

2025年08月01日

## 锅圈 (02517.HK)

投资评级: 买入 (首次)

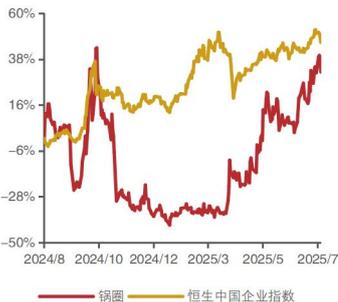
餐食零售领军品牌, 万店业态行稳致远

## 证券分析师

张东雪  
SAC: S1350525060001  
zhangdongxue@huayuanstock.com  
林若尧  
SAC: S1350525070002  
linruoyao@huayuanstock.com  
周翔  
SAC: S1350525070003  
zhouxiang@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现:



## 基本数据 2025年07月31日

收盘价 (港元)	3.67
一年内最高/最低 (港元)	6.09/1.65
总市值 (百万港元)	9,742.24
流通市值 (百万港元)	9,742.24
资产负债率 (%)	31.29

资料来源: 聚源数据

## 投资要点:

**时来天地皆同力, 锅圈的成功复盘。**锅圈是国内领先的在家火锅及烧烤食品供应商, 并致力于为家庭消费者提供“好吃不贵”的在家吃饭解决方案。起初, 公司通过切入火锅、烧烤这两个高标准化、高景气度品类, 推出2C食材超市新业态; 同时, 成功抓住品类品牌上升期、居家场景增加以及下沉市场升级机遇, 快速扩出万家门店。同时, 公司加码供应链、自有品牌、数字化运营等内功建设, 最终实现量利齐升、规模跃迁。截至2024年, 公司营收规模达64.7亿元, 2020-2024年CAGR约22%。

**他山之石, 我国C端餐食产品市场空间广阔。**公司定位是提供好吃不贵的居家餐食产品与服务; 近年, 伴随便捷性需求与性价比消费崛起, 我国在家餐食产品市场快速增长, 2022年市场规模达3673亿元, 2018-2022年CAGR达25.5%。参照日本同业发展, 老龄化、家庭小型化以及特殊的经济环境均促进在家餐食产品市场扩张, 尤其是性价比餐食解决方案, 例如1989-2006年日本C端预制菜人均消费量实现翻倍。

**在家餐食产品需求多元, 格局松散; 公司万店规模、数字化、品牌化等优势凸显。**当前我国在家餐食产品呈现出标准化低、丰富度高等特征; 而需求多元、行业门槛不高导致供给分散。22年我国在家餐食产品销售额CR5约11.1%; 其中, 锅圈份额最高(约3%)。聚焦竞争, 公司通过整合供应链+万店规模+数字化运营等构筑产品性价比优势; 以及品牌建设、会员运营体系、创新爆品等, 持续强化门店业态竞争力。

**单店回升、开店扩张重塑增长势能, 品类破圈&业态孵化打开空间。**公司80%以上的收入来源于向加盟商销售商品及服务, 故加盟商单店销售与开店意愿将直接影响公司未来营收增速。尤其是开店层面, 公司围绕市场层级、多元店型与区域扩张等规划未来5年新增一万家门店。我们预计公司万家门店中近50%位于县级及以下市场, 故乡镇店作为增长重要抓手, 且考虑到我国约有3.86万个乡镇, 未来开店空间广阔。此外, 公司通过品类拓展与场景创新来改善同店销售, 其中高频低客单化是重要方向。

**盈利预测与评级:**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为3.89/4.8/5.88亿元, 同比增速分别为69%/23%/22%, 当前股价对应的PE分别约24/19/16倍。参考相似业态公司蜜雪集团、万辰集团、绝味食品的2025年PE均值约为27倍, 鉴于公司万店业态稀缺、基本面持续改善, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示。食品安全问题、加盟门店管理问题、居民消费力复苏不及预期**

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6099.58	6469.81	7334.08	8396.84	9559.97
同比增长率 (%)	-15.07%	6.17%	13.36%	14.49%	13.85%
归母净利润 (百万元)	239.64	230.56	388.84	479.94	587.8
同比增长率 (%)	4.23%	-3.79%	68.65%	23.43%	22.47%
每股收益 (元/股)	0.09	0.08	0.14	0.17	0.21
ROE (%)	7.35%	7.33%	11.66%	12.56%	13.32%
市盈率 (P/E)	75.32	20.99	23.6	19.12	15.61

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计在家餐食产品市场持续扩张，下沉市场门店渗透仍有空间，而公司作为业内龙头企业，可通过品类拓展（爆品套餐）、店型创新以及市场开发等，驱动单店回升以及门店扩张，预计未来收入仍可实现双位数增速。我们预计 2025–2027 年公司收入分别达 73/84/96 亿元，分别同比+13%/+14%/+14%。

利润端来看，考虑到公司整体业态稳定，且伴随规模爬坡，自产率提升，公司毛利率、费用率有望进一步优化，预计 2025–2027 年归母净利润分别为 3.89/4.8/5.88 亿元，同比增速分别为 69%/23%/22%，当前股价对应的 PE 分别约 24/19/16 倍。参考相似业态公司蜜雪集团、万辰集团、绝味食品的 2025 年 PE 均值约为 27 倍，鉴于公司万店业态稀缺、基本面持续改善；首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

近年公司通过品类拓展（爆品套餐、营销活动）、店型创新（新乡镇店、24H 无人零售）等持续吸引客流，带动单店销售额回升，故预计 2025–2027 年单店营收分别同比 +4%/+2%/+2%。伴随单店 GMV 提升、加盟商信心增强，公司围绕市场层级、区域扩张以及店型创新等规划未来 5 年新增一万家门店，其中下沉市场持续拓展乡镇店或将作为开店增长的重要抓手，故预计 2025–2027 年净开店数分别为 1000/1400/1500 家。

### 投资逻辑要点

公司万店近场业态具备一定稀缺性，尤其公司注重修炼“内功”，门店成功穿越 2023–2024 年需求周期，业态稳定性或已得到验证；公司通过品类拓展（如爆品套餐）、店型创新等带动单店回升，重启开店扩张趋势，整体基本面改善显著；伴随规模爬坡，自产率提升有望驱动盈利能力向上。

### 核心风险提示

食品安全问题，加盟门店管理问题，居民消费力复苏不及预期。

## 内容目录

1. 深耕在家餐食解决方案，上下游全方位发展.....	5
1.1. 聚焦火锅食材，万店业态卡位 2C 预制餐食.....	5
1.2. 产业一体化布局，规模盈利两手抓.....	7
2. 赛道成长空间广，锅圈业态竞争力强.....	7
2.1. 需求端：C 端餐食产品市场容量大.....	7
2.2. 竞争端：市场格局松散，锅圈综合优势凸显.....	9
3. 门店创新+横拓纵扩+品类破圈等多轮驱动成长.....	10
3.1. 市场下沉+区域扩张，五年新增万店可期.....	10
3.2. 品类拓展+场景延伸提升同店，新业态打开空间.....	12
4. 盈利预测与评级.....	13
4.1. 盈利预测拆分表.....	13
4.2. 相对估值.....	14
5. 风险提示.....	15

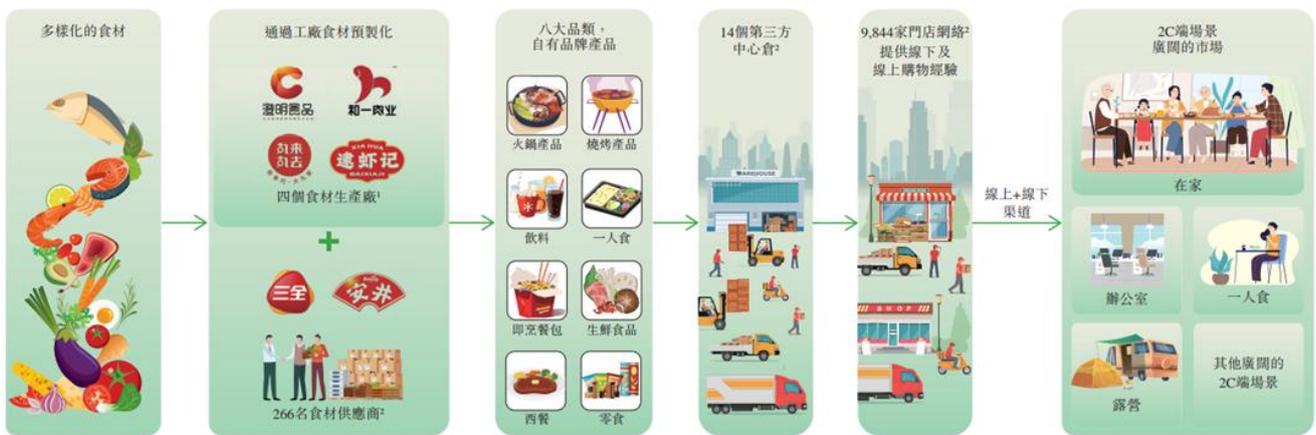
## 图表目录

图表 1: 锅圈的商业模式成熟.....	5
图表 2: 公司发展历程复盘.....	6
图表 3: 渠道视角, 以向加盟商销售产品收入为主.....	6
图表 4: 品类视角, 火锅烧烤类产品收入合计占超 80%.....	6
图表 5: 20-24 年公司毛利率显著改善.....	7
图表 6: 22-24 年注册会员数, 预付金大幅提升.....	7
图表 7: 近年, C 端在家餐食产品市场快速增长.....	8
图表 8: 以邻为鉴, 2C 预制餐食未来具备长逻辑.....	8
图表 9: 2024 年我国预制菜市场渗透率低于海外发达国家.....	8
图表 10: 目前我国预制菜市场以 B 端为主.....	8
图表 11: 行业竞争格局松散.....	9
图表 12: 公司数字化管理系统.....	10
图表 13: 各市场层级下加盟门店数以及占比 (家/%).....	11
图表 14: 参考我国休闲食品饮料赛道, 下沉市场空间大、增长快.....	11
图表 15: 锅圈门店集中在华北、华东区域/家 (截至 2023 年 8 月).....	11
图表 16: 品类拓展+场景延伸驱动, 核心高频低客单价化.....	12
图表 17: 酒饮便利店.....	12
图表 18: 公司通过爆品套餐持续吸引客流.....	13
图表 19: 盈利预测拆分表 (百万元).....	14
图表 20: 可比公司估值表.....	14

## 1. 深耕在家餐食解决方案，上下游全方位发展

锅圈是国内领先的在家火锅及烧烤食品供应商，并致力于为消费者提供“好吃不贵”的在家吃饭解决方案。起初，公司通过切入火锅、烧烤这两个高标准化、高景气度品类，推出2C食材超市新业态；同时，成功抓住品类品牌上升期、居家场景增加以及下沉市场升级等机遇，快速扩出万家门店。同时，公司加码供应链、自有品牌、数字化运营等内功建设，最终实现量利齐升、规模跃迁。

图表 1：锅圈的商业模式成熟



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

### 1.1. 聚焦火锅食材，万店业态卡位 2C 预制餐食

锅圈起初聚焦火锅烧烤食材，并在品类品牌、时代背景红利下快速扩出万家门店，成为国内领先的在家火锅及烧烤食品供应商；随后凭借万店势能，持续扩品类、拓客群，实现营收稳健增长。截至 2024 年，公司营收规模达 64.7 亿元，20-24 年 CAGR 约 22%。

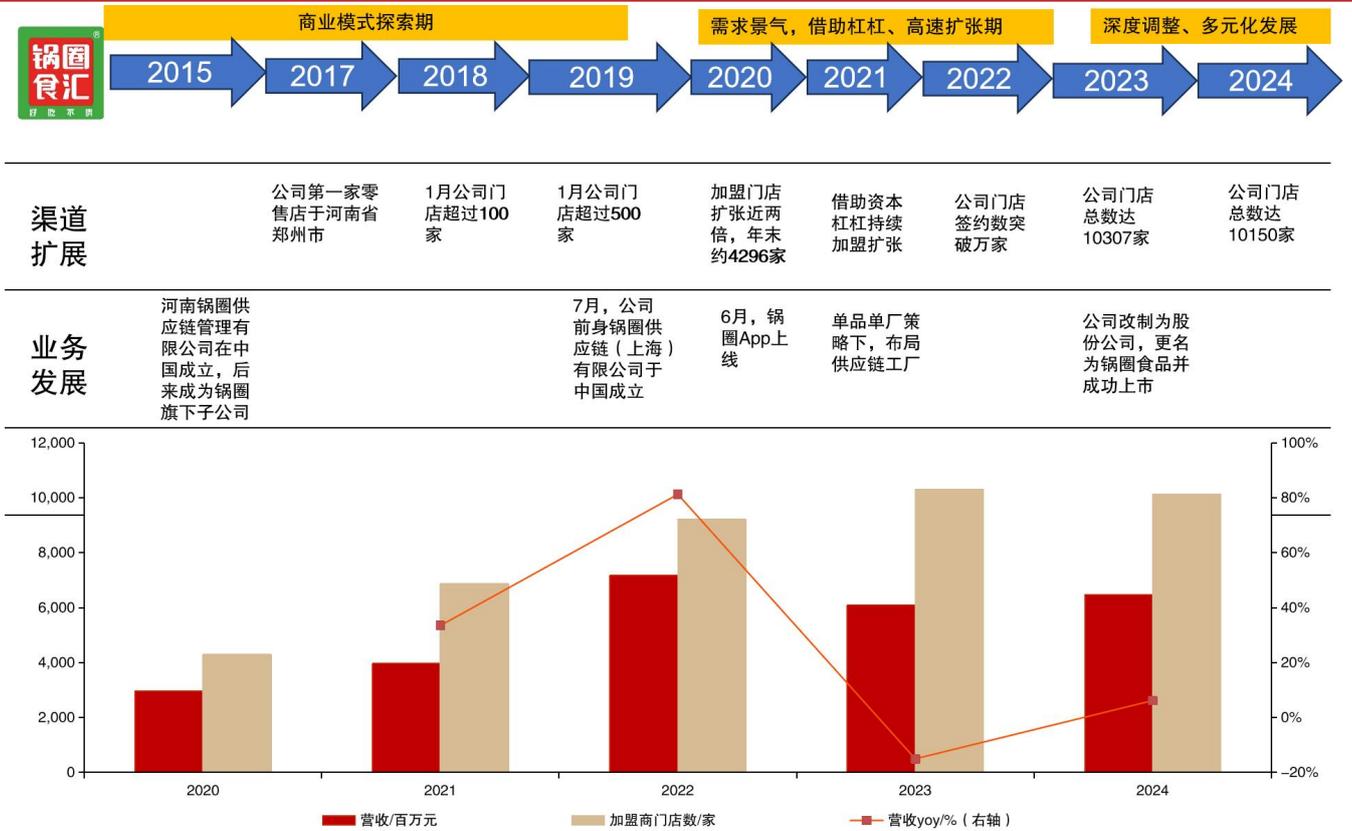
**2015-2018 年：由 B 转 C 的创业发展期。**锅圈前身是面向餐饮 B 端的供应链公司（2015 年成立，现为子公司），2017 年通过精准切入火锅、烧烤这两个高标准化、高景气度的居家用餐场景，成功推出食材超市新业态。伴随火锅烧烤品类在 C 端持续渗透，公司新业态持续吸引加盟商，2019 年初公司总门店突破 500 家，并成为公司进入高速发展期的分水岭。

**2019-2022 年：公司业绩高速发展。**随着渠道品牌势能的提升，公司开始借助融资开启向外扩张步伐。尤其在公共卫生安全事件的催化下，C 端预制餐食需求大幅增长，食材超市业态对产业、金融资本的吸引力大增。公司顺势加速全国化、多层级开店，加盟门店数量从 2020 年初 1441 家增长至 2022 年末的 9216 家，2023 年迈进万店俱乐部，成为国内领先的在家火锅及烧烤食品供应商。同时，公司自建供应链、数字化管理系统，注重自有品牌露出与会员体系建设，持续增强业态稳定性与差异化。

**2023-至今：阶段调整后再度启航。**2023 年以来，需求出现结构调整，同时品类、品牌热度回落等共同导致门店销售承压，公司进入调整期；其中，2023 年公司营收同比下滑 15%，单店同比降幅逾 32%，2024H1 加盟商净闭店达 650 家。而伴随公司优化门店、推出毛肚等

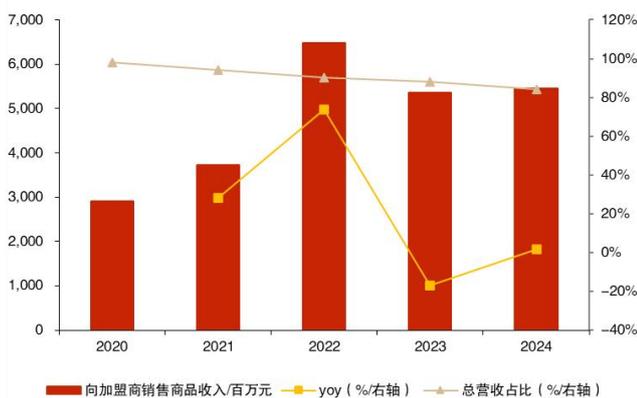
爆品套餐（2024年销售达5亿元），预计前店客流量、销售额均开始回升，从而带动2024H2营收同增14%。在加盟商重振信心下，公司回归增长通道，并提出5年再开1万家店目标。

图表2：公司发展历程复盘



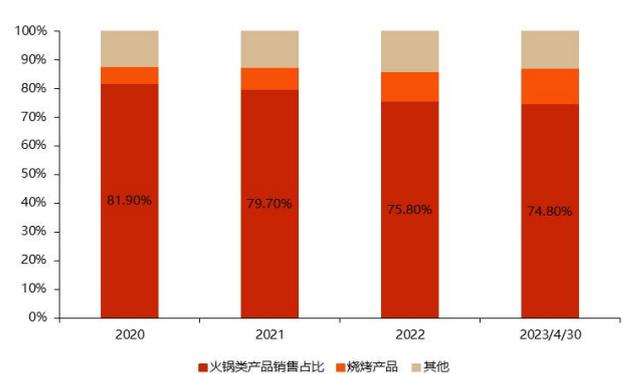
资料来源：公司公告，ifind，i 黑马公众号等，华源证券研究所

图表3：渠道视角，以向加盟商销售产品收入为主



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表4：品类视角，火锅烧烤类产品收入合计占超80%



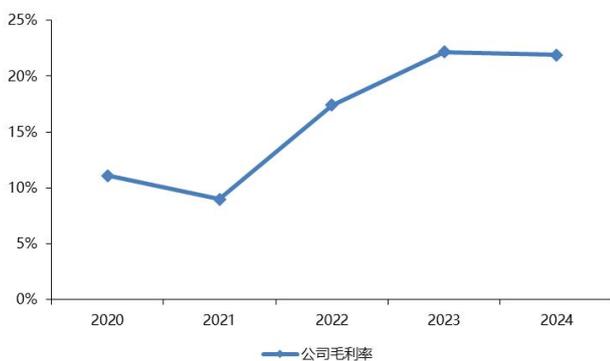
资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 1.2. 产业一体化布局，规模盈利两手抓

公司从靠加盟扩张的连锁零售业态到自建供应链、注重自有品牌的头部供应商，由内而外均在质变。具体而言，公司在门店快速扩张同时注重修炼内功，包括采用单品单厂的模式自建供应链，推出数字化系统，会员以及预付卡计划等，从而扩大自身经营纵深、增强业态稳定性。其中，公司 2021-2022 年分别收购牛肉、丸类加工厂以及火锅底料工厂，2024 年控股北海速虾记，2025 年规划海南儋州新工厂；而伴随公司销售的大部分牛肉产品、肉丸及火锅汤底等实现自供，公司盈利能力迎来显著改善，如毛利率从 2020 年 11.1% 提升至 2024 年的 21.9%。此外，公司会员体系建设进一步夯实自有品牌战略，例如 2020-2022 年会员订单与客单价均持续增长，注册会员数也从 2022 年 2040 万人翻番至 2024 年 4130 万人，2024 年预付金达到 9.9 亿元。

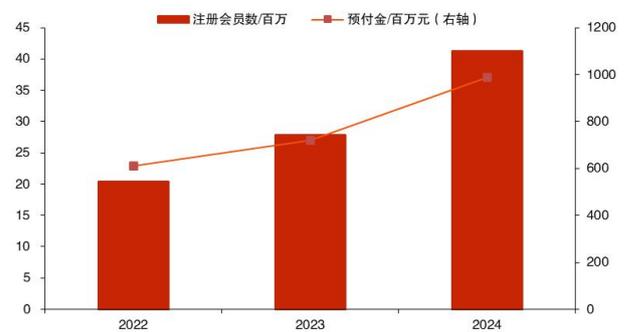
**品类破圈，不断打开 2C 餐食市场空间。**由于公司核心收入来源于火锅类产品，故 10 月-次年 2 月系销售旺季；而为平滑销售季节性波动，公司持续开拓品类、丰富产品组合，目前包括火锅、烧烤、酒水饮料、一人食、即烹餐包、生鲜食品、西餐和零食等八大品类，截至 2023 年 4 月底，SKU 数达 750 个，其中 95% 为自有品牌。同时，公司积极推出毛肚自由、牛排自由、小龙虾等爆品套餐，并配合“517 龙虾烧烤节”、“617 啤酒节”等重磅活动，持续吸引进店客流，带动单店销售提升。

图表 5：20-24 年公司毛利率显著改善



资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

图表 6：22-24 年注册会员数，预付金大幅提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2. 赛道成长空间广，锅圈业态竞争力强

### 2.1. 需求端：C 端餐食产品市场容量大

近年，我国在家餐食产品市场快速发展；且参照海外，C 端预制餐食成长空间广阔。

公司业务核心定位是在家吃饭场景，并提供以火锅烧烤食材为主的八大品类，近年持续探索其他居家餐食产品与服务。根据弗若斯特沙利文，截至 2022 年，我国在家吃饭市场总规

模约 5.6 万亿，其中包括以下几类：①自采新鲜食材同时自行烹饪，市场占比约 83%；②餐饮外卖到家服务，对应约 6000 亿元市场；③在家吃饭餐食产品，具体指日常在家烹饪场景中向消费者供应即食、即热、即烹、即配食材（C 端广义“预制菜”）。伴随生活节奏加快、便捷性需求与性价比消费崛起，我国在家餐食产品市场快速增长，2022 年末市场零售额达 3673 亿元，对应 2018–2022 年 CAGR 达 25.5%。

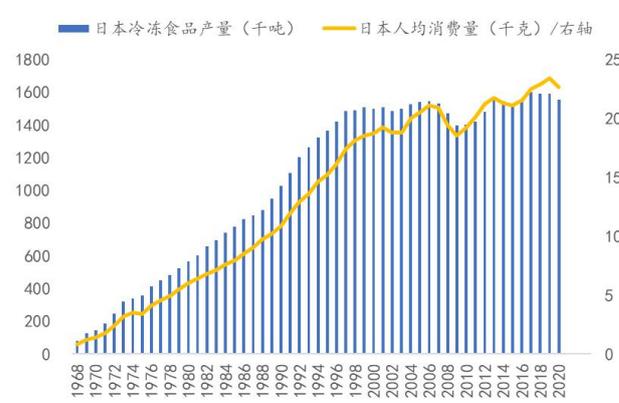
参照海外同业发展，日本老龄化、家庭小型化以及特殊的经济环境均促进在家餐食产品市场扩张，尤其是性价比餐食解决方案，例如 1989–2006 年日本 C 端预制菜人均消费量实现翻倍以上增长。根据中国烹饪协会数据，目前我国预制菜渗透率仅 10%–15%，预计 2030 年将增至 15%–20%；而美国、日本预制菜渗透率已达 60% 以上。尤其当下我国预制菜市场以 B 端为主，预计 C 端市场渗透率对比日本更低。

图表 7：近年，C 端在家餐食产品市场快速增长



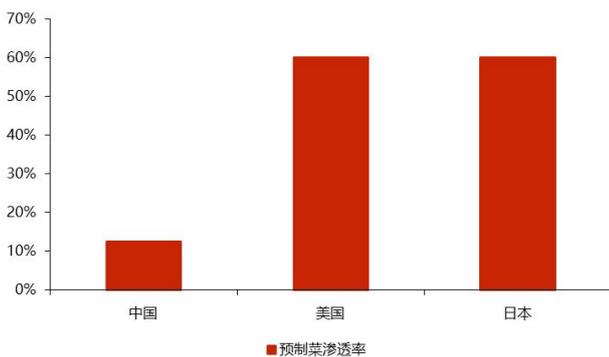
资料来源：公司公告，国家统计局，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

图表 8：以邻为鉴，2C 预制餐食未来具备长逻辑



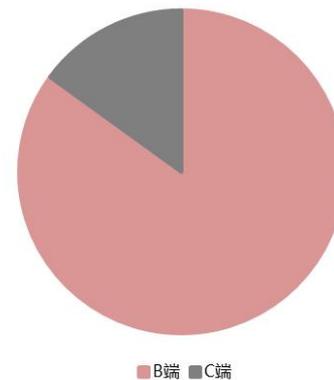
资料来源：日本冷冻食品协会，华源证券研究所

图表 9：2024 年我国预制菜市场渗透率低于海外发达国家



资料来源：新食材公众号，中国烹饪协会，华源证券研究所

图表 10：目前我国预制菜市场以 B 端为主

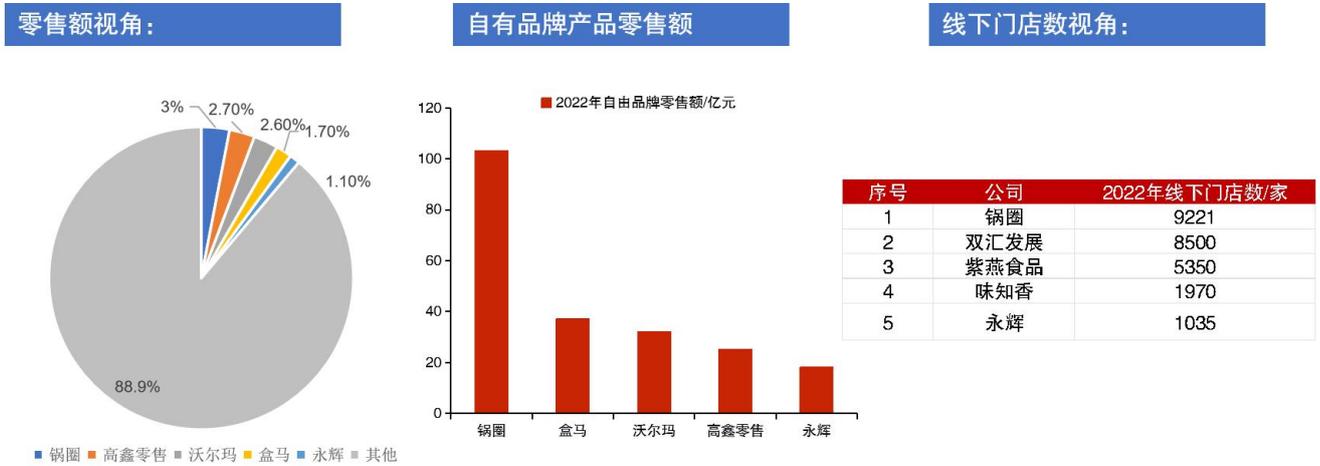


资料来源：网易数读公众号，中国连锁经营协会《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，华源证券研究所

## 2.2. 竞争端：市场格局松散，锅圈综合优势凸显

**行业需求多元，竞争格局松散。**我国地域辽阔，各地饮食习惯迥异，且以自采食材烹饪消费为主；故在家餐食产品繁杂，标准化程度低。而需求多元、行业门槛不高进一步导致供给分散，根据弗若斯特沙利文，2022年我国在家吃饭餐食品牌CR5约11.1%（零售额），如仅统计自由品牌企业，销售额CR5不到6%。其中，锅圈市场份额最高，约3%。聚焦供给，锅圈以外的四大市场参与者均为零售型企业，且聚焦高线市场，具备规模化采购、自有品牌等优势。根据在家火锅及烧烤产品的零售额计算，2022年公司为中国所有供应商中最大的家用火锅和烧烤供应商，占12.7%的市场份额。

图表 11：行业竞争格局松散

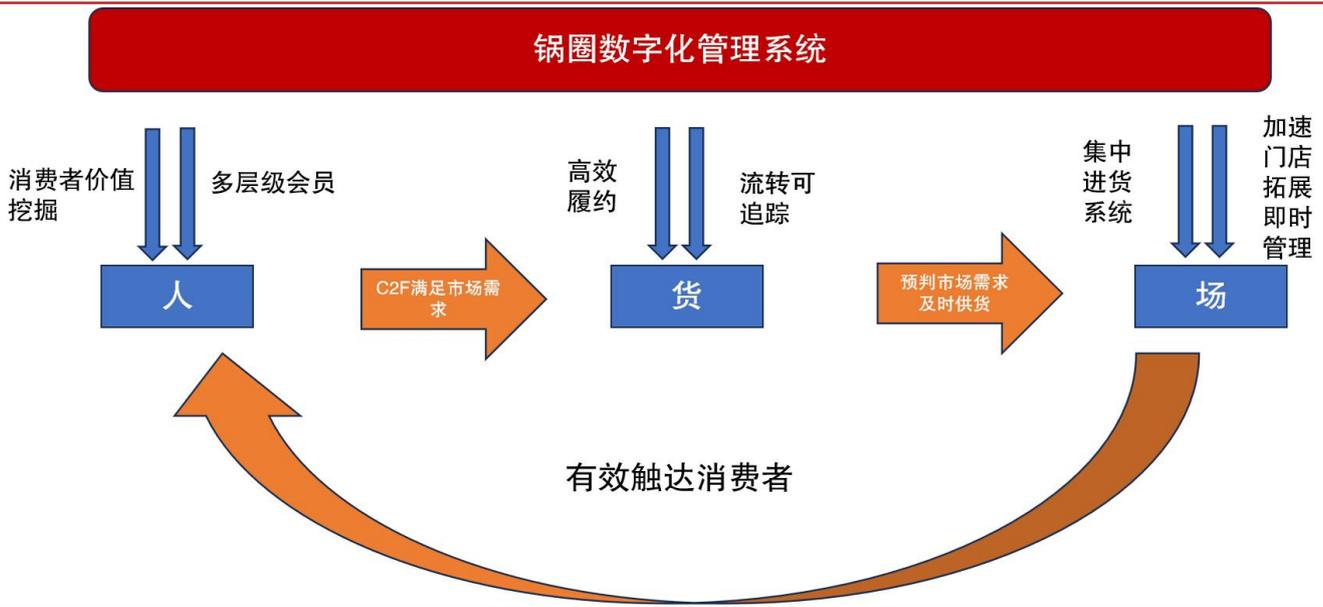


资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

### 供应链整合+万店规模构筑性价比优势；而数字化、品牌化有助于沉淀消费者心智。

作为垂类+万店业态的代表，锅圈崛起于品类品牌红利与时代背景共振期，并与同业态的竞争对手（如东北区域龙头邹立国等）拉开较大差距；作为国内领先的家用火锅与烧烤供应商，公司具备万店体量，规模化优势突出。同时，公司围绕单品单厂模式自建供应链，进一步强化核心产品的性价比与质价比优势。此外，公司目前已建立串联全业务环节的“锅圈云信息中心”，提升物流与门店管理等效率（例如，每名门店运营人员所管理的门店平均数量从2020年的3.2家提升到2023年前4个月的12.8家），降低了运营成本；更重要的是，公司运用数字化系统来捕捉市场变化，指导品类创新以及完成C2F充分赋能。最后，公司注重自有品牌与会员体系建设，有助于沉淀私域流量、提升消费者粘性与复购。

图表 12：公司数字化管理系统



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

### 3. 门店创新+横拓纵扩+品类破圈等多轮驱动成长

公司 80%以上的收入来源于向加盟商销售商品及服务，故加盟商单店销售与开店意愿将直接影响公司未来营收增速。

#### 3.1. 市场下沉+区域扩张，五年新增万店可期

公司围绕市场层级、多元店型与区域扩张等方面规划未来 5 年新增万家门店。

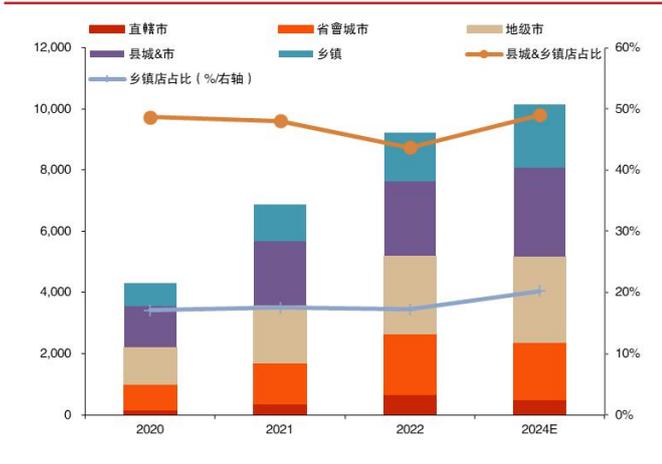
从市场层级看，2024 年末公司加盟总门店数达 10135 家，其中我们预计县级及以下层级的门店数占比近 50%，尤其乡镇店在调整期已突破 2000 家；考虑到我国下沉市场容量大、空间广，公司预计持续挖掘下线市场的开店机遇。从中远期看，我国有 3.86 万个乡镇级行政区（包括 9084 个街道与 2.85 万个乡镇）且缺乏丰富多样、好吃不贵的蛋白质食材，如公司按每个乡镇一个点位来规划开店，未来扩张空间广阔。为配合下沉战略，公司近年推出新乡镇店型；即额外增加 450+SKU，涵盖儿童小吃、雪糕、丸滑面点等批发业务，同时增加营业面积、大包装以及蛋白类产品占比，优化门店的陈列和布局，从而满足消费者便捷、高性价比餐饮的需求，还开拓了小 B 渠道。伴随新店型推广，单店销售改善同时加盟商信心增强，最终形成商业正反馈。

从全国化扩张看，公司在华北、华东区域门店渗透率较高，如河南、江苏等省份门店数均破千；但在西南、西北以及华南区域门店渗透率较低，我们预计公司或通过自上而下的打法突破，即通过省会等城市社区店打开市场，随后以点带线、以线成面去渗透县市及乡镇等下沉市场。例如，公司在西北新一线城市西安开店超 310 家（1000 多万人口城市），2024 年西北大区（覆盖陕、甘、青、宁、内蒙与新疆）合计门店近 1200 家，预计将靠品牌势能来

辐射深耕、下沉渗透。相似地，公司持续发力东北区域市场，截至 2023 年 8 月，辽宁、吉林与黑龙江三省合计门店数 374 家。珠三角等华南区域，人口稠密、消费力旺盛，也是公司未来门店扩张的重点。

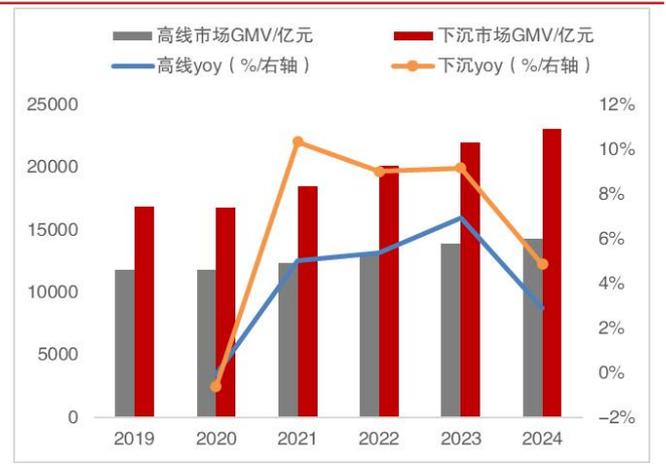
此外，公司围绕“预烹菜”推出肴肴领鲜农贸店（面积仅 10-20 m<sup>2</sup>；售卖家常小炒、家宴大菜、秘制烤肉、煎炸小吃等 7 大类食材以及小龙虾、啤酒等应季品），来探索农贸市场机遇（根据商务部数据，我国现有农贸市场数量约 4.4 万家）。

图表 13: 各市场层级下加盟门店数以及占比 (家/%)



资料来源：公司公告，华源证券研究所测算

图表 14: 参考我国休闲食品饮料赛道，下沉市场空间大、增长快



资料来源：鸣鸣很忙招股书，华源证券研究所

图表 15: 锅圈门店集中在华北、华东区域/家 (截至 2023 年 8 月)



资料来源：FBIF 食品饮料创新公众号，红餐大数据，华源证券研究所  
本图仅为示意图，不代表中国完整地图

### 3.2. 品类拓展+场景延伸提升同店，新业态打开空间

高频低客单价是公司品类拓展方向，而酒饮新业态有望培育增长新动能。首先，公司通过品类拓展（产品爆品化）与场景创新吸引客流、提升消费频次与复购，进而改善同店销售；即公司从平价火锅烧烤食材超市破圈、进化到全时段覆盖（一日三餐：早中晚餐、下午茶以及夜宵）、全场景渗透的社区央厨。其次，借鉴平价茶饮、量贩零食等优质业态，均以客流量增长为抓手，公司品类拓展方向或围绕高频低客单价，提升消费者参与度与复购。另外，公司2024年重整宋河酒业后，今年积极探索酒饮便利店模型，销售品类包括酒饮、果汁精酿、早点烘焙、冰淇淋、水奶以及窗口现制的冰淇淋、冰杯等；目前该店型仍处于打磨期，未来全国化招商有望打开增长新曲线。

图表 16：品类拓展+场景延伸驱动，核心高频低客单价化



资料来源：华源证券研究所绘制

图表 17：酒饮便利店



资料来源：醅势公众号，华源证券研究所

**图表 18：公司通过爆品套餐持续吸引客流**

套餐系列	推出时间	定价	套餐内容
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(鮰鱼、黑鱼等)、6荤3素、2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份料+4瓶乳酸菌)
小龙虾套餐	2025年5月	99元	4盒小龙虾(650g/盒)配火锅面霸
茶饮精酿啤酒系列	2025年6月		617社区啤酒节，新上架的茶啤产品包括茉莉花茶、龙井绿茶与毛尖绿茶三款口味

资料来源：锅圈食汇、冷冻食品、新食材等公众号，华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测拆分表

我们预计在家餐食产品市场持续扩张，下沉市场门店渗透仍有空间，而公司作为业内龙头企业，可通过品类拓展、店型创新以及市场开发等，驱动单店回升以及门店扩张，预计未来收入或仍可实现双位数增速。我们预计 2025-2027 年公司收入分别达 73/84/96 亿元，分别同比 +13%/+14%/+14%；其中，售予加盟商收入中，同期门店数分别同比净增 1000/1400/1500 家，单店收入分别同比 +4%/+2%/+2%。

利润端来看，考虑到公司整体业态稳定，且伴随规模爬坡，自产率提升，公司毛利率、费用率有望进一步优化，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.89/4.8/5.88 亿元，同比增速分别为 69%/23%/22%。

**图表 19：盈利预测拆分表（百万元）**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,094	6,470	7,334	8,397	9,560
yoy		6%	13%	14%	14%
成本	4,743	5,053	5,706	6,524	7,419
毛利率	22.2%	21.9%	22.2%	22.3%	22.4%
<b>向加盟商销售产品收入</b>	5,366	5,445	6171	7086	8093
yoy		1%	13%	15%	14%
门店数/家	10300	10135	11135	12535	14035
同比变化			1000	1400	1500
单店收入/百万元	0.55	0.53	0.55	0.57	0.58
yoy		-3.1%	4%	2%	2%
营收占比	88.0%	84.2%	84.1%	84.4%	84.7%
<b>其他渠道：自营店 &amp; toB 等</b>	575	867	997	1137	1285
yoy		50.8%	15%	14%	13%
营收占比	9.4%	13.4%	13.6%	13.5%	13.4%
<b>综合指导服务收入</b>	154	158	165	174	182
yoy		2.6%	5%	5%	5%
营收占比	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%	1.9%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 4.2. 相对估值

我们选取相似业态龙头企业蜜雪集团、万辰集团、绝味食品作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值约为 27 倍，公司同样作为万店近场业态，具备一定稀缺性，尤其是公司成功穿越 2023-2024 年需求周期波动，业态稳定性或已得到验证；公司展现出单店回升、开店扩张趋势，基本面改善较为显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 20：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
2097. HK	蜜雪集团	428.07	11.83	13.98	16.32	18.91	36.19	30.57	26.17	22.53
300972. SZ	万辰集团	144.75	1.71	4.72	6.40	8.04	38.85	30.70	22.62	18.00
603517. SH	绝味食品	15.20	0.36	0.79	0.92	1.04	29.60	19.13	16.50	14.56
	平均值						34.88	26.80	21.76	18.36
2517. HK	锅圈	3.34	0.08	0.14	0.17	0.21	20.99	23.60	19.12	15.61

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：锅圈及可比公司收盘价单位为人民币，EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，锅圈盈利预测来自华源证券研究所（截至 2025 年 7 月 31 日收盘价）

## 5. 风险提示

食品安全问题：公司定位是提供一站式在家吃饭餐食产品，若发生食品安全问题，将会给公司品牌形象、声誉带来十分严重的影响，进而严重影响公司的销售与生产。

加盟门店管理问题：公司 80%以上的收入来源于向加盟商销售商品及服务，而实际门店运营者为加盟商及其雇佣的员工，如出现加盟商管理不当、门店监督不严的问题，可能影响公司在消费者心中的品牌形象，从而损害公司利益。

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。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。