

【广发批零社服&海外】小菜园 (00999.HK)

强激励+强供应链，门店优化与加速扩张共振

核心观点：

- **大众便民中餐龙头，加速规模化扩张。**小菜园于 2013 年在安徽创立，传承徽派经典的同时兼顾创新，形成融合菜品风格，提供优质且平价的菜肴及服务。24 年 12 月公司在港交所上市，并于 25 年 3 月被纳入港股通。据小菜园公众号，截至 25 年 9 月底，小菜园全国门店数达 750+ 家，覆盖中国 14 个省级行政区内的 172 座城市。
- **构建多维度激励体系，所有员工为自己而战。**公司薪酬机制以业绩为导向，创始人汪总秉持共享收益的理念，20 年推出覆盖汪总及其他 100+ 名员工的股权激励计划，7 个员工持股平台合计持有公司 85% 股份，实现核心团队与公司长期利益的深度绑定。
- **自建供应链提效，马鞍山工厂投产在即。**公司有 1 个中央工厂（安徽铜陵）、15 个分仓，使用内部运输车队。中央工厂主要用于标准料包生产和食材粗加工，产能可覆盖约 800 家门店；公司正在马鞍山建设新中央工厂，预计明年年初投产。原材料集中采购，预计随着规模扩大，议价能力有望持续提升，未来毛利率仍有优化空间。
- **单店模型持续优化，拓店空间广阔。**25H1 受益店型优化、规模效应释放等，公司各项费用率明显优化，我们估算门店 OPM 达 20%+。小菜园单店资本开支约 120-150 万元，平均投资回收期为 12-13 个月。我们测算小菜园潜在开店空间可达 2000-3000 家，有望持续打开中式正餐拓店天花板。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 25-27 年归母净利润分别为 7.7、9.6、11.6 亿元。我们认为小菜园强管理+供应链建设为规模化扩张奠基，仍处于快速成长期，拓店驱动业绩成长的确定性相对较高，同店有望逐步企稳，且仍有单店优化、经营效率提升逻辑，参考可比公司，给予公司 25 年 20 倍 PE，对应合理价值 14.44 港元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，门店扩张及管理优化不及预期，市场竞争加剧，食品安全风险。（采用即期汇率 1 港元=0.91 人民币）

盈利预测：（除非特别注明，本文货币为人民币）

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,549	5,210	5,630	6,951	8,412
增长率 (%)	41.6%	14.5%	8.1%	23.5%	21.0%
EBITDA	1,106	1,244	1,547	1,795	2,066
归母净利润	532	581	774	957	1,158
增长率 (%)	124.0%	9.1%	33.4%	23.5%	21.1%
EPS (元/股)	-	0.49	0.66	0.81	0.98
市盈率 (P/E)	-	16.9	15.5	12.6	10.4
ROE (%)	85.4%	24.5%	29.0%	31.3%	32.9%
EV/EBITDA	-	7.4	7.3	6.2	5.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

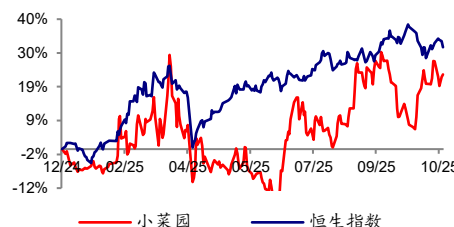
买入

当前价格	11.20 港元
合理价值	14.44 港元
报告日期	2025-10-31

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1176.52/1176.52
总市值/流通市值 (百万港元)	13177/13177
一年内最高/最低 (港元)	12.46/7.94
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2.65/29.38
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	21.83/30.45

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

联系人：

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

目录索引

一、小菜园：大众便民中餐龙头，加速规模化扩张	5
（一）发展历程：十余年匠心坚守，成长为平价中餐龙头	5
（二）股权结构&管理层：股权较为集中，激励制度充分	5
（三）主营业务：经营保持稳健，门店快速扩张	7
二、行业：餐饮表现分化，关注连锁化、平价化趋势	11
（一）中餐为万亿级红海市场，休闲中式餐厅增速领先	11
（二）格局高度分散，竞争日趋白热化	12
（三）餐饮品牌表现分化，连锁化大势所趋	13
三、看点：激励机制与供应链体系完善，赋力单店优化与门店扩张	16
（一）管理：强激励机制，标准化+数字化赋能	16
（二）供应链：自建供应链提效，马鞍山工厂投产在即	18
（三）成长路径：单店模型持续优化，拓店空间广阔	21
四、盈利预测与投资建议	24
（一）财务分析：收入稳健增长，盈利能力持续改善	24
（二）盈利预测与估值分析	25
五、风险提示	28

图表索引

图 1: 小菜园发展历程	5
图 2: 小菜园股权结构 (截至 2024 年 12 月 31 日)	6
图 3: 小菜园主要菜品及售价	7
图 4: 小菜园门店装修示意图	7
图 5: 小菜园门店装修示意图	7
图 6: 公司主营业务收入 (亿元)	8
图 7: 小菜园外卖收入占比有所提升	8
图 8: 小菜园门店数 (家)	8
图 9: 小菜园全国门店分布	8
图 10: 小菜园门店区域分布	9
图 11: 小菜园门店城市线级分布	9
图 12: 小菜园单店日均销售额 (万元)	9
图 13: 小菜园门店翻台率 (次/天)	9
图 14: 小菜园客单价 (元)	10
图 15: 小菜园同店销售增速	10
图 16: 2020-2029E 中国餐饮整体、分菜品及服务市场规模	11
图 17: 2020-2029E 中式餐厅市场规模及拆分 (单位: 十亿元)	12
图 18: 中国餐饮市场集中度较低	12
图 19: 2024H1 餐饮企业新增及注销/吊销数	12
图 20: 休闲中式餐厅市占率 TOP5 品牌对比	13
图 21: 社零餐饮及限额以上餐饮收入同比增速	14
图 22: 25H1 餐饮行业平均客单价下滑 (元)	14
图 23: 中国餐饮连锁化率持续提升	14
图 24: 对标美日, 中国餐饮连锁化率仍有提升空间	14
图 25: 中国各线城市餐饮连锁化率	15
图 26: 美国不同时期城市餐饮连锁化率对比	15
图 27: 小菜园门店员工月薪与餐饮行业平均水平对比 (单位: 元)	16
图 28: 小菜园供应链布局概况	19
图 29: 小菜园中央工厂产能及产能利用率	19
图 30: 小菜园合格供应商数量	20
图 31: 小菜园总采购金额及前五大供应商采购额	20
图 32: 小菜园门店投资回收期	22
图 33: 绿茶门店投资回收期	22
图 34: 小菜园营业收入及增速	24
图 35: 小菜园归母净利润/经调整净利润及增速	24
图 36: 小菜园利润率变动情况	24
图 37: 小菜园主要成本费用率变动情况	24
图 38: 公司经营现金流保持健康	25

表 1: 小菜园主要董事及高管简介	6
表 2: 小菜园激励机制完善	17
表 3: 小菜园实现运营各环节标准化	17
表 4: 小菜园数字化系统及信息技术为运营赋能	18
表 5: 小菜园信息技术系统数字化升级规划	18
表 6: 小菜园各年前五大供应商及采购金额	20
表 7: 马鞍山新中央工厂建设计划	20
表 8: 小菜园和绿茶单店模型估算对比	21
表 9: 小菜园 25-26 年开店计划	22
表 10: 小菜园开店空间测算	23
表 11: 公司主营业务收入拆分及预测	26
表 12: 公司主要成本费用拆分及预测	26
表 13: 可比公司盈利预测与估值（截至 2025 年 10 月 31 日收盘）	27

一、小菜园：大众便民中餐龙头，加速规模化扩张

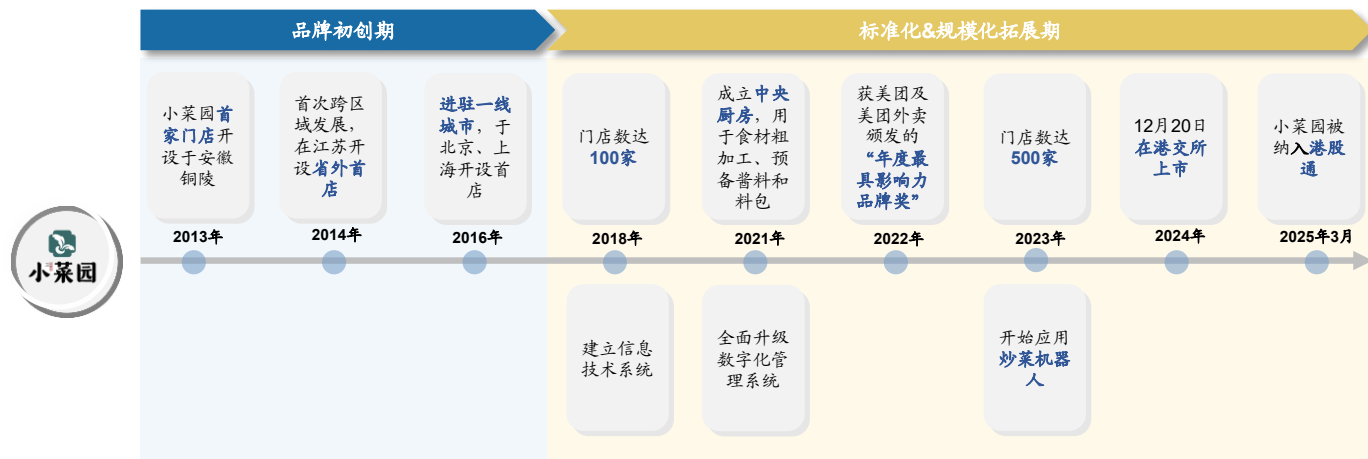
（一）发展历程：十余年匠心坚守，成长为平价中餐龙头

据公司招股书，小菜园于2013年在安徽创立，传承徽派经典的同时兼顾创新、吸收各地菜系所长，形成融合菜品风格，以“母亲的味道”和亲民的价格，为顾客提供优质菜肴及服务。小菜园是客单价50-100元的中国大众便民中餐市场排名第一的品牌（按收入计）。公司发展阶段可划分为：

品牌初创期（2013-2018年）：小菜园以全直营模式进行门店扩张，2013年在安徽开出首店，2014年首次跨区域发展、在江苏开设首店，2016年进驻一线城市，在北京、上海开设门店，2018年小菜园全国门店数已突破100家。

标准化&规模化拓展期（2018年至今）：2018年公司建立信息技术系统，通过数字化赋能门店经营；2021年设立中央工厂，用于食材粗加工、预备酱料和料包，进一步提升门店效率，同年进一步升级数字化管理系统；2023年公司开始应用炒菜机器人，持续推进数智化发展；2024年12月公司在港交所上市，并于2025年3月被纳入港股通。据小菜园公众号，截至25年9月底，小菜园全国门店数达750+家，覆盖中国14个省级行政区内的172座城市。

图 1：小菜园发展历程

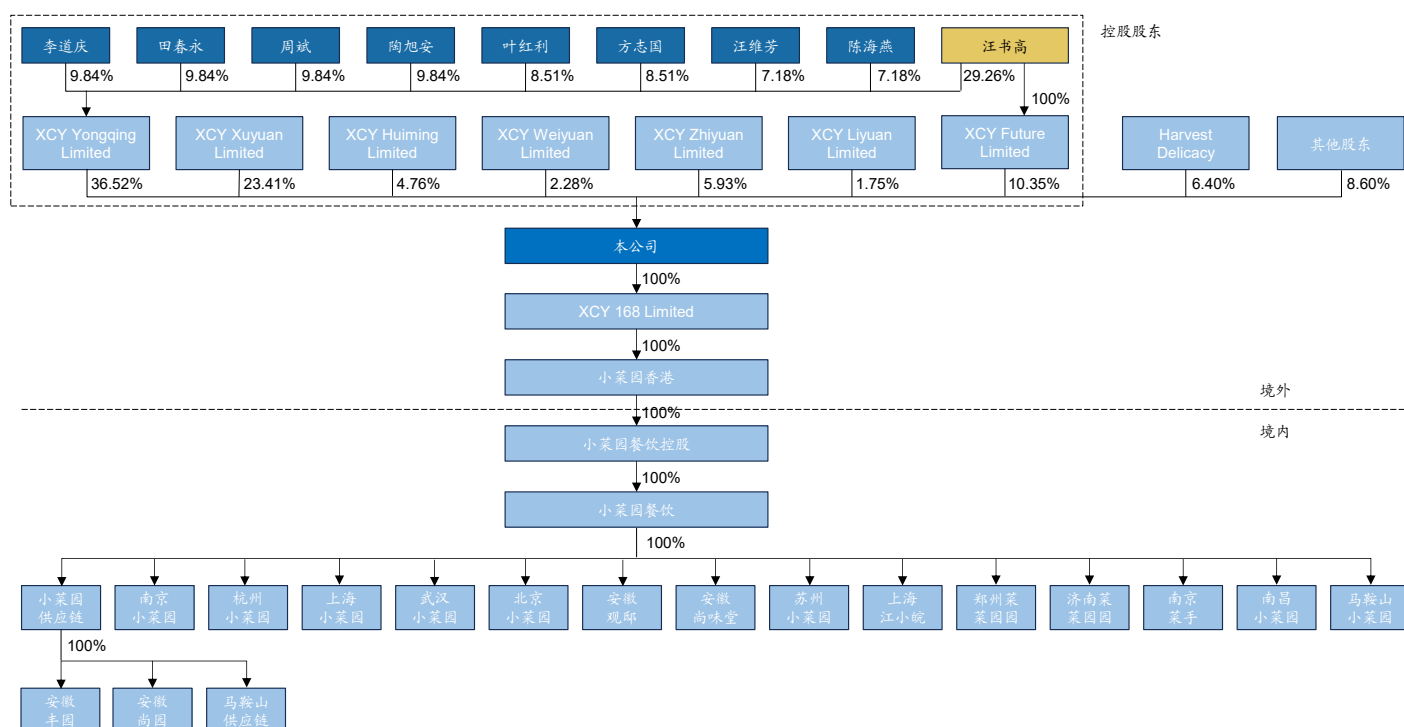


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）股权结构&管理层：股权较为集中，激励制度充分

股权结构集中，股权激励充分。据公司招股书及公司财报，截至2024年底，七个持股平台合计持有公司85%股份，公司创始人兼董事长汪书高先生与其他个人股东订立一致行动协议，实际控制约85%的投票权，为公司实控人。创始人汪总秉持共享收益的理念，始终愿意与合伙人、员工共享经营成果，公司于2020年推出覆盖汪总及其他100+名员工的股权激励计划，实现核心团队与公司长期利益的深度绑定。

图 2: 小菜园股权结构 (截至 2024 年 12 月 31 日)



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

创始人把控公司发展方向，管理层与公司共成长。据公司招股书，创始人兼董事长汪书高先生深耕餐饮二十余年，负责集团整体策略规划、业务发展及主要运营决策；其余高管多为小菜园元老，拥有丰富行业经验及长期协作基础，深谙公司文化，有利于更好地推动公司决策与发展。

表 1: 小菜园主要董事及高管简介

姓名	年龄	职位	主要职责	加入时间	任职时间	履历
汪书高	53 岁	董事长、执行董事兼总经理	负责本集团的整体策略规划、业务发展及主要运营决策，并监督安全中心	2013-6	2021-10	于餐饮行业拥有超过 20 年经验。2006-2010 年曾先后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 岁	执行董事兼副总经理	负责本集团供应链管理并分管人力资源部、信息部及法务部以及内审内控中心	2013-6	2021-10	2021 年 12 月起担任江苏省南京市鼓楼区人民代表大会代表，2023 年 9 月起担任安徽省餐饮行业协会供应链专业委员会委员，目前负责公司供应链管理事务
田春永	51 岁	执行董事兼副总经理	负责本集团开发及扩展门店	2014-10	2021-10	曾于南京泰朝罐餐饮有限公司、南京泰御上品餐饮管理有限公司及南京辣啡餐饮管理有限公司担任总经理
周斌	47 岁	执行董事兼区域总经理	负责其分管区域内门店的整体预算编制、成本控制、食品安全和管理	2013-6	2023-2	于餐饮行业拥有逾 15 年经验。曾任铜陵市和谐餐饮有限责任公司行政总厨
汪维芳	35 岁	执行董事兼区域总经理	负责其分管区域内门店的整体预算编制、成本控制、食品安全和管理	2013-6	2023-2	于餐饮行业拥有超过 10 年经验。曾任职于铜陵市郊区和谐大酒店经理、铜陵市和谐餐饮有限责任公司经理
陶旭安	37 岁	执行董事兼区域总经理	负责其分管区域内门店的整体预算编制、成本控制、食品安全和管理	2013-6	2023-2	于餐饮行业拥有超过 10 年经验。曾任铜陵市旺旺美食林厨师长、铜陵市和谐餐饮有限责任公司行政总厨

朱正慧	49岁	首席财务官	负责整体财务管理	2019-9	2021-10	曾任职于铜陵市郊区财政局陈瑶湖分局、铜陵如是会计师事务所
余明珠	41岁	董秘兼总经理 理办公室主任	负责本集团融资、投资者关系管理 及企业管治相关工作	2015-7	2021-10	曾任职于佛山市领航人力资源服务有限公司

数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

（三）主营业务：经营保持稳健，门店快速扩张

菜品丰富，好吃不贵。据公司招股书，小菜园菜单按季节定制，涵盖多道广受欢迎的中式家常菜，坚持现场烹饪，公司每季节提供45-50道菜品，另外会根据消费者反馈定期更换菜品，可满足不同人群口味偏好。公司菜品好吃不贵，堂食平均客单价介于50-70元。公司承诺菜品25分钟内上桌、超时免费赠送，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，持续积累消费者信任。

图3：小菜园主要菜品及售价

				
徽州臭鳊鱼：118元	农家红烧肉：45元	地锅本仔鸡：48元	石板蒜蓉虾：52元	红烧凤爪：35元
				
香锅芸豆丝：29元	香锅脆笋丝：39元	石锅海鲜豆腐：39元	香锅开心花菜：29元	金汤肥牛：49元

数据来源：公司招股书，大众点评，广发证券发展研究中心

图4：小菜园门店装修示意图



数据来源：小菜园官网，广发证券发展研究中心

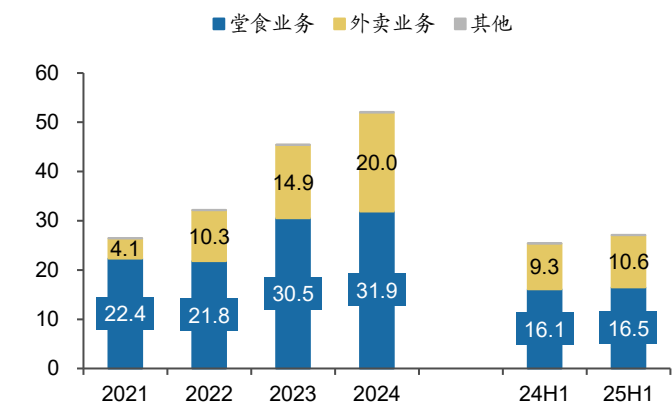
图5：小菜园门店装修示意图



数据来源：小菜园官网，广发证券发展研究中心

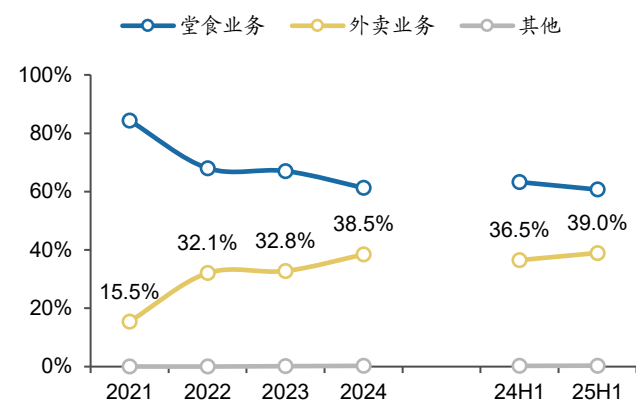
外卖占比有所提升，重视堂食体验优化。据公司招股书及财报，公司收入主要来自小菜园品牌门店，主营业务包括堂食、外卖及其他（销售食材、充电宝服务佣金及新零售），24年堂食/外卖收入分别为31.9/20.0亿元，分别同比+5%/+34%，占比61.3%/38.5%；25H1堂食/外卖收入分别为16.5/10.6亿元，分别同比+2%/+14%，占比60.7%/39.0%，外卖占比同比+2.5pct，环比24H2的40.4%有所下降。公司重视堂食体验优化，预计未来外卖占比将相对保持稳定。

图6：公司主营业务收入（亿元）



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

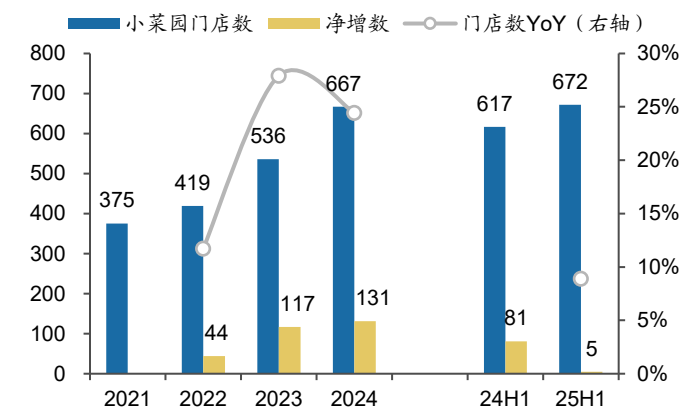
图7：小菜园外卖收入占比有所提升



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

拓店有所提速，江皖沪浙门店数较多。据公司招股书及财报，2021-2024年小菜园门店数由375家增至667家，CAGR达21%，25H1净增5家至672家，主要系节奏问题，上半年主要精力放在门店优化，Q3起进入开店高峰期，据小菜园公众号，截至25年9月底，小菜园全国门店数达750+家，**分区域看**，公司目前门店相对集中在江苏、安徽、上海、浙江，分别有271/145/77/75家门店，合计占比75%。**分城市线级看**，截至25H1公司一线/新一线/二线/三线及以下城市门店占比分别为16%/29%/12%/43%。

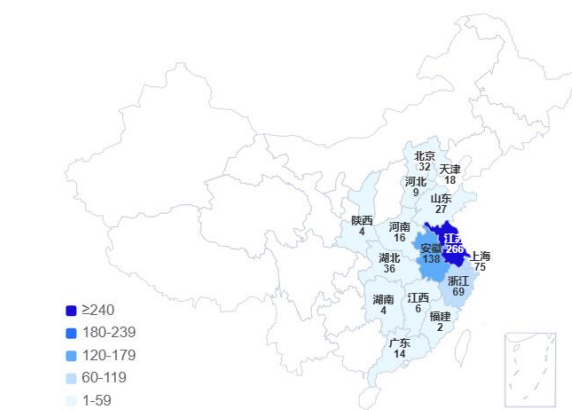
图8：小菜园门店数（家）



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

备注：不含其他品牌门店

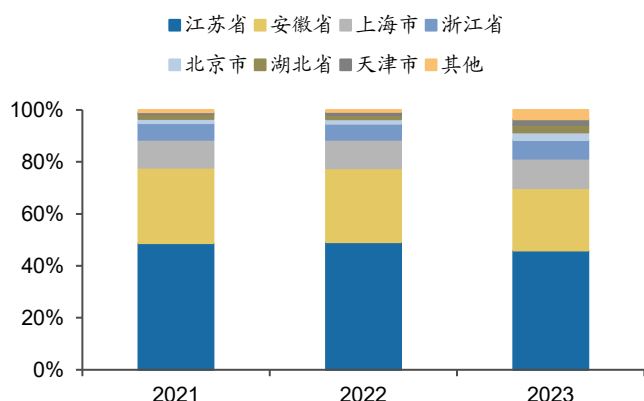
图9：小菜园全国门店分布



数据来源：窄门餐眼，广发证券发展研究中心

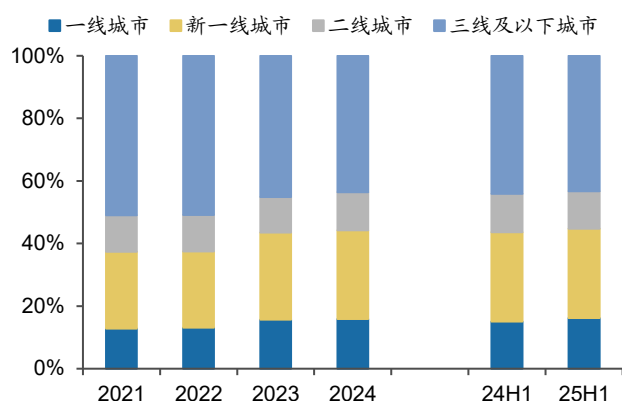
备注：统计时间为2025/10/27，或与公司口径略有差异

图10: 小菜园门店区域分布



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: 小菜园门店城市线级分布



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

经营逐步企稳, 在大环境承压背景下仍有稳健表现。

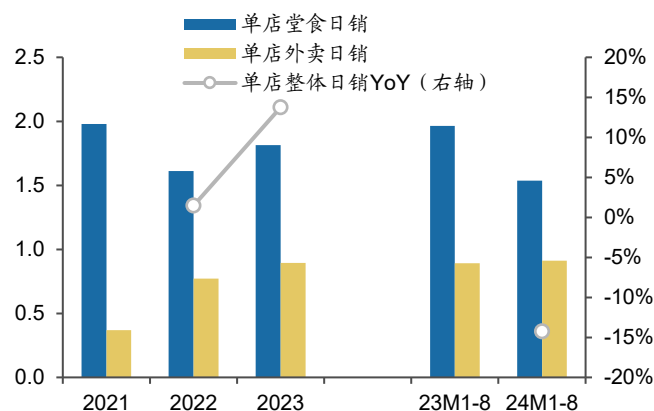
单店平均日销: 据公司招股书, 24M1-8小菜园单店日销2.4万元/YoY-14.3%, 其中堂食日销1.5万元/YoY-22%, 外卖日销0.9万元/YoY+2%, 我们预计堂食日销下滑受23年同期高基数、门店优化(面积变小)及菜品降价影响。

客单价: 24年以来小菜园客单价有所下降, 主要系践行好吃不贵、菜品主动降价影响, 据公司招股书及财报, 24M1-8地锅仔鸡平均价格54.9元/YoY-15%, 石板蒜蓉虾平均价格53.3元/YoY-4%, 公司在供应链优化、规模效应释放后部分让利消费者; 25H1小菜园堂食客单价为57.1元/YoY-5%, 环比略降(按算术平均计算24H2为58.0元), 我们预计后续客单价有望相对保持稳定。

翻台率: 表现较为稳健, 据公司财报, 25H1小菜园门店翻台率3.1次/YoY持平, 按算术平均计算24H2为2.9次, 环比有所改善。

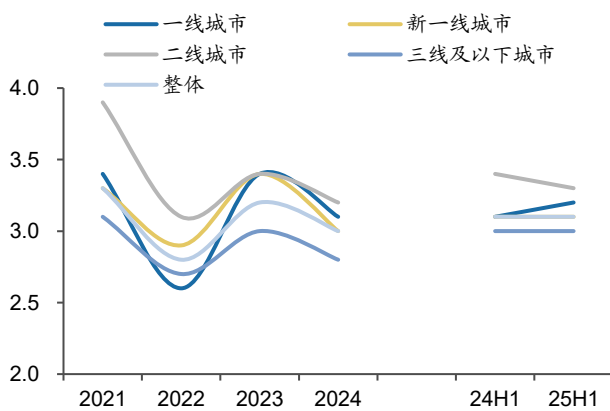
同店销售额(堂食+外卖): 25H1同比下滑7.2%, 降幅较24年的12.1%有所收窄, 我们预计随着公司持续优化门店经营, 同店有望逐步企稳。

图12: 小菜园单店日均销售额(万元)



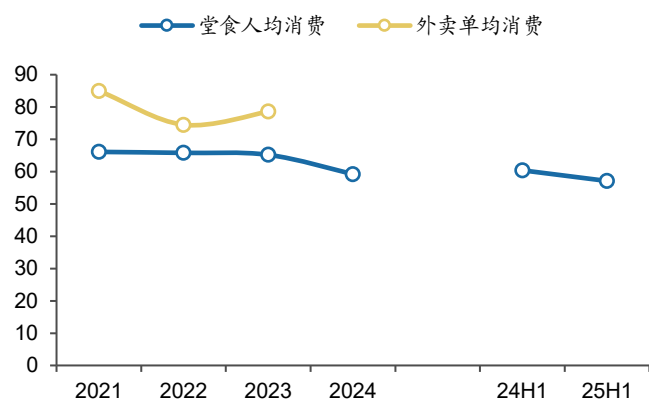
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图13: 小菜园门店翻台率(次/天)



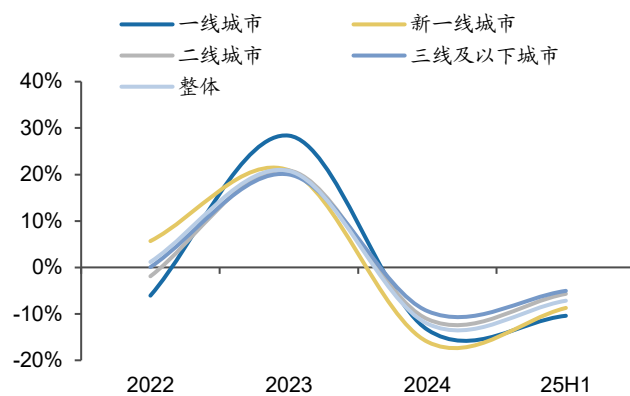
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 小菜园客单价 (元)



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图15: 小菜园同店销售增速



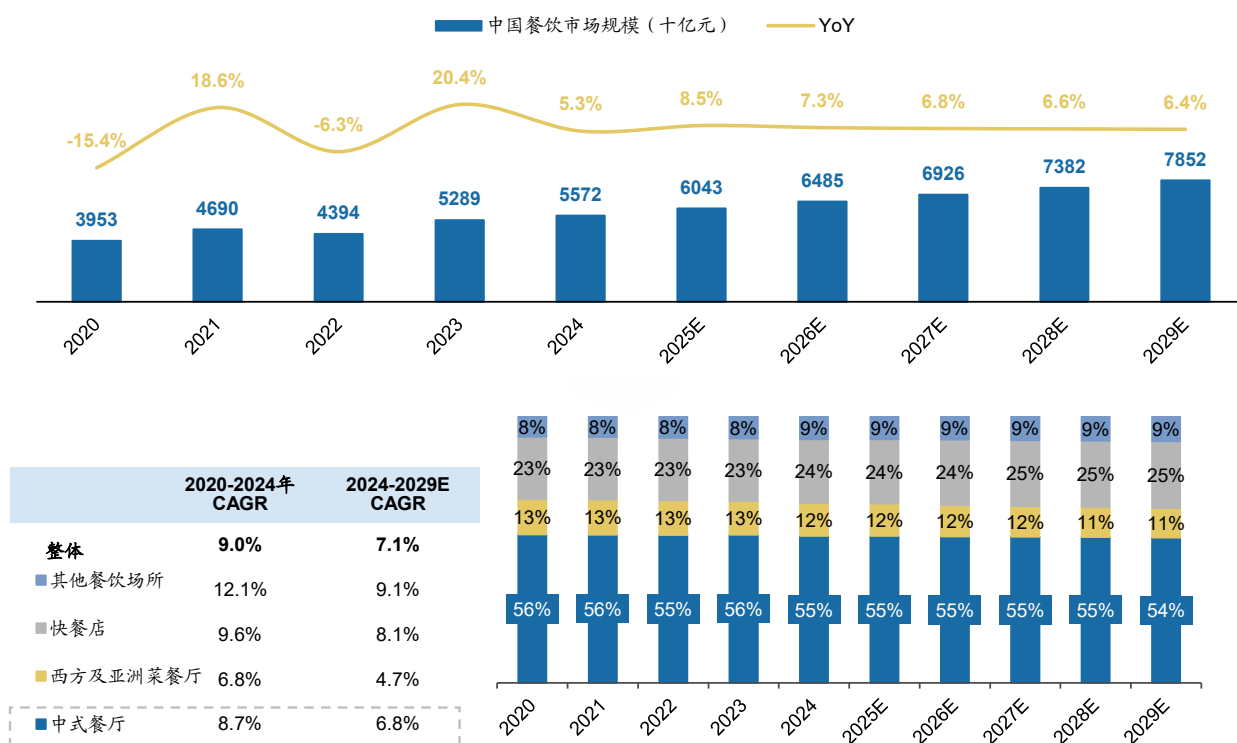
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、行业：餐饮表现分化，关注连锁化、平价化趋势

（一）中餐为万亿级红海市场，休闲中式餐厅增速领先

中国餐饮市场空间广阔，中式餐厅占主导地位。中国是全球第二大餐饮市场，据灼识咨询（引自绿茶集团招股书），2020-2024年中国餐饮市场规模由3.95万亿元增至5.57万亿元，CAGR为9.0%，预计2024-2029年将以7.1%的年复合增速继续增长，2029年市场规模预计达7.85万亿元。细分来看，中式餐厅在中国餐饮市场中占主导地位，2020-2029年预计占比均稳定在54%-56%，2024-2029年预计将以6.8%的年复合增速保持稳定增长。

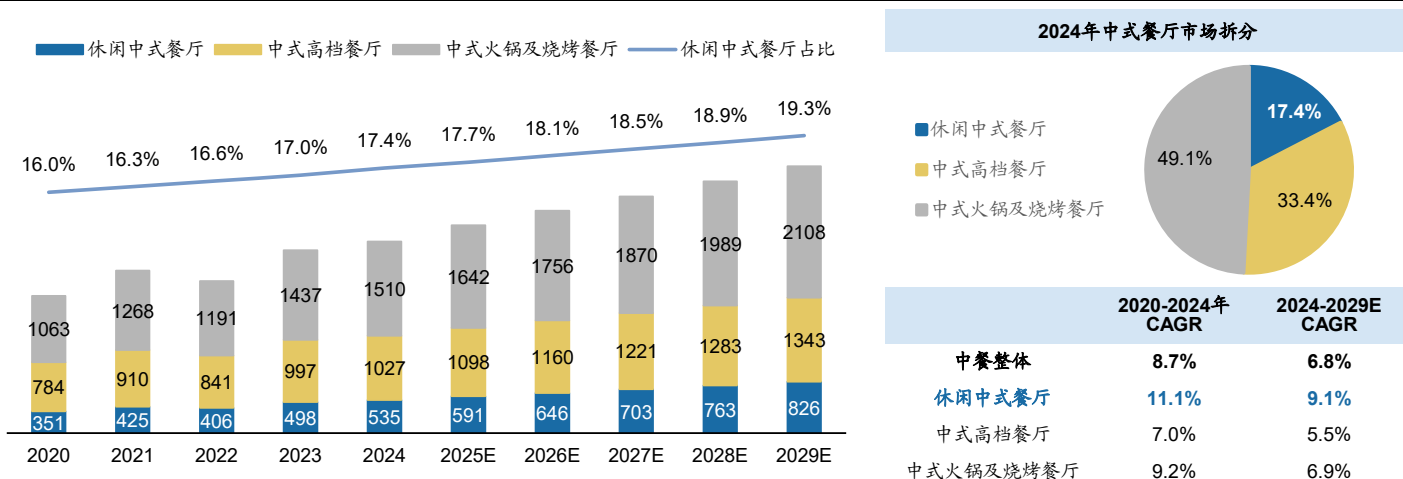
图16：2020-2029E中国餐饮整体、分菜品及服务市场规模



数据来源：灼识咨询（引自绿茶集团招股书），广发证券发展研究中心

休闲中式餐厅为增速最快的中式餐厅细分市场。根据灼识咨询的定义，中式餐厅可进一步细分为休闲中式餐厅（人均消费50-100元）、中式高档餐厅（人均消费100元以上）和中式火锅及烧烤餐厅，其中火锅及烧烤由于标准化程度相对较高、对厨师依赖程度较低、受众广泛，市场规模领先，2024年在中式餐厅市场中占比49%；休闲中式餐厅因舒适的用餐环境、实惠的价格及方便快捷的用餐体验备受欢迎，叠加消费者对性价比的重视程度提升，休闲中式餐厅成为中式餐厅中增速最快的细分市场。据灼识咨询（引自绿茶集团招股书），2020-2024年中式休闲餐厅市场规模由3513亿元增至5347亿元，CAGR为11.1%，预计2024-2029年将以9.1%的年复合增速继续保持增长，高于中式餐厅整体及中国餐饮市场整体增速（分别为6.8%/7.1%）。

图17：2020-2029E中式餐厅市场规模及拆分（单位：十亿元）



数据来源：灼识咨询（引自绿茶集团招股书），广发证券发展研究中心

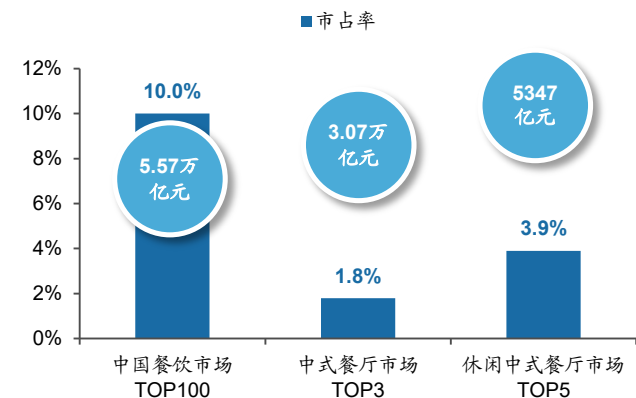
备注：中式餐厅市场并不等于中餐，定义中并不包括人均消费 50 元以下餐厅（我们推测统计在快餐中）

（二）格局高度分散，竞争日趋白热化

中国餐饮市场高度分散。中餐菜系丰富、区域口味差异大，烹饪手法及工序较为复杂，标准化及全国性扩张难度相对较高，因此中国餐饮市场集中度较低。据灼识咨询（引自绿茶集团招股书），2024年中国餐饮百强市场份额约10%，而美国餐饮市场百强市占率可达30%；中式餐厅市场CR3约1.8%，进一步细分，休闲中式餐厅市场CR5约3.9%，可见即便在细分市场，也尚未出现较具统治力的行业龙头。

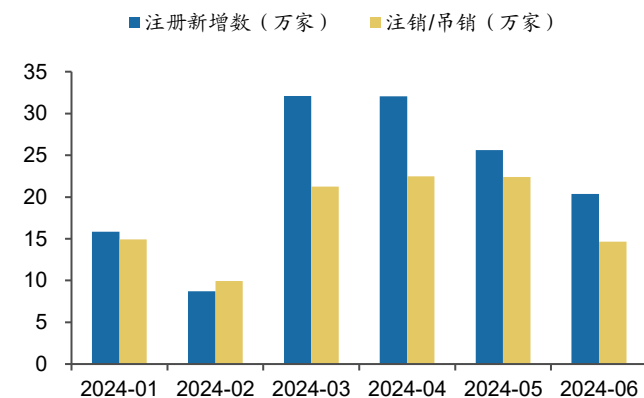
市场竞争较为激烈。据红餐网，预计2024年餐饮总闭店数超过200万家，较23年增长47%。餐饮行业进入门槛相对低，经营单体餐厅的难度并不算高，稳定优质的现金流回报吸引较多入局者，但同时也有大量经营不善的企业在激烈竞争中被淘汰出局。而若要深耕餐饮赛道，则需在供应链、服务、创新等层面不断积累优势，形成品牌资产，才能为规模化扩张奠基。

图18：中国餐饮市场集中度较低



数据来源：灼识咨询（引自绿茶集团招股书），广发证券发展研究中心；备注：蓝色圈内为对应市场 2024 年市场规模

图19：2024H1 餐饮企业新增及注销/吊销数



数据来源：餐企老板内参公众号，广发证券发展研究中心

休闲中式餐厅TOP5品牌对比：小菜园门店数领先、快速成长。据灼识咨询（引自绿茶集团招股书），西贝、小菜园、太二、绿茶、外婆家为2024年休闲中式餐厅市场份额前五的品牌，按收入计市场份额分别为1.0%、1.0%、0.8%、0.7%、0.4%。

（1）门店方面，除太二为直营与加盟结合外（24年开放加盟，且仅在部分地区开放），其余品牌均为全直营模式；从餐厅数看，小菜园截至24年底门店数667家，是TOP5品牌中门店数最多的品牌。

（2）产品方面，小菜园传承徽派经典的同时兼顾创新、吸收各地菜系所长，形成融合菜品风格，产品偏家常、口味相对普适。

（3）收入方面：24年小菜园收入52亿元/YoY+15%，在较大规模体量下仍保持较快增速。

图20：休闲中式餐厅市占率TOP5品牌对比

品牌	创立时间	主打菜式	主要菜品	客单价（元）	模式	餐厅数（家）			总收入（亿元）			市场份额	
						2023	2024	YoY	2023	2024	YoY	2023	2024
I❤莪	1988	西北菜	牛大骨、西贝面筋、烤羊肋排、烧羊棒、烤羊腿、大盘鸡等	80-90	直营	355	363	2%	55	55	0%	1.1%	1.0%
小菜园	2013	徽菜/融合菜	农家红烧肉、地锅本仔鸡、石板蒜蓉虾、臭鳃鱼、石锅海鲜豆腐等	60-70	直营	542	667	23%	45	52	15%	0.9%	1.0%
太二	2015	酸菜鱼	酸菜鱼、小酥肉、芥末虾仁球、蒜香粉丝虾等	70-80	直营+加盟	578	634	10%	45	44	-2%	0.9%	0.8%
绿茶	2008	融合菜	蒜蓉粉丝虾、面包诱惑、葱香烤肉、烤鸡、石锅豆腐等	50-70	直营	360	465	29%	36	38	7%	0.7%	0.7%
外婆家	1998	浙江菜	糖醋里脊、茶香鸡、蒜蓉粉丝虾、外婆红烧肉、小牛肉等	60-70	直营	103	108	5%	20	24	20%	0.4%	0.4%

数据来源：绿茶集团招股书，各公司官网，大众点评，广发证券发展研究中心

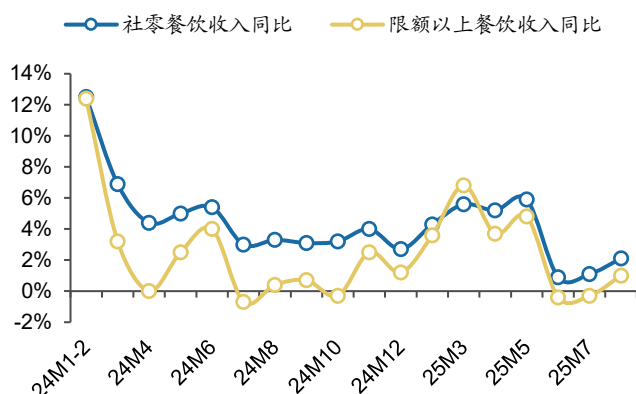
（三）餐饮品牌表现分化，连锁化大势所趋

1. 餐饮行业整体经营承压，强品牌势能者经营相对稳健

24年以来，餐饮社零整体表现相对平淡，限额以上餐饮企业普遍跑输社零整体，据iFinD，25M1-8餐饮社零整体/限额以上餐企收入增速分别为3.6%/2.8%。性价比成为消费者重要考虑因素，叠加竞争加剧，餐饮行业人均消费持续下滑，据红餐网，2022年至2025年6月，餐饮大盘人均消费从43.2元下降至39.3元，各细分赛道均有不同程度下降。负经营杠杆影响下，利润端下滑更为显著，从代表性城市看，据北京市统计局，24全年北京规模以上餐饮企业利润总额同比下滑81%；25M1-8北京规模以上住宿和餐饮业企业利润总额同比下滑20%。

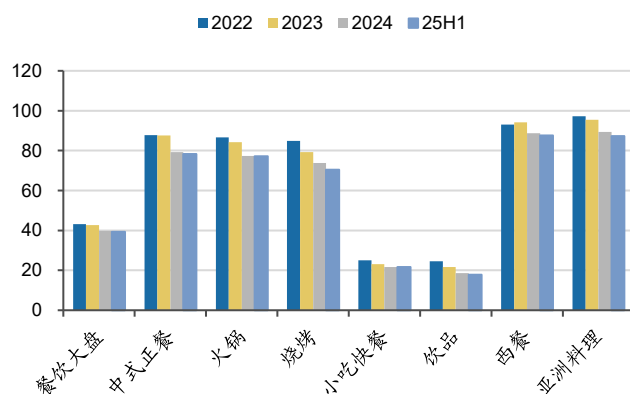
外部环境持续影响下，25H1餐饮企业业绩表现分化。部分强品牌势能者（如百胜中国等）经营仍相对稳健；部分品牌仍处于快速成长期（如绿茶集团、小菜园、达势股份、蜜雪集团、古茗等），业绩受较快的拓店速度驱动；部分品牌在经营压力下持续调整门店，业绩略有所承压。

图21：社零餐饮及限额以上餐饮收入同比增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图22：25H1 餐饮行业平均客单价下滑（元）



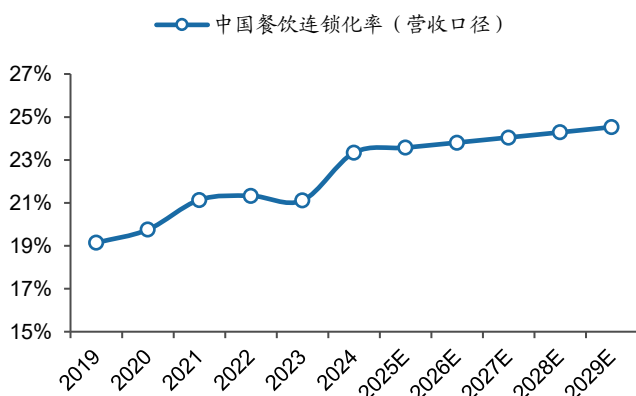
数据来源：红餐网，广发证券发展研究中心

2. 餐饮连锁化率对标海外仍有较大提升空间，下沉市场为必争之地

规模化、连锁化是餐饮企业建立护城河的必由之路。受进入门槛较低、饮食文化多元且地域性强、菜品对厨师依赖大等因素影响，中国餐饮行业工业化发展不足，未形成显著规模效应，相较发达国家，我国餐饮市场连锁化率有较大提升空间。据灼识咨询（引自绿茶集团招股书），按营收口径，2024年中国餐饮连锁化率为23.3%，而同期美国、日本餐饮连锁化率分别为59.2%、52.3%。我们认为连锁化率提升是行业未来发展大势所趋，一方面餐饮企业可通过连锁经营覆盖更广阔市场，另一方面规模化给餐企带来物业、供应链、营销等方面的议价权，有助于降低经营成本。

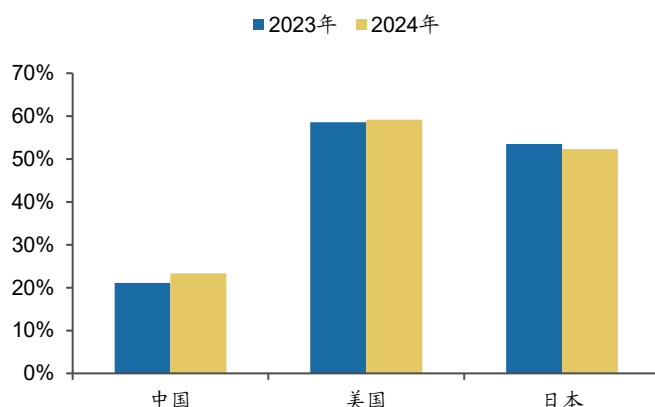
下沉市场连锁化发展潜力更大。当前中国低线城市的连锁化率较低，随着低线城市物业、供应链等不断完善，连锁企业在下沉市场享有较大发展机遇。镜鉴海外，据餐企老板内参公众号，美国下沉市场连锁化率已反超高线城市，主要因为小城市有效需求更加单一，少数品牌就能满足大多数人的需求。中国餐饮行业连锁化率提升进入下半场，下沉市场将成为连锁餐企的必争之地。

图23：中国餐饮连锁化率持续提升



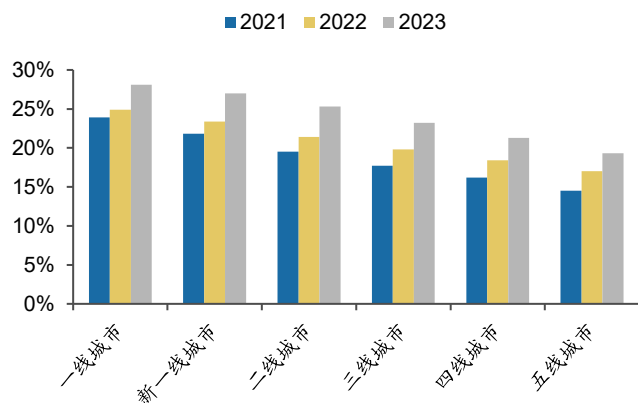
数据来源：灼识咨询（引自绿茶集团招股书），广发证券发展研究中心

图24：对标美日，中国餐饮连锁化率仍有提升空间



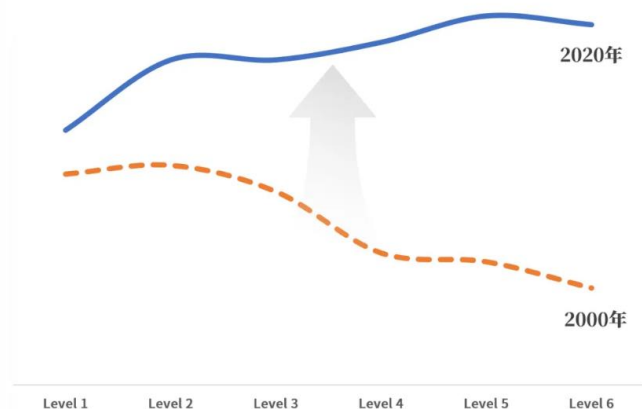
数据来源：灼识咨询（引自绿茶集团招股书），广发证券发展研究中心

图25: 中国各线城市餐饮连锁化率



数据来源: 美团新餐饮研究院公众号, 广发证券发展研究中心

图 26: 美国不同时期城市餐饮连锁化率对比



数据来源: 餐企老板内参公众号, 广发证券发展研究中心

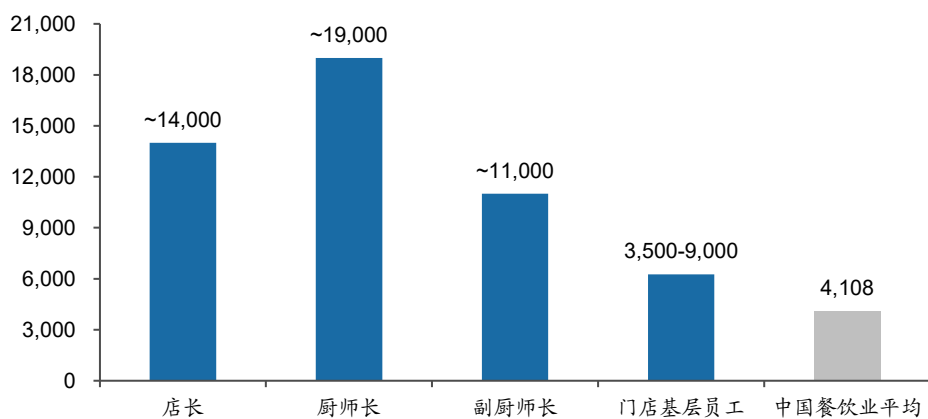
三、看点：激励机制与供应链体系完善，赋力单店优化与门店扩张

（一）管理：强激励机制，标准化+数字化赋能

构建多维度激励体系，所有员工为自己而战，持续激发员工积极性、留住人才。

（1）**薪酬激励方面**，据公司招股书，公司建立了业绩导向的薪酬机制，区域经理薪酬与管理门店数量及绩效直接挂钩；门店关键员工（店长、厨师长、副厨师长）薪酬包括基本工资和所负责门店的利润分成，且运营新店聘用的门店关键员工可在一定期间内同时获得新店和原门店的奖金；门店基层员工薪酬包括基本工资、加班费及基于个人绩效的激励奖金（评价指标包括售出招牌菜的数量和顾客评价等）。对比来看，小菜园店长/厨师长/副厨师长/基层员工月薪分别约1.4万元/1.9万元/1.1万元/3500-9000元，普遍高于中国餐饮业平均水平，薪酬具有较强竞争力。

图27：小菜园门店员工月薪与餐饮行业平均水平对比（单位：元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（2）**股权激励方面**，创始人汪总秉持共享收益的理念，始终愿意与合伙人、员工共享经营成果，据公司招股书，公司于2020年推出覆盖汪总及其他100+名员工的股权激励计划，7个员工持股平台合计持有公司85%股份，实现核心团队与公司长期利益的深度绑定。

（3）**成长激励方面**，公司重视人才培养与储备，内部实施师徒培养制（并辅以一定绩效激励），每月为新晋升的店长和厨师长及其他优秀员工举办培训课程，让他们分享工作经验；公司晋升机制透明，构建了从基层员工到门店关键人员、区域经理/管理层、股东（管理较多门店者可成为公司股东）的清晰通道，据公司招股书，截至24年12月5日，现有股东中有90.4%从基层员工成长而来，所有区域经理均为内部培养提拔，几乎所有店长及厨师长都是内部培养提拔。

公司完善的激励机制不仅激发工作热情、培养人才，也能留住人才，据公司招股书，截至24年12月5日，为小菜园工作超1年、3年的店长和厨师长分别占总数的86%、52%，人才粘性相对较高。

表 2：小菜园激励机制完善

激励维度	核心措施
薪酬激励	(1) 区域经理：薪酬与管理门店数量及绩效直接挂钩 (2) 门店关键员工（店长、厨师长、副厨师长）：薪酬包括基本工资和所负责门店的利润分成，且运营新店聘用的门店关键员工可在一定期间内同时获得新店和原门店的奖金 (3) 门店基层员工：薪酬包括基本工资、加班费及基于个人绩效的激励奖金（评价指标包括售出招牌菜的数量和顾客评价等）
股权激励	(1) 20 年推出覆盖汪总及其他 130 名员工的股权激励计划，7 个员工持股平台合计持有公司 85% 股份
成长激励	(1) 师徒培养制：并辅以一定绩效激励，每月为新晋升的店长和厨师长及其他优秀员工举办培训课程，让他们分享工作经验 (2) 晋升机制透明：构建了从基层员工到门店关键人员、区域经理/管理层、股东（管理较多门店者可成为公司股东）的清晰通道

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

SOP标准化+数字化建设，赋力门店运营提效。

通过各环节流程高度标准化，克服中餐规模化扩张难题。据公司招股书，（1）菜品方面，公司菜品控制至在45-50道，精选供应商并集中采购，推广净菜（预先清洁和切割的食材）使用，制定详尽烹制指引，使用自研自产标准料包，部分门店试点炒菜机器人，实现操作调味精准、菜品口感稳定。小菜园的标准化并没有以牺牲菜品质量、口感和“锅气”为代价，所有菜品均在门店现场烹饪制作。（2）服务方面，公司制定落实前厅标准工作流程及服务规范，前厅各岗位均有对应SOP，涵盖开餐前及开餐后全流程。（3）培训方面，公司通过高频次、多维度培训及监督机制提升员工能力，往绩记录期间共组织超4700场培训，参训超22万人次。（4）食安方面，公司建立一整套食品安全控制体系，规定按日、周、月检查。（5）拓店方面，公司组建专业门店开发团队，在拓店各环节制定标准化操作流程，选址采用大数据分析。

表 3：小菜园实现运营各环节标准化

标准化环节	主要内容
菜品标准化	菜品精简化 每家门店菜式控制在 45-50 道，因地制宜调整，定期推陈出新，保持口味标准一致并简化顾客下单流程。
	食材标准化 坚持使用健康、新鲜的优质食材，无预制菜，精选供应商并集中采购，推广净菜（预先清洁和切割的食材）使用，简化食材制备过程。
	制作过程标准化 制定详尽烹制指引（涵盖投料配比、烹制工艺到重要岗位操作标准等），使用自研自产标准料包，在高峰时间前准备招牌菜肴，每日量化预估营业额备货，部分门店试点炒菜机器人，实现操作调味精准、菜品口感稳定。
服务标准化	制定落实前厅标准工作流程及服务规范，前厅各岗位均有对应 SOP，涵盖开餐前（晨会、卫生清洁、协助后厨餐前准备、摆台等）及开餐后（迎宾、推荐菜肴、菜品搭配、服务礼仪等）全流程。
培训标准化	构建线上线下融合的多层级培训体系，通过高频次、多维度培训及监督机制提升员工技术能力、操作能力和管理能力，确保标准化体系能够在门店落实；往绩记录期间共组织超 4700 场培训，参训超 22 万人次。
食品安全及质量控制标准化	从供应链源头把控原料安全，制定详细质检标准，建立一整套食品安全控制体系，规定按日、周、月检查。
拓店标准化	组建专业门店开发团队，优先选择人流量密集且安全性高的大型购物中心，与万达、华润万象、吾悦及永旺等建立长期合作关系；在拓店各环节（选址、商务谈判、设计装修、法律合规、营销等）制定标准化操作流程，选址采用大数据分析。

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

持续投入数字化建设，赋能运营提效。近年来公司陆续上线会员系统、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，积极打造以数据资产为核心的IT体系，提升门店决策的准确性及运营效率。举例而言，据公司招股书，公司根据BI系统生成的销售预测计算门店每日所需备货量；所有门店后厨配备360度全方位摄像，通过AI算法可自动捕捉不合规行为，与BI

系统共同形成“线上巡店”体系；部分门店上线的炒菜机器人等智能后厨设备也可在保证菜品出品质量及一致性的同时提高后厨效率。公司IPO募集资金中，约1亿港元将用于提升信息技术能力，其中4700万港元用于采购智能设备、5500万港元用于升级信息技术及基础设施，有望进一步助力运营提效。

表 4：小菜园数字化系统及信息技术为运营赋能

数字化系统	具体内容
会员系统	设计并维护线上会员系统，持续耕耘顾客全生命周期运营。自 2021 年初至 2024 年 12 月，会员数从 150 万增长至约 830 万。会员系统聚合多渠道流量，利用自动化运营工具产生消费者洞察，增加会员复购频次。
BI 分析系统	具备数据收集、数据清洗、数据分析和可视化等能力，能从海量数据中高效获取有价值信息，助力形成对门店运营管理和消费者需求洞察。例如公司根据 BI 系统生成的销售预测计算门店所需的每日备货量。
业务中台系统	集成主数据模块、对账中心、订单中心及租赁模块等功能，全方位覆盖公司运营关键环节。主数据模块实现关键业务数据统一规范管理以确保准确性和一致性；对账中心自动化处理内外部账务核查，提升财务处理效率并减少人为错误；订单中心支持全流程订单管理，让订单处理更便捷透明；租赁模块助力灵活应对复杂租赁业务需求。
智能设备	例如所有门店后厨配备 360 度全方位摄像，可供总部及区域管理人员实时监控，引入 AI 算法后可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并减少人工监控成本。 此外，部分门店上线炒菜机器人、恒温电炸炉等智能后厨设备，能帮助保持菜品出品质量的一致性、提高后厨效率。

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 5：小菜园信息技术系统数字化升级规划

信息技术系统	数字化升级计划
BI 系统	25 年内预期投资 II 期以涵盖供应链；26 年内预期投资 III 期以涵盖财务及人力资源；27 年预期进行持续迭代及升级。
业务中台系统	25-27 年更新预期包括：（1）设立数据中台平台；（2）第一代数据仓库架构迭代；（3）客户数据平台的实施；（4）为智能预测模型引入 AI 算法。
SAP 系统	25-27 年计划将 SAP 系统与其他信息系统进行整合，熟悉顺畅连接及数据的无缝交换。
智能摄像系统	25 年计划扩展智能摄像系统的用途以涵盖更多门店；25-27 年计划持续优化智能摄像系统以提高识别准确率及扩大违规检测范围。
POS 系统	25-27 年计划持续优化 POS 系统，特别是针对实时报告、负载平衡及结账时间优化。
会员制度	25 年计划推出会员商城，首次涉足线上零售；25-27 年计划持续提升及完善会员权益及会员商城。
智能设备	25-26 年计划采购：（1）炒菜机器人 2000 台，单价约 5 万元；（2）智能摄像系统 490 台，单价约 3.4 万元；（3）AI 自助结账机 150 台，单价约 5000 元；（4）恒温电炸炉 580 台，单价约 4400 元。

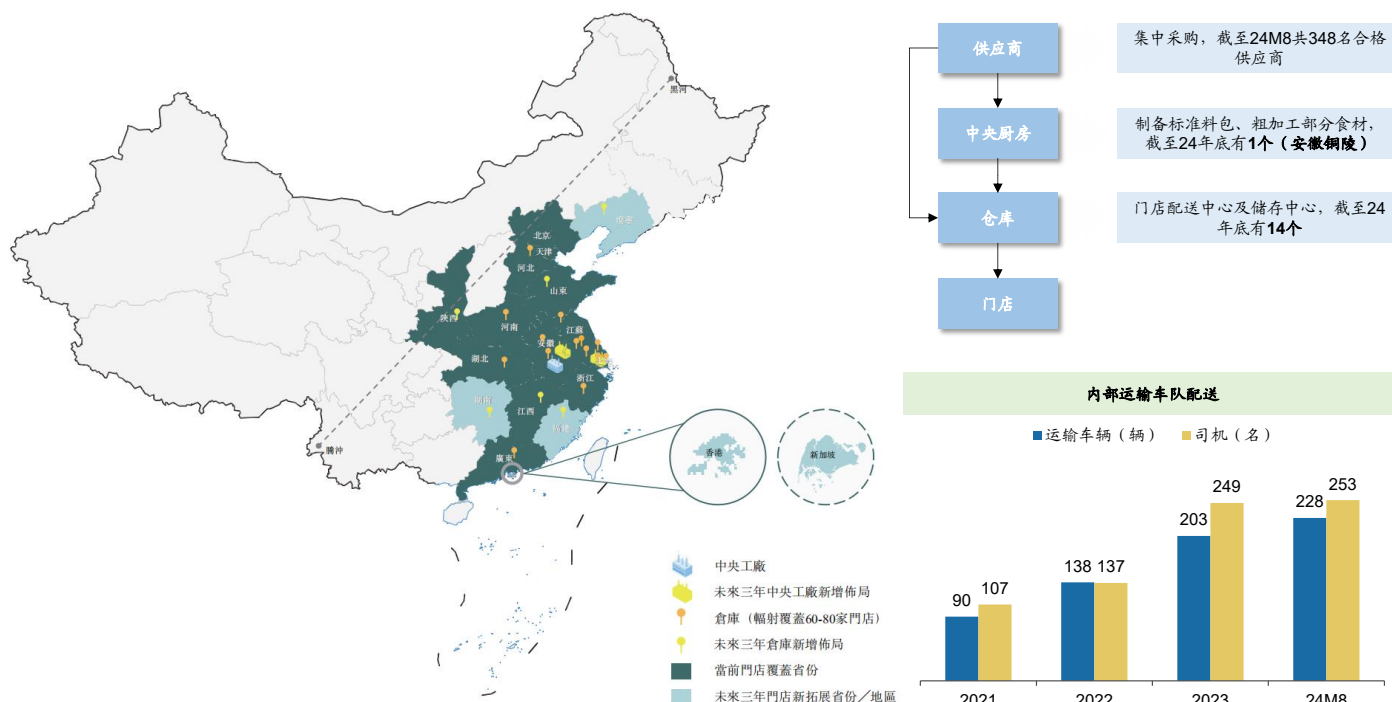
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）供应链：自建供应链提效，马鞍山工厂投产在即

供应链体系布局完善。据公司招股书及财报，小菜园建立了包括中央工厂、仓库、自有运输车队等在内的完善供应链体系。（1）**中央工厂**：截至24年底为1个（安徽铜陵），自21年12月起开始试生产，主要用于标准料包生产和食材粗加工，年产能分别为0.32/0.66万吨，产能可覆盖约700家门店；公司正在马鞍山建设新中央工厂，预计25年12月投产。（2）**仓库**：截至24年底为14个，作为门店配送中心，基本所有食材和标准料包均由仓库交付至门店，另外仓库也作为储存中心，通常会储备可使用两天的冷藏食材和可使用四周的冷冻食材，以防出现供应短缺；公司计划25-26年新建6个仓库。（3）**运输车队**：公司使用内部运输车队运送产品，截至24M8共有228辆车（冷藏车）和253名司机，从中央工厂运送到仓库平均需5-6小时，从仓库到门

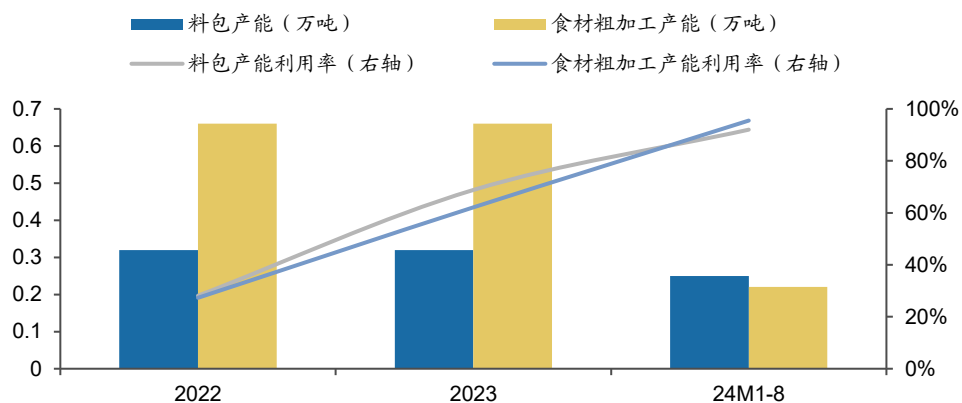
店平均需90分钟至两小时，公司可实时监控交付全过程。

图 28：小菜园供应链布局概况



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

图29：小菜园中央工厂产能及产能利用率

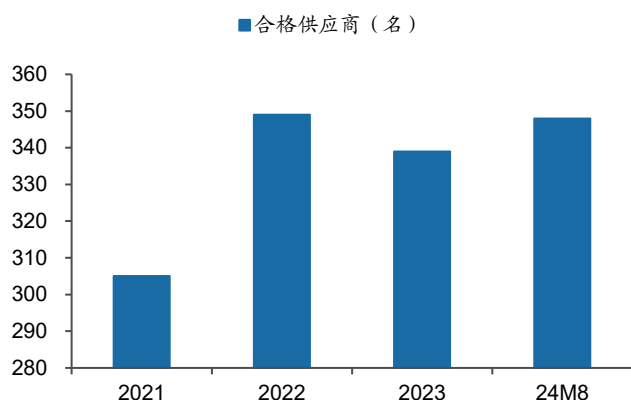


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

原材料集中采购，较高的采购金额有望带动议价能力提升。据公司招股书，公司对食材质量有严格标准，已订立多项食材框架供应协议，确保从原产地农场及生产者获得稳定且优质的食材供应，例如从黑龙江五常原产地直采的五常大米等。要成为公司供应商，需通过资格审查、样品测试、试生产等环节，公司最终会从截至24M8公司共有348名合格供应商，与主要供应商均建立了三年以上的业务关系，对于每类关键食材或耗材，公司最终会从合格供应商名单中选择1-2名供应商，24M1-8公司向TOP5供应商采购金额为3.05亿元，占采购总额的24.6%。随着公司规模持

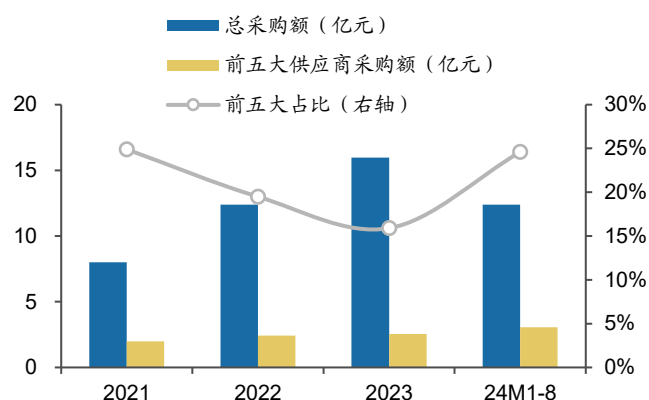
续扩大，我们预计公司规模优势有望持续释放、议价能力有望持续提升，未来毛利率仍有优化空间。

图 30：小菜园合格供应商数量



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 31：小菜园总采购金额及前五大供应商采购额



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 6：小菜园各年前五大供应商及采购金额

2021年						2022年				
排名	供应商	主要采购产品	开始业务关系年份	采购金额 (万元)	占采购总额	供应商	主要采购产品	开始业务关系年份	采购金额 (万元)	占采购总额
1	安徽苗知府投资股份	食材	2020年	6,238	7.8%	安徽苗知府投资股份	食材	2020年	6,651	5.4%
2	五常市庆喜米业	食材	2021年	3,966	5.0%	五常市庆喜米业	食材	2021年	5,248	4.2%
3	益海嘉里食品营销	调味品	2018年	3,570	4.4%	南京品浚食品	食材	2021年	4,689	3.8%
4	北海天威水产食品	食材	2021年	3,285	4.1%	益海嘉里食品营销	调味品	2018年	4,247	3.4%
5	南京品浚食品	食材	2021年	2,891	3.6%	安徽省味咚咚食品科技	食材	2021年	3,341	2.7%
合计				19,950	24.9%	合计				19.5%
2023年						24M1-8				
排名	供应商	主要采购产品	开始业务关系年份	采购金额 (万元)	占采购总额	供应商	主要采购产品	开始业务关系年份	采购金额 (万元)	占采购总额
1	五常市庆喜米业	食材	2021年	7,476	4.7%	新希望六和股份	食材	2022年	9,922	8.0%
2	安徽苗员外农业	食材	2023年	4,736	3.0%	五常市庆喜米业	食材	2021年	7,872	6.3%
3	安徽旌德县汇龙达食品	食材	2021年	4,712	3.0%	安徽苗员外农业	食材	2023年	5,474	4.4%
4	益海嘉里食品营销	调味品	2018年	4,518	2.8%	北京二商肉类食品集团	食材	2022年	3,838	3.1%
5	安徽省味咚咚食品科技	食材	2021年	3,950	2.4%	益海嘉里食品营销	调味品	2018年	3,386	2.8%
合计				25,392	15.9%	合计				24.6%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

马鞍山新中央工厂预计明年年初投产，为后续扩张奠基。据公司招股书，马鞍山新中央工厂总资本开支约4.5亿元，有调味包、速冻制品、酱卤制品、净菜四条产线，一方面为门店扩张提前部署产能，另一方面未来可将原材料预处理从门店转移至中央工厂，进一步提升门店经营效率。

表 7：马鞍山新中央工厂建设计划

产线	建筑面积 (平方米)	设计年产能 (万吨)	预计投产时间
调味包	4326.8	3.72	26 年年初
速冻制品	3563.3	0.94	26 年年初
酱卤制品	727.7	1.80	26 年年初
净菜	2772.1	0.42	26 年年初

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（三）成长路径：单店模型持续优化，拓店空间广阔

单店模型持续优化。据公司招股书及财报，小菜园24M1-8门店OPM为17.8%，25H1受益店型优化、规模效应释放等，公司各项费用率明显优化，我们估算门店OPM达到20%+。**原材料方面**，公司集中采购持续释放规模效应，叠加品牌知名度提升，对供应商议价能力提升、采购价格下降，但考虑公司毛利率已经位于较高水平，未来可能通过让利消费者平滑控制毛利率；**人工方面**，随着炒菜机器人应用、人效提升，小菜园单店员工有所减少；此外，折旧摊销、租金等也有望受益于店型优化。

表8：小菜园和绿茶单店模型估算对比

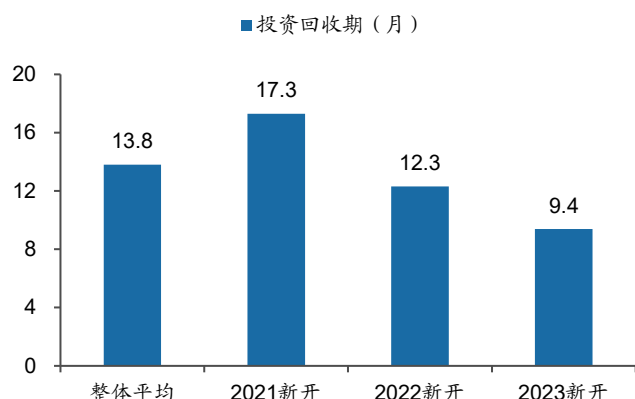
	小菜园 (优化前)	小菜园 (优化后)	绿茶	假设依据	小菜园优化逻辑
面积(平方米)	280	220-240	300-350	范围在后续计算中假设取中值	
坪效(万元/平米)	3.1	3.5	2.9	单店收入/面积	
翻台率(次)	3.2	3.0	3.0	公司招股书/财报披露	
堂食客单价(元)	59.5	57.1	56.2	公司招股书/财报披露	
外卖单均价(元)	71.2	62.9	/	公司招股书/财报披露	
单店收入(万元)	866	811	930	堂食收入+外卖收入	
堂食收入(万元)	533	495	755	按堂食+其他收入除以期初期末门店平均数计算	
外卖收入(万元)	333	316	175	按外卖收入除以期初期末门店平均数计算	
外卖占比	38.5%	39.0%	18.8%	公司招股书/财报披露	
原材料(万元)	279	239	289	绿茶取24年数据，小菜园优化前取24M1-8数据，优化后取25H1数据，下同	集中采购持续释放规模效应，叠加品牌知名度提升，对供应商的议价能力提升、采购价格下降
占比	32.2%	29.5%	31.1%		
人工(万元)	201	174	200	门店层面人工成本，绿茶为招股书披露，门店层面/总部层面分别为21.5%/4.7%，小菜园披露24M1-8门店+总部人工成本为27.7%，假设总部层面为4.5%；25H1人工成本同比优化4.0pct，假设门店层面优化1.8pct至21.4%	新店型对人员进行优化，增加自动化设备使用
单店人数(人)	28	22	26		
人效(万元/人·年)	31	37	36		
占比	23.2%	21.4%	21.5%		
租金(万元)	48	45	72	小菜园为招股书披露，绿茶和小菜园的口径对齐，为使用权资产折旧+其他租金开支+物业管理开支	招商议价能力提升
占比	9.0%	9.0%	9.6%		
折旧摊销(万元)	17	16	43	主要系绿茶单店资本开支高于小菜园	
占比	3.2%	3.2%	5.7%		
水电(万元)	18	15	28	公司招股书/财报披露	
占比	3.3%	3.1%	3.7%		
外卖服务开支(万元)	59	54	30	公司招股书/财报披露	外卖渠道抽点优化
占比	6.8%	6.7%	3.2%		
占外卖收入	17.6%	17.2%	17.0%		
营销推广(万元)	10	16	7	公司招股书/财报披露	增加高铁广告等营销支出，提升品牌知名度
占比	1.2%	2.0%	0.8%		
第三方服务费(万元)			17	小菜园未拆分或无此项费用	
占比			1.8%		
低值耗材(万元)			23	小菜园未拆分或无此项费用	
占比			2.5%		
平台服务费(万元)			16	小菜园未拆分或无此项费用	
占比			1.7%		
其他(万元)	18	16	25	假设小菜园优化后保持不变	
占比	3.3%	3.3%	3.3%		
净利润(万元)	154	177	140		
门店利润率	17.8%	21.8%	15.1%		

数据来源：公司财报，公司招股书，绿茶集团招股书，广发证券发展研究中心

备注：优化前参考招股书 24M1-8 数据进行估算，优化后参考 25H1 数据进行估算

投资回收期健康，持续优化。据公司招股书，小菜园单店资本开支约120-150万元，门店首次收支平衡期约1-2个月，门店平均投资回收期为12-13个月，我们预计店型调整将带动投资回收期改善。**对比同行**，据公司招股书，50-100元大众便民中餐的平均投资回收期通常超18个月。

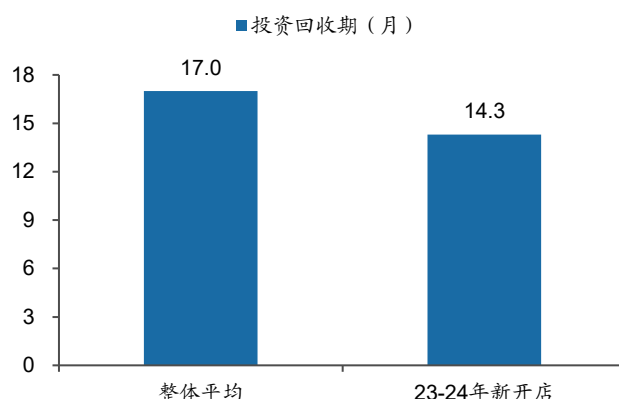
图32: 小菜园门店投资回收期



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

备注: 整体平均是指于往绩记录期间开设及截至24年8月31日运营中的餐厅

图33: 绿茶门店投资回收期



数据来源: 绿茶集团招股书, 广发证券发展研究中心

备注: 整体平均是指于往绩记录期间开设及截至最后实际可行日期(25年4月28日)运营中的餐厅

拓店空间仍广, 测算中期门店有望达到2000-3000家。

据小菜园公众号, 截至25年9月底小菜园全国门店数共750+家, 我们对中期潜在拓店空间做如下假设: (1) 现有市场: 公司招股书中定义为相对优势省市, 包括江苏(每百万人3.2家, 下同)、安徽(2.4家)、上海(3.1家)、浙江(1.1家)、湖北(0.7家)、北京(1.6家)、天津(1.3家)和广东(0.1家), 参考其他客单价相对接近餐饮品牌门店渗透率, 假设江苏、安徽、上海潜在渗透率可达每百万人6家, 浙江、湖北、北京、天津可达每百万人4家, 广东可达每百万人2家; (2) 中国新市场: 公司招股书定义为计划覆盖但尚未覆盖或业务范围有限的省市, 包括山东、河南、河北、江西、陕西、湖南和福建, 假设中期渗透率可达每百万人1家; (3) 中国其他省市: 假设中期渗透率可达每百万人0.5家。

综上假设, 测算小菜园潜在开店空间可达2630家, 若不考虑中国其他省市, 则潜在开店空间为2388家, 较当前的753家仍有较大展店空间。

表9: 小菜园 25-26 年开店计划

单位: 家	25 年	26 年	地区
现有市场	96	111	安徽、北京、广东、湖北、江苏、上海、天津及浙江
中国新市场	63	66	计划覆盖但尚未覆盖或业务范围有限的省份, 包括福建、河北、河南、湖南、江西、陕西及山东
海外新市场	1	3	如中国香港及新加坡
合计	160	180	

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表10：小菜园开店空间测算

省市	常住人口 (百万)	小菜园（目前）		小菜园（潜在空间）		老乡鸡		绿茶		必胜客	
		门店数	渗透率	门店空间	渗透率假设	门店数	渗透率	门店数	渗透率	门店数	渗透率
江苏	85	271	3.2	512	6.0	333	3.9	44	0.5	427	5.0
安徽	61	145	2.4	367	6.0	762	12.4	14	0.2	140	2.3
上海	25	77	3.1	149	6.0	157	6.3	16	0.6	240	9.7
浙江	66	75	1.1	265	4.0	136	2.1	71	1.1	375	5.7
湖北	58	41	0.7	234	4.0	125	2.1	8	0.1	149	2.6
北京	22	36	1.6	87	4.0	40	1.8	46	2.1	230	10.5
天津	14	18	1.3	55	4.0		0.0	4	0.3	92	6.7
广东	127	19	0.1	254	2.0	30	0.2	88	0.7	411	3.2
山东	101	30	0.3	101	1.0			17	0.2	232	2.3
河南	98	17	0.2	98	1.0	20	0.2	17	0.2	116	1.2
河北	74	11	0.1	74	1.0			13	0.2	114	1.5
江西	45	6	0.1	45	1.0	10	0.2	12	0.3	58	1.3
陕西	40	4	0.1	40	1.0			11	0.3	107	2.7
湖南	66	3	0.0	66	1.0			8	0.1	146	2.2
福建	41.8			42	1.0			17	0.4	121	2.9
其他	484			242	0.5			109	0.2	823	1.7
合计	1408	753	0.5	2630	1.9	1613	1.1	495	0.4	3781	2.7

数据来源：小菜园公众号，窄门餐眼，Wind，广发证券发展研究中心

备注 1：常住人口为 24 年数据，渗透率指每百万人口对应门店数，门店数、渗透率单位为家

备注 2：小菜园数据截至 25 年 9 月底，来自小菜园公众号；老乡鸡、绿茶、必胜客数据来自窄门餐眼，统计时间为 2025/10/11，或与公司口径存在差异

四、盈利预测与投资建议

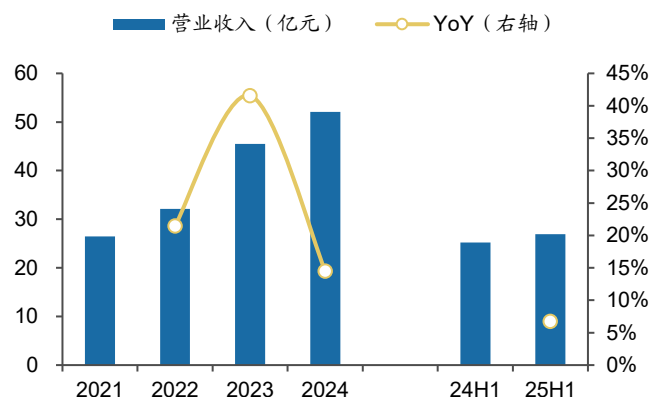
（一）财务分析：收入稳健增长，盈利能力持续改善

门店扩张带动收入快速增长，利润率改善超预期。据公司招股书及财报：

（1）收入端：随着门店快速扩张，2021-2024年公司收入由26.5亿元增至52.1亿元，CAGR为25.3%，25H1收入27.1亿元/YoY+6.5%，主要系拓店节奏影响。

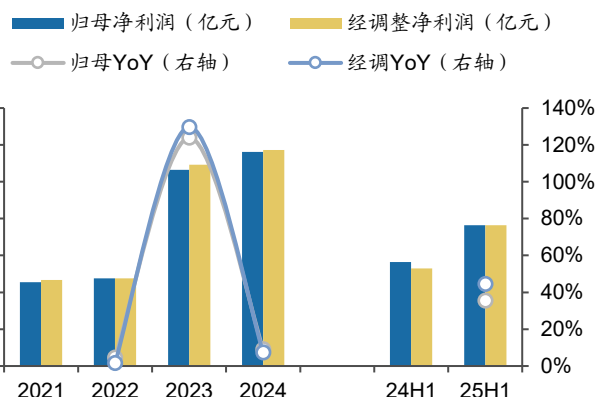
（2）利润端：2021-2024年公司归母净利润由2.3亿元增至5.8亿元，CAGR为36.7%，25H1归母净利润3.8亿元/YoY+35.7%，受益公司门店持续优化、规模效应释放等，公司盈利能力持续改善，25H1归母净利率14.1%/YoY+3.0pct，经调整净利率14.1%/YoY+3.7pct。

图34：小菜园营业收入及增速



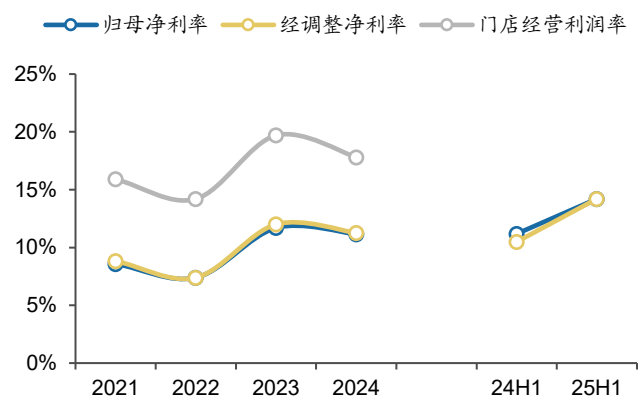
数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

图35：小菜园归母净利润/经调整净利润及增速



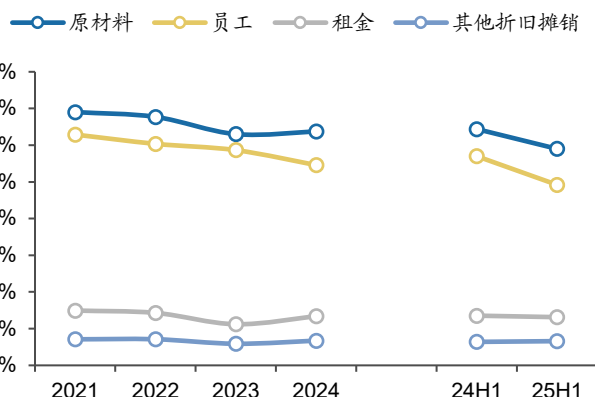
数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

图36：小菜园利润率变动情况



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

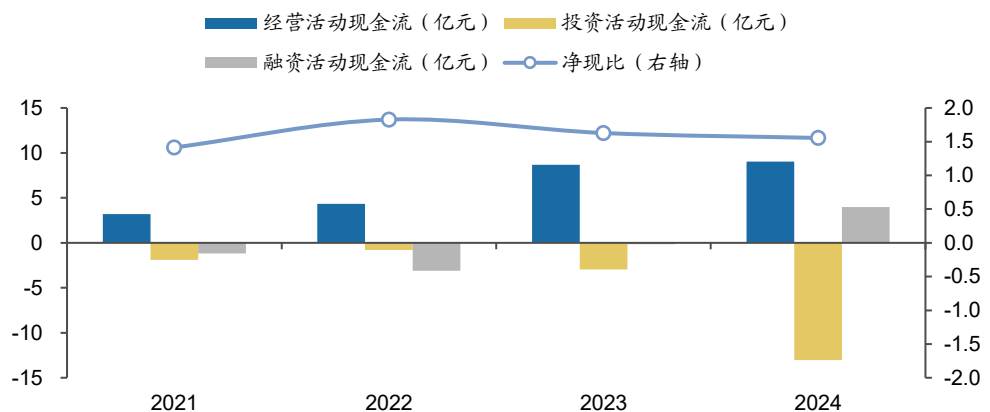
图37：小菜园主要成本费用率变动情况



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

现金流较为健康，有望支撑较高比例分红。据公司招股书及财报，公司21-24年经营性现金流分别为3.2/4.3/8.7/9.0亿元，净现比分别为1.4/1.8/1.6/1.6，现金流较为充沛；公司24年/25H1分别分红3.75/2.50亿元，占归母净利润的65%/65%，公司于25年8月15日公告修订后股息政策，拟分红比例为归母净利润的50%-60%。

图38：公司经营现金流保持健康



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

（二）盈利预测与估值分析

我们对公司各业务发展做如下假设：

门店假设：21-24年小菜园门店数每年分别净增101/44/117/131家，拓店有所提速。据公司招股书，公司计划25-26年分别新开160/180家小菜园门店，25H1小菜园门店数净增5家，预计主要系拓店节奏影响，H2开店或将提速。参考公司拓店计划，考虑小菜园经营稳健、品牌势能稳定，我们预计25-27年期末小菜园门店数分别为801/1003/1173家，对应分别净增134/202/170家。

堂食：25H1小菜园翻台率3.0次，同比持平，在餐饮行业线下客流略有承压背景下表现稳健，假设25-27年翻台率为2.7/2.8/2.8次；25H1小菜园堂食客单价57.1元，同比下降5%，考虑小菜园高性价比定位，假设25-27年堂食人均消费温和下降，分别为56.2/56.1/56.0元。综上假设，预计25-27年堂食收入分别为34.4/42.6/51.6亿元，同比增长8%/24%/21%。

外卖：25H1外卖收入占比39.0%/YoY+2.5pct，但环比24H2的40.4%有所下降，考虑到公司关注堂食、侧重提升堂食体验感，预计外卖占比将有所下降。假设25-27年单店每日外卖单数分别133/134/135单，25H1外卖单均价62.9元，同比下降13%，与堂食客单价趋势类似，假设25-27年外卖单均价温和下降，分别为60.8/60.5/60.2元，则对应外卖收入分别为21.7/26.7/32.3亿元，同比增长8%/23%/21%。

综上，预计25-27年营业收入分别为56.3/69.5/84.1亿元，分别同比增长8%/24%/21%。考虑到公司毛利率已经处于行业较高水平，后续或将通过让利消费者控制毛利率，而其他费用方面，结合我们在上一章分析的优化逻辑，预计各项费用率将有所优化，预计公司25-27年归母净利润分别为7.7/9.6/11.6亿元，同比增长

33%/24%/21%。

表11: 公司主营业务收入拆分及预测

单位: 人民币百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1.堂食							
营业收入	2,235	2,183	3,051	3,192	3,440	4,260	5,157
YoY		-2.3%	39.7%	4.6%	7.8%	23.8%	21.1%
占比	84.5%	67.9%	67.1%	61.3%	61.1%	61.3%	61.3%
期末餐厅数量(家)	375	419	536	667	801	1,003	1,173
净增数(家)	101	44	117	131	134	202	170
翻台率(次)	3.3	2.8	3.2	3.0	2.7	2.8	2.8
堂食人均消费(元)	66.1	65.8	65.2	59.2	56.2	56.1	56.0
2.外卖							
营业收入	410	1,030	1,491	2,005	2,171	2,671	3,234
YoY		151.4%	44.9%	34.4%	8.3%	23.0%	21.1%
占比	15.5%	32.0%	32.8%	38.5%	38.6%	38.4%	38.4%
平均单店每日外卖单数(笔)	41	95	109	132	133	134	135
外卖单均价(元)	85.0	74.5	78.6	69.1	60.8	60.5	60.2
3.其他							
营业收入	1	0	7	14	19	20	21
YoY		-55.9%	1376.1%	94.5%	40.0%	5.0%	5.0%
占比	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
合计							
营业收入	2,646	3,213	4,549	5,210	5,630	6,951	8,412
YoY		21.5%	41.6%	14.5%	8.1%	23.5%	21.0%

数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表12: 公司主要成本费用拆分及预测

单位: 人民币百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
使用原材料及消耗品	913	1,088	1,433	1,661	1,667	2,092	2,574
占收入比重	34.5%	33.9%	31.5%	31.9%	29.6%	30.1%	30.6%
员工成本	832	970	1,334	1,422	1,385	1,706	2,061
占收入比重	31.4%	30.2%	29.3%	27.3%	24.6%	24.6%	24.5%
租金	198	230	255	350	361	439	523
占收入比重	7.5%	7.1%	5.6%	6.7%	6.4%	6.3%	6.2%
其他资产的折旧及摊销	94	114	134	176	184	223	266
占收入比重	3.6%	3.6%	2.9%	3.4%	3.3%	3.2%	3.2%
水电煤开支	74	103	140	172	170	207	246
占收入比重	2.8%	3.2%	3.1%	3.3%	3.0%	3.0%	2.9%
广告及促销开支	8	27	48	63	111	133	157
占收入比重	0.3%	0.8%	1.1%	1.2%	2.0%	1.9%	1.9%
外卖服务开支	74	185	258	355	373	459	556
占收入比重	2.8%	5.8%	5.7%	6.8%	6.6%	6.6%	6.6%
财务成本	24	28	32	41	42	45	46
占收入比重	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
其他开支	131	148	211	273	290	351	416
占收入比重	4.9%	4.6%	4.6%	5.2%	5.2%	5.1%	5.0%

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

选取同属中式休闲餐厅赛道的绿茶集团、九毛九, 以及同为中餐赛道的海底捞为公司可比公司, 盈利预测取Wind一致预期, 当前市值分别对应绿茶集团/九毛九/海底捞25年7/16/15倍PE, 各公司之间估值差异主要受品牌势能、成长阶段及业绩弹性等因素影响, 绿茶集团估值偏低还受流动性因素影响。我们认为小菜园强管理+供应链建设为规模化扩张奠基, 仍处于快速成长期, 拓店驱动业绩成长的确定性相对较高, 同店有望逐步企稳, 且仍有单店优化、经营效率提升逻辑, 给予公司25年20倍

PE，对应合理价值14.44港元/股，给予“买入”评级。（采用即期汇率1港元=0.91人民币）

表 13：可比公司盈利预测与估值（截至 2025 年 10 月 31 日收盘）

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
绿茶集团	06831.HK	36	4.9	6.2	7.8	7	6	5
九毛九	09922.HK	23	1.4	2.2	2.8	16	10	8
海底捞	06862.HK	651	42.9	47.5	52.3	15	14	12

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

五、风险提示

（一）宏观经济波动

餐饮企业发展程度受经济发展水平、国民消费行为影响，若宏观经济波动导致国民收入水平下降、消费力下降、消费预期悲观，将会影响人们去餐厅就餐、尤其是对较高客单价餐厅的需求，从而对公司业绩造成负面影响。

（二）门店扩张及管理优化不及预期

门店扩张是公司收入增长的重要驱动因素，而管理优化则可提升公司门店运行效率，从而带动整体利润率提升，若公司门店扩张及管理优化不及预期，将对公司收入及利润造成负面影响。

（三）市场竞争加剧

餐饮行业是竞争程度较高的红海市场，品牌众多、行业集中度较低，目前行业竞争正逐步从同质化竞争转向差异化竞争，若公司无法在产品、服务等层面实现创新，充分满足消费者需求，公司市占率将有下滑风险。

（四）食品安全风险

食品安全是餐饮行业红线，若发生严重的食品安全问题，一方面会面临相关部门处罚风险，另一方面将使得品牌逐步失去消费者的信任，品牌力、消费者吸引力将大幅下降。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	1,020	2,040	2,319	2,610	2,911
现金及现金等价物	620	617	694	975	1,264
应收账款及票据	34	31	25	24	23
存货	105	110	106	116	129
其他	261	1,283	1,494	1,494	1,494
非流动资产合计	1,320	1,548	1,568	1,658	1,818
固定资产净值	583	699	709	754	834
长期投资	0	0	0	0	0
商誉及无形资产	697	791	801	846	926
其他	40	58	58	58	58
资产总额	2,340	3,588	3,888	4,268	4,729
流动负债合计	661	607	602	602	602
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款及票据	82	57	56	58	61
其他	529	550	547	544	541
非流动负债合计	1,056	616	614	612	610
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,056	616	614	612	610
总负债	1,717	1,222	1,216	1,214	1,211
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	624	2,362	2,671	3,054	3,517
其他	-1	4	0	0	0
归母权益总额	623	2,365	2,672	3,054	3,517
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	623	2,365	2,672	3,054	3,517
负债及股东权益合计	2,340	3,588	3,888	4,268	4,729

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	4,549	5,210	5,630	6,951	8,412
营业成本	1,433	1,661	1,667	2,092	2,574
毛利	3,116	3,549	3,964	4,859	5,838
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	0	0	0	0	0
行政管理费用	0	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	2,379	2,810	2,874	3,519	4,225
营业利润	737	739	1,090	1,340	1,613
利息收入	0	0	13	17	22
利息支出	32	41	42	45	46
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	39	74	37	45	53
除税前利润	744	771	1,098	1,357	1,642
所得税	212	191	324	400	484
合并净利润	532	581	774	957	1,158
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	532	581	774	957	1,158

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	866	903	1,203	1,357	1,539
合并净利润	532	581	774	957	1,158
折旧与摊销	330	432	420	410	400
营运资本变动	36	-47	4	-9	-12
其他非经营性调整	-32	-63	4	0	-7
投资活动现金流净额	-296	-1,302	-616	-457	-509
处置固定资产收益	0	0	37	45	53
资本性支出	-311	-319	-440	-500	-560
投资资产支出	5	-1,010	-212	0	0
其他	10	27	-2	-2	-2
融资活动现金流净额	-14	396	-510	-619	-740
长期债权融资	-236	-276	0	0	0
股权融资	0	780	0	0	0
支付股利	-135	-188	-465	-574	-695
其他	357	80	-45	-45	-46
现金净增加额	557	-3	77	281	289
期初现金余额	63	620	617	694	975
期末现金余额	620	617	694	975	1,264

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	41.6%	14.5%	8.1%	23.5%	21.0%
营业利润增长率	48.4%	0.3%	47.5%	23.0%	20.4%
归母净利润增长率	124.0%	9.1%	33.4%	23.5%	21.1%
获利能力					
毛利率	68.5%	68.1%	70.4%	69.9%	69.4%
净利率	11.7%	11.1%	13.8%	13.8%	13.8%
ROE	85.4%	24.5%	29.0%	31.3%	32.9%
偿债能力					
资产负债率	73.4%	34.1%	31.3%	28.4%	25.6%
有息负债率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	3.4	3.9	4.3	4.8
利息保障倍数	24.6	19.8	27.0	31.0	36.5
营运能力					
应收账款周转天数	2.4	2.2	1.6	1.3	1.0
存货周转天数	23.8	23.2	23.0	20.0	18.0
应付账款周转天数	18.4	15.0	12.0	10.0	8.5
每股指标					
每股收益	-	0.49	0.66	0.81	0.98
每股净资产	-	2.01	2.27	2.60	2.99
每股经营现金流	-	0.77	1.02	1.15	1.31
估值比率					
PE	-	16.9	15.5	12.6	10.4
PB	-	4.1	4.5	3.9	3.4
EV/EBITDA	-	7.4	7.3	6.2	5.2

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）在过去12个月内与蜜雪集团(02097)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。