

公司评级 增持（首次）

报告日期 2026年01月25日

### 基础数据

|               |       |
|---------------|-------|
| 01月23日收盘价（港元） | 8.97  |
| 总市值（亿港元）      | 106   |
| 总股本（亿股）       | 11.77 |

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证海外社服】小菜园(00999.HK)2025H1业绩点评：业绩符合预期，下半年开店有望提速-2025.08.21

### 分析师：宋健

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

### 分析师：严宁馨

S0190521010001

请注意：严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

yanningxin@xyzq.com.cn

小菜园(00999.HK)

港股通（沪、深）

## 坚持性价比路线，保持盈利能力

### 投资要点：

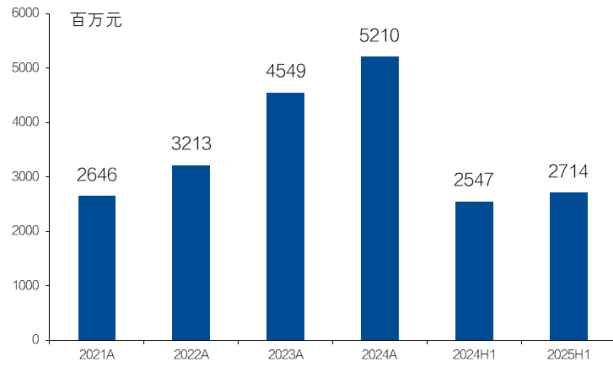
- **我们的观点：**截至2025年末，公司的门店数量达到此前指引的800家目标，预计2026年1000家门店目标不改变，同比增速达到20%+。公司保持向消费者提供性价比菜品，2025年12月针对部分菜品调价，推进以价换量策略。我们预计公司的盈利能力在2025年整体同店承压之下仍能保持优于行业平均的水平，这得益于成本管控能力提升。我们看好公司稳健开店，预计盈利能力稳中有升，店效仍有提升空间，此外公司的股权架构市场化程度较高，一线员工与管理层与其他股东利益绑定，有利于激发管理团队的发展斗志。我们预计公司2025/2026/2027年营业收入为54.1/63.3/74.5亿元，同比增长3.9%/17.0%/17.7%；净利润为7.1/8.1/9.3亿元，同比增长22.2%/14.4%/15.0%。2026/1/23收盘价对应2025/2026/2027年PE为12/10/9倍。
- **预计2025年同店承压。**2025H1公司的同店销售额同比下降7.2%，下半年以来整体同店销售仍面临压力，与行业及宏观环境有一定相关性，我们预计全年同店将有所承压。
- **保持较高的派息率水平。**2025H1公司宣派每股股息0.2119元，占每股收益比例为64%，保持较强的派息力度。我们预计全年也将保持较强的派息率，若按照中期水平预期，2025E股息率对应2026/1/23收盘价为5.5%。
- **2025年达到800家门店目标。**截至2025年11月底，公司的全国直营门店已经达到800家以上，同比净增133家以上，覆盖中国14个省级行政区内189座城市。2026年开年公司再新开15家门店。从1月初整体门店网络来看，江苏省有280家，安徽省有153家，浙江省有85家，上海有82家，湖北省有44家，北京有42家，山东省有41家，河南省有23家，广东省有23家，河北省有20家，天津有19家，江西省有8家，湖南省有5家，陕西省有5家。
- **积极探索新业务模式。**1月13日，公司发布公告，将成立合资公司，其中小菜园持股70%，公司执行董事和副总经理田先生持股5%，第三方人士邓先生持股25%。合资平台预计将主要探索开展线上商城、即食小店等业务。
- **风险提示：**1、食品安全；2、成本显著上升；3、竞争加剧；4、同店表现不及预期。

**主要财务指标**

| 会计年度      | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,210 | 5,414 | 6,332 | 7,450 |
| 同比增长(%)   | 14.5  | 3.9   | 17.0  | 17.7  |
| 净利润(百万元)  | 581   | 710   | 811   | 933   |
| 同比增长(%)   | 9.1   | 22.2  | 14.4  | 15.0  |
| 毛利率(%)    | 68.1  | 69.0  | 68.5  | 67.8  |
| 净利润率(%)   | 11.1  | 13.1  | 12.8  | 12.5  |
| 净资产收益率(%) | 24.5  | 27.1  | 27.9  | 28.9  |
| 每股收益(元)   | 0.56  | 0.71  | 0.81  | 0.93  |
| 每股股息(元)   | 0.32  | 0.46  | 0.52  | 0.60  |

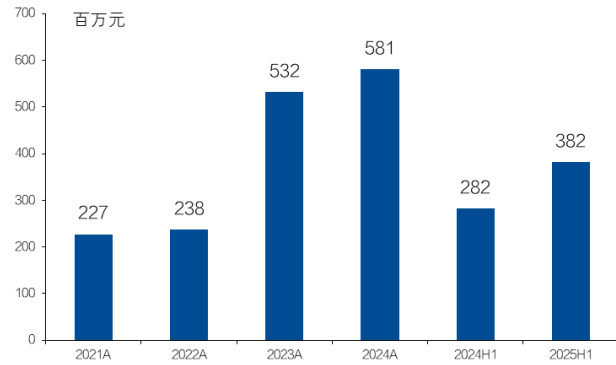
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图1、公司的营业收入**



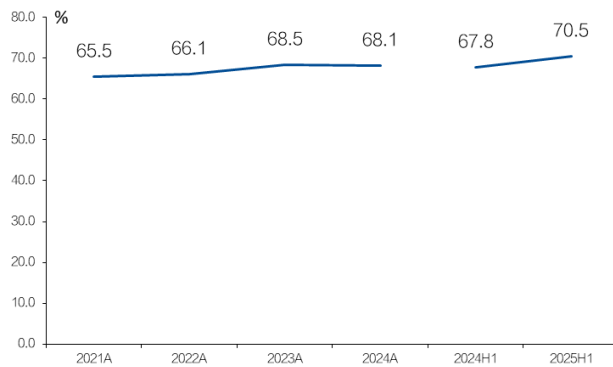
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图2、公司的净利润**



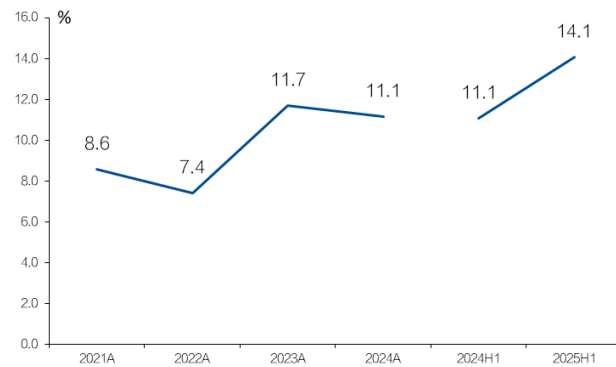
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图3、公司的毛利率**



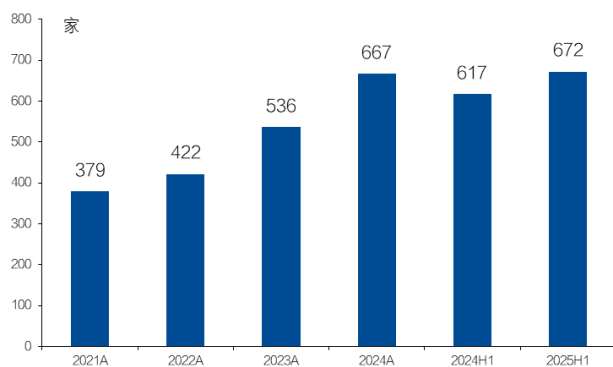
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图4、公司的净利率**



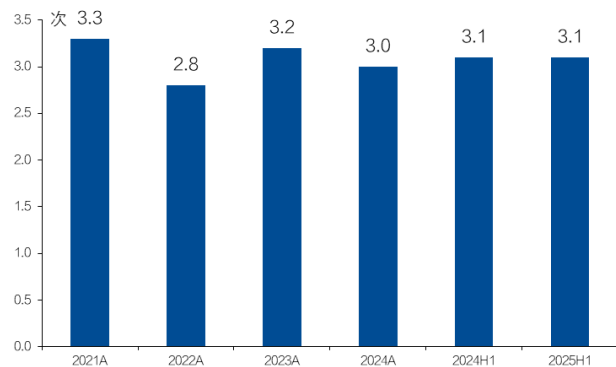
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图5、公司的门店数量**



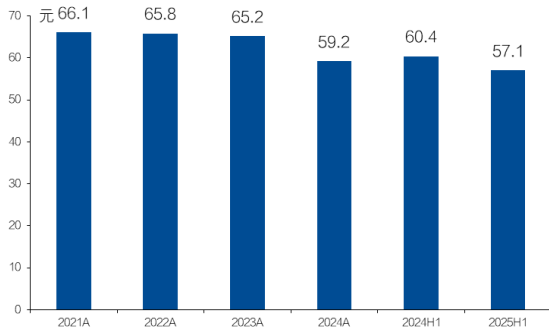
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图6、公司的翻台率**



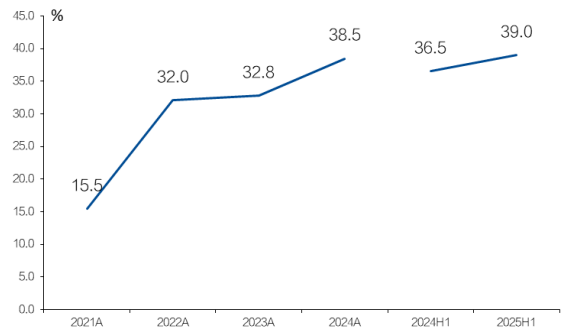
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司的客单价



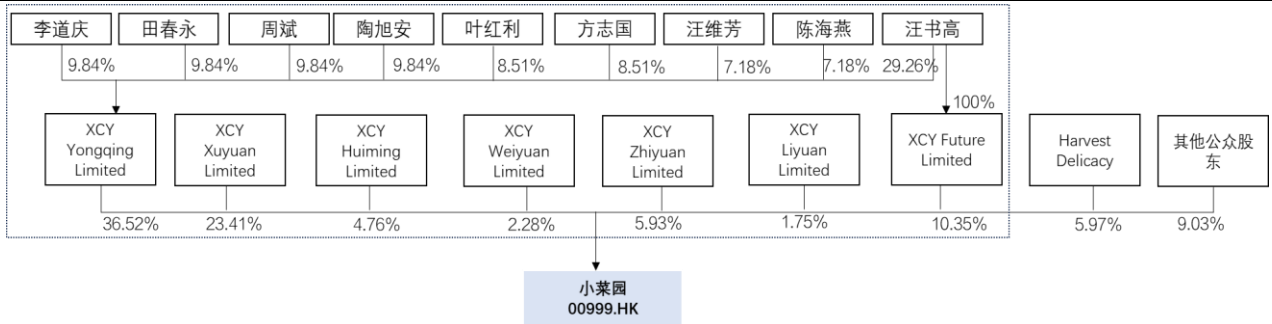
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司的外卖收入占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司的股权结构（截至 2025/6/30）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**附表**

| 资产负债表          |              |              |              |              | 利润表            |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元人        |              |              |              |              | 单位:百万元人民       |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 会计年度           | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>2,040</b> | <b>2,259</b> | <b>2,629</b> | <b>2,940</b> | <b>营业收入</b>    | <b>5,210</b> | <b>5,414</b> | <b>6,332</b> | <b>7,450</b> |
| 存货             | -110         | -112         | -151         | -180         | 营业成本           | 1,661        | 1,678        | 1,994        | 2,399        |
| 贸易及其他应收款项      | -302         | -325         | -408         | -455         | <b>毛利润</b>     | <b>3,549</b> | <b>3,735</b> | <b>4,337</b> | <b>5,051</b> |
| 定期存款           | 223          | 223          | 223          | 223          | 员工成本           | 1,422        | 1,450        | 1,710        | 2,026        |
| 现金及现金等价物       | 617          | 810          | 1,058        | 1,293        | 使用权资产折旧        | 256          | 237          | 248          | 261          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1,548</b> | <b>1,666</b> | <b>1,755</b> | <b>1,890</b> | 其他租金及相关开支      | 93           | 92           | 108          | 127          |
| 物业、厂房及设备       | 699          | 777          | 825          | 917          | 其他资产的折旧及摊销     | 176          | 167          | 185          | 197          |
| 使用权资产          | 789          | 828          | 869          | 913          | 水电煤开支          | 172          | 173          | 203          | 238          |
| 无形资产           | 3            | 3            | 3            | 3            | 广告及促销开支        | 63           | 60           | 70           | 82           |
| 递延税项资产         | 16           | 16           | 16           | 16           | 外卖服务开支         | 355          | 379          | 443          | 522          |
| 租赁押金           | 41           | 41           | 41           | 41           | 其他开支           | 273          | 271          | 336          | 410          |
| <b>资产总计</b>    | <b>3,588</b> | <b>3,925</b> | <b>4,384</b> | <b>4,830</b> | <b>税前利润</b>    | <b>771</b>   | <b>946</b>   | <b>1,082</b> | <b>1,244</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>607</b>   | <b>634</b>   | <b>741</b>   | <b>785</b>   | <b>净利润</b>     | <b>581</b>   | <b>710</b>   | <b>811</b>   | <b>933</b>   |
| 贸易及其他应付款项      | 229          | 233          | 316          | 333          | 每股股息(元)        | 0.32         | 0.46         | 0.52         | 0.60         |
| 合约负债           | 77           | 77           | 77           | 77           | EPS(元)         | 0.56         | 0.71         | 0.81         | 0.93         |
| 租赁负债           | 224          | 246          | 271          | 298          |                |              |              |              |              |
| 即期税项           | 77           | 77           | 77           | 77           |                |              |              |              |              |
| <b>非流动负债</b>   | <b>616</b>   | <b>674</b>   | <b>739</b>   | <b>810</b>   | <b>主要财务比率</b>  |              |              |              |              |
| 租赁负债           | 587          | 645          | 710          | 781          | <b>会计年度</b>    | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 拨备             | 29           | 29           | 29           | 29           | <b>成长性(%)</b>  |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,222</b> | <b>1,308</b> | <b>1,480</b> | <b>1,595</b> | 营业收入增长率        | 14.5         | 3.9          | 17.0         | 17.7         |
| <b>总权益</b>     | <b>2,365</b> | <b>2,617</b> | <b>2,904</b> | <b>3,235</b> | 毛利润增长率         | 13.9         | 5.3          | 16.1         | 16.5         |
| 股本             | 0.077        | 0.077        | 0.077        | 0.077        | 净利润增长率         | 9.1          | 22.2         | 14.4         | 15.0         |
| 储备             | 2,365        | 2,617        | 2,904        | 3,234        | <b>盈利能力(%)</b> |              |              |              |              |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>3,588</b> | <b>3,925</b> | <b>4,384</b> | <b>4,830</b> | 毛利率            | 68.1         | 69.0         | 68.5         | 67.8         |
|                |              |              |              |              | 净利率            | 11.1         | 13.1         | 12.8         | 12.5         |
|                |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>    |              |              |              |              |
|                |              |              |              |              | 资产负债率(%)       | 34.1         | 33.3         | 33.8         | 33.0         |
|                |              |              |              |              | 流动比率           | 3.4          | 3.6          | 3.5          | 3.7          |
|                |              |              |              |              | <b>营运能力(次)</b> |              |              |              |              |
|                |              |              |              |              | 资产周转率          | 1.5          | 1.4          | 1.4          | 1.5          |
|                |              |              |              |              | 应收账款周转率        | 17.3         | 17.3         | 17.3         | 17.3         |
|                |              |              |              |              | <b>每股资料(元)</b> |              |              |              |              |
|                |              |              |              |              | 每股收益           | 0.56         | 0.71         | 0.81         | 0.93         |
|                |              |              |              |              | 每股净资产          | 2.35         | 2.60         | 2.89         | 3.22         |
|                |              |              |              |              | <b>估值比率(倍)</b> |              |              |              |              |
|                |              |              |              |              | PE             | 14.7         | 11.7         | 10.2         | 8.9          |
|                |              |              |              |              | PB             | 3.8          | 3.4          | 3.1          | 2.8          |

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   | 类别   | 评级  | 说明   |
|---|------|-----|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%                                     |
|   |      | 增持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间                                 |
|   |      | 中性  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                 |
|   |      | 减持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                     |
|   |      | 无评级 | 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 |
|   | 行业评级 | 推荐  | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  |
|   |      | 中性  | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|   |      | 回避  | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数  |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、瑛泰医疗、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、江苏银行股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、米多多集团股份有限公司、南安市发展投资集团有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、盐城市大丰区海城实业发展有限公司、江苏银行、海南橡胶、合盛农业有限公司、广东天域半导体股份有限公司、成都兴城投资集团有限公司、江苏平仲科技发展集团有限公司、泰兴市江桥投资建设发展有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、龙南旅游发展投资（集团）有限责任公司、广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区诸城实业发展有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、金叶国际集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、CMBC International Holdings、CMBC International Funding (HK) Limited、TFI Overseas Investment Limited、TIANFENG SECURITIES、TF International Securities Group Limited、INT MEDICAL、INDUSTRIAL BANK、UETD CONSTRUCTION & DEVELOPMENT STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION (GROUP) CO., LTD.、GAOYOU CITY CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Bank of Jiangsu Co., Ltd Yangzhou Branch、Hongxing Coldchain (Hunan) Co., Ltd.、Miduoduo Group Inc.、NAN' AN DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo Zhangdian District State-owned Assets Operation Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Haicheng Industrial Development Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、CHINA HAINAN RUBBER INDUSTRY、HALCYON AGRI CORPORATION LIMITED、Guangdong Tianyu Semiconductor Co., Ltd.、CHENGDU XINGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangsu Pingzhong Technology Development Group Co., Ltd.、Taixing Jiangqiao Investment Construction and Development Co., Ltd.、Jiangxi Provincial Credit Financing Guarantee Group Co., Ltd.、LONGNAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF SHANGHAI、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、Holyfire Technology Group Limited、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited 有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

### 上海

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编: 200135  
邮箱: research@xyzq.com.cn

### 北京

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元  
邮编: 100020  
邮箱: research@xyzq.com.cn

### 深圳

地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编: 518035  
邮箱: research@xyzq.com.cn

### 香港(兴证国际)

地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
邮编: 518035  
邮箱: ir@xyzq.com.hk