月底，公司分仓数量已达到15个，每个分仓每日服务40家至60家门店，确保食材新鲜、当日准时配送。

图 2：公司发展历程



资料来源：小菜园招股说明书，公司公告，光大证券研究所

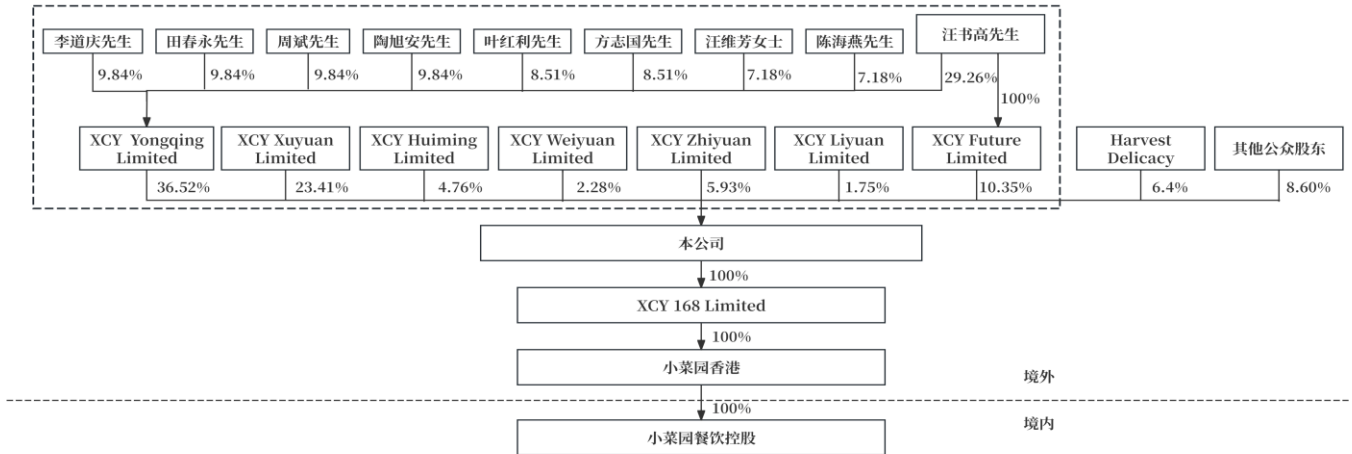
复盘来看，公司在中国的发展经历了几个重要节点：

- 1) 确立定位与解决标准化难题：**在创立初始阶段，小菜园作为新品牌无名气，中餐标准化难度大。为了解决上述问题，小菜园精准定位为“平民化新徽菜”，主打高性价比、家常味道，在合肥等地建立中央厨房，负责核心酱料、半成品的标准化生产和统一配送，从源头保证口味一致。最终在安徽市场站稳脚跟，标准化体系初步建立。
- 2) 走出安徽及开启扩张阶段：**从 2017 年开始，小菜园品牌开始向上海、北京等核心城市大规模扩张，但是面临着跨区域口味适应、全国供应链高难度等问题。小菜园保留徽菜招牌，弱化地域标签转向国民家常菜，建立多区域中央厨房以及配送中心，实现门店数量增长，成为全国性中餐连锁巨头。
- 3) 应对疫情冲击与持续升级：**2020-2022 年，新冠疫情对高度依赖堂食的餐饮业造成打击，小菜园品牌堂食骤停，主要收入来源被切断或大幅减少，现金流压力剧增。对此，小菜园品牌全力发展外卖，迅速优化外卖包装、流程，推出适合外卖的套餐和菜品，积极与各大外卖平台合作。在行业普遍遭受重创的情况下，公司展现了极强的韧性，逆势加速开店，抢占优质点位。
- 4) 适当降价让利消费者：**董事长汪书高曾表示“开餐厅，好吃、不贵是最重要的，小菜园做的还不够，下一步，公司既要追求极致性价比又要保证食材品质”。随着供应链优势逐步显现，以及消费者对质价比的追求越来越迫切，24 年下半年公司主动调价让利消费者，在较弱的消费环境下，翻台率基本稳住。

1.2 高层持股集中，多层激励体系赋能发展

公司股权结构整体上较为集中，高管持股充分，实际决策人为创始人汪书高先生。截至 2024 年末，公司前两大持股平台（XCY Yongqing 持股 36.52%、XCY Xuyuan 持股 23.41%）合计持股近 60%，股权高度集中。公司中高层管理人员通过 7 个不同持股平台间接持有公司 85% 的股份。2023 年 10 月 10 日，董事长汪书高先生通过与其他个人股东订立一致行动协议，拥有 7 个持股平台的投票权，对 85% 的股份行使投票权，为实际决策人和控制人。

图 3：公司股权结构（2024 年 12 月 31 日）



资料来源：小菜园招股说明书，公司公告，光大证券研究所

公司构建了覆盖股权激励、薪酬激励、成长激励的多层次员工激励体系，成为餐饮行业激励标杆。股权激励层面，综合员工能力、业绩、年限及岗位重要性分配股权，深度绑定长期利益；薪酬激励层面，采用“基本工资+多层绩效工资”，绩效与门店/部门表现及个人业绩紧密挂钩，实现效率与薪酬协同；成长激励层面，推行基层师徒培养制，店长带徒享门店 50%利润分成，区域经理全内部晋升，搭建从基层到高管的成长路径。该体系为供应链和门店扩张提供人才支撑，形成员工与企业共成长的良性生态。

表 1：公司激励模式

激励机制	具体内容
股权激励	为总部管理人员、区域管理人员及骨干员工等提供股权激励，综合考虑能力、业绩表现、工作年限、岗位重要性等因素释放相应比例股权，与员工共享公司发展成果。
薪酬激励	针对包括门店基层员工在内的全体员工制定基本工资加多层级绩效工资的薪酬机制，绩效工资与工作业绩和所在门店/部门表现挂钩，充分激发员工工作热情。
成长激励	高度重视区域经理、店长、厨师长等基层核心岗位人才的储备与培养，在公司内部实行师徒培养制并辅以一定的绩效激励。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

以汪书高为核心的管理层餐饮行业经验丰富。创始人汪书高先生于 2013 年出任企业董事长一职，在创立小菜园品牌前，曾于 2006 至 2010 年期间先后创办多家酒店及餐饮企业，累计形成逾二十年的餐饮行业实践经验；公司多位副总经理均具备十余年行业管理资历，各自负责所辖区域内的门店运营统筹，餐饮行业从业经验丰富。

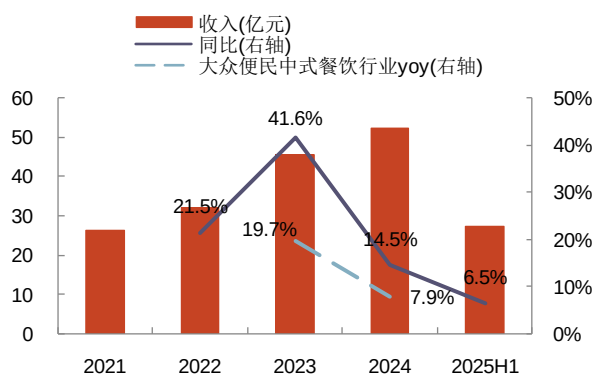
1.3 逆势强劲增长，利润超预期改善

公司近年来在营收与利润端展现出增长韧性。2023 年，受益于线下消费回暖，营收达 45.50 亿元，同比增长 42%；净利润 5.32 亿元，同比大增 124%。2021-2023 年营收与净利润复合年均增长率分别为 31%和 53%，内生增长潜力较强，中央厨房产能释放推动成本下降，规模效应初步显现。

2024 年，尽管大众便民餐饮行业增速放缓，公司仍稳健经营，营收 52.10 亿元，同比增长 14.5%；净利润 5.81 亿元，同比增长 9.1%。2024 年营收与净利润增速放缓，主要受两方面因素影响：一是 2023 年同期基数较高；二是餐饮消费市场结构性调整下，消费者更趋理性，公司采取“极致性价比”策略巩固份额，导致净利润增速滞后于营收增速。

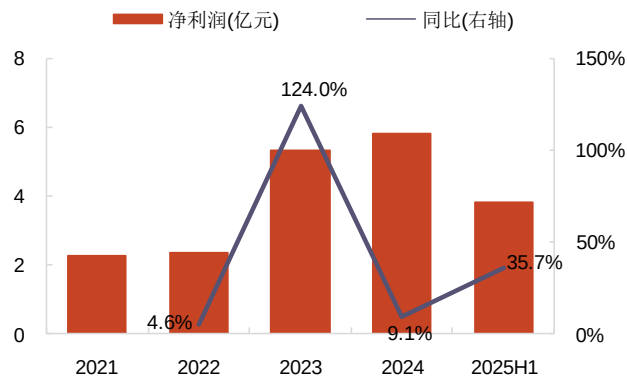
2025 年上半年，公司收入同比增速相较于 2024 年全年放缓为 6.5%，但净利润同比增速大幅提升至 35.7%，盈利能力增强。公司通过供应链优化与数字化管理持续提升运营效率，在消费增速放缓的背景下仍实现利润正向增长，凭借动态调整能力，在行业承压周期中保持了竞争优势。

图 4：2021-2025H1 公司营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

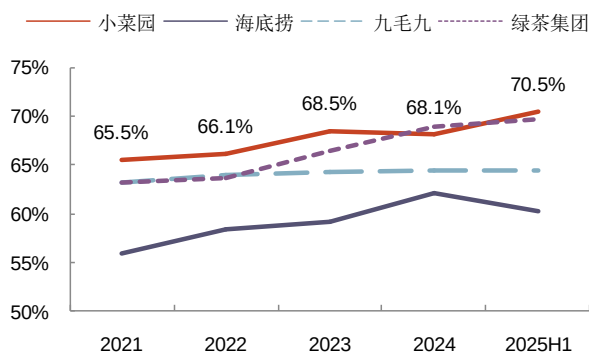
图 5：2021-2025H1 公司的净利润及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

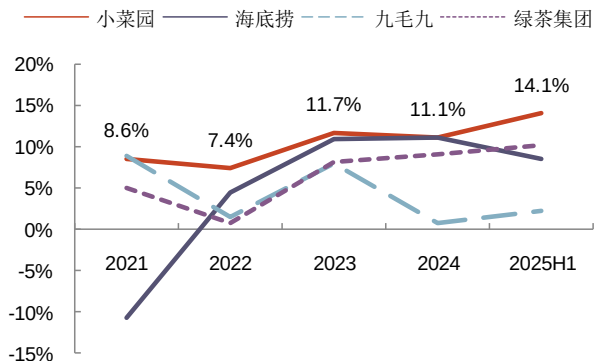
公司凭借供应链降本（2025H1 毛利率 70.5%）、人工及租金成本优化（2025H1 净利率 14.1%），在毛利率和净利率方面基本领先于海底捞、九毛九、绿茶集团。

图 6：2021-2025H1 年公司及竞品毛利率对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

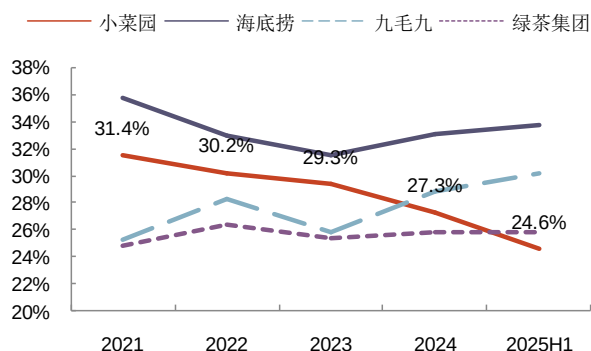
图 7：2021-2025H1 年公司及竞品净利率对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

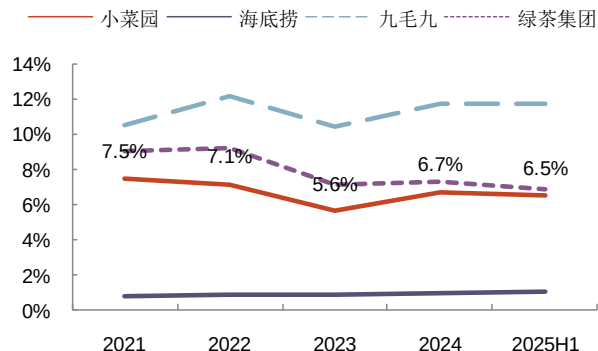
公司采取优化门店面积以节省租金、强化智能化工具（如部分门店启用炒菜机器人、恒温电炸炉等智能后厨设备）以降低人工成本的策略。2024 年，公司人工费用率为 27.3%，租金成本率为 6.7%；25H1 这两项成本率进一步下降，处于行业较低水平。与同行相比，海底捞因注重服务导致人工成本较高，九毛九因多品牌布局使租金成本偏高，绿茶集团在租金下沉方面进度较慢。由此可见，公司在“人工+租金”成本上优势明显。而门店面积优化与智能化策略，正是其节省“人租”成本的重要举措，也是其利润领先的核心原因之一。若未来子品牌“菜手”的下沉社区市场战略成功，预计其租金成本率将进一步下降，核心竞争力会增强，从而巩固并扩大在下沉市场的优势。

图 8: 2021-2025H1 公司及竞品人工费用率对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

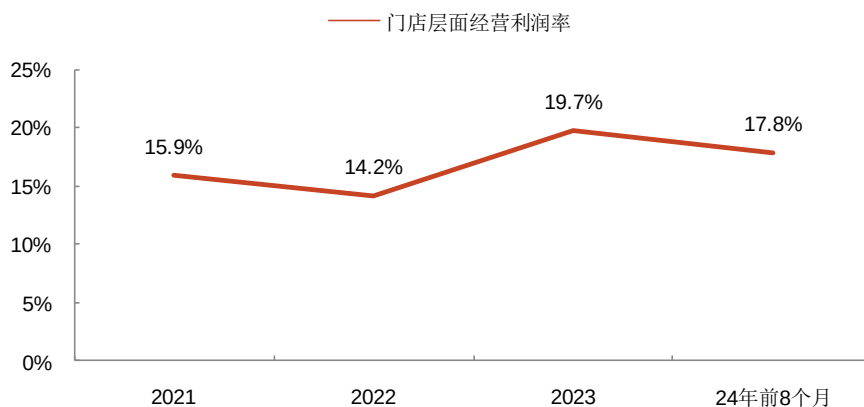
图 9: 2021-2025H1 公司及竞品租金成本率对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

2021-2023 年，公司门店层面经营利润率呈现先小幅下降后显著提升的趋势，2021 年为 15.9%，2022 年降至 14.2%，2023 年则提升至 19.7%。2022 年至 2023 年门店层面利润率显著提升，主要得益于门店收入增长速度高于成本增速，同时公司对原材料、消耗品以及门店层面的租赁及物业管理相关开支实现了强力管控，且 2023 年该类成本管控效果尤为突出。

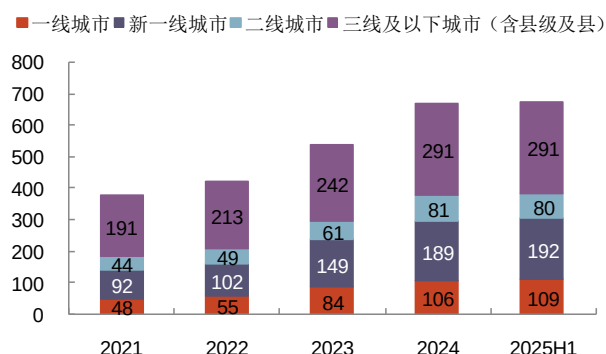
图 10: 2021-2024 年前 8 个月小菜园品牌门店层面利润率



资料来源：小菜园招股说明书（2024 年、2025H1 门店层面经营利润率未披露），光大证券研究所

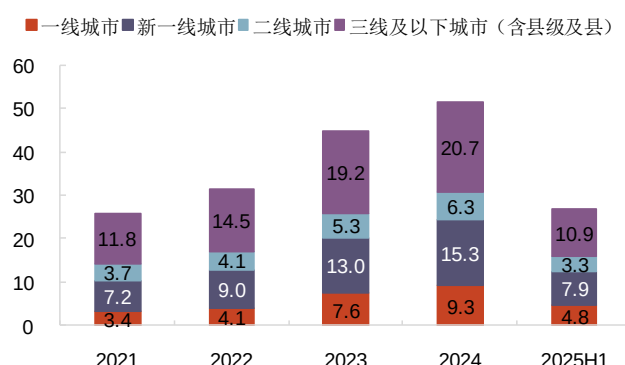
当前公司门店处于稳步扩张阶段，2021-2024 年公司门店数量以 21.16% 的复合增长率持续扩容，2024 年门店总数同比增幅达 24.4%，2025H1 门店增速放缓（主要系 2025 上半年公司重心在门店精益管理调整，预计下半年门店扩张提速），各线城市布局稳步推进。在区域结构优化上，公司持续推进由低线向高线城市渗透，2024 年一线城市与新一线城市门店数量占比相较 2021 年分别提升 3.09 和 3.80 个百分点，2025H1 相较于 2024 年只有一线与新一线门店数量仍在上升，高线城市形成扩张主力。从收入表现看，2024 年一线及新一线城市总收入同比增长 19.6%，显著高于二线及三线以下城市 10.1% 的增速，高线市场拓展成效逐步显现。

图 11：2021-2025H1 小菜园品牌不同级别城市门店数量（家）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

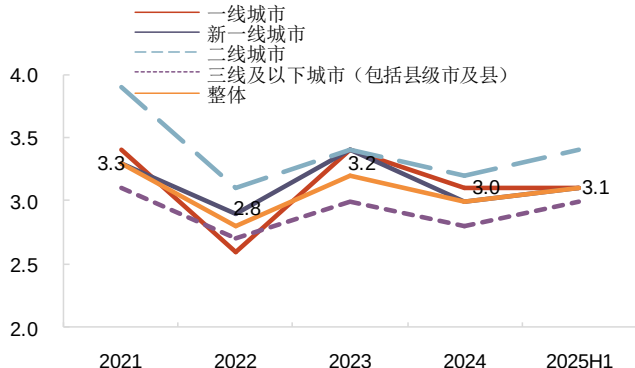
图 12：2021-2025H1 小菜园品牌不同级别城市门店收入（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

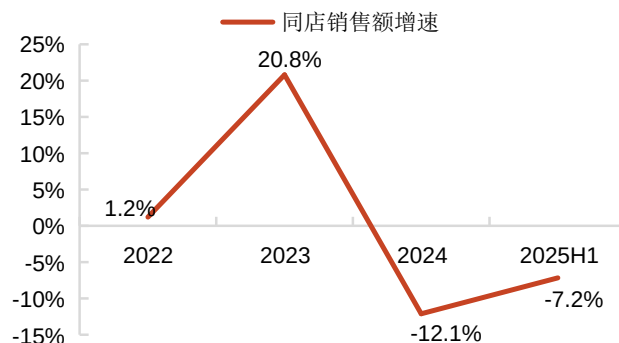
2021-2025H1 小菜园品牌在一线城市、新一线城市、二线城市等不同级别城市的翻台率整体保持相对稳定，波动幅度较小。同店销售额增速方面，2022 年为 1.2%，2023 年大幅提升至 20.8%，体现出疫情期间的经营韧性与疫后快速恢复能力，而 2024 年增速回落至 -12.1%，且截至 2025 年前六个月同店销售额同比增速为负，主要受客单价和翻台率下滑的影响，并且公司更看重门店盈利模型与回本周期，并非一味追求同店业绩增长。

图 13：2021-2025H1 小菜园品牌不同级别城市翻台率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

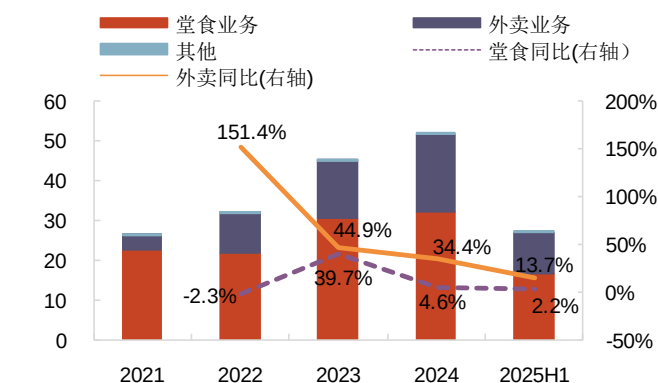
图 14：2022-2025H1 小菜园品牌同店销售额同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

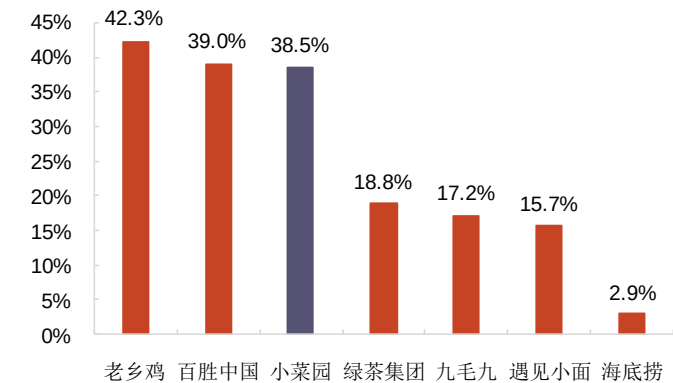
公司构建“到店+到家”全场景消费生态，以外卖业务为重要增长极实现渠道拓展。2024 年外卖业务营收达 20 亿元，在总营收中占比从 2021 年的 15.5% 提升至 2024 年的 38.5%，与堂食业务（2024 年 31.9 亿元，占比 61.3%）形成互补。2025H1 堂食业务收入保持同比稳健，外卖业务（2025H1 外卖收入同比增速为 13.7%）是主要增长动力。2024 年公司的外卖业务收入占比在各上市餐饮公司中排名前列，反映出消费者线上需求的持续增长及小菜园品牌门店对该渠道的深度适配，有效扩大了客群覆盖并增强抗风险能力。

图 15：2021-2025H1 公司门店收入按业务线拆分（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 16：2024 年各上市餐饮公司外卖业务收入占比



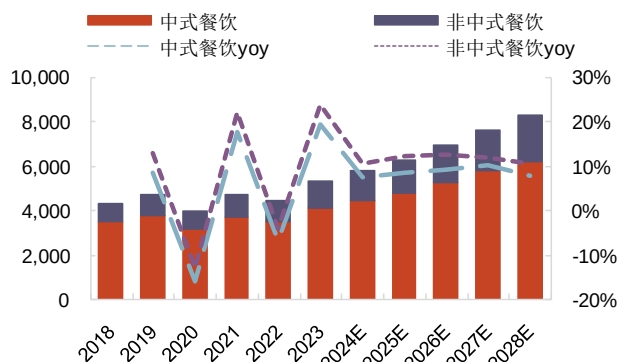
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

2、 大众便民餐饮黄金时代，小菜园领跑

2.1 市场规模：大众便民餐饮市场空间广阔，连锁化餐饮趋势所在

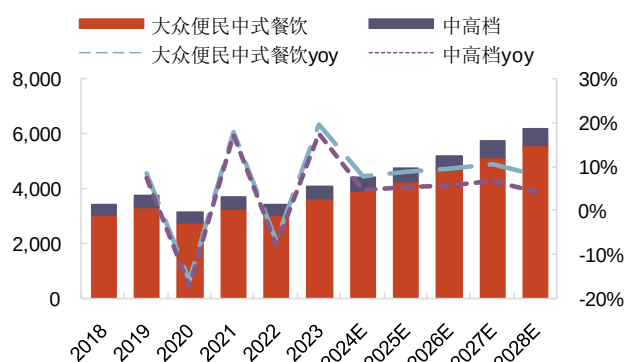
中式餐饮占据着中国餐饮市场的主导地位，而在中式餐饮市场中，大众便民餐饮预计未来发展速度快于中高端餐饮。中国餐饮市场发展空间广阔，根据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国餐饮市场规模达 52,890 亿元，2018-2023 年期间以 4.4% 的复合增速实现稳健增长。其中中式餐饮占据行业主导地位，2023 年市场份额达 77.1%，规模达 40,798 亿元。中国的中式餐饮市场可细分为大众便民市场（客单价为人民币 100 元以下）和中高档中餐市场（客单价为人民币 100 元及以上）两大子市场。2023 年大众便民市场占中式餐饮整体规模的 88.7%，达 36,187 亿元，2018-2023 年复合增长率约 3.8%，增速高于中式餐饮整体水平（3.6%）。展望未来，预计 2023-2028 年大众便民中餐市场规模有望以 8.7% 的复合增速扩容至 55,871 亿元，显著高于中高端餐饮 5.5% 的增速水平，持续领跑细分赛道。

图 17: 2018-2028 年中国餐饮市场规模 (十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，小菜园招股说明书，光大证券研究所

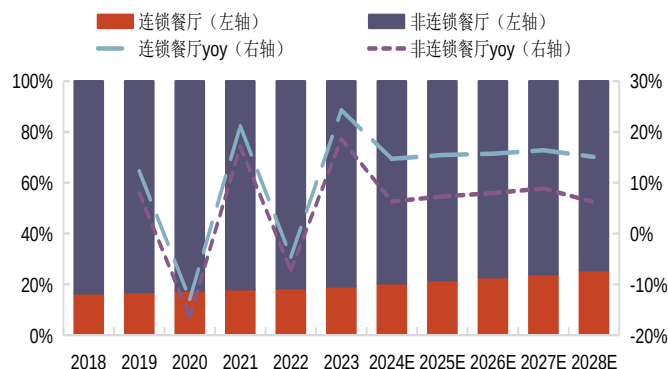
图 18: 2018-2028 年按客单价划分的中式餐饮市场规模 (十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，小菜园招股说明书，光大证券研究所

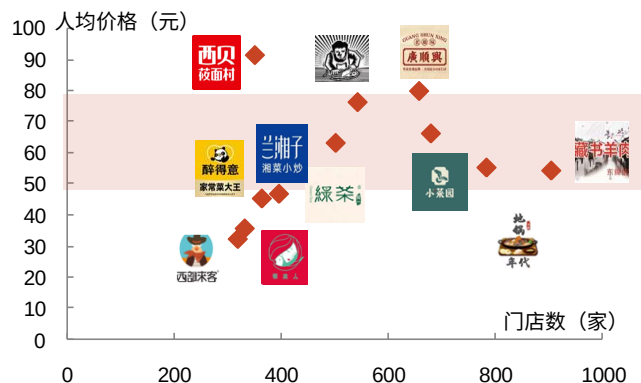
由于标准化趋势以及品牌影响力加深，连锁化成为大众便民餐饮的新破局点。从行业发展轨迹看，标准化生产与品牌势能正驱动大众便民餐饮加速迈入连锁化新阶段，推动连锁餐厅渗透率实现突破：2018 年连锁化率为 16.4%，2023 年提升至 19.2%，预计 2028 年将达 25.5%，对应连锁餐厅的市场规模在 2023-2028 年期间以 15.5% 的复合增速扩容，显著高于非连锁餐厅（7.3%）与行业整体（9.1%）。而且门店数量在 300 家以上的中式正餐品牌中，客单价大多集中在 50-80 元价格带。

图 19: 2018-2028 年按运营模式划分的大众便民中式餐饮市场规模占比



资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，小菜园招股说明书，光大证券研究所

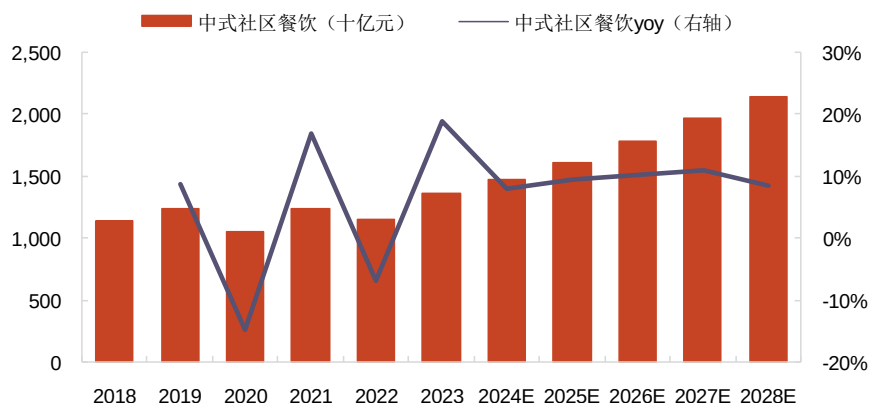
图 20: 门店数 300 家以上的中式正餐品牌



资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所

中式社区餐饮（指客单价在 50 元以下中式餐饮，通常临近当地社区、工作场所及商业区）正以“高频刚需+便捷普惠”的定位加速崛起，成为餐饮行业增长新引擎。这类客单价 50 元以下的餐饮业态紧密围绕社区、工作区布局，通过高性价比日常餐食替代家庭厨房需求，2018-2023 年市场规模从 1.14 万亿元增至 1.37 万亿元（CAGR3.7%），其中疫情前 2018-2019 年增速更是高达 8.7%，展现出抗周期的消费韧性。据弗若斯特沙利文预测，2023-2028 年中式社区餐饮市场规模将以 9.4% 的复合增速扩张至 2028 年的 2.14 万亿元。驱动力主要源自两大因素：一是社会结构变迁，家庭小型化、老龄化催生“便捷用餐”需求；二是消费习惯迭代，城市化率提高，社区商业化进程加速，工作日简餐、老年餐等场景刚性化。

图 21：2018-2028 年中国中式社区餐饮行业的市场规模



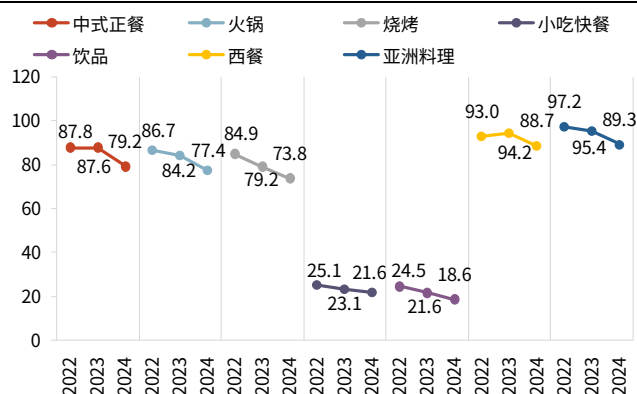
资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，小菜园招股说明书，光大证券研究所

2.2 行业趋势：消费者追求质价比和“锅气”

1) 2022 年以来餐饮客单价整体呈现下降趋势，消费者更加追求质价比。

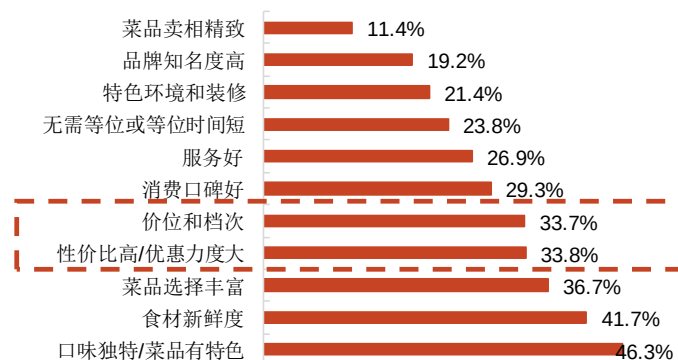
据辰智餐饮大数据，2022 年第四季度餐饮人均消费降至 35.4 元，为 2019 年以来首次下降。红餐数据显示中式正餐赛道人均消费从 2023 年的 87.6 元降至 2024 年的 79.2 元，降幅达 9.6%，各细分品类均不同程度承压。这种趋势与消费者追求质价比直接相关：红餐产业研究院“2025 年餐饮消费大调查”显示，选择正餐餐厅时，对“性价比高/优惠力度大”（33.8%）和“价位和档次”（33.7%）的关注比例超三成，仅次于“口味独特/菜品有特色”“食材新鲜度”和“菜品选择丰富”，多维度折射出行业转向“性价比竞争”的结构性调整，消费者对餐饮消费的决策更趋理性，既注重菜品品质与体验，也对价格敏感度显著提升。

图 22：2022-2024 年部分餐饮赛道人均消费情况（元）



资料来源：红餐产业研究所，光大证券研究所

图 23：2025 年消费者选择正餐餐厅关注的因素



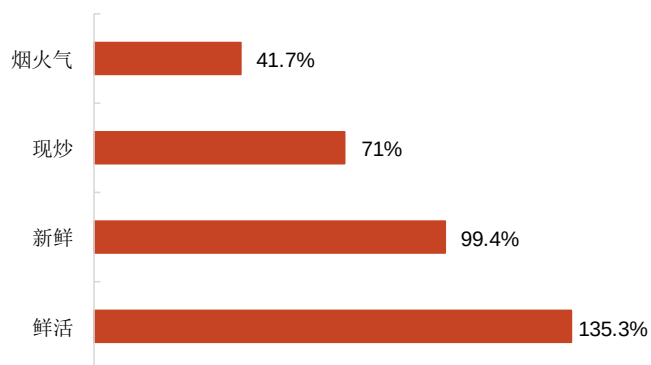
资料来源：红餐产业研究所，光大证券研究所

2) 餐饮回归“现炒现做”，追求“烟火气”。

当前餐饮行业“现炒现做”与“烟火气”已从营销标签升级为核心竞争力，供需两端特征显著。消费端，美团 2025 年 1-5 月数据显示，“鲜活”“新鲜”“现炒”搜索增速分别达 135.3%、99.4%、71%，评价中“新鲜”“烟火气”“锅

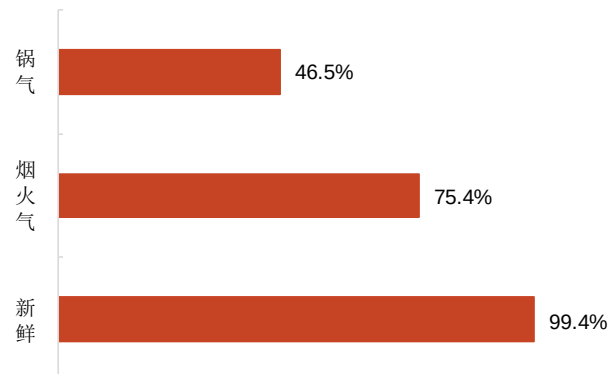
气”提及占比为 99.4%、75.4%、46.5%。本质上，这是消费者平衡低价与品质的理性选择，契合“质价比”需求，成为餐饮存量竞争的差异化突破路径。

图 24：2025 年 1-5 月大众点评 APP 和美团 APP 搜索增速



资料来源：《中国美食消费观察 2025》美团研究院，光大证券研究所

图 25：2025 必吃榜评价关键词下的门店占比



资料来源：《中国美食消费观察 2025》美团研究院，光大证券研究所

2.3 竞争格局：大众便民市场竞争格局分散，小菜园处于领先地位

50-100 元价格带的大众便民中式餐饮市场呈现高度分散特征。2023 年该细分领域 CR5 仅 0.8%，竞争格局分散。作为市场份额第一的品牌，小菜园品牌以 0.2% 的市占率领跑（2023 年门店收入 45.1 亿元），但其规模优势仍不突出。从市场结构看，2023 年，该价格带占大众便民中式餐饮整体规模的 62%（2023 年 50-100 元价格带的大众便民中式餐饮市场规模为 2.25 万亿元），但各品牌凭借差异化菜系定位（如小菜园新徽菜、太二酸菜鱼、绿茶集团融合菜等）形成细分赛道竞争，尚未出现绝对主导品牌，反映出行业仍处于“跑马圈地”的分散竞争阶段。

表 2：50-100 元价格带的大众便民中式餐饮市场前五大品牌排名

排名	品牌	2023 年门店收入 (人民币十亿元)
1	小菜园	4.51
2	太二	4.47
3	绿茶	3.59
4	呷哺呷哺	3.02
5	外婆家	1.96
前五大		17.55
其他		2235.35
合计		2252.90

资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

截至 2025 年 8 月 15 日，小菜园品牌客单价为 66.08 元，门店数达 680 家，门店数处于同价格带大众便民中式餐饮品牌前列，覆盖省份 15 个、城市 70 个，相较于其他四个品牌，门店覆盖更有深度。城市分布上，小菜园品牌门店在新一线、二线、三线城市分布相对均衡，区别于太二侧重一线城市、外婆家侧重新一线城市的特点。小菜园品牌选址以商场店为主（占比 94.41%），核心省份聚焦江苏省、安徽省、上海，与太二、绿茶集团、呷哺呷哺、外婆家的核心区域形成差异化布局。

表 3：50-100 元价格带的大众便民中式餐饮市场前五大品牌详细比较

品牌	小菜园	太二	绿茶	呷哺呷哺	外婆家
客单价（元）	66.08	75.88	61.8	61.72	67
门店数（家）	680	543	502	763	105
覆盖省份	15	29	28	22	14
覆盖城市	70	112	138	74	29
口碑评分	84.44	89.92	86.02	86.98	86.02
城市分布	一线 16.47% 新一线 28.82% 二线 23.38% 三线 24.85% 四线 5.15% 五线 1.18% 其他 0.15%	一线 31.39% 新一线 21.99% 二线 25.75% 三线 16.17% 四线 3.38% 五线 0.56% 其他 0.75%	一线 22.02% 新一线 28.48% 二线 24.65% 三线 15.35% 四线 8.28% 五线 1.01% 其他 0.2%	一线 42.95% 新一线 16.86% 二线 15.15% 三线 17.13% 四线 6.19% 五线 1.71%	一线 24.76% 新一线 47.62% 二线 19.05% 三线 6.67% 四线 1.9% 五线 0%
选址分布	商场店 94.41% 居民社区 1.47% 街边店 1.91% 写字楼 0.88% 未知 1.32%	商场店 97.79% 居民社区 0.37% 街边店 0.18% 专业市场 0.18% 写字楼 0.74% 交通枢纽 0.37% 景区景点 0.18% 未知 0.18%	商场店 96.41% 居民社区 0.4% 街边店 0.8% 写字楼 0.4% 景区景点 0.2% 未知 1.79%	商场店 88.2% 居民社区 5.11% 街边店 1.83% 专业市场 0.79% 写字楼 2.49% 学校店 0.79% 交通枢纽 0.39% 景区景点 0.13% 未知 0.26%	商场店 86.67% 街边店 0.95% 写字楼 4.76% 交通枢纽 2.86% 景区景点 3.81% 未知 0.95%
门店分布					
核心省份	江苏省、安徽省、上海	广东省、上海、浙江省	广东省、浙江省	北京、河北省	浙江省

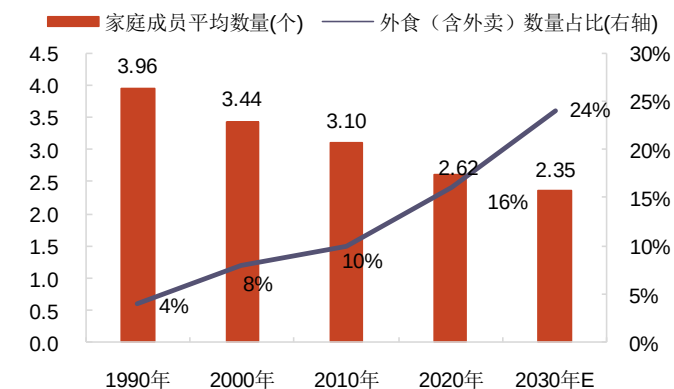
资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所，注：数据截至 2025.08.15

3、四大“打法”领跑大众便民中餐赛道

3.1 锁定大众市场：高性价比锚定“国民家常菜”定位

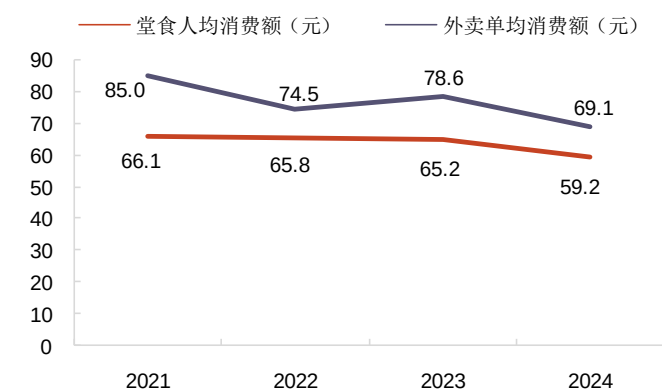
在中式餐饮市场的结构化细分中，小菜园品牌已经多年深耕 50-100 元客单价的大众便民中式餐饮市场。当前的市场格局及未来发展前景为小菜园提供了有利的外部环境和机遇。从行业趋势看，该赛道深度受益于两大社会变革：一是家庭小型化，据红餐数据，预计 2030 年家庭成员平均数量为 2.35 人，而小家庭相较于大家庭来说在家烹饪意愿较低，故小家庭外出就餐比例提升；二是性价比消费趋势，消费者对“好吃不贵”的需求增加，而小菜园品牌 2024 年 59.2 元的堂食客单价恰好匹配其心理预期。

图 26：中国小家庭成员平均数量以及外食占比



资料来源：红餐产业研究院 2025 年餐饮消费大调查，红餐产业研究院预测，光大证券研究所

图 27：2021-2024 年小菜园品牌堂食客单价和外卖单价



资料来源：小菜园招股说明书，公司公告，光大证券研究所

小菜园对食材品质把控严苛，从源头保障菜品安全与风味。其食材选用有明确标准：仅用非转基因食用油做菜，以饮用水制作汤和米饭，守住健康与本味，还通过签订食材供应框架协议，从原产地直采核心食材，确保供应稳定新鲜——如黑龙江五常直采大米、皖南山地放养鸡、北海海域鲜虾，以及肉质鲜嫩的鳜鱼、高品质黑猪肉、湖南辣椒等。这种全链路品质把控，充分体现了小菜园的食材优势与对餐饮品质的追求。

图 28：小菜园好水好油好米



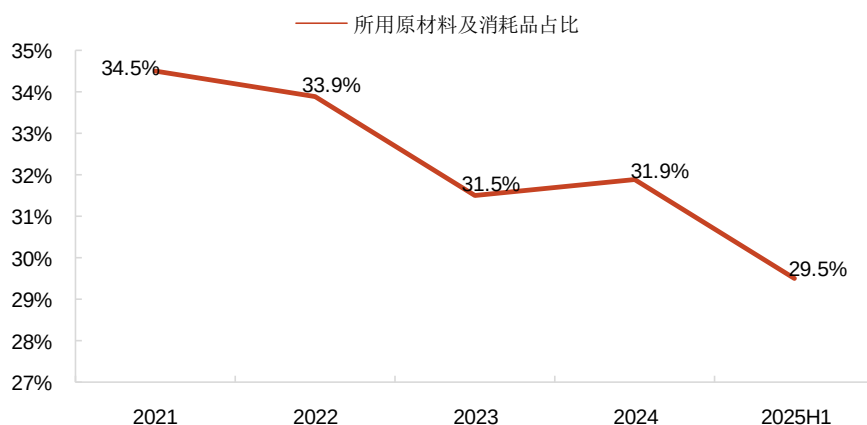
资料来源：小菜园招股说明书，小菜园官网，光大证券研究所

3.2 打造成本壁垒：供应链与门店模型双轮降本

小菜园通过“集中采购+中央加工+冷链配送”的垂直整合，形成从源头到门店的成本控制体系。

- **采购端：**公司依托合格供应商的规模优势以及严格的供应商筛选程序，推动原材料成本占比从 2021 年的 34.5% 降至 2024 年的 31.9%，2025 年 H1 进一步下降到 29.5%。公司与头部信誉良好的供应商进行长期合作，包括农夫山泉、益海嘉里和大湖股份等，追求成本优势的同时亦注重原材料品质。

图 29：2021 年-25H1 所用原材料及消耗品占比



资料来源：小菜园招股说明书，公司公告，光大证券研究所

- **加工端：**截至 2024 年 8 月 31 日，公司共有 1 个已投产中央厨房，以及 1 个待投产的马鞍山中央厨房，其中马鞍山新中央厨房在设计上包括四条多功能生产线，分别用于生产调料包、速冻食品、酱卤制品及净菜，建筑面积总计达 11389.9 平方米，预计投产时间为 2025 年 12 月。复杂耗时的加工环节由安徽中央工厂统一完成，比如食材粗加工与标准料包制作，使门店员工在劳动密集型工序上大大减少时间和精力，可以更快地准备菜品，有助于门店更高效地运营。

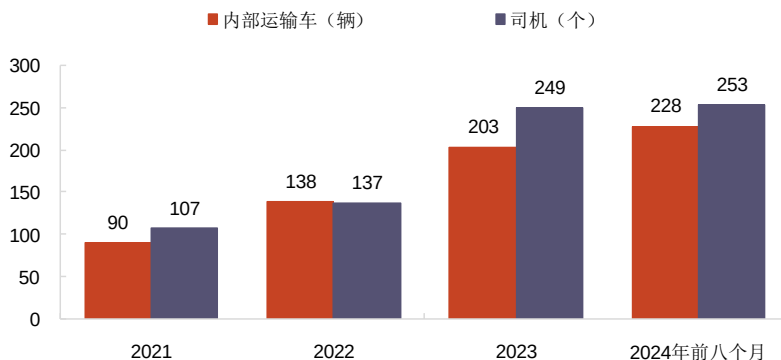
表 4：2022-2024 年前八个月中央厨房产能以及利用率

	2022 年			2023 年			2024 年前八个月		
	设计产能	实际产量	利用率	设计产能	实际产量	利用率	设计产能	实际产量	利用率
标准料包制作	3.2	0.9	28.1%	3.2	2.2	68.8%	2.5	2.3	92.0%
食材粗加工	6.6	1.8	27.3%	6.6	4.1	62.1%	2.2	2.1	95.5%
总计	9.8	2.7	27.6%	9.8	6.3	64.3%	4.7	4.4	93.6%

资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所；注：设计产能及实际产量单位为千吨

- **物流端：**截至 2025 年 8 月底，公司分仓数量已达到 15 个，每个分仓每日服务 40 家至 60 家门店，确保食材新鲜、当日准时配送。2025 年至 2026 年，公司计划在江西、湖南、福建、陕西、山东及辽宁设立共 6 个仓库，单个总建筑面积介于 2500 至 3000 平方米，以支撑上述省份及邻近省份新开门店运营，同时计划为内部运输车队新增车辆及司机。全链路协同使供应链综合成本降低，打造出成本壁垒。

图 30：2021-2024 年前八个月内部运输车及司机数量



资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

小菜园品牌以“小而精”的单店设计实现低成本扩张、高盈利，投资回收期远超行业平均水平。小菜园单店初始投资 130-170 万元，面积通常为 300 平方米（新市场门店面积 220-240 平方米），显著降低扩张资金压力。通过紧凑布局实现高坪效，2024 年前八个月单位面积日均销售额 74.4 元，处于行业中的高水平。从运营效率看，2024 年前八个月单店投资回收期为 13.8 个月，2023 年单店投资回收期仅为 9.4 个月，远低于行业平均的超 18 个月。此外，单店通过高翻台率提升收入能力：堂食翻台率稳定在 3 次/天，现金流稳定支撑。2024 年前八个月单店日均销售额为 24491.4 元，经营利润率 17.8%，在低成本基础上实现高盈利，为规模化扩张提供可持续性。

表 5：小菜园品牌门店经营情况

	2021	2022	2023	2024 前八个月
新店前期支出	130-170 万元，主要依据规模和地点而定			
单店日均销售额（元）	23,473.8	23,813.8	27,086.8	24,491.4
单店堂食日均销售额（元）	19,793.5	16,106.9	18,153.8	15,365.3
单店日均堂食顾客量（个）	299.2	244.9	278.3	258.1
单位面积日均销售额（元）	64.4	66.8	78.4	74.4
翻台率（次）	3.3	2.8	3.2	3.1
所用原材料及消耗品占比	34.5%	33.9%	31.5%	32.2%
门店层面租赁及物业管理相关开支占比	10.2%	9.8%	7.9%	9.0%
门店层面经营利润率	15.9%	14.2%	19.7%	17.8%
单店投资回收期（月）	17.3	12.3	9.4	13.8

资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

3.3 构建竞争差异：产品、场景、品牌三步破局

第一步在产品上，小菜园品牌以“现炒、现炖、现蒸”的“三现”为核心，在保留中式餐饮“锅气”的同时破解标准化难题。其产品策略呈现双重特点：一方面，拒绝预制菜，所有菜品现场制作，徽州臭鳊鱼经发酵腌制后现煎，瓦罐汤以天然水炖制 4 小时以上，确保口感鲜活；另一方面，依托中央工厂实现食材粗加工与料包标准化，例如红烧肉的酱料由总部统一调配，既减少对厨师技艺的依赖，又保证不同门店口味偏差率低。这一策略带来显著市场反馈：截至 2024 年 8 月，累计销售农家红烧肉约 1640 万份、瓦罐汤约 1450 万份，地锅仔鸡约 1360 万

份和徽州臭鳊鱼约 690 万份。

表 6：小菜园品牌招牌菜品销量

招牌菜	农家红烧肉	瓦罐汤	地锅仔鸡	徽州臭鳊鱼
				
截至 2024 年 8 月销量（万份）	1640	1450	1360	690

资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

第二步在场景上，小菜园品牌通过“堂食+外卖+社区店”的场景组合，实现消费需求全时段覆盖。小菜园品牌堂食业务收入稳定，外卖业务收入从 2021 年的占比 15.5%提升至 2024 年的 38.5%，成为收入增长的重要支撑。其外卖策略聚焦“高效出餐”，依托中央厨房预处理食材，使外卖出餐时间大大缩短。针对社区高频就餐需求，2023 年孵化子品牌“菜手”，客单价 20-40 元，门店选址计划社区以及办公大楼附近，采用自助取餐和智能结账模式。“菜手”复用主品牌供应链，目前处于模型打磨阶段，未来有望成为第二增长曲线。

表 7：子品牌“菜手”的典型社区餐饮门店运营模式说明

	选址	菜品及定价	送餐流程	运营及人员配置
典型社区餐饮门店	住宅区或办公大楼附近，覆盖半径 3 公里，面积约为 150-200 平方米，可容纳 30-40 张餐桌，同时为 60-80 名消费者提供服务	每项菜品 5-30 元，每名消费者点单 2-3 款菜式，客单价在 20-40 元。收集消费者反馈并定期更新菜品	采用自助服务模式与自助结账，控制平均用餐时间约在 25 分钟，提高翻台率	获得完善供应链支持。配备炒菜机器人以及其他智能装置，并使雇员掌握装置操作，减少对厨师依赖

资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

第三步在品牌上，小菜园品牌通过信任机制和文化符号双路径塑造品牌情感价值。在信任层面，推行“三大承诺”：菜品超时（承诺 25 分钟内送上桌）免费赠送、不满意无条件退换、食材问题十倍赔偿。在门店装修方面，门店融入徽派建筑元素（白墙黛瓦、木雕窗棂），营造“家宴”氛围。

图 31：小菜园品牌典型门店口



资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

图 32：小菜园品牌典型就餐环境

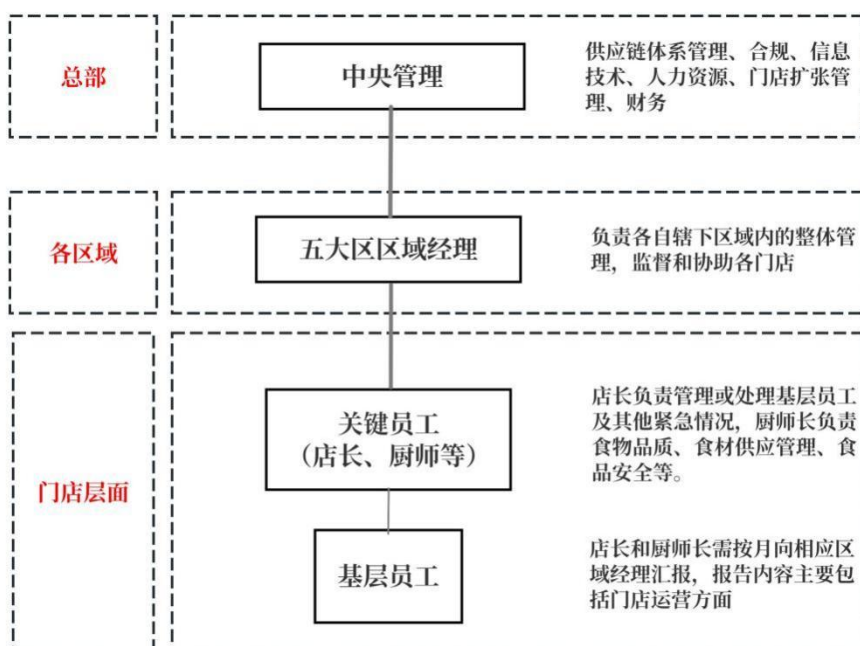


资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

3.4 稳定增长底盘：组织架构与生态化扩张双支撑

公司的“总部-区域-门店”三层联动架构是其规模化扩张的核心密码。内部组织由总部、区域、门店三部分组成，总部以统一标准筑牢品质与成本底线，区域通过灵活策略适配市场需求，门店依托激励机制高效执行并反馈一线数据。三者形成“中枢管控标准化、区域运营弹性化、门店执行精细化”的闭环，既确保 600 多家门店“如一”，又通过区域深耕和下沉市场优化实现高效渗透，支撑单店投资回收期高于行业水准，在大众便民中餐市场中支撑着公司稳定增长。

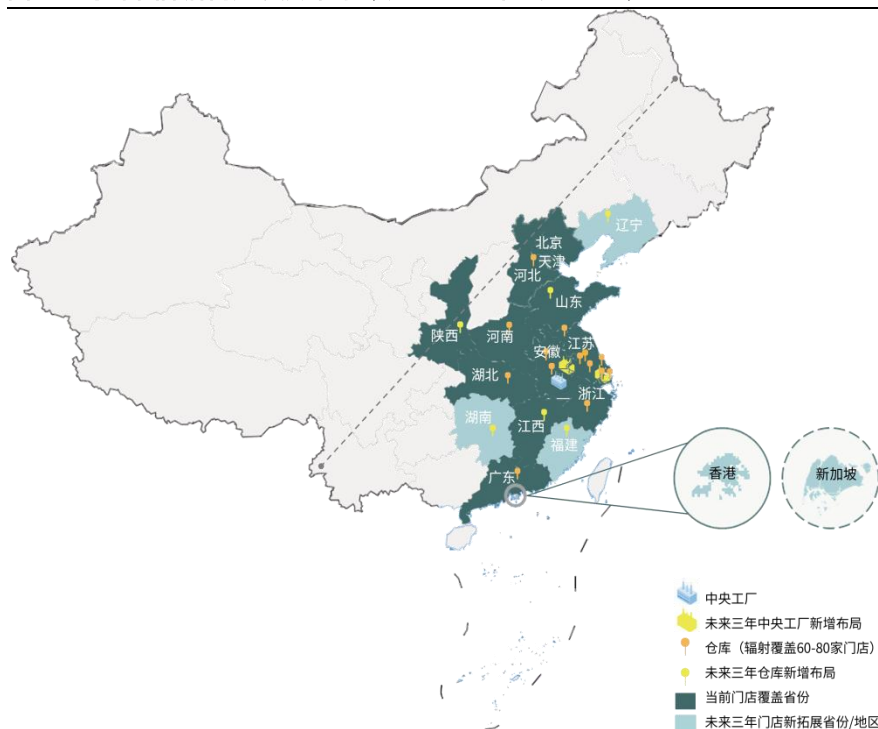
图 33：公司内部组织架构



资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

小菜园品牌以“标准化可复制+区域深耕+生态拓展”驱动增长。公司计划先深化长三角供应链优势，老市场（如上海，江苏苏州、南京，安徽合肥等）以加密为主；后进一步向周边渗透，主要拓展河北、山东、河南等地（24 年已进入郑州部分区域及石家庄，25 年将进一步下沉其下属地级城市），构建“长三角、京津冀、粤闽赣”布局，覆盖国内高增长区域。公司亦准备探索中国香港、新加坡等境外市场：小菜园品牌中国香港首店将于 25 年 11 月开出，26 年公司将视香港首店表现，再决定其境外扩张计划。

图 34：小菜园品牌门店扩展计划（截至 2024 年 8 月 31 日）



资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

4、直营门店持续扩张，社区餐饮品牌“菜手”覆盖更广阔人群

4.1 短期：开店提速，叠加单店模型优化利润改善

短期看，25 年下半年小菜园品牌开店预计提速。小菜园上半年门店拓展数量不多（主要系公司 25 年上半年更注重门店精益管理和调整），重点将集中在下半年，计划在 2025 年 7-11 月加速拓展，其中 9 月份增加 50 家门店，10 月份增加 30 家，11 月份增加 30 家，预计到 2025 年年底门店数量将达到 800 家。公司稳步推进门店扩张，2026 年“千店目标”达成有望，规模效应有望进一步释放。

小菜园品牌国庆经营数据亮眼，高性价比大众餐饮赛道景气度持续走高。2025 年国庆节前 7 天小菜园品牌全国门店累计接待客流超 225 万人次，同比增长 21%，延续高增长态势。热门单品表现突出，红烧肉销量突破 35 万份，地锅鸡销量超 19 万份，反映其产品力与运营效率持续提升。

小菜园通过单店模型优化叠加多维度举措实现利润改善，其门店面积从约 300 平方米精简至 220-240 平方米，在降低租金与人力成本的同时保障坪效，该模型已成为未来新开门店标准，同时叠加 100%自采自配带来的集中采购降本、营运效率优化，以及客单价从 60.4 元降至 57.1 元的高性价比策略，再辅以 200 家门店投入炒菜机器人提升人效，多因素共同驱动上半年利润大增，凸显单店模型优化的核心价值。

表 8：单店模型多维度优化举措

优化维度	举措	效果
门店面积与空间规划	迭代至 3.0 门店模型，将单店面积从初始 500 平方米精简至 220 平方米，确定为未来新开门店标准	降低租金与人力成本，同时保障坪效不下降，实现“小面积高坪效”运营
供应链与采购模式	采用“自采自配”模式，实现 100% 统一采购与配送，通过集中采购压缩成本	2024 年上半年原材料及消耗品支出 8.92 亿元，同比减少 2.2%，减少原材料及消耗品支出，提升供应链效率
客单价与定价策略	定位“大众便民中式餐饮”（快餐之上、正餐之下），2023 年底主动降价，保持“量大实惠”属性	客单价从 2023 年 60.4 元降至 2024 年 57.1 元，核心客单价区间 50-70 元，契合消费增速放缓趋势，维持高性价比口碑
技术赋能与人力效率	在 200 家门店投入炒菜机器人，采用“人机结合”模式，承担 1/3 后厨工作	机器人覆盖 200 家门店，单店面积与人员占比优化，人效提升，人工成本结构更健康
营运效率与成本管控	优化整体营运流程，强化成本费用管控，联动其他举措形成协同效应	与面积优化、供应链降本、技术提效形成合力，推动利润显著增长

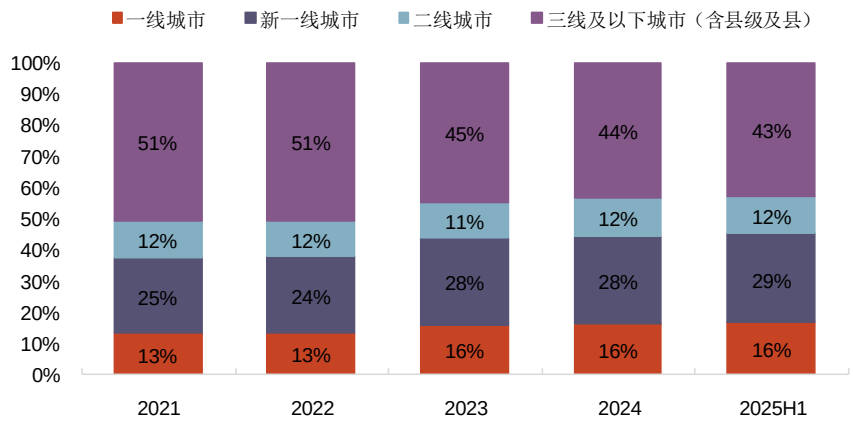
资料来源：公司公告，餐眼 O2O 公众号，光大证券研究所

4.2 长期：开店空间广阔，副品牌提供增量

4.2.1 国内下沉加密，拓展空间广阔

就现有布局来看，公司门店分布是华东为主，低线城市占比近半。截至 2024 年 12 月 31 日，小菜园 667 家直营门店中，三线及以下城市（含县级市）占比 43.6%，接近一半。门店主要在华东地区，截至 2024 年前八个月江苏省门店数达 259 家，收入占比 43.8%，紧接着是安徽省、上海市、浙江省等华东地区，形成“华东为核、低线渗透”的格局。未来公司计划在已有覆盖地区的基础上，将门店拓展至这些省市内的新区域以及临近省份，如湖南、福建等。

图 35：2021 年-25H1 不同级别城市门店数量占比



资料来源：小菜园招股说明书，公司公告，光大证券研究所

表 9：小菜园门店在中国区域的分布以及收入占比

2021			2022		2023		2024 年前八个月	
数量 (家)	收入占比		数量 (家)	收入占比	数量 (家)	收入占比	数量 (家)	收入占比
江苏省	183	53.1%	206	53.4%	246	48.8%	259	43.8%
安徽省	109	27.0%	119	25.8%	129	24.1%	136	21.1%
上海市	40	11.6%	46	11.3%	61	13.8%	69	12.9%
浙江省	24	4.5%	26	5.6%	38	6.3%	62	8.3%
北京市	6	1.0%	7	1.3%	16	2.1%	19	3.4%
湖北省	7	1.5%	7	1.4%	16	1.9%	26	3.2%
天津市	3	0.6%	5	0.7%	11	1.7%	16	2.5%
其他	3	0.8%	3	0.6%	19	1.3%	49	4.8%

资料来源：小菜园招股说明书，光大证券研究所

小菜园品牌正大力推进门店扩张战略。公司计划 2025/2026 年末小菜园品牌门店数分别达到 800/1000 家。在地域覆盖上，将在现有江苏、安徽、上海等 13 个省（市）的基础上，向省内新区域渗透，并进军湖南、福建等邻近省份；同时在已有门店的区域加密布局，增强京津冀、长三角、粤闽赣等区域的门店网络协同效应。长期来看，还计划在海外华人密集区（如香港、新加坡等）拓展市场，逐步实现“有华人的地方就有小菜园”，以扩大品牌影响力和市场份额，打造受国内外消费者认可的“家庭厨房”品牌。

对于小菜园来说，安徽省是经过人均 GDP 调整后门店密度最高的省份，测算时以安徽省密度作为参考。当前安徽省门店密度为 2.27 家/百万人，考虑到小菜园品牌门店仍处在快速扩展阶段，假设安徽省门店密度提升至 2.5 家/百万人；考虑到人均 GDP 越高的省份餐饮需求越高，测算门店密度时需根据人均 GDP 进行调整。

省内初步测算目标门店数=安徽省目标门店密度*（该省人均 GDP/安徽省人均 GDP）*省内常住人口数。

考虑到华东地区在口味上有相似处，且品牌知名度辐射效应较强，我们对华东各省份赋予地理系数为 1，其余省份为 0.5。本此测算仅针对已有小菜园的省份，以及小菜园 3 年内计划扩张的省份进行测算。

最终根据测算，预计远期（5-10 年后）小菜园品牌门店数将达到 2050 家，较目前仍有较大提升空间。

表 10：小菜园品牌中期开店空间测算

省份	当前门店数 (家,2025.9.25)	2024 年常住人口 (万)	2024 年人均 GDP (万元)	现有密度 (家/百万人)	目标密度 (家/百万人)	地理系数	远期开店空间 (家)
江苏省	266	8526	16.07	3.07	4.86	1.0	414
安徽省	137	6123	8.27	2.27	2.50	1.0	153
上海市	75	2480	21.71	2.90	6.56	1.0	163
浙江省	70	6670	13.56	1.00	4.10	1.0	273
湖北省	34	5834	10.28	0.51	3.11	0.5	91
北京市	29	2183	22.82	1.33	6.90	0.5	75
山东省	25	10080	9.76	0.20	2.95	0.5	149
天津市	18	1364	13.21	1.25	3.99	0.5	27
广东省	15	12780	11.11	0.11	3.36	0.5	215
河南省	16	9785	6.49	0.12	1.96	0.5	96

江西省	6	4502	7.59	0.16	2.29	0.5	52
河北省	9	7378	6.44	0.08	1.95	0.5	72
陕西省	4	3953	8.99	0.05	2.72	0.5	54
湖南省（未来三年计划拓展）	3	6539	8.12	0.03	2.46	0.5	80
福建省（未来三年计划拓展）	0	4193	13.79	0.02	4.17	0.5	87
辽宁省（未来三年计划拓展）	0	4155	7.82	0.00	2.37	0.5	49
合计	707	96545					2050

资料来源：国家统计局，公司官网，光大证券研究所预测
注：官网门店数据更新有延迟，具体以公司公告为准

4.2.2 社区餐饮卡位，轻量打开增量

公司于 2023 年 10 月推出子品牌“菜手”，聚焦客单价 20-40 元的社区餐饮市场，定位“社区食堂”，主打新徽菜系，通过精简菜品分量与品类适配社区消费场景。首店于 2024 年 1 月落地，门店面积控制在 150-200 平米，可容纳 30-40 张餐桌，采用自助服务模式，消费者可通过智能点单系统或线上平台完成点单，菜品单价基本在 5-30 元之间，形成与主品牌“家庭厨房”互补的社区餐饮生态。目前菜手已在试点区域验证了模型可行性，计划在现有社区加密布局并逐步拓展至新社区，长远依托标准化运营与供应链能力，成为覆盖广、效率高的社区餐饮标杆，助力小菜园公司提升整体市场渗透率与盈利能力。

图 36：菜手小程序部分菜品及其单价



资料来源：菜手小程序，光大证券研究所

表 11：菜手与小菜园品牌的门店情况对比

	菜手	小菜园
定位	社区快捷餐饮	中式连锁正餐
投资支出（万元）	100-130	130-170
供应链	中央厨房直供	中央厨房+区域仓
主流客单价（元）	20-40	50-100
门店面积（平方米）	150-200	220-300
座位数	30-40	30
选址	住宅区、办公大楼	商圈

资料来源：公司公告，光大证券研究所

从拓展计划看，菜手将优先在现有门店覆盖的安徽、江苏、上海等省（市）区域内的社区加密布局，利用邻近门店协同效应提升服务密度，逐步进军湖南、福建等邻省，依托已有的供应链基础降低拓展成本。长期规划在海外华人群体集中的地区（如香港、新加坡）开设门店，复制国内社区店的高效运营经验。菜手通过标准化菜品、轻量化门店模型和社区深耕策略，进一步扩大品牌在大众便民餐饮市场的渗透力，而且菜手定位与近年来的“追求性价比”趋势相符，未来有望弥补主品牌小菜园品牌在 50 元以下客单价的空白。

5、盈利预测和估值

5.1 关键假设及盈利预测

收入方面：公司 2023/2024 年分别实现收入 45.49/52.10 亿元，包含小菜园品牌收入和其他收入，预测时分别进行计算。

1) 小菜园品牌收入：截至 2025 年 9 月末公司共有 752 家小菜园品牌门店，较 24 年底净增加 85 家。根据公司指引，预计 2025-2026 年底小菜园品牌门店数分别达到约 800 家和约 1000 家，并假设 2027 年维持 2026 年的开店速度，预计 2025-2027 年净增加门店数分别为 135/200/200 家。

25H2 起小菜园品牌同店销售额增速逐步改善（5-7 月同店销售额增速已止跌回升），且下半年同店销售额基数较低，预计 2025 年同店销售额降幅较 25H1 收窄；随着公司经营管理不断优化，以及消费环境回暖，2026-2027 年整体同店销售额增速有望逐步恢复至正增长。分各线级城市看：

一线城市：25H1 净增加 3 家门店，同店销售额增速为-10%。预计 2025-2027 年净增加门店数量分别为 25/30/30 家；预计同店销售额增速分别为 -7%/-2%/-1%。

新一线城市：25H1 净增加 3 家门店，同店销售额增速为-9%。预计 2025-2027 年净增加门店数分别为 45/60/60 家；预计同店销售额增速分别为-5%/-1%/0%。

二线城市：25H1 净减少 1 家门店，同店销售额增速为-6%。预计 2025-2027 年净增加门店数分别为 25/40/40 家；预计同店销售额增速分别为-3%/0%/1%。

三线及以下城市：25H1 末门店数量较 24 年末不变，25H1 同店销售额增速为-5%。预计 2025-2027 年净增加门店数分别为 40/70/70 家；预计同店销售额增速分别为-2%/1%/2%。

2) 其他收入：小菜园品牌以外的收入公司未详细披露且收入贡献较小，加上近期公司公开表示，短期内经营重心仍放在小菜园品牌上，预计其他收入增速缓慢。25H1 其他收入同比-16.1%，假设 2025-2027 年其他收入同比增速为 0。

我们预计 2025-2027 年公司的营业收入分别为 60.54/73.43/88.74 亿元，营业收入同比增速分别为 16.2%/21.3%/20.8%。

表 12：公司收入预测（百万元，家）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	4,549	5,210	6,054	7,343	8,874
yoy	41.6%	14.5%	16.2%	21.3%	20.8%
1、小菜园品牌收入	4,508	5,158	6,003	7,292	8,823
yoy	42.0%	14.4%	16.4%	21.5%	21.0%
菜园品牌门店数	536	667	802	1,002	1,202

	净增加数	117	131	135	200	200
1.1、一线城市经营收入		757	930	1,132	1,426	1,745
	yoy	82.8%	22.9%	21.7%	25.9%	22.4%
	餐厅数量	84	106	131	161	191
	净增加数	29	22	25	30	30
同店销售额		141	652	848	1,087	1,369
	下一年可比口径	565	911	1,109	1,383	1,693
	同店销售增速	28.4%	15.5%	-7.0%	-2.0%	-1.0%
	同店餐厅数量	13	57	84	106	131
	净增加数	3	44	27	22	25
新店销售额		615	277	288	342	380
	yoy	89.6%	-54.9%	3.7%	18.9%	11.1%
	新开店数量	71	49	47	55	60
	净增加数	26	-22	-2	8	5
1.2、新一线城市经营收入		1,296	1,525	1,774	2,137	2,523
	yoy	44.0%	17.7%	16.3%	20.4%	18.1%
	餐厅数量	149	189	234	294	354
	净增加数	47	40	45	60	60
同店销售额		996	1,099	1,333	1,616	1,945
	下一年可比口径	923	1,403	1,632	1,945	2,296
	同店销售增速	20.9%	19.1%	-5.0%	-1.0%	0.0%
	同店餐厅数量	86	98	149	189	234
	净增加数	20	12	51	40	45
新店销售额		300	427	441	521	578
	yoy	24.5%	42.4%	3.4%	18.0%	11.1%
	新开店数量	63	91	85	105	120
	净增加数	27	28	-6	20	15
1.3、二线城市经营收入		533	631	766	999	1,285
	yoy	29.9%	18.4%	21.5%	30.3%	28.7%
	餐厅数量	61	81	106	146	186
	净增加数	13	20	25	40	40
同店销售额		415	457	569	713	928
	下一年可比口径	406	587	713	919	1,182
	同店销售增速	20.9%	12.5%	-3.0%	0.0%	1.0%
	同店餐厅数量	38	42	61	81	106
	净增加数	5	4	19	20	25
新店销售额		118	174	197	286	357
	yoy	38%	47%	14%	45%	25%
	新开店数量	23	39	45	65	80
	净增加数	8	16	6	20	15
1.4、三线及以下城市（含县级及县）经营收入		1,922	2,072	2,330	2,730	3,269
	yoy	32.5%	7.8%	12.4%	17.2%	19.7%
	餐厅数量	242	291	331	401	471
	净增加数	29	49	40	70	70
同店销售额		1,527	1,718	1,909	2,212	2,590
	下一年可比口径	1,557	1,948	2,190	2,539	3,040
	同店销售增速	20.0%	10.4%	-2.0%	1.0%	2.0%

同店餐厅数量	172	196	242	291	331
净增加数	42	24	46	49	40
新店销售额	396	354	421	518	679
yoy	-13%	-11%	19%	23%	31%
新开店数量	70	95	89	110	140
净增加数	-13	25	-6	21	30
2、其他收入	42	52	52	52	52
yoy	7.2%	24.2%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

成本及支出方面：1) 毛利率：2024 年公司毛利率为 68.1%，25H1 由于主要食材价格下降以及供应链管理能力强，毛利率同比提升至 70.5%，考虑到公司需维持一定的产品质价比，预计 2025 年毛利率同比提升至 69.5%，2026-2027 年毛利率维持在 2025 年水平。**2) 员工成本占比：**2024 年员工成本占比为 27.3%，25H1 由于管理效率提升员工成本占比同比下降至 24.6%，预计 2025 年员工成本占比同比下降至 25%，2026-2027 年尽管社保新规或增加用工成本，但公司管理效率仍有提升空间，有望对冲掉成本压力，预计 2026-2027 年员工成本占比维持在 25%。**3) 租金成本占比：**2024 年/25H1 租金成本占比分别为 6.7%/6.5%，随着规模效应的显现，预计 2025-2027 年分别为 6.5%/6.5%/6.4%。**4) 广告及推广开支占比：**2024 年/25H1 广告及推广开支占比分别为 1.2%/2.0%，考虑到公司 25H2 开始将加大广告投放力度以配合门店扩张，预计 2025-2027 年广告及推广开支占比分别为 2.6%/2.6%/2.6%。

表 13：主要成本及支出占收入的比重

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	68.5%	68.1%	69.5%	69.5%	69.5%
员工成本占比	29.3%	27.3%	25.0%	25.0%	25.0%
租金成本占比	5.6%	6.7%	6.5%	6.5%	6.4%
广告及推广开支占比	1.1%	1.2%	2.6%	2.6%	2.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

综合来看，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.50/9.22/11.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.78/0.96 元，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 16X/13X/11X。

5.2 相对估值

海底捞、九毛九、绿茶集团、百胜中国均为餐饮上市公司，可以作为小菜园的可比公司。2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 15X/12X/10X，小菜园 PE 与行业平均值相当；2025-2027 年可比公司 PEG 平均估值分别为 1.9x/1.7x/1.5x，但小菜园 2025-2027 年 PEG 低于行业平均水平。考虑到小菜园门店在全国各城市的覆盖度仍较低，未来拓店还有较大空间，市场通常给予成长型公司一定估值溢价，我们认为公司未来 PE 估值仍有提升空间。

表 14：餐饮行业主要上市公司 PE 估值表

		股价 (港元)	EPS (元)				PE (倍)				PEG (倍)			归母净利润 CAGR
		10 月 14 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024-2027
海底捞	6862.HK	12.61	0.87	0.77	0.85	0.94	13	15	14	12	4.3	3.9	3.5	4%
九毛九	9922.HK	2.00	0.04	0.10	0.16	0.20	46	19	12	9	0.3	0.2	0.1	72%
绿茶集团	6831.HK	6.41	0.66	0.73	0.92	1.15	9	8	6	5	0.3	0.2	0.2	30%
百胜中国	9987.HK	331.80	17.06	18.83	20.36	21.91	18	16	15	14	2.6	2.4	2.2	6%
平均							22	15	12	10	1.9	1.7	1.5	
小菜园	0999.HK	11.07	0.49	0.64	0.78	0.96	21	16	13	11	0.6	0.5	0.4	25%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：海底捞、九毛九、绿茶集团、百胜中国 EPS 取自 wind 一致预期，小菜园盈利数据为光大证券研究所预测，HKD/CNY=0.9227

5.3 绝对估值

我们采用绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设，我们利用 FCFF 估值法，测算公司每股价值为 12.63 港元。

基于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：考虑餐饮有较稳定的需求，假设长期增长率为 1.0%。
- 2、 β 值选取：采用申万三级行业分类-餐饮（港股）板块的历史平均 β （1.26）作为公司的近似 β 。
- 3、无风险收益率：采用十年期美国国债收益率（3.74%）作为无风险收益率。
- 4、税率：我们预测公司未来税收政策相对稳定，假设公司未来税率为 25.00%。

表 15：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	3.74%
Rm-Rf	5.00%
β (levered)	1.26
Ke(levered)	10.04%
税率	25.00%
Kd	3.50%
Ve (百万元)	14,115
Vd (百万元)	29
目标资本结构	0.21%
WACC	10.02%

资料来源：光大证券研究所预测

表 16：现金流折现及估值表

	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	4,609	33.60%
第二阶段	4,884	35.60%
第三阶段（终值）	4,226	30.80%
企业价值 AEV	13,720	100.00%
加：非经营性净资产价值	23	0.17%
减：少数股东权益（市值）	-	0.00%
减：债务价值	29	-0.21%
总股本价值	13,714	99.96%
股本（百万股）	1,177	
每股价值（元）	11.66	
每股价值（港元）	12.63	
PE（2025 年-隐含）	18	
PE（2025 年-动态）	16	

资料来源：光大证券研究所预测（注：HKD/CNY=0.9227）

表 17：敏感性分析表（港元）

WACC/长期增长率	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
9.0%	13.39	13.66	13.97	14.32	14.72
9.5%	12.77	13.00	13.26	13.56	13.89
10.0%	12.21	12.41	12.63	12.88	13.16
10.5%	11.71	11.88	12.07	12.28	12.52
11.0%	11.25	11.40	11.56	11.74	11.95

资料来源：光大证券研究所预测

5.4 估值结论与投资评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.50/9.22/11.32 亿元，折合 EPS 为 0.64/0.78/0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 16X/13X/11X。公司为大众便民中餐赛道的连锁头部品牌，公司定位符合当前追求质价比的消费趋势，公司 25H2 开店速度加快，远期开店空间仍较大，供应链优势下利润率仍有改善空间，首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

食品安全风险：食品在原料采购、生产流通过程中需要经历较多中间环节，若质量控制不达标或操作不规范，可能导致不合格产品面世并诱发食品安全事故，将对公司持续发展产生重大不利影响。

宏观经济波动风险：由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性，若经济增长信心回落，消费需求存在下降风险，并有可能影响公司的经营。

行业竞争风险：餐饮市场竞争日趋激烈，若公司不能通过提高研发实力、拓展营销网络、加强管理、及时扩大产能等方式提高竞争力，则可能面临市场份额下降、市场空间受到挤压、产品价格受到冲击，进而导致营业收入或者净利润出现下滑。

次新股股价波动风险：市场给予新股及次新股较高估值，价格波动会比非新股/非次新股大，有一定的价格波动风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	4,549	5,210	6,054	7,343	8,874
原材料及易耗品成本	-1,433	-1,661	-1,847	-2,240	-2,707
毛利润	3,116	3,549	4,208	5,104	6,168
其他收入	44	43	24	29	35
员工成本	-1,334	-1,422	-1,514	-1,836	-2,219
使用权资产折旧	-196	-256	-288	-343	-409
其他租金及相关开支	-59	-93	-108	-131	-159
水电开支	-140	-172	-194	-235	-284
其他资产的折旧摊销	-134	-176	-200	-243	-291
投资及服务开支	-258	-355	-430	-514	-612
广告及推广开支	-48	-63	-157	-191	-231
其他开支	-211	-273	-291	-352	-426
经营利润	776	812	1056	1294	1582
其他经营净收益或亏损	-5	31	6	7	9
财务成本	-32	-41	-43	-48	-53
税前利润	744	771	1,013	1,246	1,529
所得税费用	-212	-191	-263	-324	-398
本年利润	532	581	750	922	1,132
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	532	581	750	922	1,132
资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	620	617	778	962	1,195
应收账款及其他应收款项	270	302	328	396	431
存货	105	110	125	157	169
其他	0	788	788	788	788
流动资产	1,020	2,040	2,243	2,526	2,807
物业、厂房及设备	583	699	865	1,073	1,343
使用权资产	694	789	904	1,022	1,135
递延税项资产	0	16	18	19	21
无形资产	3	3	2	2	1
融资租赁按金	40	41	41	41	41
非流动资产	1,320	1,548	1,829	2,158	2,542
应付账款及其它应付款项	280	229	227	289	305
租赁负债	192	224	249	275	299
短期借款	50	0	0	0	0
应交税费	71	77	81	85	89
其他	0	0	0	0	0
流动负债	661	607	642	742	796
租赁负债	519	587	660	734	809
拨备负债	25	29	29	29	29
非流动负债	1,056	616	690	764	838
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
未分配利润和储备	623	2,365	2,740	3,178	3,714
权益总额	623	2,365	2,740	3,178	3,714
现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E

税前利润	744	771	1013	1246	1529
折旧及摊销	330	432	488	587	700
营运资金变动	-57	-88	-44	-37	-31
财务费用	32	41	43	48	53
支付所得税	-212	-191	-263	-324	-398
其他经营活动现金流	30	-63	12	13	15
经营活动现金流	866	903	1249	1533	1868
购买物业、厂房及设备	-309	-318	-367	-453	-563
购买无形资产	-1	-1	-1	-1	-1
其他投资活动现金流	15	-984	0	0	0
投资活动现金流	-296	-1302	-367	-454	-564
银行及其他借贷所得款	50	0	0	0	0
资本租赁义务-筹资活动	-172	-226	-303	-362	-422
支付的融资租赁的利息部分-筹资活动	-28	-39	-43	-48	-53
已付股息-筹资活动	-135	-188	-375	-484	-596
IPO 所得款项, 扣除发行成本	0	780	0	0	0
其他融资活动现金流	271	69	0	0	0
融资活动现金流	-14	396	-721	-894	-1071

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP