

2025 年 04 月 01 日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

门店稳步拓展，爆品策略显现成效

买入(首次)

一锅圈（2517.HK）公司事件点评报告
事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	2.01
总市值（亿港元）	55.2
总股本（百万股）	2,747.4
流通股本（百万股）	1,809.4
52 周价格区间（港元）	1.65-6.4
日均成交额（百万港元）	13.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

2025 年 3 月 28 日，锅圈发布 2024 年业绩报告，2024 年实现营收 64.70 亿元（同增 6%），归母净利润 2.31 亿元（同减 4%）。其中 2024H2 公司营收 37.97 亿元（同增 14%），归母净利润 1.45 亿元（同增 10%）。2024 年公司累计分红率为 89%，分红率进一步提高。

投资要点

■ 供应链效率提升，品牌推广投入力度加大

2024 年毛利率同减 0.3pct 至 21.90%，主要系低毛利毛肚自由火锅套餐放量拉低毛利率，随着公司自供率水平提升、供应链效率释放，盈利能力有望持续提升；2024 年销售费用率同增 1pct 至 10.27%，主要系公司加大抖音直播带货、新店型等新渠道的建设投入所致，管理费用率同减 1pct 至 7.02%，主要系规模效应释放所致，归母净利率同减 0.4pct 至 3.56%。

■ 下沉市场加速渗透，爆品策略显现成效

在门店布局上，截至 2024 年底，公司门店数量达 10150 家，其中乡镇门店全年净增 287 家，公司重点优化农贸市场门店模型，在产品结构/门店陈列等方面更贴合下沉市场需求，省会城市则拓展无人零售，开发夜宵场景，深化全渠道销售网络。在会员建设上，2024 年预付卡预存金额同增 37%，公司进一步完善私域引流路径，扩大会员数量、提升会员粘性，实现消费频次与客单价企稳回升。在产品策略上，2024 年 99 元毛肚自由火锅套餐销售额超 5 亿元，公司计划未来产品重心仍围绕爆品组合做线上曝光，通过抖音等新零售平台向线下门店导流，此外，公司通过投资合作完善产业端布局，整合上游资源，提高自供比例，不断巩固供应链优势。

■ 盈利预测

公司门店端持续迭代优化，下沉市场渗透空间充足，抖音爆品打造成效显著，有望带动客流量与客单价同步回升。根据 2024 年业绩，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.09/0.10/0.12 元，当前股价对应 PE 分别为 20/18/16 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、门店开拓不及预期、新品拓展不及预期等。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6469.81	7122.39	7938.77	9032.42
YoY	6.17%	10.09%	11.46%	13.78%
净利润(百万元)	230.56	256.90	287.66	331.28
YoY	-3.79%	11.43%	11.97%	15.16%
每股收益(元)	0.08	0.09	0.10	0.12
EBIT Margin	4.59%	3.31%	3.87%	4.35%
净资产收益率 (ROE)	7.33%	7.67%	8.04%	8.62%
市盈率 (PE)	22.32	20.03	17.89	15.54
EV/EBITDA	23.60	17.43	15.07	13.17
市净率 (PB)	1.64	1.54	1.44	1.34

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1930	1842	2206	2654
应收款	558	614	685	779
存货	692	852	904	1019
其他流动资产	89	71	79	90
流动资产合计	3268	3380	3874	4542
固定资产	494	585	646	685
无形资产及其他	340	226	113	(0)
投资性房地产	102	102	102	102
长期股权投资	547	730	701	629
资产总计	4751	5024	5437	5957
短期借款及交易性金融负债	64	77	71	70
应付款项	687	645	737	866
其他流动负债	654	711	790	896
流动负债合计	1404	1433	1597	1833
长期借款及应付债券	4	4	4	4
其他长期负债	78	104	110	114
长期负债合计	82	108	114	118
负债合计	1487	1541	1711	1951
所有者权益				
少数股东权益	120	132	146	161
股东权益	3144	3350	3580	3845
负债和股东权益总计	4751	5024	5437	5957

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.08	0.09	0.10	0.12
每股红利	0.12	0.02	0.02	0.02
每股净资产	1.14	1.22	1.30	1.40
ROIC	9%	10%	14%	16%
ROE	7%	8%	8%	9%
毛利率	22%	22%	22%	22%
EBIT Margin	5%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%
收入增长	6%	10%	11%	14%
净利润增长率	-4%	11%	12%	15%
资产负债率	34%	33%	34%	35%
息率	0.0%	0.9%	1.0%	1.2%
P/E	22.3	20.0	17.9	15.5
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	24	17	15	13

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6470	7122	7939	9032
营业成本	5053	5548	6168	7009
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	664	726	802	903
管理费用	456	612	661	727
财务费用	4	45	46	50
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	98	80	70
其他收入	27	0	0	0
营业利润	320	289	341	412
营业外净收支	0	70	60	50
利润总额	320	359	401	462
所得税费用	78	90	100	116
少数股东损益	11	12	13	15
归属于母公司净利润	231	257	288	331

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	231	257	288	331
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	170	172	175
公允价值变动损失	0	-98	-80	-70
财务费用	4	45	46	50
营运资本变动	216	-158	46	20
其它	11	12	13	15
经营活动现金流	457	183	439	471
资本开支	-53	-50	-40	-30
其它投资现金流	455	0	0	0
投资活动现金流	774	-232	-12	42
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	-4	0	0	0
支付股利、利息	0	-51	-58	-66
其它融资现金流	-466	14	-6	0
融资活动现金流	-474	-38	-64	-67
现金净变动	757	-88	364	447
货币资金的期初余额	1173	1930	1842	2206
货币资金的期末余额	1930	1842	2206	2654
企业自由现金流	387	139	409	459
权益自由现金流	-86	118	368	421

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。