

公司研究

川渝风味面馆龙头，加速全国布局

——遇见小面（2408.HK）投资价值分析报告

要点

中国川渝风味面馆第一，直营/特许经营并行。遇见小面采用直营+特许经营模式，是中国川渝风味面馆领先者。2014年创立，2024年成为中国第一大川渝风味面馆，2025年于港股上市。创始团队控股，管理团队经验丰富。近年通过降价扩量，收入持续增长且扭亏为盈，原材料成本控制成效突出，虽面临门店扩张带来的单店效率波动及高负债、高租金压力，但凭借成熟团队与规模优势，未来有望通过优化运营进一步释放盈利潜力。

川渝风味面馆受欢迎程度高，行业洗牌后重启扩张。中式面馆行业规模稳步扩张，川渝风味受欢迎度持续上升，连锁化趋势明显，下沉市场成增量主战场。行业竞争高度分散，2024年中国中式面馆前五大企业市占率仅2.9%，遇见小面为行业第四、川渝风味第一且增长最快。各品牌差异化竞争，此前行业历经洗牌，如今重启扩张，品牌多通过开放加盟、降价等策略破局，行业发展前景可期。

多元化经营、数智化、资本共助发展。遇见小面以“多元化经营、数智化赋能、资本助力”协同驱动发展。多元化上，通过全人群（覆盖各年龄段，辣与不辣兼顾，30-40个SKU适配不同需求）、全时段（含早餐夜宵，47家24小时店）、全场景（多区位选址适配多样场景）模式吸引顾客，叠加高度标准化管理，2022-2025H1门店从170家增至417家。数智化方面，自主开发系统覆盖全业务环节，借实时数据看板、数字化“赛马体系”提升效率。资本端，创始人高知创业，IPO前累计获约1.5亿元融资，九毛九、碧桂园创投等知名投资者不仅注资，还提供战略指导，为其发展提供有力支撑。

下沉+加盟+出海驱动增长，遇见小面利润率提升路径明晰。下沉市场方面，2022-2025H1其二线及以下门店从30家增至76家，2025H1主食均价降至21元，适配低线消费以应对本土低价面馆竞争；加盟端“慢扩张、强管控”，同期加盟店从59家增至86家，靠统一供应链保品控；海外以中国香港为试点，7家门店日均销4.2万元，接近内地一线城市及新一线城市直营门店4倍，验证高消费市场适配性。盈利方面，未来低线及海外高利润门店占比提升将改善利润率。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.05/2.36/3.76亿元，折合EPS为0.15/0.33/0.53元，当前股价对应PE分别为32X/14X/9X。公司为中国第一大川渝风味面馆品牌，具备标准化与可复制的商业模式，在全国化、下沉市场和海外扩张方面亦具备扩张潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：口味地域性风险，食品安全风险，宏观经济波动风险，次新股股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	801	1,154	1,660	2,338	3,152
营业收入增长率	91.5%	44.2%	43.8%	40.9%	34.8%
归母净利润（百万元）	46	61	105	236	376
归母净利润增长率	NA	32.2%	73.5%	124.4%	59.0%
经调整归母净利润（百万元）	47	64	138	241	382
经调整归母净利润增长率	NA	36.0%	115.5%	75.0%	58.5%
EPS（元）	0.07	0.10	0.15	0.33	0.53
P/E（归母净利润）	64	49	32	14	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-02-06（注：1HKD=0.8908CNY，2023-2027年总股本数分别为6.13/6.13/7.11/7.11/7.11亿股）

增持（首次）

当前价：5.40 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

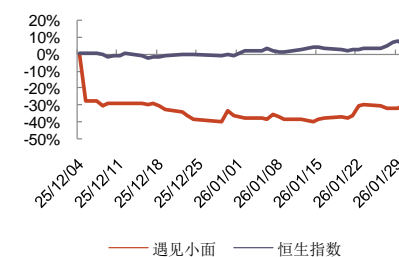
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.11
总市值(亿港元)	38.38
一年最低/最高(港元)	4.19/5.50
近3月换手率	10.66%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	上市以来
相对	14%	/	-26%
绝对	15%	/	-23%

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

收入方面: 1) **直营餐厅运营:** 25年6月末有417家遇见小面门店,较2024年底净增57家。分各线城市看:一线及新一线:2024/25H1 同店销售额增速-5.0%/-3.3%,2025-2027年预计1%/0%/0%;2024/25H1 净增门店80/45家,2025-2027年预计净增90/95/100家。二线及以下:2024/25H1 同店销售额增速+2.8%/-1.0%,2025-2027年预计0%/0%/0%;2024/25H1 净增门店13/3家,2025-2027年预计净增13/20/35家。香港及海外:2024年首次进入香港,2025年底前在新加坡新开1家店,假设2025-2027年单店收入不变;2024/25H1 净增门店3/4家,2025-2027年预计净增17/25/30家。2) **特许经营管理:** 2024/25H1 收入增速19.4%/5.8%,加盟门店净增12/5家;2025-2027年预计加盟门店净增20/40/65家,单店贡献收入增速维持2024年2%水平,对应收入增速26.9%/42.1%/48.7%。3) **其他业务:** 主要为电商零售产品收入,2024/25H1 增速+1.6%/+0.9%,收入占比低,2025-2027年预计增速维持2%。

成本及支出方面: 1) **原材料成本占比:** 24年/25H1 公司原材料成本占比分别为34.3%/31.4%,考虑到规模效应下公司议价能力提升,以及公司拥有灵活调整菜品结构的能力,预计2025-2027年原材料成本占比仍有下降空间,分别为31.2%/30.7%/30.2%。2) **员工成本占比:** 24年/25H1 员工成本占比分别为23.0%/22.6%,考虑到规模效应下总部员工成本占比摊薄,预计2025-2027年员工成本占比分别为22.4%/22.1%/21.8%。3) **租金成本占比:** 24年/25H1 使用权资产折旧和其他租金相关开支合计占收入比重分别为18.2%/18.0%,随着公司议价能力提升以及低租金点位占比提升,预计2025-2027年占比分别为18.0%/17.4%/16.6%。4) **广告及推广开支占比:** 24年/25H1 广告及推广开支占收入比重分别为1.2%/1.4%,为配合门店加快拓展,预计广告及推广开支占比维持高位,预计2025-2027年占比分别为1.4%/1.4%/1.4%。

我们区别于市场的观点

市场担心遇见小面价格过高,下沉市场接受度较低,门店扩张空间受限。我们认为公司近几年一直在调整价格,主食单价已控制在12元至34元的区间(平均21元),人均消费约27元,降价后同店单店日均订单量得到提升,以价换量仍有效。下沉市场对价格更敏感,未来进一步降价能降低进入门槛,提升可接受度。当前公司门店主要分布在高线市场,未来下沉市场单店模型进一步打磨后,再辅以特许经营商的加入,下沉市场仍有较大空间。

股价上涨的催化因素

1) 开店超预期; 2) 同店销售额增长超预期; 3) 董事会通过回购决议。

估值与评级

我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.05/2.36/3.76亿元,折合EPS为0.15/0.33/0.53元,当前股价对应PE分别为32X/14X/9X。公司为中国第一大川渝风味面馆品牌,具备标准化与可复制的商业模式,在全国化、下沉市场和海外扩张方面亦具备扩张潜力,首次覆盖给予“增持”评级。

目录

1、中国川渝风味面馆第一，直营/特许经营并行.....	6
1.1 历经多轮投融资，实现规模化发展	6
1.2 创始人团队控股，管理团队不断尝试.....	7
1.3 门店快速扩张，规模布局双突破	8
1.4 以价换量，25H1 同店收入降幅收窄	9
1.5 收入增速放缓，净利率稳步改善	10
2、川渝风味颇受欢迎，连锁化趋势明显	12
2.1 中式面馆行业：中式快餐第二大细分赛道，规模稳步扩张.....	12
2.2 竞争格局：高度分散，遇见小面为最大川渝风味面馆	15
2.3 变化趋势：融资高峰期过去，洗牌后行业重启扩张.....	17
3、多元化经营、数智化、资本共助发展	19
3.1 竞争优势：“三全”用餐体验，多元化经营模式	19
3.2 竞争优势：标准化、体系化、数智化三元素.....	20
3.3 竞争优势：多轮资本支持助力扩张	23
4、未来公司量利均有提升空间	23
4.1 门店扩张：分层渗透+精准适配.....	23
4.2 单店提效+门店结构优化，提升整体利润率	26
5、盈利预测和估值	27
5.1 关键假设及盈利预测	27
5.2 相对估值	29
5.3 绝对估值	30
5.4 估值结论与投资评级	31
6、风险分析.....	31

图目录

图 1: 2022 年-2025 年 H1 门店数量.....	6
图 2: 2024 年各上市餐饮公司外卖业务收入占比.....	6
图 3: 公司发展历程.....	7
图 4: 遇见小面股权结构 (截至 2025 年 12 月, IPO 后).....	7
图 5: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面门店数量 (含特许经营门店).....	8
图 6: 遇见小面门店分布 (截至 2025 年 6 月末).....	9
图 7: 2022 年-2025H1 遇见小面直营餐厅的人均消费额.....	9
图 8: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面直营餐厅的单店日均销售额.....	10
图 9: 2023 年-2025 年 H1 遇见小面直营餐厅的同店销售额增速.....	10
图 10: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面收入及其增速.....	10
图 11: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面归母净利润及其增速.....	10
图 12: 2022 年-2025 年 H1 同业资产负债率对比.....	11
图 13: 2022 年-2025 年 H1 同业原材料成本占比对比.....	11
图 14: 2022 年-2025 年 H1 同业租金成本占比对比.....	12
图 15: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面门店选址分布.....	12
图 16: 2022 年-2025 年 H1 同业员工成本占比对比.....	12
图 17: 2022 年-2025 年 H1 同业净利率对比.....	12
图 18: 中国内地餐饮服务行业的市场规模.....	13
图 19: 中国内地中式快餐餐厅市场规模.....	13
图 20: 2022 年-2025 年前三季度快餐行业开店率及闭店率变化.....	13
图 21: 2021 年-2025 年前三季度国内餐饮行业客单价变化.....	13
图 22: 2025 年第三季度末各品类门店规模与同比增长率.....	14
图 23: 2020 年-2029 年中国内地中式面馆市场规模及市场份额.....	14
图 24: 2020 年-2029 年中国内地中式面馆市场规模 (按菜系划分, 十亿元).....	14
图 25: 中国面馆数量的省份分布.....	15
图 26: 中国面馆每万人平均门店数量的省份分布.....	15
图 27: 部分新中式面馆品牌竞争格局.....	17
图 28: 新中式面馆融资大事件.....	17
图 29: 中式面馆行业及部分知名面馆新开门店数变化.....	18
图 30: 中式面馆行业及部分知名面馆新关门店数变化.....	18
图 31: 中式面馆行业及部分知名面馆在营门店数变化.....	19
图 32: 遇见小面菜单.....	19
图 33: 遇见小面 24 小时营业门店.....	19
图 34: 遇见小面不同场景门店 (商场、机场、写字楼、住宅区).....	20
图 35: 遇见小面餐厅用餐氛围.....	20
图 36: IPO 前遇见小面的投融资详细情况.....	23
图 37: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面不同城市门店数结构变化.....	24
图 38: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面翻座率变化.....	24
图 39: 2025H1 直营门店中, 中国香港特别行政区和中国内地一线及新一线城市门店经营表现对比.....	24

图 40: 小吃快餐品类中门店数排名前三品牌统计	25
图 41: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面不同城市餐厅层面利润率	27

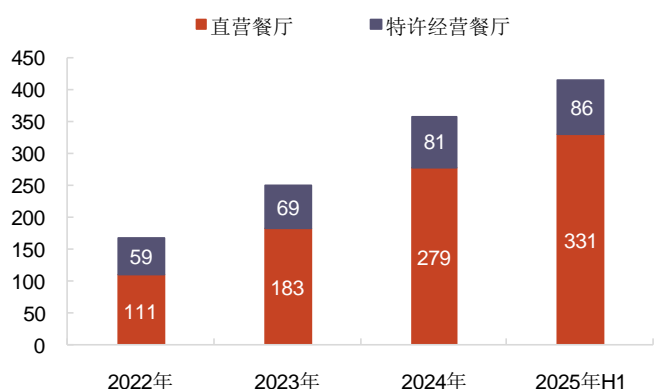
表目录

表 1: 遇见小面核心管理团队介绍 (截至 2025 年 11 月)	8
表 2: 2024 年中国中式面馆经营者排名 (按总商品交易额计)	15
表 3: 2024 年前五大面馆基本情况对比	16
表 4: 中式面馆前五大品牌比较 (截至 2025 年 11 月 17 日)	16
表 5: 全国部分面馆品牌开放加盟/联营概况	18
表 6: 遇见小面五大标准化体系	20
表 7: 成为遇见小面特许经营商前程序	21
表 8: 成为遇见小面特许经营商后的管理	21
表 9: 遇见小面数字化系统	22
表 10: 遇见小面 AI 技术应用	22
表 11: 遇见小面直营门店单店模型	26
表 12: 公司收入预测 (百万元, 家)	28
表 13: 主要成本及支出占收入的比重	29
表 14: 餐饮行业主要上市公司 PE 估值表	30
表 15: 绝对估值核心假设表	30
表 16: 现金流折现及估值表	31
表 17: 敏感性分析表 (港元)	31

1、中国川渝风味面馆第一，直营/特许经营并行

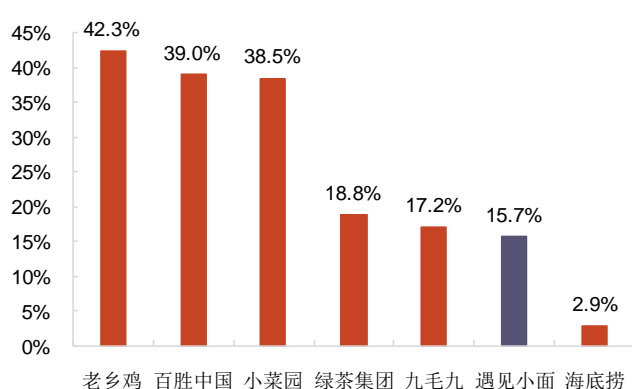
直营+特许经营模式，采取多元化经营的中国川渝风味面馆领先者。遇见小面起源于 2014 年，创始团队宋奇、苏旭翔、罗燕灵在广州开设首店，品牌名源于“遇见梦想去追寻，做好自己这一面”的理念，于 2024 年成为中国第一大川渝风味面馆、第四大中式面馆经营者（按总商品交易额计）。遇见小面菜品以重庆小面为核心，已扩展至辣与不辣的面条、米饭、小吃及饮料，经营上采用全人群、全时段、全场景的多元化模式，主要为堂食消费，外卖收入占比较低。截至 2025 年 11 月 27 日，其餐厅网络已覆盖中国内地 22 个城市（451 家，包括直营与特许经营餐厅）及香港特别行政区（14 家）。

图 1：2022 年-2025 年 H1 门店数量



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所；单位：家

图 2：2024 年各上市餐饮公司外卖业务收入占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

1.1 历经多轮融资，实现规模化发展

公司主打品牌“遇见小面”，自 2014 年创立起，主打川渝小面多样品类，多元化特色经营，历经四大发展阶段。

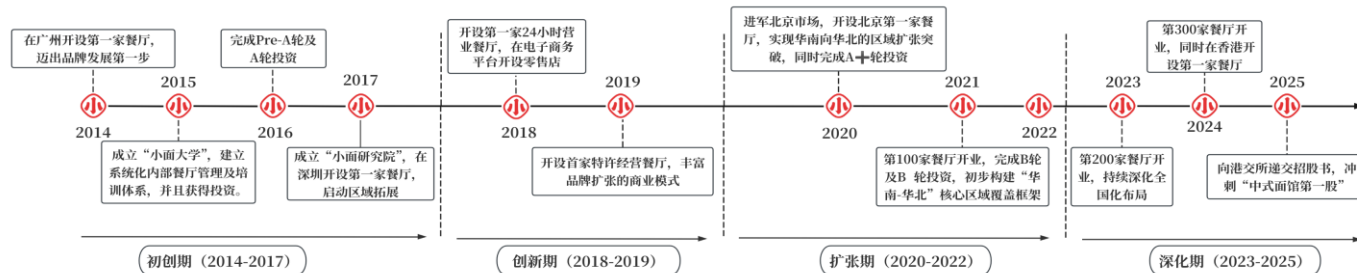
初创与基础构建阶段（2014-2017 年）：2014 年公司在广州开设第一家餐厅，迈出品牌发展第一步。2015 年公司成立“小面大学”，获得天使轮、天使+轮投资，夯实管理与资本基础，一年后完成 Pre-A 轮及 A 轮投资，2017 年成立“小面研究院”，系统化研发川渝美食，同时在深圳开设第一家餐厅，为后续发展构建产品、管理、资本与区域布局的基础。

模式拓展与渠道创新阶段（2018-2019 年）：2018 年公司开设第一家 24 小时营业餐厅，探索多元经营模式，在电子商务平台开设零售店，拓展非堂食的零售渠道；次年开设公司首家特许经营餐厅，丰富品牌扩张的商业模式，为规模化复制探索路径。

区域扩张与规模化发展阶段（2020-2022 年）：2020 年公司开设北京第一家餐厅，实现从华南向华北的区域扩张突破，完成 A+轮投资，强化资本支撑。2021 年第 100 家餐厅开业，实现规模化发展的关键突破，同时完成 B 轮及 B+轮投资，初步构建“华南-华北”核心区域覆盖框架。

规模化深化与国际化初探阶段（2023-2025 年）：2023-2024 年公司第 200、300 家餐厅开业，持续深化全国布局，2024 年在中国香港开设第一家餐厅，迈出国际化发展的第一步。2025 年向港交所递交招股说明书，成为“中式面馆第一股”。

图 3: 公司发展历程

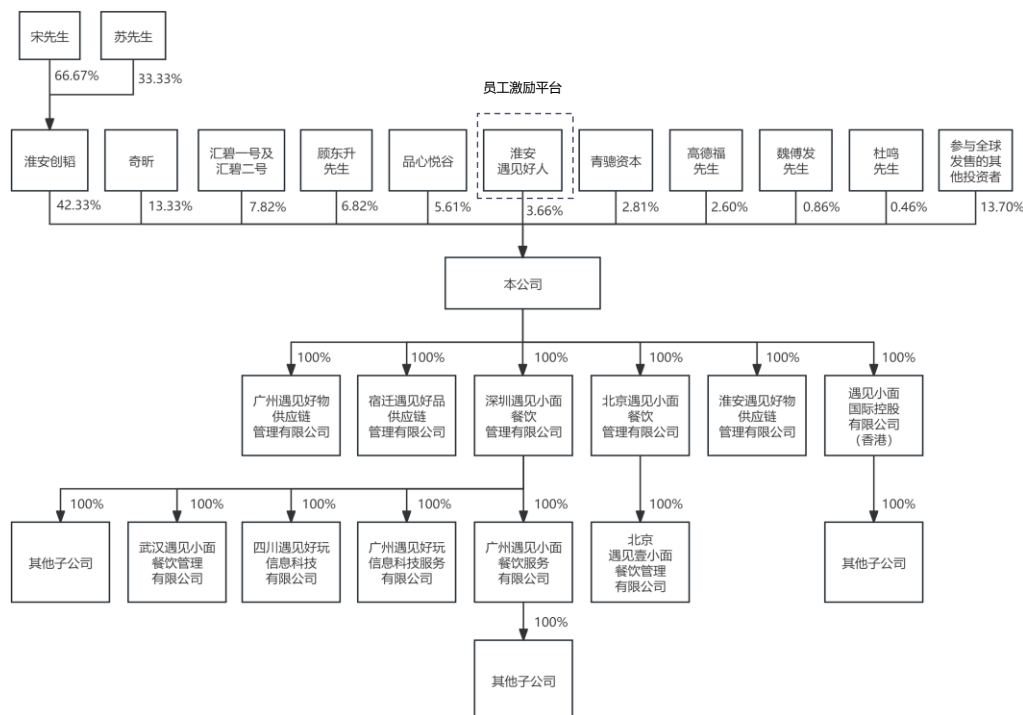


资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

1.2 创始人团队控股, 管理团队不断尝试

股权集中, 创始团队主导。创始团队核心成员宋奇与苏旭翔为实际控制人, 二人通过持股平台淮安创韬企业管理合伙企业(有限合伙)持有公司 42.33% 股权, 宋奇(作为普通合伙人)与苏旭翔(作为有限合伙人)则分别持有淮安创韬 66.67%、33.33% 的合伙权益。同时, 宋奇通过淮安遇见好人持有公司股份, 其中淮安遇见好人持有公司 3.66% 的股权。该平台用于激励高级管理层与核心员工, 部分权益由其他员工持有(具体激励计划未披露)。整体来看, 创始团队通过直接及间接持股实现对公司的核心控制, 股权结构相对集中, 同时引入外部资本与员工激励机制, 兼顾公司治理与发展需求。

图 4: 遇见小面股权结构 (截至 2025 年 12 月, IPO 后)



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

公司高管团队不断尝试，积累经验。遇见小面核心管理团队以宋奇、罗燕灵、苏旭翔三位 85 后创始人为核心（辅以财务管理人许智），三人皆毕业于华南理工大学。宋奇曾任职麦当劳、百胜餐饮积累运营经验，早期试错饺子馆、茶餐厅后，联合同学兼妻子罗燕灵（共学重庆小面技术）、同学苏旭翔（有供应链经验）创业，以“科学方法论”（实验室设备实现用料标准化）改造餐饮，最终遇见小面获得多轮投资，港股上市。

表 1: 遇见小面核心管理团队介绍（截至 2025 年 11 月）

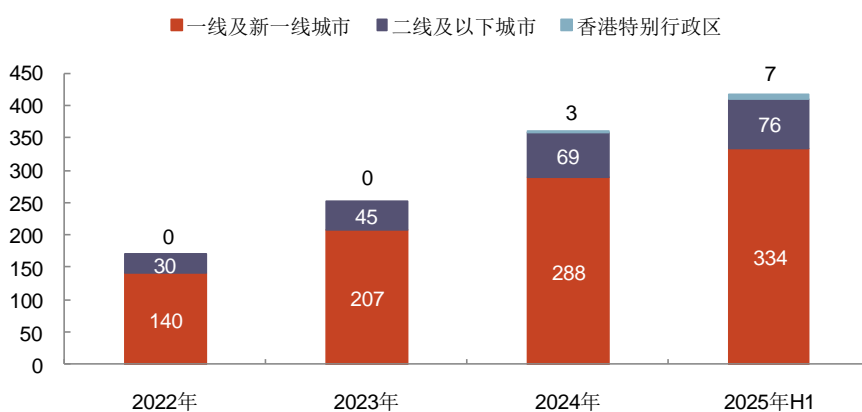
姓名	年龄	履历	职位	职责
宋奇	38 岁	拥有连锁餐饮行业相关工作经历，其中，2010 年 10 月至 2011 年 6 月期间，于主要从事餐饮行业的 MHK Restaurants Limited（前称麦当劳有限公司）工作，负责餐厅运营管理；2011 年 11 月至 2012 年 5 月期间，于主要从事连锁餐厅运营百胜餐饮（广东）有限公司工作，负责餐厅开发拓展；2014 年 2 月起担任公司执行董事。	董事长、执行董事兼首席执行官	负责制定本集团的整体发展战略及监督本集团的运营
苏旭翔	37 岁	2010 年 8 月至 2011 年 6 月，任职于主要从事供应采购及其他咨询服务的建发（广州）有限公司，2011 年 7 月至 2012 年 1 月，任职于主要从事医疗科技业务的强生（上海）医疗器材有限公司；2014 年 2 月起担任公司执行董事。	执行董事兼副总裁	主要负责监督本集团的营销、品牌推广及信息技术
罗燕灵	40 岁	2009 年 6 月至 2015 年 6 月期间，任职于联科集团（中国）有限公司，担任商务代表一职；2015 年 7 月起担任公司副总裁。	执行董事兼副总裁	主要负责监督本集团的供应链、食品安全、菜品研发及制定运营标准
许智	36 岁	2012 年 10 月至 2015 年 1 月，任德勤华永会计师事务所广州分所高级审计员，2016 年 10 月至 2019 年 5 月，任明大（广州）企业管理咨询有限公司经理，2019 年 6 月至 2020 年 1 月，任广州拉拉米信息科技股份有限公司内控副总监，2020 年 4 月至 2020 年 10 月，任广州光风霁月数字科技有限公司财务副总监，负责监督该公司财务及法律事务；2020 年 10 月加入公司担任财务总监，2022 年 3 月晋升为首席财务官。	首席财务官兼副总裁	管理本集团财务、人力资源、法律事务及商业分析

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.3 门店快速扩张，规模布局双突破

遇见小面门店主要分布在一二线及新一线城市且逐步下沉。截至 2025 年 6 月 30 日，遇见小面一线及新一线城市门店数量为 334 家，二线及以下城市为 76 家，目前遇见小面门店主要聚焦在一二线及新一线，且香港特别行政区门店数量为 7 家，实现餐厅网络拓展至中国内地之外。遇见小面门店数量从 2022 年末的 170 家增至 2025 年 6 月末的 417 家。

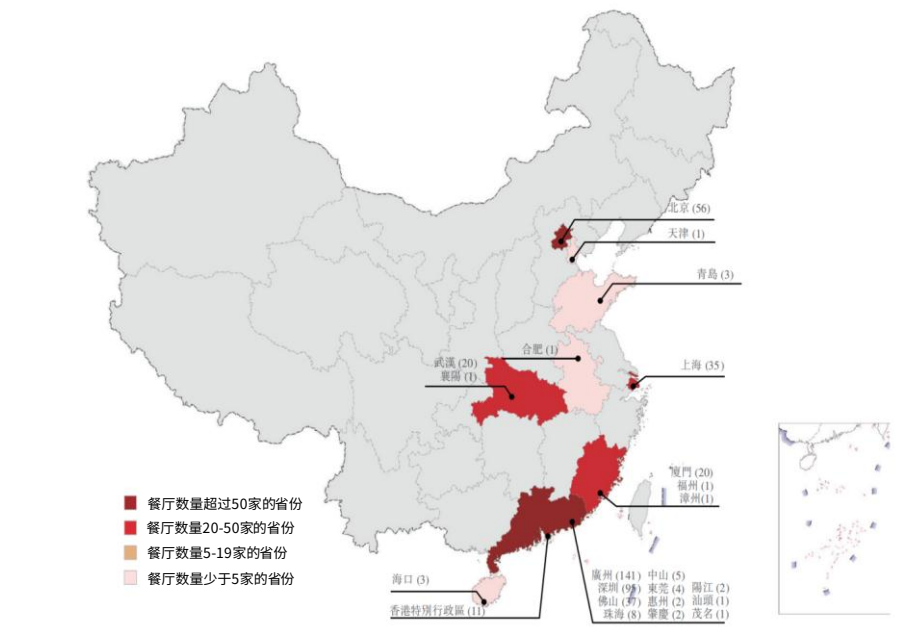
图 5: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面门店数量（含特许经营门店）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所；单位：家

遇见小面门店布局在高价值城市核心场景。遇见小面门店地域覆盖延伸至中国内地 9 个省份的 22 个城市及香港特别行政区，且重点聚焦广州、深圳、上海、北京、厦门、佛山、武汉等核心城市，优先在这些城市的中央商务区、交通枢纽及住宅区完成关键布局。

图 6：遇见小面门店分布（截至 2025 年 6 月末）

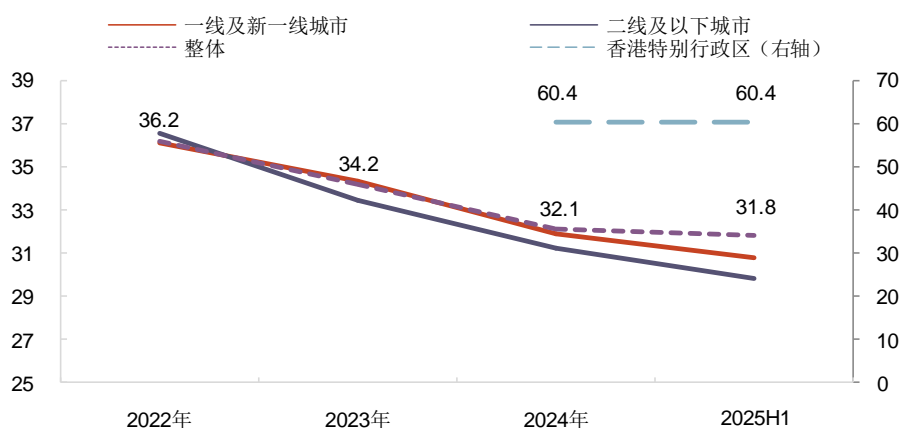


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.4 以价换量，25H1 同店收入降幅收窄

2022 年以来，遇见小面人均消费额下降以增加整体销售额，直营餐厅的订单平均消费额由 2022 年的 36.2 元降至 2023 年的 34.2 元，并进一步降至 2024 年的 32.1 元，带动 2024 年总商品交易额及订单总数的大幅增加。

图 7：2022 年-2025H1 遇见小面直营餐厅的人均消费额

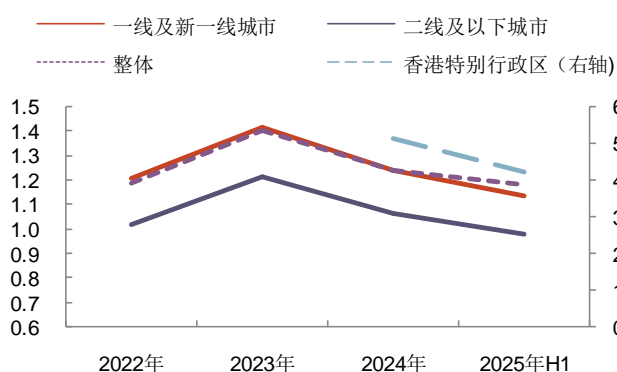


资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所；单位：元

门店经营效率待修复。2022年-2025H1三年一期，遇见小面直营餐厅的整体单店日均销售额分别为11881元、13997元、12410元和11805元，2024年以来整体单店日均销售额呈下滑趋势。分区域看，2024年一线及新一线城市单店日均销售额同比降幅达12.1%，二线及以下城市同比降幅达12.6%。2025H1遇见小面直营餐厅同店销售额增速为-3.1%，门店数量从2022年的170家增至2025年6月的417家。在快速扩张门店的同时，遇见小面的经营效率有所下滑。

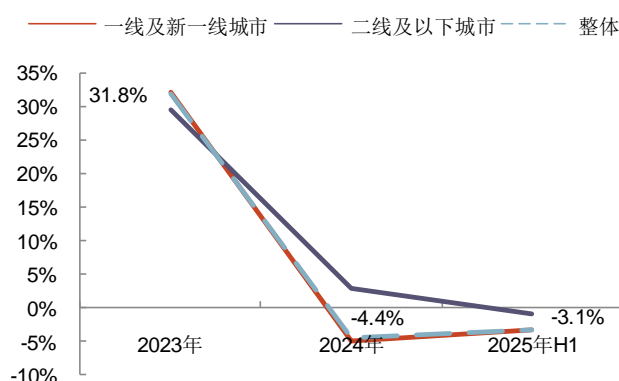
这一趋势背后，既有内部策略与运营的因素，也受外部市场环境影响：内部层面，公司为吸引客流主动降低菜品价格，虽带动订单量增长却拉低单店收入，且快速拓店过程中部分新门店因选址非核心、培育周期不足，未能达到成熟门店效率水平，拖累整体表现；外部层面，中式面馆市场高度分散，一线及新一线城市竞争尤为激烈，叠加疫情后消费端更趋理性，客单价承压，进一步制约单店收入提升，优化单店经营效率成为关键。

图 8：2022 年-2025 年 H1 遇见小面直营餐厅的单店日均销售额



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所；单位：万元

图 9：2023 年-2025 年 H1 遇见小面直营餐厅的同店销售额增速

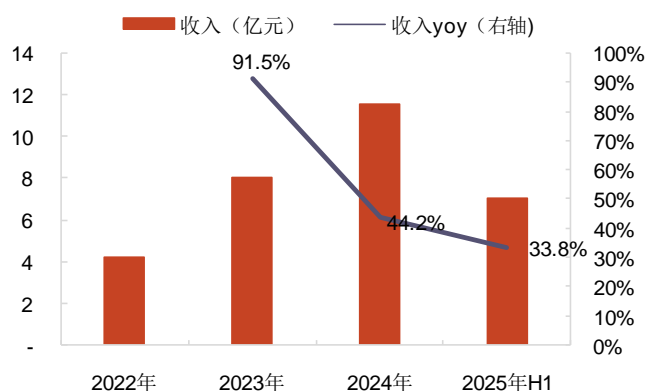


资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所（注：数据标蓝为整体数据）

1.5 收入增速放缓，净利率稳步改善

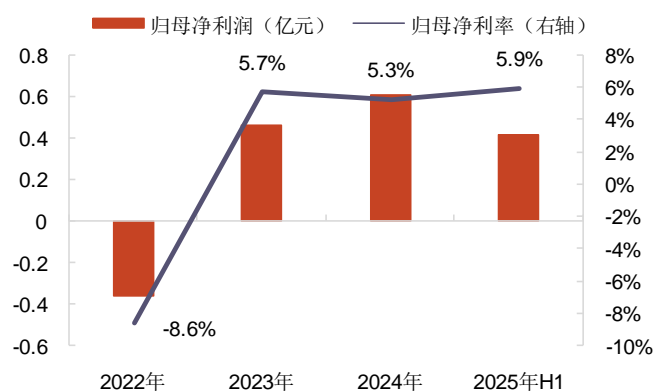
从收入和净利润来看，遇见小面收入和归母净利润从2022年至2024年持续提升，于2023年实现扭亏为盈。2024年遇见小面总收入为11.54亿元，2022-2024年收入CAGR为66.17%；2024年归母净利润为0.61亿元，同比增长32.2%，25H1归母净利润增速回升至95.8%。主要系2022-2024年直营餐厅快速扩张，订单数量上升幅度超过主动降价幅度。

图 10：2022 年-2025 年 H1 遇见小面收入及其增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所

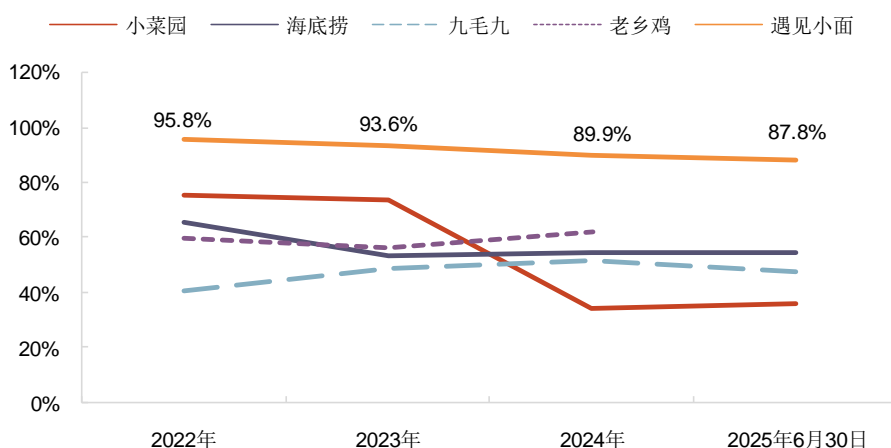
图 11：2022 年-2025 年 H1 遇见小面归母净利润及其增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所

从资产负债结构来看，遇见小面 2022-2024 年平均资产负债率在 90%以上，处于高位。遇见小面 2022-2024 年资产负债率分别为 95.8%、93.6%和 89.9%，虽然逐年下降，但三年平均值仍在 90%以上的高位，比起同业中的小菜园、老乡鸡等，面临着一定的财务压力。从细分项目来看，遇见小面租赁相关的负债占总负债比率在 70%以上，主要系其以直营模式为主的经营方式所致。

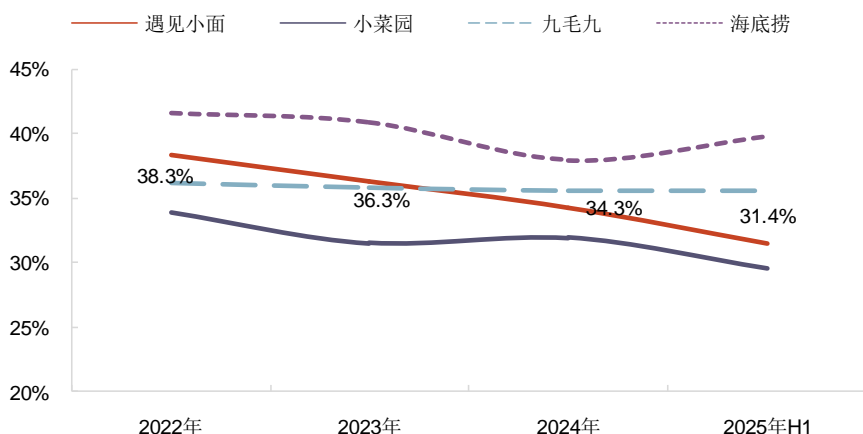
图 12：2022 年-2025 年 H1 同业资产负债率对比



资料来源：遇见小面招股说明书，各公司公告，光大证券研究所

原材料成本占比呈持续优化趋势。遇见小面 2022-2025 年 H1 原材料成本占比从 38.3%逐年回落至 31.4%，这一变化主要源于门店规模扩张带来的集中采购议价能力提升，同时供应链的精细化管理（如食材集中采购配送、损耗率降低）也进一步压缩了原材料端的成本空间。对比同期同行，遇见小面原材料成本占比处于较低水平，成本控制成效较为突出；后续若食材市场价格出现大幅波动，该占比也可能面临阶段性回升的压力。

图 13：2022 年-2025 年 H1 同业原材料成本占比对比

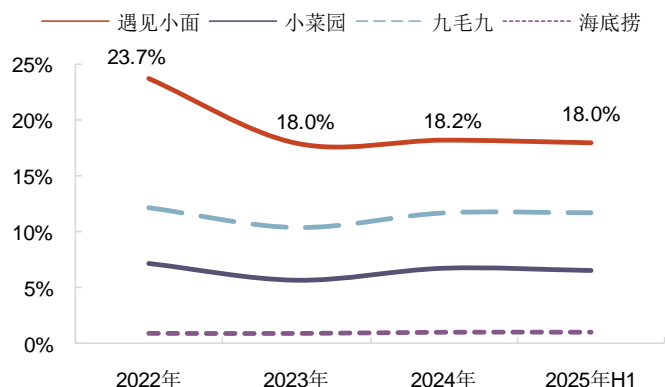


资料来源：遇见小面招股说明书，各公司公告，光大证券研究所

直营门店持续扩张推动租金成本占比维持高位。2022 年至 2023 年，遇见小面直营门店从 111 家增至 183 家，租赁门店数量增加带动租金成本绝对值上升，但此阶段直营门店扩张带来的营业收入增幅超过门店数量增长幅度，租金成本占比下降。2024 年，直营门店进一步扩张，同期营业收入增长未能匹配租金成本的攀升，导致租金成本占比略微回升，且整体始终处于同业高位水平。此外，租金成本高也与直营门店的区位布局相关——一线城市门店占比偏高、且多集中布

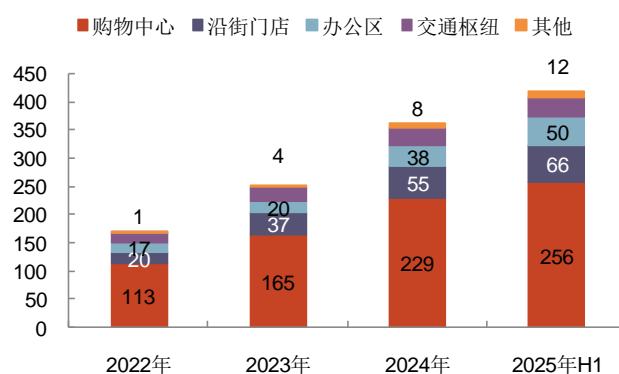
局于购物中心,这类区位的商业物业租金水平普遍高于低线城市及非核心商业场景,进一步加重了租金负担。

图 14: 2022 年-2025 年 H1 同业租金成本占比对比



资料来源: 遇见小面招股说明书, 各公司公告, 光大证券研究所

图 15: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面门店选址分布

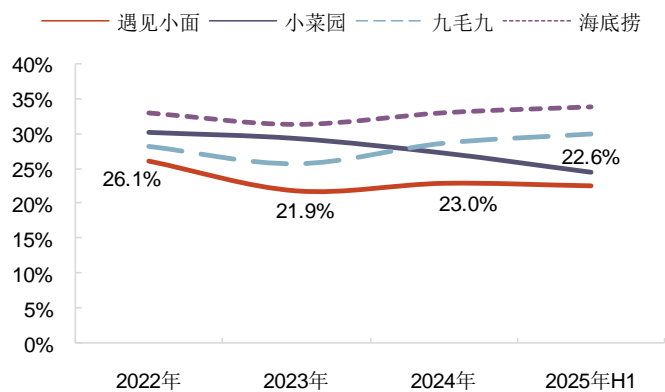


资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所; 单位: 家

收入的规模效应下员工成本占比下降。遇见小面 2022-2023 年员工成本占收入比重由 26.1% 下降至 21.9%, 源于 2023 年初疫情缓解带来收入强劲反弹; 2024 年又增长至 23.0%, 主要是直营餐厅网络拓展推动餐厅员工数量增加。

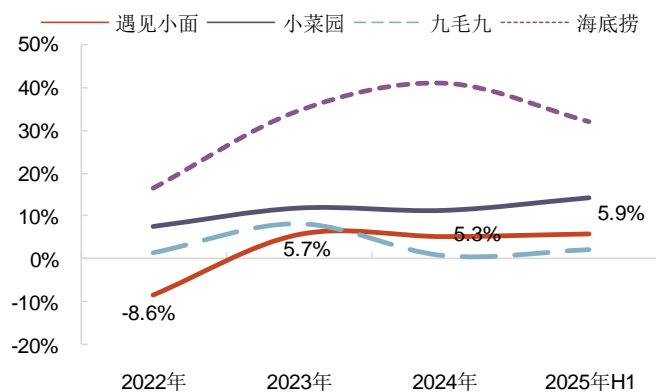
2022 年-2025 年 H1 净利率总体呈上升趋势。遇见小面净利率从 2022 年的 -8.6% 上升到 2023 年的 5.7%, 主要系直营门店扩张带来收入的快速增长, 然而 2023-2024 年直营门店进一步扩张带来净利率的下降, 主要系门店扩张带来的租金、员工等成本上升。

图 16: 2022 年-2025 年 H1 同业员工成本占比对比



资料来源: 遇见小面招股说明书, 各公司公告, 光大证券研究所

图 17: 2022 年-2025 年 H1 同业净利率对比



资料来源: 遇见小面招股说明书, 各公司公告, 光大证券研究所

2、川渝风味颇受欢迎, 连锁化趋势明显

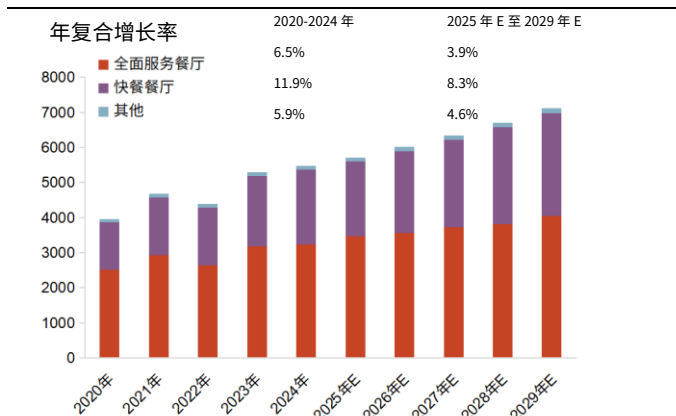
2.1 中式面馆行业: 中式快餐第二大细分赛道, 规模稳步扩张

中国内地餐饮服务市场规模庞大, 中式快餐餐厅成为增长的主要驱动力。中国内地餐饮市场中, 中式快餐是增长主要驱动力, 依托传统风味、便利性, 通过菜品创新、数字化点餐/外卖、区域扩张及技术提效满足需求。根据遇见小面招股说明书援引国家统计局、中国食品工业协会、弗若斯特沙利文的数据, 2020-2024

年中国内地快餐餐厅交易额从 13,558 亿元增至 21,290 亿元(CAGR 为 11.9%)，预计 2029 年达 29,329 亿元 (2025-2029 年 CAGR 为 8.3%)。

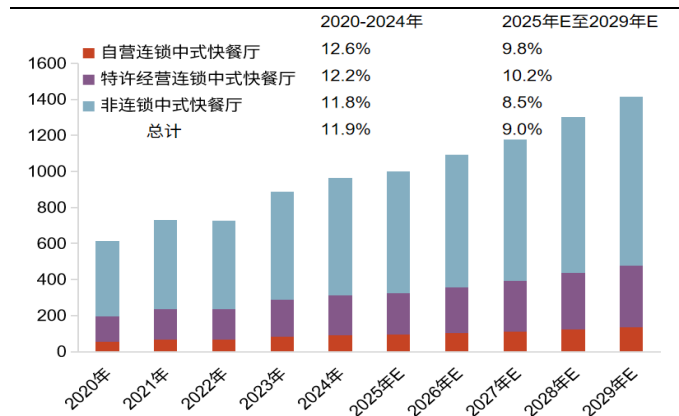
连锁快餐餐厅规模增速将进一步加快。随着供应链管理、标准化及数字化水平提升，连锁快餐规模增速将加快，预计 2029 年连锁中式快餐市场规模达 4,778 亿元（非连锁中式快餐厅规模达 9,358 亿元，但增速慢于连锁中式快餐厅），2025-2029 年，自营、特许经营连锁中式快餐厅规模年复合增长率分别为 9.8%、10.2%，至 2029 年整体连锁渗透率升至 33.8%。

图 18：中国内地餐饮服务行业的市场规模



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所；单位：十亿元

图 19：中国内地中式快餐餐厅市场规模

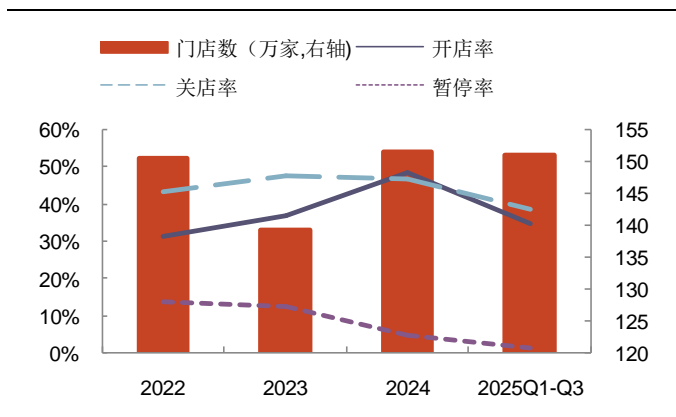


资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所；单位：十亿元

快餐行业在历经行业洗牌后门店数量恢复增长。2022-2023 年快餐行业呈现开店率低于关店率的态势，市场低迷，洗牌加剧；2024 年行业开店率反超关店率，2025 年前三季度该趋势延续。宏观经济增速放缓与消费降级背景下，快餐的便捷实惠属性推动其快速发展。

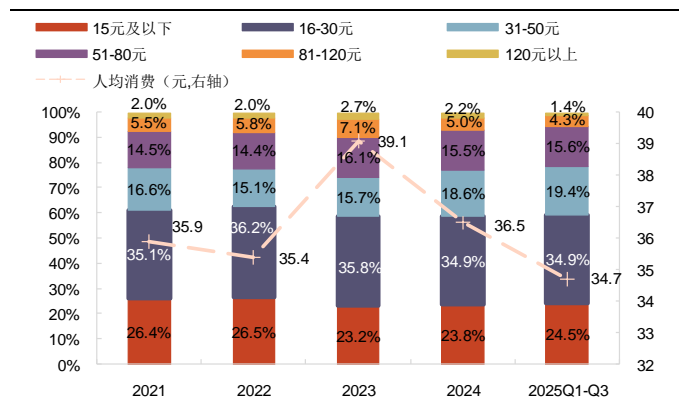
客单价方面，平价化为主流趋势。2024 年起餐饮人均客单价逐步下降；中国餐饮门店中约 60% 人均消费低于 30 元，大众消费是主流。31-80 元中高端区间占比同步提升，反映出消费者对低价与品质的双重追求，质价比已成为重要选择依据。

图 20：2022 年-2025 年前三季度快餐行业开店率及闭店率变化



资料来源：久谦中台，光大证券研究所

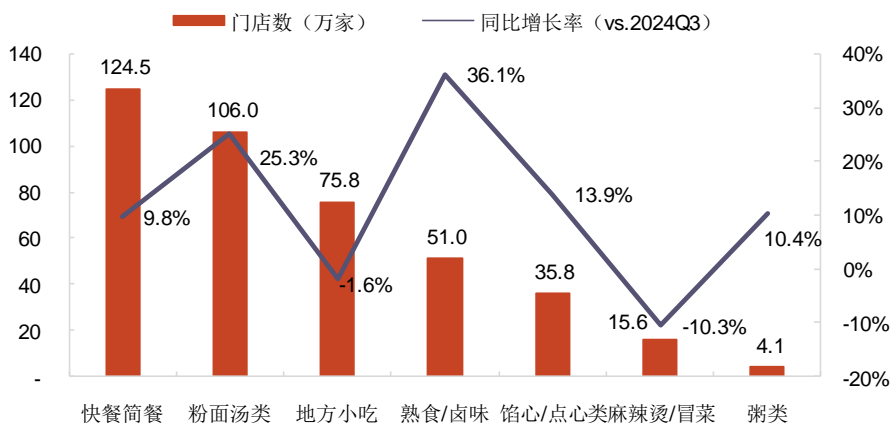
图 21：2021 年-2025 年前三季度国内餐饮行业客单价变化



资料来源：辰智大数据，光大证券研究所

从中式快餐各品类发展态势来看，根据辰智大数据，截至 2025 年三季度末，快餐简餐仍占大多数，门店数达 124.5 万家，同比增长 9.8%；粉面汤类表现亮眼，门店数量超 100 万家，同比增长率高达 25.3%。现炒浇头、生烫、鲜烫等成为粉面增长新引擎。

图 22：2025 年第三季度末各品类门店规模与同比增长率

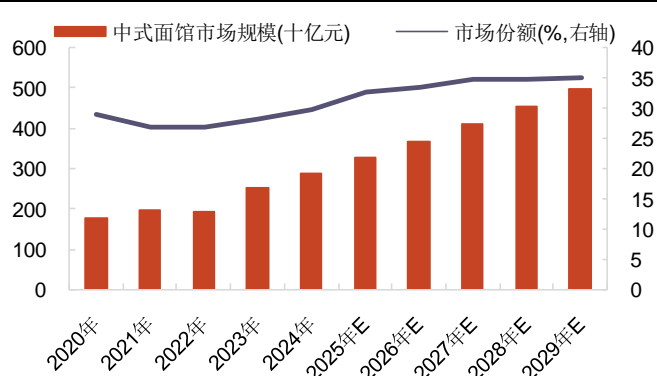


资料来源：辰智大数据，光大证券研究所

中式面馆市场将保持较快增长。根据弗若斯特沙利文的数据，2024 年中国内地中式面馆市场的总商品交易额达 2866 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 12.7%。展望未来，受家庭收入水平提升带来的客户群扩大以及传统中式面食日益普及所推动，预计到 2029 年中国内地中式面馆总商品交易额将达到 4956 亿元，2025-2029 年 CAGR 为 11.0%。

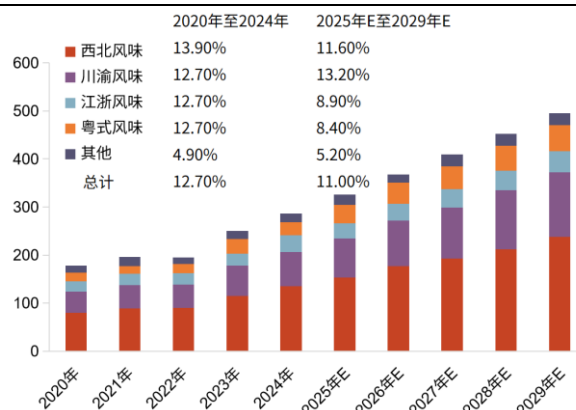
川渝风味面馆受欢迎度持续上升。中国内地中式面馆市场按地域菜系划分主要包括西北、川渝、江浙及粤式风味面馆，其中川渝风味面馆受欢迎度持续上升，得益于其麻辣鲜香口味及城市消费者对传统与创新餐饮选择的增长趋势。以川渝风味为主的中式面馆市场 2020 年至 2024 年总商品交易额从人民币 444 亿元扩至 716 亿元，年复合增长率 12.7%，预计 2029 年该交易额将达人民币 1,338 亿元，2025 年至 2029 年的年复合增长率为 13.2%。

图 23：2020 年-2029 年中国内地中式面馆市场规模及市场份额



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

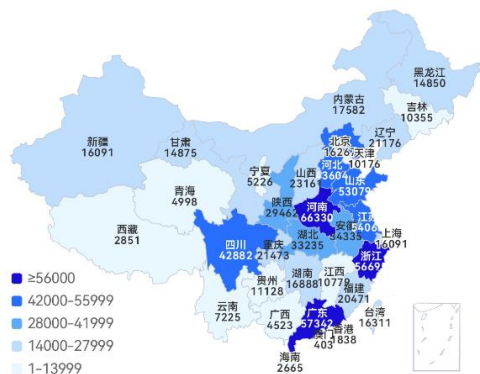
图 24：2020 年-2029 年中国内地中式面馆市场规模（按菜系划分，十亿元）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

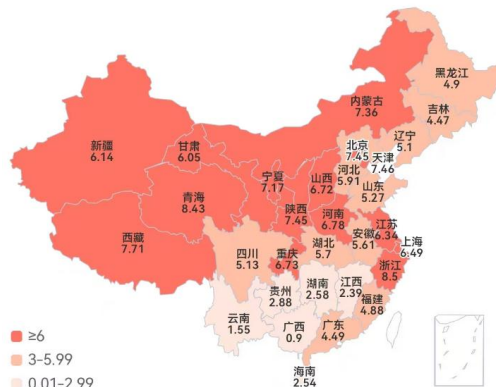
根据窄门餐眼数据，中国面馆门店多分布在中部和东部区域，河南、广东、浙江、江苏与山东省面馆门店数都超过了 5 万家。从人均面馆数量看，西北地区 and 江浙沪密度较高，每万人平均面馆数量均超过 6 家。

图 25：中国面馆数量的省份分布



资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所（注：数据截至 2025.11.13）；单位：家

图 26：中国面馆每万人平均门店数量的省份分布



资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所（注：数据截至 2025.11.13）；单位：家/万人

2.2 竞争格局：高度分散，遇见小面为最大川渝风味面馆

中式面馆市场高度分散，遇见小面为最大的川渝风味面馆。2024 年中国中式面馆前五大企业的总商品交易额占比仅 2.9%，市场较为分散。其中遇见小面 2024 年以 0.5% 市场份额位列第四大中式面馆经营者，同时是最大的川渝风味面馆，为 2024 年中国前五大中式面馆中增长最快的企业，2022 年至 2024 年的总商品交易额年复合增长率为 58.6%，位列第一。

表 2：2024 年中国中式面馆经营者排名（按总商品交易额计）

排名	品牌	2024 年总商品交易额 (百万元)	2024 年市场份额	2022 年至 2024 年总商品交易额年复合增长率
1	和府捞面	2530.0	0.9%	23.8%
2	李先生牛肉面	2060.0	0.7%	14.5%
3	老碗会	1420.0	0.5%	47.8%
4	遇见小面	1384.4	0.5%	58.6%
5	马记永	1250.0	0.4%	28.2%
	前五大	8,608.4	2.9%	29.1%
	总计	296,170.7	100%	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

在中式面馆市场，各品牌依托地域风味与运营模式差异化竞争。和府捞面主打中高端草本汤面并营造书房场景，李先生牛肉面以老牌连锁布局牛肉类简餐，老碗会聚焦西北面食打造高性价比体验，马记永靠兰州牛肉面标准化快速拓店。而遇见小面锚定川渝风味，主营重庆小面、红碗豌杂面等川渝特色粉面，搭配现炸酥肉、冰粉等川味小吃与饮品，满足消费者对麻辣鲜香川渝美食的偏好。

表 3: 2024 年前五大面馆基本情况对比

品牌	主营	模式	核心优势
和府捞面	主打“草本汤、荞麦面、黑塌菜”三大品类，旗下拥有“和府捞面”、“和府·大师面”、“和府到家”、“阿兰家牛肉面”四大品牌	直营+特许经营	场景化体验+成熟供应链
李先生牛肉面	以经典牛肉汤面为核心，延伸牛肉饭、凉菜等配套餐品，聚焦牛肉类面食与简餐	直营+特许经营	老牌连锁，标准化运营
老碗会	专营油泼面、岐山臊子面等西北特色面条，辅以肉夹馍、凉皮等西北小吃	直营连锁	地域风味突出，高性价比
遇见小面	以重庆小面系列为主打，拓展至各类辣与不辣的菜品，涵盖面条、米饭、小吃和饮料	直营+特许经营	川渝特色鲜明，数字化运营能力强
马记永	主营兰州牛肉面，提供毛细、二细等不同粗细的面条，搭配牛肉、牛腱等卤味，遵循兰州牛肉面传统	直营连锁	产品标准化，扩张速度快

资料来源：遇见小面招股说明书，各公司官网，光大证券研究所

头部品牌中遇见小面价格相对较低，下沉市场仍需深耕。根据窄门餐眼数据，截至 2025 年 11 月 17 日，在中式面馆前五品牌中，遇见小面客单价为 27.54 元，虽较和府捞面、老碗会等品牌略低，但整体价格仍未达到下沉市场消费者对“亲民”的核心需求。从门店布局看，其在一线城市与新一线城市的分布占比合计高达 88.52%，近九成门店集中于高线城市，下沉市场覆盖度明显不足。遇见小面门店主要分布在广东省，与老碗会门店分布较为重合，但由于老碗会主打西北风味，仍存在差异化竞争。

表 4: 中式面馆前五品牌比较 (截至 2025 年 11 月 17 日)

品牌	遇见小面	和府捞面	老碗会	李先生牛肉面	马记永
客单价 (元)	27.54	32.94	35.1	28.09	34.09
门店数 (家)	467	577	458	1004	363
覆盖省份	10	23	5	21	8
覆盖城市	23	84	15	97	21
口碑评分	80.82	83.7	91.76	80.66	87.42
城市分布	一线 74.17%	一线 39.51%	一线 72.49%	一线 6.97%	一线 63.91%
	新一线 14.35%	新一线 27.21%	新一线 16.38%	新一线 17.83%	新一线 26.17%
	二线 9.05%	二线 20.1%	二线 10.7%	二线 31.27%	二线 8.54%
	三线 1.99%	三线 10.4%	三线 0.44%	三线 17.83%	三线 1.38%
	四线 0.44%	四线 2.25%	四线 0%	四线 11.45%	四线 0%
选址分布	五线 0%	五线 0.52%	五线 0%	五线 14.64%	五线 0%
	商场店 62.74%	商场店 83.54%	商场店 66.59%	商场店 31.77%	商场店 91.18%
	居民社区 7.49%	居民社区 0.35%	居民社区 10.7%	居民社区 26.1%	居民社区 1.65%
	街边店 3.21%	街边店 1.73%	街边店 4.37%	街边店 16.33%	街边店 0.83%
	专业市场 0.43%	专业市场 0.35%	专业市场 0.87%	专业市场 1.69%	专业市场 0.28%
	写字楼 7.07%	写字楼 5.03%	写字楼 12.01%	写字楼 5.68%	写字楼 3.03%
	医院周边 2.57%	医院周边 0.52%	医院周边 0.22%	医院周边 3.39%	医院周边 0.55%
	学校店 2.57%	学校店 0.35%	学校店 0.22%	学校店 1.29%	学校店 0.55%
	交通枢纽 6.21%	交通枢纽 3.64%	交通枢纽 0.44%	交通枢纽 9.46%	交通枢纽 0.28%
	加油站 0.21%	景区景点 1.56%	景区景点 0.44%	景区景点 0.8%	未知 2.2%
未知 10.06%	加油站 0.17%	未知 4.37%	加油站 1.29%	未知 2.2%	
	未知 2.77%		未知 1.39%		
核心省份	广东省、北京	上海、江苏省、北京	广东省	辽宁省、山东省、吉林省	上海、江苏省

资料来源：窄门餐眼小程序，光大证券研究所

图 27：部分新中式面馆品牌竞争格局

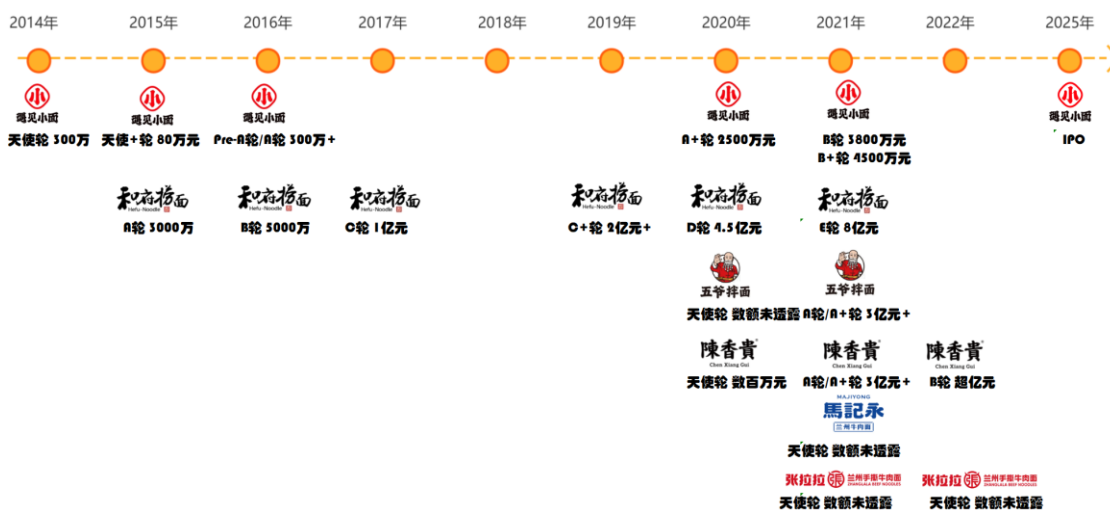


资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所（注：数据截至 2025.11.17）

2.3 变化趋势：融资高峰期过去，洗牌后行业重启扩张

2021 年，中式连锁面馆凭借资本加持迎来扩张热潮，“诞生比肩麦当劳、肯德基的本土巨头”成为行业“麦肯梦”。成熟供应链下的餐品标准化和数字化升级后运营效率提升推动新中式面馆品牌快速扩张。

图 28：新中式面馆融资大事件



资料来源：企查查，光大证券研究所

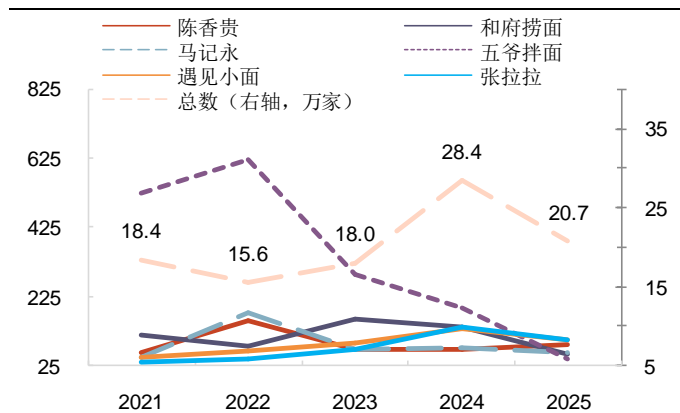
中式面馆之所以能被资本寄予“麦肯化”的厚望，核心源于其在地市场需求、标准化基础及行业格局三方面具备的天然优势，为规模化扩张提供了可行性支撑。

- **刚需属性强**：面食作为传统主食，消费高频稳定、受众广泛，抗风险能力突出，市场规模持续增长。
- **标准化易复制**：面食由面条、浇头、汤底构成，后端产业链成熟，头部品牌如和府捞面通过中央工厂与多层级配送网络实现全国冷链配送，门店操作流程化、低人工依赖，为规模化奠定基础。

- **行业格局分散：**赛道“有品类无品牌”，多为单店、夫妻店，缺乏全国性巨头，新式面馆通过品类升级填补品牌化空白，具备培育头部企业的潜力。

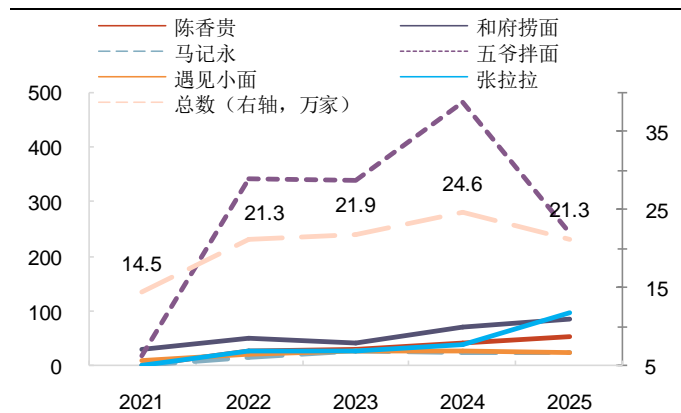
2022-2023 年，行业陷入关店收缩、融资下滑的困境，规模化进程受阻。

图 29：中式面馆行业及部分知名面馆新开门店数变化



资料来源：久谦中台，光大证券研究所；左轴单位：家

图 30：中式面馆行业及部分知名面馆新关门店数变化



资料来源：久谦中台，光大证券研究所；左轴单位：家

中式面馆扩张降温虽有疫情等外部因素影响，但核心在于行业发展面临多重壁垒，制约了规模化扩张的推进。

- **地域差异制约：**各地饮食偏好迥异，标准化模式难以适配，多数品牌仅能区域性扩张，较难形成全国布局。
- **产品与性价比短板：**面食创新空间有限，同质化严重；预制食材缺乏“烟火气”，口味不及小店；连锁品牌客单价 20-50 元，远高于夫妻店 12-15 元，性价比失衡。
- **选址策略偏差：**扎堆商场导致消费场景错位，成本高、受众窄、频次低，制约规模扩张。

为了分散经营风险以及进一步扩张，2023 年起较多的中式面馆品牌开放加盟/联营。同时部分面馆开始调整价格定位，以扩大消费群体覆盖面，例如和府捞面在 2023 年 5 月推出 33 元红烧牛肉面，较以往 40-50 元客单价下调；2023 年 12 月在新品发布会上扩大 20-30 元的产品矩阵；2024 年 6 月宣布多款产品降价 27%-32%。遇见小面在 2023 年 9 月推出“嗨 5”工作套餐，降至 20 元以内，同时陆续上线 11.1 元吃面券、9.9 元下午茶等促销活动。

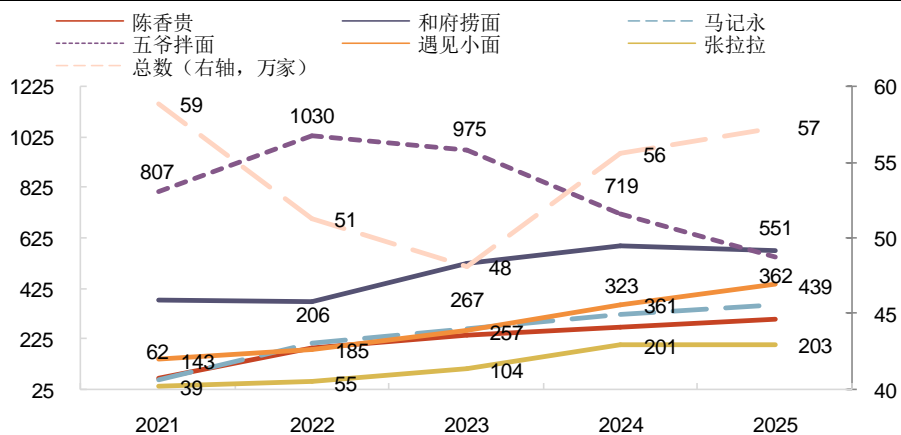
表 5：全国部分面馆品牌开放加盟/联营概况

品牌名	开放加盟/联营时间	降价情况
遇见小面	2019	2023 年 9 月推出“嗨 5”工作套餐，降至 20 元以内
张拉拉兰州牛肉面	2022	2023 年推出 9.9 元特价面
陈香贵	2023	2023 年推出 9.9 元辣子牛肉面与 19.9 元套餐
和府捞面	2024	2023 年 5 月推出 33 元红烧牛肉面，较以往 40-50 元客单价下调；2024 年 6 月和府捞面宣布多款产品降价 27%-32%
大师兄西北风味专门店	2024	2024 年 6 月推出外卖优惠套餐：21.9 元酱大骨套餐(原价 34.6 元)、23.9 元肉夹馍套餐(原价 38.6 元)
兵哥豌豆面	2024	/

资料来源：红餐大数据，光大证券研究所

随着前一轮行业洗牌逐步接近尾声，以及餐饮市场的缓慢恢复，24 年起中式面馆行业门店数量恢复增长，网红面馆扩张也趋于理性。

图 31: 中式面馆行业及部分知名面馆在营门店数变化



资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所; 左轴单位: 家

3、多元化经营、数智化、资本共助发展

3.1 竞争优势: “三全”用餐体验, 多元化经营模式

用餐体验之一: 全人群。遇见小面聚焦全人群用餐需求, 服务涵盖老年人、中年人、年轻人及儿童, 菜品兼顾辣与不辣口味, 构建了包含特色小面(如招牌红碗豌杂面)、小锅冒菜、抄手系列(含老麻抄手)、米饭系列、撸串系列、特色小食、甜品及饮品的丰富产品矩阵, 另有金碗酸辣粉等高品质川渝招牌菜, 每家餐厅约 30 至 40 个 SKU, 既适配个人用餐, 也满足多人聚会需求, 同时依托川渝美食的灵活性, 定期更新菜单, 持续为不同群体提供新颖的用餐体验。

用餐体验之二: 全时段。遇见小面通过安排对应菜单提供全时段服务, 除午餐、晚餐正常高峰时段外, 还覆盖早餐、下午茶、夜宵, 可满足顾客不同喜好与用餐安排, 且截至 2025 年 6 月, 已有 66 家餐厅实行 24 小时运营。

图 32: 遇见小面菜单



资料来源: 大众点评, 光大证券研究所

图 33: 遇见小面 24 小时营业门店



资料来源: 大众点评, 光大证券研究所

用餐体验之三: 全场景。遇见小面可满足顾客日常休闲用餐、与同事共餐、和亲朋聚餐等全场景需求, 同时餐厅战略性选址于中国的购物中心、办公区、住宅区、学校、展览中心、景区, 以及机场、火车站、码头、高速公路服务区、出入境口岸等交通枢纽, 全方位适配不同场景的用餐需求。并且在用餐氛围上, 遇见小面

餐厅室内设计旨在再现川渝美食文化精髓，营造温馨明亮的环境复刻街区享用热汤面的舒适感，单店面积通常约 100 至 150 平方米。

遇见小面多元化经营模式（全人群、全时段、全场景）日渐成熟，能够吸引更多顾客并提升其光顾频次，进而为餐厅网络的可持续增长提供有力支持。

图 34：遇见小面不同场景门店（商场、机场、写字楼、住宅区）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 35：遇见小面餐厅用餐氛围



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

3.2 竞争优势：标准化、体系化、数智化三元素

高度标准化管理，可复制的商业模式。遇见小面已建立高度标准化及规模化的商业模式，该模式可持续优化且在良好业绩记录下展现韧性。进行标准化管理既是确保不同市场和地区品牌一致性、运营效率与顾客满意度的基石，也助力实现有竞争力定价及餐厅网络持续拓展，同时通过标准化运营流程构建了可复制的商业模式以支持可持续增长，所有遇见小面餐厅（无论直营或特许经营门店）均按统一标准体系运营，均能为顾客提供菜品口味、份量、品质及出餐速度一致的用餐体验。

遇见小面凭借高度标准化及规模化的业务模式，餐厅网络实现显著拓展：总数从 2022 年末的 170 家增至 2024 年末的 360 家，2022-2024 年分别有 43 家、92 家及 120 家新直营餐厅及特许经营餐厅开业。

表 6：遇见小面五大标准化体系

标准化类别	具体内容
菜单及制备流程标准化	通过结构化菜单体系实现烹饪操作与口味一致性，使用一致兼容食材，实施简单系统化的菜品制备流程。总部监督供应链，集中采购保障食品安全、品质及成本效益。
顾客体验标准化	引导顾客使用移动设备下单及付款，简化餐厅网络点餐流程并实现数字化；员工根据岗位操作标准和服务指引，提供标准化、易上手的服务（如营业前准备、顾客问候、餐桌安排等）。
培训标准化	建立线上培训系统并结合线下培训课程，通过频繁且全面的内部培训和针对各岗位的指导课程，为餐厅员工提供提升技能、运营及管理能力的平台，助力各餐厅有效实施标准化。
绩效评估机制标准化	各餐厅采用统一的“赛马体系”客观评估表现，量化餐厅运营关键指标（如顾客服务、值班管理、出品管理、食品安全等），制定合理可控的评估标准（如根据预估营业额提供日常人员配置建议）。
餐厅拓展标准化	开发全面的餐厅筹建系统，由开发拓展团队执行餐厅拓展。对餐厅拓展的各标准化步骤（包括餐厅网络规划、选址、商务谈判、设计装修、施工、法律合规及营销活动等）进行全流程管控，步骤在筹建系统中可视化展现。设立网络规划部门，利用大数据分析从不同维度提供新餐厅选址建议。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

对所有直营及特许经营餐厅的高效体系化管理，是适应市场、保持竞争力的核心支撑。遇见小面采用总部集中化管理模式，统筹营销、菜单开发、采购、供应链等关键业务职能，制定统一标准与执行指引，要求所有餐厅（无论直营或特许）严格遵循以保障品牌一致性，还配套合理可控的绩效评估标准，同时通过集中化

系统为各餐厅提供定制化食材订购及人员配置建议，减少对个人经验的依赖，员工也承担标准化易上手的服务。

表 7：成为遇见小面特许经营商前程序

阶段	内容
选拔特许经营商	具有自我管理能力并承诺可持续经营，优先考虑拥有强大本地区关系和资源并具有餐厅管理经验的经营商。
强制培训	特许经营商以及其主要员工在特许经营餐厅开业前参加由总部提供的强制培训计划，包括必要的知识和技能。
选址	特许经营商必须经过与开设直营餐厅相同的程序，并就选址获得总部的事先批准。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

遇见小面这套高效体系化管理不仅确保了菜品品质、吸引更多顾客，还助力吸引加盟商，进一步推动品牌发展，有效适配市场变化与竞争需求。

表 8：成为遇见小面特许经营商后的管理

管理方面	主要内容
餐厅设计	特许经营商需遵守与直营餐厅相同的标准化设计和设备规格，确保用餐环境符合品牌标准，为顾客提供一致用餐体验。
工程管理	在特许经营餐厅建设过程中，为特许经营商提供预算、施工管理、项目验收及成本分析等方面的指导。
标准化员工管理及培训	特许经营商必须严格遵守员工管理指南，涵盖招聘、培训、管理结构等方面。
平台系统	所有特许经营餐厅安装统一运营系统，涵盖点餐、菜品制备、人员管理等全流程，实现实时运营数据跟踪。
标准化运营	建立全面运营措施和管理政策，为特许经营商日常餐厅运营提供指导。
集中采购	总部全面控制食材、餐厅用品及设备采购，特许经营商可通过集中采购系统下单。
绩效评估	直营及特许经营餐厅均实施“赛马体系”，依据客户服务、厨房操作、人员管理、食品安全、财务管理、库存管理等客观可量化指标评估。
品控	特许经营商须遵守食品质量、安全和卫生的法律法规及内部协议；公司通过现场视察、AI 赋能系统（网络摄像头）监督运营，指导解决品控问题。
合规管理	特许经营商负责获取营业执照、餐厅经营许可证等必要执照/许可证，并向公司提交副本。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

先进数智化支持餐厅和运营管理。遇见小面致力实现餐厅数智化，截至 2024 年 12 月 31 日，多数门店运营系统由内部信息化研发团队自主开发，确保数字系统与运营需求的一致性及适应性。这套技术基础能在总部及餐厅层面实现数字化、简化门店运营复杂度，自主技术还可覆盖前端顾客点餐至后端值班管理、出品管理、采购、库存、供应链、人力资源、员工培训及评估等全业务环节，最终助力提升运营效率、降低成本、改善顾客用餐体验，并加快将现有成功模式复制到更多餐厅。

表 9: 遇见小面数字化系统

数字化系统	具体内容
数字化点餐系统	自主开发移动点餐系统, 简化点餐流程、缩短顾客点餐时间。支持顾客通过移动设备点餐付款, 优化支付体验点餐过程中邀请顾客成为会员, 增强客户忠诚度、提升品牌。
门店运营	开发数字化系统, 实现各餐厅运营的无缝衔接与标准化。建立从接收订单到菜品呈现全环节的闭环管理流程, 涵盖食材准备及烹饪等。系统可管理食材保质期、自动发送报废提醒、指导员工按标准化步骤备餐, 同时跟踪菜品到客时间。智能菜品备餐系统利用门店峰值及低峰时间数据, 优化备餐计划。
采购、库存及供应链管理	总部开发高效且集中的数字化供应链系统, 用于处理各餐厅的供应订单。餐厅员工可在系统中 15-30 分钟完成下单审批。采购团队持续监控餐厅网络的库存耗用情况, 以及每家餐厅的采购金额和库存水平, 减少浪费。
人力资源、员工招聘及评估	开发用于人员招聘及留任的数字系统, 自主研发的人员配置系统可根据预估营业额为每家餐厅提供日常人员配置建议。搭建电子学习及个人发展平台, 促进内部培训流程, 采用数字化绩效考核系统。

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

- **AI 视觉品控系统: 低成本实现标准化突破。**以 300 元级摄像头适配现有设备, 自研核心技术实现 0.3 秒检测、99.2%准确率, 400 家门店 45 天全量上线, 流程无感适配且动态优化算法。
- **供应链数字化: 精准控制管控全链路效率。**AI 视觉监控中央厨房加工, 与 23 家供应商实时对接 (15 分钟响应价格波动), 智能订货整合 12 类数据 (操作时长缩至 20 分钟), 物流 GPS+温度传感器保障 0-4°C 恒温送达。
- **门店运营数字化: 数字化赋能精细管理。**98.5% 顾客扫码点餐, 智能备餐屏提升后厨响应 30%, 智能排班降本 15%; 员工通过 AR 眼镜拆解 237 个操作点, 新员工独立上岗时间从 15 天缩至 3 天。
- **会员营销数字化: 精准触达与私域运营。**会员分 8 类客群定向营销 (新品转化率升 40%、非高峰订单增 27%), 企微节奏化运营+低门槛储值, 会员复购率 44.5%、储值支付率 36.5%。

表 10: 遇见小面 AI 技术应用

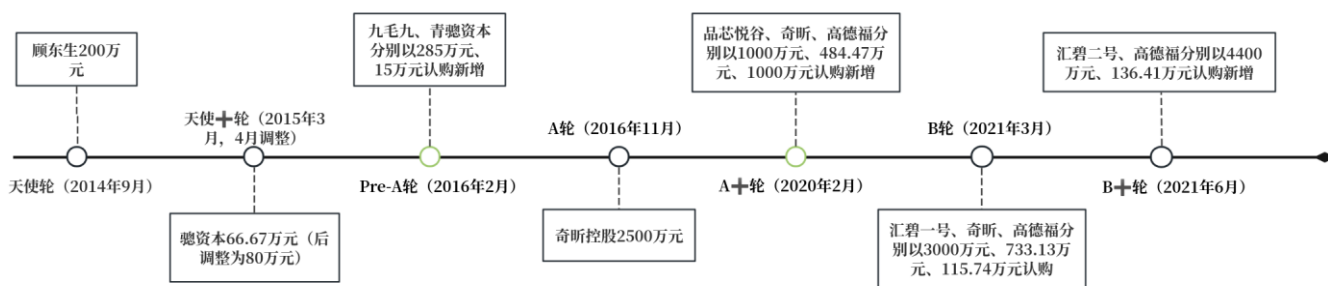
应用领域	具体内容
品控管理	建立全面的 AI 赋能视觉识别系统, 实时追踪餐厅经营情况以保障服务质量; 通过网络摄像头监督菜品备餐, 系统追踪食品配料库存及保质期并向员工发提醒。
用餐环境	餐厅安装物联网传感器收集能耗、室温实时数据, 总部精准监测, 系统自动生成设备维护提醒。
顾客反馈分析	AI 赋能系统从第三方平台收集整合客户反馈, 开展实时语义分析, 为菜单迭代、精准营销及风险控制提取有效数据。
业绩预测	AI 赋能系统收集多维度业务数据 (线上线下因素、单店周边环境等), 借助大数据平台与 AI 模型预测业绩趋势, 优化食材订购、菜品备餐、员工排班等决策, 实现资源优化配置。
营销	市场部利用 AI 技术高效生成并优化营销活动的推广图片。
员工培训	雇员可访问由外部 AI 模型支持的知识库, 直观获取工作相关知识, 更易掌握各岗位所需技能。

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

3.3 竞争优势：多轮资本支持助力扩张

创始人宋奇（华南理工+香港科大理工科教育背景）2014年联合校友创办品牌，创业初期便结缘资本，IPO前完成天使轮、天使+轮以及Pre-A轮等多轮融资，总计约1.5亿元，关键轮次中2014年天使轮获顾东生投资，2016年Pre-A轮获九毛九、青骢资本支持、A轮获奇昕控股注资，2021年B/B+轮获碧桂园创投领投（汇碧一号、汇碧二号）。遇见小面获认可其发展策略的知名投资者支持，对其发展与成功意义重大，股东的声誉和品牌知名度也持续助力其拓展战略。顾东生先生、青骢资本、九毛九、弘毅投资旗下百福、高德福先生及碧桂园创投等（含知名投资机构、中餐品牌管理者与个人投资者），不仅对遇见小面进行战略投资、支其持业务发展，还为其业务拓展战略及可持续增长提供宝贵指导，有力提升了遇见小面在行业中的影响力。

图 36：IPO 前遇见小面的投融资详细情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

4、未来公司量利均有提升空间

4.1 门店扩张：分层渗透+精准适配

➤ 一线城市（北上广深）：核心加密+直营主导。

一线城市作为遇见小面70%门店的集中地，布局优先级最高，未来3年将重点推进核心加密，公司规划有1000+家的开店空间；拓展逻辑上遵循“核心先行、逐步辐射”原则，先覆盖核心商圈与交通枢纽，再向外围区域、社区延伸，以上海为例，2023年进入核心区后，2024年底已启动街边店与外围门店的布局；模式选择上以直营为主，既保障品牌调性与运营标准的统一，又通过全场景布店的方式避免客流分流，支撑规模化扩张。

➤ 新一线城市（南京、杭州等）：CBD先行+逐步辐射

对于南京、杭州等新一线城市，遇见小面的布局节奏是在新进入阶段先聚焦CBD核心区域，快速建立品牌认知，后续再逐步向街边店、社区店拓展；核心目标是复制一线城市的成功模型，打造区域标杆门店，为后续规模化扩张奠定基础；模式搭配上初期以直营为主，待市场成熟后适度引入加盟，进一步提升扩张效率。针对新一线城市，公司规划开店空间1000+家。

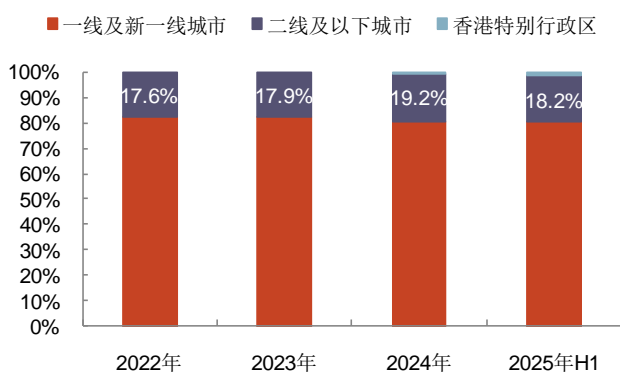
➤ 二线及以下城市：加盟蓄力+择机下沉

下沉市场方面，2022-2025H1 其二线及以下门店从30家增至76家，2025H1主食均价降至21元，适配低线消费以应对本土低价馆竞争；加盟端“慢扩张、强管控”，同期加盟店从59家增至86家。对于二线及以下城市，遇见小面现

阶段以区域独家加盟为核心策略，秉持谨慎布局原则，优先选择具备本地渠道优势或高效管理能力的加盟商，厦门、青岛、海口等地的加盟商即为典型代表。前期下沉速度慢，主要由于定价高于本土竞品，性价比不足：尽管品牌将主食均价从 36 元降至 22 元（低于行业人均为 28 元），但下沉市场仍面临“15 元档本土面馆”的直接竞争，例如重庆“胖妹面庄”、成都“嘿小面”等本土品牌，以“现炒浇头+手作面条”为卖点，客单价普遍 10-15 元，且依托本地化运营形成稳定客群。由此导致二线及以下市场翻座率低于一线及新一线城市。

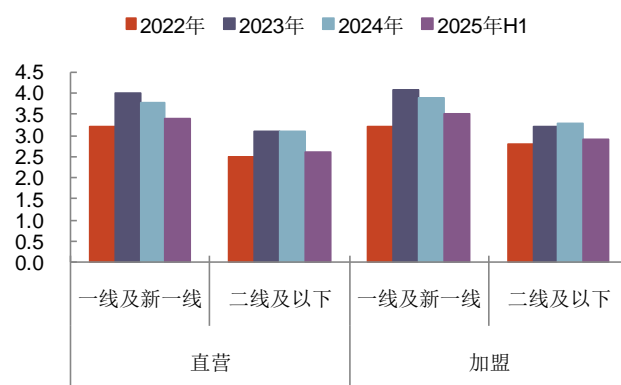
下沉市场的大规模加盟扩张需满足一定条件，即待一线城市面价降至 18-19 元、价格带与下沉市场适配后再启动。从空间潜力来看，公司预计二线城市可支撑 2000-2500 家门店，待向三四五线城市下沉后，全国开店空间有望达到 5000 家门店。短期内，公司仍以一线及新一线城市门店加密为主。

图 37: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面不同城市门店数结构变化



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 38: 2022 年-2025 年 H1 遇见小面翻座率变化

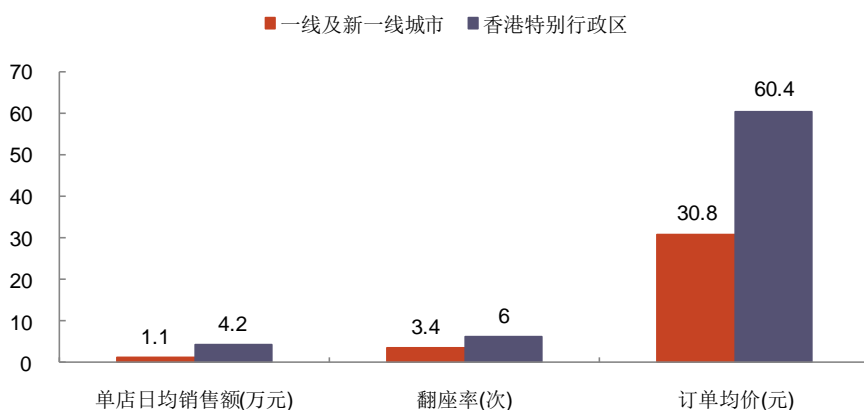


资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所; 单位: 次

➤ 海外及香港市场: 试点先行+稳步复制

遇见小面的海外扩张以中国香港为起步试点，主要采取直营模式，其单店营业额接近内地一线及新一线城市直营门店的 4 倍，2025-2026 年计划分别新增 25/30 家香港直营店，有望成为海外业务的重要增长极；拓展方向上，新加坡第一家店于 2025 年 12 月 29 日开业，后续将逐步向东南亚、北美地区延伸。

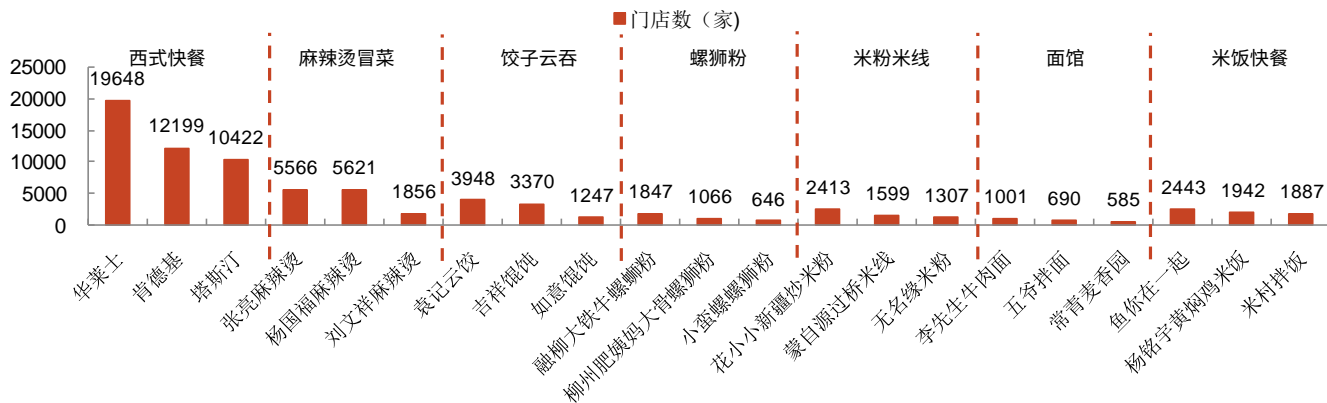
图 39: 2025H1 直营门店中，中国香港特别行政区和中国内地一线及新一线城市门店经营表现对比



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

公司远期开店目标 5000+家店，从现有快餐小吃类品牌看，除西式快餐和麻辣烫冒菜品类有品牌开店数超过 5000 家外，其余品类头部品牌门店数多集中在 1500-2500 家，且麻辣烫头部品牌均已实现全国化扩张，对比来看，遇见小面当前覆盖 22 个城市，仍有较大提升空间。

图 40：小吃快餐品类中门店数排名前三品牌统计



资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所（注：数据截至 2025.11.13）

麻辣烫之所以能成就 5000 家门店数以上的品牌，主要源自以下几点：

- **标准化与出品一致性更强：**麻辣烫可通过“统一底料/酱料+称重计价”的组装式流程，把关键风味锁定在供应链端，门店主流程为选材、涮煮与调配，减少厨师变量，适合规模化复制；龙头通过集中采购与预处理，保证口味与品质一致。
- **轻资产加盟模型成熟：**麻辣烫龙头如杨国福麻辣烫的营收结构以“向加盟端销售自产与第三方货品”为主，加盟费占比小，规模扩张时品牌盈利主要来自供应链周转与规模协同；这使得扩张速度不受单店利润率大幅牵制，利于快速跨区域复制。
- **后端基础设施与数字化协同：**头部品牌普遍采取外包/自建中央厨房、分仓与冷链，借助数字化管理实现对加盟端的在线管控，物流半径与门店密度相互强化，进一步降低单位配送成本与出品波动。

中式面馆要跨过“千店门槛”，需具备以下几点：

- **产品与工艺：**SKU 精简+关键工序前置标准化。以“全国普适性的大单品”打造统一汤底与核心浇头，弱化火候与刀工依赖，简化门店操作，向麻辣烫的“可复制工艺”靠拢。
- **供应链与冷链：**分仓网络+半成品工业化。建立区域分仓与冷链配送，采用“产地直采+批量集采+半成品预加工”的模式，压缩物流半径与单位成本，提高短保产品的跨区供给能力。
- **组织与加盟治理：**标准作业程序+数字化质量监控。强化培训与督导，用数字化系统管控门店出品、履约与食品安全，提升加盟端执行一致性与存活率，避免“快扩张—快波动—快退店”的负反馈。

对于遇见小面来说，上述三点能力已基本具备，跨过“千店门槛”难度不大。要想实现 5000 家店的目标仍需满足客单价进一步下探、社区与低线渗透率提速、特许体系与供应链显著扩容且质量稳定等条件。

4.2 单店提效+门店结构优化，提升整体利润率

25H1 遇见小面门店层面利润率为 15.1%，未来仍有优化空间。

- **原材料成本将通过多维度协同实现降本：**一方面依靠门店扩张带来的规模效应，提升采购量以增强对供应商的议价能力，获取更优惠的采购价格；另一方面依托覆盖牛、羊、鸡、鸭等的食材多元性优势，灵活适配市场价格波动，动态调整产品结构（如鸭肉价格低时推出相关产品）；同时通过供应链精细化管理，与供应商协同优化食材品类（如替换同等品质低价食材）、精简包装冗余成本。
- **人工成本将通过标准化与模式优化实现逐年降本：**一方面推行时薪制与系统智能排班，借助自研 IT 系统预估营业额，精准匹配人力需求以减少浪费；另一方面优化运营流程，比如将面条煮制时间从 120 秒缩至 90 秒提升操作效率，同时单店仅保留 1 名月薪制员工以降低高薪岗位依赖；此外还会持续提升兼职员工占比（目前工时占比已达 50%），目标看齐麦当劳全兼职模式，叠加经济增速放缓期招人成本下降，进一步压缩人工开支。
- **租金成本将通过场景适配与市场红利实现稳步下行：**一方面加大街边店、社区店布局力度，这类门店不仅租金优势显著，且可开店点位更丰富，能够有效拉低整体租金水平；另一方面把握当前租赁市场红利，因大规模开店的品牌较少，优质铺位的谈判空间充足，议价能力提升有望降低租金成本。

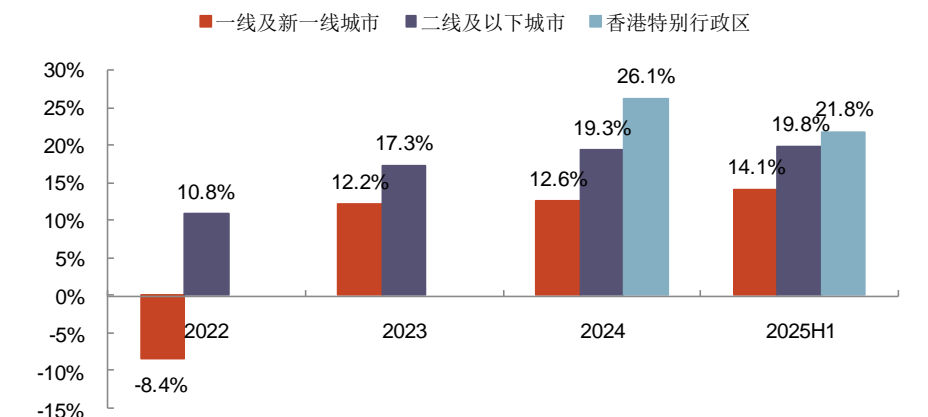
表 11：遇见小面直营门店单店模型

	2023 年	2024 年	25H1
前期投入 (万元)		70-90	
面积		100-150 平米	
员工数		2 名管理组+10 名一线员工	
单店日均销售额 (元)	13,997	12,410	11,805
翻座率 (次)	3.9	3.8	3.4
原材料及耗材成本占比	29.0%	28.4%	26.9%
人工成本占比	21.9%	23.0%	22.6%
租金成本占比	23.8%	23.3%	22.2%
水电成本占比	3.4%	3.9%	4.0%
其他成本占比	9.4%	8.1%	9.2%
门店层面利润率	12.5%	13.3%	15.1%
首次收支平衡期		开业后 2 个月内	
平均投资回收期		14.9 个月	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所（注：因部分直营门店单店层面数据未披露，人工成本占比、水电成本占比、其他成本占比用公司报表数据代替）

此外，门店结构的优化亦有助于提升整体利润率水平。从历史数据看，低线城市和香港特别行政区餐厅利润率更高，未来随着下沉门店和海外门店占比提升，将进一步改善门店层面平均利润率。

图 41：2022 年-2025 年 H1 遇见小面不同城市餐厅层面利润率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

5、盈利预测和估值

5.1 关键假设及盈利预测

收入方面：公司 2023/2024 年分别实现收入 8.01/11.54 亿元，包含直营餐厅运营、特许经营管理、其他收入。

1) 直营餐厅运营收入：截至 2025 年 6 月末公司共有 417 家遇见小面门店，较 2024 年底净增加 57 家。

分各线级城市看：

一线及新一线城市：24 年/25H1 直营餐厅同店销售额同比增速分别为 -5.0%/-3.3%，考虑到 24 年同店销售额基数较低，且 2025 年 1-11 月公司整体同店销售额同比增速已转正，预计 2025 年直营餐厅同店销售额同比增速为 1%，后续以价换量政策推进下，同店销售额预计持平，预计 2025-2027 年一线及新一线城市直营餐厅同店销售额增速分别为 1%/0%/0%。24 年/25H1 一线及新一线城市直营餐厅未净增加门店数分别为 80/45 家，短期内公司直营餐厅仍以一线及新一线城市加密为主，预计 2025-2027 年净增加门店数量分别为 90/95/100 家。

二线及以下城市：24 年/25H1 直营餐厅同店销售额同比增速分别为 +2.8%/-1.0%，考虑 2025 年 1-11 月公司整体同店销售额增速已转正，以及后续以价换量政策推进，预计 2025-2027 年二线及以下城市直营餐厅同店销售额增速分别为 0%/0%/0%。24 年/25H1 二线及以下城市直营餐厅净增加门店数分别为 13/3 家，随着低线城市单店模型逐步跑通，开店速度有望加快，预计 2025-2027 年净增加门店数量分别为 13/20/35 家。

香港特别行政区及海外：由于香港特别行政区及海外市场尚未有稳定的同店销售额数据，预测时我们按照门店数量以及单店平均收入进行分拆预测。24 年遇见小面首次进入香港市场，25 年底公司在新加坡新开 1 家门店，考虑到香港特别行政区及新加坡均为高客单价地区，假设 2025-2027 年单店销售收入保持不变。24 年/25H1 香港特别行政区及海外直营餐厅净增加门店数分别为 3/4 家，未来开店速度有望加快，预计 2025-2027 年净增加门店数量分别为 17/25/30 家。

综合来看，预计 2025-2027 年直营餐饮运营收入同比增速分别为 46.4%/40.7%/33.0%。

2) **特许经营管理收入**：24 年/25H1 特许经营管理收入同比增速分别为 19.4%/5.8%，加盟门店数分别净增加 12/5 家。随着公司加盟权限的不断放开，加盟门店数量增长有望加快，预计 2025-2027 年加盟门店净增加数量分别为 20/40/65 家。24 年单个加盟门店贡献收入增速为 2%，我们假设 2025-2027 年单个加盟门店贡献收入增速保持在 24 年水平。综合来看，预计 2025-2027 年特许经营管理收入增速分别为 26.9%/42.1%/48.7%。

3) **其他业务**：主要来自电商平台销售遇见小面品牌下的零售产品所产生的收入，24 年/25H1 其他业务收入增速分别为+1.6%/+0.9%，该业务收入占比较小，假设 2025-2027 年收入增速维持在 2%。

我们预计 2025-2027 年公司的营业收入分别为 16.60/23.38/31.52 亿元，营业收入同比增速分别为 43.8%/40.9%/34.8%。

表 12：公司收入预测（百万元，家）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	801	1,154	1,660	2,338	3,152
yoy	91.5%	44.2%	43.8%	40.9%	34.8%
遇见小面门店数	252	360	500	680	910
净增加数	82	108	140	180	230
1、直营餐厅运营收入	672	1,001	1,466	2,062	2,743
yoy	99.5%	49.0%	46.4%	40.7%	33.0%
直营门店数	183	279	399	539	704
净增加数	72	96	120	140	165
1.1、一线及新一线城市经营收入	629	920	1,263	1,664	2,065
yoy	103.3%	46.1%	37.4%	31.8%	24.1%
餐厅数量	173	253	343	438	538
净增加数	71	80	90	95	100
同店销售额	310	472	780	1,112	1,448
下一年可比口径	497	772	1,112	1,448	1,797
同店销售增速	32.1%	-5.0%	1.0%	0.0%	0.0%
同店餐厅数量	52	97	173	253	343
净增加数		45	76	80	90
新店销售额	319	448	483	553	617
yoy		40.4%	7.9%	14.4%	11.7%
新开店数量	121	156	170	185	195
净增加数	19	35	14	15	10
1.2、二线及以下城市经营收入	42	66	100	169	295
yoy	56.3%	55.7%	51.8%	67.9%	74.8%
餐厅数量	10	23	36	56	91
净增加数	1	13	13	20	35
同店销售额	36	46	63	102	160
下一年可比口径	44	63	102	160	250
同店销售增速	29.4%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
同店餐厅数量	7	6	10	23	36
净增加数	7	-1	4	13	13
新店销售额	6.8	21	38	66	135

	yoy		200.7%	83.1%	76.0%	103.5%
新开店数量	3	17		26	33	55
净增加数	3	14		9	7	22
1.3、香港特别行政区及海外经营收入	0	15		102	230	383
	yoy	/	/	566.7%	125.0%	66.7%
餐厅数量	0	3		20	45	75
净增加数	/	3		17	25	30
单个餐厅收入	/	510		510	510	510
	yoy	/		0.0%	0.0%	0.0%
2、特许经营管理收入	128	153		194	275	409
	yoy	58.6%	19.4%	26.9%	42.1%	48.7%
加盟门店数	69	81		101	141	206
净增加数	10	12		20	40	65
加盟单店贡献收入 (万元)	185	188		192	195	198
	yoy	36%	2%	2%	2%	2%
3、其他业务收入	0.88	0.89		0.91	0.93	0.95
	yoy	3.7%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

成本及支出方面：1) **原材料成本占比：**24 年/25H1 公司原材料成本占比分别为 34.3%/31.4%，考虑到规模效应下公司议价能力提升，以及公司拥有灵活调整菜品结构的能力，预计 2025-2027 年原材料成本占比仍有下降空间，分别为 31.2%/30.7%/30.2%。2) **员工成本占比：**24 年/25H1 员工成本占比分别为 23.0%/22.6%，考虑到规模效应下总部员工成本占比摊薄，预计 2025-2027 年员工成本占比分别为 22.4%/22.1%/21.8%。3) **租金成本占比：**24 年/25H1 使用权资产折旧和其他租金相关开支合计占收入比重分别为 18.2%/18.0%，随着公司议价能力提升以及低租金点位占比提升，预计 2025-2027 年占比分别为 18.0%/17.4%/16.6%。4) **广告及推广开支占比：**24 年/25H1 广告及推广开支占收入比重分别为 1.2%/1.4%，为配合门店加快拓展，预计广告及推广开支占比维持高位，预计 2025-2027 年占比分别为 1.4%/1.4%/1.4%。

表 13：主要成本及支出占收入的比重

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
原材料成本占比	36.3%	34.3%	31.2%	30.7%	30.2%
员工成本占比	21.9%	23.0%	22.4%	22.1%	21.8%
租金成本占比	18.0%	18.2%	18.0%	17.4%	16.6%
广告及推广开支占比	0.6%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

综合来看，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.05/2.36/3.76 亿元，经调整净利润分别为 1.38/2.41/3.82 亿元。

5.2 相对估值

海底捞、九毛九、百胜中国、小菜园、绿茶集团均为餐饮上市公司，可以作为遇见小面的可比公司。截至 2026 年 2 月 6 日，2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 17X/14X/12X，遇见小面 2025-2027 年 PE 逐步接近乃至低于行业平均值；2025-2027 年可比公司 PEG 平均估值分别为 2.0x/1.8x/1.6x，遇见小面

2025-2027 年 PEG 低于行业平均水平。考虑到遇见小面门店在全国各城市的覆盖度仍较低，未来拓店还有较大空间，市场通常给予成长型公司一定估值溢价，我们认为公司未来 PE 估值仍有提升空间。

表 14：餐饮行业主要上市公司 PE 估值表

	股价 (港元)	EPS (元)				PE (倍)				PEG (倍)			归母净利润 CAGR
		2月6日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	
海底捞 6862.HK	17.4	0.87	0.77	0.86	0.95	18	20	18	16	5.2	4.7	4.2	4%
九毛九 9922.HK	2.3	0.04	0.09	0.16	0.20	50	23	13	10	0.3	0.2	0.1	72%
小菜园 0999.HK	8.9	0.56	0.62	0.74	0.89	14	13	11	9	0.6	0.5	0.4	21%
绿茶集团 6831.HK	7.2	0.66	0.73	0.92	1.15	10	9	7	6	0.3	0.2	0.2	31%
百胜中国 9987.HK	430.6	16.28	17.54	19.76	21.44	24	22	19	18	3.6	3.2	2.9	6%
平均						23	17	14	12	2.0	1.8	1.6	
遇见小面 2408.HK	5.4	0.10	0.15	0.33	0.53	49	32	14	9	0.4	0.2	0.1	84%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：海底捞、九毛九、小菜园、绿茶集团、百胜中国 EPS 取自 wind 一致预期，遇见小面盈利数据为光大证券研究所预测，HKD/CNY=0.8908，USD/HKD=7.8121

5.3 绝对估值

我们采用绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设，我们利用 FCFE 估值法，测算得出公司每股价值为 6.42 港元。

基于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：**考虑餐饮有较稳定的需求，假设长期增长率为 1.0%。
- 2、β值选取：**采用申万三级行业分类-餐饮（港股）板块的近两年平均β（1.26）作为公司的近似β。
- 3、无风险收益率：**采用十年期美国国债收益率（4.22%）作为无风险收益率。
- 4、税率：**我们预测公司未来税收政策相对稳定，假设公司未来税率为 25.00%。

表 15：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	4.22%
Rm-Rf	5.00%
β(levered)	1.26
Ke(levered)	10.52%
税率	25.00%
Kd	3.50%
Ve (百万元)	4,308
Vd (百万元)	59
目标资本结构	1.35%
WACC	10.41%

资料来源：光大证券研究所预测

表 16: 现金流折现及估值表

	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	2,994	72.60%
第二阶段	958	23.23%
第三阶段 (终值)	172	4.17%
企业价值 AEV	4,124	100.00%
加: 非经营性净资产价值	2	0.05%
减: 少数股东权益 (市值)	-	0.00%
减: 债务价值	59	-1.42%
总股本价值	4,067	98.62%
股本 (百万股)	711	
每股价值 (元)	5.72	
每股价值 (港元)	6.42	
PE (2026 年-隐含)	17	
PE (2026 年-动态)	14	

资料来源: 光大证券研究所预测 (注: HKD/CNY=0.8908)

表 17: 敏感性分析表 (港元)

WACC/长期增长率	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
9.4%	6.61	6.63	6.65	6.67	6.70
9.9%	6.50	6.52	6.53	6.55	6.57
10.4%	6.40	6.41	6.42	6.44	6.46
10.9%	6.30	6.31	6.32	6.34	6.35
11.4%	6.20	6.21	6.22	6.24	6.25

资料来源: 光大证券研究所预测

5.4 估值结论与投资评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.05/2.36/3.76 亿元, 折合 EPS 为 0.15/0.33/0.53 元, 当前股价对应 PE 分别为 32X/14X/9X。公司为中国第一大川渝风味面馆品牌, 具备标准化与可复制的商业模式, 在全国化、下沉市场和海外扩张方面亦具备扩张潜力, 首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险分析

口味地域性风险: 重庆风味依赖特定食材和手工技艺, 标准化生产与之冲突, 且向外扩张时需兼顾各地消费者不同吃面习惯, 阻碍品牌拓展。

食品安全风险: 食品在原料采购、生产流通过程中需要经历较多中间环节, 若质量控制不达标或操作不规范, 可能导致不合格产品面世并诱发食品安全事故, 将对公司持续发展产生重大不利影响。

宏观经济波动风险: 由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性, 若经济增长信心回落, 消费需求存在下降风险, 并有可能影响公司的经营。

次新股股价波动风险: 市场给予新股及次新股较高估值, 价格波动会比非新股/非次新股大, 有一定的价格波动风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	801	1,154	1,660	2,338	3,152
原材料及易耗品成本	-290	-396	-518	-718	-952
毛利润	510	759	1,142	1,620	2,200
其他收入	14	9	20	28	38
员工成本	-175	-265	-371	-516	-686
使用权资产折旧	-125	-189	-260	-358	-464
其他租金及相关开支	-18	-22	-38	-49	-60
水电开支	-27	-45	-64	-90	-122
其他资产的折旧摊销	-24	-38	-58	-75	-95
交通及差旅费用	-4	-6	-7	-9	-13
广告及推广开支	-5	-13	-23	-33	-44
其他开支	-60	-89	-128	-173	-224
经营利润	85	102	212	345	531
财务成本	-19	-28	-37	-48	-59
税前利润	57	75	132	295	470
所得税费用	-11	-14	-26	-59	-94
本年利润	46	61	105	236	376
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	46	61	105	236	376

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	57	75	132	295	470
折旧及摊销	150	226	318	433	559
营运资金变动	21	1	-6	19	-26
财务费用	19	28	37	48	59
支付所得税	-11	-14	-26	-59	-94
其他	9	-2	9	11	14
经营活动现金流	245	314	463	748	982
购买物业、厂房及设备	-61	-97	-133	-178	-193
购买无形资产	-1	-3	-3	-3	-3
银行及其他借贷所得款	-16	-43	0	0	0
投资活动现金流	-78	-143	-136	-180	-196
银行及其他借贷所得款	-10	50	10	10	10
资本租赁义务-筹资活动	-129	-177	-261	-349	-448
支付的融资租赁的利息部	-19	-27	-36	-47	-58
已付股息-筹资活动	-19	0	0	0	0
其他	0	-1	-1	-1	-1
融资活动现金流	-177	-155	273	-387	-497

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	27	42	82	262	551
应收账款及其他应收款项	55	80	101	129	164
存货	27	23	37	46	64
其他	27	71	71	71	71
流动资产	157	248	322	539	882
物业、厂房及设备	85	148	222	322	415
使用权资产	527	683	874	1,092	1,349
递延税项资产	23	27	30	33	36
无形资产	3	4	5	6	6
其他	7	3	3	3	3
非流动资产	686	913	1,182	1,504	1,858
应付账款及其它应付款项	93	110	139	195	222
租赁负债	141	194	243	300	369
短期借款	0	50	60	70	80
应交税费	4	7	8	8	9
其他	45	45	45	45	45
流动负债	343	490	586	718	835
租赁负债	435	540	682	852	1,056
拨备负债	7	9	9	9	9
非流动负债	445	553	695	865	1,070
未分配利润和储备	42	106	211	447	823
权益总额	54	118	223	459	835

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼