

香港股市 | 消费 | 餐饮

锅圈（2517 HK）

三季度收入增长坚挺；下半年开店提速

三季度收入增长坚挺

公司公告 2025 年第三季度录得收入约 18.5 亿-20.5 亿元（人民币，下同），同比提升 13.6%-25.8%。意味前三季公司总收入为 50.9 亿-52.9 亿元，同比增加约 18.5%-23.2%。第三季核心经营利润为 6,500 万-7,500 万元，同比提升 44.4%-66.7%；期内核心经验利润率约 3.5%-3.7%，同比提升 0.7-0.9 百分点，证明门店经营持续向好。

速度加快，会员体系提升客户粘性

第三季公司新增门店 361 家，截止 9 月底门店总数量为 10,761 家，相较于 2024 年底多 611 家。第四季度为火锅销售旺季，新开门店速度将会加快，预计全年新增门店可超过 1,000 家的目标。公司通过创新店型加速下沉市场渗透，今年陆续推出无人零售、乡镇及农贸门店，2025 年上半年新增 270 家乡镇店。同时深化中餐布局，依托“看看领鲜”预制菜和“锅圈小炒”现炒机器人业务，打造继火锅和烧烤后的第三增长曲线。会员体系持续优化，预计下半年会员数突破 6,000 万，借助会员活动与 IP 运营提升粘性与客户单价，进一步增强单店盈利能力。

产品品类持续深化

公司以火锅为核心，成功培育烧烤为第二增长品类，其收入占比在 4 年内从不足 5%提升至 2025 年上半年的 22%。围绕“火锅+”和“烧烤+”场景搭配，公司拓展出饮料、一人食等共 8 大产品类，全面覆盖在家吃饭需求。SKU 数量自 2020 年的 66 种增至 2024 年的 412 种，95%为自研。通过布局 7 个自有工厂及“单品单厂”策略，公司强化供应链控制与成本优化，持续提升盈利水平。

持续回购彰显发展信心；维持目标价和评级

公司自 2024 年以来持续三次发布回购公告，每次回购金额均不超过 1 亿港元。回购之余 2024 全年和 2025 上半年分别派发股息 2.0 亿和 1.9 亿元；同时公司仍能保持充裕现金流。回购以及慷慨派息说明管理层对公司的信心。我们维持盈利预测：在门店向下沉市场推广带动新一轮扩张，会员体系成熟及新品类放量，预计 FY25E/26E 收入分别增长 22.7%/20.3%；公司供应链整合带动毛利率提升，且规模效应显现，费率整体将下降，预计 FY25E/26E 净利润增速为 85.6%/26.3%。用 DCF(2026-2033) 模型定价，按照 1.3 倍贝塔系数与 11%的 WACC 定价，目标价 5.17 港元，维持“买入”评级。

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）

年结: 12 月 31 日	FY23 年实际	FY24 年实际	FY25 年预测	FY26 年预测	FY27 年预测
收入	6,094	6,470	7,936	9,543	11,796
增长率 (%)	(15.0)	6.2	22.7	20.3	23.6
净利润	240	231	428	540	688
增长率 (%)	(96.7)	(3.8)	85.6	26.3	27.4
摊薄后每股盈利(人民币)	0.089	0.084	0.156	0.197	0.251
净资产回报率 (%)	14.7	7.2	13.5	16.1	18.9
市盈率 (倍)	39.2	41.6	22.4	17.8	14.0
市净率 (倍)	2.9	3.1	3.0	2.7	2.6
股息率 (%)	1.5	2.1	4.0	5.0	6.4
每股股息 (人民币)	0.052	0.075	0.138	0.175	0.223

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

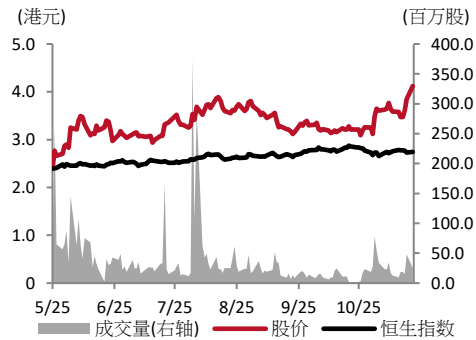
目标价：5.17 港元

股票资料

现价	3.85	港元
总市值	10,110	百万港元
流通股比例	52.7	%
已发行总股本	2,639	百万
52 周价格区间	1.65 – 4.16	港元
3 个月日均成交额	74.9	百万港元
主要股东	杨明超	47.3%

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250829 - Initiation - Bringing Restaurant-Quality Dining to Your Home Table

分析师

陈怡（Vivien Chan）
+ 852 2359 2941
vivien.chan@ztsc.com.hk

图表 2：DCF 模型

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测	2028 预测	2029 预测	2030 预测	2031 预测	2023 预测	2033 预测
EBITDA	343	607	760	964	1,143	1,306	1,474	1,633	1,792	1,969
+/- 营运资金	167	(9)	(15)	(22)	(150)	(80)	(63)	110	214	296
-所得税	(79)	(146)	(185)	(235)	(277)	(314)	(352)	(388)	(424)	(465)
-资本开支	(123)	(151)	(182)	(225)	(264)	(301)	(333)	(362)	(388)	(393)
自由现金流	307	300	378	482	452	611	725	993	1,195	1,407
自由现金流现值	3,613									
永续增长率	2.5%									
终值现值	10,975									
净现金/（负债）	1,948									
企业价值	12,923									
总股数	2,743				无风险收益率	3.0%	税前债务成本	3.5%		
每股价值（人民币）	4.71				贝塔系数	1.20	所得税率	24.5%		
港元/人民币汇率	1.10				风险溢价	9.0%	税后债务成本	2.6%		
每股价值（港元）	5.17				权益成本	13.8%	债务/总资本	25%		
					加权平均资本成本	11.0%				

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：加权平均成本/永续增长率敏感性分析

港元	加权平均成本					
	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
永续增长率 (%)	0.5%	5.69	5.07	4.57	4.17	3.83
	1.5%	6.16	5.42	4.84	4.38	4.00
	2.5%	6.78	5.86	5.17	4.62	4.19
	3.5%	7.62	6.44	5.58	4.93	4.42
	4.5%	8.83	7.23	6.13	5.32	4.71

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

利润表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测	资产负债表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
营业收入	6,094	6,470	7,936	9,543	11,796	固定资产	441	494	596	728	898
同比%	(15)	6	23	20	24	无形资产及商誉	196	189	182	177	173
成本	(4,743)	(5,053)	(6,174)	(7,405)	(9,142)	联营公司/合营公司	2	302	302	302	302
毛利润	1,351	1,417	1,762	2,138	2,654	长期投资	136	151	151	151	151
毛利率	22.2%	21.9%	22.2%	22.4%	22.5%	其他非流动资产	1,002	348	348	348	348
其他收益	105	26	67	77	87	非流动资产	1,776	1,483	1,579	1,705	1,871
销售及分销成本	(579)	(664)	(738)	(878)	(1,073)	库存	720	692	863	1,055	1,327
行政成本	(497)	(454)	(492)	(582)	(708)	应收帐款	54	234	287	345	426
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	409	324	398	478	591
其他运营开支	(9)	(1)	(2)	(2)	(2)	其他流动资产	211	0	0	0	0
总运营开支	(1,085)	(1,120)	(1,232)	(1,462)	(1,783)	现金	1,482	2,019	2,072	2,351	2,454
营运利润 (EBIT)	371	323	597	753	958	流动资产	2,875	3,268	3,619	4,229	4,798
营运利润率	6.1%	5.0%	7.5%	7.9%	8.1%	应付帐款	457	647	791	948	1,171
拨备	(2)	1	0	0	0	税项	43	40	145	183	234
财务成本	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)	预提费用/其他应付款	577	637	782	940	1,162
融资后利润	363	320	593	749	954	银行贷款和租赁	90	80	80	80	80
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
税前利润	363	320	593	749	954	其他流动负债	0	0	0	0	0
所得税	(100)	(78)	(145)	(183)	(234)	流动负债	1,168	1,404	1,797	2,152	2,646
少数股东权益	(24)	(11)	(20)	(25)	(32)	银行贷款和租赁	20	23	19	19	19
净利润	240	231	428	540	688	可转债和其他债务	18	25	25	25	25
增长率%	(97)	(4)	86	26	27	递延所得税及其他	66	35	35	35	35
净利润率	3.9%	3.6%	5.4%	5.7%	5.8%	少数股东权益	117	120	140	165	197
EBITDA	386	343	607	760	964	非流动负债	222	203	219	244	275
EBITDA 利润率	6.3%	5.3%	7.6%	8.0%	8.2%	总净资产	3,262	3,144	3,182	3,539	3,747
每股盈利 (人民币)	0.089	0.084	0.156	0.197	0.251	股东权益	3,262	3,144	3,182	3,539	3,747
增长率%	2.0	(5.9)	85.6	26.3	27.4	股本	2,747	2,747	2,747	2,747	2,747
每股股息 (人民币)	0.052	0.075	0.138	0.175	0.223	储备	515	397	435	792	1,000

现金流量表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测	主要财务比率%	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
EBITDA	386	343	607	760	964	毛利率	22.2	21.9	22.2	22.4	22.5
营运资金变动	298	167	(9)	(15)	(22)	营业利润率	6.1	5.0	7.5	7.9	8.1
其他	9	102	0	0	0	净利率	3.9	3.6	5.4	5.7	5.8
经营活动现金流	693	612	598	745	942	销售及分销成本/收入	9.5	10.3	9.3	9.2	9.1
已付利息	(5)	(3)	(4)	(4)	(4)	行政成本/收入	8.2	7.0	6.2	6.1	6.0
所得税	(24)	(95)	(40)	(145)	(183)	派息率	53.0	80.7	80.7	80.7	80.7
经营活动净现金	664	514	553	595	754	有效税率	27.5	24.5	24.5	24.5	24.5
资本支出	(133)	(123)	(151)	(182)	(225)	总负债比率	3.9	4.1	3.9	3.5	3.3
投资	(2)	(247)	0	0	0	净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	2.5	2.3	2.0	2.0	1.8
资产出售	3	4	0	0	0	速动比率 (x)	1.8	1.8	1.5	1.5	1.3
已收利息	9	14	45	49	53	库存周转率 (天)	55	50	51	52	53
其他	(416)	246	0	0	0	应收账款周转率	3	13	13	13	13
投资活动现金流	(539)	(106)	(106)	(133)	(172)	应付账款周转率	35	47	47	47	47
自由现金流	126	408	447	462	582	现金周转率 (天)	23	16	17	18	19
发行股份	424	0	0	0	0	资产周转率 (x)	2.6	1.4	1.6	1.7	1.9
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率	6.1	5.0	7.5	7.9	8.1
已付股息	0	(143)	(390)	(183)	(479)	利息开支 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	(15)	(13)	(4)	0	0	税务开支 (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
其他	(49)	(106)	0	0	0	股本回报率	14.7	7.2	13.5	16.1	18.9
筹资活动现金流	360	(262)	(394)	(183)	(479)	ROIC	26.6	14.3	32.8	39.9	46.8
现金变动净额	486	146	53	279	103						

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

锅圈 (2517 HK)股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	29/08/2025	HK\$3.26	买入	HK\$5.17
2	03/11/2025	HK\$3.85	买入	HK\$5.17

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部
香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 19 楼
电话： (852) 3979 2886
传真： (852) 3979 2805