

小菜园 (00999.HK)

优于大市

2025 年经调净利润同增 22%，期待性价比提升释放客流弹性

核心观点

2025 年经调净利润同增 22%。2025 年，公司实现收入 53.45 亿元，同比增长 2.6%；归母净利润 7.15 亿元，同比增长 23.2%；经调整净利润 7.15 亿元，同比增长 21.9%。分收入结构看，堂食业务收入 32.61 亿元，同比增长 2.2%，外卖业务收入 20.65 亿元，同比增长 3.0%，收入占比分别为 61.0%/38.6%，其中外卖收入占比环比 2025H1 (39.0%) 环比走低。

门店扩张显著提速，持续深化全国布局。截至 2025 年末，公司门店总数达 819 家，其中“小菜园”品牌门店达 807 家，全年净增 140 家，同增 21%，下半年拓店节奏显著提速，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数分别为 137/229/98/343 家，同比+31/+40/+17/+52 家。

战略调控外卖占比聚焦堂食，同店阶段下滑。2025 年同店销售额同比下降 9.4%，主因公司战略优化外卖策略聚焦堂食体验以及 2025 年 12 月菜品价格调整影响。2025 年，公司整体堂食客单价同降 5.2% 至 56.1 元，分析主因开发新市场的消费力差异以及 2025 年末进一步让利顾客、下调部分通货菜价格；整体翻台率为 3.0 次/天同比持平，期待 2026 年性价比提升后客流弹性。

供应链建设及员工激励机制效果突出，利润率稳步改善。2025 年公司原材料及消耗品成本占比 29.6%/-2.3pct，主要得益于集中采购带来的规模效应；员工成本占比为 25.7%/-1.6pct，系门店管理及人效提升综合贡献；营销费率为 1.4%/+0.2pct，系公司期内加大了线下广告和市场营销活动投入。此外期内实际税率为 27.4%，同比增加 2.7pct，主要由于股息预扣税增加。期内归母净利率 13.4%，同比提升 2.3pct，效能提升有效带动了利润率改善。

高比例现金分红稳步兑现。公司此前 2025 年 8 月 15 日修订股息政策，股东派发的股息比例为一个财政年度公司权益股东应占溢利的 50-60%。报告期内，公司建议就 2025 年 12 月 31 日止年度派发末期股息每股人民币 0.2125 元，连同中期合计派发股息 5 亿元人民币，公司全年分红率达 70%。

风险提示：食品安全、股东减持、同店收入改善&门店扩张不及预期等。

投资建议：综合考虑公司菜品降价以及客流恢复情况，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测至 6.9/7.9 亿元（调整幅度-27.0%/-29.7%），新增 2028 年预测 9.0 亿，对应 PE 估值为 11.0/9.6/8.4x。复盘来看，公司股价近半年出现显著回撤，核心系公司主动降价与外卖业务管控等举措，拖累同店营收修复进度。展望 2026 年公司门店扩张节奏望保持稳健，全新会员体系落地后有望强化堂食用户消费粘性。随着多项经营优化举措逐步落地见效，公司同店有望稳步筑底回暖。综上维持公司中线“优于大市”评级，后续需持续跟踪门店拓展、会员运营及降本提效措施的落地进展与实际成效。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,210	5,345	5,628	6,484	7,417
(+/-%)	14.5%	2.6%	5.3%	15.2%	14.4%
归母净利润(百万元)	581	715	686	787	900
(+/-%)	9.1%	23.2%	-4.1%	14.8%	14.3%
每股收益(元)	0.49	0.61	0.58	0.67	0.76
EBIT Margin	26.1%	20.6%	10.1%	10.7%	11.2%
净资产收益率 (ROE)	24.5%	29.3%	25.5%	26.5%	27.3%
市盈率 (PE)	13.0	10.6	11.0	9.6	8.4
EV/EBITDA	6.2	7.4	11.3	9.8	8.7
市净率 (PB)	3.19	3.09	2.81	2.54	2.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

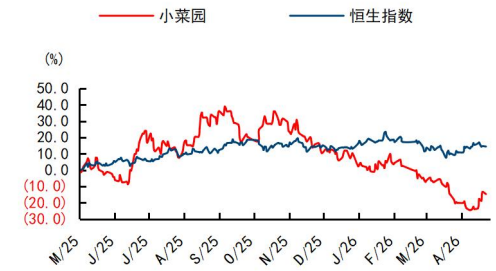
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.01 港元
总市值/流通市值	8247/8247 百万港元
52 周最高价/最低价	11.89/6.16 港元
近 3 个月日均成交额	15.87 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《小菜园 (00999.HK) -2025H1 归母净利润增长 36%，预计下半年门店扩张提速》——2025-08-20

《小菜园 (00999.HK) -中式大众餐饮赛道龙头，全国化扩张验证进行时》——2025-08-17

2025 年经调净利润同增 22%。2025 年，公司实现收入 53.45 亿元，同比增长 2.6%；归母净利润 7.15 亿元，同比增长 23.2%；经调整净利润 7.15 亿元，同比增长 21.9%。分收入结构看，堂食业务收入 32.61 亿元，同比增长 2.2%，外卖业务收入 20.65 亿元，同比增长 3.0%，收入占比分别为 61.0%/38.6%，结构与 2024 年（61.3%/38.5%）基本保持稳定。

图1：2021–2025 年公司营收及归母净利润情况

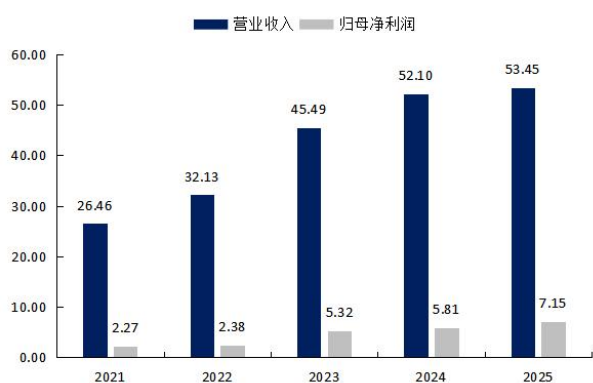
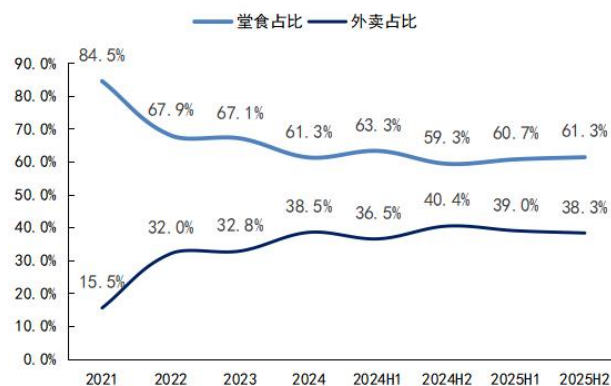


图2：2021–2025 年上半年堂食和外卖占比

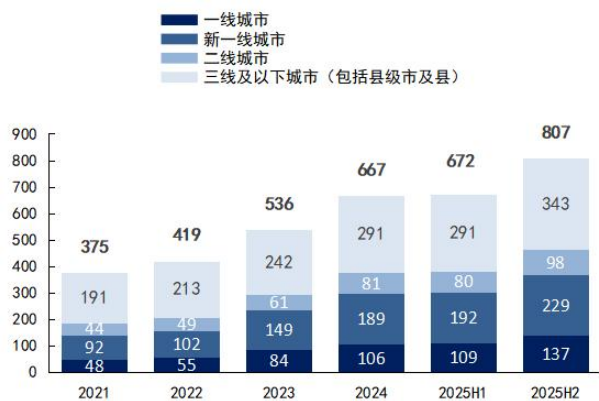


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

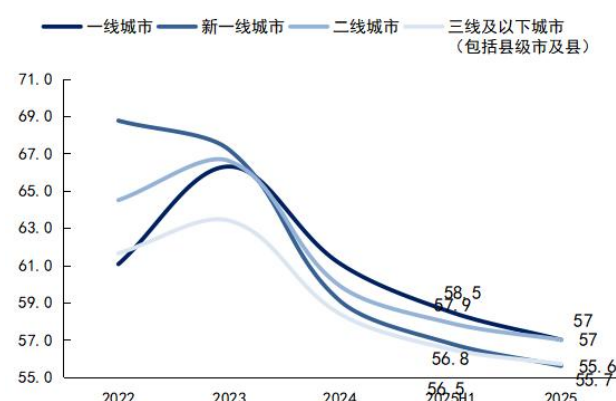
门店扩张显著提速，持续深化全国布局。截至 2025 年底，全年净增 146 家，公司门店总数达 819 家，同增 21%，扩张步伐明显加快。其中“小菜园”品牌门店达 807 家，全年净增 140 家。分城市等级看，一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数量分别为 137/229/98/343 家，分别同比+31/+40/+17/+52 家；公司此前深入布局的新一线和三线及以下城市仍维持了较快速增长，此外一线城市开店速度较快，占比从 15.9%提升至 17.0%。在巩固国内市场优势的基础上，将稳步推进国际化布局，首阶段选取香港作为出海第一站。

图3：2021–2025 年公司小菜园品牌门店分布



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2022–2025 年公司堂食客单价变化情况



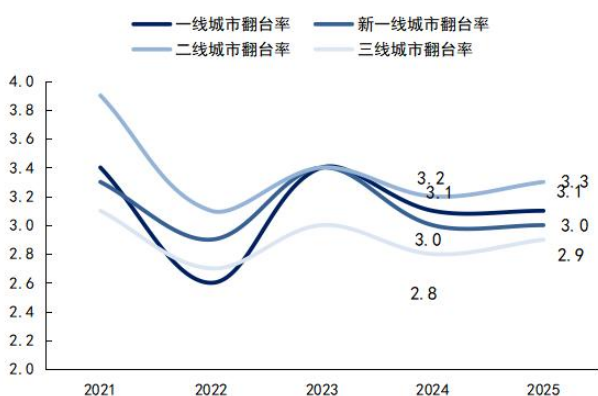
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

战略调控外卖占比聚焦堂食，同店阶段下滑。2025 年同店销售额同比下降 9.4%，主要系公司战略优化外卖业务战略聚焦堂食体验，并对菜品价格进行调整。2025 年，公司整体堂食客单价同比下降 5.2%至 56.1 元，分析主要系开发新市场的消

费力差异，同时考虑到公司在 2025 年末进一步让利顾客、下调部分通货菜价格；整体翻台率为 3.0 次/天，与去年同期持平。

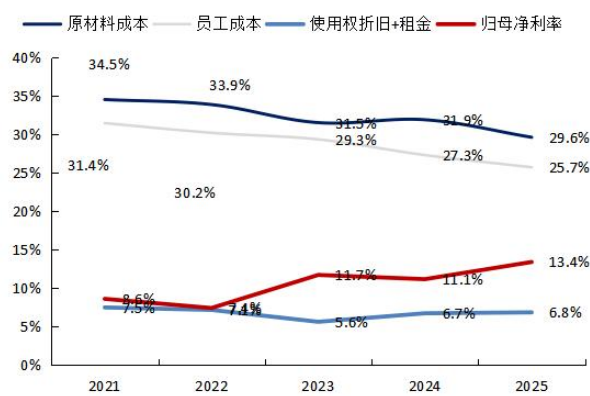
供应链建设及员工激励机制效果突出，利润率进一步提升。2025 年公司毛利率为 70.4%，原材料及消耗品成本占比同比优化 2.3 个百分点至 29.6%，主要得益于集中采购带来的规模效应；员工成本占比为 25.7%，同比优化 1.6pct，系门店管理及人效提升综合贡献；营销费率为 1.4%，同比提升 0.2pct，系公司期内加大了线下广告和市场营销活动投入；此外期内实际税率为 27.4%，同比增加 2.7pct，主要由于股息预扣税增加。期内归母净利润率 13.4%，同比提升 2.3pct，效能提升有效带动利润率改善。

图5：2022-2025 年公司堂食客单价变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：2021-2025 年间公司成本结构及归母净利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

高比例现金分红稳步兑现。公司此前 2025 年 8 月 15 日修订股息政策，股东派发的股息比例为一个财政年度公司权益股东应占溢利的 50-60%。报告期内，公司建议就 2025 年 12 月 31 日止年度派发末期股息每股人民币 0.2125 元，连同中期合计派发股息 5 亿元人民币，公司全年分红率达 70%。

投资建议：综合考虑公司菜品降价以及客流恢复情况，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测至 6.9/7.9 亿元（调整幅度-27.0%/-29.7%），新增 2028 年预测 9.0 亿，对应 PE 估值为 11.0/9.6/8.4x。复盘来看，公司股价近半年出现显著回撤，核心系公司主动降价与外卖业务管控等举措，拖累同店营收修复进度。展望 2026 年，公司门店扩张节奏有望保持稳健，全新会员体系落地后，有望强化堂食用户消费粘性。随着多项经营优化举措逐步落地见效，公司同店有望稳步筑底回暖。综上维持公司中线“优于大市”评级，后续需持续跟踪门店拓展、会员运营及降本提效措施的落地进展与实际成效。

风险提示：食品安全、股东减持、同店收入改善&门店扩张不及预期等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	617	298	518	1969	2414	营业收入	5210	5345	5628	6484	7417
应收款项	302	272	509	586	671	营业成本	1661	1582	1846	2120	2418
存货净额	110	111	119	137	157	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	113	130	148	销售费用	185	258	310	357	408
流动资产合计	2040	1871	2448	2822	3390	管理费用	2005	2407	2905	3315	3763
固定资产	699	924	1067	1173	1248	财务费用	(39)	(38)	(37)	(40)	(44)
无形资产及其他	779	812	609	406	203	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	70	192	192	192	192	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	50	100	其他收入	(626)	(150)	309	317	327
资产总计	3588	3798	4316	4643	5133	营业利润	771	986	914	1049	1199
短期借款及交易性金融负债	0	100	50	50	67	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	145	121	143	165	188	利润总额	771	986	914	1049	1199
其他流动负债	462	495	581	669	765	所得税费用	191	271	229	262	300
流动负债合计	607	716	774	884	1021	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	581	715	686	787	900
其他长期负债	616	641	855	788	818	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	616	641	855	788	818	净利润	581	715	686	787	900
负债合计	1222	1357	1629	1672	1839	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	172	196	309	317	327
股东权益	2365	2440	2687	2970	3294	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3588	3798	4316	4643	5133	财务费用	(39)	(38)	(37)	(40)	(44)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(486)	(58)	(36)	(69)	27
每股收益	0.49	0.61	0.58	0.67	0.76	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.37	0.43	0.49	经营活动现金流	267	853	959	1035	1254
每股净资产	2.01	2.07	2.28	2.52	2.80	资本开支	0	(421)	(250)	(220)	(200)
ROIC	259%	89%	55%	66%	84%	其它投资现金流	(1012)	(178)	0	1190	0
ROE	25%	29%	26%	26%	27%	投资活动现金流	(1012)	(599)	(250)	920	(250)
毛利率	68%	70%	67%	67%	67%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	26%	21%	10%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	24%	16%	16%	16%	支付股利、利息	0	0	(439)	(504)	(576)
收入增长	15%	3%	5%	15%	14%	其它融资现金流	741	(573)	(50)	0	17
净利润增长率	9%	23%	-4%	15%	14%	融资活动现金流	741	(573)	(489)	(504)	(559)
资产负债率	34%	36%	38%	36%	36%	现金净变动	(3)	(319)	220	1451	445
息率	0.0%	0.0%	5.3%	6.1%	7.0%	货币资金的期初余额	620	617	298	518	1969
P/E	13.0	10.6	11.0	9.6	8.4	货币资金的期末余额	617	298	518	1969	2414
P/B	3.2	3.1	2.8	2.5	2.3	企业自由现金流	0	514	449	547	776
EV/EBITDA	6	7	11	10	9	权益自由现金流	0	(32)	427	577	825

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032