

锅圈 (02517.HK)

精耕餐食零售赛道，拓店重启再添万家

买入（首次）

2025 年 06 月 09 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6,100	6,470	7,283	8,342	9,443
同比(%)	(15.07)	6.07	12.56	14.55	13.20
归母净利润（百万元）	239.64	230.56	328.81	400.83	494.66
同比(%)	4.23	(3.79)	42.62	21.90	23.41
EPS-最新摊薄（元/股）	0.09	0.08	0.12	0.15	0.18
P/E（现价&最新摊薄）	33.59	34.92	24.48	20.08	16.27

投资要点

■ **领先的一站式在家吃饭餐食产品提供商。**公司以零售门店为载体，从火锅食材入手，为 C 端消费者提供一站式餐食产品购买方案，至 2024 年末公司门店数量达到 10150 家。1) 在家吃饭的餐食产品有接近 4000 亿元的市场规模，目前竞争格局还非常分散，公司以 3% 的份额居第一位。同行也是零售业态居多，公司与同行相比不仅门店数量最多，而且最为下沉，目前公司已经能够下沉到乡镇市场（约 2000 家门店）。公司加盟门店投资额低（14 万元）、投资回报期中等，是具备吸引力的加盟业态。2) **采购端**基于规模优势与优质供应商合作，并且已经能够实现 20% 的自产（旗下有 6 家工厂，自产比例仍会提升）。3) **产品端**以火锅食材入手，后续也逐步扩充烧烤、中西餐等品类，目前火锅产品占比约 80%、有逐步下降的趋势。4) **品牌端**通过与官媒、代言人合作打造知名度，另外从广宣到门店设计，都匹配公司亲民化、社区化的定位。

■ **门店规模进一步巩固供应链壁垒，上游持续整合，下游深挖场景。**1) 万店验证商业模式，规模强化核心壁垒，公司于品类拓展、产品组合（如爆品套餐）和会员运营等维度持续精进，优化的同店将助力继续拓店。火锅食材兼具需求度高和标准化高两大特质，适合发展为垂类业态，2020-2022 年在家就餐的需求激增，助力公司迅速把门店突破到万家（3 年时间公司门店数量从 4300 家提升到 9221 家），进一步强化了公司的规模效应和领先优势。2) 门店规模化提升对上游话语权，整合上游供应链水到渠成，公司通过自建和收购实现重点品类的产业链深度控制，通过单品单厂放大规模效应。3) 销售门店场景价值可挖掘空间较多。公司是餐食行业少有掌握消费者数据的企业，目前公司在会员运营上已经有成熟的打法，仍在持续精耕；此外也在尝试门店业态的延展，比如嫁接即时零售等。

■ **短期单店营收修复确定性强，中期拓店万家乐观。**1) 单店营收的修复已有成效，改善还有延续性。公司在新品、营销、会员运营上通过一系列组合动作带动单店营收 2024H2 转正，公司在毛肚套餐上积累了大单品运作经验，2025 年推新节奏进一步加快；并且尝试无人零售技术拉长营业时段。2) 提出 5 年再开 1 万家门店的规划，乡镇店型是重头戏。公司目前有约 2000 家乡镇门店，2020 年我国共有 3 万个乡镇，空间广阔。公司在乡镇市场同类竞争对手较少，乡镇市场合适的选址有限，较早占位者有一定先发优势。公司乡镇店型经过改善向好趋势明显，销售额有显著提升，门店净利率亦高于高线城市，对加盟商有较强吸引力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年的营收为 72.8/83.4/94.4 亿元，同比+13%/15%/13%；归母净利为 3.3/4.0/4.9 亿元，同比+43%/22%/23%；对应 PE 为 24/20/16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全问题、原材料价格波动风险、居民消费力复苏不及预期、加盟门店管理风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	2.97
一年最低/最高价	1.65/6.09
市净率(倍)	2.38
港股流通市值(百万港元)	7,471.80

基础数据

每股净资产(元)	1.14
资产负债率(%)	31.29
总股本(百万股)	2,747.36
流通股本(百万股)	2,747.36

相关研究

内容目录

1. 领先的一站式在家吃饭餐食供应商	5
1.1. 17 年发力 C 端零售业务，5 年突破万家门店	5
1.2. 从火锅食材入手，特许经营模式扩张	7
1.3. 盈利经受考验，上行空间打开	8
1.4. 股权较为集中，资本回报意愿积极	11
2. 锅圈的生意模式：大赛道里的垂类业态，规模是核心壁垒	13
2.1. 行业属性：容量大，市场分散	13
2.2. 公司的商业模式：垂类业态实现万家门店，不断强化上下游掌控力	16
2.3. 公司的优势：规模领先、品牌化、数字化	17
2.3.1. 规模优势强化供应链竞争力，实现性价比路线	17
2.3.2. 品牌建设持续投入，打造国民火锅形象	20
2.3.3. 场景价值持续体现，“门店+数字化”挖掘增量空间	22
3. 未来空间：单店营收向上和门店扩张双轮驱动	24
3.1. 单店修复已有成效，后续亦有发力点	24
3.2. 计划 5 年再增万家门店，乡镇店型是重头戏	26
4. 盈利预测与投资建议	27
5. 风险提示	29

图表目录

图 1: 公司所处产业链上下游概览.....	5
图 2: 公司发展历程.....	6
图 3: 2020-2024 年公司营业收入走势.....	7
图 4: 2020-2024 年公司门店数量和单店营收走势.....	7
图 5: 2020-2024 年公司门店类型 (单位: 家).....	7
图 6: 2020-2024 年公司业务结构 (单位: 百万元).....	7
图 7: 2020-2022 年公司产品结构 (单位: 百万元).....	8
图 8: 2020-2022 年公司火锅类产品的结构分布.....	8
图 9: 公司 2020-2024 年毛利率、净利率和费用率走势.....	9
图 10: 公司 2020-2022 分产品毛利率走势.....	9
图 11: 公司 2020-2022 销售费用组成明细 (百万元).....	9
图 12: 公司 2020-2022 管理费用组成明细 (百万元).....	9
图 13: 公司应收账款、应付账款以及存货周转率.....	10
图 14: 同行业应收账款周转率对比 (单位: 次).....	10
图 15: 同行业应付账款周转率对比 (单位: 次).....	10
图 16: 同行业存货周转率对比 (单位: 次).....	10
图 17: 公司 ROE 拆分.....	11
图 18: 公司股权结构图.....	11
图 19: 中国在家吃饭市场各类别市场规模 (单位: 十亿元).....	13
图 20: 2022 年我国按在家吃饭餐食产品零售销售额市场格局.....	14
图 21: 2022 年中国按自有品牌在家吃饭餐食产品零售销售额 TOP5(单位: 十亿元).....	14
图 22: 预制菜赛道参与者一览.....	15
图 23: 我国火锅行业保持良好增长态势.....	16
图 24: 我国火锅是除正餐外最大的餐饮业态 (2021 年).....	16
图 25: 公司与零食量贩商业模式对比.....	17
图 26: 我国头部在家吃饭餐食产品供应商线下门店数量 (截止至 2022 年底).....	18
图 27: 2020-2022 年公司门店分布情况.....	18
图 28: 公司门店布局相比同行更能渗透到下沉市场.....	18
图 29: 公司 2020-2022 年广告及推销开支走势 (单位: 亿元).....	21
图 30: 《加油! 小店》全面透传锅圈食汇的品牌力.....	21
图 31: 锅圈联合新华网上线小围裙计划第四季全民任务.....	21
图 32: 公司门店采用红绿配色的醒目招牌.....	22
图 33: 公司门店内部陈列简单大方.....	22
图 34: 公司会员数量和储值金额持续提升.....	23
图 35: 公司持续加强会员运营管理.....	23
图 36: 2020-2024 年公司代加盟商收取的预付卡款项.....	23
图 37: 2022-2024 年公司预付卡消化率.....	23
图 38: 公司发布即时零售战略.....	24
图 39: 公司提振单店营收的具体措施.....	25
图 40: 公司 2024 年抖音渠道表现亮眼.....	25
图 41: 公司继续上新套餐组合.....	26
图 42: 公司尝试无人零售店型增加营业时长.....	26

图 43: 盈利预测.....28

表 1: 公司核心高管履历.....12

表 2: 公司上市后分红、回购情况.....13

表 3: 广义预制菜的分类.....14

表 4: 餐饮、食品连锁业态企业突破万家门店所花时间梳理.....16

表 5: 餐食零售业态主要公司门店数量概况.....18

表 6: 连锁业态单店模型对比.....19

表 7: 公司自有工厂布局情况梳理.....19

表 8: 公司自有工厂产能情况（单位：吨）.....20

表 9: 公司核心产品价格与同类产品对比.....20

表 10: 公司配合消费时节持续推出套餐.....26

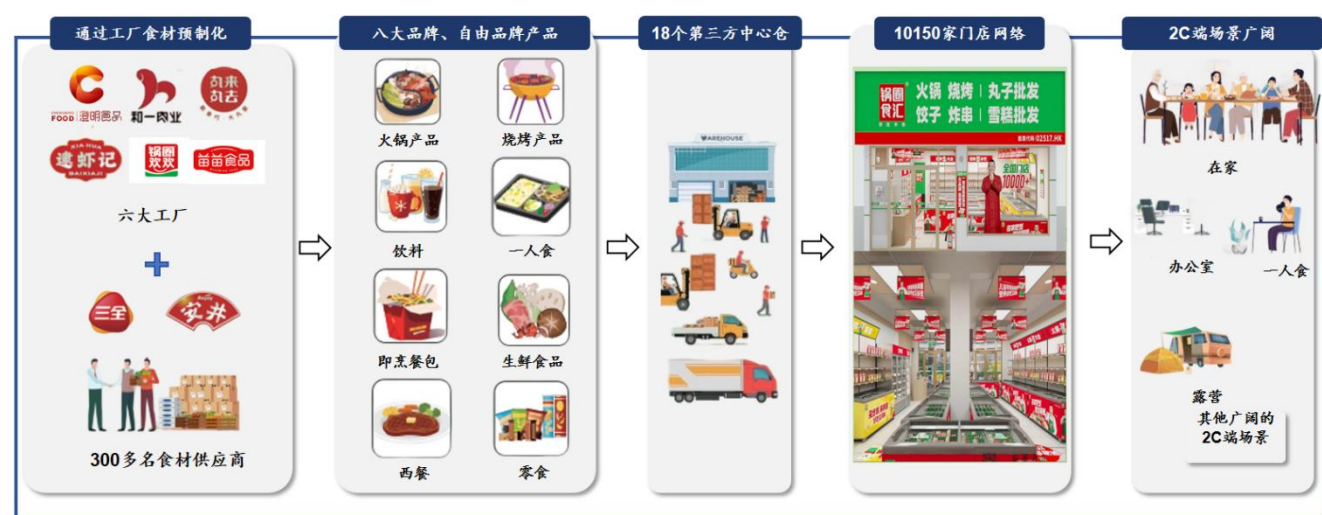
表 11: 公司不同城市线级的单店模型.....27

表 12: 可比公司估值情况.....28

1. 领先的一站式在家吃饭餐食供应商

锅圈是中国领先的一站式在家吃饭餐食产品品牌。公司以门店为载体，满足社区家庭的场景化用餐需求，目前已经覆盖火锅、烧烤、饮料、一人食、即烹套餐、生鲜食品、西餐和零食八大品类。公司通过构建高效供应链和规模经济来实现“好而不贵”的产品定位，并持续进行品牌建设投入，已成长为在家吃饭市场中的领先品牌。

图1：公司所处产业链上下游概览



数据来源：公司公告、公司官网，东吴证券研究所

注：以上数据为 2024 年度情况。

1.1. 17 年发力 C 端零售业务，5 年突破万家门店

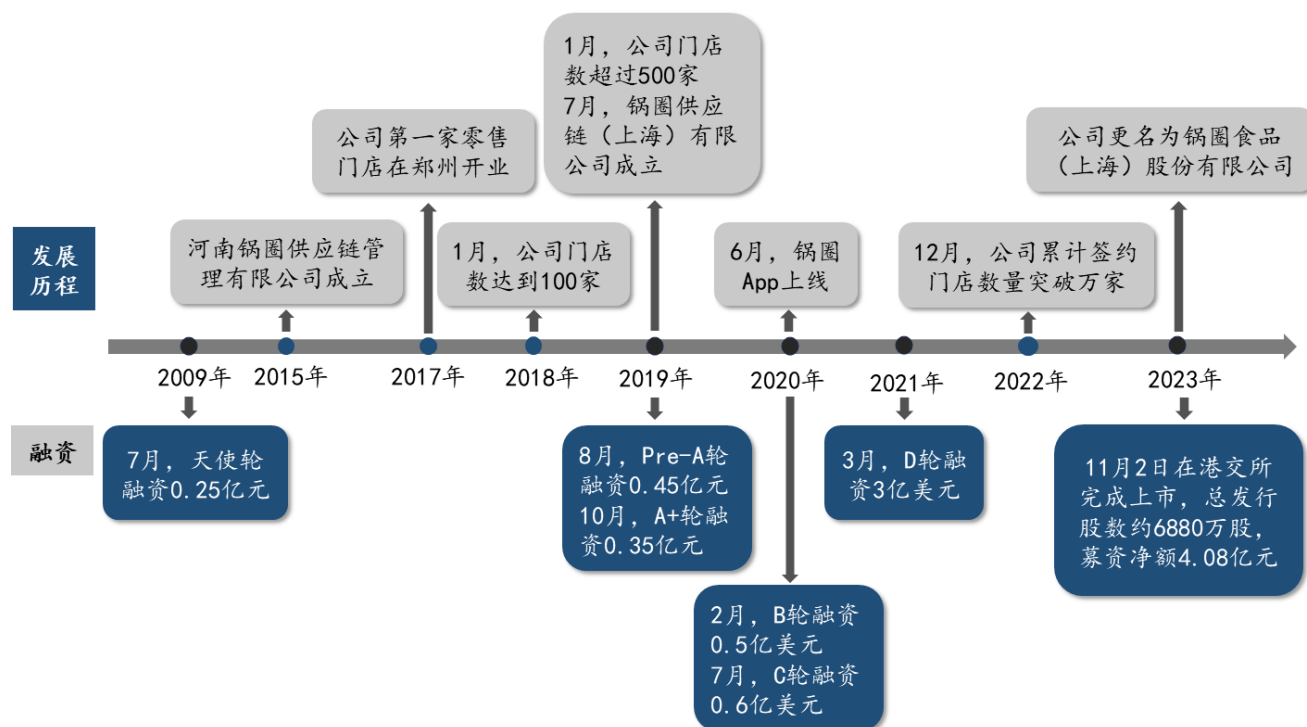
公司过去的发展历程可以分为三个阶段：

1) 2009-2018 年：商业模式探索阶段。创始人早期运营过社会餐饮、2B 的冻品批发业务，这个阶段接触并且沉淀了供应链的资源 and 经验。2017 年，创始人团队意识到 2B 业务竞争激烈、利润较低，而 2C 场景化食材零售业务的市场相对空白，因此转向利用自身供应链能力直接服务 C 端消费者，并在 2017 年开出第一家零售门店，2018 年 1 月门店数就达到 100 家。

2) 2019-2022 年：快速扩张阶段。公司确定了 2C 的业务模式后，完成了 A-D 轮融资，并利用加盟模式实现门店数量的快速增长。疫情期间公司完善的供应链体系发挥了优势，在其它同行供货不足或配送运力不足的情况下，公司门店仍然可以满足大部分消费者就近购买食材的需求。2022 年 12 月，公司累计签约门店数突破万家。

3) 2023 年至今：调整再出发。疫情结束后，在家就餐的需求边际下行，公司盈利能力有所下滑。为了应对变化，公司进行产品矩阵和门店店型调整，并取得了一定效果，2024 年下半年公司同店重拾增长，并在 2025 年延续，公司目标新增 1 万家门店。

图2：公司发展历程



数据来源：公司官网、Wind，东吴证券研究所

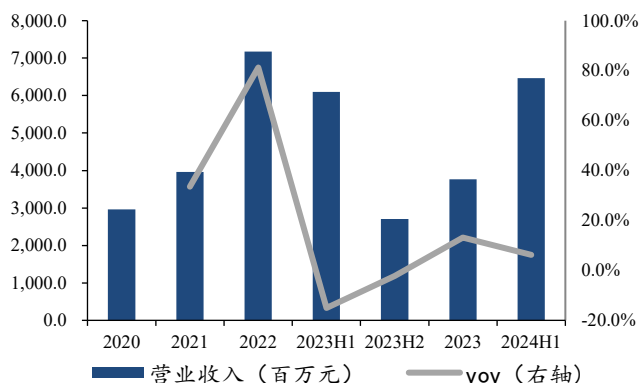
复盘公司的营收走势：2020-2022 年受益需求激增，门店快速扩张，2023-2024H1 进入收缩调整期，2024H2 调整成功实现单店营收和门店数量转正。

2020-2022 年，公司营业收入保持较高增速，复合增速达到 55.6%，2022 当年的营收增速高达 81.2%。主要是受益于疾控阶段在家就餐的场景增加，门店数量和单店营收的双增长；对应的门店数量从 4300 家增加至 9221 家，加盟商积极性较高。

2023 年，疾控特殊阶段结束后在家就餐的场景显著减少，虽然公司的门店数量还在惯性增长，2023 年净增 1086 家，但是单店营收出现断崖式下滑，公司营收出现负增长。

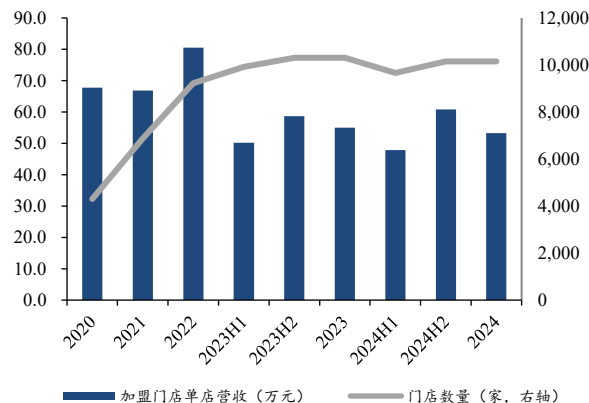
2024 年公司进入调整期，2024H1 公司门店数量有一定收缩，从 2023 年底的 10307 家减少至 2024H1 的 9660 家。2024 年 6 月开始结合公司门店运营的精细化动作和推出毛肚爆品套餐，2024H2 公司的单店营收和门店数量都实现触底回升。2024 年的营收增速由负转正，达到 6.2%。2024 年底，公司门店数量重回万店，达到 10150 家。

图3：2020-2024 年公司营业收入走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2020-2024 年公司门店数量和单店营收走势

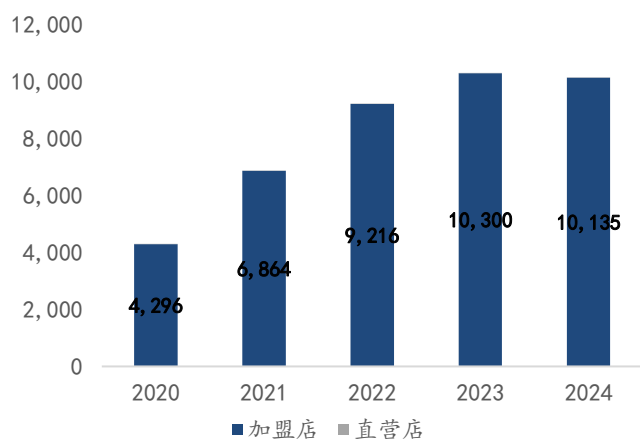


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 从火锅食材入手，特许经营模式扩张

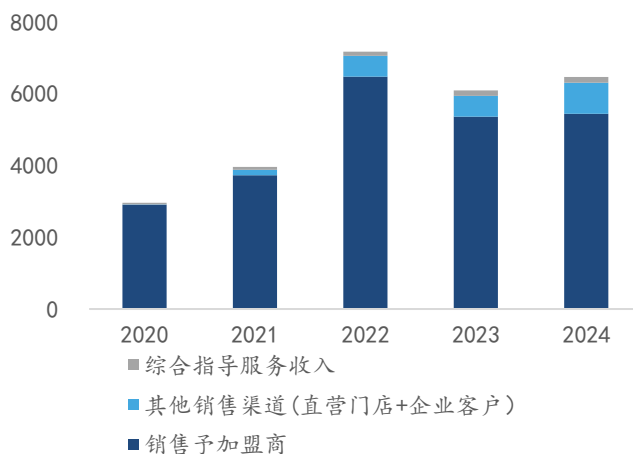
公司以加盟门店为主，主要利用加盟商资源实现较快的门店增长，2024 年直营门店仅 15 家。从业务结构来看，销售予加盟商产品是公司最主要的营收来源，2024 年占比 84%；其次直营、企业客户等渠道的销售收入，2024 年占比 13%；近年来直营、企业客户等的营收占比有提升的趋势。最后是综合指导服务收入，主要是加盟商管理费用、服务费等，占比基本在 2% 上下。

图5：2020-2024 年公司门店类型（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2020-2024 年公司业务结构（单位：百万元）

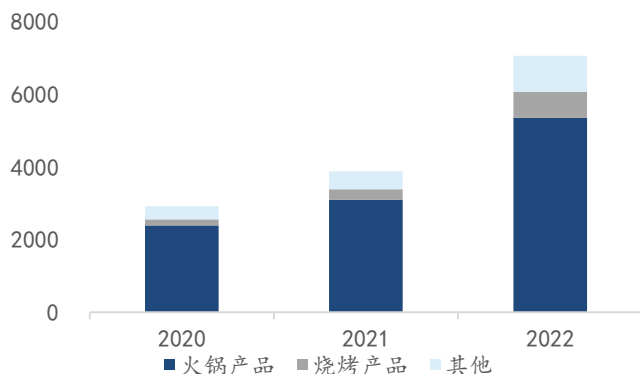


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主要围绕火锅场景提供产品，源于火锅在地域覆盖、受众群体等方面有极强的普适性，在家烹制也具备便捷性。2020-2022 年火锅产品的占比在 80% 上下，但是随着其他产品的扩充有逐步下降的趋势，2020-2022 年烧烤产品的占比从 6% 提升到 10%。再细分看火锅产品的结构，肉类和丸滑类两大核心蛋白质产品占比 55% 左右，火锅底料类

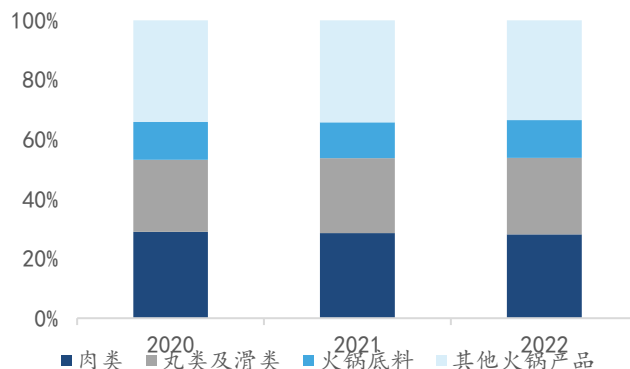
占比 12-13%，该占比结构相对稳定。

图7：2020-2022 年公司产品结构（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2020-2022 年公司火锅类产品的结构分布



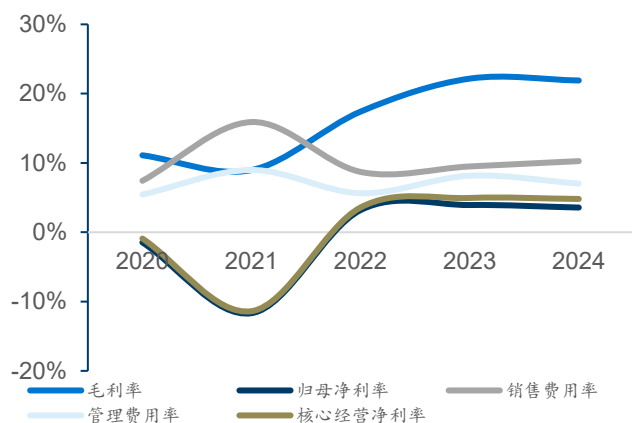
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 盈利经受考验，上行空间打开

毛利端逐步体现规模效应。除却 2021 年因加大促销力度而导致毛利率下降，2020-2023 年因规模采购议价、供应链垂直整合及产品结构升级毛利率整体都处于上升通道，2024 年因低毛利套餐产品放量而微降。分产品来看，火锅产品毛利率最高，其次是烧烤产品，说明核心品类，规模效应率先释放。我们认为公司供应链端前置投入，随着同店稳中有升，门店持续扩张，规模效应将得到逐步体现。

费用率近几年有提升趋势。2021 年销售、管理费用率均抬升主要系门店运营员工、行政员工扩充；2022 年叠加收入显著增长规模效应摊薄了两项费用率；2023 年两项费用率有回升主要系收入端规模效应减弱，以及新收购工厂开支增加，且管理费用还受上市开支的影响；2024 年管理费用率回落主要是同比来看没有了上市开支的影响消除，销售费用率仍有提升与公司增加抖音等渠道的营销有关。**净利率 2021 年开始回正，2022-2024 年基本稳定。**

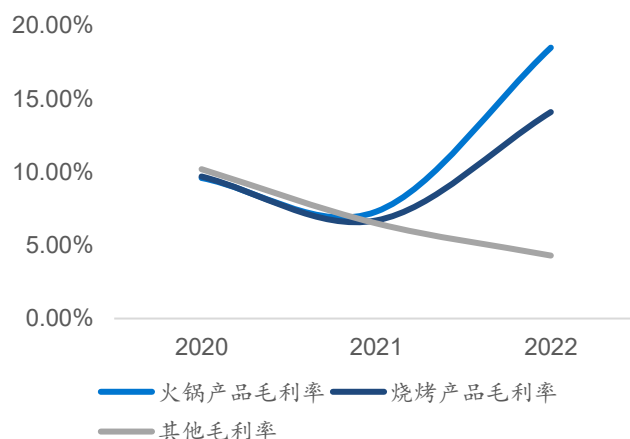
图9：公司 2020-2024 年毛利率、净利率和费用率走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2023 年、2024 年核心经营净利率高于归母净利率，主要系 1) 2023 年存在上市费用和股份支付费用；2) 2024 年公司投资企业多点科技上市，产品公允价值变动。

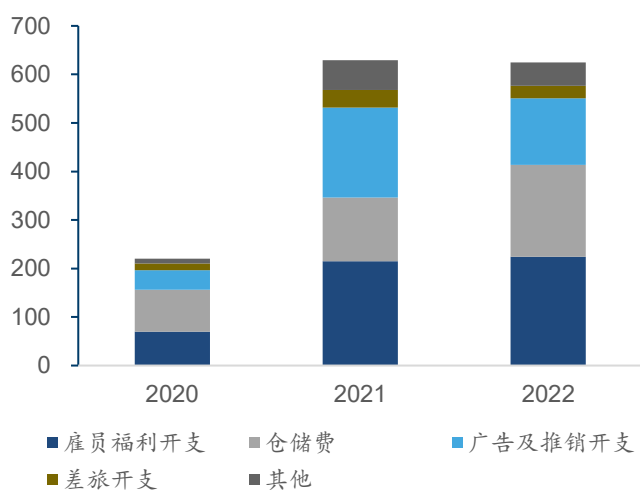
图10：公司 2020-2022 分产品毛利率走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

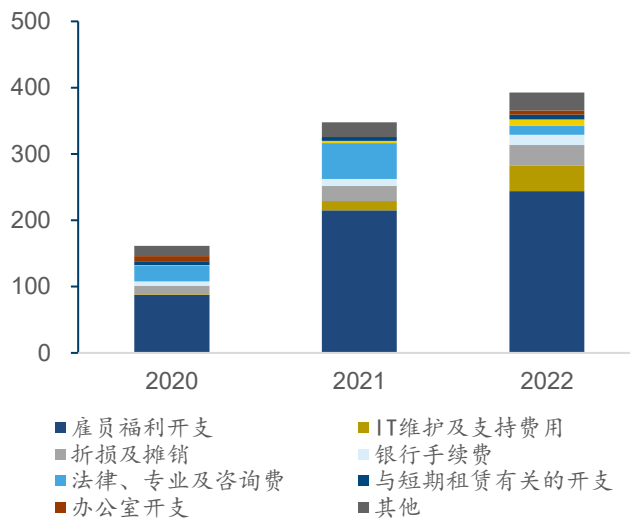
注：综合指导服务毛利率均为 100%

图11：公司 2020-2022 销售费用组成明细（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

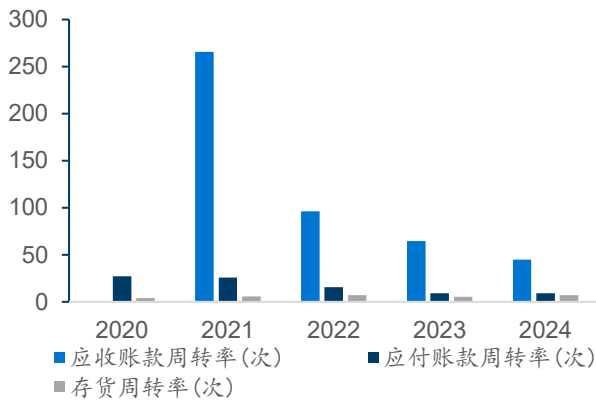
图12：公司 2020-2022 管理费用组成明细（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

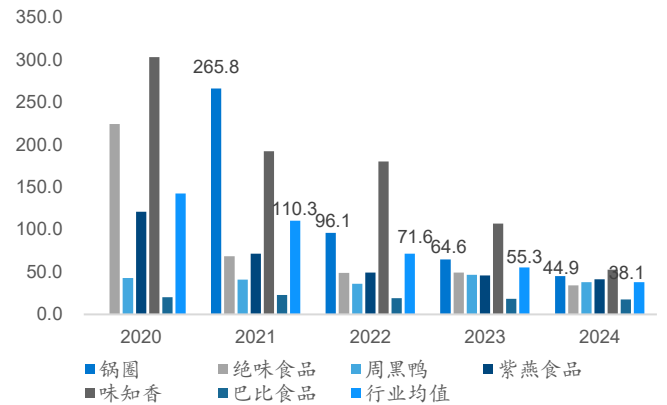
营运指标健康，应收账款周转率高于连锁业态同行。应收账款周转率近几年有所下降主要系销售渠道拓展（比如新增企业客户）以及收购新工厂，导致账期增加，但近4年均高于行业平均水平。存货周转率基本稳定，2021 年略低主要是加大原材料储备，2023 年略低于当前收入承压有关，近年来公司通过与仓储和物流供应商合作并依托全国 18 个数字化中央仓库，不断加强库存管理，2024 年存货周转率上升至 7.2 次，但仍低于行业平均水平。应付账款周转率近几年也略有下降主要是采购品类、规模增加，该周转率略低于同行预计主要系公司的货物以外采为主，其他同行以自产为主。

图13：公司应收账款、应付账款以及存货周转率



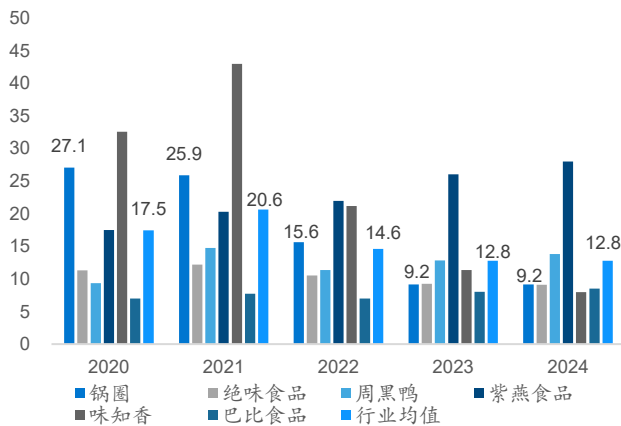
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：同行业应收账款周转率对比（单位：次）



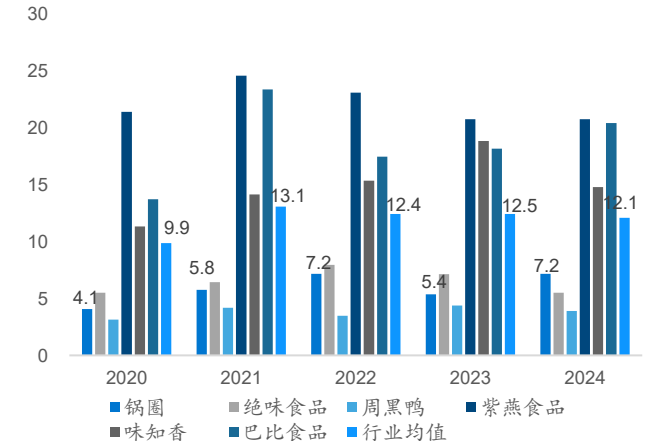
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：同行业应付账款周转率对比（单位：次）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

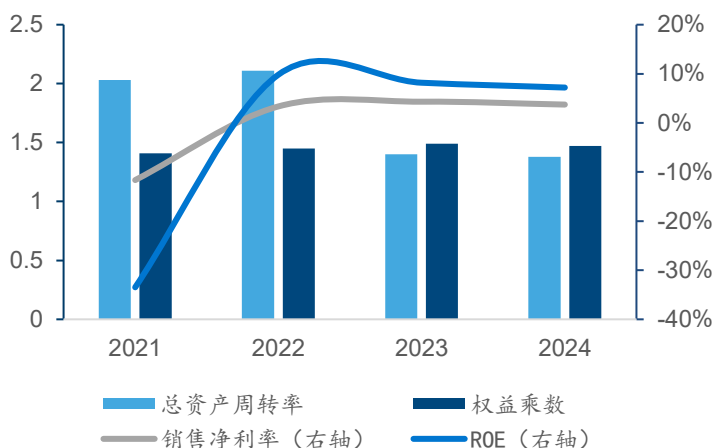
图16：同行业存货周转率对比（单位：次）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 ROE 在 10% 上下，受净利率影响较大，2022 年和净利率同步实现转正。公司权益乘数基本稳定；2022 年之后总资产周转率略下台阶，也导致 2023-2024 年公司 ROE 略有下降。

图17：公司 ROE 拆分

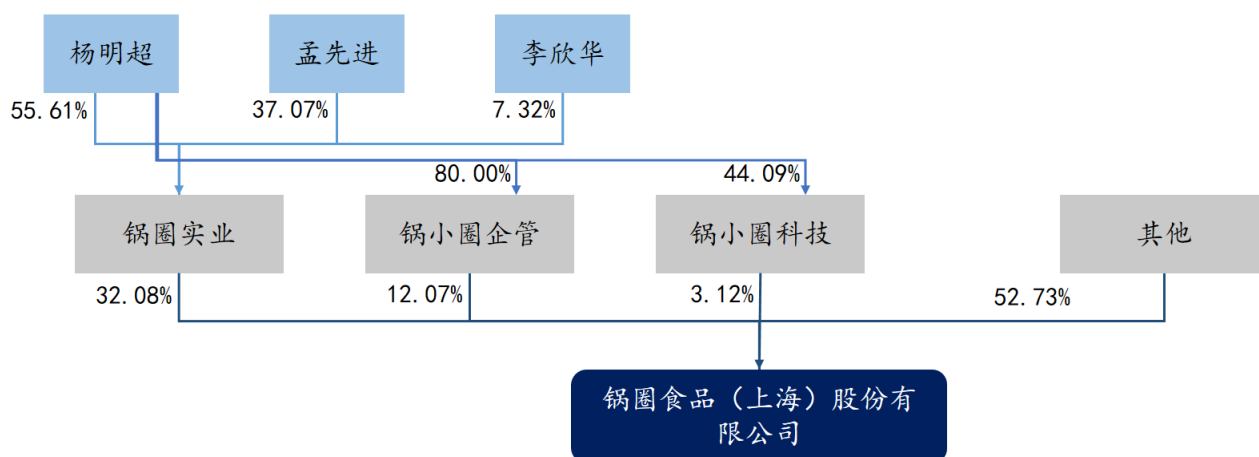


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 股权较为集中，资本回报意愿积极

公司实际控制人、创始人兼董事长杨明超先生通过锅圈实业、锅小圈企管、锅小圈科技持有公司 28.87% 股权。杨明超先生和孟先进、李欣华为一致行动人，合计持有公司 43.11% 的股权。公司管理团队拥有资深的食品供应链和门店运营管理经验，董事长杨明超先生具备餐饮行业创业经验，在食材供应链及连锁门店运营方面也有沉淀。核心高管中孟先进先生与杨明超先生系创业伙伴，目前负责市场开发、门店运营等一线工作，公司成立后陆续补充了供应链、加盟商管理、资本市场管理等方面的专业高管。

图18：公司股权结构图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：以上数据截止至 2024 年年报。

表1：公司核心高管履历

姓名	职务	性别	年龄	履历
杨明超	创始人、董事长、执行董事、首席执行官	男	55	主要负责集团的整体业务战略及运营。杨先生于 2015 年 1 月创立集团并一直在集团及公司的若干附属公司任职，包括自 2015 年 1 月起担任河南锅圈供应链管理有限公司董事长；自 2019 年 7 月起担任锅圈食品（上海）股份有限公司董事；自 2020 年 6 月起担任上海锅圈食汇商业管理有限公司董事；自 2021 年 8 月起担任鹿邑县和一肉业有限公司董事长及自 2022 年 11 月起担任鹿邑县澄明食品有限公司董事长。于加入集团前，杨先生于 2006 年 1 月至 2010 年 7 月担任郑州市黑老婆餐饮管理咨询有限公司的核心雇员并持有其 30% 股权。杨先生于 1994 年 6 月获得中国郑州大学汉语言文学专业学士学位。 主要负责集团的市场开发和门店管理。孟先生于 2015 年 1 月与杨先生共同创立集团，并一直在集团及公司的若干附属公司任职，包括自 2015 年 1 月起担任河南锅圈供应链管理有限公司副总裁；自 2017 年 2 月起担任郑州锅圈食汇网络科技有限公司董事；自 2019 年 8 月起担任陕西锅圈食汇商业管理有限公司董事；自 2019 年 8 月起担任北京锅圈食汇商业管理有限公司及南京锅圈食汇商业管理有限公司监事；及自 2019 年 10 月起担任锅圈食品（上海）股份有限公司董事。 主要负责信息技术部门管理。安先生于 2018 年 7 月加入集团担任副总裁，且自 2020 年 3 月起担任执行董事兼副总裁。他目前也正在担任集团数间附属公司的董事。加入集团前，安先生自 2012 年 1 月至 2015 年 5 月任郑州安众企业管理咨询有限公司总经理及自 2015 年 5 月至 2018 年 7 月任河南康之源商贸有限公司总经理。 主要负责管理集团的产品链。自 2017 年 3 月起，罗女士一直在公司及公司的若干附属公司任职，包括自 2017 年 3 月起于河南锅圈供应链管理有限公司及自 2020 年 7 月起于公司担任产品中心负责人；自 2021 年 8 月起担任鹿邑县丸来九去食品有限公司及鹿邑县和一肉业有限公司董事。 任本公司全资附属公司锅圈投资管理(上海)有限公司董事长及本公司副总裁，主要负责管理本集团各附属工厂以及本集团投融资和资本市场相关工作。2019 年 10 月至 2022 年 11 月，杨女士曾任鹿邑澄明食品有限公司执行董事及董事长职务。杨女士于 2018 年毕业于西英格兰大学，获文学学士学位；于 2019 年毕业于拉夫堡大学，获理学硕士学位。杨女士为河南省第十四届省人大代表，中国人民政治协商会议鹿邑县第十一届委员会委员。 负责财务相关工作。王先生于 2020 年 9 月加入集团。加入集团前，王先生于 2006 年 9 月至 2014 年 8 月于普华永道中天会计师事务所任职，最后担任的职位为审计经理。自 2014 年 8 月至 2015 年 5 月，王先生于拜耳（中国）有限公司任职。自 2015 年 6 月至 2016 年 8 月，王先生于科思创聚合物（中国）有限公司任职。2016 年 9 月至 2020 年 9 月，王先生在小杨生煎企业管理发展（上海）有限公司任财务总监。王先生自 2009 年 12 月起为中国注册会计师协会（CICPA）注册会计师（目前非执业）。王先生于 2006 年 7 月获得中国华东理工大学数学与应用数学专业学士学位。于 2024 年 2 月 8 日获委任为锅圈食品(上海)股份有限公司首席财务官。 郑女士于 2017 年 1 月加入集团担任营运总监，负责加盟商管理，且自 2019 年 12 月起担任监事。加入集团前，郑女士于 2004 年 8 月至 2012 年 3 月在郑州魏国餐饮管理有限公司任区域经理。
孟先进	联合创始人、执行董事、常务副总裁	男	44	
安浩磊	执行董事、副总裁	男	41	
罗娜	执行董事、副总裁	女	43	
杨童雨	副总裁	女	27	
王晖	首席财务官、董事会秘书	男	41	
郑敏	营运总监	女	44	

数据来源：公司公告、公司官网，东吴证券研究所

公司 2023 年 11 月上市，2023 年、2024 年的分红率分别为 60%、89%。截止目前已经 2 次回购：2024 年 11 月 5 日公告拟使用不超过 1 亿港元回购股票，公司花费 9922 万元回购了 5060 万股，占总股本比例的 1.84%；2025 年 1 月 20 日公司再次宣布

拟使用不超过 1 亿港元进一步回购，截止至 2025 年 4 月 22 日，公司花费 6015 万元回购了 2913 万股，占股本比例 1.06%。综合以上两点来看，公司对于资本市场回报意愿较高。

表2：公司上市后分红、回购情况

时间	形式	金额（万元）	分红率	回购股本占比
2025 年 3 月	分红	21,876	89.5%	—
2025 年 1 月	回购	6,015	—	1.1%
2024 年 11 月	回购	9,922	—	1.8%
2024 年 3 月	分红	15,704	59.8%	—

数据来源：Wind，东吴证券研究所

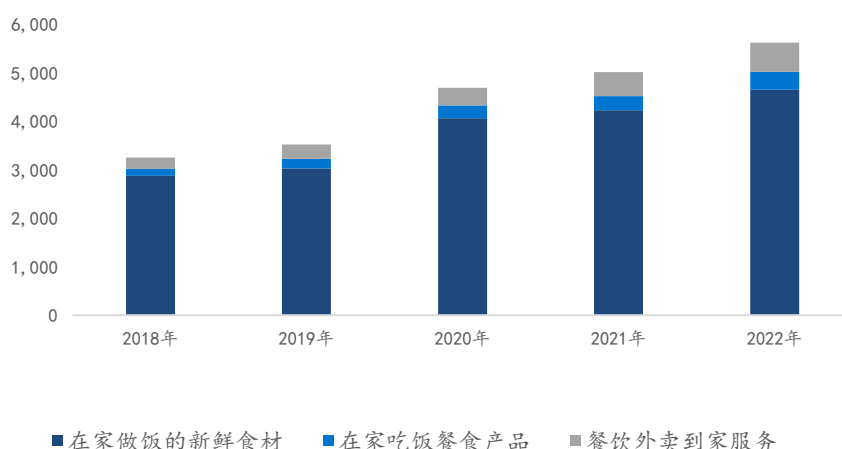
2. 锅圈的生意模式：大赛道里的垂类业态，规模是核心壁垒

2.1. 行业属性：容量大，市场分散

公司的定位是一站式在家吃饭餐食产品品牌供应商，通过特许经营门店触达消费者，因对特许经营模式掌控力强，公司的产品和会员运营具有优势。

公司产品和服务的下游需求是在家吃饭的消费场景。我国在家吃饭场景包括以下几种食材来源（2022 年数据）：①采购食材尤其是新鲜食材自行烹饪，这类情况占比最大（82.8%），有 4.6 万亿元市场规模；②外卖到家（供应者主要是餐厅），这类情况占比 10.7%，有 6000 亿元市场规模；③在家吃饭的餐食产品，我们认为主要指广义的预制菜（包含即食、即热、即烹、即配产品），这类情况占比 6.5%，有 3670 亿元的市场规模。其中①③场景剔除农贸菜市场则主要靠零售业态完成，因此锅圈的主要可比公司为零售企业，如高线城市的盒马，中低线城市的永辉等。

图19：中国在家吃饭市场各类别市场规模（单位：十亿元）



数据来源：国家统计局、弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

表3：广义预制菜的分类

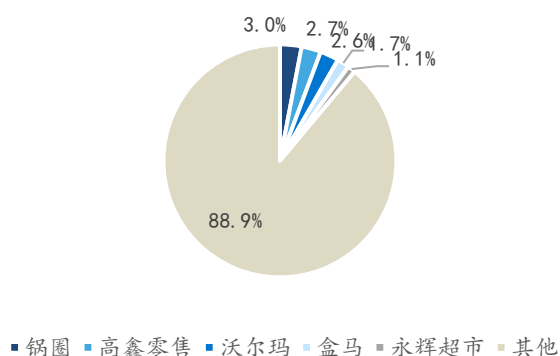
类别	定义	食用方式	常见品类
即食食品	开袋 / 开罐即可食用	无需加工	自热火锅 / 米饭、速食罐头、卤味零食、便利店饭团 / 三明治
即热食品	需简单加热（微波 / 水煮等）	加热后直接食用	速冻水饺 / 包子、加热菜肴包（鱼香肉丝）、冷冻披萨
即烹食品	食材预处理（切配 / 调味）需烹饪	煎 / 炒 / 炸等烹饪步骤	净菜套餐（如青椒肉丝预配包）、腌制肉类（奥尔良鸡翅）、火锅食材
即配食品	粗加工食材需自行调味组合	搭配调料烹饪	冷冻生鲜（切块排骨）、预切蔬菜条、净果切（水果拼盘）

数据来源：中商情报网，东吴证券研究所

民以食为天，无论是社会餐饮还是家庭餐食都是万亿规模的赛道；在家吃饭的餐食产品只是其中一个细分场景，也有接近 4000 亿元的市场规模。虽然赛道参与者诸多，但是竞争格局还非常分散，而且不是完全的同质化竞争。按照零售额计算，CR5 仅 11.1%；如果仅统计有自有品牌的企业，前五名的零售额共计 215 亿元，占行业整体的 5.9%，公司以 3% 的份额居第一位。

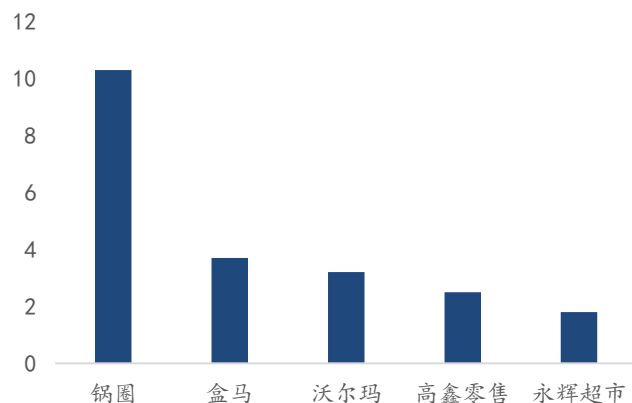
该赛道的参与者，我们认为主要包含零售型企业（锅圈、盒马、大型商超、味知香等）和生产型企业（安井食品、三全食品等）。而前五名的企业基本都是零售型企业而非生产型企业，我们认为或反映出该生意模式需要贴近消费者，尤其需要满足即时性、便捷性的需求，这方面零售型企业更占据优势。

图20：2022 年我国按在家吃饭餐食产品零售销售额市场格局



数据来源：国家统计局、弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图21：2022 年中国按自有品牌在家吃饭餐食产品零售销售额 TOP5(单位：十亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图22：预制菜赛道参与者一览

参与者类型	代表企业	参与预制菜方式	主要优势	主要劣势
原料派企业	双汇发展、龙大美食、国联水产、得利斯、新希望、圣农发展、温氏股份、蜀海、锅圈食汇、望家欢、乐禾食品等	基于养殖、屠宰所掌握的原材料研发相应预制菜产品，向下游延伸；基于原有屠宰业务客户、肉制品渠道进行渗透	拥有丰富上游资源，有比价控制成本优势；自有门店和供应链渠道优势可复用	品牌打造能力较弱，对终端消费者洞察能力弱
传统食品加工企业	安井食品、千味央厨、惠发食品、三全食品、思念食品等	部分通过 OEM 方式筛选品类，部分自产，主要通过现有渠道及经销商销售	品牌优势、有生产加工能力，工厂规模大、自动化程度高深加工优势明显，冷链物流优势明显	菜肴类研发能力较弱，易受上游成本影响，考验渠道延伸能力
餐饮类企业	西贝、王家渡、广州酒家、同庆楼、西安饮食、海底捞、全聚德、眉州东坡、广州酒家、紫光园、紫燕百味鸡、外婆家等	将自身特色产品制成预制菜，线下通过门店、商超售卖，线上通过电商等渠道售卖	大型餐企有很强品牌知名度，易产生品牌溢价，对消费者需求感知与把握更准确	自动化和标准化程度低、大单品思维不够、部分产品较贵
零售派企业	叮咚买菜、盒马、锅圈食汇、大润发、美团、家家悦、天虹股份等	借助生鲜业务所拥有的高频流量优势，通过 OEM 等方式布局预制菜	C 端渠道触达优势，产品组合品类丰富，产品迭代速度较快	产品以 OEM 为主，考验产品理解及品控能力，渠道局限于 C 端
专业预制菜企业	味知香、好得睐、绿进食品、蒸烩煮、三餐有料、花食界、盖世食品、麦子妈等	产品以自研自产为主，聚焦不同细分客户（酒店菜、料理包、C 端等）耕作多年	在产品储备、研发能力、营销推广、渠道覆盖、品牌运营等方面拥有一定先发优势，拥有自己的核心市场	区域化小企业为主，综合实力及抗风险能力较弱，起步阶段难且慢，多数对全国化扩张及资本介入偏保守
新兴派企业	叮叮懒人菜、珍味小梅园、舌尖英雄、和味道、大希地、信良记、麦子妈、轻烹烹等	成立年限较短但获得资本助力，布局较为成熟的产品，借助抖音、天猫等互联网平台的流量优势实现快速扩张	多以互联网思维进行轻资产扩张，经营灵活，重品牌建设，To C 端企业多重营销，营销能力较强	多数以 OEM 为主，易受上游成本波动影响，考验产品研发能力，线下渠道布局较弱，品牌力较弱
调味品企业	利和味道、新雅轩、彭记坊等	通过提供调料配料解决方案、参与味型及菜品研发、提供基础或初加工原料、提供定制代工服务等间接进入，或者直接介入预制菜	大厂研发资源优势明显，渠道优势明显，存在品牌定位偏差，对消费者口味把握更好	易受上游成本波动影响，需自建或与第三方冷链物流企业合作

数据来源：毕马威、中商情报网，东吴证券研究所

2.2. 公司的商业模式：垂类业态实现万家门店，不断强化上下游掌控力

公司用了 5 年时间就实现了万家门店，在垂类连锁业态中也属于速度领先的。1) 首先火锅是我国除正餐外最大的餐饮业态，2024 年火锅市场规模达到 6175 亿元，2019-2024 年复合增速为 2.1%，好于餐饮大盘。火锅食材兼具需求度好和标准化程度高两大特质，适合发展为垂类业态。2) 其次管理层在正式创业之前，已经有非常丰富社会餐饮经验和食材供应链资源的积累，打下了良好的基础。而且该赛道的同类竞争者较少，也给了公司良好的发展机遇。3) 最后疫情期间在家就餐的需求激增，让公司享受到了快速扩张的红利，帮助公司迅速把门店突破到万家，进一步强化了公司的规模效应和领先优势。在拥有的万家门店基础上，公司致力于不断提升对供应链的掌控力，提升自产比例、整合优质的供应商等等，还有对于冷链的布局。下游端加强品牌营销和会员系统管理，巩固消费者的认知。

图23：我国火锅行业保持良好增长态势

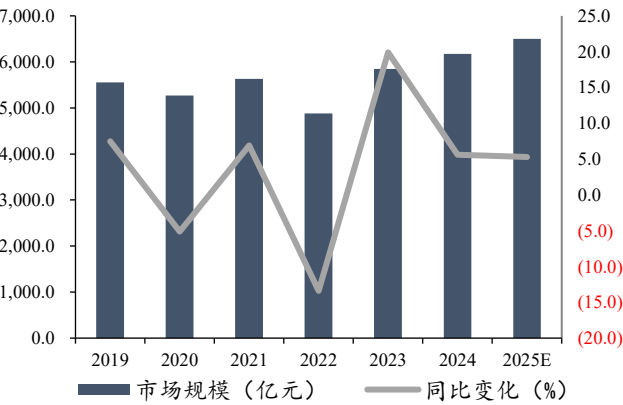
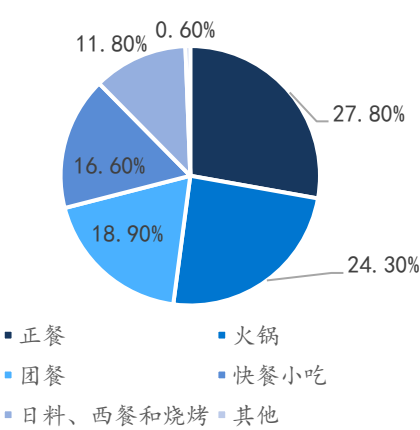


图24：我国火锅是除正餐外最大的餐饮业态（2021 年）



数据来源：企查查、红餐网，东吴证券研究所

数据来源：洞见研报，东吴证券研究所

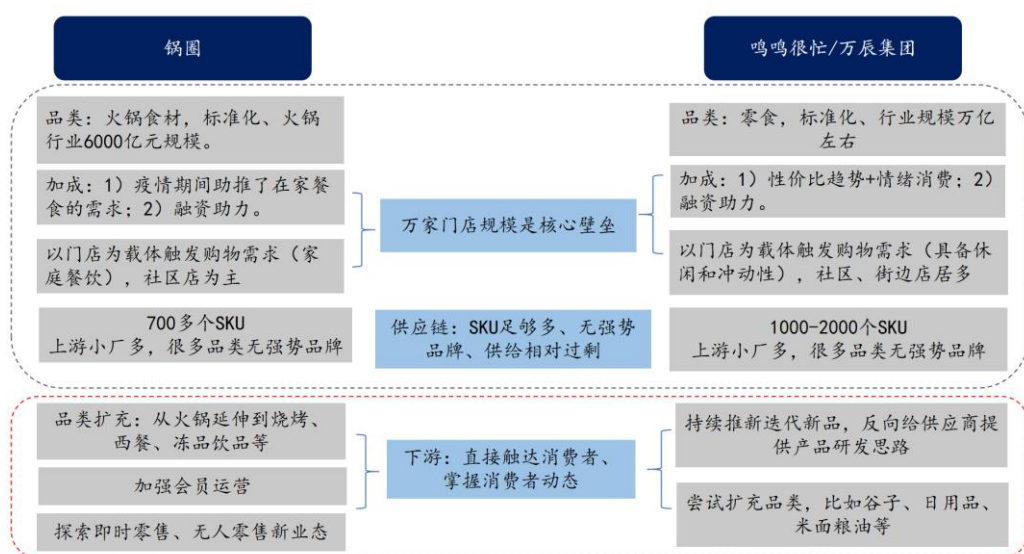
表4：餐饮、食品连锁业态企业突破万家门店所花时间梳理

企业	主营产品	开店时间	突破万家门店的时间
锅圈	预制、包装食材	2017 年	2022 年
万辰集团	零食	2022 年	2025 年 3 月门店总数突破 15000 家，好想来单品牌门店突破 10000 家
鸣鸣很忙集团	零食	2017	2024 年 6 月
库迪咖啡	咖啡等现制饮品	2022 年	2024 年 10 月
瑞幸咖啡	咖啡等现制饮品	2017 年	2023 年 6 月
蜜雪冰城	现制饮品	2000 年	2020 年 6 月
正新鸡排	鸡排等小吃	2012 年	2017 年 7 月
华莱士	炸鸡、汉堡等快餐	2001 年	2018 年底
绝味鸭脖	卤味（鸭脖、鸭翅等）	2005 年	2019 年

数据来源：百度百科、灼识咨询、澎湃新闻、新浪新闻、未来智库，东吴证券研究所

我们认为公司的商业模式和零食量贩有很强的可比性。1) 两者都是选择标准化+行业容量大的品类入手做垂直类连锁门店，过去几年的外部环境对需求端有加成，再叠加融资端的助力，使得两者可以迅速实现万家门店的规模。2) 规模达到体量后，整合上游供应链便是水到渠成的事情，而且两者都是经营的产品属性属于 SKU 较多，且大多没有强势品牌，供给端小厂较多，因此渠道的规模达到一定体量后有较强的话语权。3) 对消费者端的资源开发还有很多可以挖掘的空间。比如零食量贩企业已经通过消费端的数据反向给予厂商端产品开发的建议、产品迭代的速度也更快；而且已经在尝试扩宽品类边界，从零食拓宽到日用品、粮油米面、潮玩等等。公司也在丰富产品矩阵，加强会员的绑定，以及尝试社区团购等新的零售业态。

图25：公司与零食量贩商业模式对比



数据来源：各公司公告、各公司官网，东吴证券研究所

2.3. 公司的优势：规模领先、品牌化、数字化

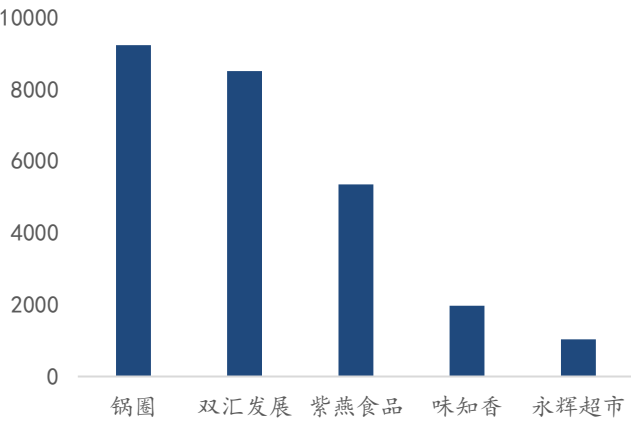
2.3.1. 规模优势强化供应链竞争力，实现性价比路线

结合前文的分析，我们认为在家餐食是一个行业容量足够大、竞争格局分散、供给侧参与者较多、供给业态较为丰富的赛道。锅圈的模式是以零售门店为载体，提供火锅食材、烧烤食材等产品，在采购端基于公司的规模优势与优质供应商合作，并且已经能够实现一定比例的自产，日益完善的冷链系统也能够支撑日配的物流需求。

从绝对的规模来讲，公司以门店为载体已经做到市占率第一，2024年底达到10150家门店。类似的零售业态同行包括：1) 盒马、山姆、奥乐齐、永辉超市等全品类零售业态，2024年盒马门店数量接近430家，山姆、奥乐齐不到100家门店，且都有上线市场为主。2) 也包括紫燕食品、味知香等垂直类餐食连锁业态，两者在2024年底的门店数量分别为6514和约2500家。

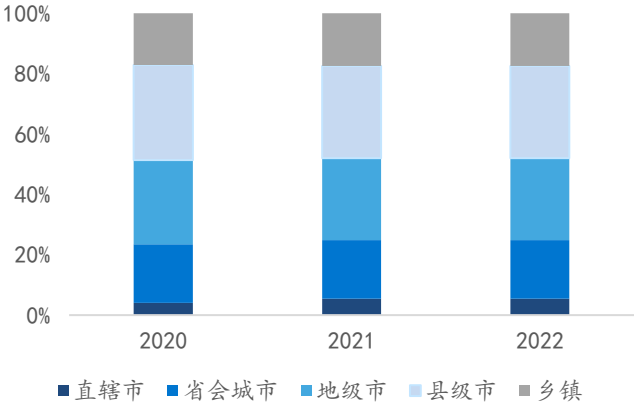
相比以上零售同行，公司的门店数量不仅最多，而且最为下沉。公司在一线、省会城市、地级市、县级市、乡镇均有布局门店，2022 年的时候公司就有接近一半的门店在县级市和乡镇，而且近年来乡镇市场的占比还在提升，同行大多集中在一二三线城市。

图26：我国头部在家吃饭餐食产品供应商线下门店数量（截止至 2022 年底）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图27：2020-2022 年公司门店分布情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表5：餐食零售业态主要公司门店数量概况

品牌	门店数量 (2024 年)	分布区域
盒马	430 家	覆盖 50 个城市，一二线城市为主
山姆	53 家	覆盖 28 个城市，一二线城市为主
味知香	2453 家	覆盖 28 个城市，一二三线城市为主
紫燕食品	约 6000 家	覆盖 198 个城市，一二三线城市为主

数据来源：各公司公告、各公司官网、窄门餐眼，东吴证券研究所

图28：公司门店布局相比同行更能渗透到下沉市场

城市分布



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

公司在连锁业态中属于投入较少、投资回报期中等的加盟模型。如果不考虑第一次进货额，公司加盟店的初始额在 14 万元左右，属于相对低门槛的加盟投资业态。投资回报期不到 2 年，处于合理水平。相比茶饮、卤味等，公司门店端的毛利率偏低，但租金相对便宜、人员管理也比较简单，净利率也能保持双位数左右。对于加盟商来说不错的生意选择。

表6：连锁业态单店模型对比

	锅圈	零食很忙	蜜雪冰城	巴比食品	绝味食品
月销(万元)	8	41	11	7	6
毛利率	35%	19%	55%	50%	40%
毛利(万元)	2.9	7.7	6.2	3.5	2.5
净利润(万元)	0.8	3.6	2.3	1.9	0.7
净利率	10%	9%	21%	26%	13%
初始投资额(万元)	14	65	26	15	15
投资回报期(月)	17	18	11	10	23

数据来源：窄门餐眼、渠道调研，东吴证券研究所

万家门店在零售业态中属于领先的水平，该规模体量足以支持公司去整合供应链、增强对上游的掌控力。1) 目前公司已经构建了 6 家上游工厂，4 家为自己投资，2 家为合资模式，覆盖了牛肉、丸类、虾滑、底料等核心品类；目前自产比例在 20% 左右，未来还有提升的规划。2) 非自产的产品公司选择和其他供应商合作，采取贴牌、联名的包装形式，目前公司有 300 多家供应商，其中不乏安井食品、三全食品等冻品赛道头部品牌。

表7：公司自有工厂布局情况梳理

	成立时间	主要产品	所在地	布局方式
丸来丸去（丸来丸去工厂）	2021 年 8 月收购	牛肉丸等肉丸	河南鹿邑县	自营生产设施，控股比例 51%
澄明食品（澄明工厂）	2022 年 11 月收购	火锅底料	河南鹿邑县	自营生产设施，控股比例 77.29%
和一肉业（和一工厂）	2021 年 8 月收购	牛肉加工	河南鹿邑县	自营生产设施，控股比例 51%
锅圈欢欢（欢欢工厂）	2024 年 9 月投产	小龙虾、牛蛙、淡水鱼等水产类	湖北石首市	自营生产设施，控股比例 60%
逮虾记	2020 年 11 月投资	虾滑等滑类	广西北海市	合资，控股比例 41%
苗苗食品（台江工厂）	2024 年 6 月投产	酸汤底料	贵州台江县	与中国农业科学院农产品加工研究所联合发起设立，控股比例 39.42%

数据来源：公司公告、公司官网，东吴证券研究所

表8：公司自有工厂产能情况（单位：吨）

	2021 年		2022 年	
	设计产能	产能利用率	设计产能	产能利用率
牛肉加工厂	4,050	45.6%	15,000	56.5%
肉丸生产厂	625	23.8%	7,500	63.9%
火锅底料生产厂	-	-	2,234	72.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

规模优势、供应链整合使得公司可以提供性价比和质价比的产品。以虾滑为例，公司在广西北海投资建设的逮虾记工厂，依托当地优质青虾资源，再加上规模化集采将原料成本降低 30%。公司的基础款虾滑产品比盒马自有品牌、鲜美来、安井的售价都更有性价比，拳头产品毛肚组合也是极具价格优势。

表9：公司核心产品价格与同类产品对比

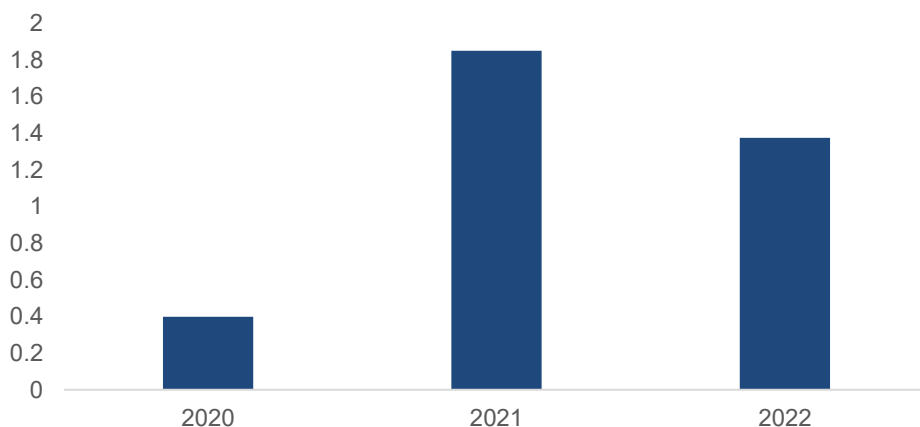
品类	SKU	售价（元）	克重（g）	每 g 单价
虾滑	锅圈北海虾滑	9.9	120	0.08
	锅圈青虾滑	18.9	120	0.16
	盒马虾滑	14.8	150	0.10
	鲜美来虾滑	19.9	150	0.13
	安井虾滑	19.3	150	0.13
牛肉卷	锅圈雪花牛肉	11.0	100	0.11
	纽澜地雪花牛肉	23.9	300	0.08
	盒马澳洲和牛雪花肥牛片	59.9	200	0.30
	锅圈手撕毛肚	19.9	200	0.10
毛肚	盒马手撕毛肚	45.9	520	0.09
	锅圈毛肚组合	59.0	700	0.08
	盒马毛肚拼盘	59.9	420	0.14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.2. 品牌建设持续投入，打造国民火锅形象

公司较为重视品牌化建设，2021-2022 年公司的广告及推销开支均超过亿元。公司通过代言人、官方渠道和综艺节目植入广告等持续深化品牌在消费者群体中的心智认知。2020 年 9 月公司官宣岳云鹏为品牌代言人，“小岳岳”亲民的形象与公司国民火锅的定位适配度较高，主打“在家吃火锅，就找锅圈”的广告语，突出居家餐饮场景；2021 年锅圈食汇成为 CCTV 体育频道的美食合作伙伴；2022 年公司精准锁定《加油！小店》和《暖暖的火锅》两档卫视热门综艺，以此建立年轻大众化沟通阵地；2024 年 7 月公司联合新华网上线暑期档全民任务——小围裙计划第四季。

图29：公司 2020-2022 年广告及推销开支走势（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：《加油！小店》全面透传锅圈食汇的品牌力



数据来源：广告营销界，东吴证券研究所

图31：锅圈联合新华网上线小围裙计划第四季全民任务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

其次公司的门店店面就是最好的广告牌，公司的门店招牌醒目地展示公司的品牌名和 logo，而且采用醒目的红色和绿色搭配，匹配公司走亲民路线的定位。门店内部的陈列柜台以原木风为主，主打简约大方，SKU 多但是并不杂乱。

综合来看，我们认为公司在品牌建设上一是愿意投入，通过与官媒、代言人合作打造知名度；二是围绕社区火锅食材的定位，上到广告投入下到门店形象，都与公司的定位相匹配，全方位传递出公司亲民化、社区化的理念。

图32：公司门店采用红绿配色的醒目招牌



数据来源：百度，东吴证券研究所

图33：公司门店内部陈列简单大方



数据来源：百度，东吴证券研究所

2.3.3. 场景价值持续体现，“门店+数字化”挖掘增量空间

公司商业模式是基于在家就餐场景（火锅烧烤等）打造的垂类零售业态，当前优化为“社区餐饮零售商”，城市门店深耕社区，场景价值具有持续增量空间。

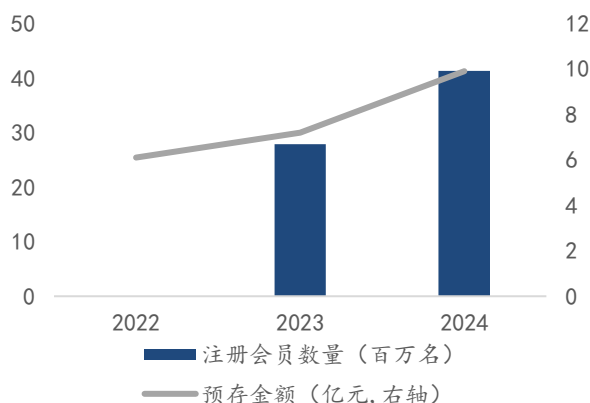
公司 70%以上是到店消费，而且线上消费也有部分需要到店自提，因而公司的选址主要是社区场景。销售网点和客流其实是宝贵的无形资产，可挖掘空间较多。目前公司在会员运营上已经有成熟的打法，仍在持续精耕；此外也在尝试门店业态的延展，比如社区团购等模式。

在会员运营上，公司建立了“公众号+小程序+企微+社群”的私域矩阵，借助当下热门的抖音、小红书、微博等公域平台进行营销，客户到店消费后，引导客户注册会员进行后续维护，实现公私域的引流转化。

公司通过会员计划以及预付卡充值与消费者建立紧密联系和互动，培养消费者忠诚度。①公司采用成长会员+积分体系，将会员分为小铜锅、小银锅、小金锅、钻石锅 4 个等级，消费 1 元=1 能量值，等级越高享受权益越多；预付卡充值设置 300 元、500 元、1000 元三档，每个档位设置不同的充值赠品，搭配转盘抽奖活动，刺激用户储值。②公司通过企业微信建立门店社群发放社群专享福利，推送限时尝鲜价、拼团接龙活动，并鼓励会员晒单返赠小礼品。

截至 2024 年底，公司注册会员数量达到 4130 万，同比增长 48.2%。公司预存卡金额也有逐年提升的趋势，从 6.1 亿元提升到 9.9 亿元，且当年的预存卡消化率基本都维持在 80%上下。

图34：公司会员数量和储值金额持续提升



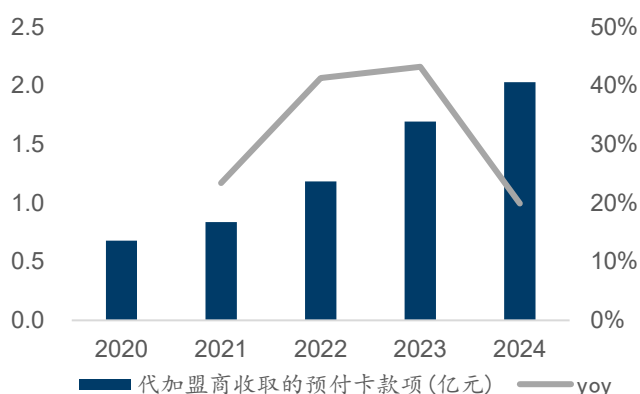
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：公司持续加强会员运营管理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

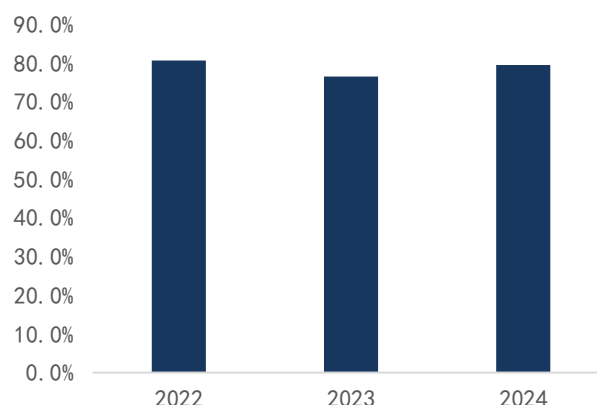
图36：2020-2024 年公司代加盟商收取的预付卡款项



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：代加盟商收取的预付卡款项指预付卡中预付但未消费的款项

图37：2022-2024 年公司预付卡消化率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外公司还在积极尝试新的销售模式，2021年5月，公司上线生鲜业务，并在河南市场进行小范围试运营，自依托河南省内1100多家线下门店开展社区拼团，为当地9300万。2024年9月推出“i锅圈”数字化即时零售项目，项目将聚焦于香格里拉松茸、东北杂粮等全国甚至世界闻名的地标性食材，依托公司成熟的数字化食材供应链网络，打通产地、直播电商内容生产者、仓配网络的全产业链路，以门店为前置仓，实现线上内容营销，线下三小时内即时店配的即时零售业态。

图38：公司发布即时零售战略



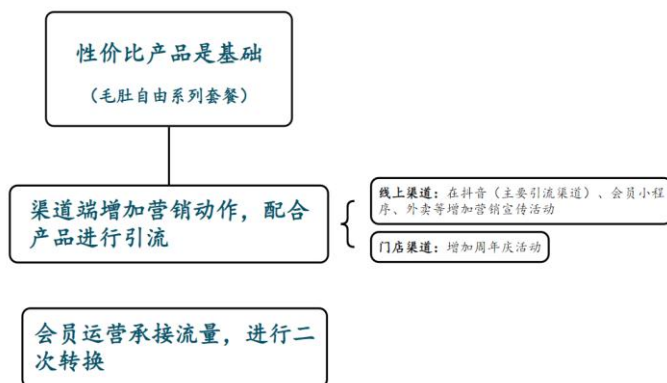
数据来源：各公司公告、各公司官网，东吴证券研究所

3. 未来空间：单店营收向上和门店扩张双轮驱动

3.1. 单店修复已有成效，后续亦有发力点

在单店营收方面，从2024年6月开始公司在新品、营销、会员运营上都做出了一系列动作。具体来看：1) 产品上推出性价比套餐+品类扩宽，比如公司推出99元素毛肚套餐（包含11荤+3素+主食和底料），产品性价比凸显；此外增加烧烤、冰品、冷饮等产品扩宽品类矩阵。2) 线上渠道加大抖音平台的投流，引入年轻团队优化直播、达播内容，提升线上曝光率。今年还继续推出“抖音满天星计划”，要求加盟商每日发布短视频并放上套餐链接。3) 线下方面加强周年庆活动，安排工作人员组织门店的开业或者周年庆活动，增加线下人流。4) 公司性价比套餐为基础，配合线上抖音和门店活动吸引人流，同时引导店员将到店客户转换为私域会员，通过会员充值、积分兑换等活动提升用户粘性，利用私域流量进行二次转化。

图39：公司提振单店营收的具体措施



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

从结果来看，5月底开始推出的“99元毛肚自由火锅套餐”通过抖音等线上渠道引流，全年累计销售额超过5亿元，成为2024年的现象级单品。在会员管理方面，一方面公司通过套餐券强制到店消费的场景，现场引导顾客注册会员，2024年新增会员超1300万，2025年以来仍在持续增加。另一方面推出会员专属权益，比如会员商城折扣、每周二会员日（如满减券、限量爆品）等来增强会员粘性；另外通过储值优惠、积分兑换等机制，推动普通会员向储蓄会员转化。目前会员的客单价明显高于非会员，且2024年会员年均复购率从2.4次提升至3次。

图40：公司2024年抖音渠道表现亮眼



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以上一系列动作带动公司的单店营收2024年6月就实现了转正，2024H2公司加盟门店单店营收实现3.6%的同比增长。2025年1-4月来看公司同店营收依旧实现正增长，往后展望，我们认为公司在单店营收的改善还有延续性：

1) 在产品推新方面，公司在毛肚套餐上积累了大单品运作的经验，进入2025年推

新节奏进一步加快，公司已经陆续推出牛排套餐、烧烤集装箱套餐和小龙虾套餐。其中牛排套餐是公司向西餐消费场景拓展的尝试，烧烤、小龙虾主要是配合时节推出消费者偏好的产品，用公司的供应链优势打造性价比产品，再配合消费趋势，有望再打造大单品效应。

2) 在门店业态方面，公司 2025 年会在省会城市增加无人零售的售点，进一步拉长营业时段，延展到夜宵场景。从 2025 年 2 月份开始，公司已经完成了几百家门店的无人零售销售模式的改造，以上门店都实现了同店营收的增长。预计在 2025 年 8 月底可以完成 2000-3000 家省会城市门店的调改。

表10：公司配合消费时节持续推出套餐

套餐系列	推出时间	定价	内容物
毛肚套餐	2024 年 5 月下旬	99 元	包含 700g 毛肚（黑千层、白千层、巴适黑毛肚、大叶片毛肚）、11 荤 3 素、底料主食和 4 油碟
酸菜鱼套餐	2024 年 9 月	99 元	包含 4 份鱼片（鲶鱼、黑鱼等）、10 种配菜、1 份主食，五种火锅汤底可选
烧烤集装箱套餐	2025 年 2 月	119 元	41 串烧烤（5 种口味）+2 凉菜+1 小龙虾+1 淄博小饼+2 调料+1 精酿+1 番茄汁或山楂汁
家庭牛排套餐	2025 年 3 月	119 元	5 大经典牛排部位肉（眼肉、西冷、上脑、嫩肩、板腱）+5 份意面+10 份酱料
儿童牛排套餐	2025 年 3 月	99 元	5 份儿童牛排（嫩肩、板腱，经手工捶打嫩化，果蔬汁腌制+5 份意面+10 份蘸料+4 瓶乳酸菌
小龙虾套餐	2025 年 5 月	127 元	4 盒小龙虾（650g/盒）配火锅面霸

数据来源：锅圈食汇公众号及小程序，东吴证券研究所

图41：公司继续上新套餐组合



数据来源：锅圈食汇小程序，东吴证券研究所

图42：公司尝试无人零售店型增加营业时长



数据来源：冷冻食品，东吴证券研究所

3.2. 计划 5 年再增万家门店，乡镇店型是重头戏

在开店策略上面，2025 年公司在万家门店的基础上提出 5 年再开 1 万家门店的规划，从结构上来看新开门店会更加侧重下沉市场的乡镇门店。

一方面公司经过 8 年的沉淀，目前的供应链、物流体系、定价策略都支撑公司去发展乡镇市场，而大部分同行目前还不具备下沉到乡镇的能力；另一方面公司过去 1-2 年在乡镇市场也做了新的探索，目前来看效果不错。

公司对乡镇市场的改造包括：1) 增加陈列面积，从 60-70 平米扩至 80-90 平米，选址也更加倾向于人流量较大的核心地段；2) 在此基础上将 SKU 从 400 个增至 700 个，新增雪糕、面点、包子馄饨等高频、低客单价品类，更加匹配乡镇消费者的需求。我们认为核心在于乡镇市场的租金成本较低，新增面积带来的成本低于其带来的收益，其次导入更多匹配下沉市场的品类。

从效果来看，现在乡镇门店的单店销售额可以从 50 万元提升至 70-80 万元，而且虽然乡镇市场的营业额较低，但是租金、人工成本也更低，目前看来乡镇加盟店的净利润和投资回报期都好于高线市场。

表11：公司不同城市线级的单店模型

	一线+省会	三线+四线	县城	乡镇	整体平均水平
营业额	150-200 万元	~150 万元	100-120 万元	60-80 万元	100 万元
毛利率	42%	~40%	~35%	32%	34-35%
净利润	12-20 万元	12-20 万元	10-12 万元	8-10 万元	10 万元
净利率	不到 10%	~10%	~10%	10%+	~10%
初始投资额	25-30 万元	25-30 万元	20-25 万元	17-20 万元	21 万元
回本周期	2 年半左右	2 年半左右	2 年左右	1 年半-2 年	2 年左右

数据来源：渠道调研、公司调研，东吴证券研究所

从增量空间来看，公司目前有 2000 家左右的乡镇门店，根据卫计委数据，2020 年我国共有 3 万个乡镇，空间还相对广阔。其次公司在乡镇市场同类竞争对手较少，而且乡镇市场合适的选址有限，较早占位者有一定先发优势。

4. 盈利预测与投资建议

营收预测：公司核心业务是销售予加盟商的收入，进一步拆分主要影响因素是门店数量和单店营收：1) 门店数量方面预计 2025/2026/2027 年分别净增 1000/1500/1500 家，公司提出未来 5 年新增万家门店的规划，2025 年处于进一步夯实基础的阶段，2026、2027 年会进一步加速；2) 单店营收方面，2025 年在 2024H1 的低基数下预计还有明显的同比增长，2026-2027 年增速预计会线性放缓。预计销售予加盟商的业务 2025-2027 年分别同比增长 12.2%/14.6%/13.0%。其他业务预计维持双位数的增长，整体来看公司 2025-2027 年营收增速分别为 12.6%/14.6%/13.2%。

利润预测：1) 毛利率方面，公司预计还会持续推出性价比产品，配合公司自产比例提升，预计整体实现维稳。2) 费用率方面整体随着规模效应逐步下降。3) 综合来看，

预计 2025-2027 年销售净利率分别为 4.7%/5.0%/5.5%。

图43：盈利预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产品销售	5,941	6,312	7,109	8,152	9,234
yoy	-15.8%	6.3%	12.6%	14.7%	13.3%
其中：销售予加盟商	5,366	5,445	6,112	7,005	7,915
yoy	-17.2%	1.5%	12.2%	14.6%	13.0%
其中：其他销售渠道	575	867	997	1,147	1,319
yoy	-1.2%	50.8%	15.0%	15.0%	15.0%
综合指导服务	154	158	173	191	210
yoy	33.9%	2.6%	10.0%	10.0%	10.0%
营收合计	6,100	6,470	7,283	8,342	9,443
yoy	-15.1%	6.1%	12.6%	14.6%	13.2%
门店数量	10307	10150	11155	12660	14165
yoy	11.8%	-1.5%	9.9%	13.5%	11.9%
加盟门店单店营收	55.0	53.3	54.9	55.4	56.0
yoy	-31.7%	-3.1%	3.0%	1.0%	1.0%
毛利率	22.2%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
销售费用率	9.5%	10.3%	10.0%	9.8%	9.5%
管理费用率	8.2%	7.0%	6.0%	5.8%	5.5%
净利率	4.3%	3.7%	4.7%	5.0%	5.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

可比公司估值情况：公司处于餐食类连锁赛道。可比公司包括绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、味知香等餐食类连锁企业，以及万辰集团、蜜雪集团等食品饮料类连锁企业。和同行相比公司估值低于行业平均水平。公司目前处于同店显著改善，开店速度提升的阶段，而且开店空间尚未饱和，成长性较优，我们认为公司估值应当高于行业平均水平。

投资建议：我们认为公司成长性优秀，估值有上升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：可比公司估值情况

股票代码	公司	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603517.SH	绝味食品	16.63	0.8	0.94	1.06	20.67	17.63	15.72
1458.HK	周黑鸭	2.39	0.04	0.07	0.08	37.43	36.54	31.07
603057.SH	紫燕食品	21.14	0.74	0.85	0.98	28.71	24.95	21.57
605089.SH	味知香	24.08	0.9	1.12	0.98	26.8	21.48	24.59
300972.SZ	万辰集团	192.06	4.66	6.38	8.05	41.18	30.1	23.86
2097.HK	蜜雪集团	520.12	13.78	16.01	18.69	37.75	32.49	27.81
PE 平均值						32.09	27.20	24.10
2517.HK	锅圈	2.93	0.12	0.15	0.18	24.48	20.08	16.27

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：收盘价时间为 2025 年 6 月 5 日；可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。以上均为人民币单位，参考 2025 年 6 月 5 日汇率，1 元港币=0.9157 元人民币。

5. 风险提示

食品安全问题：若发生食品安全问题，将会给公司声誉带来十分恶劣的影响，进而严重影响公司的生产经营活动。

原材料价格波动风险：公司大部分原材料系大宗原料，囤货和锁价范围有限，若成本波动较大，可能影响公司的盈利水平。

居民消费力复苏不及预期：如果居民消费力复苏较弱，可能会影响消费意愿、消费频率等。

加盟门店管理风险：公司以加盟门店为主，实际门店运营者为加盟商及其员工，若存在管理不当、监督不严的问题，可能影响公司在消费者中的形象，损害公司利益。

锅圈三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,268.45	3,523.34	4,113.25	4,808.74	营业总收入	6,469.81	7,282.62	8,342.25	9,443.29
现金及现金等价物	1,325.77	1,821.93	2,682.92	2,707.60	营业成本	5,053.06	5,680.44	6,506.95	7,365.77
应收账款及票据	233.80	121.38	139.04	157.39	销售费用	664.19	728.26	817.54	897.11
存货	691.83	788.95	903.74	1,023.02	管理费用	454.28	436.96	483.85	519.38
其他流动资产	1,017.05	791.08	387.55	920.72	研发费用	12.38	7.28	8.34	9.44
非流动资产	1,483.03	1,534.85	1,587.43	1,640.71	其他费用	1.24	0.73	0.83	0.94
固定资产	493.77	491.89	490.20	488.68	经营利润	297.04	428.95	524.73	650.64
商誉及无形资产	226.01	214.71	203.97	193.77	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	301.63	301.63	301.63	301.63	利息支出	4.42	1.39	1.39	1.39
其他长期投资	245.74	295.74	345.74	395.74	其他收益	26.93	29.13	33.37	37.77
其他非流动资产	215.89	230.89	245.89	260.89	利润总额	319.55	456.69	556.71	687.03
资产总计	4,751.48	5,058.19	5,700.67	6,449.45	所得税	78.31	114.17	139.18	171.76
流动负债	1,404.36	1,567.37	1,786.18	2,013.55	净利润	241.24	342.51	417.53	515.27
短期借款	63.51	63.51	63.51	63.51	少数股东损益	10.68	13.70	16.70	20.61
应付账款及票据	647.06	710.06	813.37	920.72	归属母公司净利润	230.56	328.81	400.83	494.66
其他	693.80	793.81	909.30	1,029.32	EBIT	323.97	458.08	558.10	688.42
非流动负债	82.30	82.30	82.30	82.30	EBITDA	409.91	521.25	620.52	750.13
长期借款	4.00	4.00	4.00	4.00					
其他	78.30	78.30	78.30	78.30					
负债合计	1,486.66	1,649.67	1,868.48	2,095.85					
股本	2,747.36	2,747.36	2,747.36	2,747.36	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	120.45	134.15	150.85	171.46	每股收益(元)	0.08	0.12	0.15	0.18
归属母公司股东权益	3,144.37	3,274.37	3,681.34	4,182.14	每股净资产(元)	1.14	1.19	1.34	1.52
负债和股东权益	4,751.48	5,058.19	5,700.67	6,449.45	发行在外股份(百万股)	2,747.36	2,747.36	2,747.36	2,747.36
					ROIC(%)	7.20	10.09	11.35	12.41
					ROE(%)	7.33	10.04	10.89	11.83
					毛利率(%)	21.90	22.00	22.00	22.00
					销售净利率(%)	3.56	4.52	4.80	5.24
					资产负债率(%)	31.29	32.61	32.78	32.50
					收入增长率(%)	6.07	12.56	14.55	13.20
					净利润增长率(%)	(3.79)	42.62	21.90	23.41
					P/E	34.92	24.48	20.08	16.27
					P/B	2.56	2.46	2.19	1.92
					EV/EBITDA	8.84	12.08	8.76	7.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年6月6日的0.9157,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>