

# 小菜园(00999.HK)

——大众便民餐饮领头羊，门店扩张正当时

## 投资要点：

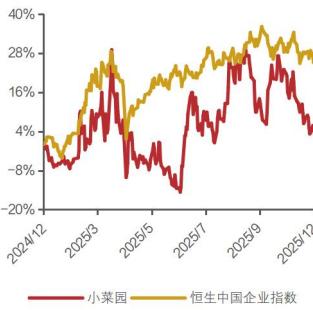
- **小菜园是国内快速发展的大众便民中式餐饮领导者。**小菜园自2013年成立以来，秉持以母亲的味道和亲民的价格，为顾客提供绿色、健康、养生的菜肴，以及优质的服务。2024年年末小菜园于港交所成功上市。小菜园股权绑定核心员工；管理层从业经验丰富，内部培养体系成熟。
- **行业端：大众便民中式餐饮预计未来增速快于中餐市场整体增速；大众便民中式餐饮连锁化率低于中餐平均水平，或存在较大发展潜力。**根据弗若斯特沙利文数据，中国餐饮市场总体规模在2018年至2023年间保持增长，总收入从42716亿元增长至52890亿元，复合年增长率为4.4%。其中，中餐市场占据主导地位，2023年占总餐饮市场的77.1%。根据客单价，中餐市场可进一步划分为大众便民中式餐饮和中高档中餐，其中大众便民中式餐饮市场（客单价低于100元）2023年占中餐市场比重达88.7%，是中餐中的主要构成，2018-2023年大众便民中式餐饮市场CAGR达3.8%，根据弗若斯特沙利文预测，2023年至2028年大众便民中式餐饮市场复合增速将达9.1%，快于中餐市场整体8.7%的增速。2023年，连锁餐厅在中国餐饮市场的渗透率为21.5%，远低于美国的60.1%和日本的52.4%。大众便民中式餐饮市场中，连锁餐厅占比仅为19.2%，根据弗若斯特沙利文预测，预计到2028年将提升至25.5%。
- **品牌力：主打新徽菜；2023年小菜园在中国大众便民中式餐饮市场中，市场份额位列第一。**小菜园坚持现场烹制，为消费者提供健康新鲜的菜品，其菜单按季节设计定制，涵盖了多道广受欢迎的中式家常菜肴，让不同口味偏好的消费者都能找到适合的菜品，且小菜园会定期更新菜单，纳入新菜品和当季特色菜。2025H1小菜园门店堂食顾客人均消费额为57.1元。根据弗若斯特沙利文数据，2023年小菜园在大众便民中式餐饮市场（客单价介于50-100元）中市场份额达0.2%，位列第一。
- **渠道力：收入端主要以堂食收入为主，小菜园线下直营连锁布局，以长三角地区为主，开店空间广阔。**截至2025H1，公司有672家直营小菜园门店，分布上看主要集中在长三角地区。截至2025H1，小菜园堂食业务收入占比61%，外卖业务占比39%，自2021年以来，小菜园外卖收入占比逐步提升，成为拉动公司收入增速的主要来源。小菜园当前开店密度仍低，开店空间广阔。根据窄门餐眼9月数据，小菜园总门店数共699家，其中江苏省门店数264家，为当前小菜园分布最多的省份，以2024年年末江苏省常住人口数计算小菜园开店密度，当前在江苏省开店密度达3.1家/百万人，而对标麦当劳在江苏省的开店密度7.13家/百万人，小菜园不及麦当劳在江苏省密度的一半。在中国内地，麦当劳开店密度为5.36家/百万人，假设远期小菜园开店密度为麦当劳的一半，则开店数可达3769家，中长期看开店空间可观。小菜园首次收支平衡期和投资回收期较短，首次收支平衡期通常约为1-2个月，截至2024年8月底，小菜园门店平均投资回收期约为13.8个月。根据弗若斯特沙利文，2021-2024年8月底，大众便民中式餐饮门店平均投资回收期通常超过18个月。小菜园门店表现较同业整体优异。根据我们测算，预计小菜园单店平均年收入

## 证券分析师

丁一  
SAC: S1350524040003  
dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025年12月12日

收盘价（港元）	9.59
一年内最高/最低（港元）	13.02/7.90
总市值（百万港元）	11287.43
流通市值（百万港元）	11287.43
资产负债率（%）	35.80

资料来源：聚源数据

达 800 万元以上，整体经营利润率有望接近 20%。门店模型较为优异，有望支撑公司后续高速展店。

- **供应链能力：完善供应链建设及数字化能力，持续赋能门店经营。**小菜园已建立全面的供应链体系，下设中央厨房及仓库，且公司拥有一支由 200 多架车辆组成的自建运输车队，以确保向每家门店有效运送物资。小菜园通过自建供应链体系赋能公司以有利的价格采购优质物品，有效地实施成本控制策略，使其能以平价策略为消费者提供菜品，并且随着公司后续规模持续扩张，公司议价能力有望持续体现。此外公司积极打造以数据资产为核心的 IT 体系，以提升运营效率。
- **人才管理：人才培养流程完善，激励政策调动积极性。**小菜园门店的营运由门店关键员工（即店长、副店长、厨师长及副厨师长）共同管理，每家门店一般共有约 28 名门店员工，包括门店关键员工及基层员工。根据公司招股书，现有股东中有 90.4% 乃从门店基层员工成长而来，所有区域经理均为内部培养提拔而来，几乎所有店长及厨师长为内部培养提拔而来。
- **盈利预测与评级：**小菜园拥有优质供应链、精细化考核体系，门店标准化维度表现优异，且门店利润率较高，支撑门店快速拓张，预计未来随着小菜园门店收入的增长带动公司收入逐步走高。我们认为小菜园未来增长空间较大。我们预计公司 25-27 年实现营收 55.57/65.14/74.45 亿元，同比增速分别为 6.66%/17.22%/14.31%，实现归母净利润 7.49/8.92/10.11 亿元，同比增速分别为 29.02%/19.01%/13.43%，当前股价对应 PE 分别为 14/11/10 倍。我们选取同为餐饮公司的百胜中国、海底捞、达势股份作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值为 32.60 倍，考虑到小菜园作为大众便民中式餐饮的领头羊，预计未来随着公司门店逐步拓张，有望支撑公司中长期业绩，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全问题、门店拓展不及预期、宏观增长乏力，餐饮行业增速不及预期风险。

#### 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4549.42	5209.87	5556.86	6513.53	7445.40
同比增长率（%）	41.58%	14.52%	6.66%	17.22%	14.31%
归母净利润（百万元）	532.06	580.62	749.13	891.54	1011.24
同比增长率（%）	123.96%	9.13%	29.02%	19.01%	13.43%
每股收益（元/股）		0.56	0.64	0.76	0.86
ROE（%）	85.39%	24.55%	27.34%	27.99%	27.40%
市盈率（P/E）		14.78	13.65	11.47	10.11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年实现营收 55.57/65.14/74.45 亿元，同比增速分别为 6.66%/17.22%/14.31%，实现归母净利润 7.49/8.92/10.11 亿元，同比增速分别为 29.02%/19.01%/13.43%。我们选取同为餐饮公司的百胜中国、海底捞、达势股份作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值为 32.60 倍，考虑到小菜园作为大众便民中式餐饮的领头羊，预计未来随着公司门店逐步拓张，有望支撑公司中长期业绩。当前股价对应 PE 分别为 14/11/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们认为小菜园未来增长空间较大，预计 2025-2027 年堂食业务收入增速分别为 8.34%/17.01%/14.76%；外卖业务收入增速分别为 3.82%/17.44%/13.41%；其他业务收入增速分别为 30.00%/30.00%/30.00%。

### 投资逻辑要点

小菜园拥有优质供应链、精细化考核体系，门店标准化维度表现优异，且门店利润率较高，支撑门店快速拓张，预计未来随着小菜园门店收入的增长带动公司收入逐步走高。

### 核心风险提示

食品安全问题、门店拓展不及预期、宏观增长乏力，餐饮行业增速不及预期风险。

## 内容目录

---

1. 小菜园——大众便民中式餐饮领导者 .....	6
2. 大众便民中餐连锁化率低于行业平均，或具有较大发展潜力 .....	8
3. 小菜园：平价新徽菜，全国化布局正当时 .....	9
3.1. 定位平价餐饮，为消费者提供“好吃不贵”的就餐体验 .....	10
3.2. 直营连锁布局，线下堂食为主 .....	11
3.3. 完善供应链建设及数字化能力，持续赋能门店经营 .....	14
3.4. 人才培养流程完善，激励政策调动积极性 .....	15
4. 第二曲线打磨进行时 .....	16
5. 盈利预测与评级 .....	16
5.1. 盈利预测 .....	16
5.2. 相对估值 .....	17
6. 风险提示 .....	17

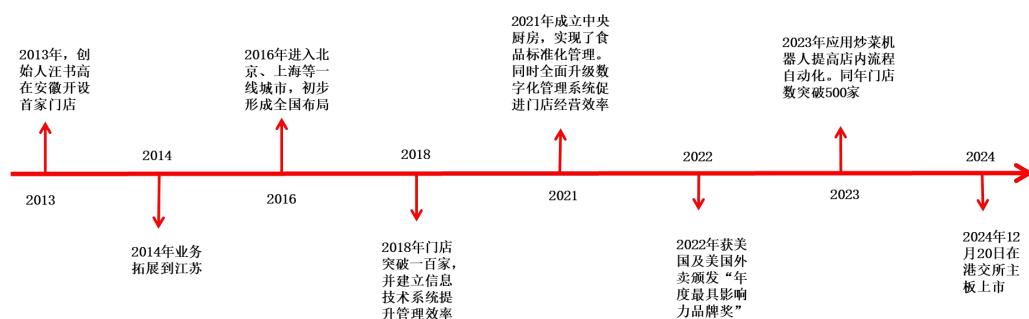
## 图表目录

图表 1: 小菜园历史沿革 .....	6
图表 2: 小菜园股权高度集中(股东持股比例截至 2025H1, 控股或参股公司比例截至 2024 年 12 月) .....	6
图表 3: 管理层从业经验丰富, 多为内部培养晋升 .....	7
图表 4: 2025H1 公司实现收入 27.14 亿元, 同比增长 6.5% .....	8
图表 5: 公司收入以堂食为主 .....	8
图表 6: 小菜园归母净利率呈现上升趋势 .....	8
图表 7: 2025H1 归母净利润达 3.82 亿元, 同比增长 35.7% .....	8
图表 8: 预计大众便民中式餐饮 2023–2028 年市场规模增速快于中式餐饮市场整体增速 .....	9
图表 9: 大众便民中餐连锁餐饮渗透率仍有提升空间 .....	9
图表 10: 小菜园主打新徽菜, 菜单普适化 .....	10
图表 11: 堂食顾客人均消费额, 单位: 元 .....	11
图表 12: 抖音推出多人餐、代金券等产品 .....	11
图表 13: 大众点评套餐以多人套餐为主 .....	11
图表 14: 小菜园门店主要集中在长三角地区 .....	12
图表 15: 小菜园分城市线级的门店分布, 单位: 家 .....	12
图表 16: 2025H1 小菜园翻台率达 3.1 .....	12
图表 17: 2025H1 小菜园外卖业务收入占比 39% .....	12
图表 18: 2025H1 小菜园堂食顾客人均消费额为 57.1 元 .....	13
图表 19: 小菜园 2023 年外卖订单单均消费额为 78.6 元 .....	13
图表 20: 相比麦当劳, 小菜园当前开店密度仍低, 具有较多开店空间 .....	14
图表 21: 小菜园供应链: 中央厨房结合前置仓模式 .....	15
图表 22: 菜手食堂客单价 20–40 元 .....	16
图表 23: 拆分业务收入预测, 单位: 百万元 .....	17
图表 24: 可比公司估值 .....	17

## 1. 小菜园——大众便民中式餐饮领导者

**小菜园是国内快速发展的大众便民中式餐饮领导者。**小菜园自 2013 年成立以来，秉持以母亲的味道和亲民的价格，为顾客提供绿色、健康、养生的菜肴，以及优质的服务。2024 年年末小菜园于港交所成功上市。

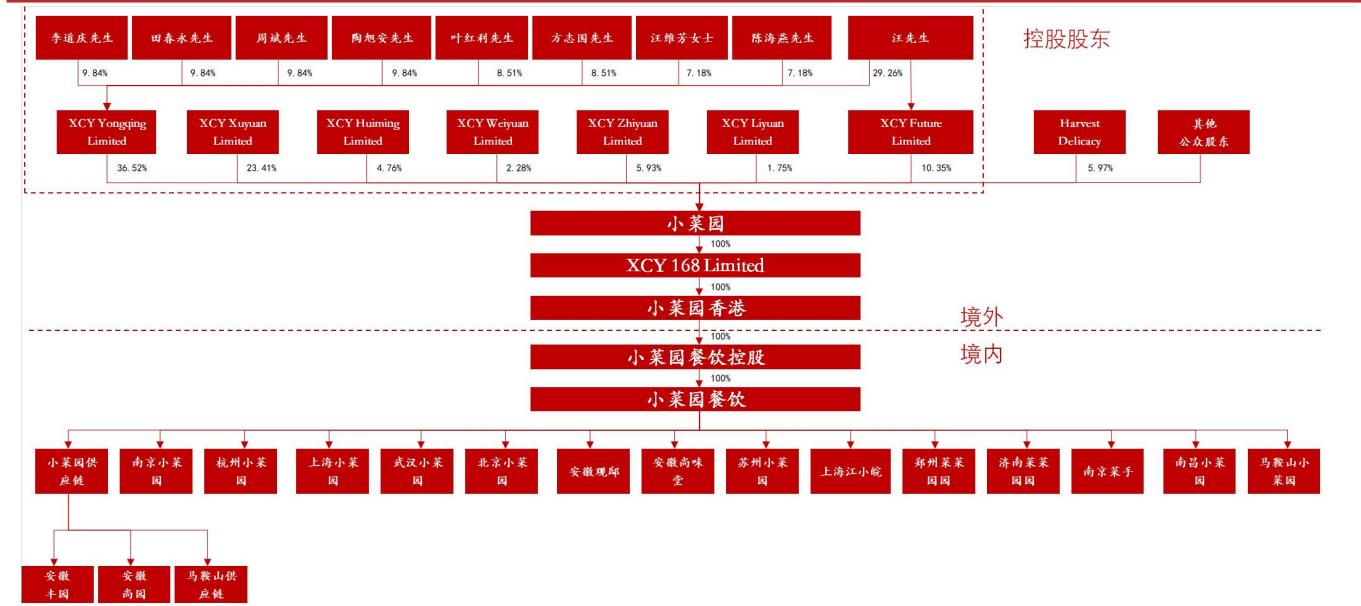
图表 1：小菜园历史沿革



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**小菜园股权高度集中，股权绑定核心员工。**公司实际控制人为公司创始人、董事长、执行董事兼总经理汪书高。公司团队中李道庆先生、田春永先生、周斌先生、陶旭安先生、叶红利先生、方志国先生、汪维芳女士及陈海燕先生分别持有 XCY Yongqing Limited 部分股权。于 2023 年 10 月，汪书高与上述其他个人股东订立一致行动协议。

图表 2：小菜园股权高度集中（股东持股比例截至 2025H1，控股或参股公司比例截至 2024 年 12 月）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**管理层从业经验丰富，内部培养体系成熟。**创始人汪书高先生拥有超过二十年的餐饮行业深厚积淀，在 2013 年创立小菜园并担任董事长之前，他已于 2006 至 2010 年间成功创办

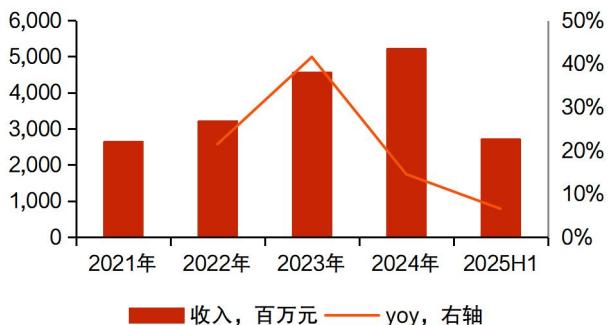
多家酒店与餐饮企业，展现出卓越的创业与经营管理能力。公司的多位管理高层均在其各自分管的业务区域内垂直深耕十余年，管理团队经验丰富。小菜园的高管团队构建坚持以内部培养为主。创始人和核心管理层普遍拥有深厚的餐饮行业背景，他们积累了多年的一线实战和经营管理经验，在此过程中共同塑造了与小菜园发展历程深度契合的企业文化与组织能力。

**图表 3：管理层从业经验丰富，多为内部培养晋升**

姓名	职位	履历
汪书高	董事长、执行董事兼总经理	于餐饮行业拥有超过 20 年经验。在创立集团之前，曾于 2006 年、2007 年和 2010 年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。于 2019 年获安徽省企业经营与管理研究会任命为副会长，于 2020 年获中国商业企业管理协会评为“全国商业优秀企业家”，于 2021 年获安徽省烹饪协会委任为副会长
李道庆	执行董事兼副总经理	曾任职于马鞍山市花山区 148 法律服务所提供法律服务、后担任重庆市渝西钢铁（集团）有限公司的总经理及重庆市度玛金属材料有限公司的业务部门总监。2021 年担任江苏省南京市鼓楼区人民代表大会代表、2023 年担任安徽省餐饮行业协会供应链专业委员会委员。自 2013 年一直担任小菜园餐饮的董事兼副总经理
田春永	执行董事兼副总经理	自 2014 年起一直担任小菜园餐饮的董事兼副总经理。此前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	执行董事兼区域总经理	自 2013 年起一直担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。于餐饮行业拥有逾 15 年经验。此前曾担任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨
汪维芳	执行董事兼区域总经理	自 2013 年起一直担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。于餐饮行业拥有超过 10 年经验。此前任职于铜陵市和谐餐饮有限责任公司经理
陶旭安	执行董事兼区域总经理	自 2013 年起一直担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。于餐饮行业拥有超过 10 年经验。此前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	首席财务官	自 2019 年起一直担任小菜园餐饮的首席财务官。此前曾担任铜陵市郊区财政局陈瑶湖分局会计师
余明珠	董事会秘书兼总经理办公室主任	2015 年加入小菜园。此前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，华源证券研究所

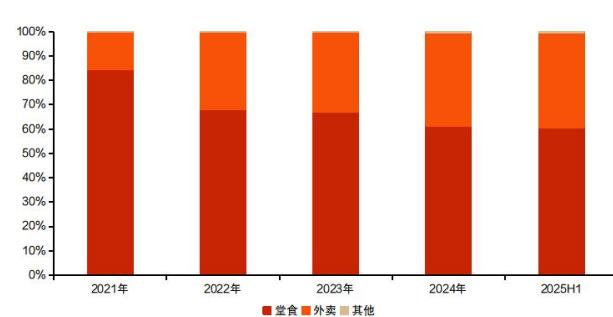
**小菜园收入端稳步上升，规模效应释放，利润端持续改善。**2025H1 公司实现收入 27.14 亿元，同比增长 6.5%，其中小菜园门店贡献收入 26.91 亿元，占总收入 99%。从业务构成看，2025H1 堂食业务收入 16.47 亿元，占总收入 60.7%；外卖业务收入 10.57 亿元，占总收入 39.0%；其他收入 0.09 亿元，占总收入 0.3%。2025H1 归母净利润达 3.82 亿元，同比增长 35.7%，从净利率维度看，2024 年归母净利率达 11.14%，同比下滑 0.6pct，主要系 2024 年小菜园主动下调门店菜单价格及部分新开门店处于爬坡周期影响利润；2025H1 公司归母净利率达 14.09%，规模效应持续释放。

**图表 4: 2025H1 公司实现收入 27.14 亿元, 同比增长 6.5%**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 6: 小菜园归母净利率呈现上升趋势**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 5: 公司收入以堂食为主**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

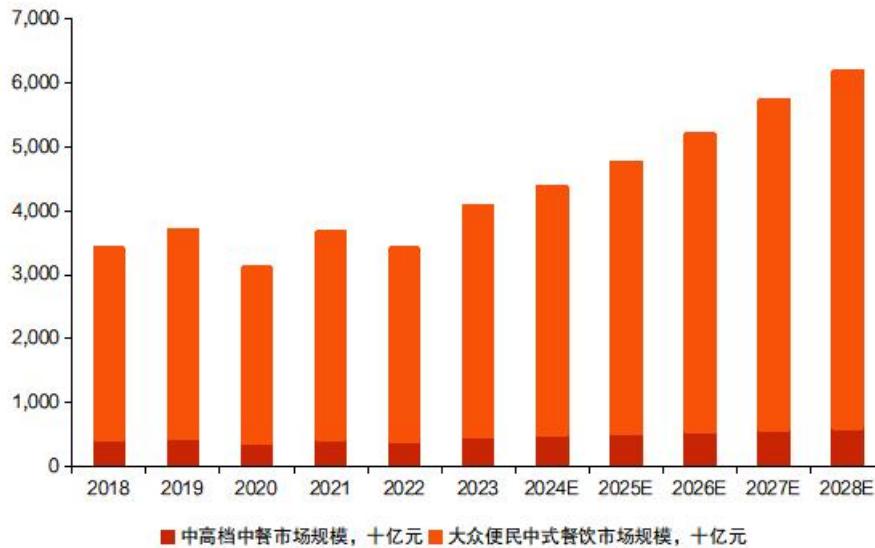
**图表 7: 2025H1 归母净利润达 3.82 亿元, 同比增长 35.7%**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2. 大众便民中餐连锁化率低于行业平均，或具有较大发展潜力

中餐在中国餐饮市场占据主体地位，大众便民中式餐饮预计未来增速快于中餐市场整体增速。根据弗若斯特沙利文数据，中国餐饮市场总体规模在2018年至2023年间保持增长，总收入从42716亿元增长至52890亿元，复合年增长率为4.4%。其中，中餐市场占据主导地位，2023年占总餐饮市场的77.1%。根据客单价，中餐市场可进一步划分为大众便民中式餐饮和中高档中餐，其中大众便民中式餐饮市场（客单价低于100元）2023年占中餐市场比重达88.7%，是中餐中的主要构成，2018-2023年大众便民中式餐饮市场CAGR达3.8%，根据弗若斯特沙利文预测，2023年至2028年大众便民中式餐饮市场复合增速将达9.1%，快于中餐市场整体8.7%的增速。

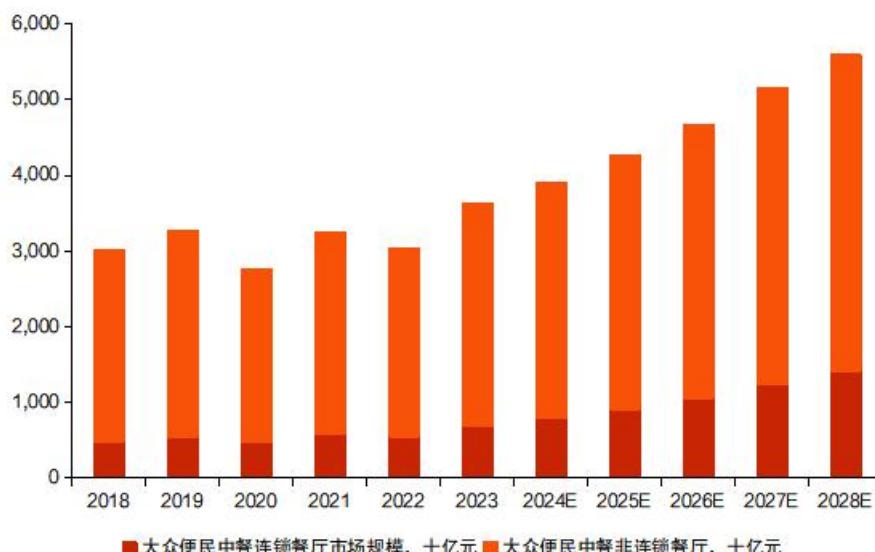
图表 8：预计大众便民中式餐饮 2023–2028 年市场规模增速快于中式餐饮市场整体增速



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

连锁餐饮渗透率仍有提升空间，大众便民中式餐饮连锁化率低于中餐平均水平，或存在较大发展潜力。经济持续发展与城市化进程加速，带动城镇居民尤其是二、三线城市消费者购买力提升，刺激外出就餐需求；同时人口结构亦发生变化，家庭小型化、出生率下降、老龄化加剧等推动便捷餐饮与外卖服务需求增长。在此背景下，连锁化与标准化成为行业核心趋势，餐饮企业通过供应链优化和品牌建设提升渗透率。2023 年，连锁餐厅在中国餐饮市场的渗透率为 21.5%，远低于美国的 60.1% 和日本的 52.4%。大众便民中式餐饮市场中，连锁餐厅占比仅为 19.2%，根据弗若斯特沙利文预测，预计到 2028 年将提升至 25.5%。

图表 9：大众便民中餐连锁餐饮渗透率仍有提升空间



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

### 3. 小菜园：平价新徽菜，全国化布局正当时

### 3.1. 定位平价餐饮，为消费者提供“好吃不贵”的就餐体验

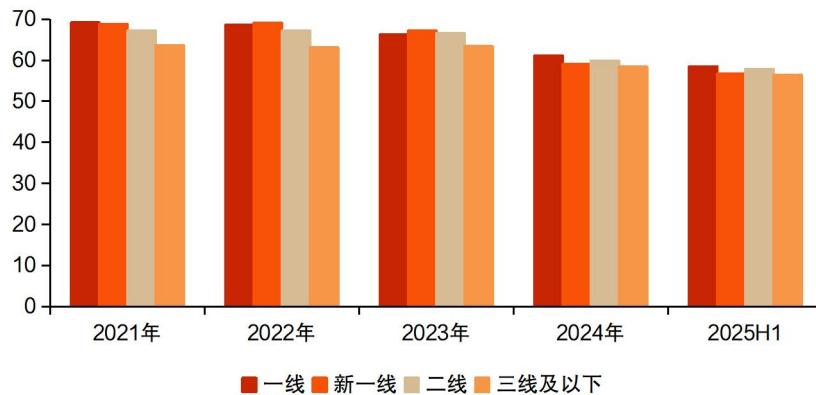
**小菜园主打新徽菜，菜单普适化。**小菜园推出“新徽菜”的概念：即在传承徽菜用料讲究、重视火功、以食养生的基础上，注重健康营养，以少油少盐、少用调味品的烹饪方法，尽可能还原食物天然味道；同时在店面设计装修上，提炼徽派古建筑元素，将徽派建筑风格和如同母亲般的家常味道一并带入餐厅，提升顾客的用餐体验。小菜园坚持现场烹制，为消费者提供健康新鲜的菜品，其菜单按季节设计定制，涵盖了多道广受欢迎的中式家常菜肴，让不同口味偏好的消费者都能找到适合的菜品，且小菜园会定期更新菜单，纳入新菜品和当季特色菜。根据小菜园小程序，以北京丰台槐房万达店为例（截至 2025 年 9 月 23 日），公司菜单 SKU 总量为 58 个，其中炊烟袅袅系列有 16 款 SKU，回味香锅系列有 7 款 SKU，家常小炒类有 5 款 SKU，蒸的健康系列有 3 款 SKU。

图表 10：小菜园主打新徽菜，菜单普适化

类别	菜品名称	价格(元/份)
炒菜-炊烟袅袅	徽州臭鳜鱼	138
	地锅本仔鸡	48
香锅-回味香锅	小炒孜牛柳	58
	香锅肥肠	68
蒸菜-蒸的健康	香锅脆笋丝	39
	剁椒鱼头	68
汤品-原汤原味	清蒸鲈鱼	59
	瓦罐老鸡汤	58
炖菜-文火烹调	农家红烧肉	45
	红烧凤爪	45
家常小炒	海鲜炒粉丝	32
	宫保鸡丁	28
轻享小吃	白灼生菜	18
	情咖鸡翅	49
主食点心	手抓扇子骨(根)	9
	面包诱惑	28
	徽州炒饭	25
	红糖发糕(大)	19
	蒸饺	20

资料来源：小菜园小程序（以北京丰台槐房万达店为例，摘录时间为 2025 年 9 月 23 日），华源证券研究所

**2023 年，小菜园在中国大众便民中式餐饮市场中，市场份额位列第一；2025H1 小菜园堂食顾客人均消费额为 57.1 元，具备性价比。**为确保消费者获得“好吃不贵”的就餐体验，公司合理化定价菜品，2021 年-2025H1 小菜园堂食顾客人均消费额介于 50-70 元之间，2025H1 小菜园门店堂食顾客人均消费额为 57.1 元。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年小菜园在大众便民中式餐饮市场（客单价介于 50-100 元）中市场份额达 0.2%，位列第一。此外，小菜园积极布局线上平台如抖音、大众点评等渠道，推出双人餐、多人餐、代金券等产品，完善线上渠道，且起到引流的效果；此外抖音亦设置直播端口，销售套餐、代金券等产品。小菜园在抖音及大众点评销售的套餐系列人均价格在 35-55 元，性价比优势突出。

**图表 11：堂食顾客人均消费额，单位：元**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 12：抖音推出多人餐、代金券等产品**


资料来源：小菜园抖音，华源证券研究所

**图表 13：大众点评套餐以多人套餐为主**


资料来源：小菜园大众点评，华源证券研究所

### 3.2. 直营连锁布局，线下堂食为主

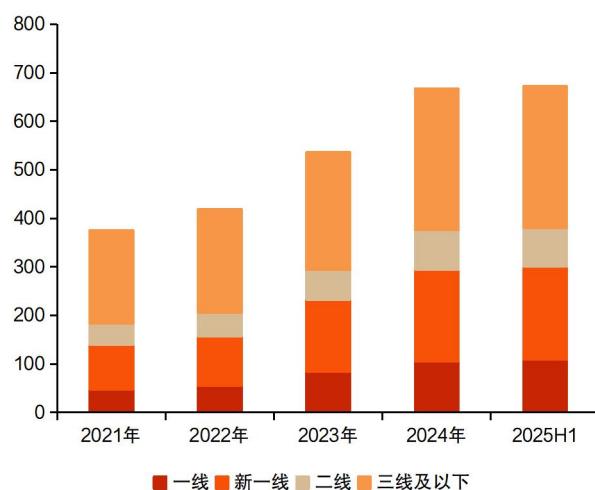
当前小菜园门店主要集中在长三角地区。截至 2025H1，公司有 672 家直营小菜园门店，分布上看主要集中在长三角地区。此外，小菜园定位平价餐饮，布局下沉市场能力较强，截至 2025H1 小菜园的分布中 291 家门店位于三线及以下城市，占总门店比例 43.3%；80 家位于二线城市，占总门店比例 11.9%；192 家位于新一线城市，占总门店比例为 28.6%；一线城市 109 家，占总门店比例 16.2%。

图表 14：小菜园门店主要集中在长三角地区



资料来源：小菜园新徽菜公众号（相关图片仅为示意图，并非完整的中国地图），华源证券研究所

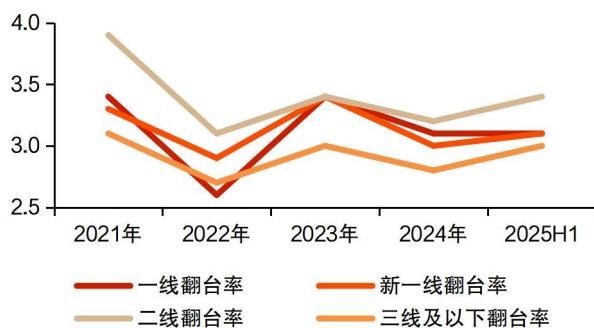
图表 15：小菜园分城市线级的门店分布，单位：家



资料来源：公司公告，华源证券研究所

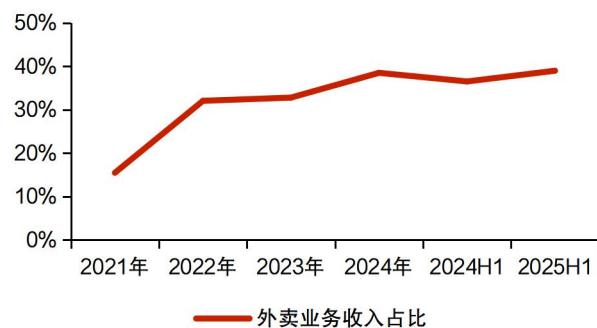
**线下堂食为主，外卖收入占比逐步提升。**截至 2025H1，小菜园堂食业务收入占比 61%，外卖业务占比 39%，自 2021 年以来，小菜园外卖收入占比逐步提升，成为拉动公司收入增速的主要来源。根据公司公告，2023 年外卖订单单均消费额为 78.6 元，高于同期堂食人均消费额 65.2 元。人均堂食消费额近两年呈现下降趋势，2024 年下降至 59.2 元，2025H1 进一步下降至 57.1 元，堂食人均消费额下降或为公司主动调价等影响。翻台率相对稳定，除 2022 年翻台率下降至 2.8 外，公司 2021 年至今整体翻台率均维持在 3 以上，经营状况较为健康。

图表 16：2025H1 小菜园翻台率达 3.1



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 17：2025H1 小菜园外卖业务收入占比 39%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：2025H1 小菜园堂食顾客人均消费额为 57.1 元



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：小菜园 2023 年外卖订单单均消费额为 78.6 元



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**小菜园当前开店密度仍低，开店空间广阔。**根据窄门餐眼 9 月数据，小菜园总门店数共 699 家，其中江苏省门店数 264 家，为当前小菜园分布最多的省份，以 2024 年年末江苏省常住人口数计算小菜园开店密度，当前在江苏省开店密度达 3.1 家/百万人，而对标麦当劳在江苏省的开店密度 7.13 家/百万人，小菜园不及麦当劳在江苏省密度的一半。在中国内地，麦当劳开店密度为 5.36 家/百万人，假设远期小菜园开店密度为麦当劳的一半，则开店数可达 3769 家，中长期看开店空间可观。

**图表 20：相比麦当劳，小菜园当前开店密度仍低，具有较多开店空间**

	麦当劳门店数, 家	小菜园门店数, 家	2024 年末常住人口, 万人	麦当劳开店密度, 家/百万人	小菜园开店密度, 家/百万人
广东	1765	14	12780	13.81	0.11
山东	278	24	10080	2.76	0.24
河南	96	13	9785	0.98	0.13
江苏	608	264	8526	7.13	3.10
四川	267		8364	3.19	
河北	190	7	7378	2.58	0.09
浙江	572	69	6670	8.58	1.03
湖南	231	3	6539	3.53	0.05
安徽	135	139	6123	2.20	2.27
湖北	271	34	5834	4.65	0.58
广西	109		5013	2.17	
云南	69		4655	1.48	
江西	70	7	4502	1.55	0.16
福建	410	2	4193	9.78	0.05
辽宁	208		4155	5.01	
陕西	109	4	3953	2.76	0.10
贵州	44		3860	1.14	
山西	89		3446	2.58	
重庆	67		3190	2.10	
黑龙江	80		3029	2.64	
新疆	30		2623	1.14	
上海	552	71	2480	22.26	2.86
甘肃	31		2458	1.26	
内蒙古	74		2388	3.10	
吉林	72		2317	3.11	
北京	571	30	2183	26.15	1.37
天津	243	18	1364	17.82	1.32
海南	81		1048	7.73	
宁夏			729		
青海			593		
西藏	11		370	2.97	

资料来源：窄门餐眼（截至 2025 年 9 月 24 日数据），各地统计局，华源证券研究所

**门店模型优异，经营利润率较高，有望支撑高速拓店。**小菜园首次收支平衡期和投资回收期较短，首次收支平衡期通常约为 1-2 个月，截至 2024 年 8 月底，小菜园门店平均投资回收期约为 13.8 个月，根据我们测算，预计随着新店型的开出，小菜园投资回收期可达 12-13 个月。相比之下，根据弗若斯特沙利文，2021-2024 年 8 月底，客单价 50-100 元的大众便民中式餐饮门店平均投资回收期通常超过 18 个月。根据我们测算，预计小菜园单店平均年收入达 800 万元以上，整体经营利润率或达 20% 左右。门店模型较为优异，有望支撑公司后续高速展店。

### 3.3. 完善供应链建设及数字化能力，持续赋能门店经营

**小菜园已完善供应链体系。**截至 2024 年年底，小菜园已建立全面的供应链体系，下设中央厨房及仓库，且公司拥有一支由 200 多架车辆组成的自建运输车队，以确保向每家门店

有效运送物资。小菜园通过自建供应链体系赋能公司以有利的价格采购优质物品，有效地实施成本控制策略，使其能以平价策略为消费者提供菜品，并且随着公司后续规模持续扩张，公司议价能力有望持续体现。中央厨房和仓库网络使公司能够通过储备的库存产品和集中采购流程，确保门店供应的稳定性，每家门店均能够每日实现库存补货，根据公司招股书，一般而言，维持从中央厨房运送到仓库的平均运输时间为 5-6 个小时，以及从仓库运送到门店的平均运输时间为 90 分钟至 2 个小时，以确保及时交付产品。

**图表 21：小菜园供应链：中央厨房结合前置仓模式**



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**积极打造以数据资产为核心的 IT 体系，以提升运营效率。**根据小菜园招股书，公司近几年陆续上线数字化系统，以促进公司的业务运营，数字化系统和信息技术为公司门店的可复制性加持。**1) 会员系统：**小菜园设计并维护在线会员系统，持续耕耘顾客全生命周期运营，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。**2) BI 分析系统：**BI 分析系统助力公司从海量数据中更高效地获取有价值的信息，并形成对门店运营管理及消费者需求的洞察。例如，公司可以根据 BI 分析系统生成的销售预测计算门店所需的每日备货量等。**3) 业务中台系统：**业务中台系统集成了主数据模块、对账中心、订单中心以及租赁模块等多个功能，全方位覆盖公司运营关键环节。**4) 智能设备：**已经将最新技术运用于门店管理中，并将持续强化智能化工具在日常运营各个环节的应用。例如，小菜园已经实现了所有门店后厨 360 度全方位摄像，总部及区域管理人员可实时监控运营状况，并通过引入 AI 算法等最新技术积极升级该系统，自动捕捉门店的不合规行为等，提高经营效率。

**小菜园上市募集资金的 50% 用于后续供应链及数字化能力的提升，该提升有望支撑后续门店全国化拓展。**根据小菜园的招股书，小菜园上市募集所得款项预计约 37% 用于增强供应链能力；13% 用于升级智能设备和数字化系统以提高信息技术能力。根据规划，公司于安徽马鞍山建立的中央厨房预计 2025 年 12 月可投入使用，且随着门店不断扩张，公司同步新增仓库，以支撑不断扩张的门店网络，新产能的落地有望支撑中长期小菜园门店的扩张。

### 3.4. 人才培养流程完善，激励政策调动积极性

**人才培养路径明晰，考核评价透明化。**小菜园门店的营运由门店关键员工（即店长、副店长、厨师长及副厨师长）共同管理，每家门店一般共有约 28 名门店员工，包括门店关键员工及基层员工。内部人才培养方面小菜园采用师徒制度，且设立完整的人才考评及晋升路径，

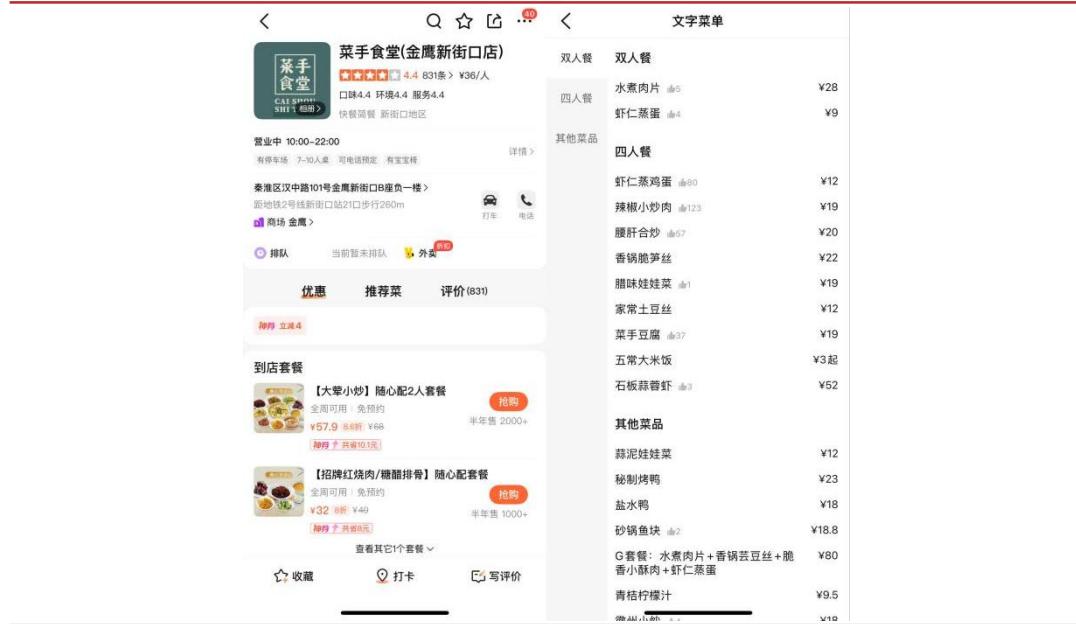
根据公司招股书，小菜园总部制定具体的评价指引，以评价门店的表现，并通过考虑门店各自的业绩及是否符合公司统一标准及程序等多项因素而批准门店关键员工的晋升，该路径支撑了公司员工粘性。根据公司招股书，现有股东中有 90.4%乃从门店基层员工成长而来，所有区域经理均为内部培养提拔而来，几乎所有店长及厨师长为内部培养提拔而来。

**股权及薪酬激励，调动员工工作热情。**1) **股权激励：**公司百余名受激励的自然人股东为总部管理人员、区域管理人员及骨干员工，主要根据能力、业绩表现、工作年限、岗位重要性等对其释放相应比例的股权。2) **薪酬激励：**针对雇员尤其是门店基层员工制定了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、门店／部门表现挂钩，激励员工工作热情。

## 4. 第二曲线打磨进行时

**菜手食堂——社区餐饮门店品牌。**菜手食堂于 2023 年 10 月成立并开始探索，主要针对中国社区餐饮市场，客单价介于 20-40 元之间。区别于小菜园专注于商业区的选址，菜手门店专注于居民社区及写字楼的开店，差异化选址及定价策略使得菜手食堂承接差异化的用餐需求。此外，公司布局第二品牌或将提高供应链运行效率，且长期看，菜手门店的布局亦有望打开公司门店布局天花板。

**图表 22：菜手食堂客单价 20-40 元**



菜品类别	菜品名称	价格 (¥)
双人餐	水煮肉片	¥12
	虾仁蒸蛋	¥9
	四人餐	
	水煮肉片	¥12
	虾仁蒸蛋	¥9
	其他菜品	
	虾仁蒸鸡蛋	¥12
	辣椒小炒肉	¥19
	腰肝合炒	¥20
	香锅脆笋丝	¥22
四人餐	腊味娃娃菜	¥19
	家常土豆丝	¥12
	菜手豆腐	¥19
	五常大米饭	¥3 起
	石板蒜蓉虾	¥52
	其他菜品	
	蒜泥娃娃菜	¥12
	秘制烤鸭	¥23
	盐水鸭	¥18
	砂锅鱼块	¥18.8
G套餐	G套餐：水煮肉片+香锅芸豆丝+脆	¥80
	香小酥肉+虾仁蒸蛋	
	青桔柠檬汁	¥9.5
		¥12

资料来源：菜手食堂大众点评，华源证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

### 5.1. 盈利预测

**关键假设:** 小菜园拥有优质供应链、精细化考核体系，门店标准化维度表现优异，且门店利润率较高，支撑门店快速拓张，预计未来随着小菜园门店收入的增长带动公司收入逐步走高。我们认为小菜园未来增长空间较大，预计 2025-2027 年堂食业务收入增速分别为 8.34%/17.01%/14.76%；外卖业务收入增速分别为 3.82%/17.44%/13.41%；其他业务收入增速分别为 30.00%/30.00%/30.00%。

图表 23：拆分业务收入预测，单位：百万元

	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
堂食业务收入	3051.09	3191.55	3457.84	4046.12	4643.39
$\text{yoY}$	39.74%	4.60%	8.34%	17.01%	14.76%
外卖业务收入	1491.35	2004.77	2081.41	2444.51	2772.23
$\text{yoY}$	44.86%	34.43%	3.82%	17.44%	13.41%
其他业务收入	6.97	13.55	17.62	22.91	29.78
$\text{yoY}$	1376.06%	94.55%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**盈利预测：**我们预计公司 25-27 年实现营收 55.57/65.14/74.45 亿元，同比增速分别为 6.66%/17.22%/14.31%，实现归母净利润 7.49/8.92/10.11 亿元，同比增速分别为 29.02%/19.01%/13.43%。

## 5.2. 相对估值

我们选取同为餐饮公司的百胜中国、海底捞、达势股份作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值为 32.60 倍，考虑到小菜园作为大众便民中式餐饮的领头羊，预计未来随着公司门店逐步拓张，有望支撑公司中长期业绩，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价		EPS		PE		
		2025/12/12	25E	26E	27E	25E	26E	27E
9987.HK	百胜中国	374.20	18.27	19.80	21.36	18.57	17.13	15.88
6862.HK	海底捞	14.42	0.77	0.85	0.94	16.97	15.34	13.93
1405.HK	达势股份	77.45	1.13	1.85	2.67	62.25	37.90	26.25
平均值						32.60	23.45	18.69
0999.HK	小菜园	9.59	0.64	0.76	0.86	13.65	11.47	10.11

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为港元，EPS为人民币/股，汇率取 $1HKD=0.91CNY$ ，百胜中国、海底捞、达势股份盈利预测来自wind一致预期，小菜园盈利预测来自华源证券研究所。

6. 风险提示

**1) 食品安全问题：**餐饮行业对食品安全要求相对较高，但食品原料通常具有短保质期等特点，若供应链管理不当、门店管理疏忽或导致品牌存在食品安全隐患。

2 ) **门店拓展不及预期：**小菜园主打新徽菜，各地接受度或有差异，该差异或导致公司拓店受限，进而影响全国化拓店战略。

3 ) **宏观增长乏力，餐饮行业增速不及预期风险：**宏观增速放缓或导致消费者在外出就餐方面支出减少，或导致餐饮行业增速低于预期。

**附录：财务预测摘要**

损益表		单位：人民币(百万)				资产负债表		单位：人民币(百万)			
营业收入	5,210	2025E	5,557	6,514	7,445	货币资金	617	2025E	899	903	849
增长率	14.5%		6.7%	17.2%	14.3%	应收账款	302	2026E	324	381	434
营业成本	1,661		1,699	2,044	2,374	存货	110	2027E	123	144	165
%销售收入	31.9%		30.6%	31.4%	31.9%	其他流动资产	1,012	2024A	1,342	1,788	2,384
<b>毛利</b>	<b>3,549</b>		<b>3,857</b>	<b>4,469</b>	<b>5,072</b>	<b>流动资产</b>	<b>2,040</b>	<b>2025E</b>	<b>2,688</b>	<b>3,216</b>	<b>3,832</b>
%销售收入	68.1%		69.4%	68.6%	68.1%	权益性投资	0	2026E	0	0	0
其他收入	0		0	0	0	固定资产	699	2027E	682	713	718
%销售收入	0.0%		0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	791	2024A	724	721	720
销售费用	63		95	125	158	<b>非流动资产</b>	<b>1,548</b>	<b>2025E</b>	<b>1,467</b>	<b>1,495</b>	<b>1,498</b>
%销售收入	1.2%		1.7%	1.9%	2.1%	<b>资产总计</b>	<b>3,588</b>	<b>2026E</b>	<b>4,155</b>	<b>4,711</b>	<b>5,330</b>
管理费用	2,473		2,516	2,884	3,259	应付款项	57	2027E	86	96	104
%销售收入	47.5%		45.3%	44.3%	43.8%	短期借款	0	2024A	100	110	120
研发费用	0		0	0	0	其他流动负债	550	2025E	644	733	829
%销售收入	0.0%		0.0%	0.0%	0.0%	<b>流动负债</b>	<b>607</b>	<b>2026E</b>	<b>830</b>	<b>940</b>	<b>1,053</b>
财务费用	41		-19	-27	-27	长期债务	0	2027E	0	0	0
%销售收入	0.8%		-0.3%	-0.4%	-0.4%	其他长期负债	616	2024A	586	586	586
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>812</b>		<b>1,028</b>	<b>1,198</b>	<b>1,355</b>	<b>非流动负债</b>	<b>616</b>	<b>2025E</b>	<b>586</b>	<b>586</b>	<b>586</b>
%销售收入	15.6%		18.5%	18.4%	18.2%	<b>负债总计</b>	<b>1,222</b>	<b>2026E</b>	<b>1,415</b>	<b>1,526</b>	<b>1,639</b>
投资收益	0		0	0	0	<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2,365</b>	<b>2027E</b>	<b>2,740</b>	<b>3,185</b>	<b>3,691</b>
%税前利润	0.0%		0.0%	0.0%	0.0%	<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>2024A</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>除税前利润</b>	<b>771</b>		<b>1,047</b>	<b>1,225</b>	<b>1,381</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,588</b>	<b>2025E</b>	<b>4,155</b>	<b>4,711</b>	<b>5,330</b>
利润率	14.8%		18.8%	18.8%	18.6%						
所得税	191		298	333	370						
%所得税率	24.7%		28.4%	27.2%	26.8%						
<b>净利润(含少数股东损益)</b>	<b>581</b>		<b>749</b>	<b>892</b>	<b>1,011</b>						
少数股东损益	0		0	0	0						
归属于母公司的净利润	581		749	892	1,011						
增长率	9.1%		29.0%	19.0%	13.4%						
净利率	11.1%		13.5%	13.7%	13.6%						
现金流量表		单位：人民币(百万)				比率分析		2024A 2025E 2026E 2027E			
		2024A	2025E	2026E	2027E						
净利润	581	749	892	1,011		<b>每股指标</b>					
少数股东损益	0	0	0	0		每股收益	0.56	2024A	0.64	0.76	0.86
营运资金变动	-47	87	22	30		每股净资产	2.01	2025E	2.33	2.71	3.14
其他变动	369	485	485	492		每股经营现金净流	0.77	2026E	1.12	1.19	1.30
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>903</b>	<b>1,322</b>	<b>1,399</b>	<b>1,533</b>		每股股利	0.32	2027E	0.32	0.38	0.43
资本开支	-319	-450	-550	-530							
投资	-1,010	-331	-446	-596		<b>回报率</b>					
其他	27	18	40	38		净资产收益率	24.55%	2024A	27.34%	27.99%	27.40%
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-1,302</b>	<b>-763</b>	<b>-956</b>	<b>-1,088</b>		总资产收益率	16.18%	2025E	18.03%	18.92%	18.97%
股权募资	780	0	0	0		投入资本收益率	25.86%	2026E	25.90%	26.46%	26.02%
债权募资	-276	100	10	10							
其他	-108	-376	-449	-509		<b>增长率</b>					
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>396</b>	<b>-276</b>	<b>-439</b>	<b>-499</b>		营业收入增长率	9.13%	2024A	14.52%	17.22%	14.31%
现金净变动	-3	282	4	-54		EBIT增长率	53.32%	2025E	47.3%	26.50%	16.58%
						净利润增长率	53.32%	2026E	9.13%	29.02%	19.01%
						总资产增长率	14.52%	2027E	14.52%	16.58%	13.06%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。