

小菜园(00999)

报告日期: 2026年01月21日

# 从徽菜烟火到千店网络，凭效率升级驱动规模扩张

## ——小菜园深度报告

### 投资要点

#### □ 全国领先的大众便民中式餐饮连锁企业，稳健扩张驱动增长

小菜园是一家全国领先的大众便民餐饮连锁企业，专注于为消费者提供高品质、标准化的中式餐饮体验。小菜园凭借 SKU 精简、供应链体系完善、自动化设备投入及门店面积收缩，正进入效率兑现期，未来全国扩张潜力巨大。2021-2024年，公司收入由 26.5 亿元增至 52.1 亿元，CAGR 约 25%；毛利率由约 66% 提升至约 68%，净利率由约 9% 提升至约 11%，盈利能力和资本回报稳步提升。

#### □ 万亿级市场+行业集中度提升，我国中餐市场增长空间广阔

2024 年中国内地餐饮市场规模约 55,000+亿元，2020-2024 年 CAGR 约 9%。其中中式/非中式餐饮市场结构明显：增速维度，非中式>中式，2018-2023 年非中式/中式餐饮 CAGR 约 7%/4%；规模维度，中式>非中式，2023 年中式/非中式市场规模约 40,000+/12,000+亿元。考虑到火锅品类标准化程度高、出餐结构差异较大，本报告剔除火锅后的中餐市场 2024 年规模约 36,000+亿元，预计至 2028 年增至 53,000+亿元，2019-2024 年 CAGR 约 3%，2025-2028 年年均增速约 10%。中餐标准化与数字化持续推进，连锁化率仅 23.2%，远低于美国（59.2%）与日本（52.3%）；百元以下大众中餐市场占比超 60%，规模约 30,000 亿元，预计 2024-2028 年 CAGR 达 9.4%，为连锁品牌主要战场。国内市场供给密度趋饱和，竞争重心向存量博弈转移，同时出海成为潜在增长引擎，2020-2027 年国际中餐市场预计从 2,330 亿美元增至 4,452 亿美元，东南亚及欧美为主要扩张目标。凭借文化认同和标准化能力，中餐品牌具备长期国际成长潜力。

#### □ 经验证模型+梯度化布局，小菜园进入效率兑现期

小菜园凭借已完成跨城验证的经营模型、清晰的城市梯度扩张路径以及持续优化的门店效率体系，正迈入以确定性为核心的全国化扩张阶段。公司策略聚焦“稳同店、拓网络、提效率”：一方面，同店表现已在不同城市能级中反复验证，短期波动不改模型可复制性；同时，外卖业务结构性优化，收入结构向堂食回归。另一方面，公司围绕一线及新一线城市深耕、二线城市放量、低线城市稳步渗透的梯度布局推进扩张，门店数有望由 2025 年底的 788 家增至 2026 年底的约 1,000 家，扩张节奏与城市结构匹配度较高。在运营端，公司通过 SKU 精简、自动化设备投入及门店面积收缩，持续降低单店运营复杂度，使人工成本率在扩张过程中保持下行；供应链端，马鞍山十亿级中央工厂即将竣工，未来为 3,000 店供应链中枢，进一步放大规模议价与物流效率。整体来看，小菜园已形成“模型可靠、路径清晰、效率可兑现”的增长框架，为中长期业绩释放奠定基础。

#### □ 盈利预测与估值

小菜园是一家全国领先的中式大众便民餐饮连锁企业，我们预计小菜园 2025-2027 年营业收入分别为 55/67/80 亿元，归母净利润分别为 7.3/8.8/10.6 亿元，对应 PE 约 14x/11x/9x。考虑到公司在核心市场的领先地位、供应链与数字化能力以及品牌竞争力，我们认为公司可享估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

#### □ 风险提示：门店扩张及运营风险、原材料及成本波动风险、宏观经济及政策风险。

### 投资评级：增持(首次)

分析师: 钟烨晨

执业证书号: S1230523060004

zhongyechen@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	HK\$9.17
总市值(百万港元)	10,788.68
总股本(百万股)	1,176.52

### 股票走势图



### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5210	5500	6670	8032
(+/-)(%)	15%	6%	21%	20%
归母净利润	581	726	879	1056
(+/-)(%)	9%	25%	21%	20%
每股收益(元)	0.56	0.62	0.75	0.90
P/E	15	14	11	9

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1. 公司介绍：稳健扩张、盈利韧性并重的便民中式餐饮龙头</b>	<b>6</b>
1.1 公司概况：大众便民中式餐饮创新先锋	6
1.2 公司历史：从皖巷小馆到全国千店标杆，走出中式大众便民独特之路	6
1.3 经营情况：外卖放量与高线城市突破共振，规模效应持续兑现	7
1.3.1 外卖放量叠加高线突破，支撑小菜园高质量扩张	7
1.3.2 盈利情况：规模效应驱动小菜园盈利质量持续提升	11
1.4 管理团队：创始人深度主导、内生团队接力成长，管理中枢稳定高效	12
1.5 股权结构：创始人强控股，员工深绑定	13
<b>2 行业情况：标准化破局，连锁化提速</b>	<b>15</b>
2.1 行业规模：中式餐饮为核，大众便民为势	15
2.2 行业格局：中餐进入“标准化-连锁化-国际化”新阶段	15
2.2.1 从“人治”到“智治”：标准化破局，复制成为可能	15
2.2.2 产业链升级：数字化供应链与冷链基础设施助力连锁化	16
2.2.3 中餐新阶段：从“能复制”到“能规模化”	17
2.3 行业竞争优势：连锁规模、下沉渗透与价格带掌控塑造中餐品牌壁垒	19
2.3.1 百店规模品牌增长最快	19
2.3.2 下沉市场成核心增量，深度渗透力塑造长期壁垒	20
2.3.3 中餐客单价下移，百元以下市场成为连锁主力	21
<b>3 公司优势：前端提效率、降负担，后端保质量、稳供给</b>	<b>23</b>
3.1 模型验证：跨城复制已成，堂食回归重心	23
3.1.1 同店验证：复制逻辑夯实，短期回调无惧	23
3.1.2 业务结构修复：堂食重回核心、结构趋于健康	23
3.2 全国扩张：门店梯度清晰，双轨扩张提速	24
3.3 店型升级：前端降复杂度，后端提确定性	26
3.3.1 人效精细化：SKU精简锁味，机炒提效释人	26
3.3.2 供应链系统化：马鞍山十亿级中央工厂，锚定未来三千店中枢	28
3.3.3 门店轻量化：220平米降本，智厨设备省人	29
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>31</b>
4.1 营业收入预测：基于单店模型的分城市线级收入展望	31
4.2 毛利预测：毛利稳定高位，费用优化驱动利润率改善	31
4.3 估值	32
<b>5 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 2021 年-2025H1 小菜园营业收入 (百万元) .....	8
图 2: 小菜园分业务营业收入 (百万元) 及增速 (%) .....	9
图 3: 小菜园分业务营收占比 (%) .....	9
图 4: 小菜园分城市等级营业收入 (百万元) 及增速 (%) .....	10
图 5: 小菜园分城市等级营业收入占比 (%) .....	10
图 6: 小菜园翻台率 (次/天) .....	11
图 7: 小菜园客单价 (元) .....	11
图 8: 净利润 (百万元)、净利润率及净资产收益率 (%) .....	11
图 9: 毛利 (百万元) 和毛利率 (%) 情况.....	11
图 10: 2021 年-2025H1 小菜园费用率情况 (百万元; %) .....	12
图 11: 截至 2024 年 12 月股权架构 (紧随全球发售后) .....	14
图 12: 2020-2029 年中国内地餐饮市场规模 (十亿元) 及同比增速 (%) .....	15
图 13: 我国冷链物流总需求量预计 2025 年达 3.85 亿吨 (单位: 亿吨) .....	16
图 14: 截至 2024 年 9 月中国餐饮连锁化率 (%) .....	18
图 15: 连锁/非连锁餐厅市场规模 (十亿元) 及增速 (%) .....	18
图 16: 2024 年中国连锁化率为 23.3%, 远低于美国和日本 (%) .....	18
图 17: 大众便民中式餐饮行业 (十亿元) 及增速 (%) .....	19
图 18: 连锁/非连锁餐厅市场规模 (十亿元) 及增速 (%) .....	19
图 19: 2022-2024 年餐饮连锁门店地域分布 (%) .....	19
图 20: 2023-2024 年不同等级城市连锁门店占当地门店数的比例 (%) .....	19
图 21: 2022-2024 年餐饮品牌连锁门店数区间等级分布 (%) .....	20
图 22: 2024 年不同规模区间的品牌门店数年同比涨幅 (%) .....	20
图 23: 2025H1 头部中餐品牌门店数量 (家) .....	20
图 24: 2021-2024 年头部品牌新开门店数 (家) .....	20
图 25: 2025H1 头部品牌各线城市门店分布 (%) .....	21
图 26: 2025H1 头部品牌乡镇店数量及覆盖乡镇数量 (家; 个) .....	21
图 27: 2025H1 八大菜系客单价区间占比对比 .....	21
图 28: 2025 年初八大菜系客单价区间门店数量 (家) .....	21
图 29: 2025H1 头部品牌客单价 (元) .....	22
图 30: 2021-2024 年小菜园同店数目 (家) .....	23
图 31: 2021-2024 年小菜园同店销售额增长率 (%) .....	23
图 32: 2021 年-2025H1 小菜园外卖服务开支 (百万元; %) .....	24
图 33: 小菜园门店总数 (家) 及增速 (%) .....	25
图 34: 截至 2025 年 11 月小菜园门店分布情况 (家) .....	25
图 35: 2026-2030E 国内门店空间测算 (家) .....	26
图 36: 小菜园马鞍山中央工厂项目即将竣工 .....	28
图 37: 小菜园门店设计.....	30
图 38: 2021 年-2025H1 小菜园员工费用率及实际租金费用率情况 (%) .....	30
表 1: 小菜园发展历程.....	7
表 2: 小菜园管理层介绍.....	13
表 3: 小菜园智能设备数量及单价 (单位: 台; 元) .....	16

表 4: 绿茶集团浙江中央食材加工设施产能规划 .....	17
表 5: 截至 2025 年 11 月小菜园门店分布 (家) .....	25
表 6: 小菜园门店空间测算.....	26
表 7: 小菜园招牌菜.....	27
表 8: 小菜园、绿茶集团、老乡鸡 SKU 情况 .....	28
表 9: 2022-2023 年小菜园中央厨房设计产能、实际产量及产能利用率 (单位: 千吨; %) .....	29
表 10: 截至 2024 年 8 月小菜园五大供应商 .....	29
表 11: 小菜园营收预测 (百万元) .....	31
表 12: 小菜园费用及利润预测 (百万元) .....	32
表 13: 小菜园可比公司估值.....	32
表附录: 三大报表预测值.....	34

## 1. 公司介绍：稳健扩张、盈利韧性并重的便民中式餐饮龙头

### 1.1 公司概况：大众便民中式餐饮创新先锋

小菜园国际控股有限公司（简称小菜园）是中国大众便民中式餐饮领域的领先运营商，定位家庭化、日常化用餐场景，以亲民价格、稳定品质与标准化出品为核心，为消费者提供高性价比的大众便民中式菜肴。依托对中餐现代化与工业化发展路径的深刻理解，小菜园于2013年成立，并逐步构建覆盖全国的直营餐厅网络。截至2025年8月4日，公司在中国14个省份、184个城市及县域共拥有750+家在营直营门店，并与万达、华润万象、吾悦广场及永旺等头部商业物业运营商建立了长期稳定的合作关系。

小菜园在大众便民中式餐饮赛道上实现快速成长，充分受益于居民外出就餐频次提升及高性价比餐饮需求扩张。面对行业竞争，公司持续强化标准化、数字化与工业化能力，通过统一供应链体系与规模化生产保障食品质量与运营稳定性，并在直营模式下推进稳健扩张。在此基础上，公司以“有华人的地方就有小菜园”为长期发展目标，逐步夯实其向全国性乃至国际化连锁中式餐饮集团演进的战略路径。

### 1.2 公司历史：从皖巷小馆到全国千店标杆，走出中式大众便民独特之路

小菜园起源于中国大众便民中式餐饮需求加速释放的背景下。公司由创始人、董事长兼总经理汪先生于2013年在安徽创立。在创立小菜园之前，汪先生已成功经营多家餐厅，积累了扎实的一线餐饮运营经验。基于对大众消费能力与中式餐饮标准化潜力的深刻理解，小菜园自成立之初即明确以“亲民价格、稳定品质”为核心定位，切入大众便民中式餐饮赛道。

**1) 2013-2015年：品牌创立与区域探索阶段。**2013年，小菜园在安徽开设首家「小菜园」门店，标志着品牌正式成立。2014年，公司进入江苏市场，完成跨省复制，初步验证了门店模型在不同区域的适配性，为后续扩张奠定基础。

**2) 2016-2017年：一线城市验证与全国化起步。**2016年，小菜园相继在北京和上海开设首家门店，正式进入一线城市市场。通过在高租金、高竞争环境下运营，公司进一步打磨产品结构、定价体系与运营效率，验证了大众便民模式在核心城市的可行性。

**3) 2018-2020年：规模扩张与管理建设。**2018年，小菜园门店数量突破100家，并同步建立信息化管理系统，用于支持多门店运营与标准化管理，标志着公司由单店扩张向体系化、规模化经营转型。此阶段，公司持续加密区域布局，门店网络逐步覆盖华东、华北及中部多个省份。

**4) 2021-2022年：供应链深化与数字化升级。**2021年，小菜园成立中央厨房，承担食材粗加工、酱料及料包预制功能，有效提升食品安全标准、质量控制能力与整体运营效率；同时，公司对数字化管理系统进行全面升级，推动门店运营效率持续优化。同年，小菜园入选“2021年度胡润中国餐饮连锁企业投资价值榜TOP50”。2022年，公司获美团及美团外卖颁发“年度最具影响力品牌奖”，品牌影响力进一步提升。

**5) 2023年至今：规模跃升与智能化探索。**2023年，小菜园开设第500家门店，连锁规模实现阶段性跃升，并开始门店端引入炒菜机器人，提升后厨自动化水平与出品稳定性。根据弗若斯特沙利文数据，按2023年门店收入计，小菜园在客单价50-100元的大众便民中式餐饮市场中位居行业第一。与此同时，公司持续拓展品牌矩阵，形成以「小菜

园」为核心，辅以「观邸」、「复兴楼」、「菜手」等品牌的多层次布局，覆盖更广泛的消费场景。

表1: 小菜园发展历程

年份	里程碑
2013年	在安徽开设首家「小菜园」门店。
2014年	在江苏开设首家「小菜园」门店。
2016年	在北京及上海开设首家「小菜园」门店，在中国一线城市开展业务。
2018年	开设第100家「小菜园」门店。 建立了信息技术系统，以提升餐饮管理。
2021年	成立了中央厨房，用于食材粗加工、预制酱料和料包，提高了门店的食品安全标准、质量控制和运营效率。 全面升级数字化管理系统，以促进门店运营效率。 获胡润中国评选为「2021年度胡润中国餐饮连锁企业投资价值榜TOP50」。
2022年	获美团及美团外卖颁发「年度最具影响力品牌奖」。
2023年	开设第500家「小菜园」门店。 开始应用炒菜机器人，以提高店内工作流程的自动化。

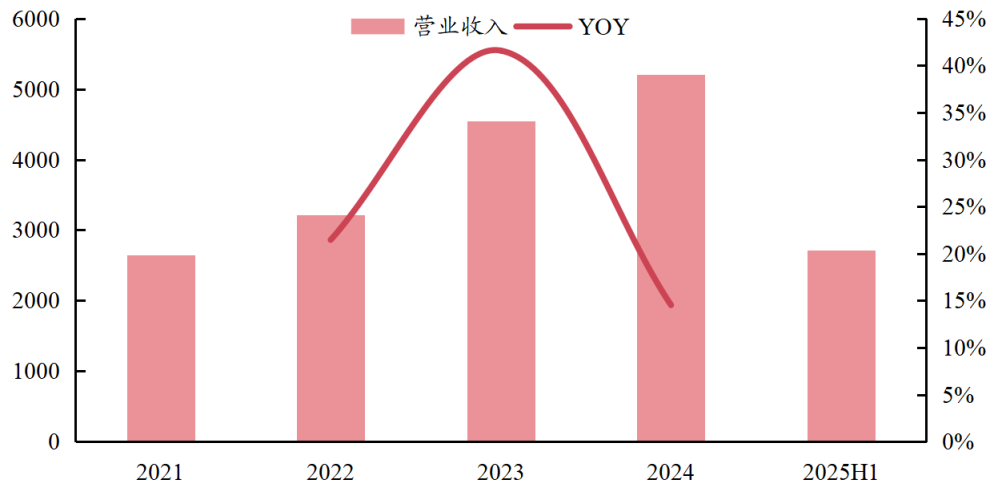
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3 经营情况：外卖放量与高线城市突破共振，规模效应持续兑现

#### 1.3.1 外卖放量叠加高线突破，支撑小菜园高质量扩张

小菜园近年实现了持续且高质量的收入扩张。公司营业收入由2021年的26.46亿元增长至2024年的52.10亿元，2021-2024年CAGR达25.3%。分阶段看，2021-2022年期间，公司收入同比增长21.5%，在行业承压背景下保持稳健增长，体现出大众便民定位与直营模式带来的经营韧性。2023年，随着消费场景修复及门店网络持续扩张，公司收入同比大幅增长41.6%，收入规模提升至45.49亿元。2024年，在高基数与行业整体增速放缓的背景下，公司收入同比实现14.5%的增长，主要受益于营业中门店数量增加，以及堂食与外卖业务的同步扩张，其中外卖业务对增量贡献更为突出。2025H1，公司营业收入达到27.14亿元，同比增长6.5%。在消费趋于理性、行业竞争加剧的环境下，公司仍维持正向增长，反映出规模效应、供应链能力及数字化运营对业绩的持续支撑。

图1：2021年-2025H1小菜园营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

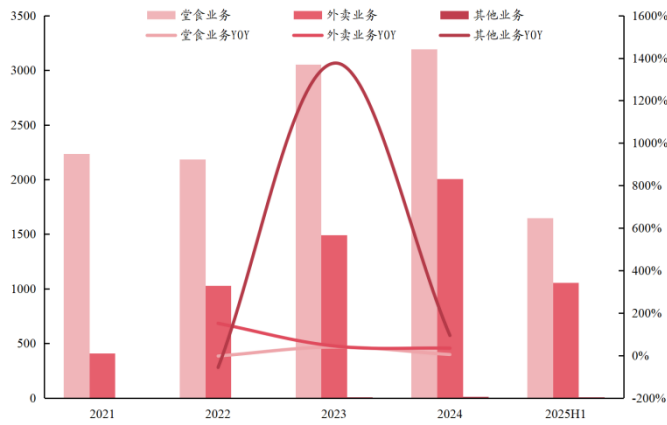
**按照业务结构划分，堂食业务仍为小菜园的核心收入来源。**2021-2024年，堂食业务收入由 22.35 亿元增长至 31.92 亿元，整体保持稳步扩张；其中 2022 年受公共卫生事件扰动同比小幅下降 2.3%，2023 年随消费场景修复实现 39.7% 的快速反弹，2024 年在高基数背景下同比增长 4.6%。同期，堂食收入占比由 2021 年的 84.5% 逐步回落至 2024 年的 61.3%，反映出在业务结构多元化过程中，核心堂食业务规模持续扩大但占比相对下降。进入 2025H1，堂食收入为 16.47 亿元，同比增长 2.2%，仍为公司收入的主要支撑。

**外卖业务保持高速增长，逐步成为重要的增量来源。**2021-2024 年，外卖业务收入由 4.10 亿元大幅提升至 20.05 亿元，CAGR 高达 69.8%。分年度看，2022 年在低基数及渠道渗透提升带动下同比增长 151.4%，2023-2024 年在规模扩大基础上仍分别实现 44.9% 和 34.4% 的较快增长。外卖业务收入占比由 2021 年的 15.5% 持续提升至 2024 年的 38.5%，业务地位显著上升。2025H1，外卖收入达到 10.57 亿元，同比增长 13.7%，占比进一步提升至 39.0%，对整体收入增长贡献持续增强。

**其他业务主要包括食材销售、向充电宝解决方案提供商收取的佣金以及新零售相关收入。**2021-2024 年，其他业务收入由 0.01 亿元提升至 0.14 亿元，体量虽小但增长迅速，占比由 0.04% 提升至 0.26%。2025H1，其他业务收入为 0.09 亿元，同比增长 48.2%，占比提升至 0.34%，对整体收入形成补充。

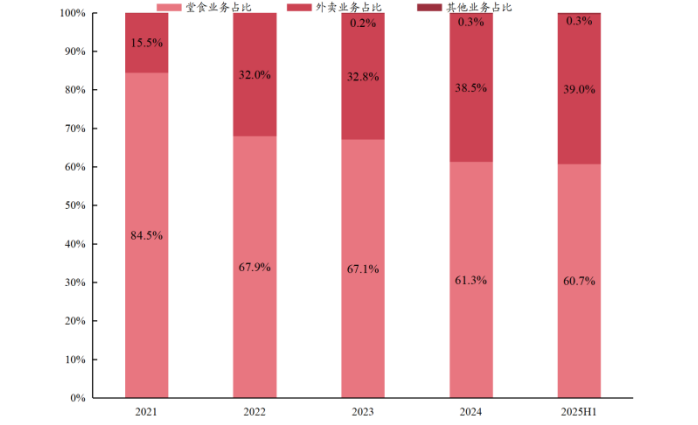
**整体来看，小菜园收入结构正由“堂食主导”向“堂食+外卖双轮驱动”演进，**外卖业务的高成长性在一定程度上对冲了宏观环境下堂食端的波动，为公司中长期增长提供了更具弹性的收入来源。

图2：小菜园分业务营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：小菜园分业务营收占比（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

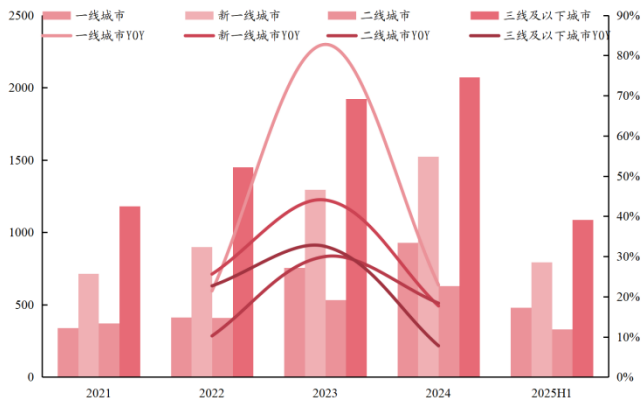
公司按城市等级划分的收入结构呈现出“低线城市稳住基本盘、高线城市贡献主要增量”的特征。一线城市收入增长最快，占比持续提升。2021-2024年，一线城市收入由3.41亿元增长至9.30亿元，CAGR高达39.7%，显著高于公司整体水平。分年度看，2023年在门店加速布局与消费场景修复带动下收入同比大幅增长83%，2024年在高基数背景下仍保持23%的稳健增长。一线城市收入占比由2021年的13.1%提升至2024年的18.0%。2025H1，一线城市收入达到4.80亿元，同比增长约7.0%，占比维持在17.9%左右，显示核心城市对公司收入贡献持续增强。新一线城市是当前规模最大、增长相对均衡的核心市场。2021-2024年，新一线城市收入由7.16亿元增长至15.25亿元，CAGR达28.7%，在规模与增速之间保持良好平衡。2023年收入同比增长44%，2024年在高基数下仍实现18%的增长。同期，新一线城市收入占比由27.4%提升至29.6%，稳居各城市层级首位。2025H1，新一线城市收入为7.94亿元，同比增长约8.3%，占比略下滑至29.5%，继续构成公司最重要的收入来源之一。

二线城市收入稳步增长，占比相对稳定。2021-2024年，二线城市收入由3.72亿元增长至6.31亿元，CAGR为19.3%。2023-2024年同比增长约18%，整体表现稳健，但增长弹性相对有限。收入占比由2021年的14.2%小幅回落至2024年的12.2%。2025H1，二线城市收入为3.30亿元，同比增长约7.3%，占比维持在12.3%左右，对整体收入形成稳定补充。

三线及以下城市仍为收入基本盘，但占比逐步回落。2021-2024年，三线及以下城市收入由11.83亿元增长至20.72亿元，CAGR达20.6%，规模扩张趋势明确，但增速低于一线及新一线城市。随着公司持续向高线城市渗透，该层级收入占比由2021年的45.3%下降至2024年的40.2%。2025H1，三线及以下城市收入为10.87亿元，同比增长约5.4%，占比小幅回落至40.4%，仍是公司最重要的收入来源之一。

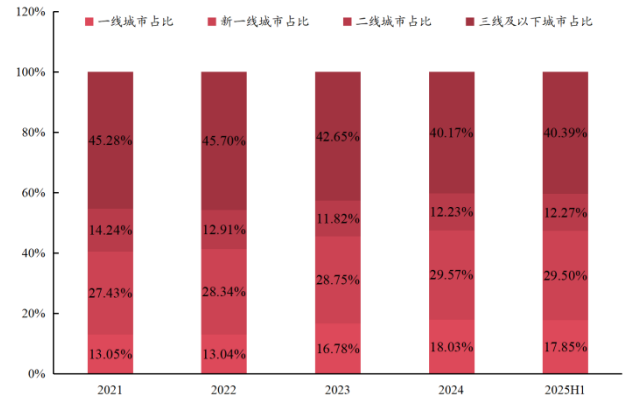
总体来看，小菜园的城市结构正在由“低线城市主导”向“高线城市贡献增量”演进。一线与新一线城市的高增长为公司中长期扩张打开空间，而三线及以下城市的稳定规模则为整体收入提供底盘支撑，城市层级结构的优化有助于提升公司收入质量与品牌能级。

图4：小菜园分城市等级营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：小菜园分城市等级营业收入占比（%）



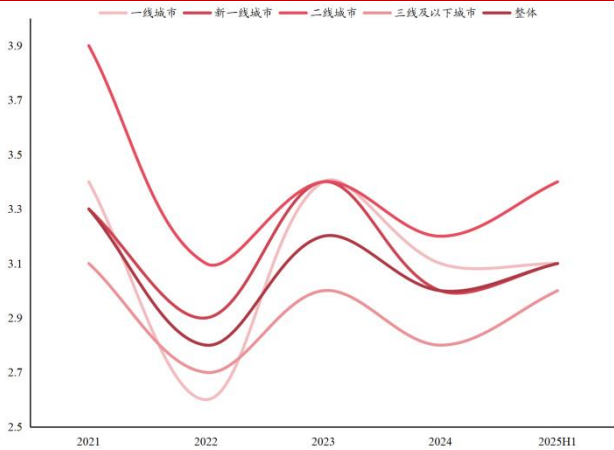
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**翻台率修复后趋稳，高线与低线城市分化明显。**整体来看，小菜园翻台率在公共卫生事件后实现修复并保持在相对稳定水平。2022-2023年，公司整体翻台率由2.8次/日回升至3.2次/日，反映消费场景恢复及门店客流改善；2024年在2023年高基数及消费趋于理性的背景下，小幅回落至3.0次/日。进入2025H1，整体翻台率回升至3.1次/日，显示公司在大众便民中式餐饮赛道中的客流吸引力仍具韧性。分城市等级来看：**1）一线城市翻台率：**2023年修复至3.4次/日后，2024年回落至3.1次/日，2025H1维持在3.1次/日，反映高线城市消费恢复后趋于理性；**2）新一线城市翻台率：**由2022年的2.9次/日回升至2023年的3.4次/日，2024年回调至3.0次/日，2025H1小幅回升至3.1次/日，整体走势与公司平均水平一致；**3）二线城市翻台率：**处于相对较高水平，2025H1达到3.4次/日，体现大众便民定位在该层级城市中的较强适配性；**4）三线及以下城市翻台率：**由2022年的2.7次/日回升至2023年的3.0次/日，2024年略有回落，2025H1回升至3.0次/日，表现稳健。

**客单价持续下调以适配消费理性化，符合便民定位。**小菜园客单价呈现阶段性回落趋势，与整体消费趋于理性及公司强化“高质平价”定位相一致。2021-2023年，公司整体客单价由66.1元小幅下降至65.2元；2024年进一步回落至59.2元，2025H1降至57.1元，反映在宏观环境承压背景下，公司通过价格与产品结构优化提升客群覆盖度。**分城市等级拆解：****1）一线城市客单价：**由2021年的69.2元下降至2024年的61.1元，2025H1进一步调整至58.5元，体现高线城市消费趋谨慎；**2）新一线城市客单价：**由2023年的67.2元降至2025H1的56.8元，调整幅度与整体趋势一致；**3）二线城市客单价：**由67元区间回落至2025H1的57.9元，表现相对平稳；**4）三线及以下城市客单价：**长期处于相对较低水平，2025H1为56.5元，符合下沉市场特征。

总体来看，小菜园通过主动下调客单价、优化菜品与价格结构，在不显著削弱翻台率的前提下扩大客群覆盖，与稳健的翻台率表现形成协同，有助于支撑收入规模的持续增长，并强化其大众便民中式餐饮的核心竞争力。

图6: 小菜园翻台率(次/天)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 小菜园客单价(元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

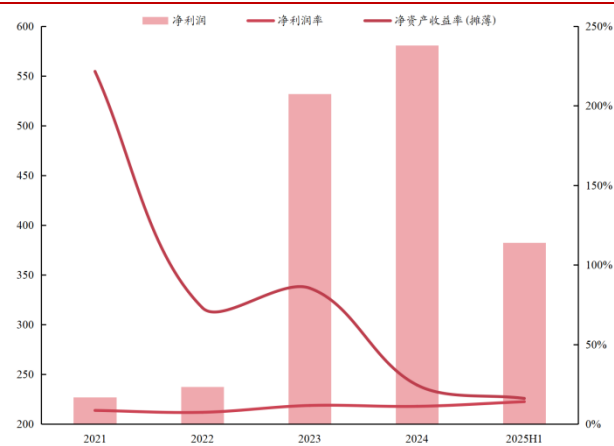
### 1.3.2 盈利情况: 规模效应驱动小菜园盈利质量持续提升

**小菜园盈利能力显著修复并持续增强。**公司净利润由 2021 年的 2.27 亿元提升至 2022 年的 2.38 亿元。2023 年随着消费修复及门店扩张, 净利润同比大幅增长至 5.32 亿元, 净利润率由 2022 年的 7.4% 显著提升至 11.7%。2024 年在高基数背景下, 净利润进一步增至 5.81 亿元, 净利润率维持在 11.1% 的较高水平。2025H1, 公司净利润达 3.82 亿元, 净利润率提升至 14.1%, 显示盈利能力持续强化。

**毛利规模稳步扩张, 毛利率中枢上行。**公司毛利由 2021 年的 17.33 亿元增长至 2024 年的 35.49 亿元, 2025H1 达到 19.12 亿元; 毛利率由 2021 年的 65.5% 提升至 2024 年的 68.1%, 2025H1 进一步升至 70.5%, 反映规模效应、供应链效率提升及产品结构优化成效持续显现。

**ROE 阶段性回落, 扩张期特征明显。**2021-2023 年公司 ROE 维持在较高水平 (222%/73%/85%), 体现较强资本回报能力; 2024 年及 2025H1 分别回落至 24.6% 和 16.1%, 主要受资本投入与扩张节奏影响。整体来看, 公司在持续扩张背景下仍保持合理的资本回报水平。

图8: 净利润(百万元)、净利润率及净资产收益率(%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图9: 毛利(百万元)和毛利率(%)情况

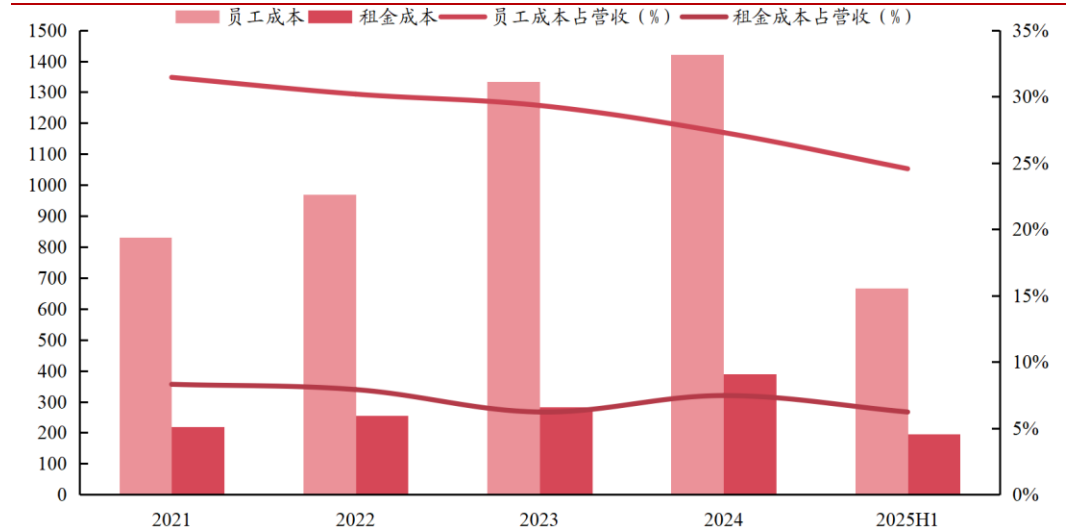


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**小菜园费用率整体呈现持续优化趋势, 反映规模效应与运营效率同步释放。**1) **员工成本方面:** 随着门店网络扩张, 员工成本由 2021 年的 8.32 亿元增长至 2024 年的 14.22 亿元, 但员工成本率由 31.4% 持续下降至 27.3%, 2025H1 进一步优化至 24.6%。员工成本率下降的主要原因在于: 一是门店规模扩大带来人员配置的规模效应, 新增门店在人员结构与排班效率上更为成熟; 二是公司持续提升门店管理效率与人效水平, 使单店、单员工产

出随收入增长而同步提升，从而对冲了薪酬与福利提升带来的成本压力。2) 租金成本方面：租金成本随门店数量增加而上升，由 2021 年的 2.20 亿元增至 2024 年的 3.89 亿元，但租金成本率整体呈下行趋势，2021-2023 年由 8.3% 降至 6.2%，2024 年阶段性回升至 7.5%，2025H1 再度回落至 6.2%。租金率波动主要与门店扩张节奏及租赁结构变化相关：一方面，门店网络扩张带来短期内低价值资产及短期租赁支出增加；另一方面，公司采用包含可变租金的租赁安排，使租金支出与门店经营表现更为联动，有助于在经营效率改善后推动租金率回落。

图10： 2021年-2025H1 小菜园费用率情况（百万元；%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 1.4 管理团队：创始人深度主导、内生团队接力成长，管理中枢稳定高效

小菜园管理层以创始人为核心，整体呈现出“强创始人引领+内生成长型管理团队”的鲜明特征。公司创始人、董事长兼执行董事兼总经理汪书高先生深耕餐饮行业逾 20 年，自基层厨师起步，完整经历门店经营、菜品研发与连锁化扩张全过程，对中国大众餐饮需求、标准化路径及组织管理具备深刻理解，并通过长期一线实践确立了稳健务实的经营风格。在创始人带领下，公司核心管理层高度稳定，多名执行董事及区域总经理自 2013 年前后即加入小菜园，陪伴公司从区域品牌成长为全国连锁体系。现任执行董事及副总经理、区域总经理团队在餐厅运营、区域管理、供应链协同及内部组织建设方面拥有 10 年以上行业经验，其中多位管理人员出身厨师长、门店经理等一线岗位，具备较强的实操能力与执行效率。整体来看，小菜园管理团队以长期内部培养为主，专业背景覆盖运营管理、区域拓展、供应链及合规事务，形成经验互补、分工清晰的管理架构。稳定的核心班底与深厚的一线经验，为公司在持续扩张阶段保持运营效率与品牌一致性提供了重要保障，也构成其规模化发展的关键软实力。

表2: 小菜园管理层介绍

姓名	职务	履历
汪书高	创始人 董事长 执行董事兼总经理	汪书高先生, 公司的创始人, 于 2021 年 10 月获委任为公司董事长、执行董事兼总经理。自 2013 年 6 月起, 汪先生一直担任小菜园餐饮的董事长。汪先生于餐饮行业拥有超过 20 年经验。在创立公司之前, 汪先生曾分别于 2006 年 3 月、2007 年 5 月和 2010 年 12 月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。汪先生曾获得多个著名奖项及认可, 包括(i)于 2019 年 11 月获安徽省企业经营与管理研究会任命为副会长, (ii)于 2020 年 12 月获中国商业企业管理协会评为“全国商业优秀企业家”, 及(iii)于 2021 年 5 月获安徽省烹饪协会委任为副会长。
李道庆	执行董事 董事兼副总经理	李道庆先生于 2023 年 2 月获委任为执行董事。李先生自 2013 年 6 月起一直担任小菜园餐饮的董事兼副总经理。在加入公司之前, 李先生于 2001 年 6 月至 2007 年 3 月在马鞍山市花山区 148 法律服务所提供法律服务、于 2007 年 3 月至 2009 年 1 月担任重庆市渝西钢铁(集团)有限公司总经理及于 2009 年 1 月至 2012 年 7 月担任重庆市度玛金属材料有限公司业务部门总监。彼自 2021 年 12 月起担任江苏省南京市鼓楼区人民代表大会代表及自 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。李先生分别于 2001 年 12 月及 2004 年 12 月毕业于中国安徽省安徽大学经济法专科及法律专业本科。
田春永	执行董事 董事兼副总经理	田春永先生于 2023 年 2 月获委任为执行董事。田先生自 2014 年 10 月起一直担任小菜园餐饮的董事兼副总经理。在加入公司之前, 田先生分别于 2006 年 10 月至 2007 年 12 月、2008 年 1 月至 2011 年 1 月、2011 年 1 月至 2013 年 12 月在南京秦朝瓦罐餐饮有限公司、南京御泰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。彼目前正通过远程教育攻读中国北京的国家开放大学的专科文凭。
周斌	执行董事 董事兼区域总经理	周斌先生于 2023 年 2 月获委任为执行董事。周先生自 2013 年 6 月起一直担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。周先生于餐饮行业拥有逾 15 年经验。在加入公司之前, 周先生于 2010 年 12 月至 2013 年 3 月担任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨。周先生于 1996 年 5 月在中国安徽省铜陵市枞阳县老洲中学毕业, 彼目前正通过远程教育攻读中国北京的国家开放大学的专科文凭。
汪维芳	执行董事 董事兼区域总经理	汪维芳女士于 2023 年 2 月获委任为执行董事。彼自 2013 年 6 月起一直担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。汪女士于餐饮行业拥有超过 10 年经验。在加入公司之前, 汪女士于 2008 年 3 月至 2010 年 12 月任职于铜陵市郊区和谐大酒店, 最后的职位为经理。彼亦于 2010 年 12 月至 2013 年 3 月担任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的经理。汪女士于 2004 年 7 月在中国安徽省铜陵市郊区红阳初级中学毕业。
陶旭安	执行董事 董事兼区域总经理	陶旭安先生于 2023 年 2 月获委任为执行董事。陶先生自 2013 年 6 月起一直担任小菜园餐饮的董事兼区域总经理。陶先生于餐饮行业拥有超过 10 年经验。在加入公司之前, 陶先生于 2006 年 3 月至 2007 年 5 月担任铜陵市旺旺美食林的厨师长。彼亦于 2010 年 12 月至 2013 年 3 月担任铜陵市和谐餐饮有限责任公司的行政总厨。陶先生于 2002 年 6 月在中国安徽省铜陵县凤凰农业中学(现为义安区凤凰学校)毕业。彼目前正通过远程教育攻读中国北京的国家开放大学的专科文凭。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

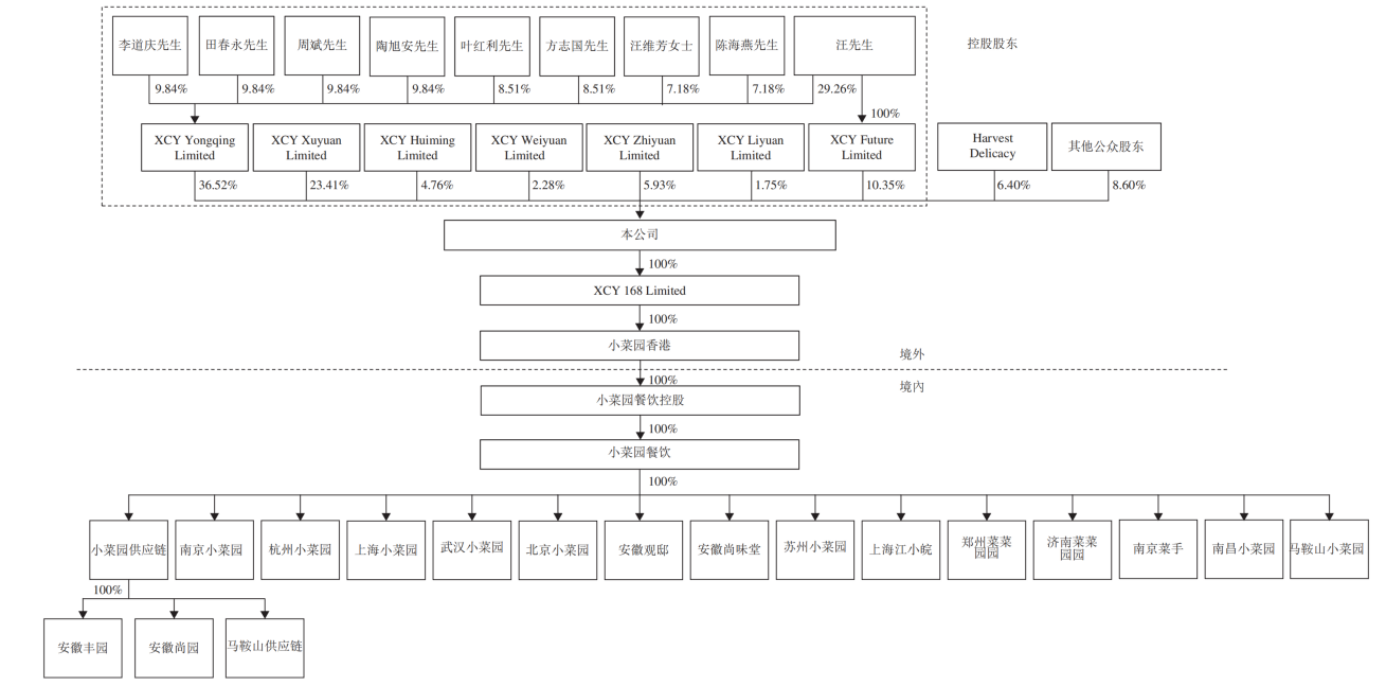
## 1.5 股权结构: 创始人强控股, 员工深绑定

小菜园股权结构以“创始人控股+员工深度绑定”为核心, 控制权清晰且激励导向鲜明。公司通过设立五家中持股平台(铜陵旭园、铜陵慧明、铜陵维园、铜陵志园、铜陵利园)实施股权激励, 合计持有小菜园控股约 38%的股权, 覆盖创始人汪书高及约 130 名管理层与核心骨干员工。上述持股平台均由汪书高控制, 并通过一致行动安排确保公司实际控制权稳定。2020 年股权激励计划已完成并终止, 股权结构趋于清晰稳定。

从治理与激励机制看, 小菜园形成了高度“内部化”的激励体系: 受激励股东主要来自总部及区域管理层、一线骨干员工, 股权分配与能力、业绩、岗位重要性及任职年限高度挂钩; 同时辅以绩效薪酬与清晰的内部晋升通道, 推动核心岗位长期留任。截至 2024 年 12 月, 公司股东中约 90.4%由门店基层员工成长而来, 区域经理、店长及厨师长几乎全部实现内部培养。

总体来看，小菜园股权结构兼具强控制力与高激励强度，在保障创始人战略主导权的同时，通过员工持股平台实现利益深度绑定，有助于在持续扩张阶段稳定管理团队、提升组织执行力，为中长期规模化发展提供制度支撑。

图11：截至 2024 年 12 月 股权结构架构（紧随全球发售后）



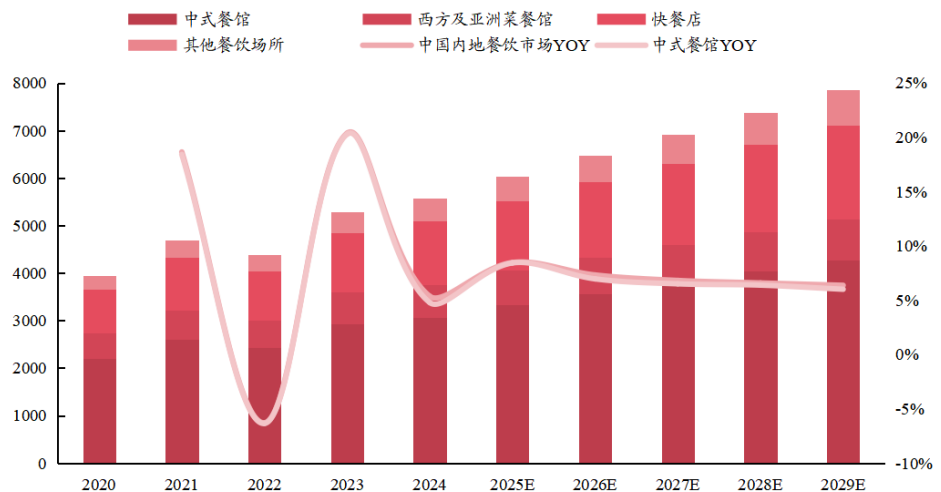
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2 行业情况：标准化破局，连锁化提速

### 2.1 行业规模：中式餐饮为核，大众便民为势

中式餐饮稳居主导地位，市场规模稳步扩张。中国内地餐饮市场可分为中式餐厅、西方及亚洲菜餐厅、快餐店及其他餐饮场所四大板块。其中，中式餐厅始终为市场的绝对主导，2024年收入规模达30,715亿元，占整体市场的55.1%，稳居最大细分业态。2020-2024年，中式餐饮收入由21,981亿元提升至30,715亿元，CAGR为8.7%，体现出在整体餐饮行业波动中，中式餐饮依然展现出稳定的需求韧性。展望未来，根据灼识咨询，2024-2029年，中式餐饮市场预计将以6.8%的CAGR稳步增长至42,770亿元，延续其主导格局。相较于西方及亚洲菜餐厅、快餐等业态，中式餐饮凭借深厚的本土消费基础与多样化的细分品类，仍是行业增长的核心驱动力。我们认为，中式餐饮不仅是**中国餐饮市场的最大基本盘，也是连锁化率提升空间最大的板块**。随着消费者对稳定品质、性价比和用餐体验的需求提升，行业份额将逐步向具备规模效应和品牌影响力的企业集中。小菜园作为大众便民中餐赛道的重要参与者，依托其在一线及新一线城市的持续深耕、以及围绕SKU结构优化与供应链体系搭建形成的效率优势，有望在行业加速出清与集中度提升的背景下稳步提升市场份额，充分受益于中餐连锁化、规模化进程推进所带来的结构性成长机会。

图12：2020-2029年中国内地餐饮市场规模（十亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.2 行业格局：中餐进入“标准化-连锁化-国际化”新阶段

过去，中式餐饮因菜品复杂、明火操作依赖度高及供应链碎片化，长期难以实现规模化复制。餐饮企业普遍面临“三大困境”：其一，菜品丰富但制作工序复杂，依赖厨师经验，导致扩张受限；其二，明火烹饪比例高，人力成本与出品稳定性双重承压；其三，供应链缺乏集中加工能力，难以实现降本增效。然而，随着行业数字化、中央厨房及冷链体系的逐步完善，以及菜单SKU精简和厨房智能化的推广，中餐正在逐步突破“人治”瓶颈，实现从经验依赖型运营向标准化、可复制、可规模化运营的转变。这一转变不仅为连锁化提供了条件，也为中餐品牌未来的国际化扩张奠定基础。

#### 2.2.1 从“人治”到“智治”：标准化破局，复制成为可能

近年，行业正在从“人治”迈向“智治”，标准化与数字化成为中餐连锁化的关键抓手。一方面，SKU 精简与爆品打造显著提升了出品可复制性。企业普遍通过控制菜单数量、集中打造可标准化爆品，弱化明火烹饪与个体厨师技能依赖，提升复热、装配等标准操作比例。另一方面，越来越多品牌引入炒菜机器人，助力后厨操作流程可视化、自动化，提升出品稳定性与人效。智能烹饪设备正在兴起，智能炒菜机正悄然改变行业降本增效的格局：中国烹饪协会数据显示，预计 2025 年连锁餐饮品牌的智能烹饪设备渗透率将达 40%，如何善用智能技术重构成本，成为中餐破局的核心命题。作为国内智能烹饪领域先行者，优特智厨九大智慧烹饪体验中心的开放，正在为万亿中餐市场提供了标准化突围的新路径，一场关乎餐饮效率的战役已然打响。以小菜园为例，通过炒菜机器人推动后厨标准化与人效提升。小菜园已投入使用 3,000 台炒菜机器人，用于门店高频菜品的出品操作。该设备单价约为 50,000 元，可实现自动控温、控时与标准翻炒程序，大幅简化后厨流程，提升出品效率与一致性。炒菜机器人不仅降低了对厨师的依赖，还助力企业进一步推进 SKU 精简与厨房操作标准化，在保障风味的同时有效控制人力成本。

表3：小菜园智能设备数量及单价（单位：台；元）

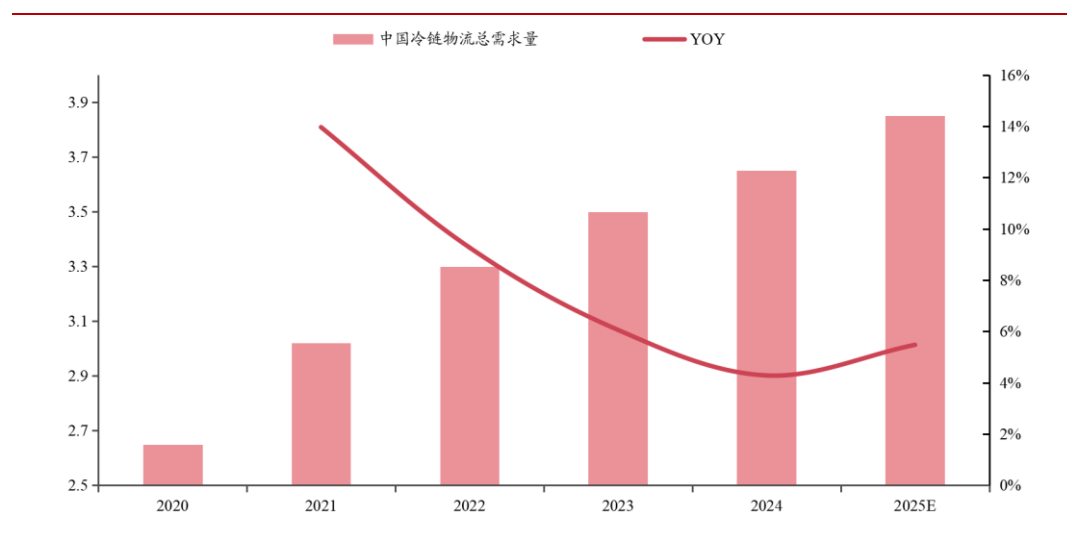
功能	数目（台）	估计单价（元）
炒菜机器人	3,000	50,000
智能摄像系统	1,400	34,000
AI 自助结账机	400	5,000

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.2.2 产业链升级：数字化供应链与冷链基础设施助力连锁化

近年来，中央厨房以及冷链物流体系的建设，为企业提供了全国范围内稳定、可控的食材供应。我国冷链物流需求持续增长，2023 年全国冷链物流需求量约 3.5 亿吨，同比增长 6.1%，2024 年进一步增至约 3.7 亿吨，同比增长 4.3%。从需求结构看，食品冷链是冷链物流最核心、最具确定性的应用场景，接近 90%。随着消费者对安全、新鲜度和质量稳定性的要求不断提高，2022 年我国食品冷链物流需求总量达到 3.30 亿吨，同比增长 9.17%，体现食品冷链作为“刚需型结构”的长期增长性。

图13：我国冷链物流总需求量预计 2025 年达 3.85 亿吨（单位：亿吨）



资料来源：中研网，浙商证券研究所

通过集中加工、预处理食材及冷链配送，企业能够降低单位出品成本，同时保持产品稳定性。以小菜园为例，公司已建立中央厨房、14个仓库及200车冷链配送体系，实现原料集中采购和成本管控，保障门店出品稳定性和运营效率。为进一步增强供应链的管控力与可持续发展能力，绿茶集团计划于2025年在浙江启动自建中央加工设施建设，预计于2026年正式投产。该设施规划总建筑面积约24,500平方米，总投资约1.96亿港元。整体来看，冷链基础设施与集中加工体系的建设正逐步打通中餐连锁化的关键节点，为行业扩张、品牌集中化及未来国际化奠定基础。

表4：绿茶集团浙江中央食材加工设施产能规划

时间	供应范围	总产能	提前处理食材及烘焙产品	清洗及加工食材
2026年	提前处理/烘焙：供应全国约1/3斤	62,800吨	约7,800吨	约55,000吨
运营首年	清洗/加工：供应华东所有餐厅			
2028年	提前处理/烘焙：90%供应全国餐厅，10%零售	165,000吨	约44,600吨	约120,400吨
满产	清洗/加工：供应华东所有餐厅			

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

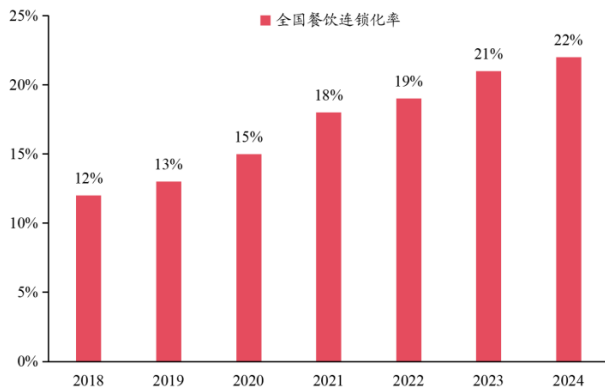
### 2.2.3 中餐新阶段：从“能复制”到“能规模化”

在标准化能力持续提升的基础上，中餐行业正逐步从“分散粗放”走向“集约高效”，连锁化成为提效降本、保障出品稳定并加速规模扩张的核心路径。

首先，连锁化趋势加快，行业正进入复制效率驱动阶段。我国餐饮行业连锁化率自2018年的12%提升至2023年的21%，五年几乎翻倍，2024年继续上行。根据红餐产业研究院，从门店规模结构来看，与2023年相比，截至2024年9月，100-500家门店的经营主体占比上升了1.97个百分点，而500家以上门店主体占比提升0.38个百分点，显示中大型连锁企业数量稳步增加。

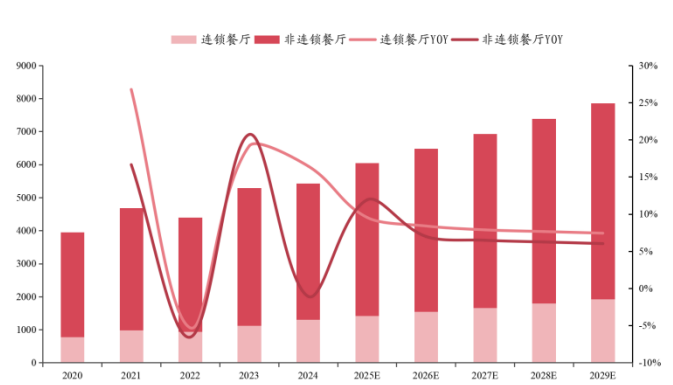
其次，连锁餐厅的收入增速显著领先于非连锁企业。2020-2024年，连锁餐厅收入复合年增长率达到14%，远高于非连锁餐厅的7%。尽管连锁餐饮整体收入在2024年仍低于非连锁餐厅（约13,003亿元 vs 41,275亿元），但其扩张速度和盈利模式的可持续性，使其成为资本和企业争夺的焦点。

图14: 截至2024年9月中国餐饮连锁化率(%)



资料来源: 美团、红餐大数据, 浙商证券研究所

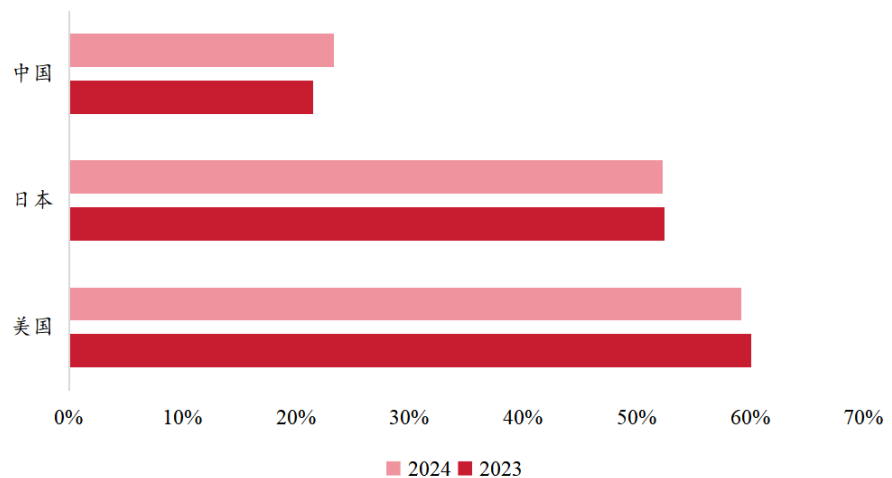
图15: 连锁/非连锁餐厅市场规模(十亿元)及增速(%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

此外, 中餐连锁化渗透率仍偏低, 提升空间显著。从全球对比来看, 中国连锁化率远落后于成熟市场。2023年, 中国餐饮连锁化率仅为21.5%, 远低于美国(60.1%)与日本(52.4%); 2024年, 中国该指标虽提升至23.3%, 但与美国(59.2%)和日本(52.3%)相比, 差距仍超过30pct。换言之, 国内连锁化率仅相当于成熟市场的约四成水平, 长期提升空间广阔。考虑到中国餐饮市场规模全球第一, 中式餐饮作为主导业态, 连锁化率的逐步提升将成为行业进入“规模化”阶段的重要驱动力。

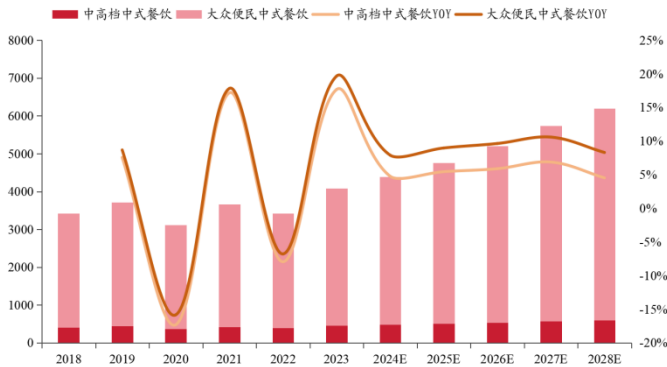
图16: 2024年中国连锁化率为23.3%, 远低于美国和日本(%)



资料来源: 公司公告、小菜园招股书, 浙商证券研究所

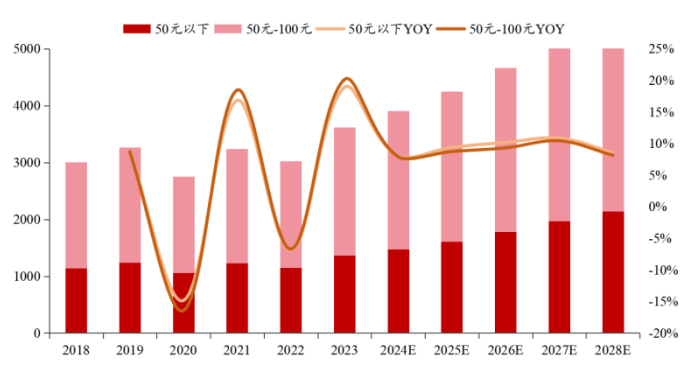
在连锁化趋势加速的背景下, 低客单价大众便民餐市场正成为连锁化率提升的核心战场。一方面, 该市场具备广阔的消费基础与强劲增长势头。大众便民中式餐饮行业占中式餐饮整体规模约90%, 2023年行业规模超3.6万亿元, 2018-2023年CAGR约4%, 显著高于中高档中式餐饮(CAGR约3%)。其中, 50元以下客单价市场表现尤为突出: 2018-2023年规模由约1.1万亿元增至1.3万亿元, CAGR3.7%。根据弗若斯特沙利文, 预计2023-2028年CAGR将达9.4%, 成为行业增长的主要动力。另一方面, 低客单价同时带来盈利模式上的挑战。由于单店毛利空间有限, 连锁品牌必须依赖更高效的标准化能力与供应链集约化来维持盈利, 这也倒逼企业在冷链、中央厨房、数字化管理等环节持续加大投入。换言之, 低价并非连锁率提升的充分条件, 唯有在“质价比”的基础上实现成本与效率双重突破, 品牌才能真正穿透价格带、完成规模化扩张。

图17: 大众便民中式餐饮行业(十亿元)及增速(%)



资料来源: 小菜园招股书, 浙商证券研究所

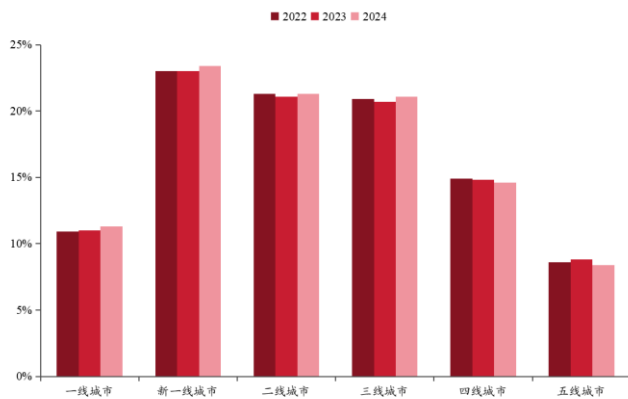
图18: 连锁/非连锁餐厅市场规模(十亿元)及增速(%)



资料来源: 小菜园招股书, 浙商证券研究所

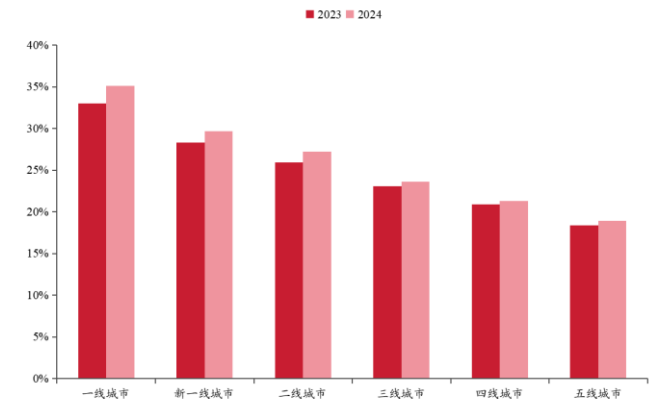
从区域分布来看, 连锁化路径正呈现分化格局。新一线与一线城市连锁渗透率加速提升。2024年一线城市连锁化率已达35.1%, 同比提升显著, 显示高线市场对标准化与品牌化接受度更高。下沉市场的连锁渗透率出现小幅回调。2023-2024年, 四线城市和五线城市连锁门店占比分别下降0.2和0.4个百分点。但与此同时, “县域品牌反攻上行”的趋势日益明显; 同时, 部分下沉市场连锁品牌开始组团进入一线城市, 依托美团、大众点评等互联网平台快速触达目标客群, 成功融入一线消费者日常生活, 显示出“反向突围”的潜力。

图19: 2022-2024年餐饮连锁门店地域分布(%)



资料来源: 中国连锁经营协会、美团, 浙商证券研究所

图20: 2023-2024年不同等级城市连锁门店占当地门店数的比例(%)



资料来源: 中国连锁经营协会、美团, 浙商证券研究所

综上所述, 低客单价大众便民餐市场既是中餐连锁化提升的最大增量来源, 也是一场对供应链效率与质价比能力的严苛考验。我们认为, 未来, 能够在“标准化-成本控制-质价比”之间找到最佳平衡点的企业, 将在规模化竞争中脱颖而出。

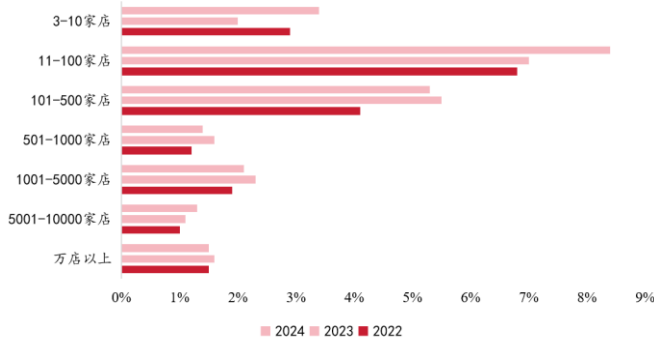
## 2.3 行业竞争优势: 连锁规模、下沉渗透与价格带掌控塑造中餐品牌壁垒

### 2.3.1 百店规模品牌增长最快

门店结构持续优化, 百店以上品牌占比提升。从门店规模结构来看, 2024年各区间品牌占比均较2023年有所提升, 其中“11-100家”区间占比最高(8.4%), 其次是“101-500家”(5.3%)。万店以上规模品牌占比维持在1.5%, 基本持平, 显示头部稳定。整体来看, 行业正在经历由小型连锁向“百店+”迈进的结构性演变。百-千店梯队扩张加速, 行业进入新规模周期。分增速看, 2024年, 501-1000家规模区间门店增长最快(+93.6%), 其次

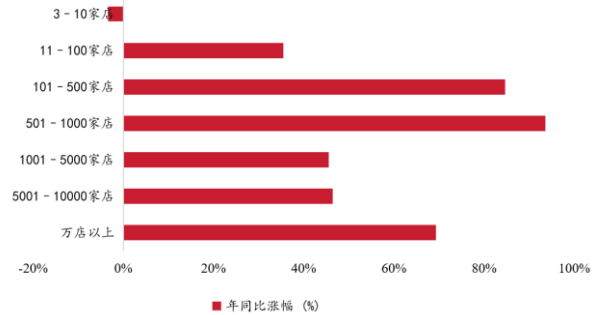
是 101-500 家 (+84.6%) 和万店以上 (+69.3%)。这表明餐饮行业已进入“百店及以上”快速扩张的新阶段，“百-千店”梯队正逐步形成，未来有望诞生更多全国性品牌。

图21: 2022-2024 年餐饮品牌连锁门店数区间等级分布 (%)



资料来源: 中国连锁经营协会、美团, 浙商证券研究所

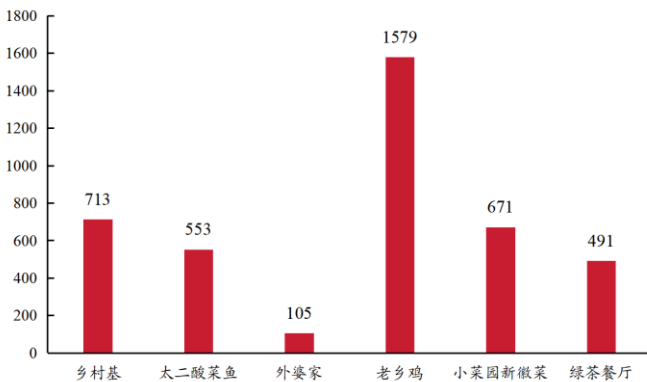
图22: 2024 年不同规模区间的品牌门店数年同比涨幅 (%)



资料来源: 中国连锁经营协会、美团, 浙商证券研究所

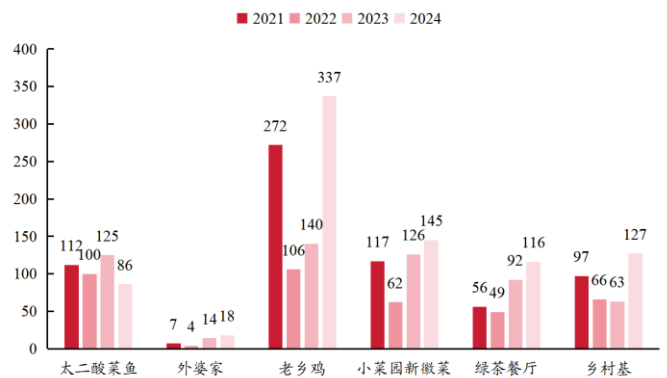
**头部分化显现, 开店进入“快+稳”双轨模式。**截至 2025H1, 老乡鸡以 1579 家门店位列第一, 展现出强大标准化与复制能力; 其次是乡村基 (713 家) 和小菜园 (671 家), 初步形成规模壁垒。绿茶集团等仍处于 500 家以下的爬坡期, 需继续验证复制节奏与盈利模型。**不同业态开店节奏分化明显: 快餐/轻正餐扩张提速。**老乡鸡 2024 年新开 337 家, 小菜园、乡村基分别新开 145、127 家, 展现出规模韧性; 中高端正餐则趋于稳健, 外婆家、太二单年净增均低于 90 家, 体现出对开店质量与单店盈利的审慎把控。

图23: 2025H1 头部中餐品牌门店数量 (家)



资料来源: 窄门餐眼, 浙商证券研究所

图24: 2021-2024 年头部品牌新开门店数 (家)



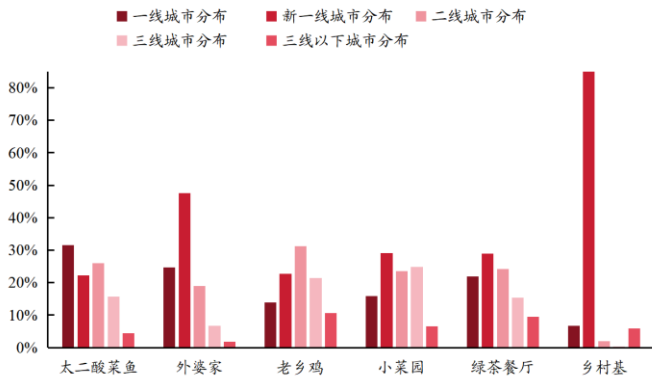
资料来源: 窄门餐眼, 浙商证券研究所

### 2.3.2 下沉市场成核心增量, 深度渗透力塑造长期壁垒

**中餐市场正向下沉市场集中, 下沉市场成核心增量。**从门店结构来看, 老乡鸡、小菜园和绿茶集团在三线及以下市场的占比均超过 20%, 其中老乡鸡 (32.1%) 和小菜园 (31.4%) 更是明显高于外婆家等偏重一二线城市的品牌。同时, 在乡镇市场的拓展深度上, 老乡鸡和小菜园已经建立起先发优势, 分别覆盖 147 个和 103 个乡镇, 门店数量达到 311 家和 145 家, 初步形成县级规模化网络。绿茶集团也已进入 39 个乡镇, 探索跨区域下沉发展路径。相比之下, 外婆家仍然依赖一二线市场, 乡镇门店数量有限 (8 家), 显示出对下沉市场的渗透不足。太二酸菜鱼则表现出一定均衡性, 不仅在二线城市布局较多, 同时已进入 79 个乡镇, 展现出对低线市场的积极探索。总体而言, 下沉市场的覆盖与适配

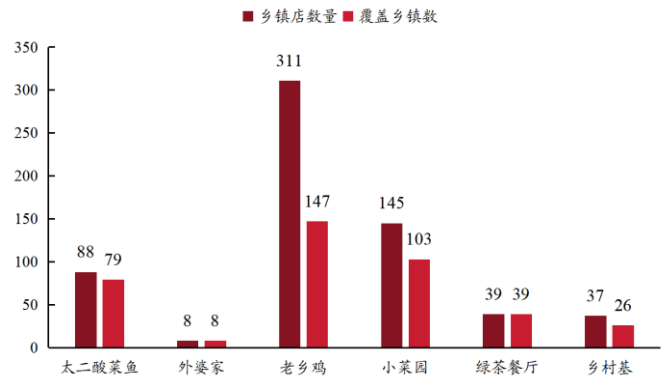
能力，正在成为衡量品牌长期竞争优势的关键变量，老乡鸡、小菜园等“深耕下沉型”品牌已率先建立规模壁垒，而绿茶集团、太二等品牌也正通过逐步下沉打开新的增长空间。

图25：2025H1 头部品牌各线城市门店分布（%）



资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

图26：2025H1 头部品牌乡镇店数量及覆盖乡镇数量（家；个）

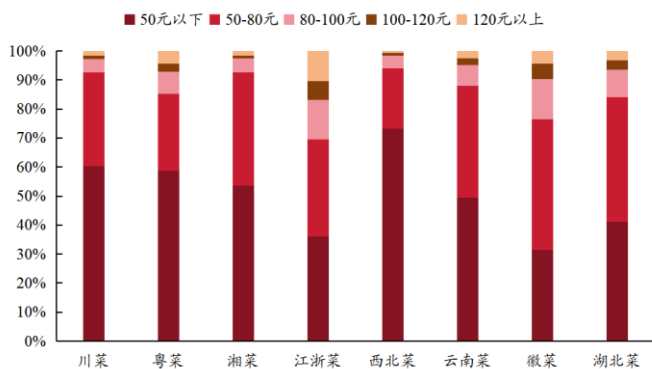


资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

### 2.3.3 中餐客单价下移，百元以下市场成为连锁主力

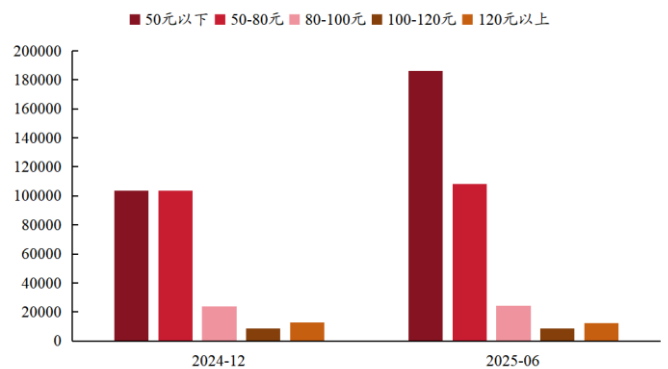
中餐市场主流价格带正明显向中低价段集中，百元以下门店已成为市场主体。2025年6月，八大菜系百元以下门店占比达94%，其中50元以下为55%，50-100元为39%。除江浙菜外，其余七大菜系百元以下门店占比均超九成，体现出低价高频、接受度广的市场特性，使大众便民中餐成为连锁品牌核心价格带。百元以下市场门店数量快速增长，成为中餐扩张的核心增量区间。从2024年12月到2025年6月，50元以下的门店数量同比增长了近80%，而50-100元的门店也保持了稳定增长，同比增长了约4%。虽然百元以下价格区间毛利较薄，但凭借高频刚需和广泛受众，真正具备标准化出品、供应链控制及门店复制能力的品牌，能够在此价格带实现可持续规模化扩张。

图27：2025H1 八大菜系客单价区间占比对比



资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

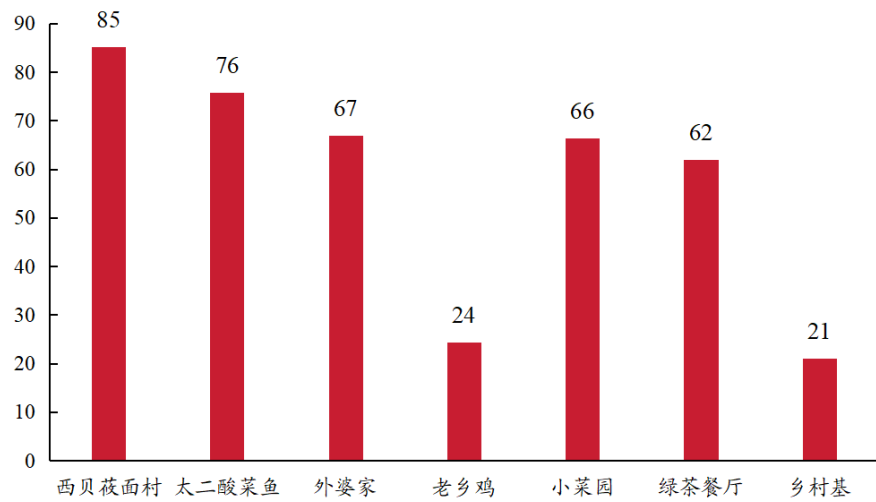
图28：2025年初八大菜系客单价区间门店数量（家）



资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

头部品牌的价格策略呈梯度布局，支撑市场覆盖。快餐类品牌如老乡鸡、乡村基客单价在25元左右，深耕低价高频市场；正餐及轻正餐品牌如太二酸菜鱼、绿茶集团、小菜园和外婆家集中在50-100元区间，为低价市场提供中高端补充。

图29： 2025H1 头部品牌客单价（元）



资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

我们认为，**标准化和供应链能力是低价市场可持续扩张的关键**。百元以下价格带毛利相对较薄，但其高频刚需和高接受度为连锁品牌提供了天然增长空间。只有具备标准化出品、供应链控制及门店复制能力的品牌，才能在该区间实现持续规模化扩张，形成长期竞争力。

### 3 公司优势：前端提效率、降负担，后端保质量、稳供给

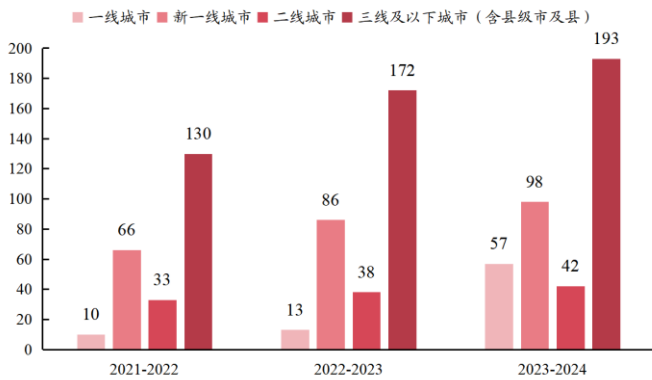
在全国化扩张过程中，小菜园门店模型已完成跨城市层级的可复制验证。同店表现于不同城市能级间节奏一致，短期波动主要受宏观与基数影响，未改变门店经营质量与模型稳定性，反映其大众便民定位具备全国推广基础；同时，外卖业务结构性优化，收入结构向堂食回归。叠加门店端“前端降复杂度、后端提确定性”的持续优化，以及双轨扩张策略的推进，我们认为公司已进入全国化复制的成熟阶段，门店扩张与经营杠杆释放具备较强确定性。

#### 3.1 模型验证：跨城复制已成，堂食回归重心

##### 3.1.1 同店验证：复制逻辑夯实，短期回调无惧

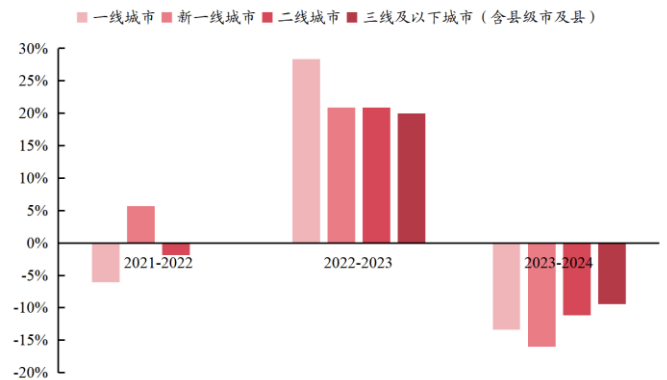
小菜园依托“好吃不贵”的大众餐饮定位与高度标准化的门店模型，同店数据在不同城市能级中呈现出较强的一致性与可复制性。2021-2024年，公司同店门店数量由239家增至390家，扩张重心主要集中于三线及以下城市与新一线城市，同店数量分别由130家、66家提升至193家、98家，体现模型在下沉市场与核心扩张城市的双向适配能力；一线及二线城市同店数量亦稳步增长，为品牌在高能级城市的持续经营与品牌曝光提供支撑。从同店销售表现看，各线城市趋势高度一致：2021-2022年整体同店销售基本持平；2022-2023年在消费修复及外卖业务放量带动下，各线城市同店销售额普遍实现20%左右增长，其中新一线及二线城市表现相对更优，反映核心城市消费恢复弹性较强；2023-2024年各线城市同店销售额均出现个位数至低双位数回落，一线及新一线城市降幅略大，主要受2023年公共卫生事件后高基数效应及公司主动下调菜品价格、强化性价比策略影响。整体来看，小菜园同店数据在扩张周期内呈现“修复—高增—回调”的行业共性特征，其跨城市层级的表现差异有限，短期波动主要由宏观与基数因素驱动，并未破坏门店经营质量，表明商业模式具备较强的全国复制基础。

图30：2021-2024年小菜园同店数目（家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图31：2021-2024年小菜园同店销售额增长率（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

##### 3.1.2 业务结构修复：堂食重回核心、结构趋于健康

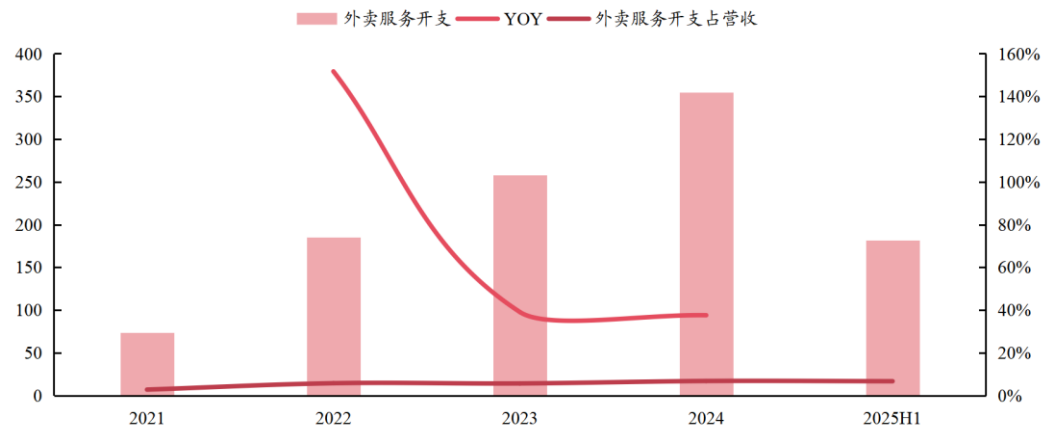
外卖阶段性对冲波动，小菜园收入结构向堂食回归。在2022-2024年行业与消费环境波动阶段，小菜园外卖业务承担了重要的逆周期缓冲功能。外卖收入由2021年的4.10亿元提升至2024年的20.05亿元，2021-2024年CAGR达69.8%，外卖收入占比由15.5%上行至38.5%，在一定程度上对冲了堂食承压与门店爬坡期的不确定性。同期堂食业务收入由2022年的21.83亿元恢复至2024年的31.92亿元，2021-2024年CAGR约25.3%，显示堂食基本盘在修复过程中保持韧性。与外卖规模快速扩张相对应，外卖服务开支同步上行。

2021-2024 年外卖服务开支由 0.74 亿元增至 3.55 亿元，CAGR 达 68.9%，费用占营收比重由 2.8% 提升至 6.8%。尽管在订单密度提升及平台合作效率改善下，2023 年费用率短暂企稳于 5.7%，但 2024 年在主动下调价格、外卖占比进一步提升的背景下，费用率阶段性抬升，反映外卖模式在规模放量同时对利润端形成持续约束。

进入 2025 年，公司对外卖与堂食的角色定位开始主动调整。2025H1 外卖收入同比增速已放缓至 13.7%，外卖服务开支占营收维持在 6.7% 的相对高位，而堂食业务收入同比增长 2.2%，在整体营收增速趋缓背景下表现更为稳健。公司明确提出，未来将外卖收入占比控制在 30% 以内。管理层认为，堂食所承载的体验价值与消费氛围具有不可替代性，需通过保留门店“烟火气”，夯实品牌心智与核心客群基础，在此基础上实现更健康的收入结构。

我们认为，小菜园外卖业务已完成由“逆周期对冲工具”向“稳定补充渠道”的角色转换；在外卖服务开支约束清晰的背景下，堂食端重新成为收入增长与盈利弹性释放的核心，有助于公司门店模型在全国扩张过程中实现更可持续的回报结构。

图32：2021 年-2025H1 小菜园外卖服务开支（百万元；%）



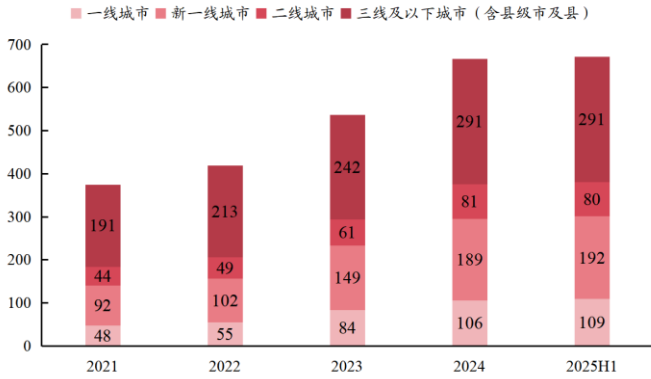
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2 全国扩张：门店梯度清晰，双轨扩张提速

小菜园延续“下沉为基、核心城市突破”的双轨策略，门店分布呈现出清晰的梯度特征。2021-2024 年，公司餐厅数量由 379 家提升至 667 家，三年 CAGR 达 20.7%，同期营业收入由 26.5 亿元增长至 52.1 亿元，规模扩张仍是收入增长的核心驱动。2025H1 门店数进一步增至 672 家，扩张节奏在高基数下有所放缓，但仍保持正增长。

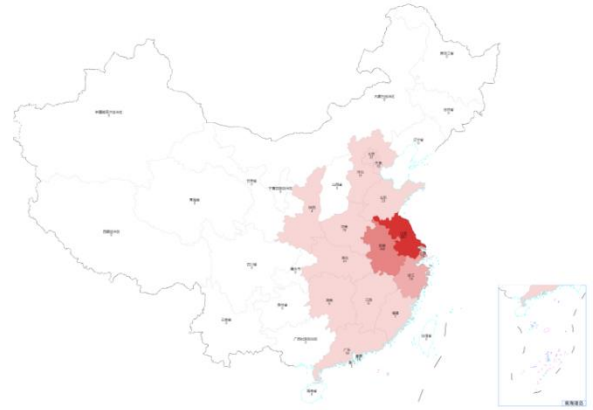
三线及以下城市仍为门店基本盘。2024 年三线及以下城市门店数量达 291 家，占比约 44%，2021-2024 年 CAGR 约 15%，反映大众餐饮模型在下沉市场具备稳定复制能力，是公司持续扩张的重要承载区域。新一线城市为近三年扩张最快的城市层级。门店数由 2021 年的 92 家增至 2024 年的 189 家，三年翻倍，同比持续维持在 25% 左右，显示品牌在核心扩张城市中的接受度与单店模型适配性持续验证。一线及二线城市门店数量稳步提升。2021-2024 年，一线城市门店数由 48 家增至 106 家，二线城市由 44 家增至 81 家，更多承担品牌展示、客群外溢与运营标准示范功能，为全国化扩张提供高能级支点。整体来看，各城市层级门店数量增速差异有限，未出现明显“单一层级依赖”，体现公司在不同消费能级下均具备相对稳定的选址与盈利模型。

图33: 小菜园门店总数(家)及增速(%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图34: 截至2025年11月小菜园门店分布情况(家)



资料来源: 窄门餐眼, 浙商证券研究所

从区域分布看, 小菜园门店网络呈现明显的华东、华中高密度集群特征。截至2025年11月, 江苏(267家)与安徽(144家)合计占比接近四成, 构成公司最核心的门店腹地; 上海(78家)、浙江(74家)等一线及强经济省份门店布局持续加密, 兼顾规模与品牌势能。同时, 公司已逐步向湖北、山东、河南、广东等区域拓展, 并在北京、天津等高能级城市保持稳定布局, 全国化轮廓逐步成型, 但区域集中度仍处于可控水平。

综合来看, 小菜园门店扩张呈现出节奏稳、结构均、区域可复制的特征: 下沉市场提供规模基础, 新一线与一线城市强化品牌与模型验证, 为后续跨区域、跨城市能级的持续扩张奠定了较为扎实的网络基础。

表5: 截至2025年11月小菜园门店分布(家)

地区	江苏	安徽	上海	浙江	湖北	北京	山东	天津	河南	广东	河北	江西	湖南	陕西	福建
门店数量(家)	267	144	78	74	41	37	33	18	19	19	11	6	5	4	1

资料来源: 窄门餐眼, 浙商证券研究所

根据公司招股书披露的开店计划, 小菜园的扩张节奏在不同城市等级将呈现差异化趋势: 一线及新一线城市仍为核心增长极, 我们预计2025-2026年门店数将由399家增至506家, 显示公司在高消费力市场的持续深耕; 二线城市扩张稳健, 由139家增至176家, 占全国门店网络的重要增量来源; 三线及以下市场增速温和, 由250家增至317家, 逐步释放低线城市的成长潜力, 门店结构由“核心城市占优”向“多层次城市均衡发展”转变。整体来看, 小菜园正通过“核心市场稳固+低线市场均衡推进”的双轮驱动模式, 推动门店网络进入新一轮扩张周期。

基于人口渗透率目标测算, 2026年底小菜园门店网络有望达到约1,000家, 2026-2030年CAGR约为17%, 在全国餐饮市场仍处于快速成长阶段的背景下, 该增速为品牌渗透率提升和收入增长奠定坚实基础。从门店密度角度看, 2030年底各线城市均将实现显著提升: 1) 一线及新一线城市由当前每百万人0.78家升至1.89家; 2) 二线城市由0.57升至1.37家/百万人; 3) 三线及以下城市由0.38升至0.48家/百万人。整体而言, 公司仍处于网络爬坡期, 随着核心城市持续深耕与低线市场稳健渗透, 整体覆盖力和密度有望进一步优化。

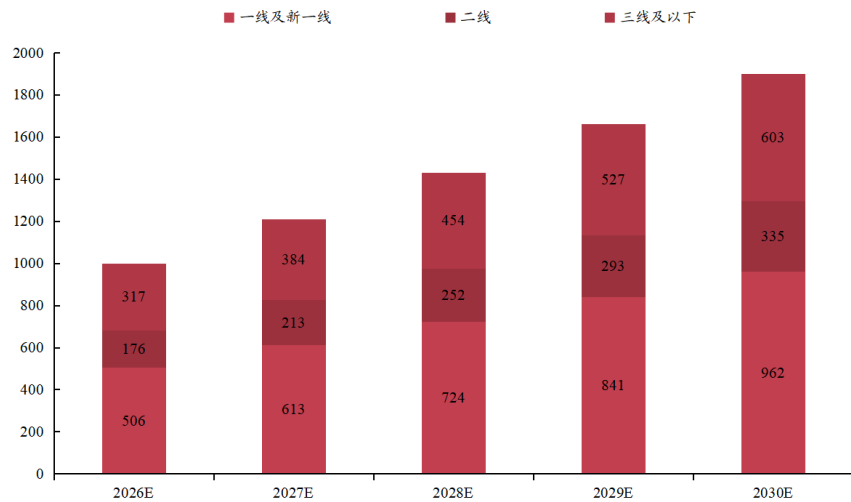
表6: 小菜园门店空间测算

	当前门店数 (家)	【当前】每百万人门店密度 (家/百万人)	【目标】每百万人门店密度 (家/百万人)	【2026年目标】门店数 (家)	【未来5年目标】门店数 (家)
一线及新一线	399	0.78	1.89	506	962
二线	139	0.57	1.37	176	335
三线及以下	250	0.38	0.48	317	603
合计	788	0.58	1.25	1000	1900

资料来源: 窄门餐眼, 浙商证券研究所

我们认为, 小菜园未来五年门店扩张路径呈现出“高线城市加密、二线城市放量、低线城市稳步推进”的结构特征。该节奏既有助于巩固品牌在核心城市的竞争壁垒, 也通过人口覆盖率提升持续释放中长期增长空间。在公司标准化门店模型与组织执行力支撑下, 我们认为其全国门店网络仍具备较强可复制性, 门店扩张有望在保持审慎节奏的同时, 持续推动规模与经营杠杆的中长期释放。

图35: 2026-2030E 国内门店空间测算 (家)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.3 店型升级: 前端降复杂度, 后端提确定性

小菜园的门店模型正从“重资产餐饮”向“轻量化高效率”转型, 通过菜单结构优化、标准化出餐流程和小型化选址布局, 实现人效与坪效的同步提升。

#### 3.3.1 人效精细化: SKU 精简锁味, 机炒提效释人

小菜园人效优势的形成, 核心源于其 SKU 精简化与出品环节的效率导向设计。

表7: 小菜园招牌菜

部分招牌菜		介绍
徽州臭鳊鱼		徽州臭鳊鱼起源于皖南地区, 已有 200 多年的历史, 新鲜经过发酵腌制的徽州臭鳊鱼味道独特, 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, 品尝后回味无穷。
瓦罐汤		用特制瓦罐烹调鸡、鸭、排骨或筒骨, 该等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		石板蒜蓉虾是经典菜肴, 自开业以来一直深受消费者的喜爱。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, 为消费者提供肉质鲜美、多汁、嫩滑的地锅仔鸡, 深受消费者的喜爱。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

一方面, 公司在菜单端持续控制 SKU 规模, 小菜园 SKU 总数约 50 个, 显著低于绿茶 (93 个), 与老乡鸡 (57 个) 接近, 有助于降低后厨操作复杂度与人员配置需求。另一方面, 在保留一定现炒占比的同时, 小菜园通过引入炒菜机器人对高频标准化菜品进行替代, 弱化炒制环节对熟练厨师的依赖。叠加蒸煮、炖煮类菜品占比约 46% 的结构特征, 公司在保障出品稳定性的同时有效压缩人力投入, 形成以 SKU 精简+设备替代驱动的人效优势, 为门店规模化复制奠定基础。

表8: 小菜园、绿茶集团、老乡鸡 SKU 情况

	小菜园	绿茶集团	老乡鸡
SKU 总数	50	93	57
炒制类占比	30%	17%	26%
煎炸类占比	10%	11%	7%
蒸煮类占比	46%	51%	60%

资料来源: 各品牌微信小程序, 浙商证券研究所

### 3.3.2 供应链系统化: 马鞍山十亿级中央工厂, 锚定未来三千店中枢

公司在供应链端的系统化布局, 为小菜园高 SKU 效率与门店人效优化提供了底层支撑。首先, 在物流与履约端, 自建运输车队与仓储网络协同运作, 使“厂—仓—店”链条保持较高可控性, 减少对第三方配送的依赖, 有助于在门店密度提升过程中维持配送效率与成本稳定。截至 2024 年 8 月, 公司已形成以 1 个中央厨房+14 个仓库+200 余辆自建运输车队为核心的供应链体系, 实现对全部门店的日配覆盖。通过集中采购、集中加工与自有配送, 公司有效缩短原材料流转链条, 在保障食材新鲜与稳定供给的同时, 强化规模化议价能力与成本控制能力。

在现有体系基础上, 公司供应链建设仍具扩展空间, 马鞍山新工厂即将竣工, 定位为未来 3000 家门店的供应链中枢。该中央工厂项目于 2023 年 11 月签约, 由安徽小菜园餐饮有限责任公司全资子公司小菜园(马鞍山)供应链有限公司投资 10 亿元建设, 位于天门大道东侧, 规划生产生制品、油炸品、净菜、酱料四大品类, 并配套设立菜品研发中心。通过集中采购、集中加工与自有配送, 公司有效缩短原材料流转链条, 在保障食材新鲜与稳定供给的同时, 强化规模化议价能力与成本控制能力。从资产结构看, 公司在安徽拥有 11 处自有中央厨房物业, 建筑面积覆盖 11.7 至 4,665.8 平方米, 作为食材粗加工与标准料包制备的核心枢纽; 仓储端以租赁为主, 在江苏、安徽、上海、湖北、浙江、河北等地共布局 14 处仓库, 形成跨区域辐射能力。门店端则以租赁物业为主, 截至目前共租赁 652 家门店, 覆盖全国主要经营区域, 整体物业结构与直营连锁扩张模式相匹配。

图36: 小菜园马鞍山中央工厂项目即将竣工



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

其次, 在加工端, 中央厨房主要承担食材前处理及标准料包制备等劳动密集型环节, 有效降低门店端操作复杂度与用工强度。产能利用率数据显示, 随着门店规模扩大, 中央厨房产能爬坡显著: 2022 年整体产能利用率为 27.6%, 2023 年提升至 64.3%, 其中标准料

包制备利用率由 28.1%提升至 68.8%，食材粗加工由 27.3%提升至 62.1%，反映供应链体系对规模扩张的适配度持续增强。

表9：2022-2023 年小菜园中央厨房设计产能、实际产量及产能利用率（单位：千吨；%）

产品	2022 年			2023 年		
	设计产能	实际产量	利用率	设计产能	实际产量	利用率
标准料包制备	3.2	0.9	28.10%	3.2	2.2	68.80%
食材粗加工	6.6	1.8	27.30%	6.6	4.1	62.10%
总计	9.8	2.7	27.60%	9.8	6.3	64.30%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

此外，在采购端，公司采用标准化、集中化采购模式，并对核心食材实施严格的供应商准入与分级管理。截至 2024 年 8 月 31 日止八个月，前五大供应商采购占比约 25%，单一供应商采购占比不足 10%，供应链集中度可控，有助于在保障供应稳定性的同时，降低断供风险并保持议价弹性。公司基于历史销售数据进行滚动预测，动态匹配采购节奏与库存水平，进一步提升整体周转效率。往绩期间，未出现重大食材供应中断或价格异常波动，体现供应体系的稳定性。

表10：截至 2024 年 8 月小菜园五大供应商

排名	供应商名称	主要产品	开始业务关系年份	采购金额 (人民币千元)	占采购总额百分比
1	新希望六和股份有限公司	食材	2022 年	99,217	8.00%
2	五常市庆喜米业有限公司	食材	2021 年	78,717	6.30%
3	安徽苗具外农业有限公司	食材	2023 年	54,739	4.40%
4	北京二商肉类食品集团有限公司	食材	2022 年	38,376	3.10%
5	益海嘉里食品营销有限公司	调味品	2018 年	33,859	2.80%
合计				304,908	24.60%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

综合来看，小菜园供应链体系具备重资产支撑、产能弹性提升、采购集中度可控等特征，不仅有效承接门店规模扩张，也为菜品标准化、人效提升及“好吃不贵”的价格策略提供了底层保障。在直营模式与持续开店背景下，该供应链体系已逐步演化为公司重要的经营护城河之一。

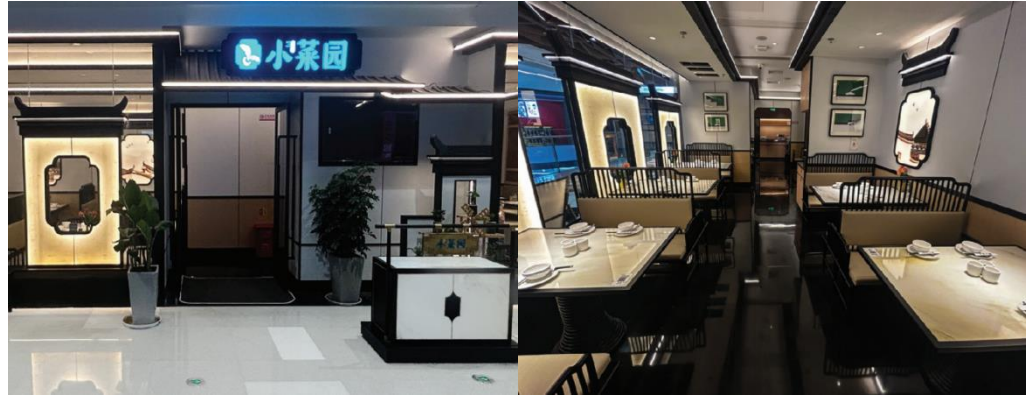
### 3.3.3 门店轻量化：220 平米降本，智厨设备省人

围绕提升单店运营效率与降低单位收入对应的人力投入，小菜园近年来持续对门店模型及后厨作业方式进行调整，相关举措已在人工成本率端形成可量化的改善。

首先，公司针对高频、标准化菜品，引入炒菜机器人等智能设备，以替代部分人工操作。根据公司公告，截至 2024 年 8 月公司已配置约 3,000 台炒菜机器人（单台估计单价约 5 万元），并同步部署 1,400 套智能摄像系统及 400 台 AI 自助结账机，覆盖出品、运营管理及前台结算等关键环节。我们认为，在门店持续扩张的背景下，上述自动化投入有效缓冲了人工需求的线性增长压力，为人工成本率的下行提供了基础条件。

其次，在门店前端，小菜园同步推进门店模型收缩与设计标准化，通过面积压缩与统一空间方案，直接降低单店固定成本并提升扩张可复制性。2025 年起，公司新开门店单店面积已精简至 220-250 m<sup>2</sup>，较此前普遍采用的约 350 m<sup>2</sup>明显下降，在装修投入与房租成本端形成直接节省。在设计层面，公司延续中式元素与自然风格融合的统一门店方案，整体空间以中式建筑元素（如马头墙）为视觉符号，搭配木质家具与黑色金属线条，强调简洁、温和、易复制的用餐环境。所有门店遵循统一设计标准，有助于在面积收缩的同时保持品牌识别度与消费者体验的一致性，避免因“做小”而牺牲品牌感知。

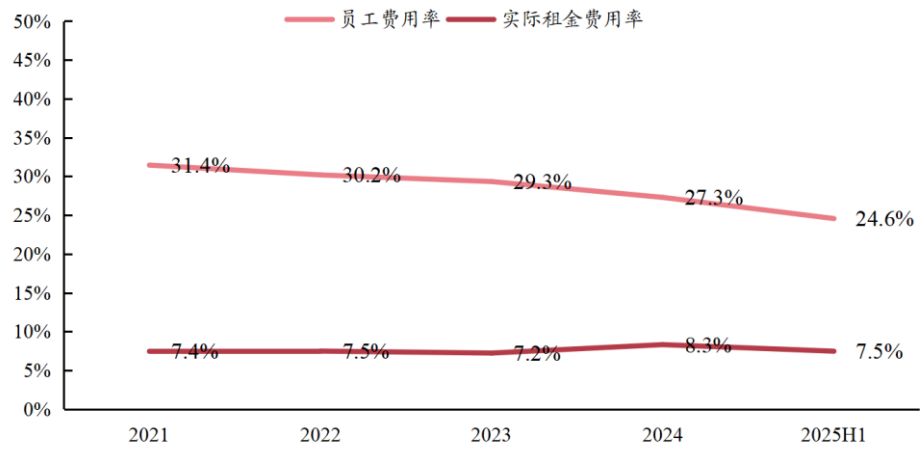
图37: 小菜园门店设计



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

因此, 前厅与后厨动线更加紧凑, 对人员配置数量的需求相应下降, 使人工投入在门店扩张过程中未出现等比例上行。从财务表现看, 公司员工费用率已由 2021 年的 31.4% 持续下降至 2025H1 的 24.6%, 同期实际租金费用率维持在 6%-8% 区间波动, 反映门店模型轻量化对成本端形成实质性约束。

图38: 2021年-2025H1 小菜园员工费用率及实际租金费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 营业收入预测：基于单店模型的分城市线级收入展望

基于单店模型对小菜园未来收入进行拆解，核心假设包括门店扩张节奏、翻台率、人均消费及单店桌数等因素，结合区域门店规划与消费特征，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 55.0/66.7/80.3 亿元，同比增长 5.6%/21.3%/20.4%。

#### 1) 一线城市：高成熟度下的稳健基本盘

预计一线城市门店数由 2025 年的 134 家增至 2027 年的 205 家。假设堂食人均消费下降至 2027 年的 57.9 元，翻台率稳定在 3.1 次/天，我们预计一线城市 2025-2027 年营收分别为 10.2/12.6/15.2 亿元，同比增长 9.9%/23.5%/20.4%。

#### 2) 新一线城市：扩张效率最优的核心增长极

预计新一线城市门店数由 2024 年的 189 家快速增至 2027 年的 407 家。假设堂食人均消费下降至 2027 年的 56.1 元，翻台率维持在 3.0 次/天，我们预计新一线城市 2025-2027 年营收分别为 17.8/23.1/27.8 亿元，同比增长 16.8%/29.5%/20.3%。

#### 3) 二线城市：放量阶段带来阶段性弹性

预计二线城市门店数由 2024 年的 81 家提升至 2027 年的 213 家。假设人均消费下降至 57.3 元，翻台率维持在 3.2 次/天，我们预计二线城市 2025-2027 年营收分别为 8.5/12.0/14.5 亿元，同比增长 34.8%/41.0%/20.7%。

#### 4) 三线及以下城市：调整后恢复性增长

预计三线及以下城市门店数由 2025 年的 250 家增至 2027 年的 384 家。假设人均消费预计下行至 55.9 元，翻台率稳定在 2.8 次/天，我们预计三线及以下城市 2025-2027 年营收分别为 18.3/18.9/22.8 亿元，同比-11.5%/3.0%/20.6%。

表11：小菜园营收预测（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5210	5500	6670	8032
YOY	14.52%	5.58%	21.26%	20.43%
一线城市	930	1022	1262	1519
YOY	22.91%	9.88%	23.49%	20.37%
新一线城市	1525	1782	2308	2777
YOY	17.70%	16.83%	29.48%	20.34%
二线城市	631	850	1198	1446
YOY	18.38%	34.76%	40.96%	20.65%
三线及以下城市	2072	1833	1889	2277
YOY	7.78%	-11.54%	3.05%	20.58%

资料来源：WIND、浙商证券研究所

### 4.2 毛利预测：毛利稳定高位，费用优化驱动利润率改善

小菜园盈利能力持续改善，毛利率保持在高位水平，费用率管控成效显著，带动归母净利润稳步提升。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.3/8.8/10.6 亿元，对应净利率

维持在 13.2%左右。小菜园依托自建供应链体系和规模化采购，我们预计 2025-2027 年毛利率将维持稳定在约 68.5%的高位，毛利分别为 37.7/45.7/55.0 亿元。随着门店规模扩大、运营效率提升，职工薪酬费用率预计较 2024 年下降，2025-2027 年维持在 27.0%；实际租金成本率由于公司小型门店占比的提升而下降，2025-2027 年维持在 7.0%；水电费用率及外卖业务开支费用率 2025-2027 年分别维持在 3.1%以及 6.4%。

表12：小菜园费用及利润预测（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	68.12%	68.49%	68.49%	68.49%
毛利	3549	3767	4568	5502
职工薪酬费用率	27.29%	27.00%	27.00%	27.00%
实际租金成本费用率	7.46%	7.00%	7.00%	7.00%
其他资产的折旧及摊销费用率	3.37%	2.94%	2.94%	2.94%
水电费用率	3.30%	3.07%	3.07%	3.07%
外卖业务开支及服务费用	6.81%	6.46%	6.39%	6.39%
归母净利润	581	726	879	1056
归母净利率	11.14%	13.20%	13.18%	13.15%

资料来源：WIND、浙商证券研究所

### 4.3 估值

我们选取 4 家港股餐饮消费龙头企业，包括海底捞、九毛九、绿茶集团和百胜中国作为可比公司。海底捞凭借其卓越的餐厅经营、外卖服务、调味品及食材销售以及加盟业务，在国内外市场展现出强大的品牌影响力和综合竞争优势；九毛九国际控股有限公司通过旗下多个品牌（太二、怂火锅、九毛九等）的多元化餐饮业务布局，满足不同消费群体需求，展现出强大的品牌矩阵和市场竞争能力；绿茶集团凭借融合菜标准化优势、多渠道协同、门店优化及稳健国际化布局，正迈入高质量增长新周期，未来全国及海外市场扩张潜力巨大；百胜中国凭借旗下肯德基、必胜客等多元品牌矩阵，覆盖快餐、休闲餐饮及外送电商等多领域，满足不同消费场景需求，展现出强大的市场竞争力和品牌影响力。可比公司 2025-2027 年平均 PE 水平分别为 17x/13x/12x。鉴于小菜园在大众便民中式餐饮赛道的品牌力与供应链优势，以及未来持续扩张带来的盈利增长空间，我们认为公司可享估值溢价。首次覆盖，我们给予小菜园“增持”评级。

表13：小菜园可比公司估值

股票代码	股票简称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6862.HK	海底捞	803	43	48	53	19	17	15
9922.HK	九毛九	28	1	2	3	21	12	10
6831.HK	绿茶集团	45	5	6	8	9	7	6
9987.HK	百胜中国	1214	65	70	76	19	17	16
	平均值					17	13	12
0999.HK	小菜园	95	7	9	11	14	11	9

资料来源：WIND，浙商证券研究所。注：市值数据截取自 2026 年 1 月 20 日收盘价。

## 5 风险提示

- 1、**门店扩张及运营风险：**公司未来五年计划快速扩张门店网络，若新开门店开业速度低于预期或运营效率未达标，可能影响整体盈利能力和资金周转。
- 2、**原材料及成本波动风险：**食品原材料价格受季节性、政策及供应链波动影响，若成本上涨幅度超出预期，可能对毛利率产生压力。
- 3、**宏观经济及政策风险：**宏观经济波动、通胀压力及餐饮行业监管政策调整可能对公司收入增长及盈利水平带来不确定性。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2,040	3,053	3,938	5,065	<b>营业收入</b>	5210	5500	6670	8032
现金	617	1,301	1,683	2,140	其他收入	43	53	53	60
应收账款及票据	31	41	46	54	<b>营业成本</b>	1661	1733	2101	2531
存货	110	127	149	177	员工费用	1422	1485	1801	2169
其他	1,283	1,584	2,060	2,694	租金费用	385	385	467	562
<b>非流动资产</b>	1,548	1,468	1,567	1,642	其他管理费用	590	409	492	592
固定资产	699	777	1,003	1,179	其他费用	41	(5)	(10)	(15)
无形资产	791	633	506	405	<b>除税前溢利</b>	771	965	1168	1403
其他	58	58	58	58	所得税	191	238	289	347
<b>资产总计</b>	3,588	4,521	5,505	6,707	<b>净利润</b>	581	726	879	1056
<b>流动负债</b>	607	813	917	1,062	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	74	61	48	<b>归属母公司净利润</b>	581	726	879	1056
应付账款及票据	57	99	104	119	<b>EBIT</b>	812	960	1158	1388
其他	550	640	752	896	<b>EBITDA</b>	1244	1282	1482	1732
<b>非流动负债</b>	616	616	616	616	<b>EPS (元)</b>	0.56	0.62	0.75	0.90
长期债务	0	0	0	0					
其他	616	616	616	616					
<b>负债合计</b>	1,222	1,429	1,532	1,678	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
普通股股本	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
储备	2,362	3,089	3,969	5,025	营业收入	14.52%	5.58%	21.26%	20.43%
<b>归属母公司股东权益</b>	2,365	3,092	3,972	5,029	归属母公司净利润	9.13%	25.07%	21.10%	20.08%
少数股东权益	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	2,365	3,092	3,972	5,029	毛利率	68.12%	68.49%	68.49%	68.49%
负债和股东权益	3,588	4,521	5,505	6,707	销售净利率	11.14%	13.20%	13.18%	13.15%
					ROE	24.55%	23.48%	22.14%	21.00%
					ROIC	25.86%	22.82%	21.61%	20.58%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	980	1,114	1,251	1,468	资产负债率	34.07%	31.60%	27.84%	25.02%
净利润	581	726	879	1,056	净负债比率	-26.07%	-39.69%	-40.84%	-41.60%
少数股东权益	0	0	0	0	流动比率	3.36	3.76	4.30	4.77
折旧摊销	432	322	324	344	速动比率	3.18	3.56	4.11	4.58
营运资金变动及其他	(33)	66	48	68	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	(385)	(503)	(855)	(997)	总资产周转率	1.76	1.36	1.33	1.32
资本支出	0	(242)	(423)	(419)	应收账款周转率	161.70	153.89	153.66	160.36
其他投资	(385)	(261)	(431)	(578)	应付账款周转率	23.98	22.28	20.77	22.77
<b>筹资活动现金流</b>	(91)	72	(16)	(15)	<b>每股指标(元)</b>				
借款增加	(50)	74	(13)	(13)	每股收益	0.56	0.62	0.75	0.90
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	0.83	0.95	1.06	1.25
已付股利	(41)	(1)	(3)	(2)	每股净资产	2.01	2.63	3.38	4.27
其他	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	505	685	382	456	P/E	14.88	13.56	11.20	9.33
					P/B	4.15	3.19	2.48	1.96
					EV/EBITDA	7.38	6.72	5.55	4.48

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

公司在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。公司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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>