

锅圈(02517)

报告日期: 2025 年 07 月 22 日

社区央厨驱动下沉万店，领航千亿在家餐食赛道

——锅圈食品深度报告

投资要点

□ 中国领先的一站式在家吃饭餐食品牌，门店扩张带动高质量增长

锅圈是一家聚焦家庭场景的在家吃饭餐食产品品牌，产品涵盖即食、即烹、即配等多个品类。截至 2024 年，锅圈门店总数达 10150 家，成为中国门店数量最多的在家餐食品牌。2020-2024 年，锅圈营收由 29.6 亿元增长至 64.7 亿元，CAGR 约为 21.5%。与此同时，公司通过优化成本结构实现较优的盈利能力，2022-2024 年公司平均毛利率/净利率/ROE 约 20.5%/3.6%/7.8%。

□ 长期空间达千亿级别+双位数增速，在家吃饭餐食产品市场空间仍辽阔

2023 年市场规模 5000+亿元，2027 年有望突破 9000+亿元。中国在家吃饭餐食产品市场增长迅猛。2023 年市场规模约为 5400 亿元；根据弗若斯特沙利文，预计到 2027 年将突破 9400 亿元，CAGR 约 20.7%。对比同期整体餐饮行业 CAGR 为 9.7%，该赛道成长性显著领先。标准化产品渗透率提升空间大，预制食品占比有望在由 5.6%升至 15.0%。标准化预制食品在家庭烹饪中的渗透率从 5.6%起步，预计 2028 年将达到 15.0%，CAGR 达 20.7%；相应地，新鲜食材在家烹饪的占比将从 86.0%下降至 67.9%。即配、即烹等标准化产品在便捷性与品控方面具备替代优势，未来提升空间大。下沉市场缺口明显，低线城市零售供给薄弱。相比一二线区域，低线城市传统零售体系仍以夫妻老婆店、菜市场为主，标准化食材供给与品牌渗透不足。组合化、场景化趋势明显，行业进入结构重塑阶段。消费者决策路径由单品采购向“主食+配菜+调料+饮品”组合转变，在家餐食产品正从品类导向走向解决方案导向。主流玩家通过套餐打包、品牌联名、冷链直达等手段，重构家庭饮食消费场景。

□ “高密度门店+标准化供给+平台型组织”的一体化经营模型，在行业内建立显著先发优势

门店网络广泛，三至五线城市占比超 51%。截至 2024 年，锅圈门店覆盖 277 座城市，其中低线城市占比超过 51%，下沉能力领先行业，渠道可及性强。平台型加盟体系高效复制，超 99.5%为加盟门店。锅圈门店以加盟为主，占比达 99%以上，通过“零加盟费+总部供货”模式提升复制效率，增强经营稳定性。六大工厂+18 个数字化中央仓库，打造稳定可控的柔性供应链。锅圈在肉制品、汤底、配料等品类布局“单品单厂”，并配套区域仓配网络，强化供给稳定性与成本控制，构建起“高频供给+快速履约”的经营闭环，强化规模优势。

□ 盈利预测与估值

锅圈是一家全国领先的一站式在家吃饭餐食品牌，我们预计 2025-2027 年锅圈归母净利润将达到 2.8/3.6/4.0 亿元，对应 PE 为 37x/28x/25x。考虑到锅圈门店密度领先、加盟可复制性强、供应链一体化优势明确，我们认为公司可享估值溢价，首次覆盖，我们给予锅圈“增持”评级。

□ 风险提示

食品安全风险；加盟商合规风险；宏观经济波动风险；供应链整合与成本控制风险。

投资评级：增持(首次)

分析师：钟烨晨

执业证书号：S1230523060004

zhongyechen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$3.53
总市值(百万港元)	9670.71
总股本(百万股)	2747.36

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6470	7483	8339	9308
(+/-)(%)	6%	16%	11%	12%
归母净利润	231	276	362	404
(+/-)(%)	-4%	20%	31%	12%
每股收益(元)	0.08	0.10	0.13	0.15
P/E	23	37	28	25

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司介绍：在家吃饭领航者，业务稳固多元布局	5
1.1 公司概况：以多样化产品与广泛门店网络，引领在家美食消费新趋势	5
1.2 公司历史：以精准战略与创新模式引领在家吃饭市场	5
1.3 经营情况：2022 年扭亏为盈，盈利能力持续提升，费用结构优化显著	5
1.4 管理团队：多元专业背景与人性化管理赋能稳健前行	8
1.5 股权结构：创始人控股与战略收购的双重赋能	9
2 行业情况：在家吃饭餐食产品高速扩容，标准化+多元场景驱动结构性成长	11
2.1 行业规模：在家吃饭餐食产品高增长跑赢大盘，成为餐饮消费结构升级的重要受益者	11
2.2 行业格局：行业仍高度分散，头部集中度提升空间大，渠道密度与履约能力成为关键壁垒	12
2.2.1 “成本回落+组织升级”双轮驱动，供应链整合能力成企业盈利核心变量	12
2.2.2 竞争焦点转移：谁能整合产品、渠道与供应链，谁就赢得未来	13
2.2.3 在家吃饭餐食产品行业趋势：套餐化、渠道融合和供应链纵深构成行业核心演进方向	15
2.4 在家吃饭餐食产品行业竞争优势：结构性成长与多维壁垒兼具	16
3 公司优势：供给侧整合、渠道协同与加盟体系三轮驱动，构建高效可复制的增长模型	17
3.1 供给端：从品类创新到产能协同，构建高韧性供给能力	17
3.2 销售端：多层级渠道布局与私域运营共振，构筑销售端优势闭环	19
3.3 加盟商：网络复制效率高，助力构建可持续盈利模式	21
3.3.1 轻资产加盟模式降低门槛，驱动持续扩张	21
3.3.2 成熟门店贡献稳定，模型具备采购成长弹性	22
3.3.3 标准化体系与总部赋能保障盈利模型复制	23
4 盈利预测与估值	25
4.1 营业收入预测	25
4.2 毛利预测	25
4.3 估值	26
5 风险提示	27

图表目录

图 1: 锅圈 2020-2024 年营业收入 (百万元)	6
图 2: 锅圈销售餐产品及相关产品营业收入 (百万元) 及增速 (%)	6
图 3: 锅圈综合指导服务营业收入 (百万元) 及增速 (%)	7
图 4: 锅圈净利润、核心净利润 (百万元) 及净利润率、核心净利润率 (%) 情况	7
图 5: 锅圈毛利 (百万元) 和毛利率 (%) 情况	8
图 6: 锅圈毛利 (百万元) 和毛利率 (%) 情况	8
图 7: 2024 年股权结构	10
图 8: 2018-2028E 中国餐饮市场规模 (十亿元)	11
图 9: 按类别划分 2019-2028E 中国在家吃饭市场规模 (十亿元)	11
图 10: 2018-2027E 中国在家吃饭餐食产品市场规模 (十亿元)	12
图 11: 中国食品及餐饮市场上中下游情况	13
图 12: 2017-2024 年中国的牛肉、羊肉和猪肉平均批发价 (元每公斤)	13
图 13: 2022 年中国在家吃饭餐食产品零售市场中的排名、零售额及市场份额情况 (%)	14
图 14: 2022 年中国按自有品牌在家吃饭餐食产品零售额 (亿元)	14
图 15: 2022 年按线下零售门店数量计的中国五大在家吃饭餐食产品供应商 (家)	15
图 16: 2020-2024 年按类别划分的来自产品销售的收入 (百万元)	17
图 17: 2020-2024 年新增 SKU (个)	18
图 18: 99 元毛肚自由火锅套餐抖音广告	19
图 19: 2022-2024 年会员数量 (百万名) 及预存卡预付金额 (亿元)	20
图 20: 2020-2024 年各线城市数量 (家)	21
图 21: 截至 2024 年各线城市分布情况	21
图 22: 2024-2029 年各线城市门店数量预测 (家)	21
图 23: 2020-2024 年加盟店和自营门店数量 (家)	22
图 24: 2020-2023 年 4 月按开设年度划分的向加盟店出售产品的收入明细 (百万元)	23
图 25: 2020-2023 年 4 月按开设时间划分的向加盟店平均收入贡献 (千元)	23
图 26: 锅圈外部店型展示	24
图 27: 锅圈内部店型展示	24
图 28: 锅圈加盟流程	24
表 1: 锅圈管理层介绍	5
表 2: 锅圈管理层介绍	9
表 3: 在家吃饭餐食产品类别	12
表 4: 锅圈六大自有工厂	18
表 5: 锅圈各业务板块营收预测 (百万元)	25
表 6: 锅圈费用及利润预测 (百万元)	26
表 7: 锅圈可比公司估值	26
表附录: 三大报表预测值	28

1 公司介绍：在家吃饭领航者，业务稳固多元布局

1.1 公司概况：以多样化产品与广泛门店网络，引领在家美食消费新趋势

锅圈食品(上海)股份有限公司（简称锅圈）是中国领先一站式在家吃饭餐食产品品牌，提供即食、即热、即煮和即配食材，并专注于在家火锅和烧烤产品。凭借精心策划的产品组合和广泛的社区商店网络，锅圈为消费者提供产品，使他们能够在家中享用方便、实惠及美味的餐点。2024 年，消费者对于日常消费变得更加理性和谨慎。锅圈主动把握住消费趋势的变化，通过优化产品组合，提升门店运营管理和经营能力，拥抱线上渠道等多方位举措，形成了全方位的即时零售门店网络，门店数量截至 2024 年 12 月 31 日为 10150 家门店，零售门店网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市。

1.2 公司历史：以精准战略与创新模式引领在家吃饭市场

锅圈在多年的发展中已构建起覆盖全国的社区门店网络，并通过强大的供应链管理能力，形成了一站式在家吃饭餐食产品的品牌优势。历经数年发展，已在家吃饭餐食产品市场占据领先地位。回顾锅圈的历史，可以将其发展划分为以下几个关键阶段：

1) 2015-2020 年：品牌创立与初步扩张。2019 年，锅圈食汇品牌正式创立，专注于在家火锅和烧烤产品，以“好吃不贵”的定位迅速打开市场。2020 年，公司开始建立广泛的社区门店网络，同年门店数量突破 1441 家，初步奠定了其在家火锅烧烤市场的品牌基础。

2) 2021-2022 年：供应链完善与市场深耕。2021 年，锅圈收购和一工厂、丸来九去工厂和澄明工厂，战略投资逮虾记，加强了对主要产品的生产和供应控制。同时，公司通过持续优化产品组合，推出高毛利率产品如火锅类别的巴适黑毛肚，显著提升了品牌知名度和市场占有率。2022 年，公司门店数量增长至 9221 家，全年收入达到 71.73 亿元人民币，成为行业龙头。

3) 2023 年至今：社区门店网络深化与品牌提升。2023 年，锅圈继续深化门店网络，全国门店数量已达 10307 家，并进一步扩展至更多城市及乡村地区。公司通过数字化管理增强运营效率，推出新产品线如“一人食”，满足多样化消费需求。

表 1：锅圈管理层介绍

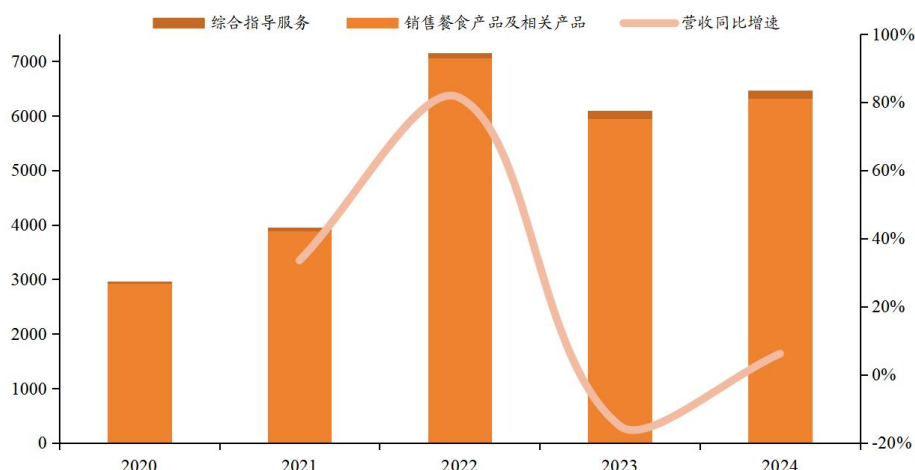
时间	事件
2015	河南锅圈供应链管理有限公司在中国成立，后来成为锅圈的附属公司。
2017	1 月，锅圈的第一家零售店于河南省郑州市开业。
2018	1 月，锅圈扩展零售店网络至逾 100 家门店。
2019	1 月，锅圈扩展零售店网络至逾 500 家门店；7 月，锅圈的前身锅圈供应链（上海）有限公司于中国成立。
2020	6 月，锅圈 APP 上线。
2022	12 月，锅圈的签约门店数量累计突破万家。
2023	锅圈改制为股份公司，更名为锅圈食品（上海）股份有限公司。同年 11 月 2 日，锅圈于香港交易所主板正式挂牌上市。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.3 经营情况：2022 年扭亏为盈，盈利能力持续提升，费用结构优化显著

锅圈在持续扩展业务的过程中实现了稳健的收入增长。2020年至2024年，公司营业收入由29.65亿元提升至64.70亿元，年复合增长率约为21.5%。按销售对象及渠道划分，2024年销售餐食产品及相关产品实现营收63.12亿元，占比达97.6%；综合指导服务收入为1.58亿元，占比为2.4%。主营业务结构稳定，收入增长仍以餐食产品销售为主驱动力。

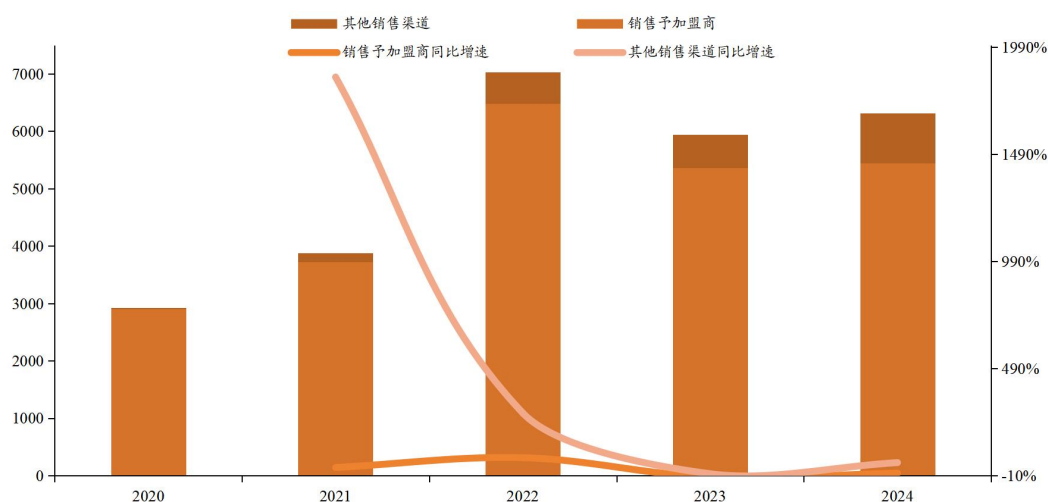
图1：锅圈2020-2024年营业收入（百万元）



资料来源：公司公告、香港交易所，浙商证券研究所

销售餐食产品及相关产品业务整体保持增长态势。2020至2024年收入由29.18亿元增长至63.12亿元，CAGR约为21.3%。2021年同比增长33.0%，2022年增速进一步扩大至81.9%，但2023年因高基数效应出现调整，同比下降15.8%；2024年恢复增长，同比提升6.3%。其中加盟商渠道为主要贡献来源。2020至2022年，销售予加盟商收入由29.1亿元增长至64.8亿元，CAGR为17.0%。但2023年受高基数及渠道调整影响同比下降17.2%，2024年恢复增长，微增1.5%至54.5亿元。其他销售渠道体量虽小但增速显著。2020年仅0.08亿元，2021年起快速放量至1.52亿元，并于2022年达到5.82亿元，2021-2022年分别增长1850.9%与282.1%。2023年基本持平，2024年再度回升，同比增长50.8%至8.67亿元，体现出良好的渠道拓展潜力。

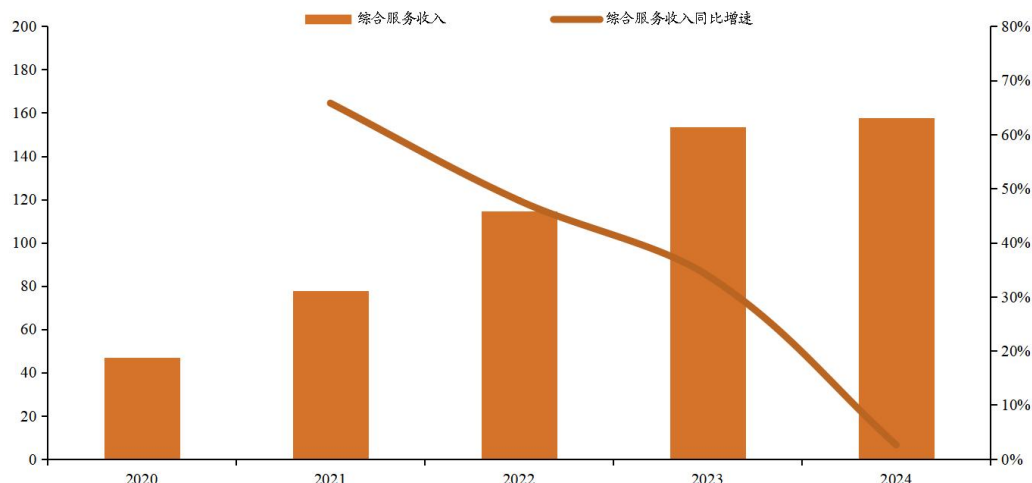
图2：锅圈销售餐产品及相关产品营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：公司公告、香港交易所，浙商证券研究所

综合指导服务收入占比较小，但增速稳定较快。2020至2024年营收从0.47亿元增长至1.58亿元，CAGR约为35.5%。其中，2021至2023年年均增速均在30%以上，2024年虽有所放缓，同比增速仍达2.6%。

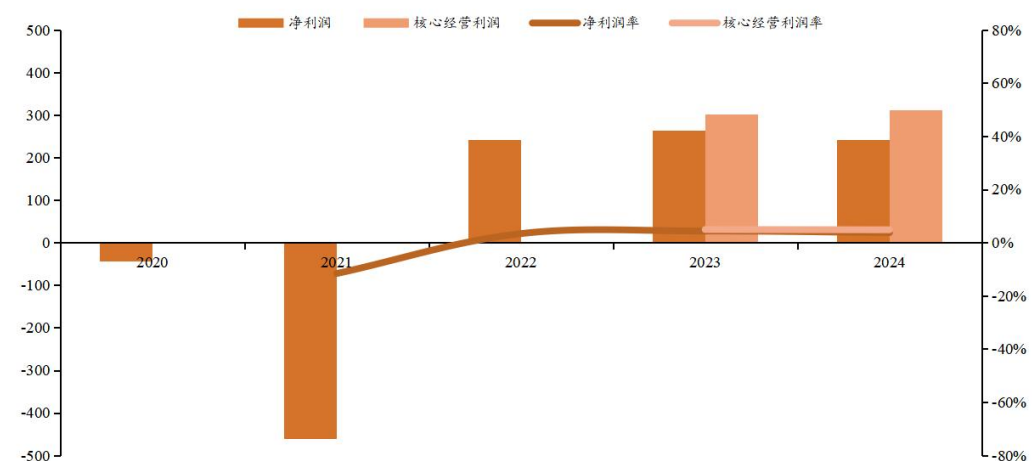
图3：锅圈综合指导服务营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：公司公告、香港交易所，浙商证券研究所

锅圈食品在盈利能力方面实现了显著改善，于2022年扭亏为盈。2020年，公司净利润为-4329万元，2021年亏损扩大至-4.61亿元。2022年成功扭亏为盈，实现净利润2.41亿元，2023年进一步增长至2.63亿元，2024年略微回落至2.41亿元。净利润率方面，2021年为-11.6%，2022年转正至3.4%，2023年提升至4.3%，2024年为3.7%。核心经营利润方面，2023年为3.01亿元，2024年增长至3.11亿元，核心经营利润率分别为4.9%和4.8%，公司在优化成本控制和提升运营效率方面取得了成效。

图4：锅圈净利润、核心净利润（百万元）及净利润率、核心净利润率（%）情况

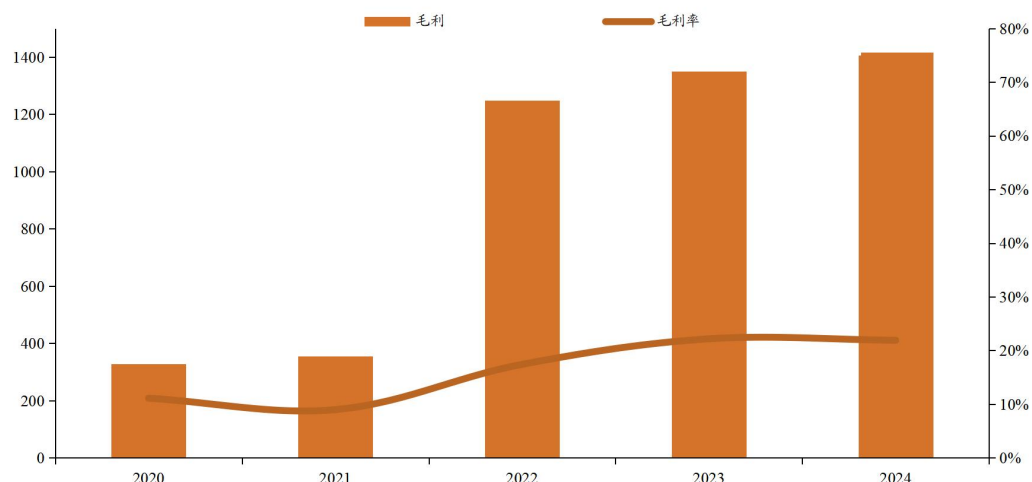


资料来源：公司公告、香港交易所，浙商证券研究所

公司毛利增长迅猛，毛利率表现亮眼。2020年至2024年，公司毛利由3.29亿元上升至14.17亿元，CAGR约44.0%。毛利在2022年实现爆发式增长，同比增长251.5%，随后增长放缓，2023年和2024年分别同比增长8.2%和4.9%。毛利率方面，2020年为11.1%，2021年因成本端压力一度下降至9.0%，但在2022年后显著改善，2022年升至17.4%，

2023 年进一步提升至 22.2%，2024 年略微回落至 21.9%，整体维持在较高水平，显示公司在产品结构优化、规模效应释放和成本控制方面持续取得成效。

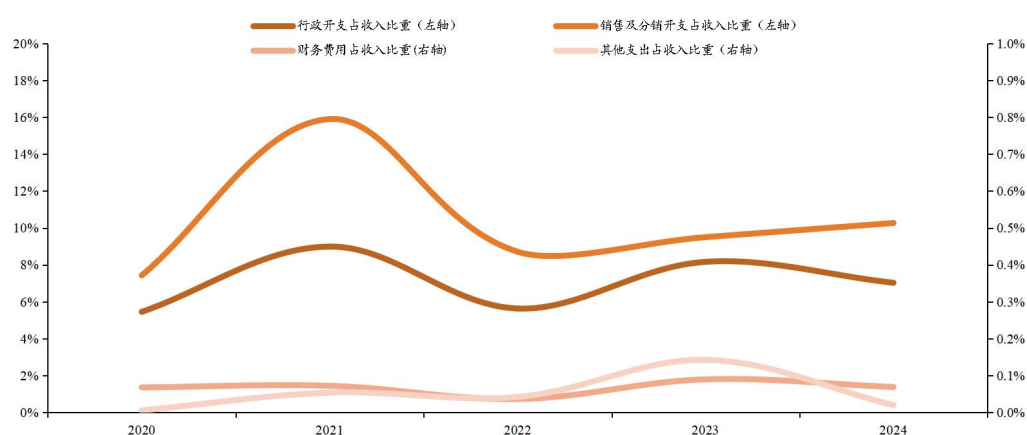
图 5：锅圈毛利（百万元）和毛利率（%）情况



资料来源：公司公告、香港交易所，浙商证券研究所

锅圈食品在费用控制方面展现出一定的优化趋势。2020 年至 2024 年，行政开支从 1.61 亿元增长至 4.54 亿元，期间占收入比重波动较大，2021 年达到 9.0% 的高点，2024 年回落至 7.0%。销售及分销开支方面，2020 年为 2.20 亿元，2021 年大幅增长至 6.29 亿元，随后逐年调整，2024 年为 6.64 亿元，占收入比重为 10.3%。财务费用在整体收入中的占比始终维持在 0.1% 左右，显示出较为稳定的财务成本控制。其他支出在 2020 年至 2024 年间整体占比较小，金额在 147 万元至 8652 万元之间波动，占收入比重始终为 0.1% 或更低。整体来看，锅圈食品在业务扩张的同时，逐步优化费用结构，提升了运营效率。

图 6：锅圈毛利（百万元）和毛利率（%）情况



资料来源：公司公告、香港交易所，浙商证券研究所

1.4 管理团队：多元专业背景与人性化管理赋能稳健前行

锅圈的管理团队包括多年从事餐饮行业的资深专家以及来自不同行业的其他经验丰富管理人员。凭借在餐饮行业的丰富经验及深刻见解，锅圈的创始人兼董事长杨先生战略性地设计了锅圈的整个业务架构，为锅圈的成功作出了巨大贡献。锅圈的业务模式围绕着小

锅圈所能为他人服务。锅圈致力于满足消费者的多样化需求，在确保食品质量及安全的同时提供便捷、愉悦的消费体验。锅圈致力于人才的持续发展，将管理层、员工及加盟商整合到锅圈的培训体系中，促进平等对话与知识共享。截至 2024 年，集团员工总人数为 2119 名，产生的员工福利开支总额为人民币 5.3 亿元。集团致力于为员工提供公平、平等的机会，制定覆盖各级员工的详细职业发展和晋升规划，并定期进行绩效评估。本集团的员工薪资及福利水平参考市场以及个人资历及能力而定，并设立绩效奖金等激励机制。绩效奖金会根据员工个人表现和本集团业务的整体表现评核发放，并嘉许及鼓励为本集团业务作出杰出贡献的员工，整体薪资政策具有竞争力。

表 2：锅圈管理层介绍

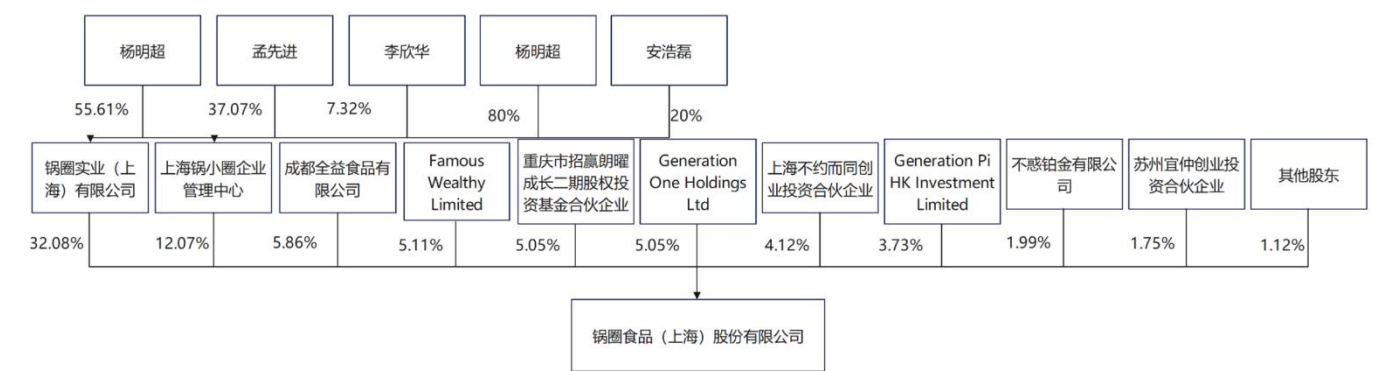
姓名	职务	履历
杨明超	创始人、董事长、执行董事兼首席执行官	杨先生于 2015 年 1 月创立本集团并一直在本集团及若干附属公司任职，包括自 2015 年 1 月起担任河南锅圈供应链管理有限公司董事长；自 2019 年 7 月起担任本公司董事；自 2020 年 6 月起担任上海锅圈食汇商业管理有限公司董事；自 2021 年 8 月起担任鹿邑县和一肉业有限公司董事长；自 2022 年 11 月起担任鹿邑县澄明食品有限公司董事长及自 2024 年 1 月起担任锅圈欢欢食品（湖北）有限公司董事长。
孟先进	联合创始人、执行董事兼常务副总裁	孟先生主要负责本集团的市场开发和门店管理。孟先生于 2015 年 1 月与杨先生共同创立本集团，并一直在本集团及若干附属公司任职，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 月起担任本公司董事。
安浩磊	执行董事兼副总裁	安先生主要负责本集团的线上新销售渠道开拓管理。安先生于 2018 年 7 月加入本集团担任副总裁，且自 2020 年 3 月起担任执行董事兼副总裁。他目前也正在担任本集团数间附属公司的董事。加入本集团前，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。
罗娜	执行董事兼副总裁	罗女士主要负责管理本集团的产品链。自 2017 年 3 月起，罗女士一直在本公司及若干附属公司任职，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 月起于本公司担任产品中心主任；自 2021 年 8 月起担任鹿邑县九来九去食品有限公司、鹿邑县和一肉业有限公司及自 2024 年 1 月起担任锅圈欢欢食品（湖北）有限公司董事。
王晖	首席财务官、董事会秘书及联席公司秘书	王先生主要负责本集团整体财务及管理资本市场相关工作。王先生于 2020 年 9 月加入本集团。加入本集团前，王先生于 2006 年 9 月至 2014 年 8 月在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，王先生在拜耳（中国）有限公司任职。自 2015 年 6 月至 2016 年 8 月，王先生在科思创聚合物（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。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.5 股权结构：创始人控股与战略收购的双重赋能

锅圈食品的股权架构清晰且稳健，由创始人杨明超先生和孟先进先生主导控股。截至 2024 年 12 月 31 日，杨明超先生和孟先进先生通过锅圈实业间接持有公司股份，占公司已发行股份总额的 32.08%。此外，杨明超先生还通过锅小圈企管和锅小圈科技间接持有公司部分 H 股股份，进一步巩固了其在公司的控股地位。2024 年 12 月 24 日，锅圈食品完成了逮虾记 41% 股权的收购，持有逮虾记 51% 的股权，成为锅圈食品的联营公司。此次收购不仅丰富了锅圈食品的产品矩阵，还进一步增强了公司在食材供应链上的控制力。

图 7： 2024 年股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 行业情况：在家吃饭餐食产品高速扩容，标准化+多元场景驱动结构性成长

2.1 行业规模：在家吃饭餐食产品高增长跑赢大盘，成为餐饮消费结构升级的重要受益者

基于城市化程度的提高、生活方式的改变和可支配收入的增加等因素，中国餐饮市场在过去多年快速发展。随着人均每年可支配收入及人均食品支出的稳步上涨，按交易额计，餐饮市场的市场规模由 2018 年的 42716 亿元稳步增长至 2024 年的 55718 亿元，CAGR 为 4.5%。根据国家统计局和灼识咨询，按交易额计，预计中国餐饮市场的市场规模将于 2028 年达到 80787 亿元，自 2024 年的 CAGR 为 9.7%。目前，人们主要以四种方式用餐，即(i)买菜在家做饭，(ii)在餐厅就餐，(iii)使用餐饮配送服务，及(iv)选择在家吃饭餐食产品。

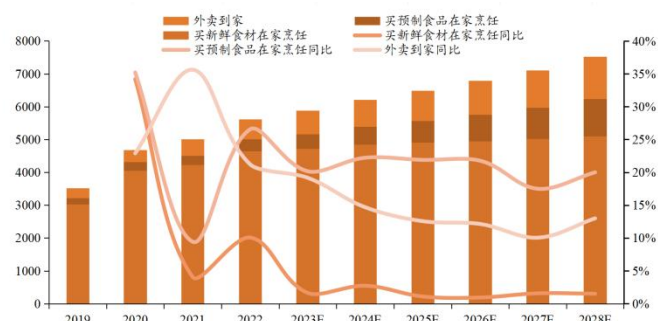
标准化供给渗透加快，预制食品占比将从 5.6% 升至 15.0%。得益于对健康、便利与性价比的综合考量，“在家吃饭”方式快速渗透。2019 至 2024 年，中国“在家吃饭”市场零售额从 3.5 万亿元增长至 6.2 万亿元，CAGR 为 12.0%。其中，标准化预制食品在家庭烹饪中的渗透率从 5.6% 起步，预计 2028 年将达 15.0%，市场规模 2019-2024 年 CAGR 达 20.7%；相应地，新鲜食材在家烹饪的占比将从 86.0% 下降至 67.9%。这一转变反映出标准化餐食解决方案正加速替代传统生鲜供给模式。尽管当前家庭日常食材消费中，传统菜场、生鲜摊位等非标渠道仍占主导，行业整合及品类渗透空间广阔。

图 8：2018-2028E 中国餐饮市场规模（十亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 9：按类别划分 2019-2028E 中国在家吃饭市场规模（十亿元）



资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

在家吃饭餐食产品是该场景中最具结构性成长潜力的子赛道，涵盖即食、即热、即烹与即配等四大类。在家吃饭餐食产品的一个子集包括在家火锅及烧烤产品，指在家用于火锅及烧烤食用的即食食品、即热食品、即烹食品或即配食材。有关产品包括牛羊肉制品、肉丸、海鲜丸/酱、火锅汤底、调味品及烧烤调味料。

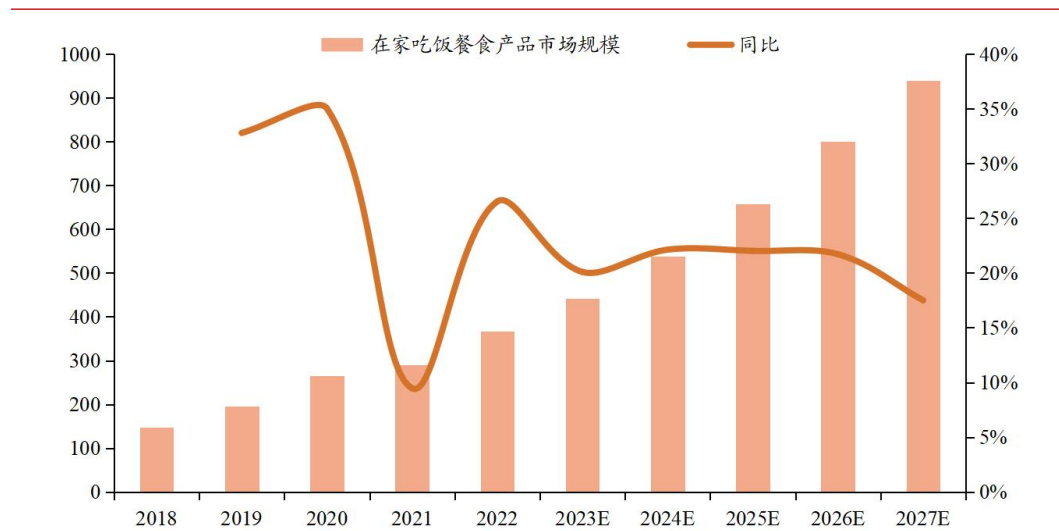
表 3: 在家吃饭餐食产品类别

类别	定义	代表产品
即食食品	预先做好及包装好的食品，无需进一步准备或烹调即可食用。	罐头食品、包装卤制食品、包装好的色拉等。
即热食品	预先做好的食品，食用前只需通过微波炉、烤箱、煮、蒸等方法加热即可。	方便食品、冷冻食品、蒸煮包/调味包等。
即烹食品	预先切割、调味及混合或甚至深加工（即油炸、烧烤）以供烹饪的半成品食材。	方便菜半成品、油炸烧烤类、豆制品等。
即配食材	经过初步加工包括清洗、切割等的烹饪原材料。	切碎的蔬菜、新鲜生肉片和海鲜等。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据沙利文数据，2018-2022 年该市场由 1479 亿元增长至 3,673 亿元，CAGR 为 25.5%；预计 2027 年将达 9400 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 20.7%。在火锅烧烤类食材领域，锅圈等玩家通过标准化套餐与本地化门店组合，推动市场渗透率持续提升。

图 10: 2018-2027E 中国在家吃饭餐食产品市场规模（十亿元）



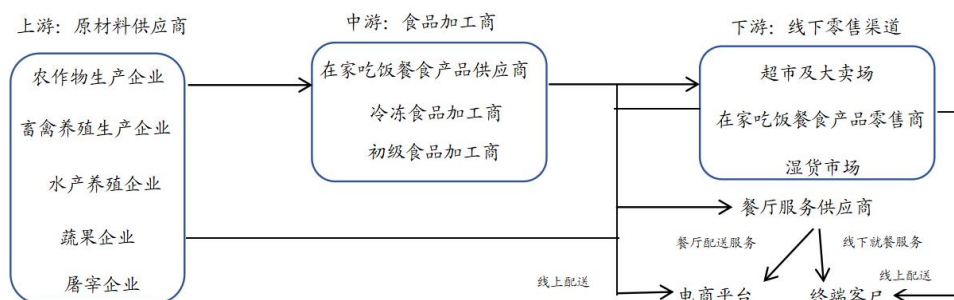
资料来源：弗若斯特沙利文、每日食品，浙商证券研究所

2.2 行业格局：行业仍高度分散，头部集中度提升空间大，渠道密度与履约能力成为关键壁垒

2.2.1 “成本回落+组织升级”双轮驱动，供应链整合能力成企业盈利核心变量

在供应链方面，品牌商正由“贴牌+经销”向“自营+共创”模式转型，以增强对原料采购、加工标准与冷链配送的控制力。例如，锅圈通过自建工厂和产地直采有效降低成本，进一步提升履约效率与终端毛利。

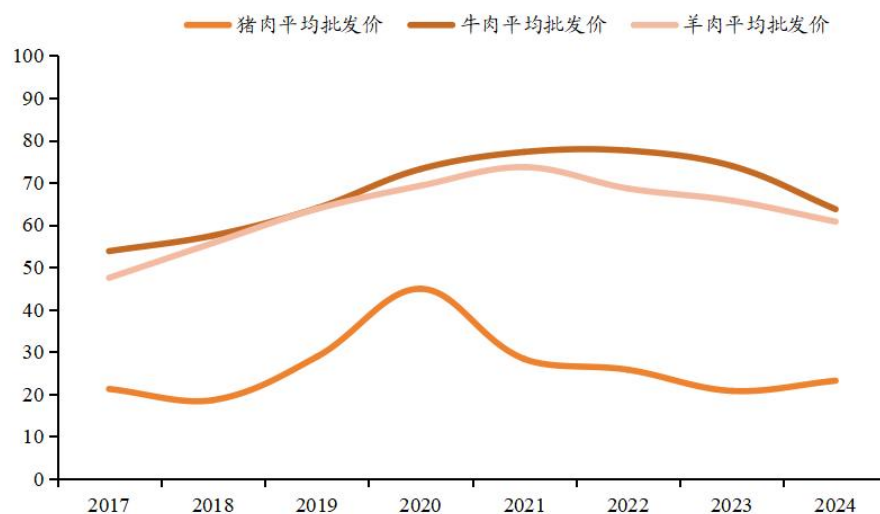
图 11：中国食品及餐饮市场上中下游情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

近年来，在家吃饭餐食产品的原材料价格呈“先升后降”趋势。2020 - 2022 年期间，牛羊肉等主要食材价格处于高位，曾对行业构成明显成本压力；自 2023 年起，受供需恢复与产能修复带动，整体价格持续回落，2024 年已基本回归合理区间。我们认为，原材料价格阶段性回落将有效缓解行业成本压力，尤其有利于具备上游整合能力的企业（如锅圈）强化其价格带优势和毛利空间，为规模化扩张提供支撑。

图 12：2017-2024 年中国的牛肉、羊肉和猪肉平均批发价（元每公斤）



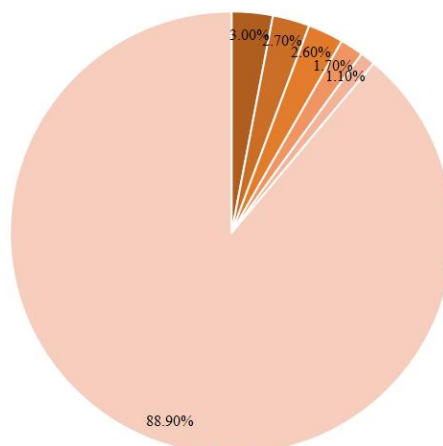
资料来源：WIND，浙商证券研究所

2.2.2 竞争焦点转移：谁能整合产品、渠道与供应链，谁就赢得未来

当前在家吃饭餐食产品行业仍处于高度分散状态，头部集中度有显著提升空间。根据沙利文数据，2022 年全国前五大家吃饭餐食产品零售商合计市占率不足 15%，其中第一名企业市场份额为 3.0%。除锅圈、高鑫零售、沃尔玛外，盒马与永辉超市等企业市占率均低于 2%。从整体零售结构看，长尾品牌与区域商超仍占据近九成市场，行业整合尚处于早期阶段。

图 13：2022 年中国在家吃饭餐食产品零售市场中的排名、零售额及市场份额情况（%）

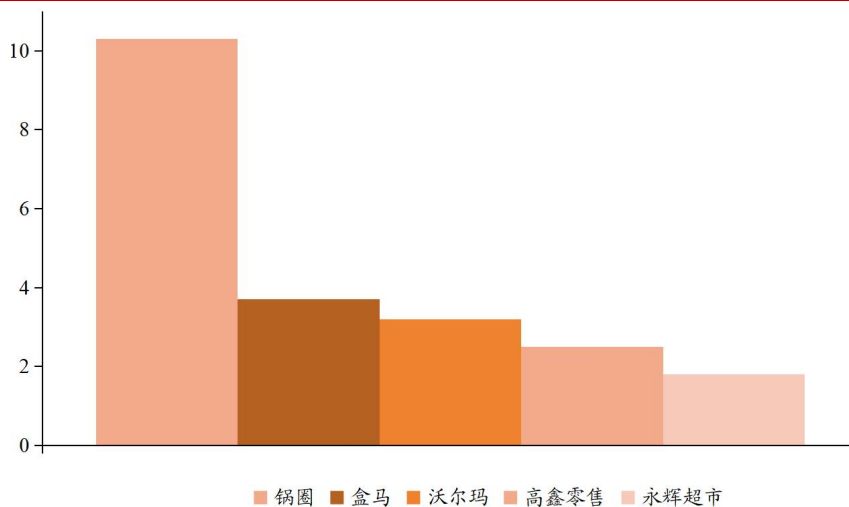
■ 锅圈 ■ 高鑫零售 ■ 沃尔玛 ■ 盒马 ■ 永辉超市 ■ 其他



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

行业竞争正逐步由规模争夺转向能力比拼。一方面，自有品牌渗透率成为衡量产品控制力的重要指标。根据弗若斯特沙利文，头部品牌中，自有品牌销售额领先者已超过 10 亿元，占比远高于同行，体现出产品组合能力和用户黏性优势。

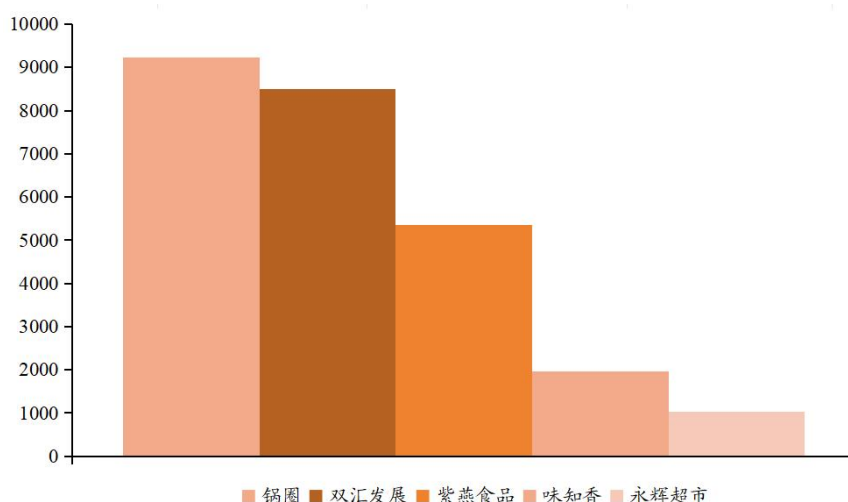
图 14：2022 年中国按自有品牌在家吃饭餐食产品零售额（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

另一方面，线下渠道网络的布局差异正在加速形成结构性分层。截至 2022 年底，锅圈门店数突破 8000 家，反映出线下网络建设正成为行业分层的关键变量。在这一趋势下，具备高密度门店布局与标准化履约体系的企业，在本地化响应、库存周转和用户复购上的优势开始凸显。

图 15： 2022 年按线下零售门店数量计的中国五大在家吃饭餐食产品供应商（家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

与此同时，线上线下渠道融合成为所有参与者的共识。线上端，消费者购物行为日益向社交平台与小程序迁移，抖音、微信小程序等新流量入口显著提升了品牌的用户触达效率；线下端，社区门店则成为高频次、强信任的核心触点。为提升整体履约效率，头部品牌普遍布局“仓店一体”“门店即履约节点”等模式，实现本地即时配送与库存前置，有效协同线上引流与线下转化。

因此，我们认为，在家吃饭餐食产品行业已从初级的规模竞争阶段，迈入以“产品力+渠道协同+供应链效率”为核心的能力型竞争阶段。随着消费结构升级与组织效率重构同步推进，头部企业之间的差距将更多取决于其在品牌塑造、组织响应与全链路控制方面的系统能力。未来具备一体化经营能力的品牌将持续拉开与传统分销型企业的距离，主导行业的整合节奏，未来的竞争将从“谁覆盖得多”转向“谁运营得精”，从“谁先入市场”转向“谁能留住用户”。具备产品开发、渠道协同与供应链组织三位一体能力的品牌将持续强化在整合周期中的竞争地位。

2.2.3 在家吃饭餐食产品行业趋势：套餐化、渠道融合和供应链纵深构成行业核心演进方向

套餐化趋势持续强化。随着消费方式从单品购买转向“场景化、一站式”选购，餐食产品的组织形态逐步从散点 SKU 走向“主食+配菜+调料+饮品”的组合化结构，体现出效率与性价比双重提升。以锅圈推出的“毛肚自由套餐”“户外露营套餐”、盒马的家庭火锅组合为代表，头部品牌已普遍围绕多元场景需求展开套餐化产品体系设计，推动品类融合和客单提升。

渠道融合趋势显著加快。用户触点由传统商超向社交平台、小程序与内容电商转移，线上线下协同能力成为零售效率的关键变量。典型企业如锅圈构建“门店+社群+短视频平台”闭环运营体系，盒马则通过 APP 和即时配送模式提升购物便利性，紫燕食品、叮叮懒人菜等品牌也在探索短链履约与社交场域的深度结合。这表明行业已从“线下主导”转向“全渠道经营”阶段。

下沉市场成为新增主力。低线城市的消费增长源于其对性价比与便捷购买体验的高度敏感，传统渠道难以满足日益增长的标准化、组合化餐食需求。锅圈、乡村基等品牌以高密度门店为载体，将火锅、预制菜产品快速下沉至县镇市场，提升了渠道可及性与履约触达效率。

供应链整合成为核心壁垒。餐食产品的频次高、保质期短、履约半径小，对企业的产地组织、冷链配送及订单响应能力提出更高要求。行业领先者如锅圈、紫燕、沃尔玛等，已通过自建或深度整合的方式提升供应链协同水平，保障标准化供给和本地履约效率；而具备中央厨房、冷链中转能力的企业在服务能力与成本控制方面形成先发优势。

因此，我们认为，当前在家吃饭餐食产品行业正沿着“产品标准化—渠道融合—市场下沉—供应链整合”的路径深化演进。各大企业围绕上述趋势积极布局，体现出该行业正从早期探索向模式成熟过渡，具备持续扩容与集中度提升的现实基础。

2.4 在家吃饭餐食产品行业竞争优势：结构性成长与多维壁垒兼具

在家吃饭餐食产品行业是结构升级背景下的新兴刚需赛道，兼具高成长性与高消费粘性，具备持续渗透与整合能力。其标准化属性利于扩张、供应链一体化利于成本控制、多场景适应性利于粘性提升。

首先，从增长趋势来看，该行业顺应了健康饮食、效率提升和个性化消费的综合诉求，成为“堂食+外卖”之外的新主流用餐方式。根据沙利文数据显示，2018年至2024年间在家吃饭餐食产品市场规模从1479亿元增长至5387亿元，年复合增长率达24.0%，远超同期整体餐饮行业的4.5%。预计至2027年市场规模将突破9400亿元，未来几年仍将保持约20%的年均增速，展现出强劲的成长动能。

其次，该行业具有高频刚需属性，天然贴合家庭、办公、一人食及户外等多样化用餐场景，随着露营、宅家娱乐等新生活方式兴起，产品消费黏性与渗透率持续提升。同时，与传统中餐“重人力、轻标准”的结构相比，在家吃饭餐食产品多为即食、即热、即烹及即配形态，标准化程度更高，便于规模化生产、运输及储存，使得企业更易实现成本控制与毛利优化。

在渠道端，行业呈现出线下社区门店与线上平台并行融合的趋势，主流供应商普遍通过自营APP、微信小程序、抖音、美团等平台布局线上销售通路，实现更高效的用户触达与订单转化。渠道协同的深化，不仅推动用户体验升级，也增强了品牌势能与运营韧性。

此外，伴随食品工业化与冷链基础设施的完善，头部企业纷纷向上游延伸，通过自建或投资工厂、整合原料供应商，逐步掌握关键原料来源与品质控制权。这种供应链整合趋势，有助于保障食品安全、提高履约效率、压缩中间成本，并在激烈竞争中形成较强的规模壁垒与价格优势。

因此，我们认为，中国在家吃饭餐食产品行业所具备的高成长性、强消费粘性、渠道融合性与供应链可控性，使该行业成为当下餐饮食品赛道中最具战略价值和发展前景的细分领域之一。

3 公司优势：供给侧整合、渠道协同与加盟体系三轮驱动，构建高效可复制的增长模型

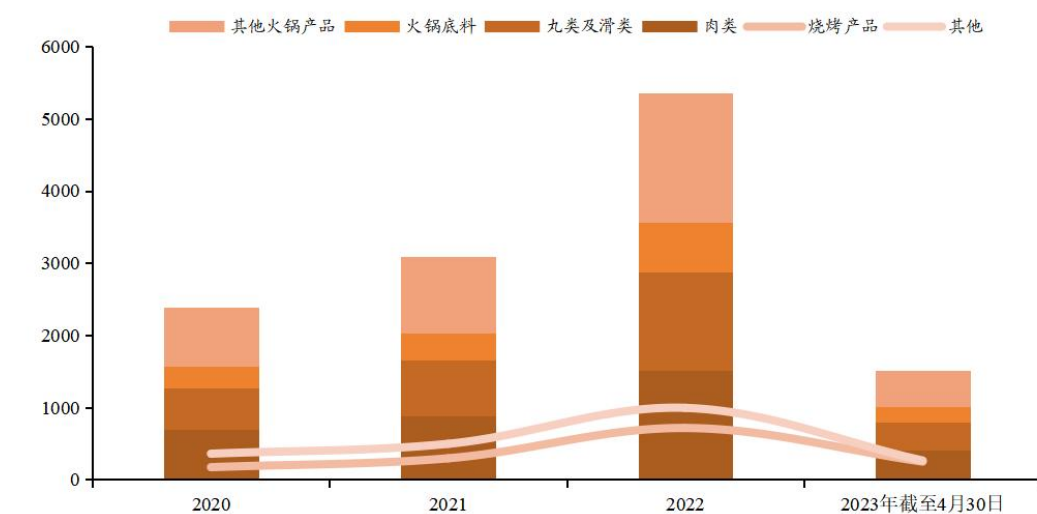
锅圈通过“运营能力提升+门店模型优化+多层级市场布局”的多维策略，不仅强化了渠道掌控力，也增强了加盟商盈利模型的可复制性。配合上游产能布局与中游数智化流通体系，锅圈已逐步建立起从产地到餐桌的完整供应链闭环，形成了稳定且高效的运营体系，为其“社区央厨”战略提供了有力支撑，并进一步巩固了公司在在家餐食赛道的核心竞争优势。借助品类能力、渠道广度及运营韧性的协同发力，锅圈已构建起难以复制的差异化壁垒，持续释放“高质价比、好吃方便不贵”的品牌价值。

3.1 供给端：从品类创新到产能协同，构建高韧性供给能力

凭借深刻的消费者洞察力及研发努力，锅圈通过与供应商及研发中心紧密合作，不断丰富产品组合，以满足不断变化的消费者需求及偏好。锅圈在产品开发方面，采用客户导向及 C2F 方案。根据锅圈定期的消费者调查、消费者反馈及市场趋势分析，锅圈不时推出新产品及升级现有产品。锅圈致力于开发带有「锅圈食汇」标志的自有品牌产品。作为中国领先的一站式在家吃饭餐食产品品牌，锅圈具备把握中国在家吃饭餐食产品市场巨大增长潜力的能力。锅圈提供好吃方便还不贵的在家吃饭餐食产品，以优质食材为基础，具有创造新产品及多样化产品的巨大潜力，满足不同的用餐场景。

锅圈的产品组合包括八大类别，涵盖火锅产品、烧烤产品、饮品、一人食、即烹餐包、生鲜、西餐及零食。截至 2023 年 4 月 30 日，合共 710 个 SKU。锅圈全国范围内销售的 SKU 中有约 95% 为锅圈的锅圈食汇自有品牌产品。在产品结构方面，锅圈持续以火锅产品作为核心收入来源。2022 年该品类实现收入 53.5 亿元，占比达 75.8%，2023 年前四个月仍保持在 74.8% 的高位。细分来看，火锅底料和“其他火锅产品”（如豆腐、粉条、海鲜等）近年收入增长明显，反映出公司不断丰富产品组合，以应对季节性波动。此外，烧烤产品快速崛起，2022 年同比增长超 140%，2023 年前四个月收入达 2.49 亿元，占比升至 12.3%，成为第二增长曲线。我们认为，公司通过不断扩充 SKU、提升非火锅品类的占比，有效增强了品类结构的韧性与抗周期能力，体现出其“多品类+多场景”战略的阶段性成果。

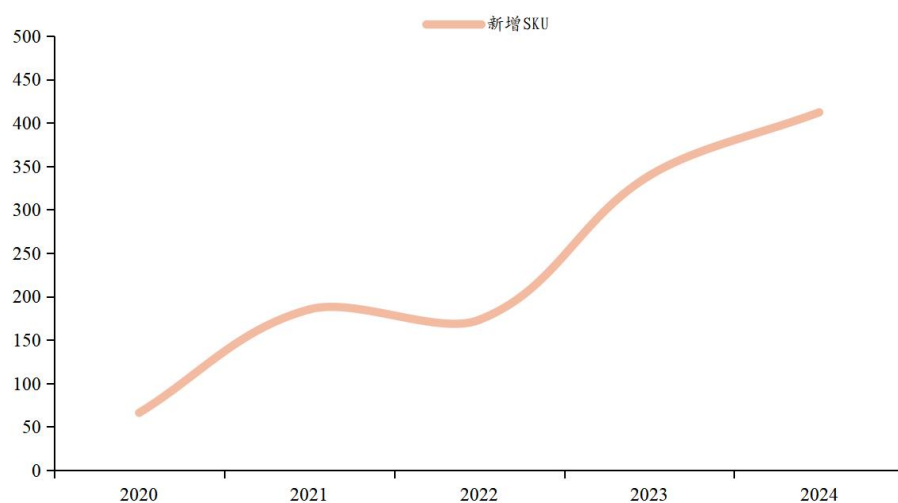
图 16：2020-2024 年按类别划分的来自产品销售的收入（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

于 2020 年、2021 年、2022 年、2023 年及 2024 年，锅圈分别推出 66 个、185 个、173 个及、339 及 412 个新 SKU。锅圈拥有一间火锅底料及调味料研发中心，并与供应商合作，以充分发挥共享研发资源及设施（包括两个用于开发肉类及海鲜产品的合作研发中心）的作用。截至 2023 年 4 月 30 日，锅圈于全国范围内提供的 SKU 中有 67% 为自主研发或合作研发。例如，锅圈已成功开发出厚切雪花肥牛、筋头巴脑雪花肥牛、招牌青虾滑、白毛肚、鱼肚鸡汤底及胡椒猪肚鸡汤底等。2024 年，锅圈持续贯彻为消费者提供「好吃方便还不贵」餐食产品的经营理念。锅圈陆续推出了诸如「99 元毛肚自由火锅套餐」、「99 元酸菜鱼自由火锅套餐」等质价比受到广大消费者喜爱的产品组合。此外，为满足不断变化的消费者需求及偏好，锅圈不断丰富产品组合，不时推出新产品及升级现有产品。

图 17：2020-2024 年新增 SKU（个）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

锅圈在 2024 年进一步完善了覆盖“生产—仓储—终端”的一体化供应链体系，强化了对关键环节的掌控与协同能力。在食品生产端，锅圈深入实施“单品单厂”策略，推动产业端规模化布局并逐步释放规模效应。截至目前，公司已实现六大自有工厂的体系化覆盖，分别为生产牛肉产品的和一工厂、肉丸产品的丸来丸去工厂、火锅底料的澄明工厂、水产产品的欢欢工厂、滑类产品的逮虾记，以及酸汤底料的台江工厂，基本覆盖火锅类主要核心原材料。通过单品集中、产能稳定的模式，锅圈不断提升原材料采购议价能力，强化成本控制，进一步凸显其产品的性价比优势。

表 4：锅圈六大自有工厂

工厂名称	主要产品	功能定位	地理位置	持股比例
和一工厂	牛肉产品	核心肉类原材料加工	河南省周口市鹿邑县	51%
丸来丸去工厂	肉丸产品	标准化肉丸供应	河南省周口市鹿邑县	51%
澄明工厂	火锅底料	火锅底料核心产能	河南省周口市鹿邑县	77.3%
逮虾记	滑类产品	滑类食品定制研发与生产	广西北海市	51%股权、41%投票权
欢欢工厂	水产类产品	提升水产类 SKU 供应能力	湖北省荆州市	51%
台江工厂	酸汤底料	地域风味底料的特色供应	贵州省黔东南苗族侗族自治州台江县	100%控股

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 销售端：多层次渠道布局与私域运营共振，构筑销售端优势闭环

在渠道管理方面，锅圈依托遍布全国 31 个省市的门店网络实现品牌广泛渗透，同时通过抖音、小程序等线上平台与消费者建立高频互动，持续强化私域流量运营体系。

首先，公司积极推进“一店一铺一库”商业模式，打通线上与线下渠道，为消费者提供不受实体零售空间限制的沉浸式购物体验，显著扩大产品组合与销售场景。消费者线上下单后，商品由就近门店发货或供其自提，线下门店在履约的同时也承担前置仓功能，强化了线上线下融合效应，有效带动整体销售增长。

其次，2024 年，锅圈持续深化“内容+产品”协同运营策略，爆品打造能力不断凸显。作为前期铺垫，2023 年锅圈已通过多层级的抖音账号矩阵进行产品直播和短视频投放，全年总曝光量超过 60 亿次，为线上内容转化能力奠定基础。基于此，2024 年锅圈围绕核心品类进一步发力，「99 元毛肚自由火锅套餐」等火锅单品自 5 月下旬起通过抖音矩阵集中投放，迅速获得广泛关注。该套餐包含 11 荤+3 素+1 主食+1 底料+4 油碟，其中荤菜有净含量 700g 的黑千层、白千层、巴适黑毛肚、大叶片毛肚四种毛肚，还有牛羊肉卷、牛肉丸、虾滑、鸭血等火锅必备菜品。全年累计销售额突破 5 亿元，抖音平台总曝光量超过 62.1 亿次。这一爆品现象不仅体现了锅圈对消费趋势的精准把握，也充分验证了公司供应链能力、产品研发与内容运营之间的良性联动。

图 18：99 元毛肚自由火锅套餐抖音广告

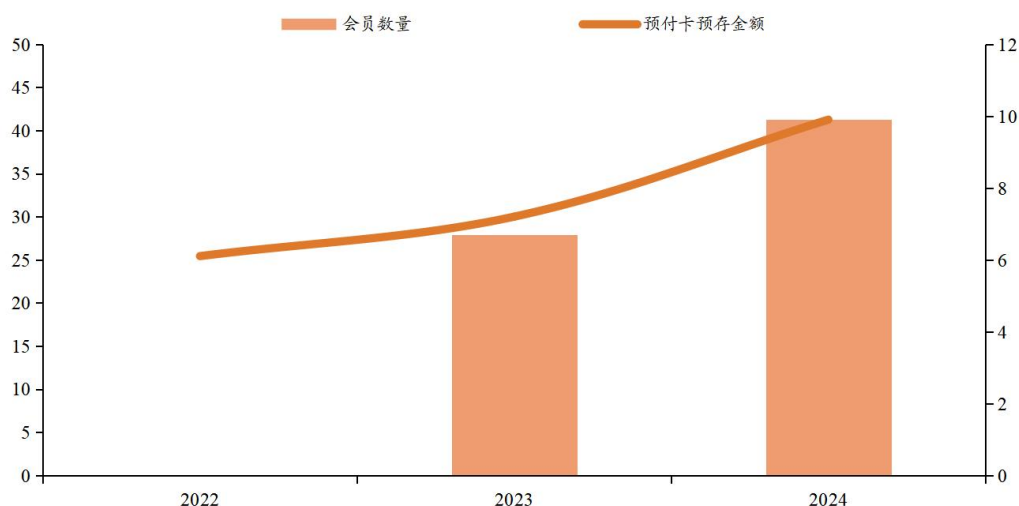


资料来源：抖音，浙商证券研究所

此外，为支撑日益增长的履约需求，锅圈联合 18 个数字化中央仓与物流服务商，构建高效、可追溯的仓配网络，已实现大部分订单“次日达”，显著提升门店供货效率。数智化管理体系覆盖采购、库存、仓储与配送等核心环节，为全国 10150 家门店的高效运转提供了稳定保障。

在用户运营方面，锅圈持续深化会员体系建设，形成以“用户数据+储值工具+复购机制”为核心的消费闭环。2024 年，锅圈注册会员数量达 4130 万，同比增长 48.2%，远高于 2023 年的增长水平，体现出公司在内容触达、分层管理和私域维护等方面的运营能力显著提升。同时，2024 年预付卡储值金额达 9.9 亿元，同比增长 36.6%，连续两年保持高速增长，反映出消费者对锅圈品牌的高度信任与强烈复购意愿。会员与储值体系协同，不仅为公司带来稳定现金流，也成为支撑其高频复购与多渠道销售网络稳定运行的重要引擎。

图 19： 2022-2024 年会员数量（百万名）及预付卡预付金额（亿元）



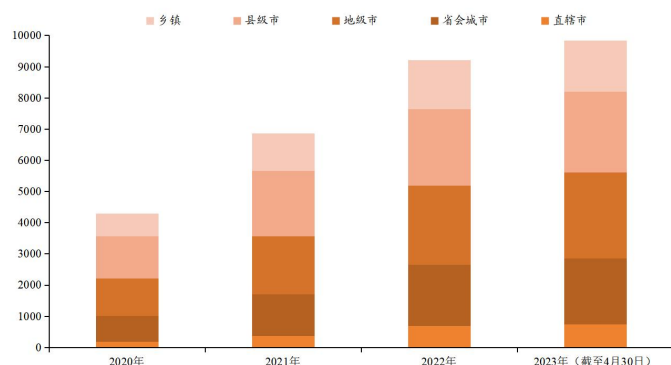
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

在门店模型方面，公司持续推进“乡镇市场”与“农贸市场”两大场景的模型升级与深度拓展。2024 年，乡镇市场净新增门店 287 家，显示出公司在低线市场具备突出的渠道渗透力与复制能力。这一增长不仅体现了锅圈在乡镇市场的新店型优化策略取得显著成效，也反映出其对乡镇市场消费特点和需求的高度适应性。通过调整门店布局和运营模式，锅圈的新乡镇门店更适合乡镇市场的消费场景，进一步提升了门店的运营效率和市场竞争力。

农贸市场则作为典型高频场景，公司通过标准化模型打磨与业态组合创新，为县域与乡镇市场的精细化布局提供了可复制的解决方案。例如，锅圈针对乡镇市场优化后的新店型，通过精准的库存预测和及时补货，减少了缺货现象，同时降低了库存积压成本，显著提升了单店库存周转率。同时，通过引入数字化管理系统，乡镇门店的订单处理时间大幅缩短，单店日销售额显著提升。此外，锅圈还通过优化供应链、调整产品结构、加强营销推广等措施，成功打造了高度适配乡镇市场的运营模型。

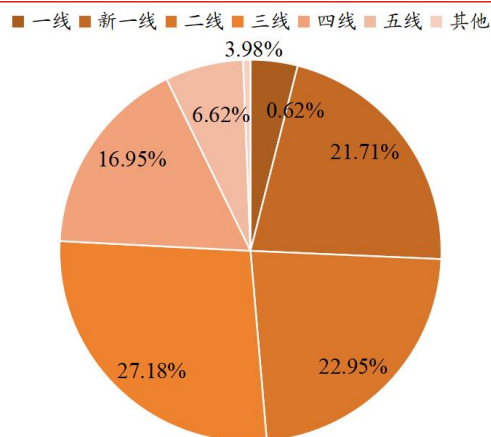
从城市等级结构来看，公司整体门店布局呈现“核心城市稳中有进、低线市场持续深化”的特征。2020 年至 2023 年 4 月，直辖市门店由 176 家增至 749 家，占比由 4.1% 提升至 7.6%；省会城市门店由 832 家增至 2104 家，占比提升至 21.4%。同期，地级市占比稳定在 27% 以上，县级与乡镇市场虽占比略有下调，但绝对门店数保持增长，体现出公司在不同层级市场的广覆盖与下沉推进。截至 2024 年 12 月，公司已覆盖全国 277 个城市，三线及以下城市（含四线、五线及其他）门店占比合计超过 51%，其中三线城市占比最高，达 27.18%，而一线城市占比仅为 3.98%。当前城市结构清晰反映出锅圈持续依托低线城市作为门店拓展主阵地，通过高度适配的产品与运营模型，构建出具有下沉优势与可持续成长性的渠道网络布局。

图 20: 2020-2024 年各线城市数量 (家)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

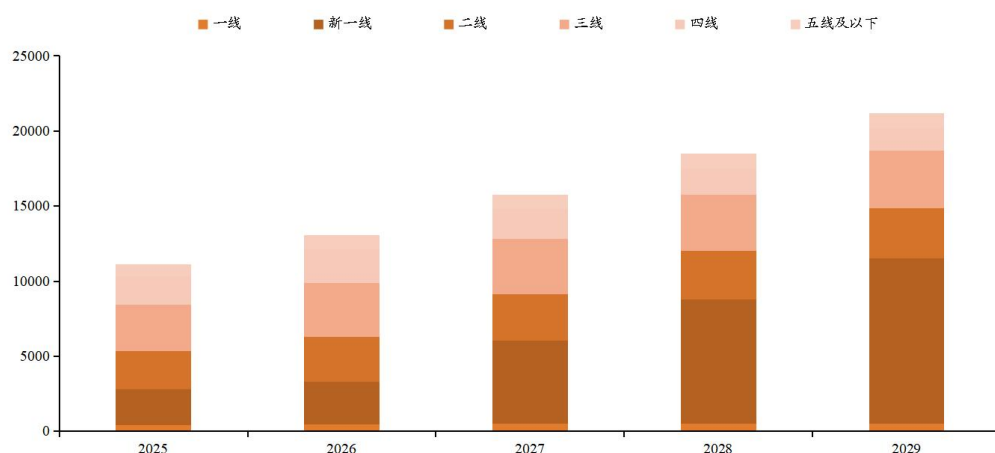
图 21: 截至 2024 年各线城市分布情况



资料来源: 窄门餐眼, 浙商证券研究所

在现有布局的基础上, 公司将继续深化低线市场的拓展策略, 同时稳固核心城市的门店网络。预计未来五年, 公司将以三线及以下城市为主要新增动力, 进一步推动门店的扩张。我们预测, 锅圈 2025 年开店有望新增 1000 家, 未来 5 年开店空间超 10000 家。以每百万人门店数估算, 当前每百万人平均锅圈门店数约 1.28 家。分线级城市维度, 一线/新一线/二线/三线/四线/五线及以下城市分别以上海/福州/乌鲁木齐/桂林/鞍山/绥化等当前强势区域为目标。从门店密度来看, 2024-2029 年期间, 各线城市门店密度均显著提升: 我们预计一线城市渗透率将由 3.70 提升至 6.51 家/百万人; 新一线城市由 0.69 升至 4.24 家/百万人; 二线城市由 0.83 升至 1.48 家/百万人; 三线城市由 0.99 升至 1.67 家/百万人; 四线城市由 0.85 升至 0.90 家/百万人; 五线及以下城市由 0.61 升至 1.10 家/百万人。整体而言, 公司虽在 2024-2029 年间实现加速扩张, 但当前门店结构仍处于爬坡中段, 具备持续提密与结构深化的空间, 下沉市场将继续作为门店扩张的主要承载区域。

图 22: 2024-2029 年各线城市门店数量预测 (家)



资料来源: 浙商证券研究所

3.3 加盟商: 网络复制效率高, 助力构建可持续盈利模式

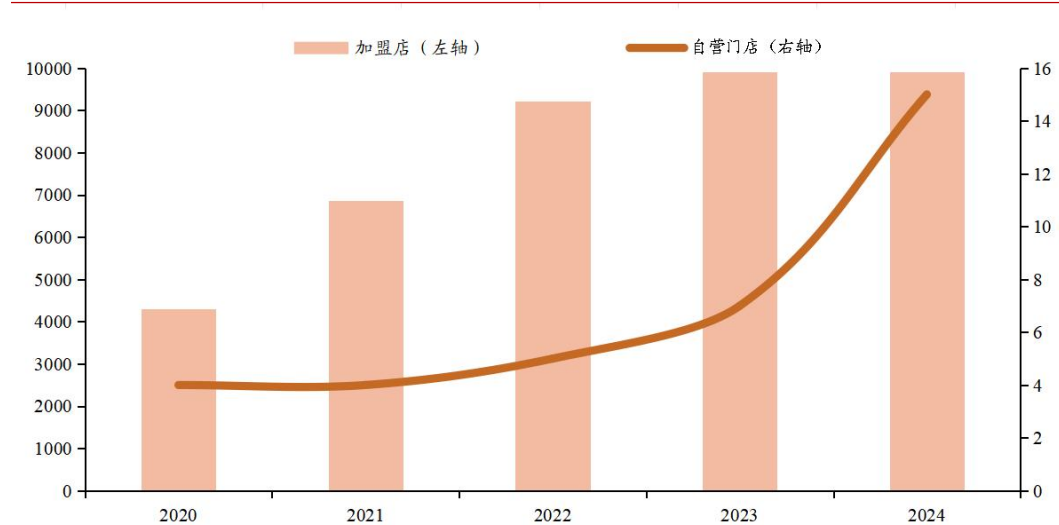
3.3.1 轻资产加盟模式降低门槛, 驱动持续扩张

锅圈实行 0 加盟费策略, 强化对加盟商的吸引力, 加快品牌下沉与门店复制。锅圈已建立主要包括加盟店的门店网络。在锅圈的特许经营业务模式下, 锅圈的绝大部分收益来自向加盟商销售锅圈的产品, 加盟商以锅圈的品牌开设及经营加盟店并向消费者销售锅圈

的产品。锅圈并不收取亦不依赖于加盟费。公司实行“零加盟费”政策，不收取特许经营费用，仅设定每年约 1-2 万元的服务费和 2 万元保证金，有效降低了加盟商的资金门槛，提升了加盟意愿。

在门店网络建设方面，锅圈自 2020 年以来持续推进线下网点扩张与结构优化，构建起覆盖全国的即时零售体系。截至 2024 年底，公司门店总数达 10,150 家，其中 99.9% 为加盟门店。2020 至 2024 年间，加盟门店数从 4296 家增长至 10135 家，CAGR 达到 23.9%。尽管 2024 年加盟门店数同比小幅下降 1.6%，但公司在优化运营质量的基础上，全年下半年仍实现净增门店 490 家，显示出加盟网络具备较强的韧性和吸引力。

图 23：2020-2024 年加盟店和自营门店数量（家）

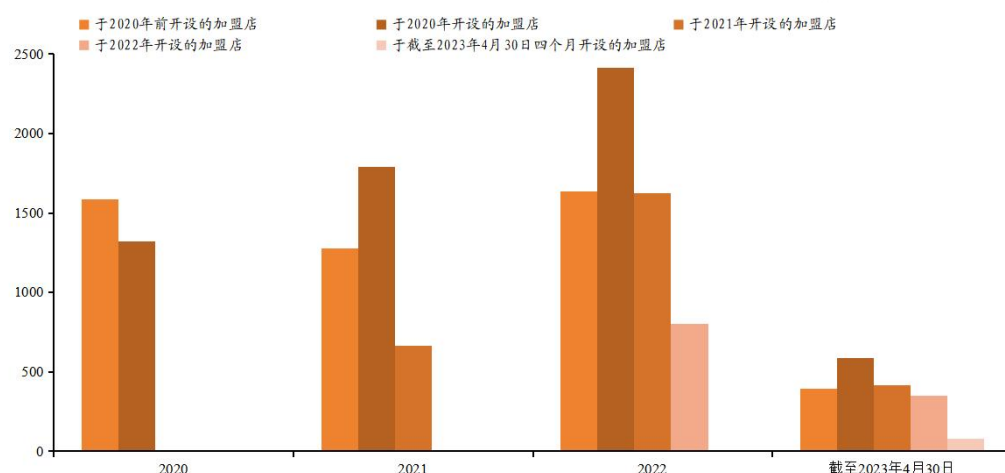


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3.2 成熟门店贡献稳定，模型具备采购成长弹性

从加盟门店的采购行为来看，早期开设的门店仍保持较强的采购粘性与持续运营能力。2020 年前开设的加盟门店在 2020-2022 年期间向锅圈总部采购商品金额分别为 1,586.4 百万元、1,274.6 百万元和 1,633.2 百万元，占同期公司向加盟商销售收入的 54.5%、34.2% 和 25.2%；即便在 2023 年前四个月，这一批次门店仍贡献了 393.9 百万元，占比达 21.6%，显示出老店较强的经营稳定性与持续复购粘性。2020 年开设的门店采购额则从 2020 年的 1,323.7 百万元增长至 2022 年的 2,416.2 百万元，2023 年前四个月亦贡献了 585.4 百万元，占比 32.1%。这部分门店的采购强度和占比均表现稳健，反映其为公司 B 端收入的重要支撑。

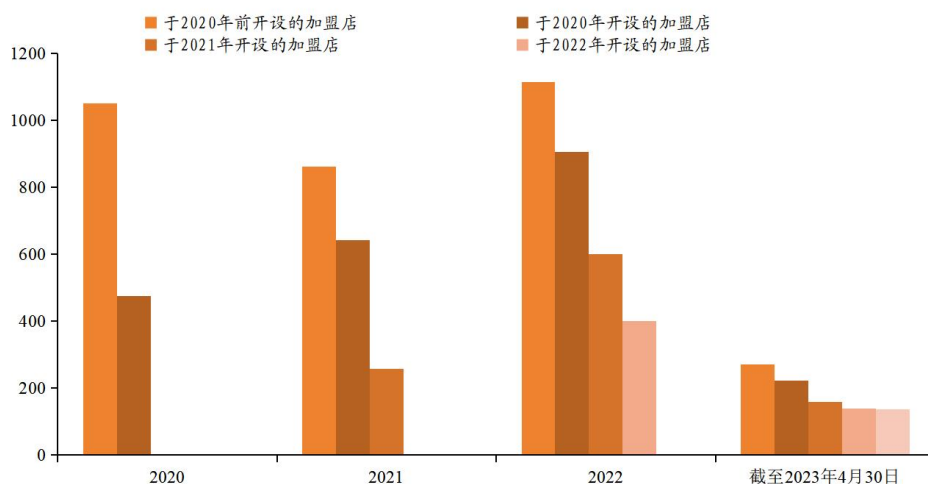
图 24： 2020-2023 年 4 月按开设年度划分的向加盟店出售产品的收入明细（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

进一步观察按开店年份划分的平均采购额（即每家加盟门店对总部的年均采购额），可见锅圈加盟模型具备较好的成长性和周期规律。2020 年开设的门店在 2020 年人均采购额为 47.5 万元，至 2022 年已升至 90.5 万元；2021 年开设的门店首年采购额为 25.6 万元，次年迅速增长至 60 万元；而 2022 年新开门店首年平均采购额为 39.9 万元，表明新店进入爬坡期后，采购需求释放速度较快。此外，2023 年前四个月新开门店的平均采购额为 13.5 万元，虽基数较低，但符合早期运营阶段的特征。

图 25： 2020-2023 年 4 月按开设时间划分的向加盟店平均收入贡献（千元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

整体来看，锅圈加盟店具备明显的生命周期特征：新店通常在开业 1-2 年后进入采购高峰期，而成熟门店则保持稳健的采购水平与较强的复购能力。总部通过标准化体系与系统化支持机制，有效保障门店在快速复制的同时，具备长期经营粘性与采购成长空间，为公司持续构筑规模基础与稳定现金流提供支持。

3.3.3 标准化体系与总部赋能保障盈利模型复制

在门店模型设计上，公司以标准化为导向，在运营成本控制和前端动销能力之间实现平衡。锅圈通过标准化门店形象与红绿撞色视觉体系，打造具有高度识别度的社区零售场

景，线下门店与线上商城联动，为消费者提供品类齐全、体验便捷的在家餐食采购服务，同时满足 B 端小餐饮企业的食材采购需求，实现 B2B 与 B2C 模式双轮驱动。

图 26：锅圈外部店型展示



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 27：锅圈内部店型展示



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

在营运上，总部提供从选址、培训到系统管理、运营策略的全流程赋能，同时通过区域管理团队为加盟商提供持续指导和策略支持。加盟商被视为品牌共建者与业务合作伙伴，公司鼓励其开设更多门店，形成“事业型加盟商”发展路径。总部的管理机制和组织培训系统也在持续优化，以推动门店业绩提升与管理能力复制。

图 28：锅圈加盟流程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 营业收入预测

公司营业收入主要由销售餐食产品及相关产品及综合指导服务两大业务构成，我们分别对两大板块进行了分项预测。预计 2025-2027 年公司营业收入将分别达到 74.83/83.39/93.08 亿元，对应同比增速为 15.7%/11.4%/11.6%。

1) **销售餐食产品及相关产品板块营收预测：**该板块收入增长主要由门店扩张驱动。2024 年公司门店总数为 10150 家，预计 2025-2027 年分别增长至 11150/12676/14411 家，对应增速为 9.9%/13.7%/13.7%。其中，加盟店数量预计将从 11128 家增至 14354 家，占比保持在 99.5%以上。考虑到销售予每家加盟店的年采购金额稳定在 2024 年水平的约 54 万元，我们预计该板块营业收入将在 2025-2027 年分别达到 73.18/81.70/91.38 亿元，同比增长 15.9%/11.6%/11.8%。

2) **综合指导服务板块营收预测：**该板块包括设备销售、筹建服务、技术培训等。考虑到服务模型趋于标准化，单店指导服务收入稳定，我们预计其增速将与门店扩张保持一致但略低。预计 2025-2027 年综合指导服务收入将分别为 1.65/1.69/1.70 亿元，同比增长 5.0%/2.0%/1.0%。

表 5：锅圈各业务板块营收预测（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6470	7483	8339	9308
YOY	6.2%	15.7%	11.4%	11.6%
销售商品板块营收（百万元）	6312	7318	8170	9138
YOY	6.3%	15.9%	11.6%	11.8%
销售设备板块营收（百万元）	158	165	169	170
YOY	2.6%	5.0%	2.0%	1.0%

资料来源：WIND、浙商证券研究所

4.2 毛利预测

受益于渠道结构优化、产品组合升级及数字化供应链带来的效率提升，我们预计 2025-2027 年锅圈的毛利率将维持在 22.0%。具体来看，随着门店数量从 11150 家增长至 14411 家，公司销售规模稳步扩大，主要驱动力来自门店数的持续扩张；与此同时，单店销售额维持稳定甚至小幅提升，反映产品结构升级带来的均价提升。产品组合的优化使得毛利贡献更为均衡，有效支撑整体毛利水平。尽管短期内受消费环境影响毛利率波动有限，但随着一体化自营工厂产能释放和上游议价能力增强，原材料成本占收入比重预计将保持在约 77.8%，从而保证毛利率的稳定性。

在费用方面，随着品牌建设持续推进与零售网络深化，我们预计 2025-2027 年销售及分销费用率将分别为 9.9%/9.0%/9.0%，呈小幅下降趋势，体现出规模带来的边际效率提升。行政费用方面，预计将保持稳定，维持在 7.0%，主要得益于公司对门店运营与管理系统的持续优化与数字化能力的增强。财务费用率预计未来将保持在 0.1%的低位，反映公司良好的现金流管理与负债控制能力。在上述因素的共同作用下，我们预计锅圈 2025-2027 年归

母净利润将分别达到 2.76 亿元/3.62 亿元/4.04 亿元，对应归母净利率为 3.7%/4.3%/4.3%，体现出公司在强化运营效率和优化成本结构下的盈利修复与成长弹性。

表 6：锅圈费用及利润预测（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	21.9%	22.2%	22.2%	22.2%
毛利	1417	1659	1849	2063
分销及销售费用率	10.3%	9.9%	9.0%	9.0%
行政费用率	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
归母净利润	231	276	362	404
归母净利率	3.6%	3.7%	4.3%	4.3%

资料来源：WIND、浙商证券研究所

4.3 估值

我们选取 4 家港股餐饮龙头企业，包括百胜中国、古茗、九毛九、蜜雪集团作为可比公司。百胜中国凭借其强大的品牌矩阵、数字化运营能力和供应链优势，在中国快餐市场稳居领先地位；古茗以其创新的产品组合和广泛的门店网络，成功吸引了大量年轻消费者，成为茶饮市场的热门品牌；九毛九在多品牌策略与品类横向拓展方面持续推进，在区域化连锁经营中展现出良好弹性与成长韧性；蜜雪集团则通过高效的供应链管理和性价比高的产品策略，在下沉市场中迅速扩张，成为广受欢迎的连锁品牌。可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 26x/21x/18x，估值中枢反映了成熟品牌在不同细分市场的稳定增长预期。鉴于锅圈依托于高密度加盟网络、强组织输出力及全链路标准化能力，在低线城市实现广泛渗透，形成“渠道+产品+履约”闭环优势，我们认为公司可享估值溢价。首次覆盖，我们给予锅圈“增持”评级。

表 7：锅圈可比公司估值

股票代码	股票简称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9987.HK	百胜中国	1281	68	74	80	19	17	16
1364.HK	古茗	544	19	23	27	28	24	20
9922.HK	九毛九	37	2	2	3	23	16	12
2097.HK	蜜雪集团	1746	53	61	71	33	28	24
平均值						26	21	18
2517.HK	锅圈	90	3	4	4	37	28	25

资料来源：WIND、浙商证券研究所。注：除锅圈外，其余盈利预测源于 WIND 一致预期。

5 风险提示

食品安全风险。作为食品供应链的重要参与者，锅圈所提供的在家吃饭餐食产品必须严格符合国家食品安全相关法律法规，包括《食品安全法》《食品召回管理办法》等。如产品在生产、储运或门店销售过程中出现食品安全问题，可能对公司声誉造成重大负面影响，进而影响消费者购买意愿及品牌形象。

加盟商合规风险。锅圈以加盟模式为主进行门店扩张，门店数量众多、分布广泛。若部分加盟门店未严格按照食品安全及经营许可相关法规开展业务，可能引发监管风险或行政处罚，进而对公司品牌形象和经营稳定性带来不利影响。

宏观经济波动风险。锅圈所处的餐饮零售行业对居民可支配收入具有较高依赖性。若宏观经济出现下行或居民消费意愿减弱，将可能影响公司产品销量及加盟门店拓展速度，对经营业绩构成压力。

供应链整合与成本控制风险。尽管锅圈通过“单品单厂”策略构建起一体化产能体系，但若原材料价格再次出现大幅波动，或自有工厂无法持续发挥规模效益，仍可能对成本控制与毛利水平带来波动，影响盈利能力。

表附录：三大报表预测值

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	3,465	3,886	4,324	营业收入	6,470	7,483	8,339	9,308
现金	1,326	1,316	1,560	1,797	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	234	270	301	336	营业成本	5,053	5,824	6,490	7,245
存货	692	797	889	992	销售费用	664	740	750	838
其他	1,017	1,082	1,136	1,198	管理费用	454	525	586	654
非流动资产	1,483	1,584	1,724	1,915	研发费用	12	6	6	6
固定资产	494	527	562	600	财务费用	4	0	0	0
无形资产	226	193	164	140	除税前溢利	320	382	501	559
其他	763	864	997	1,175	所得税	78	94	123	137
资产总计	4,751	5,049	5,610	6,239	净利润	241	289	378	422
流动负债	1,404	1,612	1,789	1,989	少数股东损益	11	13	17	19
短期借款	64	64	64	64	归属母公司净利润	231	276	362	404
应付账款及票据	647	746	831	928	EBIT	324	382	501	559
其他	694	802	894	998	EBITDA	410	458	577	637
非流动负债	82	82	82	82	EPS (元)	0.08	0.10	0.13	0.15
长期债务	4	4	4	4					
其他	78	78	78	78					
负债合计	1,487	1,694	1,871	2,072	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	2,747	2,747	2,747	2,747	成长能力				
储备	471	548	915	1,325	营业收入	6.17%	15.67%	11.43%	11.63%
归属母公司股东权益	3,144	3,221	3,589	3,999	归属母公司净利润	-3.79%	19.63%	31.11%	11.63%
少数股东权益	120	133	150	169	获利能力				
股东权益合计	3,265	3,355	3,739	4,168	毛利率	21.90%	22.17%	22.17%	22.17%
负债和股东权益	4,751	5,049	5,610	6,239	销售净利率	3.56%	3.69%	4.34%	4.34%
					ROE	7.33%	8.56%	10.08%	10.09%
					ROIC	7.34%	8.43%	9.94%	9.97%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	531	365	455	500	资产负债率	31.29%	33.56%	33.35%	33.20%
净利润	231	276	362	404	净负债比率	-38.54%	-37.21%	-39.92%	-41.51%
少数股东权益	11	13	17	19	流动比率	2.33	2.15	2.17	2.17
折旧摊销	86	76	76	77	速动比率	1.77	1.59	1.61	1.61
营运资金变动及其他	204	1	0	0	营运能力				
投资活动现金流	(120)	(176)	(217)	(269)	总资产周转率	1.38	1.53	1.56	1.57
资本支出	(124)	(76)	(83)	(91)	应收账款周转率	44.92	29.68	29.17	29.19
其他投资	4	(101)	(133)	(178)	应付账款周转率	9.15	8.36	8.23	8.24
筹资活动现金流	(265)	(205)	0	0	每股指标 (元)				
借款增加	(38)	0	0	0	每股收益	0.08	0.10	0.13	0.15
普通股增加	(73)	0	0	0	每股经营现金流	0.19	0.13	0.17	0.18
已付股利	(151)	(205)	0	0	每股净资产	1.14	1.17	1.31	1.46
其他	(1)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	152	(10)	244	237	P/E	23.07	36.76	28.03	25.11
					P/B	1.70	3.15	2.82	2.54
					EV/EBITDA	9.93	19.41	14.97	13.21

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>