

【广发批零社服&海外】小菜园 (00999.HK)

保持快速拓店，调价助力中长期发展

公司评级	买入
当前价格	8.45 港元
合理价值	11.79 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-18

核心观点：(汇率采用 1 港元=0.90 人民币)

- 拓店：25 年目标顺利完成，26 年将继续提速。**据小菜园公众号，截至 25 年底，公司全国门店已达 810+家，较 24 年底净增 143+家，其中 H1/H2 分别净增 5 家/138+家，H2 拓店明显提速。此外，公司目标 26 年实现千店目标，较 25 年底净增近 200 家，25-26 年门店增速均在 23%左右（按期初期末门店平均数计算）。
- 同店：预计短期受控制外卖及调价影响。**(1) 25H1 公司外卖收入占比 39.0%，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，我们预计外卖占比或将继续下降。(2) 公司于 25 年 12 月初调整 5-6 个特色菜定价，其中徽州臭鳊鱼/地锅本仔鸡/农家红烧肉/石板蒜蓉虾/红烧凤爪分别由 128/68/45/49/48 元降至 98/48/39/39/42 元，降幅分别为 23%/29%/13%/20%/13%，考虑到并不都是前五大 SKU，对整体客单价影响有限，预估降幅为 2-3 元。由于消费者体验优化带动量增需要一定的传导周期，预计短期同店表现或直接受降价影响有所下滑，后续以价换量效果或将逐步显现。
- 调价具有较强战略意义，质价比优势更为突出，有望持续打开中式正餐扩张天花板。**25H1 公司归母净利率达 14.1%，明显高于其他餐饮同行（25H1 绿茶集团/九毛九/海底捞/百胜中国分别为 10.2%/2.2%/8.5%/8.8%），公司在盈利高位时主动调价，对报表端影响相对可控，同时有望进一步拉开与同行差距、提升下沉能力，向中期 3000 家门店目标进军，实现市占率的提升。
- 盈利预测与投资建议：**考虑到调价短期扰动同店，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 7.0/8.3/10.0 亿元，增速分别为 21%/18%/20%（前值 33%/24%/21%）。参考可比公司，考虑公司仍有较强扩张预期，给予 26 年 15xPE，对应合理价值 11.79 港元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动，门店扩张不及预期，市场竞争加剧。

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

相关研究：

【广发批零社服&海外】小菜园 2025-10-31

园 (00999.HK)：强激励+强供应链，门店优化与加速扩张共振

联系人：

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

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	5,407	6,438	7,860
增长率 (%)	41.6%	14.5%	3.8%	19.1%	22.1%
EBITDA	1,106	1,244	1,445	1,620	1,852
归母净利润	532	581	703	831	999
增长率 (%)	124.0%	9.1%	21.1%	18.2%	20.2%
EPS (元/股)	-	0.49	0.60	0.71	0.85
市盈率 (P/E)	-	16.6	12.7	10.7	8.9
ROE (%)	85.4%	24.5%	26.6%	27.9%	29.6%
EV/EBITDA	-	7.3	5.7	5.0	4.2

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

请务必阅读末页的免责声明

一、盈利预测与投资建议

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。据小菜园公众号，截至25年底，公司全国门店已达810+家，较24年底净增143+家，其中H1/H2分别净增5家/138+家，H2拓店明显提速。参考公司拓店计划，考虑小菜园经营相对稳健、持续拓展新市场、品牌势能有望逐步提升，我们预计25-27年期末小菜园门店数分别为811/1013/1213家，对应分别净增144/202/200家。

堂食：25H1小菜园翻台率3.1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，公司持续发力堂食，堂食菜品调价后有望逐步带动客流增长，假设25-27年翻台率为2.7/2.9/3.0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，叠加25年12月初部分特色菜有所降价，假设25-27年分别为55.6/54.8/54.5元。综上假设，预计25-27年堂食收入分别为33.4/44.3/54.4亿元，同比增长5%/33%/23%。

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，未来外卖业务或往品质外卖方向发展（单均价逐步恢复，单量或有所降低），预计外卖占比将继续下降。假设25-27年单店每日外卖单数分别116/86/85单，外卖单均价分别为65.7/69.6/69.6元，则对应外卖收入分别为20.5/19.9/24.0亿元，同比+2%/-3%/+21%。

综上，预计25-27年营业收入分别为54.1/64.4/78.6亿元，分别同比增长4%/19%/22%。

表1：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	3,340	4,431	5,439
YoY		-2.3%	39.7%	4.6%	4.6%	32.7%	22.8%
占比	84.5%	67.9%	67.1%	61.3%	61.8%	68.8%	69.2%
期末餐厅数量(家)	375	419	536	667	811	1,013	1,213
净增数(家)	101	44	117	131	144	202	200
翻台率(次)	3.3	2.8	3.2	3.0	2.7	2.9	3.0
堂食人均消费(元)	66.1	65.8	65.2	59.2	55.6	54.8	54.5
2.外卖							
营业收入	410	1,030	1,491	2,005	2,049	1,987	2,400
YoY		151.4%	44.9%	34.4%	2.2%	-3.0%	20.8%
占比	15.5%	32.0%	32.8%	38.5%	37.9%	30.9%	30.5%
平均单店每日外卖单数(笔)	41	95	109	132	116	86	85
外卖单均价(元)	85.0	74.5	78.6	69.1	65.7	69.6	69.6
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%	0.4%	0.3%	0.3%
合计							
营业收入	2,646	3,213	4,549	5,210	5,407	6,438	7,860
YoY		21.5%	41.6%	14.5%	3.8%	19.1%	22.1%

数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

成本费用端，（1）原材料及消耗品：考虑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，调价后预计毛利率也会有所下降；（2）员工：25H1明显优化，后续预计相对稳定；（3）外卖服务开支：该部分费用占外卖收入比重稳定，会随着外卖占比降低而有所降低；（4）其他费用：规模效应下预计各项费用率将有所优化。

综上，预计公司25-27年归母净利润分别为7.0/8.3/10.0亿元，同比增长21%/18%/20%。

表2：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	1,638	2,028	2,499
占收入比重	34.5%	33.9%	31.5%	31.9%	30.3%	31.5%	31.8%
员工成本	832	970	1,334	1,422	1,341	1,603	1,957
占收入比重	31.4%	30.2%	29.3%	27.3%	24.8%	24.9%	24.9%
租金	198	230	255	350	347	411	498
占收入比重	7.5%	7.1%	5.6%	6.7%	6.4%	6.4%	6.3%
其他资产的折旧及摊销	94	114	134	176	176	209	253
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	166	198	242
占收入比重	2.8%	3.2%	3.1%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%
广告及促销开支	8	27	48	63	106	133	170
占收入比重	0.3%	0.8%	1.1%	1.2%	2.0%	2.1%	2.2%
外卖服务开支	74	185	258	355	352	342	413
占收入比重	2.8%	5.8%	5.7%	6.8%	6.5%	5.3%	5.3%
财务成本	24	28	32	41	40	47	55
占收入比重	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
其他开支	131	148	211	273	278	332	405
占收入比重	4.9%	4.6%	4.6%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%

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26年7/11/16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切性相对较高，同店有望逐步企稳，给予公司26年15倍PE，对应合理价值11.79港元/股，维持“买入”评级。（采用即期汇率1港元=0.90人民币）

表3：可比公司盈利预测与估值（截至2026年1月16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	42	4.9	6.2	7.8	9	7	5
九毛九	09922.HK	25	1.3	2.2	2.8	19	11	9
海底捞	06862.HK	776	42.8	47.8	52.6	18	16	15

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

二、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。

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	2,290	2,529	2,767
现金及现金等价物	620	617	667	900	1,126
应收账款及票据	34	31	24	22	22
存货	105	110	105	113	125
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	3,858	4,187	4,585
流动负债合计	661	607	601	600	600
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款及票据	82	57	55	56	59
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	1,215	1,212	1,210
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	624	2,362	2,643	2,976	3,375
其他	-1	4	0	0	0
归母权益总额	623	2,365	2,643	2,976	3,375
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	623	2,365	2,643	2,976	3,375
负债及股东权益合计	2,340	3,588	3,858	4,187	4,585

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,549	5,210	5,407	6,438	7,860
营业成本	1,433	1,661	1,638	2,028	2,499
毛利	3,116	3,549	3,769	4,410	5,360
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	2,768	3,226	3,938
营业利润	737	739	1,001	1,184	1,423
利息收入	0	0	13	16	20
利息支出	32	41	40	47	55
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	39	74	23	26	30
除税前利润	744	771	997	1,179	1,417
所得税	212	191	294	348	418
合并净利润	532	581	703	831	999
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	532	581	703	831	999

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	1,146	1,254	1,413
合并净利润	532	581	703	831	999
折旧与摊销	330	432	420	410	400
营运资本变动	36	-47	6	-8	-12
其他非经营性调整	-32	-63	17	20	26
投资活动现金流净额	-296	-1,302	-630	-476	-532
处置固定资产收益	0	0	23	26	30
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	-466	-545	-655
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	-422	-499	-600
其他	357	80	-44	-47	-55
现金净增加额	557	-3	50	233	226
期初现金余额	63	620	617	667	900
期末现金余额	620	617	667	900	1,126

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%	3.8%	19.1%	22.1%
营业利润增长率	48.4%	0.3%	35.5%	18.2%	20.2%
归母净利润增长率	124.0%	9.1%	21.1%	18.2%	20.2%
获利能力					
毛利率	68.5%	68.1%	69.7%	68.5%	68.2%
净利率	11.7%	11.1%	13.0%	12.9%	12.7%
ROE	85.4%	24.5%	26.6%	27.9%	29.6%
偿债能力					
资产负债率	73.4%	34.1%	31.5%	28.9%	26.4%
有息负债率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	3.4	3.8	4.2	4.6
利息保障倍数	24.6	19.8	25.5	26.0	26.3
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	0.60	0.71	0.85
每股净资产	-	2.01	2.25	2.53	2.87
每股经营现金流	-	0.77	0.97	1.07	1.20
估值比率					
PE	-	16.6	12.7	10.7	8.9
PB	-	4.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	-	7.3	5.7	5.0	4.2

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可能存在潜在的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）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。