



Research and  
Development Center

# 大众便民中餐龙头，高质价比&快速扩张

—小菜园(0999.HK)公司深度报告

2025年12月11日

范欣悦 商社行业首席分析师 | 陆亚宁 商社行业分析师  
S1500521080001 | S1500525030003  
fanxinyue@cindasc.com | luyanling@cindasc.com



## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司深度报告

小菜园(0999.HK)

投资评级 买入

上次评级

## 大众便民中餐龙头，高质价比&amp;快速拓店

2025年12月11日

## 本期内容提要：

- ◆ **公司是我国大众便民中式餐饮的领导者。**公司以“小菜园”为主要品牌，致力于提供“好吃不贵”的就餐体验，同时还拥有“菜手”“观邸”“复兴楼”等5个品牌。截至25年6月末，拥有672家“小菜园”门店。根据Frost&Sullivan，按23年的门店收入统计，“小菜园”在客单价50~100元的中国大众便民中式餐饮市场的所有品牌中排名第一，市场份额0.2%。
- ◆ **门店快速扩张，单店模型优异，开店空间广阔。**23年开始，进入快速开店周期，每年拓店超过100家，根据公司官方公众号，截至25年11月末，全国直营门店（含待开业）816家。公司计划到26年底“小菜园”门店达到约1000家。新开门店在现金流层面表现优异，对于新开“小菜园”门店，首次收支平衡期一般为1~2个月；截至24年8月末已经收回投资的门店的平均投资回收期约为13.8个月。门店利润表端表现亦靓丽，21/22/23/24年前8个月门店OPM为15.9%/14.2%/19.7%/17.8%，根据我们的假设和测算，门店OPM有望达到20%以上。
- ◆ **自建完善的“集中采购+中央厨房+全冷链仓储物流+数字化管理”供应链体系。**在安徽建有中央厨房，使门店员工在劳动密集型工序上减少时间和精力，可以使用净菜更快地制作菜品，进一步提升后厨标准化水平和门店的运营效率及盈利能力。公司已开始在马鞍山建设新中央厨房。自建全冷链仓储物流供应链体系，实现全部门店精准日配送，保证运营所用食材的新鲜度。目前已实现绝大部分食材的集中采购，叠加庞大的采购量和竞争性报价机制，议价能力强，原材料及消耗品/收入从21年的34.5%降至25H1的29.5%。
- ◆ **前厅-后厨-扩张均实现标准化运营。**不断完善标准化的管理和运营模式，涵盖菜品标准化、服务标准化、供应链一体化、培训常态化、食品安全及质量控制标准化和拓店标准化等各个方面，助力公司快速扩张和降本增效。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司是大众便民中式餐饮领导者，致力于提供“好吃不贵”的消费体验，契合当下消费者对于质价比的追求。公司处在快速拓店阶段，即使在同店销售下行（主要是人均消费下行）的背景下，有望带动收入稳步增长。而公司完善的供应链体系及优化的单店模型有望带来运营效率的提升。我们预计25~27年EPS为0.65/0.79/0.94元/股，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价为13.02港币。
- ◆ **风险提示：**宏观经济对餐饮行业的影响，食品安全风险，新店拓展不及预期，同店销售显著下滑的风险。

| 重要财务指标        | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 4,549 | 5,210 | 6,024 | 7,362 | 8,913 |
| 增长率 YoY %     | 41.6  | 14.5  | 15.6  | 22.2  | 21.1  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 532   | 581   | 768   | 930   | 1,111 |
| 增长率 YoY %     | 124.0 | 9.1   | 32.3  | 21.0  | 19.6  |
| 净资产收益率ROE%    | 85    | 25    | 29    | 31    | 33    |
| EPS(摊薄)(元)    | 0.53  | 0.56  | 0.65  | 0.79  | 0.94  |
| 市盈率 P/E(倍)    | /     | 16    | 13    | 11    | 9     |
| 市净率 P/B(倍)    | /     | 4     | 4     | 3     | 3     |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2025年12月10日收盘价；汇率使用1港币=0.91元人民币。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

|   |    |
|---|----|
| 小菜园：大众便民中式餐饮领导者 .....                     | 6  |
| 业务分析：菜品精简&好吃不贵，“到店+到家”全场景覆盖 .....         | 7  |
| 竞争优势：供应链体系完善&标准化运营，助力快速拓店 .....           | 10 |
| 门店快速扩张，单店模型优异，开店空间广阔 .....                | 10 |
| 自建完善的“集中采购+中央厨房+全冷链仓储物流+数字化管理”供应链体系 ..... | 13 |
| 前厅-后厨-扩张均实现标准化运营 .....                    | 15 |
| 打磨社区餐饮新门店模型 .....                         | 16 |
| 财务分析：拓店带动增长，人均消费下滑 .....                  | 17 |
| 餐饮行业：增速好于消费大盘，人均消费承压 .....                | 21 |
| 城镇化&家庭结构变迁，餐饮行业好于消费大盘 .....               | 21 |
| 连锁化率不断提升，下沉市场拓店空间广 .....                  | 22 |
| 客单价承压，消费者追求质价比 .....                      | 24 |
| 盈利预测与投资评级 .....                           | 25 |
| 风险提示 .....                                | 27 |

## 表目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1：公司执行董事和高级管理层履历 .....     | 7  |
| 表 2：公司直营门店按城市线级划分 .....      | 10 |
| 表 3：“小菜园”门店单店模型 .....        | 12 |
| 表 4：“小菜园”门店 OPM 的敏感性分析 ..... | 12 |
| 表 5：“小菜园”门店开店空间测算 .....      | 13 |
| 表 6：社区餐饮门店的特点 .....          | 16 |
| 表 7：堂食顾客人均消费 .....           | 17 |
| 表 8：堂食翻台率 .....              | 18 |
| 表 9：同店销售额及翻台率变化趋势 .....      | 19 |
| 表 10：公司收入结构拆分 .....          | 20 |
| 表 11：收入预测 .....              | 26 |
| 表 12：可比公司估值 .....            | 27 |

## 图目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1：公司历史沿革 .....              | 6  |
| 图 2：公司股权结构 .....              | 6  |
| 图 3：“小菜园”招牌菜 .....            | 8  |
| 图 4：“小菜园”门店外部装修 .....         | 8  |
| 图 5：“小菜园”门店内部装修 .....         | 8  |
| 图 6：公司外卖收入占比提升 .....          | 9  |
| 图 7：小菜园商城的新零售业务 .....         | 9  |
| 图 8：公司直营门店数量 .....            | 10 |
| 图 9：“小菜园”全国直营门店分布图 .....      | 10 |
| 图 10：“小菜园”门店的平均投资回收期 .....    | 11 |
| 图 11：“小菜园”门店层面经营利润率 .....     | 11 |
| 图 12：当前中央厨房两大主要功能 .....       | 14 |
| 图 13：自建物流运输车队的车辆数量 .....      | 14 |
| 图 14：公司供应链体系 .....            | 15 |
| 图 15：原材料级消耗品成本占收入比重 .....     | 15 |
| 图 16：存货周转天数从 22 年开始逐年缩短 ..... | 15 |
| 图 17：公司标准化运营体系 .....          | 16 |
| 图 18：“菜手”门店部分单人套餐 .....       | 17 |
| 图 19：外卖订单数量及同比增速 .....        | 18 |
| 图 20：外卖单均消费及同比增速 .....        | 18 |
| 图 21：经调整净利润及同比增速 .....        | 21 |
| 图 22：经调整净利率 .....             | 21 |
| 图 23：我国城镇化率不断提升 .....         | 21 |
| 图 24：城镇和农村居民的收入与支出情况 .....    | 21 |
| 图 25：我国平均家庭户规模 .....          | 22 |
| 图 26：我国一人户占家庭户比重 .....        | 22 |
| 图 27：近年我国餐饮收入同比增速优于社零总额 ..... | 22 |
| 图 28：我国连锁餐饮门店数计同比增速 .....     | 23 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 29: 我国连锁餐饮营业额及同比增速 .....       | 23 |
| 图 30: 我国大陆餐饮连锁化率水平 (以收入计) .....  | 23 |
| 图 31: 我国餐饮连锁化率水平 (以店数计) .....    | 23 |
| 图 32: 不同城市线级的餐饮连锁化率水平 .....      | 24 |
| 图 33: 24 年美团平台堂食单价同比下滑 .....     | 24 |
| 图 34: 不同客单价定位的餐饮商户的调价选择 .....    | 24 |
| 图 35: 消费者的餐饮消费习惯 .....           | 25 |
| 图 36: 2025 年消费者选择正餐餐厅关注的因素 ..... | 25 |
| 图 37: 中式餐饮市场中大众便民占主导 .....       | 25 |
| 图 38: 大众便民中式餐饮市场规模拆分 .....       | 25 |



## 投资聚焦

### 报告亮点:

深入阐述公司在门店运营、供应链体系和标准化管理等方面的竞争优势。测算公司单店模型，并考虑到公司主动降价的动作，进行敏感性分析。深入分析餐饮行业的人均消费承压的现状，用以支撑大众便民中式餐饮增长的逻辑。

### 投资逻辑:

**公司是我国大众便民中式餐饮的领导者。**公司成立于 2013 年，以“小菜园”为主要品牌，致力于提供“好吃不贵”的就餐体验，同时还拥有“菜手”“观邸”“复兴楼”等 5 个品牌。所有门店均为直营，截至 25 年 6 月末，拥有 672 家“小菜园”门店。根据 Frost&Sullivan，按 23 年的门店收入统计，“小菜园”在客单价 50~100 元的中国大众便民中式餐饮市场的所有品牌中排名第一，市场份额 0.2%。

**门店快速扩张，单店模型优异，开店空间广阔。**23 年开始，进入快速开店周期，每年拓店超过 100 家，根据公司官方公众号，截至 25 年 11 月末，全国直营门店（含待开业）816 家。公司计划到 26 年底“小菜园”门店达到约 1000 家。新开门店在现金流层面表现优异，对于新开“小菜园”门店，首次收支平衡期一般为 1~2 个月；截至 24 年 8 月末已经收回投资的门店的平均投资回收期约为 13.8 个月。门店利润表端表现亦靓丽，21/22/23/24 年前 8 个月门店 OPM 为 15.9%/14.2%/19.7%/17.8%，根据我们的假设和测算，门店 OPM 有望达到 20% 以上。

**自建完善的“集中采购+中央厨房+全冷链仓储物流+数字化管理”供应链体系。**在安徽建有中央厨房，使门店员工在劳动密集型工序上减少时间和精力，可以使用净菜更快地制作菜品，进一步提升后厨标准化水平和门店的运营效率及盈利能力，并计划在马鞍山建立新中央厨房。自建全冷链仓储物流供应链体系，实现全部门店精准日配送，保证运营所用食材的新鲜度。目前已实现绝大部分食材的集中采购，叠加庞大的采购量和竞争性报价机制，议价能力强，原材料及消耗品/收入从 21 年的 34.5% 降至 25H1 的 29.5%。

**前厅-后厨-扩张均实现标准化运营。**不断完善标准化的管理和运营模式，涵盖菜品标准化、服务标准化、供应链一体化、培训常态化、食品安全及质量控制标准化和拓店标准化等各个方面，助力公司快速扩张和降本增效。

**打磨社区餐饮新门店模型。**公司在 23 年 10 月左右开始探索社区餐饮，推出品牌“菜手”，于 24 年 5 月和 24 年 7 月由于所在商业区客流不及预期关闭 2 家“菜手”门店，截至 25 年 12 月 4 日在南京拥有 3 家“菜手”门店。新“菜手”门店的初始投资预计约 100~130 万元。截至 24 年 8 月末已实现首次收支平衡的 2 家“菜手”门店的首次收支平衡期约为 1.5 个月，但于 24 年 8 月末尚未实现投资回收，社区餐饮新模型仍处于打磨阶段。

**餐饮行业：增速好于消费大盘，人均消费承压。**我国消费整体表现疲软的背景下，我国餐饮收入 23 年疫情后迎来强势修复，24 年至今处于增长降速阶段，25 年 1~10 月同增 4.1%，仍高于社零总额 3.3% 的增速。根据美团&中国连锁经营协会《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，24 年用户的人均堂食订单量同增 15.4%，但堂食平均单价同减 10.2%。消费者的餐饮消费习惯发生变化，聚焦质价比和“好吃不贵”，愿意为高品质食材、稳定的菜品口味及良好的用餐体验支付合理/优惠的价格，因此大众便民中式餐饮市场具有旺盛的生命力。

## 小菜园：大众便民中式餐饮领导者

公司是我国大众便民中式餐饮的领导者。公司成立于 2013 年，以“小菜园”为主要品牌，致力于提供“好吃不贵”的就餐体验，同时还拥有“菜手”“观邸”“复兴楼”等 5 个品牌。所有门店均为直营，截至 25 年 6 月末，拥有 672 家“小菜园”门店。根据 Frost&Sullivan，按 23 年的门店收入统计，“小菜园”在客单价 50~100 元的中国大众便民中式餐饮市场的所有品牌中排名第一，市场份额 0.2%。

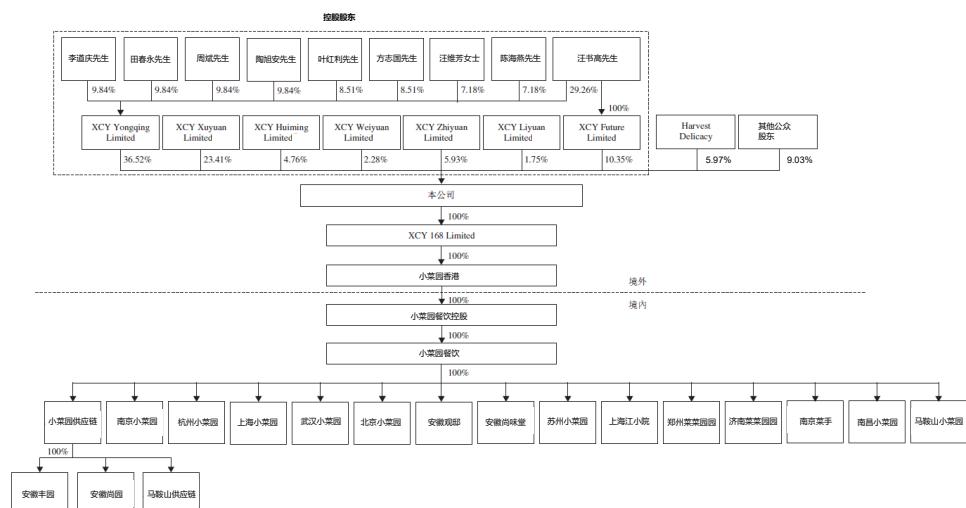
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**创始人为实控人，员工和管理层充分激励。**创始人汪书高先生通过 XCY Future Limited ( 汪先生 100% 持股 ) 和 XCY Yongqing Limited ( 汪先生与其他个人股东订立一致行动协议 ) 直接控制上市公司 46.87% 的投票权，另外，汪先生有权控制员工持股平台铜陵旭园、铜陵慧明、铜陵维园、铜陵志园、铜陵利园的投票权。因此汪先生拥有 85% 的权益，为公司实际控制人。管理层享有股权激励，李道庆先生、田春永先生等均通过 XCY Yongqing Limited 持股。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：截至 2025 年 6 月末

管理层餐饮行业经验丰富。公司董事会及管理层多位成员拥有超过 10 年的餐饮行业从业经历。董事长汪书高先生曾创立铜陵市汪旺美食林、铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司，董事兼区域总经理周斌先生、汪维芳女士、陶旭安先生均在汪先生创业的餐饮公司担任重要职位。

表 1：公司执行董事和高级管理层履历

| 姓名    | 职位             | 角色及职责                                   | 履历   |
|-------|----------------|---|--|
| 汪书高先生 | 董事长、执行董事兼总经理   | 负责整体策略规划、业务发展及主要运营决策，并监督安全中心（食品安全和消防安全） | 餐饮行业拥有超过 20 年经验，曾创立铜陵市汪旺美食林、铜陵市郊区和谐大酒店和铜陵市和谐餐饮有限责任公司。  |
| 李道庆先生 | 执行董事兼副经理       | 负责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         | 曾在马鞍山市花山区 148 法律服务所提供法律服务，担任重庆市渝西钢铁（集团）有限公司的总经理，担任重庆市度玛金属材料有限公司的业务部门总监；23 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。 |
| 田春永先生 | 执行董事兼副经理       | 负责开发及扩展门店                               | 曾在南京秦朝瓦罐餐饮有限公司、南京御秦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。   |
| 周斌先生  | 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          | 餐饮行业拥有逾 15 年经验，曾担任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨。  |
| 汪维芳女士 | 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          | 餐饮行业拥有超过 10 年经验。曾担任铜陵市郊区和谐大酒店的经理，铜陵市和谐餐饮有限责任公司的经理。   |
| 陶旭安先生 | 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          | 餐饮行业拥有超过 10 年经验。曾担任铜陵市汪旺美食林的厨师长，铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨。  |
| 朱正慧女士 | 首席财务官          | 负责整体财务管理                                | 曾在铜陵市郊区财政局陈瑶湖分局担任会计师，曾任职于铜陵如是会计师事务所。   |
| 畲明珠女士 | 董事会秘书兼总经理办公室主任 | 负责融资、投资者关系管理及企业管治相关工作                   | 曾任职于佛山市领航人力资源服务有限公司。   |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 业务分析：菜品精简&好吃不贵，“到店+到家”全场景覆盖

**精简化 SKU，“好吃不贵”。**菜单按季节设计定制，定期更新菜单，一般一家“小菜园”门店每个季节提供 45~50 道菜品，招牌菜包括徽州臭鳜鱼、农家红烧肉、瓦罐汤、石板蒜蓉虾、地锅仔鸡。所有菜品均在门店现场烹饪制作，来保证菜品的质量、口感和“锅气”。菜肴“好吃不贵”，门店堂食顾客的客单价在 50~70 元。24 年，公司对菜品价格调整，让利消费者，24/25H1 堂食人均消费降至 59/57 元。

图 3：“小菜园”招牌菜

**徽州臭鳜鱼**

起源于皖南地区，已有200多年的历史，新鲜经过发酵腌制的徽州臭鳜鱼味道独特，鱼肉洁白成蒜瓣状，入口鲜嫩Q弹。

**农家红烧肉**

选用优质猪肉作为食材，使用文火烧两个多小时。农家红烧肉肉质红亮，肥而不腻，口感咸香微甜，品尝后回味悠长。

**瓦罐汤**

用特制瓦罐烹调鸡、鸭、排骨或筒骨，食材由菜品研发部门和供应链部门从原产地农场严格挑选采购，配以自主研发的秘制配料及饮用水，炖至四小时以上，使汤汁浓香醇厚。

**石板蒜蓉虾**

在烹饪过程中让食材完全吸收特制的虾汁，配上秘制蒜蓉酱，用石板盛装烧制，带来美妙的香气和美味。

**地锅仔鸡**

选用皖南山区散养的仔鸡，并且要饲养90天以上。在严格的烹调过程要求下，肉质鲜美、多汁、嫩滑，深受消费者的喜爱。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**选用优质原材料。**精心遴选供货商，对供货商进行实地考察原料生产基地、并在食材集中采购方面采用标准化的食材评价体系、原材料标准体系等。大米选用黑龙江五常原产地直采的优质五常大米，鸡选用皖南农户山地放养的鸡，虾选用北海海域的虾。农夫山泉、益海嘉里、大湖股份均为公司的战略级供货商。

**门店软硬实力兼修。**在门店装修方面，采用统一的设计和装修风格，融入了中式古建筑的元素（如马头墙）和自然景观的元素，大量运用木制家具及装饰，主打舒适温馨，为消费者提供宾至如归的用餐体验。在服务方面，门店给顾客的三大承诺：所点菜肴超时（承诺25分钟内上桌）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，从上菜速度、菜品口感、食材质量保障顾客消费体验。

图 4：“小菜园”门店外部装修



资料来源：乐活松江公众号，信达证券研发中心

图 5：“小菜园”门店内部装修

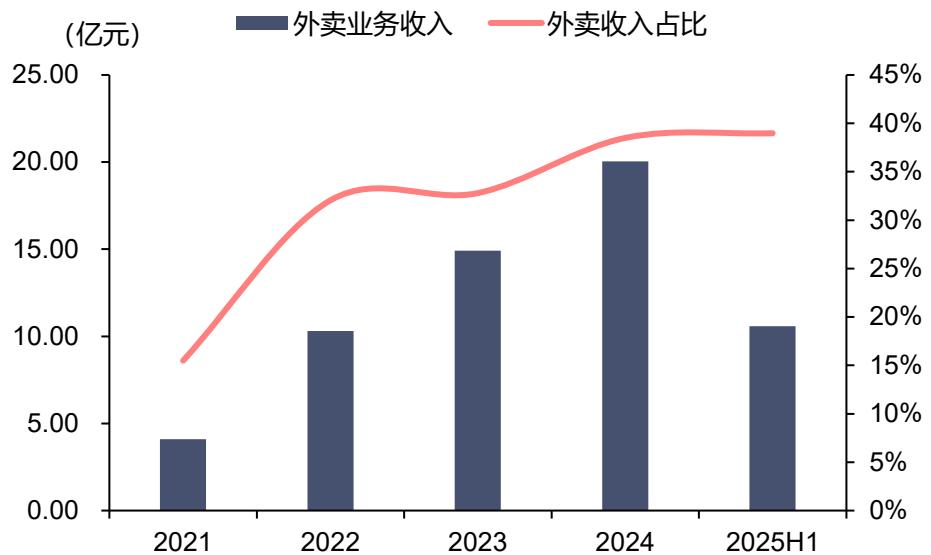


资料来源：乐活松江公众号，信达证券研发中心

**“到店+到家”全场景覆盖。**打造线下堂食为主+在线外卖为辅+线下新零售同步发展的全场景业务布局，在巩固提升堂食业务优势的同时，突破门店堂食在地域和时间上的限制。外卖业务收入快速增长，外卖收入占比从21年的15.5%增至25H1的39.0%，外卖业务积累的

数据可以反哺全产业链。启动新零售业务，依托线下门店网络和供应链管理能力售卖优质健康食材产品。

图 6: 公司外卖收入占比提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7: 小菜园商城的新零售业务



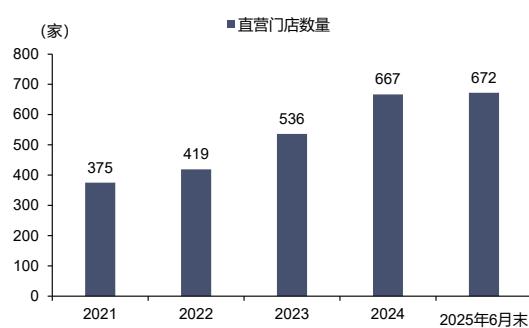
资料来源：小菜园商城小程序，信达证券研发中心

## 竞争优势：供应链体系完善&标准化运营，助力快速拓店

### 门店快速扩张，单店模型优异，开店空间广阔

门店处于快速扩张期。公司所有门店均为直营，23 年开始，进入快速开店周期，每年拓店超过 100 家，截至 25 年 6 月末，全国拥有直营门店 672 家，其中一线/新一线/二线/三线及以下分别为 109/192/80/291 家；根据公司官方公众号，截至 25 年 11 月末，全国直营门店（含待开业）816 家，覆盖 14 个省级行政区的 189 个城市。

图 8：公司直营门店数量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：“小菜园”全国直营门店分布图



资料来源：公司官方公众号，信达证券研发中心

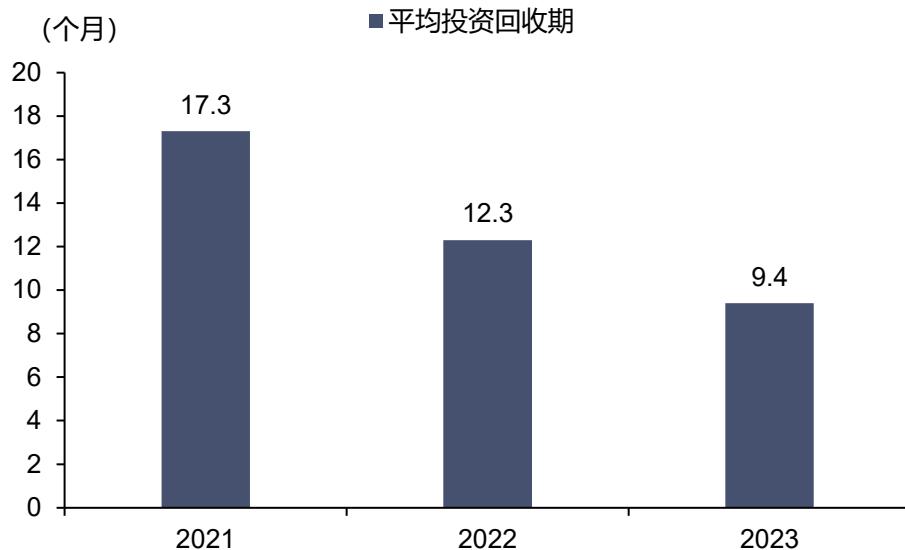
表 2：公司直营门店按城市线级划分

|         | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 年 6 月末 |
|---------|------|------|------|------|-------------|
| 一线城市    | 48   | 55   | 84   | 106  | 109         |
| +/-     |      | 7    | 29   | 22   | 3           |
| 新一线城市   | 92   | 102  | 149  | 189  | 192         |
| +/-     |      | 10   | 47   | 40   | 3           |
| 二线城市    | 44   | 49   | 61   | 81   | 80          |
| +/-     |      | 5    | 12   | 20   | -1          |
| 三线及以下城市 | 191  | 213  | 242  | 291  | 291         |
| +/-     |      | 22   | 29   | 49   | 0           |
| 总计      | 375  | 419  | 536  | 667  | 672         |
| +/-     |      | 44   | 117  | 131  | 5           |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新开门店在现金流层面表现优异。对于新开“小菜园”门店，首次收支平衡期一般为 1~2 个月；21/22/23 年各年开业的门店的平均投资回收期为 17.3/12.3/9.4 个月，截至 24 年 8 月末已经收回投资的门店的平均投资回收期约为 13.8 个月，显著低于 Frost&Sullivan 统计的大众便民中式餐饮市场的平均投资回收期（18 个月）。

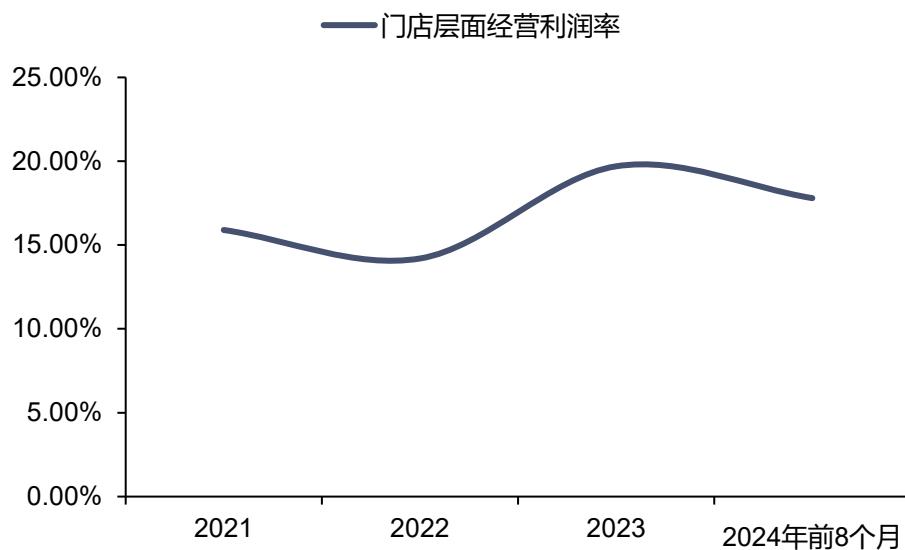
图 10：“小菜园”门店的平均投资回收期



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

门店利润表端表现亦靓丽。21/22/23/24 年前 8 个月门店层面经营利润率 (OPM) 为 15.9%/14.2%/19.7%/17.8%，24 年前 8 个月门店 OPM 下滑主要是基数效应及菜品调价带来的同店销售下滑所致。根据我们的假设和测算，门店 OPM 有望达到 20%以上。另外，由于餐饮人均消费承压，及公司主动调整菜价的动作 (25 年 12 月 1 日招牌菜调价)，我们进行了敏感性分析，当客单价降至 55 元/人，原材料及消耗品成本率提升至 32% 时，门店 OPM 为 17.3%。

图 11：“小菜园”门店层面经营利润率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3: “小菜园”门店单店模型

| 假设         |      |        |
|------------|------|--------|
| 面积         | 220  | 平方米    |
| 单位租金       | 9.5  | 元/平米·天 |
| 装修及固定资产投入  | 100  | 万元     |
| 折旧摊销年限     | 5    | 年      |
| 员工人数       | 22   | 人      |
| 员工平均月工资    | 8000 | 元      |
| 翻台率        | 3    | 次/天    |
| 餐位数量       | 88   | 人      |
| 堂食人均消费     | 57   | 元/人    |
| 外卖单数       | 140  | 单      |
| 外卖客单价      | 60   | 元/单    |
| 原材料及消耗品成本率 | 30%  |        |
| 外卖服务费率     | 18%  |        |
| 水电煤成本率     | 3%   |        |
| 销售费用率      | 1%   |        |
| 其他费用率      | 3%   |        |

门店月利润表

| 科目                       | 金额 (万元) | %收入    |
|--------------------------|---------|--------|
| 收入                       | 70.3    | 100.0% |
| 堂食                       | 45.1    | 64.2%  |
| 外卖                       | 25.2    | 35.8%  |
| 原材料及消耗品成本                | 21.1    | 30.0%  |
| 员工成本                     | 17.6    | 25.0%  |
| 租金成本 (含门店、员工宿舍、仓库租金及物业费) | 6.3     | 8.9%   |
| 折旧摊销                     | 1.7     | 2.4%   |
| 水电煤成本                    | 2.1     | 3.0%   |
| 销售费用                     | 0.7     | 1.0%   |
| 外卖服务费                    | 4.5     | 6.4%   |
| 其他费用                     | 2.1     | 3.0%   |
| 经营净利润                    | 14.2    | 20.2%  |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 4: “小菜园”门店 OPM 的敏感性分析

| 门店 OPM     | 客单价 |       |       |       |       |
|------------|-----|-------|-------|-------|-------|
|            | 53  | 54    | 55    | 56    | 57    |
| 原材料及易耗品成本率 | 34% | 14.2% | 14.8% | 15.3% | 15.8% |
|            | 33% | 15.2% | 15.8% | 16.3% | 16.8% |
|            | 32% | 16.2% | 16.8% | 17.3% | 17.8% |
|            | 31% | 17.2% | 17.8% | 18.3% | 18.8% |
|            | 30% | 18.2% | 18.8% | 19.3% | 19.8% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

超过 1800 家的开店空间。公司计划到 26 年底“小菜园”门店达到约 1000 家。截至 25 年 11 月末，816 家直营门店（含待开业）主要集中在江苏、安徽、上海、浙江等 14 个省份，无论在未覆盖省份新增，还是在已覆盖省份加密，均有较大的开店空间，经过我们的测算，按照不同省份的目标门店密度假设，全国目标门店数量可达 2629 家，仍有 1813 家的开店空间。

表 5：“小菜园”门店开店空间测算

| 省份    | 2024 年末常住人口（万人） | 小菜园门店数量（家） | 当前密度（家/百万人） | 目标密度（家/百万人） | 目标门店数量（家） |
|-------|-----------------|------------|-------------|-------------|-----------|
| 北京    | 2183            | 40         | 1.83        | 5           | 109       |
| 天津    | 1364            | 19         | 1.39        | 3           | 41        |
| 河北    | 7378            | 17         | 0.23        | 3           | 221       |
| 山西    | 3446            |            |             | 1           | 34        |
| 辽宁    | 4155            |            |             | 1           | 42        |
| 吉林    | 2317            |            |             | 1           | 23        |
| 黑龙江   | 3029            |            |             | 1           | 30        |
| 上海    | 2480            | 82         | 3.31        | 5           | 124       |
| 江苏    | 8526            | 278        | 3.26        | 5           | 426       |
| 浙江    | 6670            | 80         | 1.20        | 3           | 200       |
| 安徽    | 6123            | 155        | 2.53        | 5           | 306       |
| 福建    | 4193            |            |             | 1           | 42        |
| 江西    | 4502            | 7          | 0.16        | 1           | 45        |
| 山东    | 10080           | 39         | 0.39        | 3           | 302       |
| 河南    | 9785            | 23         | 0.24        | 1           | 98        |
| 湖北    | 5834            | 43         | 0.74        | 1           | 58        |
| 湖南    | 6539            | 5          | 0.08        | 1           | 65        |
| 广东    | 12780           | 23         | 0.18        | 1           | 128       |
| 广西    | 5013            |            |             | 1           | 50        |
| 海南    | 1048            |            |             | 1           | 10        |
| 重庆    | 3190            |            |             | 1           | 32        |
| 四川    | 8364            |            |             | 1           | 84        |
| 贵州    | 3860            |            |             | 1           | 39        |
| 云南    | 4655            |            |             | 1           | 47        |
| 陕西    | 3953            | 5          | 0.13        | 1           | 40        |
| 甘肃    | 2458            |            |             | 1           | 25        |
| 宁夏    | 729             |            |             | 1           | 7         |
| 总计/平均 | 134655          | 816        | 0.61        | 1.95        | 2629      |

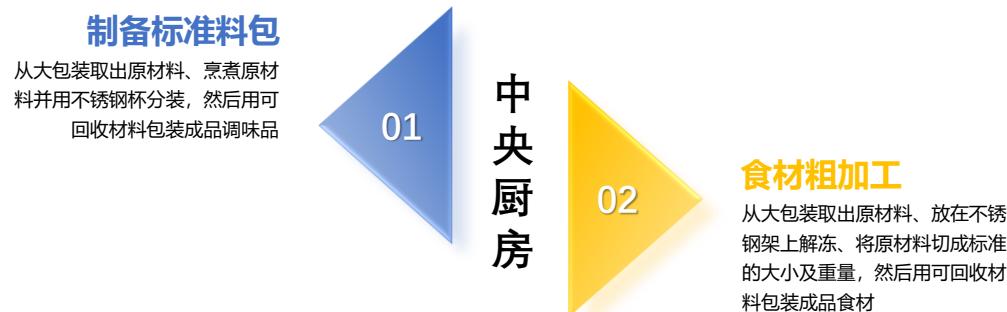
资料来源：iFinD，公司官方公众号，信达证券研发中心

### 自建完善的“集中采购+中央厨房+全冷链仓储物流+数字化管理”供应链体系

**中央厨房实现工业化高效加工。**公司在安徽建有中央厨房，完成食材粗加工和料包的工业化制作。中央厨房使门店员工在劳动密集型工序上减少时间和精力，可以使用净菜更快地制作菜品，进一步提升后厨标准化水平和门店的运营效率及盈利能力。公司已开始在马鞍山建设

新中央厨房，包括生产调味包、速冻制品、酱卤制品、净菜 4 条多功能生产线，支持门店扩张。虽然使用中央厨房，但所有菜品均在门店现场烹饪，来保证菜品质量、口感和“锅气”。

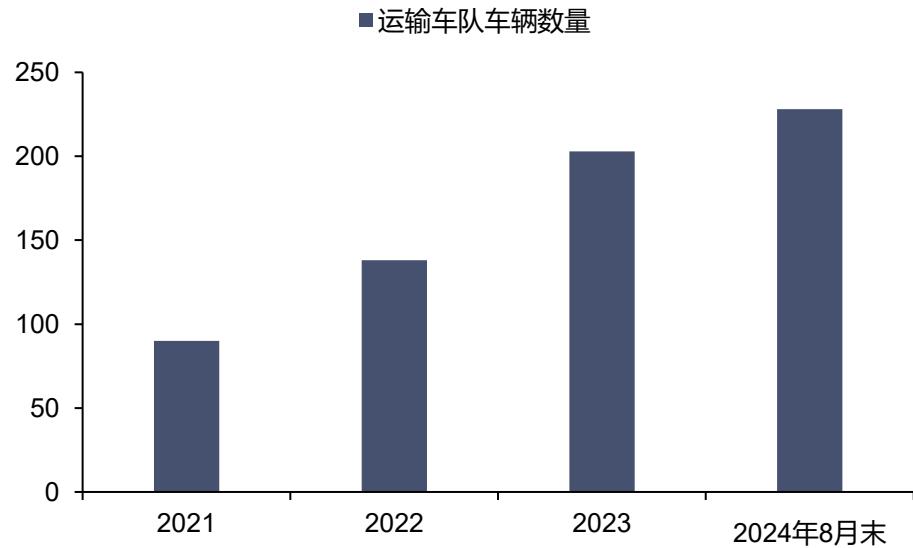
图 12：当前中央厨房两大主要功能



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

自建全冷链仓储物流供应链体系，实现全部门店精准日配送。公司自建全冷链仓储物流供应链体系，目前已在铜陵、南京、南通、无锡、上海等城市建立 14 个分仓。并自建超过 200 辆车的运输车队，在配送的灵活性、精准性和可靠性方面具备优势，一般从中央厨房运送到仓库的平均运输时间为 5~6 个小时，从仓库运送到门店的平均运输时间为 1.5~2 小时。全部门店均可做到精准日配送，保证运营所用食材的新鲜度。

图 13：自建物流运输车队的车辆数量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**数字化管理和监控供应链。**公司当前数字化供应链系统已经实现采购到交货流程的在线管理和监控，未来拟建立数字化全流程品控溯源管理系统。存货周转天数从 23 年的 24.1 天降至 25H1 的 20.7 天。

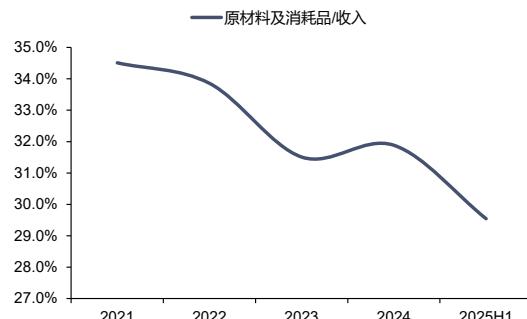
图 14: 公司供应链体系



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

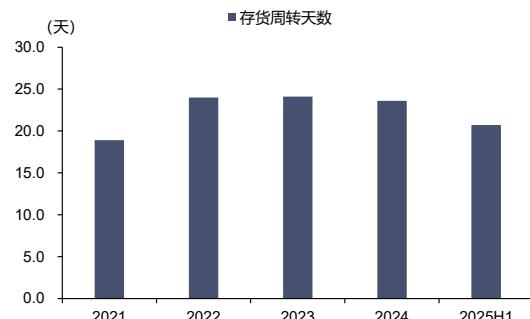
**集中采购和规模效应，成本管控成效显著。**公司拥有专门的供应链部门，目前已实现绝大部分食材的集中采购。公司快速扩张带来庞大的采购量，叠加集中采购和竞争性报价机制，令公司在采购过程中具有较强的议价能力，实现了成本管控和规模经济效益。原材料及消耗品/收入从 21 年的 34.5% 降至 25H1 的 29.5%。

图 15: 原材料级消耗品成本占收入比重



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16: 存货周转天数从 22 年开始逐年缩短



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 前厅-后厨-扩张均实现标准化运营

公司不断完善标准化的管理和运营模式，涵盖菜品标准化、服务标准化、供应链一体化、培训常态化、食品安全及质量控制标准化和拓店标准化等各个方面，助力公司快速扩张和降本增效。在菜品方面，除菜品精简化和食材标准化外，公司设计全面详尽的烹制指引，涵盖从投料配比、烹制工艺到重要岗位操作标准等各个关键元素；并在部分门店试行炒菜机器人，实现操作调味精准、菜品口感稳定。在服务方面，前厅岗位 SOP 既涵盖开餐前每个时间点需要完成的事项，也包括开餐后的迎宾、推荐菜肴、菜品搭配、服务礼仪等。在拓店方面，组建专业的门店开发团队，选址优先考虑人流量密集且安全性高的大型购物中心并与万达、华润万象、吾悦及永旺等领先商业物业运营商建立了长期合作关系；拓店流程在门店选

址、商务谈判、设计装修、法律合规及营销活动等各环节都制定了标准化操作流程。

图 17: 公司标准化运营体系



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 打磨社区餐饮新门店模型

**探索社区餐饮，拓展能力边界。**公司在 23 年 10 月左右开始探索社区餐饮，推出品牌“菜手”，于 24 年 5 月和 24 年 7 月由于所在商业区客流不及预期关闭 2 家“菜手”门店，截至 25 年 12 月 4 日在南京拥有 3 家“菜手”门店。“菜手”门店一般选在住宅区或办公楼附近，门店面积约 150~200 平方米，餐位 60~80 个；餐品定价在 5~30 元，客单价 20~40 元；采用自助服务模式，平均用餐时间约 25 分钟。

表 6：社区餐饮门店的特点

| 特点      | 内容  |
|---------|---|
| 选址      | 住宅区或办公楼附近，门店面积约 150~200 平方米，可容纳 30~40 张餐桌，可同时为 60~80 名消费者提供服务。  |
| 菜品及定价   | 基于消费者日常用餐消费模式的主要特点（即重视性价比+高周转率+高复购率）设计菜品，每项菜品定价 5~30 元，预期每名消费者每餐点 2~3 款菜式，客单价达 20~40 元。                     |
| 送餐流程    | 采用自助服务模式，近乎所有菜品会在用餐高峰时段前预先烹制，以小份菜形式提供并于架上展示，供消费者领取，自助结账柜位可便捷地以手机付费。消费者由进入门店至完成餐点的平均用餐时间约为 25 分钟，提高翻台率。      |
| 运营及人员配置 | 获得公司的供应链体系支持，大部分食材已预先粗加工，送达门店后烹制。厨房配备炒菜机器人及其他智能装置，将人工操作的部分尽量减至最低，计划每家门店 15 名员工。新员工在简短培训后可熟练操作装置，减低对专业厨师的依赖。 |
| 数字化管理   | 得到公司数字化运营及管理系统的支持，进行门店的精细化管理。   |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 18: “菜手”门店部分单人套餐



资料来源: “菜手食堂”小程序, 信达证券研发中心

社区餐饮新门店模型仍处于打磨阶段。公司预计新“菜手”门店的初始投资约 100~130 万元。截至 24 年 8 月末已实现首次收支平衡的 2 家“菜手”门店的首次收支平衡期约为 1.5 个月, 但于 24 年 8 月末尚未实现投资回收, 社区餐饮新模型仍处于打磨阶段。

## 财务分析: 拓店带动增长, 人均消费下滑

**堂食:** 基数效应&菜品调价致人均消费下滑, 翻台率基本企稳。从价来看, 24/25H1 整体堂食人均消费下滑 9.2%/5.5%, 主要是 23 年疫情后高基数效应及公司主动调整菜品价格、让利消费者所致。从量来看, 24 年翻台率下滑, 25H1 基本企稳, 整体翻台率在 3.1%。

表 7: 堂食顾客人均消费

| (单位, 元) | 2021 | 2022  | 2023  | 2024   | 2025H1 |
|---------|------|-------|-------|--------|--------|
| 一线城市    | 69.2 | 68.7  | 66.3  | 61.1   | 58.5   |
| YoY     |      | -0.7% | -3.5% | -7.8%  | -6.7%  |
| 新一线城市   | 68.8 | 69.1  | 67.2  | 59.1   | 56.8   |
| YoY     |      | 0.4%  | -2.7% | -12.1% | -6.0%  |
| 二线城市    | 67.2 | 67.2  | 66.6  | 59.9   | 57.9   |
| YoY     |      | 0.0%  | -0.9% | -10.1% | -4.6%  |
| 三线及以下城市 | 63.7 | 63.1  | 63.4  | 58.4   | 56.5   |
| YoY     |      | -0.9% | 0.5%  | -7.9%  | -4.9%  |
| 整体      | 66.1 | 65.8  | 65.2  | 59.2   | 57.1   |
| YoY     |      | -0.5% | -0.9% | -9.2%  | -5.5%  |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

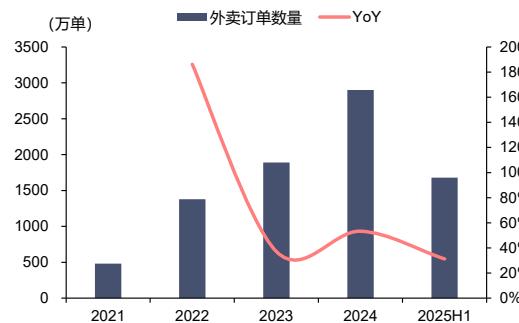
表 8: 堂食翻台率

|         | 2021 | 2022  | 2023 | 2024  | 2025H1 |
|---------|------|-------|------|-------|--------|
| 一线城市    | 3.4  | 2.6   | 3.4  | 3.1   | 3.1    |
| +/-     |      | (0.8) | 0.8  | (0.3) | (0.1)  |
| 新一线城市   | 3.3  | 2.9   | 3.4  | 3.0   | 3.1    |
| +/-     |      | (0.4) | 0.5  | (0.4) | 0.0    |
| 二线城市    | 3.9  | 3.1   | 3.4  | 3.2   | 3.4    |
| +/-     |      | (0.8) | 0.3  | (0.2) | 0.1    |
| 三线及以下城市 | 3.1  | 2.7   | 3.0  | 2.8   | 3.0    |
| +/-     |      | (0.4) | 0.3  | (0.2) | 0.0    |
| 整体      | 3.3  | 2.8   | 3.2  | 3.0   | 3.1    |
| +/-     |      | (0.5) | 0.4  | (0.2) | 0.0    |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

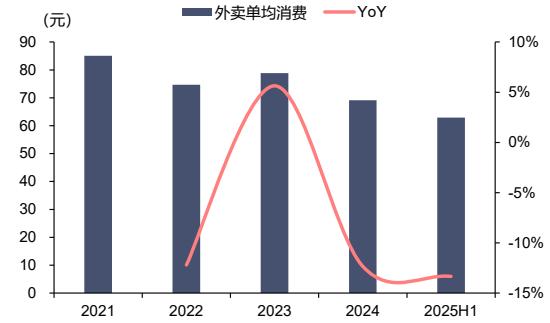
**外卖:** 订单快速增长, 单均消费下滑。从量来看, 24/25H1 外卖订单数量同增 53%/31%, 实现快速增长。从价来看, 单均消费与堂食人均消费呈现相似的趋势, 24/25H1 单均消费下滑 12%/13%。

图 19: 外卖订单数量及同比增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 外卖单均消费及同比增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**同店销售呈下滑趋势, 低线城市好于高线城市。**从同店数据来看, 24/25H1 同店销售额同减 12.1%/7.2%, 我们认为主要原因包括: (1) 消费环境整体比较疲软, (2) 23 年疫情修复带来的高基数效应, (3) 公司主动调整菜品价格, 让利消费者。区分城市线级来看, 低线城市同店销售的下滑幅度小于高线城市。

表 9：同店销售额及翻台率变化趋势

|                  | 2022  | 2023  | 2024   | 2025H1 |
|------------------|-------|-------|--------|--------|
| <b>同店销售额增长</b>   |       |       |        |        |
| 一线城市             | -6.1% | 28.4% | -13.4% | -10.4% |
| 新一线城市            | 5.7%  | 20.9% | -16.0% | -8.7%  |
| 二线城市             | -1.9% | 20.9% | -11.1% | -5.7%  |
| 三线及以下城市          | 0.1%  | 20.0% | -9.4%  | -5.0%  |
| 整体               | 1.2%  | 20.8% | -12.1% | -7.2%  |
| <b>同店日均销售额增长</b> |       |       |        |        |
| 一线城市             | 4.2%  | 11.8% | -13.7% | -10.3% |
| 新一线城市            | 6.9%  | 17.0% | -15.5% | -8.9%  |
| 二线城市             | 2.2%  | 15.8% | -11.0% | -6.1%  |
| 三线及以下城市          | 1.6%  | 16.6% | -10.2% | -5.0%  |
| 整体               | 3.4%  | 16.5% | -12.2% | -7.3%  |
| <b>同店翻台率增减</b>   |       |       |        |        |
| 一线城市             | (0.9) | 0.8   | (0.3)  | (0.2)  |
| 新一线城市            | (0.5) | 0.5   | (0.4)  | (0.1)  |
| 二线城市             | (0.6) | 0.4   | (0.3)  | 0.0    |
| 三线及以下城市          | (0.4) | 0.3   | (0.2)  | (0.2)  |
| 整体               | (0.5) | 0.4   | (0.3)  | (0.1)  |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**堂食收入增长降速，外卖收入迅速崛起。**24/25H1 收入同增 14.5%/6.5%，其中堂食收入同增 4.6%/2.2%，主要是门店数量增加带来的增量部分被同店销售下滑抵消所致；外卖收入同增 34.4%/13.7%，主要是外卖订单量增长驱动。外卖收入占比快速提高，25H1 外卖贡献总收入的 39%。

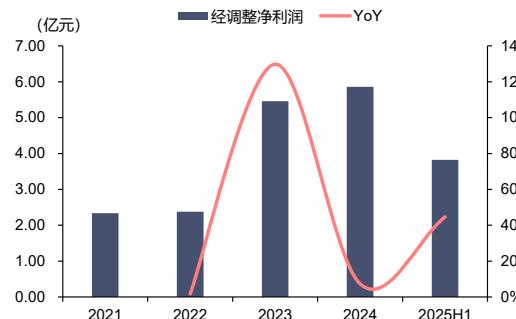


表 10: 公司收入结构拆分

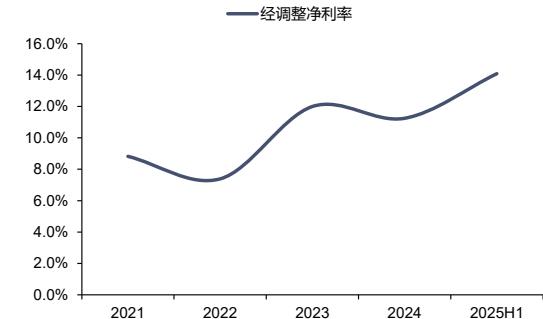
| (收入单位, 亿元)    | 2021  | 2022   | 2023    | 2024  | 2025H1 |
|---------------|-------|--------|---------|-------|--------|
| 总收入           | 26.46 | 32.13  | 45.49   | 52.10 | 27.14  |
| YoY           |       | 21.5%  | 41.6%   | 14.5% | 6.5%   |
| 按业务类型         |       |        |         |       |        |
| 堂食            | 22.35 | 21.83  | 30.51   | 31.92 | 16.47  |
| YoY           |       | -2.3%  | 39.7%   | 4.6%  | 2.2%   |
| 占比            | 84.5% | 67.9%  | 67.1%   | 61.3% | 60.7%  |
| 外卖            | 4.10  | 10.30  | 14.91   | 20.05 | 10.57  |
| YoY           |       | 151.4% | 44.9%   | 34.4% | 13.7%  |
| 占比            | 15.5% | 32.0%  | 32.8%   | 38.5% | 39.0%  |
| 其他            | 0.01  | 0.00   | 0.07    | 0.14  | 0.09   |
| YoY           |       | -55.9% | 1376.1% | 94.5% | 48.2%  |
| 占比            | 0.0%  | 0.0%   | 0.2%    | 0.3%  | 0.3%   |
| “小菜园” 门店按城市线级 |       |        |         |       |        |
| 一线城市          | 3.41  | 4.14   | 7.57    | 9.30  | 4.80   |
| YoY           |       | 21.4%  | 82.8%   | 22.9% | 7.0%   |
| 占比            | 13.1% | 13.0%  | 16.8%   | 18.0% | 17.8%  |
| 新一线城市         | 7.16  | 9.00   | 12.96   | 15.25 | 7.94   |
| YoY           |       | 25.6%  | 44.0%   | 17.7% | 8.3%   |
| 占比            | 27.4% | 28.3%  | 28.8%   | 29.6% | 29.5%  |
| 二线城市          | 3.72  | 4.10   | 5.33    | 6.31  | 3.30   |
| YoY           |       | 10.2%  | 30.0%   | 18.4% | 7.3%   |
| 占比            | 14.2% | 12.9%  | 11.8%   | 12.2% | 12.3%  |
| 三线及以下城市       | 11.83 | 14.51  | 19.22   | 20.72 | 10.87  |
| YoY           |       | 22.7%  | 32.5%   | 7.8%  | 5.4%   |
| 占比            | 45.3% | 45.7%  | 42.6%   | 40.2% | 40.4%  |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

受益于供应链集中采购及门店人员集约，盈利能力显著提升。25H1 经调整净利率同增 3.7pct 至 14.1%，带动经调整净利润大幅增长。拆分来看，主要是原材料及消耗品/收入及员工成本/收入显著降低所致，原材料及消耗品/收入的降低主要受益于供应链集中采购和规模优势带来议价能力的提升，员工成本/收入的降低主要受益于门店模型的优化，如中央厨房、炒菜机器人的使用带来门店人员的集约。

**图 21: 经调整净利润及同比增速**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

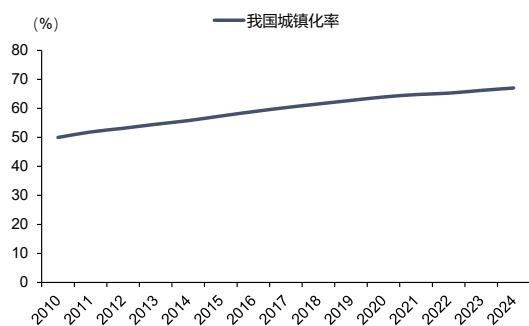
**图 22: 经调整净利率**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 餐饮行业：增速好于消费大盘，人均消费承压

### 城镇化&家庭结构变迁，餐饮行业好于消费大盘

**城镇化率的提升。**我国城镇化率不断提升，从10年的50%增至24年的67%，城市居民的人均可支配收入、人均消费支出较农村居民更高，且工作生活节奏较快，因此更倾向于选择外出就餐和外卖等便捷的就餐方式，城镇化为餐饮消费的扩充提供了人口基数。

**图 23: 我国城镇化率不断提升**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 24: 城镇和农村居民的收入与支出情况**

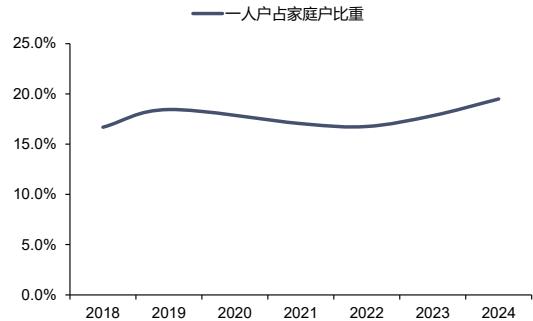

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**家庭结构的变化。**我国家庭户规模从15年的3.1人/户降至23年2.8人/户，意味着家庭结构逐渐从三代同堂的“大家庭”转变为年轻夫妻组成的“小家庭”和“一人户”。大家庭祖父母辈有更多的时间用于烹饪，而小家庭和一人户生活节奏快，下班后烹饪时间有限，因此相比大家庭，小家庭和一人户在家做饭的意愿较低，更加依赖外出就餐或餐饮外卖服务。

**图 25: 我国平均家庭户规模**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

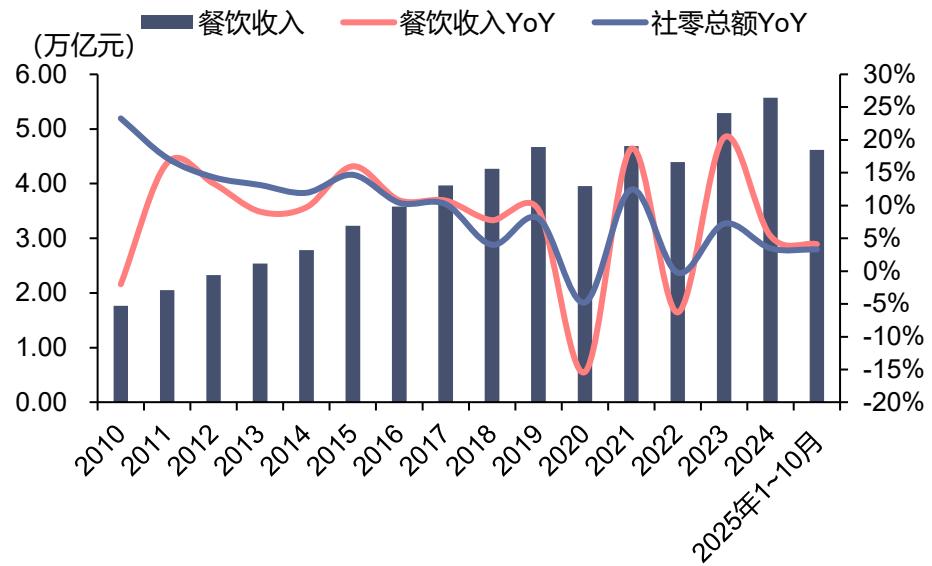
注: 2020 年为人口普查数据, 其余年份为抽样调查数据

**图 26: 我国一人户占家庭户比重**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

注: 为抽样调查数据

餐饮行业增长降速, 但仍好于社零总额。我国消费整体表现疲软的背景下, 从社零数据看, 我国餐饮收入 23 年疫情后迎来强势修复, 24 年至今处于增长降速阶段, 25 年 1~10 月同增 4.1%, 仍高于社零总额 3.3% 的增速。

**图 27: 近年我国餐饮收入同比增速优于社零总额**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

### 连锁化率不断提升, 下沉市场拓店空间广

连锁餐饮快速扩张, 连锁化率不断提升。21 年开始, 连锁餐饮进入快速拓店阶段, 20~24 年连锁餐饮门店数 CAGR 达 18.3%, 特别是 23 年门店数同比增长 36%, 带动餐饮连锁化率不断提升, 无论是以收入计还是门店数计, 24 年我国餐饮连锁化率均达到 23%。连锁餐饮营业额的增长主要由扩张驱动, 24 年门店数同增 13%, 而销售额同增 5%, 意味着平均单店销售额是下滑的。

图 28: 我国连锁餐饮门店数计同比增速



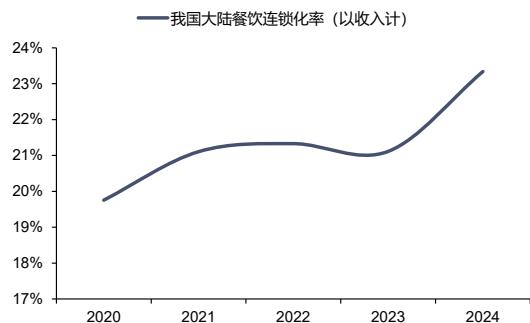
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 29: 我国连锁餐饮营业额及同比增速



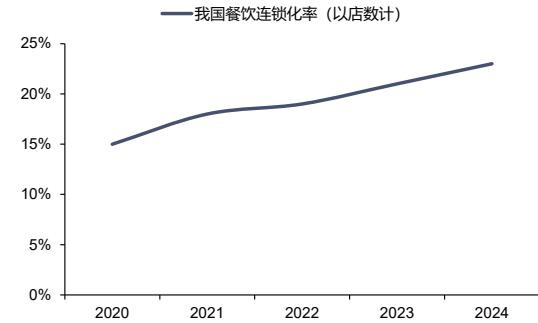
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 30: 我国大陆餐饮连锁化率水平 (以收入计)



资料来源: 绿茶集团公告, 信达证券研发中心

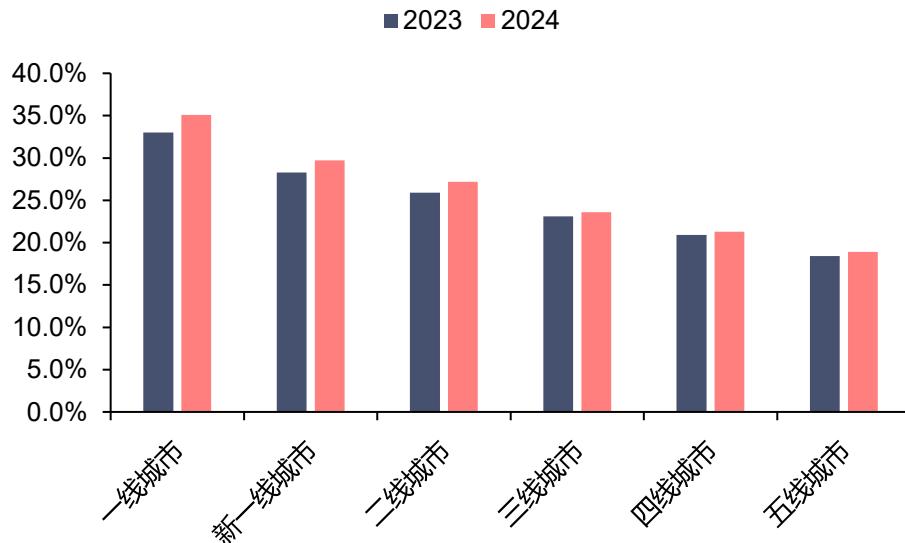
图 31: 我国餐饮连锁化率水平 (以店数计)



资料来源: 美团&amp;中国连锁经营协会《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》, 中国连锁经营协会官方 APP, 信达证券研发中心

下沉市场拓店空间广阔。从城市连锁化率来看, 24 年一线/新一线/二线城市达到 35.1%/29.7%/27.2%, 而三线及以下城市仍不到 25%, 可见对于连锁餐饮, 下沉市场还有较大的拓店空间。而低线城市在租金和人工成本上较高等级城市更具优势, 或更有利于盈利能力的释放。

图 32: 不同城市线级的餐饮连锁化率水平



资料来源：美团&中国连锁经营协会《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，中国连锁经营协会官方 APP，信达证券研发中心

### 客单价承压，消费者追求质价比

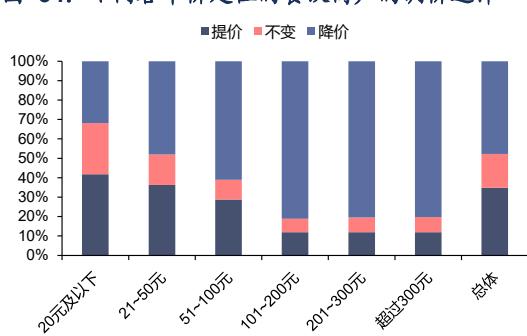
**餐饮客单价承压。**根据美团&中国连锁经营协会《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，24 年用户的人均堂食订单量同增 15.4%，但堂食平均单价同减 10.2%。从供给侧来看，价格的下降，一方面表现为“高出低进”，即新开业商户的价位整体低于关店商户；另一方面，持续经营的餐饮经营者也在主动调低价位，以适应市场变化。根据美团&中国连锁经营协会《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，24 年 47.8% 的持续经营餐饮商户降低了人均价位，其中客单价位于 51~100 元区间的商户中 61.1% 选择降价。

图 33: 24 年美团平台堂食单价同比下滑



资料来源：美团&中国连锁经营协会《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，中国连锁经营协会官方 APP，国家统计局，信达证券研发中心

图 34: 不同客单价定位的餐饮商户的调价选择



资料来源：美团&中国连锁经营协会《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，中国连锁经营协会官方 APP，信达证券研发中心

**消费者追求质价比，倒逼供给侧改革。**消费者的餐饮消费习惯发生变化，并非一味追去极致低价，或因社交和身份认同需要承担高溢价，而是聚焦质价比和“好吃不贵”，愿意为高品质食材、稳定的菜品口味及良好的用餐体验支付合理/优惠的价格，因此大众便民中式餐饮

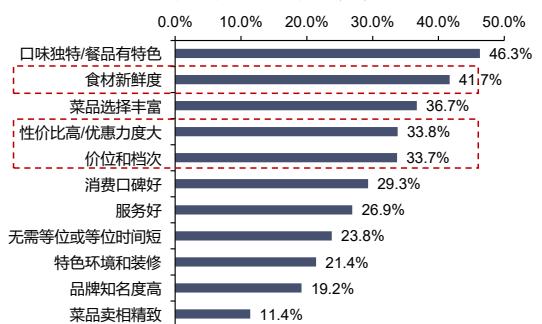
市场具有旺盛的生命力。除了追求质价比，还有消费者愿意为情绪价值支付一定溢价，如“漂亮饭”所代表的造型和摆盘精致，同时也注重即时传播效果与社交价值的餐厅。

图 35: 消费者的餐饮消费习惯



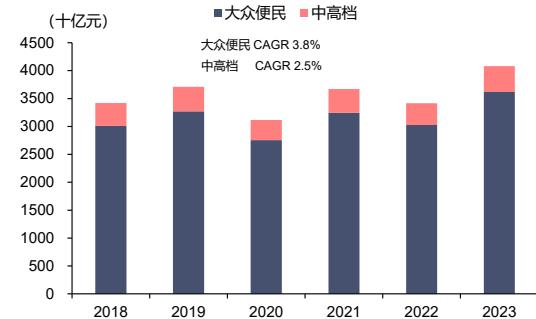
资料来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

图 36: 2025 年消费者选择正餐餐厅关注的因素



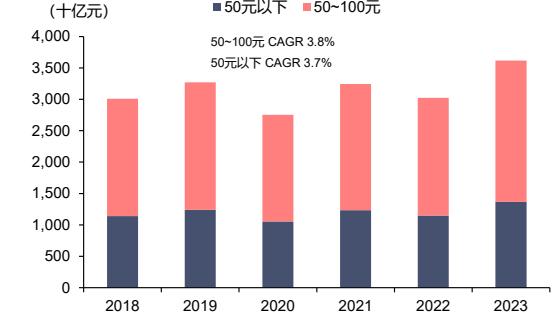
资料来源: 红餐产业研究院, 信达证券研发中心

图 37: 中式餐饮市场中大众便民占主导



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 38: 大众便民中式餐饮市场规模拆分



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 盈利预测与投资评级

**收入:** 25H1 实现收入 27.1 亿元、同增 6.5%，25H1 门店净增数量较少，仅为 5 家，开店主要集中在 25H2，根据公司官方公众号，截至 25 年 11 月末，门店超过 800 家，因此我们预计 H2 的收入增速将显著快于 H1。根据对门店数量，堂食翻台率、人均消费，外卖订单量、单均消费的合理假设，我们估计 25~27 年的收入为 60.2/73.6/89.1 亿元，同增 15.6%/22.2%/21.1%。

### 其中核心假设及依据:

- ✧ **门店数量:** 假设 25~27 年门店数量净增 149/200/180 家，25 年参考截至 11 月末的公司官方公众号门店数据，26 年参考公告 26 年末计划达到 1000 家门店的目标，27 年假设仍维持较快的开店速度。
- ✧ **堂食翻台率:** 考虑到消费环境的疲软，假设 25~27 年堂食翻台率呈小幅下滑趋势。
- ✧ **堂食人均消费:** 考虑到公司有主动调整菜品价格的动作，假设 25~27 年人均消费呈下滑趋势。

表 11：收入预测

|                            | 2021                   | 2022                   | 2023                   | 2024                   | 2025E                  | 2026E                  | 2027E                  |
|----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| <strong>收入 (百万元)</strong>  |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| 堂食业务                       | 2,235                  | 2,183                  | 3,051                  | 3,192                  | 3,611                  | 4,266                  | 5,110                  |
| 外卖业务                       | 410                    | 1,030                  | 1,491                  | 2,005                  | 2,394                  | 3,071                  | 3,773                  |
| 其他                         | 1                      | 0                      | 7                      | 14                     | 19                     | 25                     | 30                     |
| <strong>总计</strong>        | <strong>2,646</strong> | <strong>3,213</strong> | <strong>4,549</strong> | <strong>5,210</strong> | <strong>6,024</strong> | <strong>7,362</strong> | <strong>8,913</strong> |
| <strong>YoY</strong>       |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| 堂食业务                       |                        | -2%                    | 40%                    | 5%                     | 13%                    | 18%                    | 20%                    |
| 外卖业务                       |                        | 151%                   | 45%                    | 34%                    | 19%                    | 28%                    | 23%                    |
| 其他                         |                        | -56%                   | 1376%                  | 95%                    | 40%                    | 30%                    | 20%                    |
| <strong>总计</strong>        |                        | <strong>21%</strong>   | <strong>42%</strong>   | <strong>15%</strong>   | <strong>16%</strong>   | <strong>22%</strong>   | <strong>21%</strong>   |
| <strong>门店数量</strong>      |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| 一线城市                       | 48                     | 55                     | 84                     | 106                    | 131                    | 166                    | 196                    |
| 新一线城市                      | 92                     | 102                    | 149                    | 189                    | 236                    | 291                    | 341                    |
| 二线城市                       | 44                     | 49                     | 61                     | 81                     | 106                    | 141                    | 171                    |
| 三线及以下城市                    | 191                    | 213                    | 242                    | 291                    | 343                    | 418                    | 488                    |
| <strong>总计</strong>        | <strong>375</strong>   | <strong>419</strong>   | <strong>536</strong>   | <strong>667</strong>   | <strong>816</strong>   | <strong>1,016</strong> | <strong>1,196</strong> |
| <strong>堂食</strong>        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| <strong>翻台率 (次/天)</strong> |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| 一线城市                       | 3.4                    | 2.6                    | 3.4                    | 3.1                    | 3.1                    | 3.0                    | 3.0                    |
| 新一线城市                      | 3.3                    | 2.9                    | 3.4                    | 3.0                    | 3.0                    | 2.9                    | 2.9                    |
| 二线城市                       | 3.9                    | 3.1                    | 3.4                    | 3.2                    | 3.2                    | 3.1                    | 3.1                    |
| 三线及以下城市                    | 3.1                    | 2.7                    | 3.0                    | 2.8                    | 2.8                    | 2.8                    | 2.8                    |
| <strong>人均消费 (元)</strong>  |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| 一线城市                       | 69                     | 69                     | 66                     | 61                     | 57                     | 54                     | 53                     |
| 新一线城市                      | 69                     | 69                     | 67                     | 59                     | 56                     | 54                     | 54                     |
| 二线城市                       | 67                     | 67                     | 67                     | 60                     | 58                     | 57                     | 56                     |
| 三线及以下城市                    | 64                     | 63                     | 63                     | 58                     | 57                     | 56                     | 55                     |
| <strong>外卖</strong>        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| 订单数量 (百万单)                 | 5                      | 14                     | 19                     | 29                     | 40                     | 54                     | 70                     |
| 单均消费 (元)                   | 85                     | 75                     | 79                     | 69                     | 60                     | 57                     | 54                     |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**净利润：**25H1 实现归母净利润 3.8 亿元、同增 35.7%。考虑到 H2 新开的门店在 H2 仍处于爬坡期，贡献利润有限；以及随着人均消费的下行，利润率或将被压缩。我们估计 25~27 年归母净利润为 7.7/9.3/11.1 亿元，同增 32%/21%/20%。

**可比公司估值：**选取 3 家港股上市的餐饮行业公司绿茶集团、百胜中国、海底捞作为可比公司，25~27 年可比公司平均估值为 14x/13x/11x，平均 PEG 为 2.9。小菜园 25~27 年估值为 13x/11x/9x，PEG 为 0.7，综合考虑成长性和估值水平，小菜园均具备比较优势。



表 12: 可比公司估值

| 公司   | 股价(港币/股) | EPS  |       |       |       | PE   |       |       |       | PEG |
|------|----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----|
|      |          | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |     |
| 绿茶集团 | 6.16     | 0.65 | 0.73  | 0.92  | 1.15  | 9    | 8     | 6     | 5     | 0.4 |
| 百胜中国 | 364.20   | 2.33 | 2.57  | 2.79  | 3.01  | 20   | 18    | 17    | 16    | 2.0 |
| 海底捞  | 14.10    | 0.87 | 0.77  | 0.85  | 0.94  | 15   | 17    | 15    | 14    | 6.4 |
| 平均   |          |      |       |       |       | 14   | 14    | 13    | 11    | 2.9 |
| 小菜园  | 9.55     | 0.56 | 0.65  | 0.79  | 0.94  | 16   | 13    | 11    | 9     | 0.7 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: EPS 为 Wind 一致预期, 股价为 2025 年 12 月 10 日收盘价。百胜中国的 EPS 为美元/股, 绿茶集团、海底捞的 EPS 为元/股。汇率使用 1 港币=0.91 元人民币, 1 港币=0.1285 美元。

**投资建议:** 公司是大众便民中式餐饮领导者, 致力于提供“好吃不贵”的消费体验, 契合当下消费者对于质价比的追求。公司处在快速拓店阶段, 即使在同店销售下行(主要是人均消费下行)的背景下, 有望带动收入稳步增长。而公司完善的供应链体系及优化的单店模型有望带来运营效率的提升。我们预计 25~27 年 EPS 为 0.65/0.79/0.94 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级; 由于公司 PEG 低于可比公司平均值, 给予 26 年 15 倍 PE, 对应目标价为 13.02 港币。

## 风险提示

**宏观经济对餐饮行业的影响:** 若宏观经济持续下行, 消费需求疲软, 或将影响居民外出就餐的意愿和频次, 以及人均消费。

**食品安全风险:** 若餐饮门店出现食品安全问题, 或将影响餐饮品牌的口碑, 以及所有连锁门店的经营表现。

**新店拓展不及预期:** 若拓店速度不达预期, 或将导致业绩不及预期。

**同店销售显著下滑的风险:** 若同店销售额显著下滑, 或将影响门店层面的盈利能力, 进而影响公司整体业绩不及预期。

| 资产负债表 (百万元)      | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 利润表 (百万元)  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 2,040   | 2,232   | 2,521   | 2,874   | 收入         | 5,210 | 6,024 | 7,362 | 8,913 |
| 现金               | 617     | 770     | 986     | 1,261   | 其他收入       | 43    | 43    | 43    | 44    |
| 应收账款及票据          | 31      | 33      | 37      | 37      | 所用原材料及消耗品  | 1,661 | 1,860 | 2,347 | 2,931 |
| 存货               | 110     | 114     | 124     | 130     | 员工成本       | 1,422 | 1,523 | 1,825 | 2,165 |
| 其他               | 1,283   | 1,315   | 1,375   | 1,445   | 使用权资产折旧及租金 | 350   | 398   | 472   | 553   |
| <b>非流动资产</b>     | 1,548   | 1,633   | 1,736   | 1,827   | 其他资产的折旧及摊销 | 176   | 203   | 233   | 274   |
| 固定资产             | 699     | 733     | 790     | 838     | 水电煤开支      | 172   | 199   | 235   | 285   |
| 无形资产             | 791     | 839     | 885     | 929     | 广告及促销开支    | 63    | 120   | 140   | 160   |
| 其他               | 58      | 61      | 61      | 61      | 外卖服务开支     | 355   | 419   | 531   | 653   |
| <b>资产总计</b>      | 3,588   | 3,866   | 4,257   | 4,701   | 财务成本       | 41    | 40    | 40    | 40    |
| <b>流动负债</b>      | 607     | 646     | 712     | 767     | 除税前利润      | 771   | 1,024 | 1,239 | 1,482 |
| 短期借款             | 0       | 0       | 0       | 0       | 所得税        | 191   | 256   | 310   | 370   |
| 应付账款及票据          | 57      | 62      | 72      | 81      | 归母净利润      | 567   | 768   | 930   | 1,111 |
| 其他               | 550     | 584     | 640     | 686     | EPS (元)    | 0.56  | 0.65  | 0.79  | 0.94  |
| <b>非流动负债</b>     | 616     | 586     | 586     | 586     |            |       |       |       |       |
| 长期债务             | 0       | 0       | 0       | 0       |            |       |       |       |       |
| 其他               | 616     | 586     | 586     | 586     |            |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>      | 1,222   | 1,232   | 1,298   | 1,353   |            |       |       |       |       |
| 普通股股本            | 0       | 0       | 0       | 0       |            |       |       |       |       |
| 储备               | 2,362   | 2,630   | 2,956   | 3,344   |            |       |       |       |       |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 2,365   | 2,634   | 2,959   | 3,348   |            |       |       |       |       |
| 少数股东权益           | 0       | 0       | 0       | 0       |            |       |       |       |       |
| <b>股东权益合计</b>    | 2,365   | 2,634   | 2,959   | 3,348   |            |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b>   | 3,588   | 3,866   | 4,257   | 4,701   |            |       |       |       |       |
| 现金流量表 (百万元)      | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |            |       |       |       |       |
| <b>经营活动现金流</b>   | 903     | 1,236   | 1,462   | 1,712   |            |       |       |       |       |
| 净利润              | 581     | 768     | 930     | 1,111   |            |       |       |       |       |
| 少数股东权益           | 0       | 0       | 0       | 0       |            |       |       |       |       |
| 折旧摊销             | 432     | 158     | 168     | 178     |            |       |       |       |       |
| 营运资金变动及其他        | -110    | 310     | 365     | 423     |            |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b>   | -1,302  | -543    | -602    | -675    |            |       |       |       |       |
| 资本支出             | -319    | -240    | -270    | -270    |            |       |       |       |       |
| 其他投资             | -984    | -303    | -332    | -405    |            |       |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b>   | 396     | -539    | -644    | -762    |            |       |       |       |       |
| 借款增加             | -276    | 0       | 0       | 0       |            |       |       |       |       |
| 普通股增加            | 780     | 0       | 0       | 0       |            |       |       |       |       |
| 已付股利             | -188    | -499    | -604    | -722    |            |       |       |       |       |
| 其他               | 80      | -40     | -40     | -40     |            |       |       |       |       |
| <b>现金净增加额</b>    | -3      | 153     | 215     | 275     |            |       |       |       |       |
| 主要财务比率           | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |            |       |       |       |       |
| <b>成长能力</b>      |         |         |         |         |            |       |       |       |       |
| 营业收入             | 14.52%  | 15.63%  | 22.21%  | 21.06%  |            |       |       |       |       |
| 归属母公司净利润         | 9.13%   | 32.29%  | 21.02%  | 19.55%  |            |       |       |       |       |
| <b>获利能力</b>      |         |         |         |         |            |       |       |       |       |
| 毛利率              | 68.12%  | 69.12%  | 68.12%  | 67.12%  |            |       |       |       |       |
| 销售净利率            | 11.14%  | 12.75%  | 12.63%  | 12.47%  |            |       |       |       |       |
| ROE              | 24.55%  | 29.16%  | 31.41%  | 33.19%  |            |       |       |       |       |
| ROIC             | 25.86%  | 30.30%  | 32.42%  | 34.09%  |            |       |       |       |       |
| <b>偿债能力</b>      |         |         |         |         |            |       |       |       |       |
| 资产负债率            | 34.07%  | 31.86%  | 30.48%  | 28.78%  |            |       |       |       |       |
| 净负债比率            | -26.07% | -29.24% | -33.31% | -37.66% |            |       |       |       |       |
| 流动比率             | 3.36    | 3.46    | 3.54    | 3.75    |            |       |       |       |       |
| 速动比率             | 3.18    | 3.28    | 3.37    | 3.58    |            |       |       |       |       |
| <b>营运能力</b>      |         |         |         |         |            |       |       |       |       |
| 总资产周转率           | 1.76    | 1.62    | 1.81    | 1.99    |            |       |       |       |       |
| 应收账款周转率          | 161.70  | 187.68  | 209.51  | 241.06  |            |       |       |       |       |
| 应付账款周转率          | 23.98   | 31.28   | 35.10   | 38.28   |            |       |       |       |       |
| <b>每股指标 (元)</b>  |         |         |         |         |            |       |       |       |       |
| 每股收益             | 0.56    | 0.65    | 0.79    | 0.94    |            |       |       |       |       |
| 每股经营现金流          | 0.77    | 1.05    | 1.24    | 1.46    |            |       |       |       |       |
| 每股净资产            | 2.01    | 2.24    | 2.52    | 2.85    |            |       |       |       |       |
| <b>估值比率</b>      |         |         |         |         |            |       |       |       |       |
| P/E              | 16      | 13      | 11      | 9       |            |       |       |       |       |
| P/B              | 4       | 4       | 3       | 3       |            |       |       |       |       |

## 研究团队简介

范欣悦，商社行业首席分析师，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名、2023 年获得新浪财经医美行业菁英分析师第一名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 4 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商等赛道。



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级  | 行业投资评级  |
|---|---|---|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；<br><b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%；<br><b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；<br><b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。 | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；<br><b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；<br><b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。 |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。