

锅圈 (02517.HK)

连锁化过万店，探索全供应链新模式

优于大市

核心观点

锅圈是中国在家吃饭餐食产品的领军品牌。锅圈提供即食、即热、即煮及即配食材，覆盖火锅、烧烤、饮品等八大品类，通过全国加盟门店网络实现零售，截至2024年门店数量达10150家。公司收入主要来源于向加盟商销售产品，2024年收入64.7亿元，其中加盟商收入占比84%。盈利能力方面持续企稳，毛利率稳定在22%左右，2024年净利率3.6%。

在家吃饭餐食产品高增长，市场格局分散。中国在家吃饭市场规模从2018年3.25万亿元增至2022年5.62万亿元，CAGR约14.7%，其中餐食产品细分赛道增速更快，同期复合增长率25.5%至3673亿元。行业格局高度分散，2022年前五名企业市场份额合计仅11.1%，锅圈以3.0%份额居首。行业核心驱动因素包括渠道变革、场景多元化以及当前供应链短板，存在优化空间。

供应链深度整合，优化商业模型。锅圈采用“单品单厂”模式，自建7家工厂覆盖调味料、丸滑、水产等品类，产能2022年达到2.5万吨。2024年收购华鼎冷链完善全国冷链网络，覆盖290个城市。同时，公司精细化运营，提升多店加盟商，门店广泛分布于低线城市，结合消费者反馈快速迭代产品，门店模型不断优化，我们测算公司单店模型省会/地级/县级市回本周期分别为12.2/17.9/20.1个月。另外，公司积极拓展抖音等新渠道，2024年线上爆品套餐实现翻倍以上增长。

门店拓展有望达到2万家，净利率存在向上空间。基于城市线级人口密度测算，中性情景下门店总数有望达1.9万家，增量主要来自下沉市场。单店效率提升方面，公司通过毛肚自由套餐等爆品引流，单店收入同比实现恢复，无人零售模式已覆盖2000家门店延长营业时间。对标ROE约21%的日本神户物产，锅圈资本开支从2022年2.5亿元降至2024年1.5亿元，规模效应有望降低费用，净利率有改善空间。

盈利预测与估值：公司作为成长赛道的加盟型龙头，初步完成万店网络布局，未来整合供应链效率释放后，盈利空间有向上可能性。2025-2027年公司实现营业总收入73.3/84.4/95.9亿元，同比13.3%/15.1%/13.6%；2025-2027年公司实现归母净利润4.1/4.9/5.6亿元，同比78.9%/19.4%/13.7%；实现EPS0.15/0.18/0.20元；当前股价对应PE分别为22.6/18.9/16.6倍。若给予公司2025年25-28XPE，则对应股价4.03-4.51HKD，对应市值111-124亿HKD，相比当前有11%-24%溢价。维持“优于大市”评级。

风险提示：食品安全问题、门店扩张不及预期、单店收入提升不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,094	6,470	7,328	8,436	9,586
(+/-%)	-15.0%	6.2%	13.3%	15.1%	13.6%
归母净利润(百万元)	240	231	413	492	560
(+/-%)	4.2%	-3.8%	78.9%	19.4%	13.7%
每股收益(元)	0.09	0.08	0.15	0.18	0.20
EBIT Margin	5.7%	4.4%	7.3%	7.7%	7.8%
净资产收益率(ROE)	7.3%	7.3%	13.0%	14.9%	16.2%
市盈率(PE)	38.9	40.4	22.6	18.9	16.6
EV/EBITDA	26.3	28.9	20.4	16.9	15.2
市净率(PB)	2.86	2.96	2.93	2.82	2.70

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·海外公司深度报告

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：张向伟

证券分析师：曾光

zhangxiangwei@guosen.com.cn

0755-82150809

S0980523090001

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

联系人：王新雨

010-88005377

021-60875135

zhanglu5@guosen.com.cn

wangxinyu8@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	4.03 - 4.51 港元
收盘价	3.59 港元
总市值/流通市值	9863/9863 百万港元
52周最高价/最低价	4.01/1.57 港元
近3个月日均成交额	76.23 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

内容目录

1 公司概况：一站式在家餐食零售领导者	5
1.1 业务定位：在家吃饭餐食产品领军品牌，服务多元用餐场景	5
1.2 发展历程：从火锅专营到社区央厨，十年布局深耕	6
1.3 公司架构：股权结构集中，管理团队经验丰富	6
1.4 经营表现：2024 年营收反弹，净利率进入企稳通道	8
2 行业分析：居家餐食赛道高增长，市场格局分散	9
2.1 市场规模：在家吃饭餐食产品市场规模高速增长	9
2.2 竞争格局：行业格局分散，锅圈全国化布局领先	10
2.3 驱动因素：需求端与供给端挤压，共同推动渗透率提升	11
3 核心优势：供应链深度整合，优化商业模式	13
3.1 供应链：产业端布局拓展，整合效率受益信息化	13
3.2 渠道：积极拥抱新渠道，单店运营精进，门店继续拓展下沉	15
4 未来展望：门店拓展有望达到 2 万家，净利率存在向上空间	17
4.1 门店扩张存在增量空间，单店经营稳步回升	17
4.2 海外对标神户物产，锅圈盈利能力有向上空间	19
盈利预测与估值	22
假设前提：门店拓展下沉，运营效率提升	22
未来 3 年业绩预测	23
绝对估值：3.92-4.44HKD	23
相对估值：4.03-4.51HKD	25
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 锅圈商业模式	5
图 2: 公司主要品类包括火锅、烧烤产品	5
图 3: 公司销售在家吃饭产品主要渠道为加盟商	5
图 4: 锅圈发展历程	6
图 5: 截至 2025 年 6 月 30 日锅圈股权架构	7
图 6: 2020-2024 年公司收入 CAGR 约 22%	8
图 7: 截至 2024 年锅圈拥有 10150 家门店	8
图 8: 2020-2024 年公司毛利率与净利率变化	8
图 9: 2020-2024 年公司净利润变化	8
图 10: 中国在家吃饭市场规模变化	9
图 11: 在家吃饭细分市场规模变化	9
图 12: 2022 年中国在家吃饭餐食产品市场格局分散	10
图 13: 与锅圈类似的食材型超市未全国化	10
图 14: 内容电商、折扣电商、会员店、零食店等渠道增速较高	11
图 15: 2023 年县域农村线上购买农产品比例相比 2019 年有明显提升	11
图 16: 2023 年美团公园场景订单增长 75%	12
图 17: 场景定义下的“在家吃饭餐食”更贴近预制菜定义	12
图 18: 中国冷链流通率不高	12
图 19: 中国餐饮企业数字化水平低下	12
图 20: 锅圈产能与产量情况	13
图 21: 公司多品类柔性定制供应链	13
图 22: 华鼎冷链覆盖全国云仓网络	14
图 23: 锅圈存货周转天数持续下降	14
图 24: 锅圈 2020-2024 年渠道销售变化	15
图 25: 锅圈抖音运营策略	15
图 26: 锅圈加盟流程	15
图 27: 锅圈 2020-2023 年 4 月加盟商平均开店数变化	15
图 28: 锅圈不同店型与单店模型测算	16
图 29: 公司门店分布在广泛的下沉市场	16
图 30: 公司门店分布	16
图 31: 锅圈单店收入企稳回升	18
图 32: 锅圈爆品套餐帮助门店引流	18
图 33: 神户物产 ROE 保持较高水平	19
图 34: 神户物产 ROE 拆解	19
图 35: 神户物产毛利率在 2010s 提升明显	20
图 36: 2013-2017 年神户物产租金与运费费率下降	20
图 37: 神户物产单店平均营收及变化	20

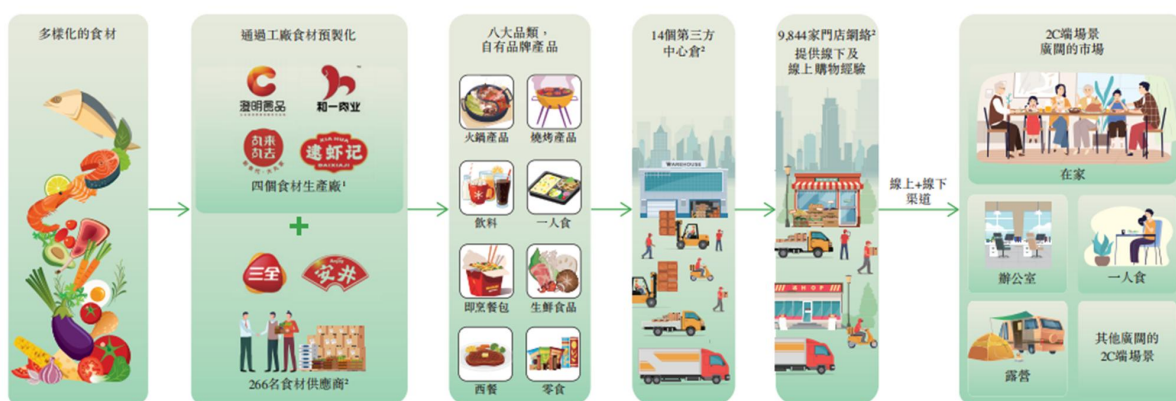
图 38: 神户物产现金循环周期较短	20
图 39: 锅圈资本开支回落	21
图 40: 神户物产模式跑通后, 单店运费增速比营收增速慢	21
图 41: 神户物产广告宣传费先升后降	21
图 42: 锅圈的销售费用主要包括薪酬、仓储、广告费等	21
表 1: 锅圈管理层介绍	7
表 2: 在家吃饭不同产品优缺点比较	9
表 3: 大部分中小型火锅食材超市融资偏早期	10
表 4: 锅圈生产基地(截至 2025 年 6 月 30 日)	13
表 5: 锅圈未来开店空间测算	17
表 6: 锅圈收入拆分	22
表 7: 未来 3 年盈利预测表	23
表 8: 情景分析(乐观、中性、悲观)	23
表 9: 公司盈利预测假设条件(%)	24
表 10: 资本成本假设	24
表 11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	24
表 12: 可比公司估值表(2025 年 10 月 23 日)	25

1 公司概况：一站式在家餐食零售领导者

1.1 业务定位：在家吃饭餐食产品领军品牌，服务多元用餐场景

锅圈是中国“在家吃饭”餐食产品的领军品牌。公司提供即食、即热、即煮和即配食材，并专注于在家火锅产品和烧烤产品，目前已覆盖火锅产品、烧烤产品、饮品、一人食、即烹餐包、生鲜、西餐及零食八大品类。公司依托遍布全国的加盟门店，形成全国性的即时零售网络，为消费者提供美味、方便且价格实惠的餐食产品，服务多元用餐场景，满足多元居家用餐需求。截至 2024 年 12 月 31 日，公司门店数量为 10150 家。

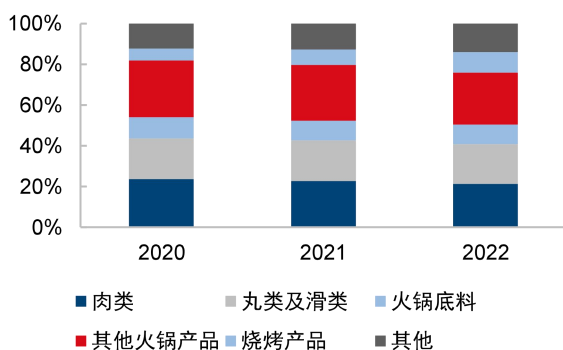
图1：锅圈商业模式



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

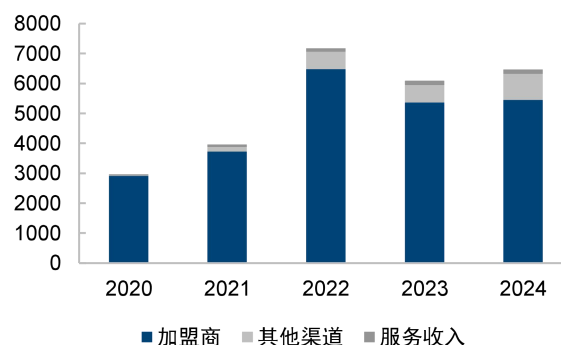
八大品类覆盖在家吃饭场景，加盟商是最主要收入来源。公司从早期火锅产品为主，随着规模扩张逐步拓展至八大品类，补充非火锅旺季以及日常在家吃饭产品需求。同时，为适应消费者需求的变化，集团持续优化产品结构，定期推出新品并升级现有产品。公司收入主要来源于三大业务板块：1) 向加盟商销售产品；2) 向加盟商收取综合服务费；3) 其他渠道销售（以 B2B 业务为主，含少量直营店销售），其中加盟商业务构成公司主要收入来源。

图2：公司主要品类包括火锅、烧烤产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司销售在家吃饭产品主要渠道为加盟商



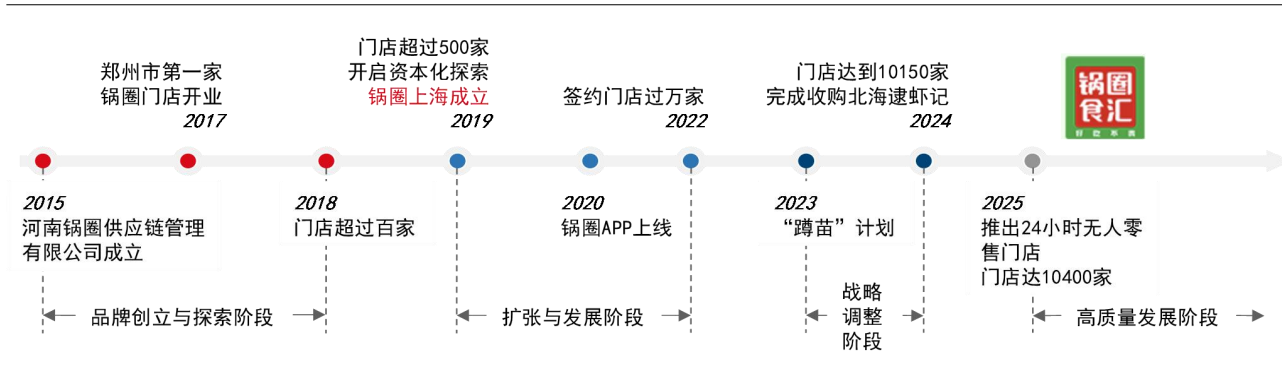
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.2 发展历程：从火锅专营到社区央厨，十年布局深耕

公司发展始于 2015 年，从单城单店到万店网络。公司深耕产业供应链布局，并在中国建立了全方位的一站式在家吃饭餐食产品的即时零售门店网络，主要通过加盟商线下门店实+线上平台实现广泛的消费者触达，以一站式服务的方式满足消费者的多样化用餐需求。纵观公司的发展历程，可以划分为四个阶段：

- **品牌创立与探索阶段（2015-2018 年）**：公司前身河南锅圈供应链管理有限公司于 2015 年成立，主要服务 B 端市场。随后，公司逐步转为面向 C 端市场。2017 年公司第一家线下门店于郑州开业。公司门店数量不断增加，2018 年，公司门店数量突破 100 家。
- **扩张与发展阶段（2019-2022 年）**：2019 年，公司门店数量超过 500 家。同年，锅圈供应链（上海）公司成立，公司正式开启资本化探索。2020 年，锅圈 APP 正式上线，标志着公司数字化建设的落地。公司继续深化门店网络，2022 年公司签约门店数量突破一万家。
- **战略调整阶段（2023-2024 年）**：后疫情时代，消费者回归外出就餐，居家火锅场景需求锐减，消费者客单价下滑，公司营业收入的下滑。公司进入“稳大盘、小增长、调结构”阶段，即“蹲苗计划”。2023 年公司改制成为股份公司，更名为锅圈食品（上海）股份有限公司并在港交所完成上市。截至 2024 年，公司门店数达到 10150 家，并完成收购北海速虾记等企业。
- **高质量发展阶段（2025 年至今）**：公司深耕产业供应链布局，建立 7 家自有工厂+19 座数字化中央仓。坚持“社区央厨”的战略定位，依托会员生态与场景创新等举措，形成全方位的即时零售门店网络。截至 2025 年 6 月 30 日，公司全国门店总数达 10400 家。

图4：锅圈发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

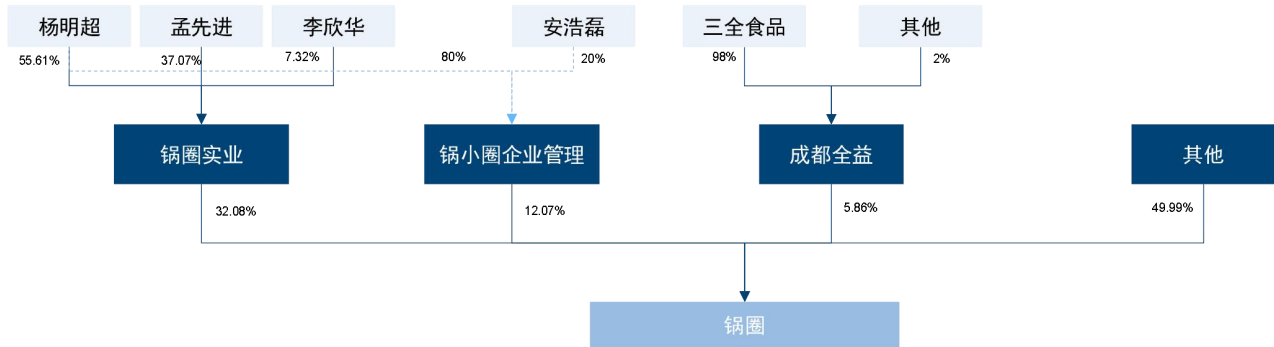
1.3 公司架构：股权结构集中，管理团队经验丰富

公司股权集中，结构清晰。公司控股股东包括创始人兼董事长杨明超及其一致行动人孟先进、李欣华，三人通过锅圈实业合计持有公司 32.08%的股权。此外，杨明超还通过锅小圈企管间接控制公司 9.66%股权。公司股东中还包括三全食品等产业资本，战略投资者在数字化、渠道和供应链方面与公司形成协同效应。

管理团队经验丰富，背景多元。公司注重管理团队的组织架构以及人才的培养。

公司创始人、董事长、执行董事兼首席执行官杨明超先生在餐饮行业有创业经验，在火锅、烧烤食材供应链及连锁门店经营领域经验丰富，擅长标准化管理和渠道营销。其他核心高管也长期专注于市场开发、门店运营和信息技术等领域。2019年，锅圈食品企业大学成立，干部学院板块培养了大批既懂产品又懂管理学的复合型高级人才，为公司发展提供优秀人才供给。

图5：截至 2025 年 6 月 30 日锅圈股权架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 1：锅圈管理层介绍

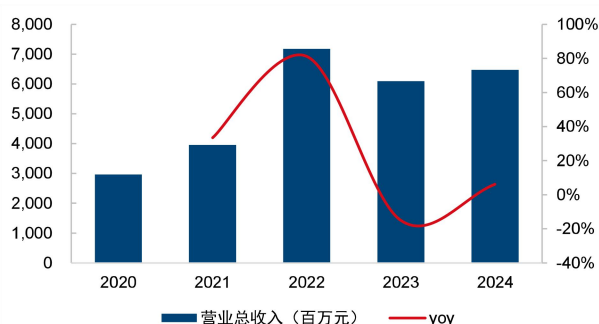
姓名	职务	履历
杨明超	首席执行官	公司的创始人、董事长、执行董事兼首席执行官。主要负责集团的整体业务战略及运营。杨先生于 2015 年 1 月创立集团并一直在集团及公司的若干附属公司任职，包括自 2015 年 1 月起担任河南锅圈供应链管理有限公司董事长；自 2019 年 7 月起担任锅圈食品（上海）股份有限公司董事；自 2020 年 6 月起担任上海锅圈食汇商业管理有限公司董事；自 2021 年 8 月起担任鹿邑县和一肉业有限公司董事长及自 2022 年 11 月起担任鹿邑县澄明食品有限公司董事长。
孟先进	常务副总裁	公司的联合创始人、执行董事兼常务副总裁。主要负责集团的市场开发和门店管理。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。
安浩磊	副总裁	公司的执行董事兼副总裁。主要负责集团的资本市场及信息技术部门管理。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。目前也正在担任集团数间附属公司的董事。
罗娜	副总裁	公司的执行董事兼副总裁。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丸去食品有限公司及鹿邑县和一肉业有限公司董事。
杨童雨	副总裁	现任全资附属公司锅圈投资管理（上海）有限公司董事长及公司副总裁，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。于 2019 年 10 月至 2022 年 11 月间，杨女士曾任鹿邑县澄明食品有限公司执行董事及董事长职务。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常务委员。
王晖	首席财务官， 董事会秘书， 联席公司秘书	公司的资本市场办公室主任及董事会秘书、联席公司秘书、首席财务官。负责管理资本市场相关工作。王先生于 2020 年 9 月加入集团。王先生于 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。
郑敏	营运总监	锅圈食品（上海）股份有限公司的监事。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。于 2024 年 12 月 31 日获委任为锅圈食品（上海）股份有限公司监事会主席。
林庚堉	联席公司秘书	方圆企业服务集团（香港）有限公司的助理经理。彼为是香港公司治理协会的资深会员，拥有超过 10 年公司秘书行业的工作经验。于 2025 年 08 月 04 日获委任为锅圈食品（上海）股份有限公司联席公司秘书。
薛鸿	财务副总监	锅圈食品（上海）股份有限公司财务副总监。于二零一五年一月加入集团。于 2024 年 04 月 03 日获委任为锅圈食品（上海）股份有限公司职工代表监事。于 2024 年 12 月担任锅圈食品（上海）股份有限公司财务副总监。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.4 经营表现：2024 年营收反弹，净利率进入企稳通道

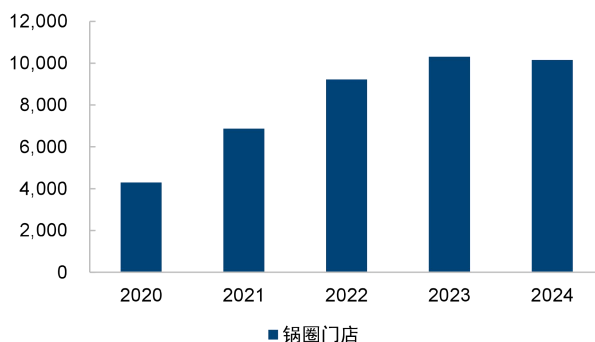
2020-2022 年公司营收大幅增长，2024 年营收触底反弹。2020-2022 年公司快速扩张，门店数量由 2020 年的 4300 家增长至 9221 家。2020-2022 年，公司营业收入分别为 29.65/39.58/71.73 亿元，复合增速达 55.54%。2023 年起居民在家餐食场景相对减少，叠加下游消费力偏弱，门店数量增速减缓，公司营业收入 60.94 亿元，同比-15%。2024 年公司经过调整，营业收入触底反弹达到 64.7 亿元，增速由负转正，门店总数达到 10150 家。2025H1 公司门店数相比 2024 年底净增加 250 家至 10400 家，其中新增多家区别于标准社区门店的乡镇门店，另外公司完成 2000+家零售门店智能化、无人化升级改造。

图6：2020-2024 年公司收入 CAGR 约 22%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

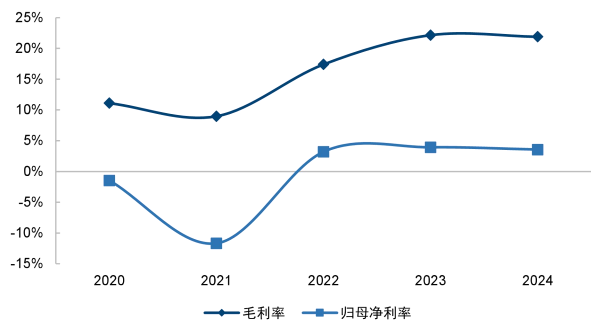
图7：截至 2024 年锅圈拥有 10150 家门店



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

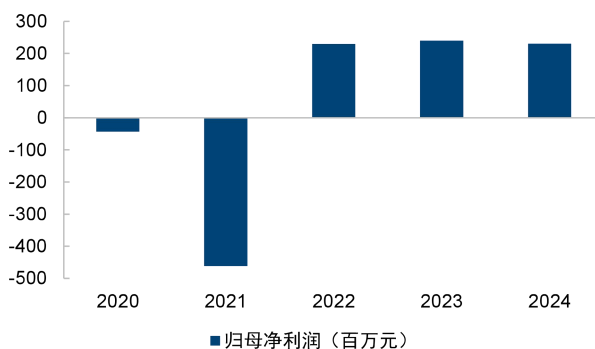
产品结构改善叠加规模效应，支撑盈利能力改善。得益于公司产品结构的优化以及门店扩张带来的规模效应渐显，2023 年公司毛利率提升至 22.2%。2024 年，公司毛利率小幅下跌至 21.9%，总体仍维持稳健。2020-2021 年，公司净利润 -0.43/-4.62 亿元，业绩表现偏弱，2022 年净利润达到 2.3 亿元，成功扭亏为盈，迎来利润拐点 2023-2024 年，公司净利率改善企稳，2024 年净利率 3.6%。2025H1 公司核心经营净利率 5.9%，同比提升 1.2pct。2025H1 毛利率 22.1%，同比小幅下滑 0.7pct，主因产品结构变化；销售费用率/管理费用率同比减少 1.8/1.8pct 贡献较大，主要受益于规模效应以及营销投放效率提高。另外，公司拟派中期股息 0.0716 元/股，合计约 1.9 亿元人民币。

图8：2020-2024 年公司毛利率与净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：2020-2024 年公司净利润变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2 行业分析：居家餐食赛道高增长，市场格局分散

2.1 市场规模：在家吃饭餐食产品市场规模高速增长

在家吃饭市场规模稳步扩张，2018–2022 年 CAGR 为 14.7%。随着中国居民生活水平的提高和对食品安全、食品健康重视程度的加深，中国在家吃饭市场的市场规模持续增长。根据公司招股说明书，中国在家吃饭市场的市场规模由 2018 年的 32482 亿元增长至 2022 年的 56156 亿元。在家吃饭在中国所有餐饮场景中的占比也有所提高。按零售额计，在家吃饭市场的市场规模占比由 2018 年的 47.1% 增长至 2022 年的 60.3%，2027 年预计将达 71089 亿元。

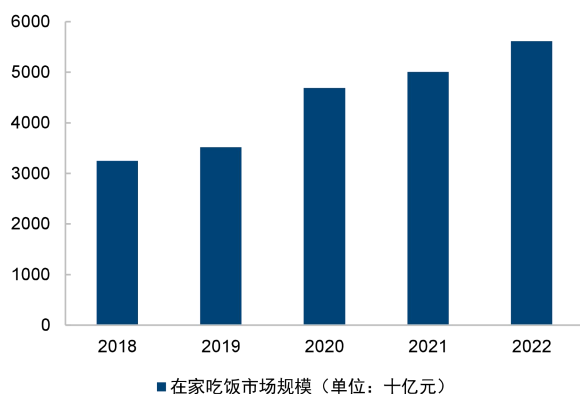
消费者追求便捷健康，在家吃饭餐食市场匹配需求。目前，中国在家吃饭主要分为在家吃饭餐食产品、在家做饭新鲜食材、餐饮外卖三个市场。在家吃饭餐食产品市场向消费者提供即食、即热、即烹餐食品或即配食材；在家做饭新鲜食材市场要求消费者购买新鲜食材并在家烹饪；餐饮外卖市场以方便快捷为主要特点，实行送餐到家。从细分市场结构看，相较于购买新鲜食材在家做饭和餐饮外卖，消费者越来越倾向寻求方便且无需复杂烹饪技巧的健康选择。因此，在家吃饭餐食产品市场快速增长，由 2018 年的 1479 亿元增长至 2022 年的 3673 亿元，CAGR 为 25.5%。

表2：在家吃饭不同产品优缺点比较

类别	定义	优点	缺点
在家吃饭餐食产品	向消费者提供即食、即热、即烹餐食品或即配食材	兼顾方便、快捷和口味及质量	成本高于买菜在家做饭
在家做饭新鲜食材	购买新鲜食材并在家烹饪	新鲜、选择多样化	耗时、具有烹饪难度
餐饮外卖	餐厅自行或通过送餐平台送餐到家	方便、快捷	配送可能影响新鲜度、卫生难以把控

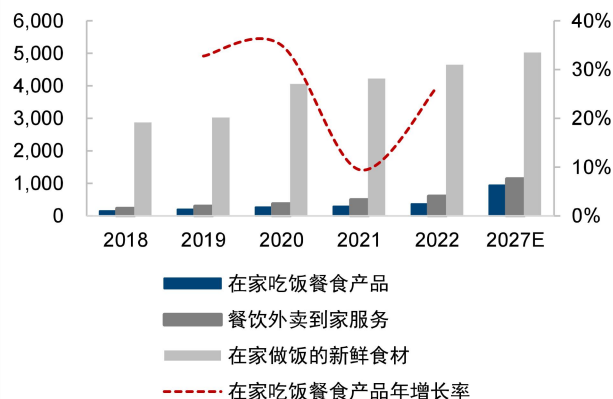
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：中国在家吃饭市场规模变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：在家吃饭细分市场规模变化



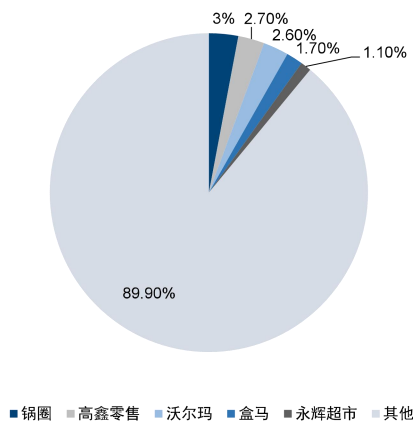
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2 竞争格局：行业格局分散，锅圈全国化布局领先

行业格局高度分散，锅圈占据领先地位，市占率约 3.0%。根据锅圈招股书，2022 年中国在家吃饭餐食产品行业前五名企业合计市场份额仅为 11.1%，集中度低，锅圈以 3.0% 的市场份额位居行业首位。分散格局源于行业特性，包括准入门槛低、区域口味差异显著、产品品类多样以及销售渠道碎片化。行业主要参与者可分为以锅圈、盒马为代表的零售型企业和生产型企业，产业链多个环节的竞争者均有涉及。

同类加盟业态发展尚处早期，全国化布局有限。与锅圈模式相似的加盟型食材超市普遍门店数量较少，且未能实现全国覆盖。例如，邹立国专注于肉类、火锅底料等六大品类，门店主要集中在东北地区，全国门店总数为 674 家。少数类似餐食加盟品牌如懒熊、三餐有料、查特熊、餐爆食材获得了早期轮次融资，但整体行业发展仍处于探索阶段。

图 12：2022 年中国在家吃饭餐食产品市场格局分散



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13：与锅圈类似的食材型超市未全国化

品牌	简介	门店数
邹立国火锅烧烤超市	产品聚焦肉类、火锅底料、蘸料、丸滑、海鲜、酒类六大类别，门店主要覆盖东北地区	674
鼎汇丰火锅超市	产品聚焦火锅、烧烤食材，门店主要覆盖东北、华北地区	437
查特熊火锅食材集合店	产品聚焦火锅、烧烤、海鲜、面点、预制菜、一人食、器具等，门店覆盖全国 20 个省份，河北、山西、河南等省份较为集中	94
大明火锅超市	产品聚焦家庭火锅、烧烤食材零售，涵盖牛羊肉类、丸滑类、底料蘸酱等 12 大系列，主要覆盖东北、华北地区	80
吴佳朋火锅超市	产品聚焦火锅与烤肉领域，门店主要覆盖东北地区，吉林省较为集中	74
九品锅	产品聚焦火锅、烧烤、调料、酒水四大类，门店主要覆盖我国中东部地区，河南、江苏省较为集中	71
懒熊火锅	产品聚焦火锅、烧烤、中餐，门店主要覆盖华北、华东、华中地区，山东、河南省较为集中	62
辣圈火锅烧烤食材超市	产品聚焦冻品、生鲜、小吃、底料蘸酱、四季饮品、火锅器具等多种品类，门店覆盖全国 21 个省份，江苏、河南省较为集中	54
川鼎汇	产品聚焦底料、肉类、丸滑等十大产品系列，门店主要覆盖华中、华东地区	48
鼎哆味火锅食材超市	产品聚焦正宗巴渝麻辣火锅底料、生鲜、净菜、饮品、小吃等多个品类，门店主要覆盖华北、华中、华东地区	28
信良记火锅食材	产品聚焦火锅、烧烤、热卤、炸鸡等十八大类别预制食材，门店主要覆盖华中、华东地区	25

资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

表 3：大部分中小型火锅食材超市融资偏早期

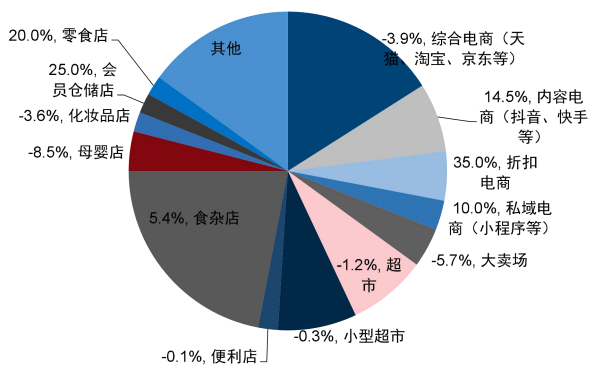
品牌	融资日期	轮次	金额	投资方
懒熊火锅	2019/12/27	天使轮	数百万人民币	饭一萌
	2020/5/28	战略投资	数千万人民币	字节跳动、山景资本（财务顾问）
	2020/10/13	战略投资	未透露	骥盛资本、山景资本（财务顾问）
	2021/2/24	A 轮	近亿人民币	星陀资本（领投）、骥盛资本、字节跳动、山景资本（财务顾问）
三餐有料	2021/1/4	战略投资	未透露	梅花创投、英诺天使基金
	2021/6/21	A+ 轮	数千万人民币	众海投资（领投）、梅花创投
查特熊	2021/2/1	种子轮	数百万人民币	王亚军
餐爆食材	2020/9/8	天使轮	千万级人民币	美林创投
	2020/12/1	A+ 轮	1000 万人民币	东合创投（领投）

资料来源：IT 桔子，国信证券经济研究所整理

2.3 驱动因素：需求端与供给端挤压，共同推动渗透率提升

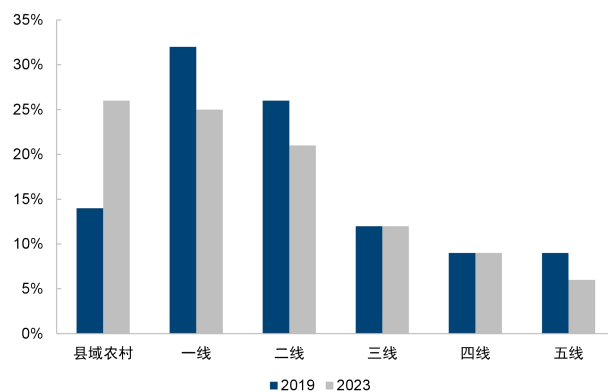
下游零售体系的变革，驱动食材购买渠道重塑。用户购买烹饪食材的渠道正发生变迁，根本原因是消费者习惯和生活方式的持续演进。消费者对便利性、安全性以及多渠道适配的需求不断升级，叠加居家需求的常态化增长，共同驱动了下游零售渠道的结构性变化与升级。下游零售渠道日益多元化（如社区店、电商平台等），并加速向线上线下一体化融合的方向发展。根据京东，2023年1月至8月县域农村地区网购的蔬菜销量比2019年同期增长超过8倍，销量占比从2019年的8%上升到2023年的30%，主因线上渗透率提升、线上优惠、补充品类和售后服务缺失等。

图14：内容电商、折扣电商、会员店、零食店等渠道增速较高



资料来源：尼尔森，国信证券经济研究所整理

图15：2023年县域农村线上购买农产品比例相比2019年有明显提升

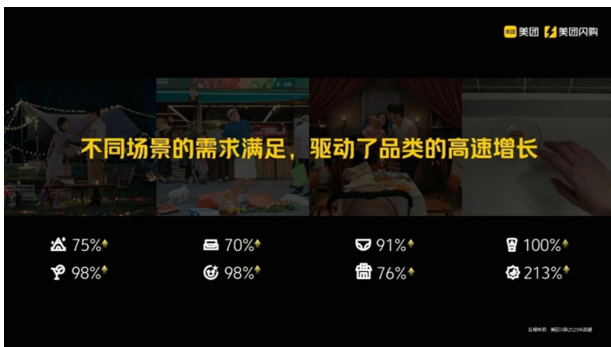


资料来源：盒马，叮咚买菜，小象超市，国信证券经济研究所整理

消费场景加速升级，需求升级驱动多元应用场合涌现。伴随消费者生活水平的提高，消费者日常饮食需求呈现多样化趋势，催生出更多元的食材应用场合。例如多人共享的社交型场景（如露营野餐、户外活动、家庭聚餐等）以及追求便利的个性化场景（如单人份量包装的便捷食材）。同时，丰富的产品品类（如烧烤产品、饮品、西餐及零食）也补充了非火锅旺季的需求。

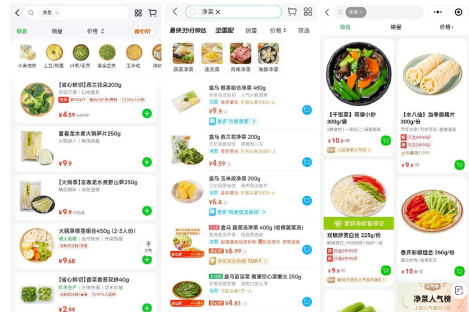
食材功能跨界延展，打破原有壁垒深度赋能日常烹饪。食材本身的功能边界也在拓宽，融入日常烹饪体系。在家吃饭餐食对食材进行了预处理以及调味，简化了消费者购买后食用的所需步骤，例如清洗、切割、调味腌制等。场景定义下的“在家吃饭餐食”更贴近预制菜定义。例如：火锅底料被广泛用作菜肴调味基底，提升家常菜风味层次；原本专属于火锅场景的涮煮食材，如毛肚，也频繁成为毛血旺等经典菜肴的核心原料。盒马、叮咚等商超售卖的净菜商品热销，得到消费者青睐。

图16: 2023 年美团公园场景订单增长 75%



资料来源：中国轻工业信息网，国信证券经济研究所整理

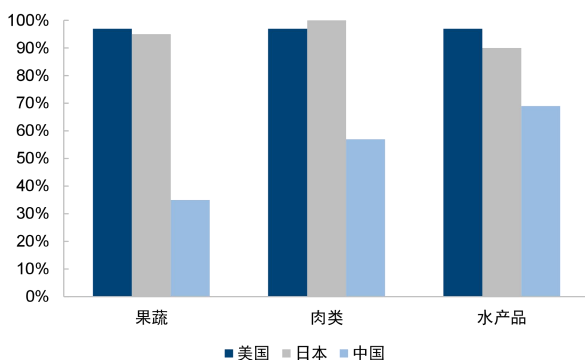
图17: 场景定义下的“在家吃饭餐食”更贴近预制菜定义



资料来源：盒马，叮咚买菜，小象超市，国信证券经济研究所整理

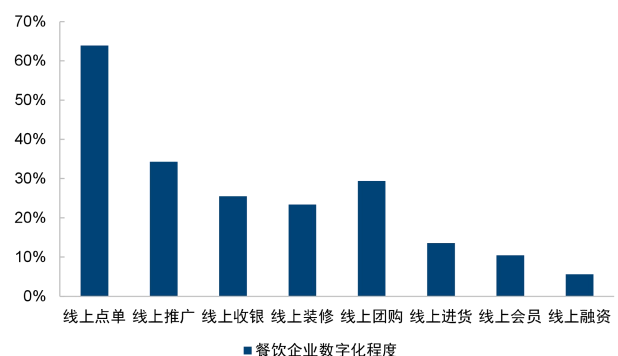
供应链标准化程度不高，冷链流通率、数字化仍有提升空间。中国冷链物流发展历史较短，整体冷链流通率与发达国家存在差距。根据中冷联盟，目前我国果蔬、肉类和水产品的冷链流通率为 35%/57%/69%，美国均达到 97%，日本肉类冷链流通率则达到 100%。我国餐饮行业数字化应用呈现不均衡状态，线上点单普及率接近 64%，相比之下，供应链环节的数字化渗透率不足 14%，融资环节数字化低于 6%。中小型餐饮企业在供应链等后端环节的数字化程度尤为薄弱。

图18: 中国冷链流通率不高



资料来源：中冷联盟，国信证券经济研究所整理

图19: 中国餐饮企业数字化水平低下



资料来源：中国社会科学院，国信证券经济研究所整理

3 核心优势：供应链深度整合，优化商业模式

3.1 供应链：产业端布局拓展，整合效率受益信息化

“单品单厂”模式，协助产业端精细化布局。锅圈生产基地布局持续完善，通过对产业端的持续深耕与布局，提高上游采购环节的议价能力，同时生产端的规模效应得到有效释放，推动生产成本结构持续优化。截至 2025 年 6 月 30 日，公司共运营七个食材生产工厂，覆盖核心产品类别，其中，“澄明工厂”、“广元澄明工厂”及“台江工厂”生产调味料产品；“丸来丸去工厂”和“欢欢工厂”生产丸滑及水产类产品；“逮虾记”专注于水产；“和一工厂”负责牛肉产品生产。

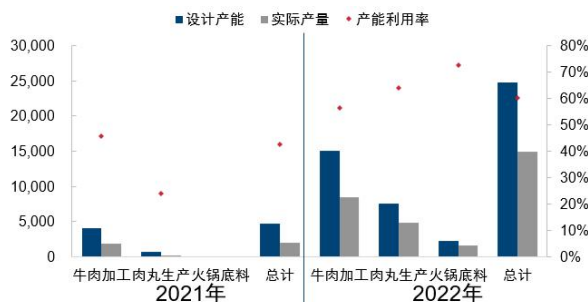
表4：锅圈生产基地（截至 2025 年 6 月 30 日）

工厂	收购/投产时间	主要产品	所在地	布局方式
丸来丸去	2021 年 8 月	肉丸	河南鹿邑县	收购 51%股权
澄明食品	2022 年 11 月	火锅底料	河南鹿邑县	收购 74.8%股权
和一肉业	2021 年 8 月	牛肉产品	河南鹿邑县	收购 51%股权
锅圈欢欢	2024 年 9 月	水产类	湖北石首市	控股比例 60%
逮虾记	2021 年 11 月	虾滑等滑类	广西北海市	收购 41%股权
苗苗食品	2024 年 6 月	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 通过澄明食品间接持有 90%股份
广元澄明工厂	2024 年 2 月	火锅底料	四川广元市	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上游供应商合作紧密，积极布局产能和柔性供应链。公司在上游端已和 300 多家供应商完成衔接，确保供应链完整，公司在 2022 年合计产能约 2.5 万吨。2025 年 7 月 1 日，公司发布公告称拟在海南省儋州市建设食品生产基地，投资金额预计约 4.9 亿元，此次建设有望助力集团在上游采购端的议价能力提升。公司在上海、成都等地区设立 6 个专业食材研发中心，组建了近 300 人的研发与品控团队，对接多品类柔性供应链实现快速响应生产。

图20：锅圈产能与产量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：公司多品类柔性定制供应链



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

收购华鼎冷链完善产业链布局，打通下沉市场冷链网络。锅圈控股股东锅圈实业于 2024 年 7 月完成对华鼎冷链的全资收购。华鼎冷链自 2019 年起为 20 万家餐饮

门店提供冷链仓配服务，华鼎冷链科技已构建起覆盖全国的智能化冷链物流体系，在全国设立 23 个省级区域仓储中心，并部署了 1000 多个前置冻仓节点。服务范围辐射全国 290 个城市、超 2000 个县域，成功打通了县乡区域冷链物流“最后一公里”，实现了冻品食材的全程冷链直达。

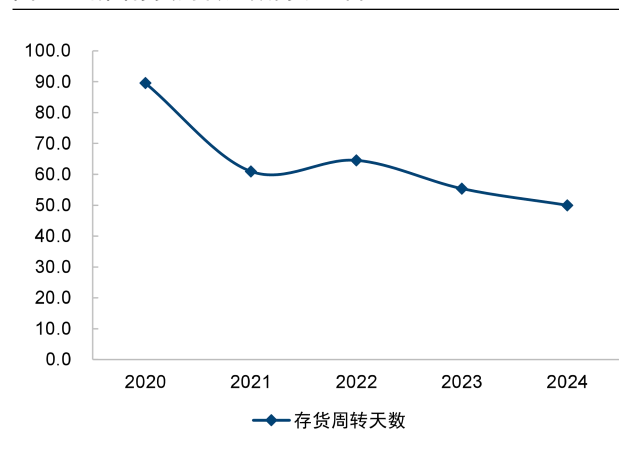
坚持信息化和数字化管理，建立高效仓储物流配送体系。锅圈在发展初期即采用“先建仓后开店”的策略，以仓库为核心向周边社区门店辐射，实现冷链快速配送，虽然前期资本投入较大，但随着规模扩大可有效摊薄中心仓成本，能够保证中间环节精简，确保仓储物流体系的高效。同时，锅圈持续投入数字化建设与信息化管理技术，支撑产品快速周转，目前物流体系覆盖国内多数地区，支持订单次日达的配送时效，显著缩短了商品流转时间。公司存货周转效率持续优化，存货周转天数从 2020 年的约 90 天下降至 2024 年的约 50 天，经营效率实现提升。

图 22：华鼎冷链覆盖全国云仓网络



资料来源：华鼎冷链官网，国信证券经济研究所整理

图 23：锅圈存货周转天数持续下降

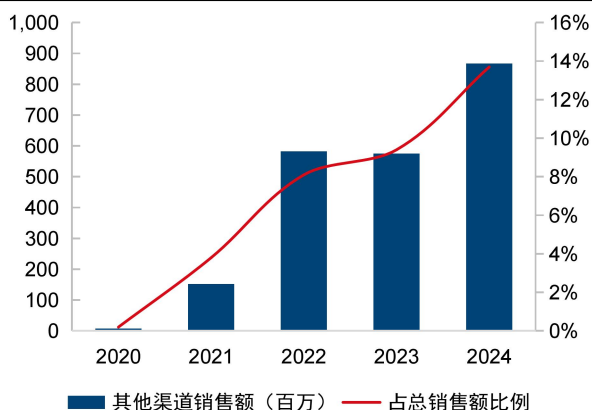


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2 渠道：积极拥抱新渠道，单店运营精进，门店继续拓展下沉

积极拥抱新渠道，延伸产品销路。锅圈积极拥抱增速较快的直播、兴趣电商等渠道。在 2024 年 9 月，锅圈宣布了 i 锅圈即时零售业务的上线。该业务以锅圈覆盖全国的门店体系为依托，以线上渠道为触点，通过“一店一铺一库”的战略布局，让消费者线上买马上吃的需求得到满足。2024 年锅圈完成线上化流量基建，通过爆品策略在公域（抖音、快手、美团、饿了么、微信小程序）取得了较好的成绩。抖音作为其主阵地，单月短视频及直播 GMV 破亿、爆品套餐 7 个月销售超 500 万套、会员拉新近 400 万，完成爆款套餐流量通路，成功拓展了销售新渠道。

图 24：锅圈 2020-2024 年渠道销售变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25：锅圈抖音运营策略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

属地化管理，区域深耕推进门店拓展。锅圈的加盟流程依托全国十几个省区公司实行属地化管理。2022 后招商环节中较大比例的新店由老加盟商或其推荐亲友开设，形成自然裂变。属地管理团队同时主动开展市场勘察，通过扫街锁定潜在铺位资源。团队优先联系区域内现有加盟商，评估其开设二店或小面积门店的意向。仅当老加盟商明确表示无拓展意愿后，招商团队才转向外部新加盟商的开发。

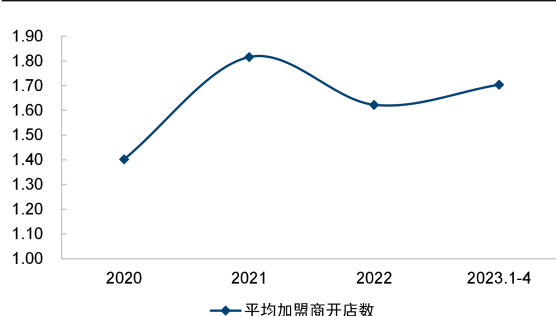
展店从早期追求快速铺量转向精细化管理。2021 年高速扩张阶段公司鼓励优质加盟商开设多店。2022 年起重心转向单店质量控制和区域市场深度渗透。2023 年公司正式启动名为蹲苗计划的长期策略，规划用两到三年时间调整发展节奏，主动放缓新店拓展速度，着力优化加盟商整体结构。除了淘汰了部分经营能力较弱的单店加盟商，公司多店加盟商占比在 2023 年从 29% 提升至 30%，2024 年每个多店加盟商平均管理约 3.1 至 3.2 家门店。

图 26：锅圈加盟流程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 27：锅圈 2020-2023 年 4 月加盟商平均开店数变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

店型积极尝试，单店运营精益求精。锅圈店型根据所属区域的特点具有差异，平均回本周期约1-2年。目前店型包括标准店、黑金店（主打高端食材）、乡镇店、农贸店、24小时自助智能店。根据毛利率和当地不同的房租人力成本测算，省会城市/地级市/县级市的回本周期约为12.2/17.9/20.1个月。同时，锅圈在疫情后放缓了开店速度，专注提升缺乏增长动力店铺的经营水平，做到单店运营水平整体的提升。

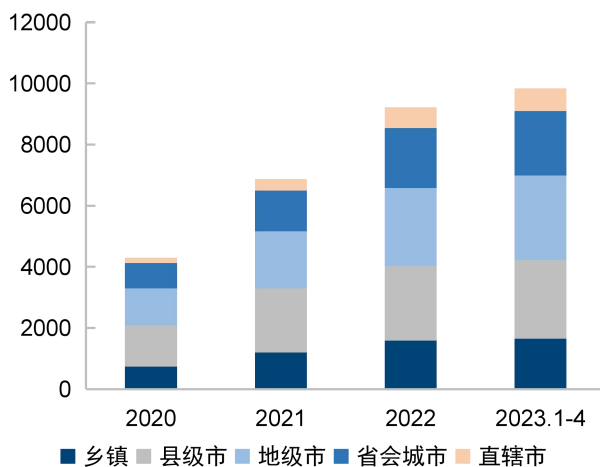
图28：锅圈不同店型与单店模型测算



资料来源：公司公告，公司官网，锅圈招商手册，国信证券经济研究所整理

渠道网络下沉，协助完善反馈渠道。公司注重需求反馈，确保导向机制顺畅。依托全国万家门店网络，建立了消费需求反馈系统。并且，公司足够下沉的渠道，让消费者的刚需能够更好的被发掘，从而更好为社区居民提供对应解决方案。同时，锅圈联合供应商及科研机构开展针对性研发，从而快速响应市场需求变化。

图29：公司门店分布在广泛的下沉市场



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：公司门店分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4 未来展望：门店拓展有望达到 2 万家，净利率存在向上空间

4.1 门店扩张存在增量空间，单店经营稳步回升

下沉市场密度有望提升，门店扩张存在增量空间。测算首先基于第一财经·新一线城市研究所发布的《2025 新一线城市魅力排行榜》划分城市线级，涵盖一线至五线城市；城市经济与人口基础数据来源于全国及各地统计年鉴。进一步结合极海品牌监测平台 2025 年 8 月的最新门店数据，计算得出锅圈在各线城市当前的门店密度。考虑到锅圈在不同省份的市场渗透程度和消费者偏好存在区域差异，未来全国各线城市城市的平均门店人口覆盖率可能低于同线级内经济最发达城市的表现。因此，测算中对前述设定的目标密度统一参照人均可支配收入水平设置了调整系数，以反映区域经济不平衡对实际开店密度的影响。

基于此密度分布，测算设定未来不同发展情景下的门店覆盖目标。针对一至五线城市，在乐观、中性和保守预期下，分别设定目标覆盖率为当前同线级内门店密度最高城市水平的 70%、50%和 30%。

依据单店服务人口覆盖标准进行推算，锅圈未来在全国范围内的潜在新增开店空间预计介于 1.4 万家至 2.6 万家之间。取中性预期情景，未来 5 到 10 年内，锅圈食汇门店总数有望达到约 1.9 万家规模，实现门店网络的深度拓展和市场覆盖的显著提升。

表5：锅圈未来开店空间测算

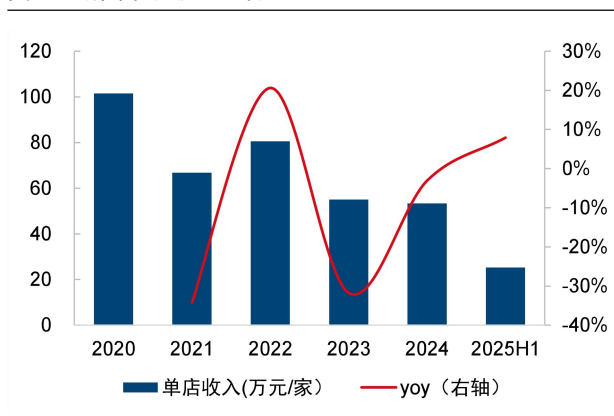
城市层级	城市	常住人口 (万人)	人均 GDP (元)	城镇人均可支 配收入 (元)	门店 数量	密度 (店/百万人)	乐观		中性		悲观	
							密度	门店数量	密度	门店数量	密度	门店数量
一线城市	北京	2,186	228,031	92,464	152	7.0	7.0	152	7.0	152	7.0	152
	上海	2,487	216,795	93,095	159	6.4	6.4	159	6.4	159	6.4	159
	深圳	1,779	206,867	81,123	13	0.7	4.3	75	3.1	54	1.8	32
	广州	1,883	164,830	83,436	8	0.4	4.4	82	3.1	59	1.9	35
	合计或平均	8,335	205,885	88,192	332	4.0	5.6	468	5.1	424	4.5	378
新一线城市	西安	1,308	101,832	53,678	351	26.8	26.8	351	26.8	351	26.8	351
	郑州	1,301	111,716	50,494	344	26.4	26.4	344	26.4	344	26.4	344
	苏州	1,296	206,259	86,640	193	14.9	30.3	392	21.7	280	14.9	193
	合肥	985	137,092	62,685	143	14.5	21.9	216	15.7	154	14.5	143
	合计或平均	20,238	137,890	64,583	1,980	9.8	23.7	4,789	17.9	3,617	12.9	2,606
二线城市	太原	545	99,349	47,930	143	26.2	26.2	143	26.2	143	26.2	143
	石家庄	1,123	73,027	49,990	237	21.1	21.1	237	21.1	237	21.1	237
	常州	538	201,183	75,003	105	19.5	28.7	154	20.5	110	19.5	105
	南通	775	160,313	65,457	141	18.2	25.1	194	18.2	141	18.2	141
	无锡	750	216,989	80,003	120	16.0	30.6	229	21.9	163	16.0	120
	合计或平均	23,375	110,633	59,636	2,205	9.4	23.1	5,389	16.9	3,954	12.3	2,873
三线城市	咸阳	412	72,829	47,116	99	24.0	24.0	99	24.0	99	24.0	99
	银川	291	101,081	49,164	51	17.5	17.5	51	17.5	51	17.5	51
	周口	867	41,953	34,506	137	15.8	15.8	137	15.8	137	15.8	137
	扬州	459	170,330	59,614	70	15.3	21.3	97	15.3	70	15.3	70
	新乡	613	58,281	40,653	93	15.2	15.2	93	15.2	93	15.2	93
	合计或平均	34,790	79,407	46,857	2,939	8.4	17.6	6,107	13.2	4,582	10.2	3,540
四线城市	西宁	248	75,054	43,803	65	26.2	26.2	65	26.2	65	26.2	65
	鄂尔多斯	222	286,584	61,605	54	24.3	25.8	57	24.3	54	24.3	54
	焦作	352	67,307	40,937	67	19.0	19.0	67	19.0	67	19.0	67
	吕梁	335	78,985	36,558	61	18.2	18.2	61	18.2	61	18.2	61
	东营	221	195,272	65,526	39	17.7	27.4	60	19.6	43	17.7	39
	合计或平均	30,776	69,706	43,889	1,796	5.8	18.3	5,646	13.5	4,142	9.3	2,867

五线城市	海西	47	180,017	44,670	13	27.6	26.2	12	26.2	12	26.2	12
	阿拉善	27	154,098	53,318	7	26.1	26.1	7	26.1	7	26.1	7
	阿里	12	88,208	59,067	3	25.0	25.0	3	25.0	3	25.0	3
	黄南	28	43,631	41,148	7	24.8	24.8	7	24.8	7	24.8	7
	酒泉	104	99,906	49,814	24	23.0	23.0	24	23.0	24	23.0	24
合计或平均		20,493	59,601	40,371	853	4.2	16.4	3,351	11.9	2,430	7.9	1,609
合计							25,750		19,149		13,873	

资料来源：公司公告，极海品牌监测，国信证券经济研究所整理

爆品套餐引流+无人零售结合，打磨优化单店模型。锅圈主打的毛肚自由套餐包含净含量 700 克的毛肚组合装、11 份荤菜以及底料蘸料等食材，满足 4 至 6 人用餐需求。套餐突出的性价比迅速赢得市场认可，推动 2025 年上半年抖音平台套餐产品券销售收入实现翻倍增长。根据我们测算，2024 年下半年至 2025 年上半年，锅圈单店收入同比分别增长 7%和 8%，经营状况已获得较好恢复。此外，公司已完成超过 2000 家零售门店的智能无人化升级，实现营业时间延长，更好地覆盖消费者不同时段的多场景消费场景。

图 31：锅圈单店收入企稳回升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 32：锅圈爆品套餐帮助门店引流



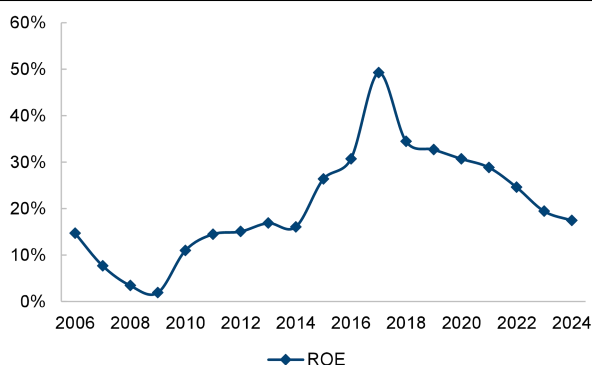
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

4.2 海外对标神户物产，锅圈盈利能力有向上空间

4.2.1 神户物产：产供销一体化，高效运营驱动 ROE 提升

高效运营模式驱动 ROE 和盈利水平提升。神户物产主要通过“业务超市”门店向 B 端消费者售卖高性价比的食品原材料和半成品等，业务模式成熟。2006 年至 2024 年神户物产平均净资产收益率约为 21%，体现了持续的盈利能力。2009 年至 2017 年，公司净资产收益率显著提升，源于净利率与权益乘数的共同提高。2018 年后，净资产收益率从高位下降，主要驱动因素是权益乘数逐步降低，但是期间资产周转率在此期间保持平稳，净利率水平小幅提升，整体营运效率较高。

图 33：神户物产 ROE 保持较高水平



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

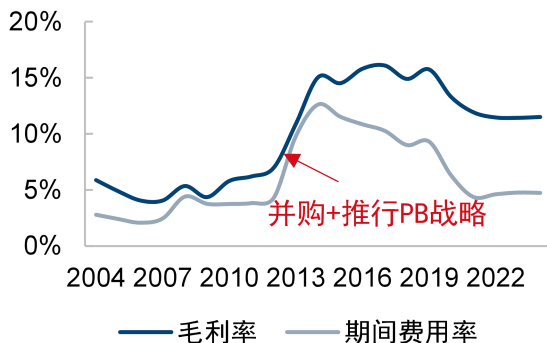
图 34：神户物产 ROE 拆解



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

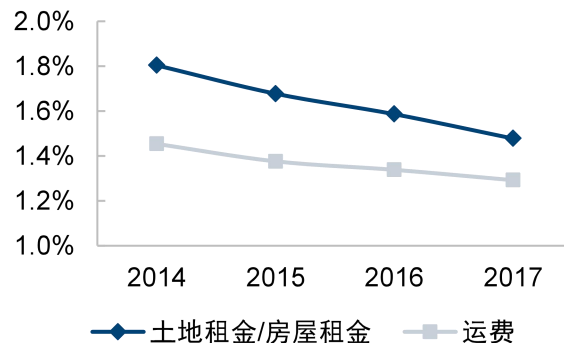
- ◆ **2009 年至 2017 年：净利率和权益乘数共同驱动 ROE 显著提升。**净利率的提升得益于业务结构优化及运营效率改善。公司通过并购高毛利业务、推广自有品牌战略以及实施总成本领先策略，推动毛利率从 2009 年的 4.4% 上升至 2017 年的 16.1%。尽管合并子公司导致期间费用率从 3.8% 增至 10.3%，但规模效应下，运费与仓储费用在 2013 年至 2017 年间呈现下降趋势。此外，公司通过增加债务支持资本支出，进一步放大了财务杠杆效应。
- ◆ **2018 年后，资产周转率保持稳定，净利率仍小幅提升，ROE 从高位回落。**得益于公司产销一体化模式运转良好，以及前期供应链整合的成效逐步释放。虽然原材料成本上涨导致 2017 年至 2024 年整体毛利率回落至 12% 左右，但公司运营效率得到快速提升，期间费用率显著降低至 4.7%，推动净利率保持稳定水平，2024 年公司净利率约 4.3%。

图35：神户物产毛利率在 2010s 提升明显



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图36：2013-2017 年神户物产租金与运费费率下降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

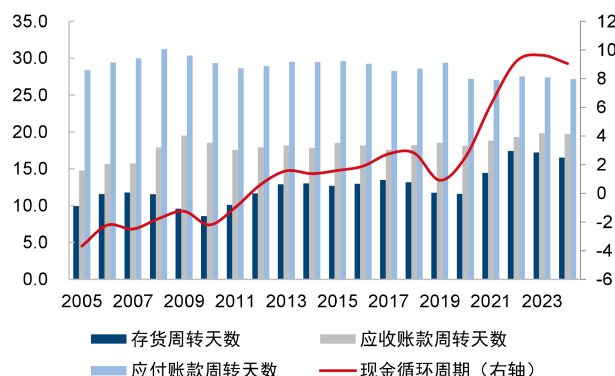
产供销一体化，保障高效运营。神户物产通过持续的门店扩张带动营收规模提高，门店数量从 2007 年的 472 家增长至 2024 年的 1084 家，期间单店营业收入 CAGR 约为 4.7%。公司商业模式的核心在于产供销一体化，首先凭借高品质、高性价比的商品建立消费者对门店的强信任感，向上游进行更深度的供应链整合，同时通过自建或收购工厂生产 PB（自有品牌）商品加强周转，2024 年神户物产自有 PB 商品收入占比约 35%。公司现金循环周期较低，2020 年之前长期保持在 3 天以下，体现了公司营运资金效率高，资金周转速度快。

图37：神户物产单店平均营收及变化



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图38：神户物产现金循环周期较短

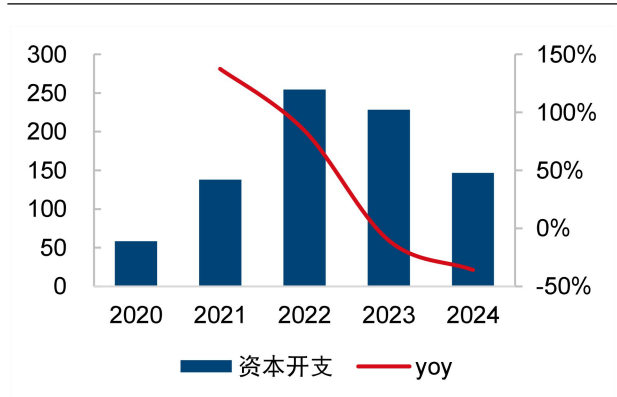


资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

4.2.2 优化期协同增效，锅圈盈利水平有望提升

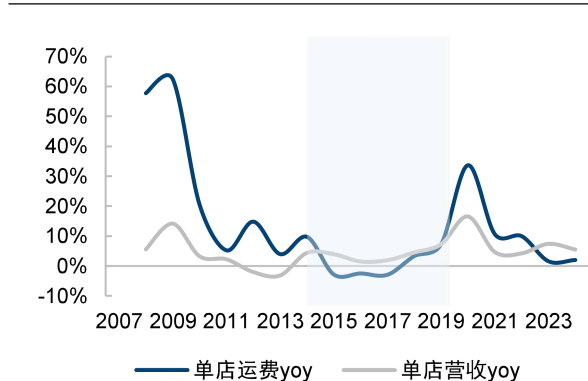
产供销协同对降低流通环节成本，进入优化期有望拔高毛利率。锅圈自 2022 年起资本开支呈现逐步回落态势，2022/2023/2024 年分别为 2.5/2.3/1.5 亿元，资本开支的回落或将标志着前期产能布局进入收获期，为企业盈利能力的改善奠定基础。与此同时，业务规模的持续扩大有助于发挥规模效应，推动单位运输成本的下降。参考神户物产在成功实施产供销一体化体系后，成功从扩张期转入运营优化期，单店运费的增长速度低于门店营业收入的增长速度，锅圈通过内部效率提升和外部规模优势的结合，为整体毛利率增强创造条件。

图39：锅圈资本开支回落



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

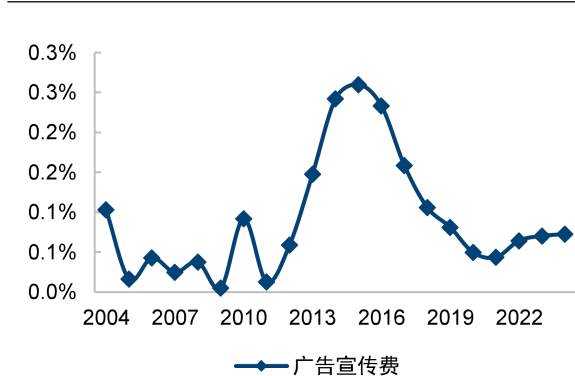
图40：神户物产模式跑通后，单店运费增速比营收增速慢



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

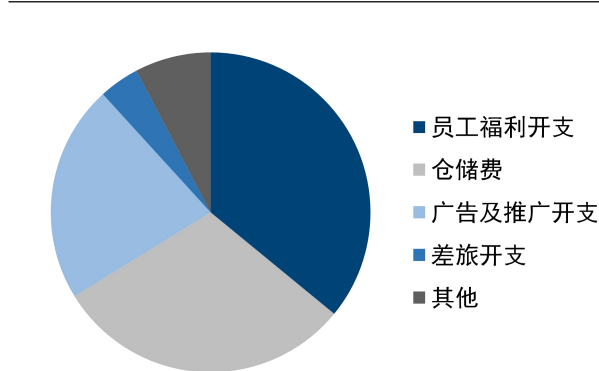
规模效应、运营自动化有望持续带来费用摊薄。2022 年锅圈销售费用主要包括薪酬、仓储、广告等，伴随业务体量增长，单位收入分摊的固定费用能够自然下降。同时，随着品牌认知度提升和市场地位稳固，品牌效应逐步释放，预计广告宣传费用投入或将减少，参考神户物产在市场成熟阶段广告宣传费呈现先高后低的特征。锅圈大力推进无人零售模式与自动化生产技术应用，有效降低门店日常运营成本。截至 2025 年上半年，已完成超过 2000 家门店的智能无人化升级改造。

图41：神户物产广告宣传费先升后降



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图42：锅圈的销售费用主要包括薪酬、仓储、广告费等



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

假设前提：门店拓展下沉，运营效率提升

收入：由于公司主要通过向加盟商渠道获得收入，我们进行如下假设：1) 加盟门店端：蹲苗计划完成后，公司将持续推进门店开拓并重点加强在乡镇市场的下沉布局，预计 2025/2026/2027E 公司平均加盟门店（年初年末均值）数量增加 393/1225/1450 家。门店收入的提升将主要依靠多平台引流增加客单数量，同时依靠套餐策略维持客单价水平，预计单店收入同比提升 6.5%/1.5%/0.5%；2) 其他渠道：其他渠道收入主要指 B2B 业务，公司积极拓展，预计 2025-2027 年收入增速分别为 30%/25%/18%。3) 服务收入：增长趋势预计与门店收入保持一致。

毛利率：得益于公司稳定的供应链体系支撑，预计成本将保持稳健，因此毛利率略有提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 22.3%/22.5%/22.5%。

综上所述，预计未来 3 年公司实现营业总收入 73.3/84.4/95.9 亿元，同比 13.3%/15.1%/13.6%，毛利率 22.3%/22.5%/22.5%。

表6: 锅圈收入拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售在家吃饭餐食相关产品						
加盟商						
收入（百万元）	6,477	5,366	5,445	6,022	6,818	7,691
yoy	73.7%	-17.2%	1.5%	10.6%	13.2%	12.8%
加盟门店数量	8,040	9,758	10,218	10,610	11,835	13,285
净增加		1,718	460	393	1,225	1,450
单店收入（万元/家）	80.6	55.0	53.3	56.8	57.6	57.9
yoy	20.6%	-31.7%	-3.1%	6.5%	1.5%	0.5%
其他渠道						
收入（百万元）	582	575	867	1,127	1,409	1,663
yoy	282.1%	-1.2%	50.8%	30.0%	25.0%	18.0%
服务收入						
收入（百万元）	115	154	158	179	209	232
yoy	7.2%	9.2%	16.3%	24.8%	19.6%	19.6%
单店服务收入（万元/家）	1.4	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7
yoy	2.6%	10.3%	-2.0%	4.5%	3.0%	0.0%
总营收						
收入（百万元）	7,173	6,094	6,470	7,328	8,436	9,586
增速	81.2%	-15.0%	6.2%	13.3%	15.1%	13.6%
毛利率	17.4%	22.2%	21.9%	22.3%	22.5%	22.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

费用端：公司费用端受益于规模效应体现，有望保持稳健且略有下行，预计 2025-2027 年公司销售费用率为 9.5%/9.4%/9.3%，2025-2027 年公司管理费用率为 6.3%/6.2%/6.1%。

未来 3 年业绩预测

表 7：未来 3 年盈利预测表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6094	6470	7328	8436	9586
营业成本	4743	5053	5691	6540	7427
销售费用	579	664	697	794	893
管理费用	507	489	508	570	632
财务费用	13	-2	4	17	15
营业利润	289	320	588	702	798
利润总额	363	320	588	702	798
归属于母公司净利润	240	231	413	492	560
EPS	0.09	0.08	0.15	0.18	0.20
ROE	7.35%	7.33%	12.95%	14.88%	16.23%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 73.3/84.4/95.9 亿元，同比 13.3%/15.1%/13.6%；2025-2027 年公司实现归母净利润 4.1/4.9/5.6 亿元，同比 78.9%/19.4%/13.7%；实现 EPS0.15/0.18/0.20 元。

表 8：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	6,094	6,470	7,371	8,541	9,764
(+/-%)	-15.0%	6.2%	13.9%	15.9%	14.3%
净利润(百万元)	240	231	668	791	905
(+/-%)	4.2%	-3.8%	189.9%	18.4%	14.4%
摊薄 EPS	0.09	0.08	0.24	0.29	0.33
中性预测					
营业收入(百万元)	6,094	6,470	7,328	8,436	9,586
(+/-%)	-15.0%	6.2%	13.3%	15.1%	13.6%
净利润(百万元)	240	231	413	492	560
(+/-%)	4.2%	-3.8%	78.9%	19.4%	13.7%
摊薄 EPS(元)	0.09	0.08	0.15	0.18	0.20
悲观的预测					
营业收入(百万元)	6,094	6,470	7,285	8,331	9,411
(+/-%)	-15.0%	6.2%	12.6%	14.4%	13.0%
净利润(百万元)	240	231	169	211	238
(+/-%)	4.2%	-3.8%	-26.9%	24.9%	12.9%
摊薄 EPS	0.09	0.08	0.06	0.08	0.09
总股本（百万股）	2,747	2,747	2,747	2,747	2,747

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：3.92-4.44HKD

我们将公司分为可预测期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）和永续期（2035 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

1) 可预测期（2024-2026 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 73.3/84.4/95.9 亿元，同比 13.3%/15.1%/13.6%；2025-2027 年公司实现归母净利润 4.1/4.9/5.6 亿元，同比 78.9%/19.4%/13.7%。

2) 过渡期（2027-2033 年）：假设公司 2028-2034 年营收增速逐年收窄。

3) 永续期（2034 年起）：锅圈凭借其强大的加盟门店网络和高效的供应链管理，在居家餐饮解决方案市场占据重要地位，围绕家庭消费场景的套餐产品设计满足便捷用餐需求，销售渠道持续深化加盟体系并探索 B 端业务，公司有望进一步提升市场渗透率。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 0.9%。

表9：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	-15.0%	6.2%	13.3%	15.1%	13.6%	11.4%	9.4%	8.0%	6.4%	4.6%	3.0%	2.0%
营业成本/营业收入	77.8%	78.1%	77.7%	77.5%	77.5%	77.5%	77.5%	77.4%	77.4%	77.3%	77.2%	77.2%
管理费用/营业收入	8.2%	7.0%	6.3%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%
销售费用/销售收入	9.5%	10.3%	9.5%	9.4%	9.3%	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%	8.7%	8.6%
所得税税率	27.5%	24.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
股利分配比率	59.7%	86.8%	90.0%	75.0%	75.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表10：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	26.48%
无风险利率	1.85%	Ka	8.15%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价（元）	3.64	Ke	8.82%
发行在外股数（百万）	2747	E/(D+E)	87.39%
股票市值(E, 百万元)	10000	D/(D+E)	12.61%
债务总额(D, 百万元)	1443	WACC	8.03%
Kd	3.50%	永续增长率（10 年后）	0.90%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.9x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 1.85%，股票风险溢价率取 7.00%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 3.50%；由此计算出 WACC 为 8.03%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 3.66-4.14 元，换算为港元约 3.92-4.44HKD。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.4%	7.7%	8.03%	8.3%	8.6%
永续 增长 率变 化	1.2%	4.48	4.23	4.00	3.80	3.61
	1.1%	4.42	4.18	3.96	3.76	3.58
	1.0%	4.37	4.14	3.92	3.72	3.54
	0.9%	4.33	4.09	3.88	3.69	3.51
	0.8%	4.28	4.05	3.85	3.66	3.48
	0.7%	4.23	4.01	3.81	3.62	3.45
	0.6%	4.19	3.97	3.77	3.59	3.42

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：4.03-4.51HKD

采用 PE 法进行估值时选取业务模式相似的上市公司作为参照。安井食品作为参照系的核心价值在于其成熟的速冻食品供应链体系，包括规模化生产管理、全国化仓储布局及高效冷链配送能力，这与锅圈以冷冻预制食材为核心的业务形态高度契合。蜜雪集团和巴比食品则提供了加盟连锁业态的运营范式，二者在门店标准化复制、加盟商赋能体系、区域密度管理等方面积累了可验证的经验，能够有效反映锅圈依托加盟网络扩张的规模效应与管理效率。居家餐饮解决方案行业的本质特征在于满足家庭场景的高频次、刚需型消费。随着家庭烹饪便捷化趋势深化及预制食品接受度提升，稳定的需求结构支撑长期永续增长潜力。

锅圈以深耕现有加盟体系为重点，通过数字化工具提升单店运营效率，同时积极探索向中小餐饮商户提供食材供应链服务的增量机会。公司拥有集中采购带来的成本优势、标准化产品开发流程及加盟商培训体系，支撑其在下沉市场的持续渗透，并通过场景化产品创新提升单店产出效率。基于现有业务布局与行业成长动能，锅圈具备进一步扩大市场覆盖深度与用户渗透率的清晰路径。根据我们的预测，2025-2027 年公司实现营业总收入 73.3/84.4/95.9 亿元，同比 13.3%/15.1%/13.6%；2025-2027 年公司实现归母净利润 4.1/4.9/5.6 亿元，同比 78.9%/19.4%/13.7%；实现 EPS0.15/0.18/0.20 元；当前股价对应 PE 分别为 22.6/18.9/16.6 倍。若给予公司 2025 年 25-28XPE，则对应股价 4.03-4.51HKD，对应市值 111-124 亿 HKD，相比当前有 11%-24%溢价。

表 12：可比公司估值表（2025 年 10 月 23 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (原始货币)	EPS		PE		总市值 亿元 (CNY)	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
2517. HK	锅圈	27.81	3.64	0.15	0.18	24.2	20.3	91	优于大市
603345. SH	安井食品	17.30	70.50	4.35	4.83	16.2	14.6	235	优于大市
2097. HK	蜜雪集团	26.40	400.00	15.18	17.66	26.4	22.6	1,386	优于大市
605338. SH	巴比食品	19.87	24.61	1.17	1.29	21.0	19.1	59	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除锅圈外均为 Wind 一致预期

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为，公司作为成长赛道的加盟型龙头，初步完成万店网络布局，未来整合供应链效率释放后盈利空间有向上可能性。维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.83%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.8%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2025 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**预制食材家庭渗透节奏迟滞的风险。**当前居家餐饮解决方案市场仍需消费者教育，若套餐定价超出家庭预算敏感区间或烹饪便捷性体验未达预期，可能导致复购率提升缓慢，拖累门店单店收入增长曲线。
- 2、**区域市场竞争烈度超预期的风险。**速冻食品与社区生鲜业态持续升级产品便利性，若区域性玩家通过低价策略加速抢占乡镇市场，可能迫使公司加大促销力度，侵蚀加盟商利润空间并影响渠道下沉速度。
- 3、**场景化产品迭代失焦的风险。**家庭用餐需求向省时、健康等维度快速迁移，若公司套餐研发未能及时匹配细分场景创新（如一人食、轻烹饪），可能削弱产品竞争力，导致新品增长贡献低于预期。

经营风险

- 1、**消费者对预制食材接受度不及预期的风险。**当前居家餐饮解决方案仍处于市场培育阶段，若消费者对预制食材的便利性认知不足或价格敏感度过高，可能导致复购率低于预期，影响门店终端动销效率。
- 2、**加盟网络快速扩张带来的管理风险。**公司持续推进乡镇市场下沉战略，加盟门店数量增长较快，若门店运营标准化执行不到位或区域管理资源匹配不足，可能引发服务质量波动，进而影响品牌口碑。

市场风险

- 1、**家庭消费行为变化风险。**公司核心场景依赖家庭烹饪需求，若外出就餐比例持续提升或速食替代品创新加速，可能削弱居家餐饮解决方案的市场增长动能。
- 2、**生鲜农产品价格波动的风险。**公司套餐产品中肉类、蔬菜等生鲜食材占比显著，

此类农产品易受疫病、气候异常及流通环节因素影响，价格波动可能传导至采购成本端，压缩产品毛利空间。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1173	1326	2500	2000	2000	营业收入	6094	6470	7328	8436	9586
应收款项	463	558	591	683	792	营业成本	4743	5053	5691	6540	7427
存货净额	720	692	885	972	1094	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	64	89	101	116	132	销售费用	579	664	697	794	893
流动资产合计	2875	3268	4681	4495	4887	管理费用	507	489	508	570	632
固定资产	441	494	688	872	1046	财务费用	13	(2)	4	17	15
无形资产及其他	233	226	183	140	96	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	183	216	216	216	216	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	919	547	547	547	547	其他收入	36	54	160	187	179
资产总计	4652	4751	6315	6270	6793	营业利润	289	320	588	702	798
短期借款及交易性金融负债	72	64	1439	1045	1193	营业外净收支	75	0	0	0	0
应付款项	514	703	772	887	1007	利润总额	363	320	588	702	798
其他流动负债	582	638	711	816	924	所得税费用	100	78	156	186	211
流动负债合计	1168	1404	2922	2748	3124	少数股东损益	24	11	20	23	27
长期借款及应付债券	8	4	4	4	4	归属于母公司净利润	240	231	413	492	560
其他长期负债	97	78	78	78	78						
长期负债合计	105	82	82	82	82	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1273	1487	3004	2830	3206	净利润	240	231	413	492	560
少数股东权益	117	120	125	131	138	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3262	3144	3186	3309	3449	折旧摊销	81	112	103	111	121
负债和股东权益总计	4652	4751	6315	6270	6793	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	13	(2)	4	17	15
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	380	102	(99)	27	(18)
每股收益	0.09	0.08	0.15	0.18	0.20	其它	10	1	5	6	7
每股红利	0.05	0.07	0.14	0.13	0.15	经营活动现金流	710	446	422	636	670
每股净资产	1.19	1.14	1.16	1.20	1.26	资本开支	0	(133)	(252)	(252)	(252)
ROIC	9%	8%	11%	12%	15%	其它投资现金流	(405)	(149)	0	(121)	(145)
ROE	7%	7%	13%	15%	16%	投资活动现金流	(509)	90	(252)	(373)	(397)
毛利率	22%	22%	22%	22%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	7%	8%	8%	负债净变化	8	(4)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(143)	(200)	(371)	(369)	(420)
收入增长	-15%	6%	13%	15%	14%	其它融资现金流	548	25	1376	(394)	147
净利润增长率	4%	-4%	79%	19%	14%	融资活动现金流	278	(384)	1005	(763)	(273)
资产负债率	30%	34%	50%	47%	49%	现金净变动	478	152	1174	(500)	0
息率	1.4%	2.0%	3.7%	3.7%	4.2%	货币资金的期初余额	695	1173	1326	2500	2000
P/E	38.9	40.4	22.6	18.9	16.6	货币资金的期末余额	1173	1326	2500	2000	2000
P/B	2.9	3.0	2.9	2.8	2.7	企业自由现金流	713	297	145	362	400
EV/EBITDA	26	29	20	17	15	权益自由现金流	1265	314	1518	(45)	536

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所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