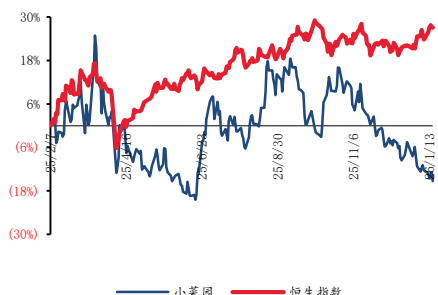


小菜园点评：门店突破 800 家，探索新业务模式

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 11.77/11.77
总市值/流通(亿港元) 99.42/99.42
12 个月内最高/最低价 (港元) 13.02/7.9

相关研究报告

<<大众便民餐饮领军品牌 门店扩张提速>>—2025-08-22

证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

事件：公司公告成立合资公司，其中小菜园持股 70%，业务主要包括四大板块：(1)全域电商+本地生活；(2)供应链业务；(3)品质生活站（小店）；及(4)第四方经销商业务。合资公司在运营过程中，应积极探索新业态、新模式和新产品。

点评：

新零售合资平台有望拓宽场景与边界。1月公司与合作方成立 70% 控股的合资公司（注册资本 2,000 万元、公司出资 1,400 万元），围绕“全域电商+本地生活、供应链、品质生活站（小店）、第四方经销商”四板块，复用供应链与数字化能力，探索餐饮+零售新曲线，中期看提升品牌触达与营收弹性，但短期需关注落地节奏与投入产出效率。

主动调整外卖占比及菜品单价，经营质地改善。公司于四季度起主动做“外卖降占比、品质外卖+堂食让利”两端调整，已将外卖收入占比从接近 40% 压至约 30%—35%、外卖单均约 70 元，并对核心菜品直接降价，短期对同店、收入与利润形成压制，但同步优化客群结构与堂食体验，有利于提升门店模型的可复制性与下沉渗透力，经营质量趋向更健康的“质价比”路径。

门店网络与区域拓展稳步推进。截至 2025 年底公司 810+ 家门店，较 2024 年底净增 143+，2026 年目标约 1,000 家，公司门店全部采取直营模式，在拓店过程中采取老区加密和新区域梯度拓展并行。全国化布局呈华东/华中高密度特征，江苏 267、安徽 144、上海 78 等核心腹地加密，同时进驻京津冀、山东、湖北等区域，全国化轮廓清晰。

投资建议：预计 2025-2027 年小菜园将实现归母净利润 7.16 亿元/9.1 亿元/11.43 亿元，同比增速分别为 23%/27%/26%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.61 元/股、0.77 元/股和 0.97 元/股，2025-2027 年 PE 分别为 15X、12X 和 9X。看好公司门店快速拓展及主动调改带来的发展潜力，给予“买入”评级。

风险提示：公司存在食品安全的风险；存在市场竞争加剧，门店扩张不及预期的风险；存在原材料价格波动影响毛利率的风险；存在宏观经济波动及政府对餐饮行业的监管政策发生变化的风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5210	5522	6412	7424
营业收入增长率（%）	15%	6%	16%	16%
归母净利（百万元）	581	716	910	1143
净利润增长率（%）	9%	23%	27%	26%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.61	0.77	0.97
市盈率（PE）	18.01	14.61	11.50	9.15

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,040	2,525	3,120	3,690
现金	617	564	492	386
应收账款及票据	31	37	43	49
存货	110	123	138	155
其他	1,283	1,801	2,447	3,100
非流动资产	1,548	1,477	1,406	1,339
固定资产	699	664	631	600
无形资产	791	752	714	678
其他	58	61	61	61
资产总计	3,588	4,002	4,526	5,029
流动负债	607	834	1,050	1,130
短期借款	0	100	200	150
应付账款及票据	57	88	99	111
其他	550	646	750	869
非流动负债	616	586	586	586
长期债务	0	0	0	0
其他	616	586	586	586
负债合计	1,222	1,420	1,636	1,716
普通股股本	0	0	0	0
储备	2,362	2,577	2,887	3,310
归属母公司股东权益	2,365	2,581	2,891	3,313
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,365	2,581	2,891	3,313
负债和股东权益	3,588	4,002	4,526	5,029

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	903	922	1,066	1,300
净利润	581	716	910	1,143
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	432	75	71	67
营运资金变动及其他	-110	132	85	90
投资活动现金流	-1,302	-535	-600	-600
资本支出	-319	0	0	0
其他投资	-984	-535	-600	-600
筹资活动现金流	396	-440	-538	-805
借款增加	-276	100	100	-50
普通股增加	780	0	0	0
已付股利	-188	-540	-638	-755
其他	80	0	0	0
现金净增加额	-3	-53	-72	-106

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,210	5,522	6,412	7,424
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,661	1,767	1,988	2,227
销售费用	63	110	128	148
管理费用	2,473	2,319	2,693	3,118
研发费用	0	0	0	0
财务费用	41	40	38	35
除税前溢利	771	955	1,213	1,524
所得税	191	239	303	381
净利润	581	716	910	1,143
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	581	716	910	1,143
EBIT	812	994	1,250	1,559
EBITDA	1,244	1,069	1,321	1,626
EPS (元)	0.49	0.61	0.77	0.97

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	14.52%	6.00%	16.11%	15.78%
归属母公司净利润	9.13%	23.30%	27.07%	25.64%
获利能力				
毛利率	68.12%	68.00%	69.00%	70.00%
销售净利率	11.14%	12.96%	14.19%	15.39%
ROE	24.55%	27.74%	31.47%	34.49%
ROIC	25.86%	27.81%	30.34%	33.76%
偿债能力				
资产负债率	34.07%	35.50%	36.14%	34.12%
净负债比率	-26.07%	-17.97%	-10.10%	-7.13%
流动比率	3.36	3.03	2.97	3.27
速动比率	3.18	2.88	2.84	3.13
营运能力				
总资产周转率	1.76	1.46	1.50	1.55
应收账款周转率	161.70	163.51	161.18	160.97
应付账款周转率	23.98	24.33	21.18	21.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.61	0.77	0.97
每股经营现金流	0.77	0.78	0.91	1.10
每股净资产	2.01	2.19	2.46	2.82
估值比率				
P/E	18.01	14.61	11.50	9.15
P/B	4.42	4.05	3.62	3.16
EV/EBITDA	8.14	9.35	7.70	6.29

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。