



锅圈 (02517.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

在家吃饭餐食龙头，重启增长

核心观点

锅圈是中国领先的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，满足消费者多样化用餐场景。凭借广泛的社区门店网络和强大的数字化供应链能力，公司实现广泛的消费者触达，致力于为消费者提供“多、快、好、省”的餐食产品。

从行业层面来看，中国在家吃饭餐饮市场规模增长稳健，市场集中度有待提升，公司作为行业龙头有望受益于行业集中度提升趋势。根据招股说明书，2022 年我国在家吃饭餐食产品市场规模达 3673 亿元，预计 2027 年将达 9400 亿元，2022-2027 年的 CAGR 达 20.7%；在家吃饭餐食产品行业市场集中度相对较低，按 2022 年零售额计，中国在家吃饭餐食产品市场五大参与者的市场份额合计占市场份额约 11.1%，锅圈在 2022 年中国所有零售商中位列第一，以 3.0% 的市场份额凸显其行业头部地位。

核心竞争力：强供应链支撑+持续的产品创新能力+深入布局的渠道网络+品牌心智深耕。1) 供应链：打通生产、物流环节，单品单厂模式高效。截至 25H1，公司已布局 7 个自有工厂，包括和一肉业/速冻记/丸来丸去等 7 家工厂，核心产品包括滑类/丸类/水产/火锅底料等。2) 产品：产品具备高性价比，品类创新助力消费场景拓展。2020 年到 2025H1，锅圈每年新推出的 SKU 数量分别达 66/185/173/339/412/175 个，通过持续上新与现有产品升级，不断丰富产品矩阵以适配多变的消费偏好。3) 渠道：市场下沉+区域扩张实现万家门店，多店型矩阵+成熟加盟模式助力门店网络拓展。截至 25Q3，公司门店数量达到 10761 家。4) 品牌：品牌建设持续投入，打造国民火锅品牌形象。2025H1 公司预付卡储值金额达 5.9 亿元，同比+37.2%。

成长空间：社区央厨战略持续推进，以下沉市场为核心发力点重启增长。下沉市场具备广阔空间，公司同类型传统夫妻老婆店的商业形态较公司乡镇店而言不具备效率优势。公司在产品及店型端持续深入布局，产品矩阵的丰富及店型的开拓有望驱动后续同店表现及开店数量快速增长。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.33/5.1/6.01 亿元，对应同比增速+87.63%/+17.82%/+17.9%，公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 24.39/20.7/17.55X，给予 2026 年 25XPE，对应 127.5 亿人民币市值，140 亿港元市值，目标价 5.12 港元（汇率 1:0.9103），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

开店不及预期；加盟商利润不及预期；新店型打造不及预期

国金证券研究所

分析师：于健（执业 S1130525070012）

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

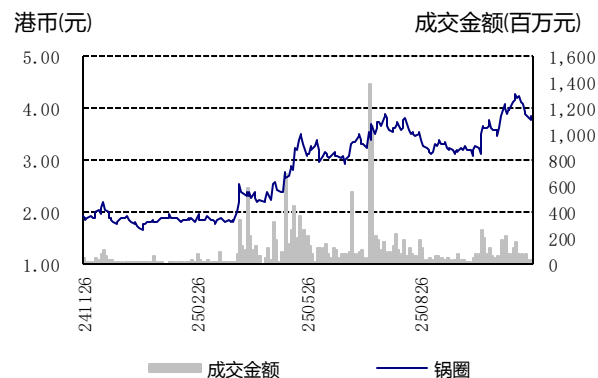
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）

xumengjie@gjzq.com.cn

市价（港币）：3.840 元

目标价（港币）：5.12 元



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,094	6,470	7,419	8,751	10,379
营业收入增长率	-15.05%	6.17%	14.68%	17.95%	18.60%
归母净利润(百万元)	240	231	433	510	601
归母净利润增长率	4.23%	-3.79%	87.63%	17.82%	17.90%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.08	0.16	0.19	0.22
每股经营性现金流净额	0.25	0.19	0.25	0.21	0.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.35%	7.33%	13.05%	14.49%	15.99%
P/E	44.02	45.76	24.39	20.70	17.55
P/B	3.23	3.36	3.18	3.00	2.81

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、高性价比在家吃饭餐食龙头，再度进入拓店期.....	4
1.1 中国在家吃饭市场容量较大，行业集中度有待提升.....	4
1.2 锅圈：头部在家吃饭餐食产品品牌，拓店重启增长.....	4
二、核心竞争力：强供应链支撑+持续的产品创新能力+深入布局的渠道网络+品牌心智深耕.....	8
2.1 供应链：打通生产、物流环节，单品单厂模式高效.....	8
2.2 产品端：产品具备高性价比，品类创新助力消费场景拓展.....	9
2.3 门店网络：市场下沉+区域扩张实现万家门店，多店型矩阵+成熟加盟模式助力门店网络拓展.....	11
2.4 品牌粘性：品牌建设持续投入，打造国民火锅品牌形象.....	14
三、增长看点：乡镇店深入布局，社区央厨战略布局初显.....	15
3.1 下沉市场空间广阔，标准化乡镇店在其中具备竞争力.....	15
3.2 社区央厨布局逐步完善，有望打开第二增长曲线.....	16
四、盈利预测与估值.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 估值.....	19
五、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：中国在家吃饭市场各品类市场规模（单位：十亿元）.....	4
图表 2：中国在家吃饭餐食产品市场规模.....	4
图表 3：2022 年中国按在家吃饭餐食产品零售额计的五大零售商.....	4
图表 4：2022 年按线下零售门店数量计的在中国五大在家吃饭餐食产品供应商.....	4
图表 5：锅圈商业模式.....	5
图表 6：锅圈发展历程.....	6
图表 7：2020-2024 营收（千元）及增速.....	6
图表 8：2020-2024 净利润（千元）及增速.....	6
图表 9：公司 2020-25H1 毛利率情况.....	7
图表 10：公司 2020-25H1 费用率情况.....	7
图表 11：2020-2024 锅圈门店数量及增长情况.....	7
图表 12：锅圈门店分类型数量.....	7
图表 13：锅圈按性质及渠道划分收入（千元）.....	8
图表 14：公司存货周转率.....	8
图表 15：公司应收账款周转率.....	8
图表 16：公司自有工厂情况.....	9
图表 17：锅圈垂直整合供应链.....	9
图表 18：2020-2025H1 新增 SKU（个）.....	10
图表 19：锅圈新推出的酒饮便利店.....	11
图表 20：各零售商产品价格对比.....	11
图表 21：截至 2025 年 9 月各线城市锅圈门店分布情况.....	12



图表 22: 锅圈目前不同店型情况	13
图表 23: 锅圈加盟政策	14
图表 24: 公司 2020-2025H1 销售费用率	14
图表 25: 锅圈选择岳云鹏作为代言人	14
图表 26: 锅圈门店招牌配色	15
图表 27: 锅圈门店内部构造	15
图表 28: 锅圈会员数量及储值金额持续提升	15
图表 29: 锅圈公司待加盟商收取的预付卡款项及同比	15
图表 30: 城镇人均可支配收入	16
图表 31: 中国不同城市连锁门店占当地门店数比例	16
图表 32: 公司持续迭代产品矩阵覆盖更多消费场景	16
图表 33: “一酱成菜”场景化组合示例	17
图表 34: 锅圈小炒首家门店正在筹备	18
图表 35: 锅圈收入预测	18
图表 36: 期内平均门店数量及平均单店收入预测	19
图表 37: 锅圈成本与费用预测	19
图表 38: 可比公司估值表	19



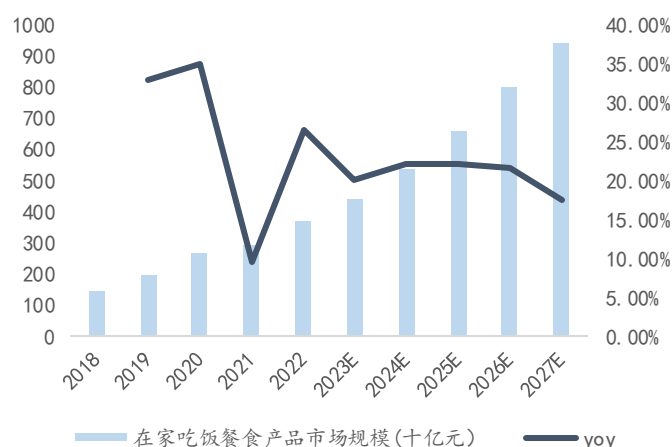
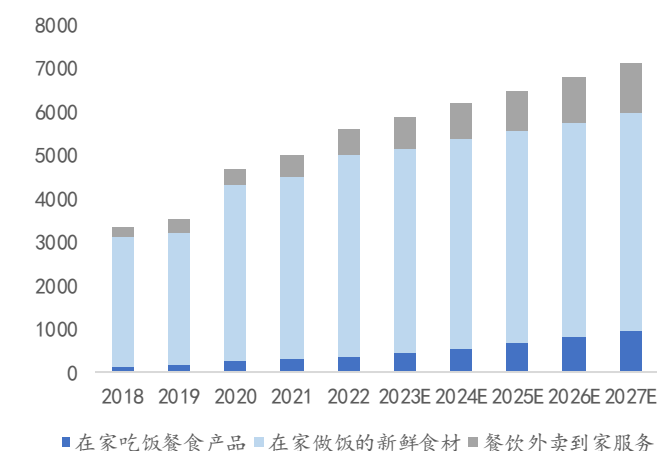
一、高性价比在家吃饭餐食龙头，再度进入拓店期

1.1 中国在家吃饭市场容量较大，行业集中度有待提升

中国在家吃饭餐饮市场规模增长稳健。随着社会生活节奏的不断加快，上班族、学生群体等核心消费人群对居家饮食的需求正在发生显著转变，便捷化、低门槛、高效率与多样化成为关键诉求。消费者愈发青睐无需复杂烹饪技巧、能快速实现居家备餐的餐食产品，这一消费趋势直接推动了相关市场的持续扩容。从整体市场来看，按零售额统计，中国在家吃饭市场的市场规模从 2018 年的 32482 亿元人民币增长至 2022 年的 56156 亿元人民币，复合增长率（CAGR）达到 14.7%，增长势头显著。在细分领域中，2022 年我国在家吃饭餐食产品市场规模达 3673 亿元，预计 2027 年将达 9400 亿元，2022-2027 年的 CAGR 达 20.7%，并且有望成为在家吃饭市场中增长最快的分部，市场份额占比达 13.2%。

图表1：中国在家吃饭市场各品类市场规模（单位：十亿元）

图表2：中国在家吃饭餐食产品市场规模



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

在家吃饭餐食产品行业市场集中度相对较低。该赛道的主要参与者可分为两类：以锅圈、盒马、沃尔玛为代表的零售型企业和以安井食品、三全食品为代表的生产型企业。按 2022 年零售额计，中国在家吃饭餐食产品市场五大参与者的市场份额合计占市场份额约 11.1%。

锅圈凭借清晰的市场定位与强大的渠道布局，在行业内树立了竞争优势。锅圈的竞争优势包括成功实施门店网络扩张策略，以及持续采购优质食材及原材料、扩大产品组合及提高运营效率的能力。从市场地位来看，按在家吃饭餐食产品零售额统计，锅圈在 2022 年中国所有零售商中位列第一，以 3.0% 的市场份额凸显其行业头部地位。在细分品类布局上，锅圈采取策略性聚焦，深耕在家火锅及烧烤产品赛道，凭借对消费需求的精准把握，2022 年按零售额计，已成为中国最大的在家火锅及烧烤品牌，进一步巩固了细分领域的领先优势。

图表3：2022 年中国按在家吃饭餐食产品零售额计的五大大零售商

图表4：2022 年按线下零售门店数量计的在中国五大在家吃饭餐食产品供应商

排名	零售商	在家吃饭餐食产品零售额（十亿元）	市场份额
1	锅圈	11.1	3.0%
2	公司 A	10.1	2.7%
3	公司 B	9.7	2.6%
4	公司 C	6.1	1.7%
5	公司 D	4.2	1.1%

排名	在家吃饭餐食产品供应商	线下零售门店数量（截至 2022 年 12 月 31 日）
1	锅圈	9211
2	公司 E	8500
3	公司 F	5350
4	公司 G	1970
5	公司 D	1035

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2 锅圈：头部在家吃饭餐食产品品牌，拓店重启增长

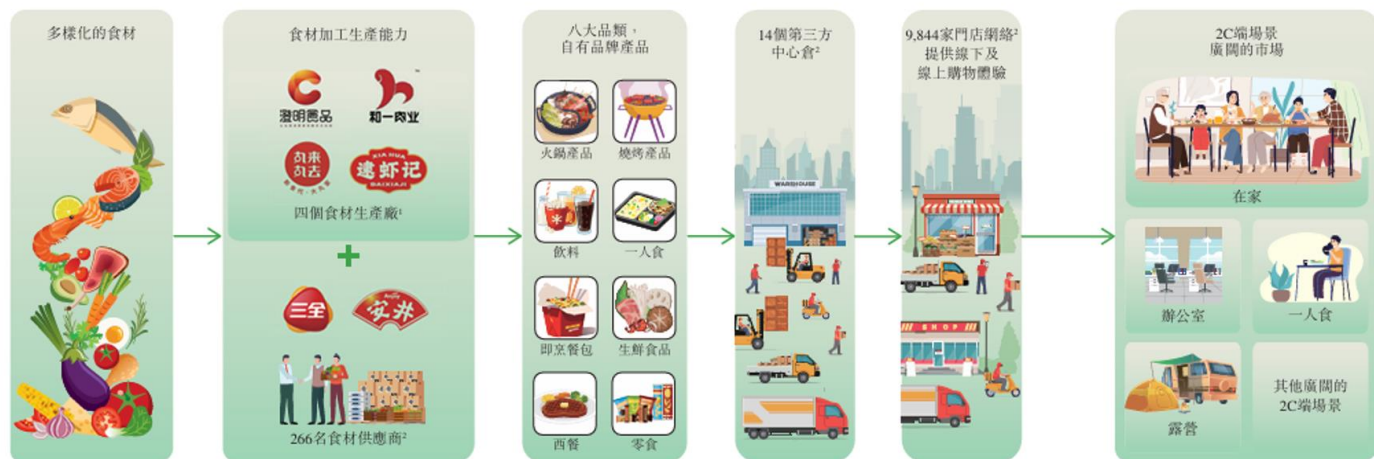
锅圈是中国领先的一站式在家吃饭餐食产品品牌。提供即食、即热、即煮和即配食材，



满足消费者多样化的用餐场景。凭借广泛的社区门店网络和强大的数字化供应链能力，锅圈食汇实现了广泛的消费者触达。同时公司还开发了线上销售渠道，包括锅圈 APP、微信小程序及提供外卖到家服务的第三方平台。锅圈已成为消费者心中社区餐饮数字零售化知名企业，致力于为消费者提供“多、快、好、省”的餐食产品。

锅圈食汇通过构建覆盖食材研发、生产加工到终端零售的一体化商业模式实现盈利。公司依托自建及合作的供应链体系，包括 7 个食材工厂与 19 个第三方中心仓，打造火锅、烧烤、饮品、一人食、即烹餐包、生鲜、西餐及零食八大自有品牌品类，通过全国超万家门店网络触达消费者，提供高性价比、一站式购齐的餐食解决方案。并通过拓展家庭、露营、一人食等多消费场景，提升产品组合与套餐化销售能力。

图表5：锅圈商业模式



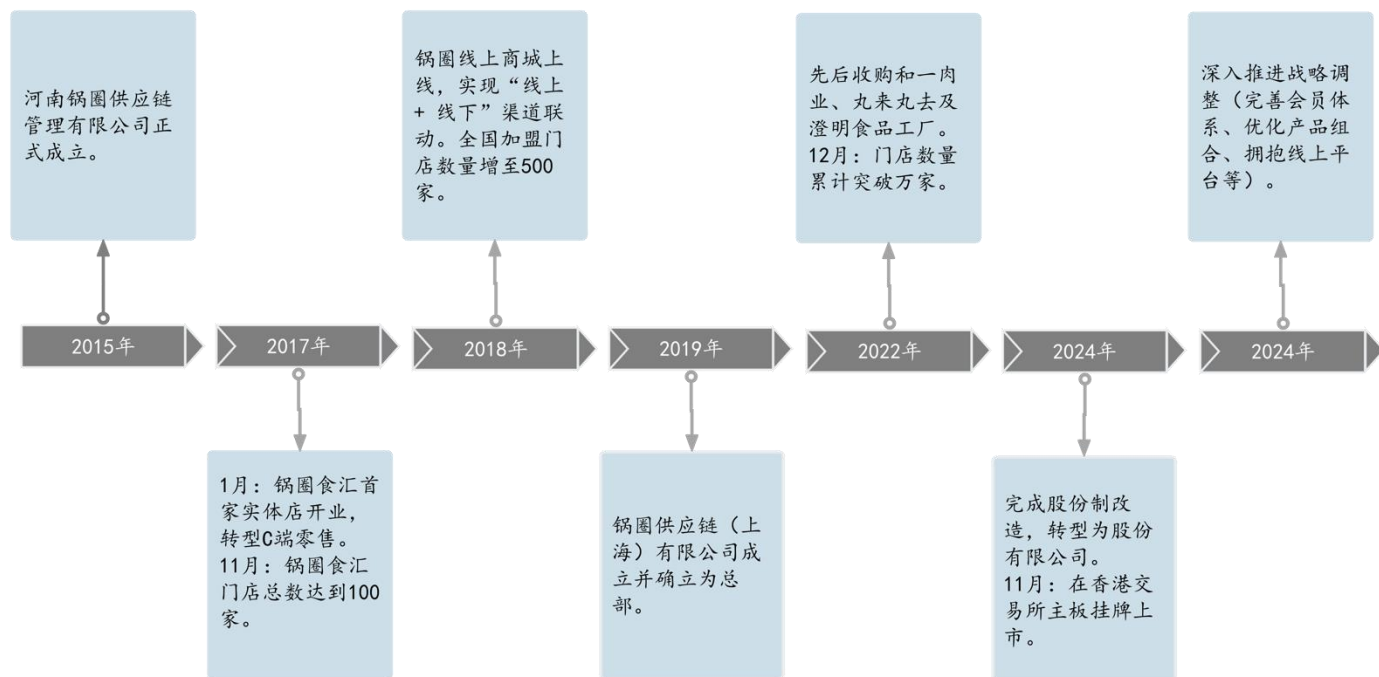
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司的发展历程可概括为三个阶段：

- 第一阶段（2018 年以前）：初创探索，奠定 C 端零售基础。**2015 年，河南锅圈供应链管理公司正式成立，最初以 B 端餐饮供应为核心业务，开启在家吃饭餐食产品的市场探索。2017 年 1 月锅圈食汇首家实体店开业，转型 C 端零售，以“在家吃火锅，就找锅圈”为核心定位，聚焦火锅底料、涮品等单一品类，快速建立消费者心智。同年 11 月，锅圈食汇门店总数达到 100 家。2018 年，锅圈线上商城上线，实现“线上+线下”渠道联动，同时全国加盟门店数量增至 500 家，为后续规模扩张打下坚实基础。
- 第二阶段（2019-2022 年）：资本助力，加速扩张与供应链深化。**此阶段公司进入高速发展期，通过完成 A-D 轮融资获取充足资本支持，有力推动供应链建设与数字化升级。2019 年，公司前身锅圈供应链（上海）有限公司成立并确立为总部，进一步优化运营架构；2021 年至 2022 年，品牌持续向上游延伸，先后收购和一肉业、丸来丸去及澄明食品工厂，强化供应链把控能力，保障产品品质与成本优势。与此同时，公共卫生事件期间居民在家吃饭场景增多，公司借力加盟模式快速拓展门店网络，截至 2022 年 12 月，门店数量累计突破万家。
- 第三阶段（2023 年至今）：战略调整，上市后夯实发展根基。**2023 年线下餐饮复苏，公司业绩受到一定影响，积极调整改制。同年，公司完成股份制改造，转型为股份有限公司，并于 11 月成功在香港交易所主板挂牌上市。24 年公司深入推进战略调整，锅圈通过完善会员体系、优化产品组合、拥抱线上平台等一系列举措，进一步夯实门店经营能力，同时也在积极创新门店类型，并对于现有门店进行改造和升级。



图表6：锅圈发展历程

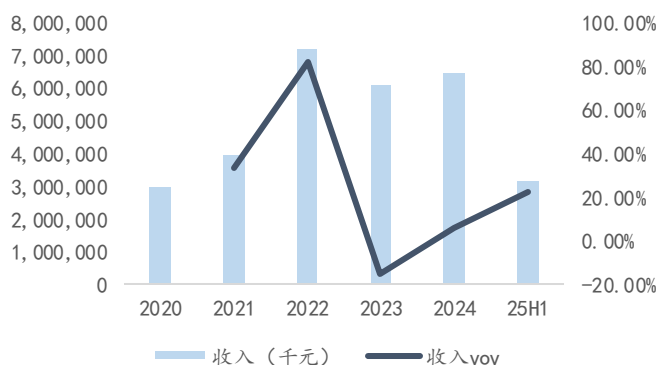


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

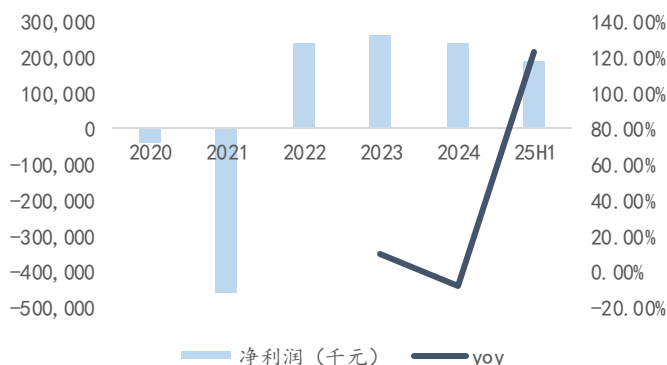
2020-2022 年公司收入高速增长，2023 年小幅回落，2024 年营收增速转正。2020-2022 年公司营收实现 29.6 亿元至 71.7 亿元的高速增长，2021、2022 年同比增速分别为 31.5%、82.5%，2 年 GAGR 为 55.55%，主要因为公司门店总数实现翻倍式增长，以及单店经营效率提升，带动营收实现快速增长。2023 年营收回落至 60.9 亿元，同比下降 15.1%，主要由于 2023 年消费者外出就餐阶段性增多，居家吃饭场景相对变少。2024 年营收小幅回升，同比增速转正至 6.17%，一方面由于公司推出多款套餐组合产品，深受广大消费者喜爱，另一方面由于公司收入结构改善，向企业客户销售增加。

公司 2020、2021 年业绩为亏损状态，主要由于营运及门店管理员工人数增加、加强营销活动产生的销售及分销开支增加以及由于行政团队扩大员工福利增加而导致的行政开支增加，2022 年业绩转正，2022/2023/2024 年净利润分别为 2.3/2.4/2.3 亿元。近三年公司实现稳定盈利得益于其快速扩张门店网络推动收入增长、专注于优化成本、品牌知名度上升，以及进一步推进数字化计划等方面的努力。2023 年收入减少利润却增加，主要由于公司门店拓展谨慎，专注于供应链的高效管理，持续提升运营效率。

图表7：2020-2024 营收（千元）及增速



图表8：2020-2024 净利润（千元）及增速



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

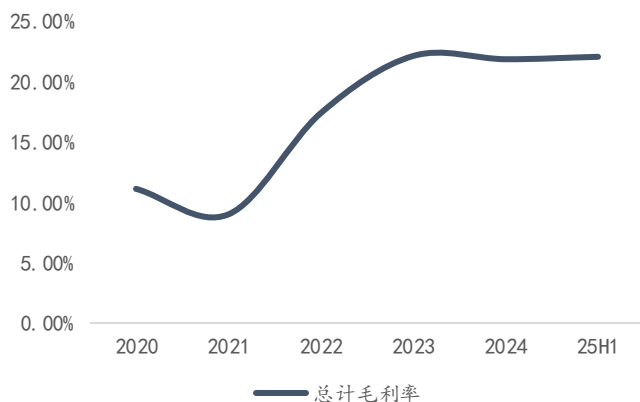
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

毛利率持续优化，费用率相对稳定。公司毛利率从 2020 年的 11.1% 增长至 2024 年的 21.9%，毛利增加主要由于公司自产比例提升，采购议价能力提升以及仓配成本的优化。2024 年毛利率略有回落，主要由于公司推出多款深受广大消费者欢迎的套餐组合产品拉

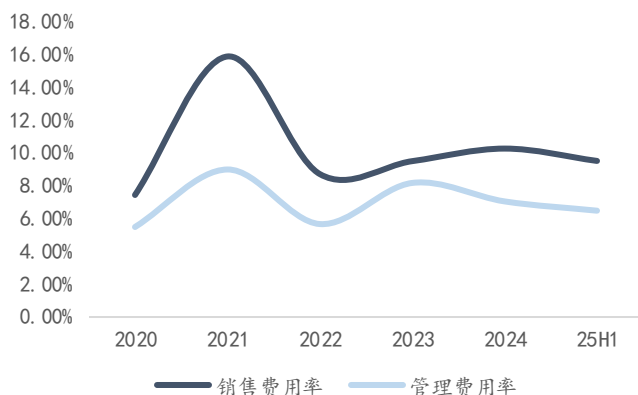


低了集团的毛利率。在费用率方面，公司的销售费用率在2021年有较大的增幅，2021年公司加速扩张，门店网络扩张带动员工数量增加，同时大幅增加宣传推广活动。公司的管理费用率较为稳定。

图表9：公司2020-25H1毛利率情况



图表10：公司2020-25H1费用率情况



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

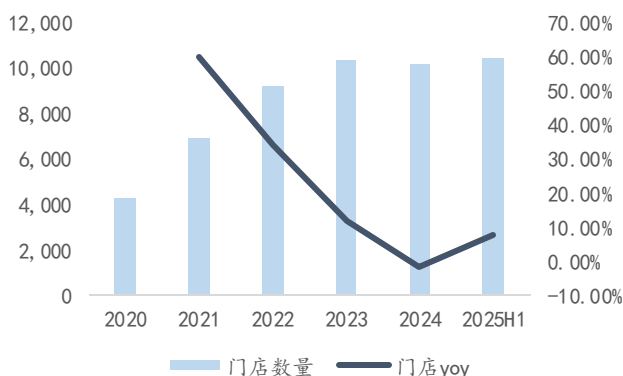
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

公司渠道建设持续深化，门店数量快速扩张。2020至2023年，公司门店从4300家增长至10307家，截至25H1，公司门店数量达到10400家，覆盖全国31个省、自治区及直辖市。公司覆盖全国的即时零售门店网络，不仅能够有效提升品牌知名度，还能助力品牌更深入地洞察消费者需求，从而可以快速响应不同地区快速变化的市场趋势；与此同时，这一门店网络的高密度布局，也显著提高了物流与运输环节的效率。

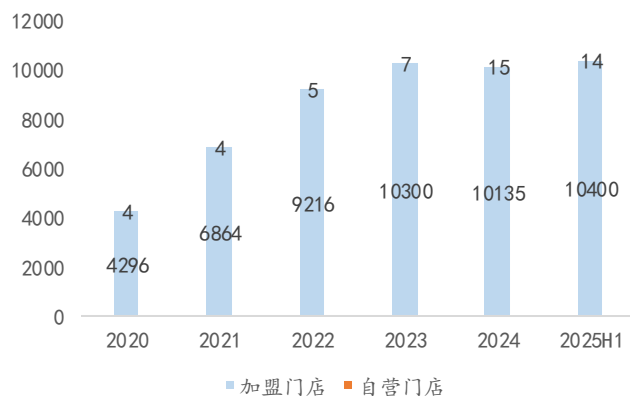
公司以加盟门店为主，主要收入来自于向加盟商销售收入，自营门店主要用于打造店铺模型。截至2024年底，公司的自营门店仅15家，加盟店占总门店比保持99.9%。从收入结构来看，公司的大部分收益来自向加盟商销售其产品，连续5年保持80%以上，但呈现出逐年下降趋势，从2020年的98.2%降至2024年的84.2%。公司正在积极拓展企业客户和直销渠道，降低对加盟商依赖。

下沉市场发力，积极探索业务增长点。公司正积极创新门店类型，并对于现有门店进行改造和升级，比如打磨了面向农贸市场的店型，以及升级了面向乡镇市场的店型。2023年，公司为了促进门店精益化运营水平提高，开启了门店的“蹲苗计划”；2024年公司着重发力乡镇市场的渠道下沉，全年新增乡镇门店数量为287家；2025上半年，净新增270家乡镇门店。

图表11：2020-2024锅圈门店数量及增长情况



图表12：锅圈门店分类型数量

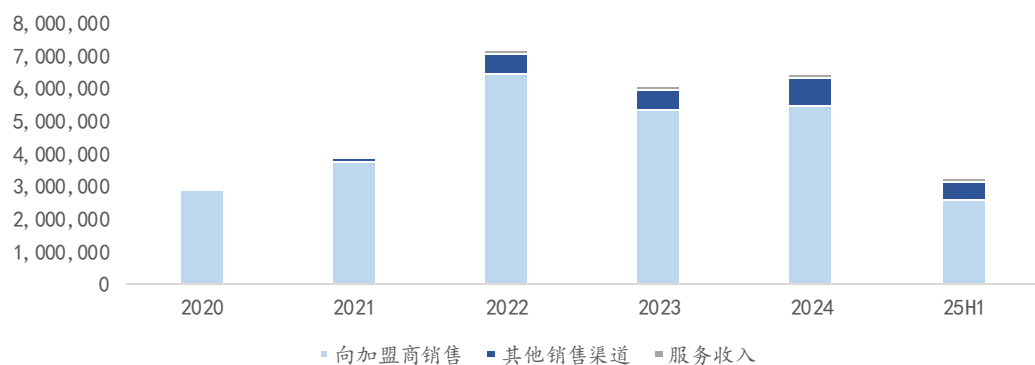


来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所



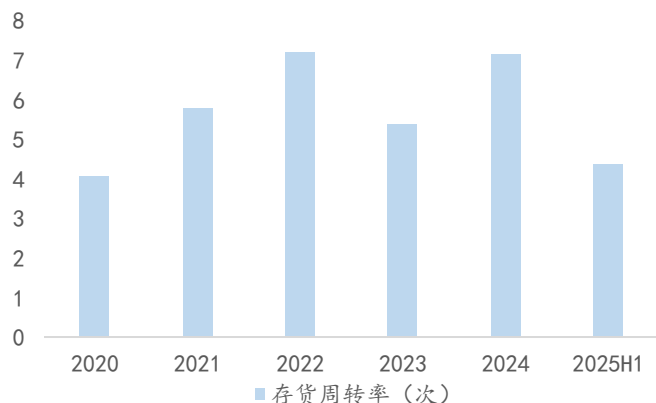
图表13：锅圈按性质及渠道划分收入（千元）



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

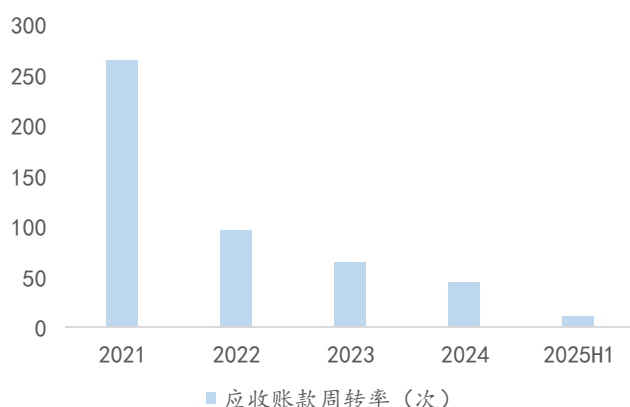
存货周转率稳中有升，应收账款周转率短期承压。存货周转率提升原因：1）供应链能力增强：近年来公司通过与仓储和物流供应商深度合作，并依托全国数字化中央仓库持续加强存货库存管理，带动存货周转率提升；2）运营能力提升：数字化系统对销售数据进行分析，能够更精准地预测需求，动态调整各门店的SKU，从而有效减少滞销库存。应收账款周转率近年来则呈持续下降态势，主要原因：1）销售渠道的不断扩大导致应收款项相应增加；2）公司为拓展业务，延长新增企业客户的账期等。

图表14：公司存货周转率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：公司应收账款周转率



来源：公司公告，国金证券研究所

二、核心竞争力：强供应链支撑+持续的产品创新能力+深入布局的渠道网络+品牌心智深耕

2.1 供应链：打通生产、物流环节，单品单厂模式高效

生产端：“单品单厂”深化落地，核心品类自主化产能成型。公司已全面实现对火锅主要食材的产业端布局。截至25H1，公司已布局7个自有工厂，包括和一肉业、逮虾记、丸来丸去等7家工厂，核心产品包括滑类、丸类、水产、火锅底料等。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，主要生产海鲜副产品等品类以持续提升集团在上游采购端的议价能力。当前公司自产比例在20%左右，未来贯彻单品单厂策略，产业园区构成工厂组合，进而实现从原料到成品全流程可控，使产品具备优质、安全及成本优势。

公司生产设施2022年的产能利用率较2021年存在大幅提升，牛肉加工厂的利用率从45.6%提升至56.5%，肉丸生产厂的利用率从23.8%提升至63.9%。生产设施的产能利用率受到生产设施产能提升期和季节性产品需求差异等因素的影响。例如，肉丸生产厂直到2021年12月才开始生产，因此2021年的利用率相对较低。公司生产厂房的设计考虑到旺季产品需求大幅增加，因而导致相关生产线的整体平均产能利用率较低。



图表16：公司自有工厂情况

公司名称	收购/投资时间	核心产品	设立形式	持股比例
和一肉业	2021 年	牛肉加工	自营	51%
丸来丸去	2021 年	牛肉丸等肉丸	自营	51%
澄明食品	2022 年	火锅底料	自营	77%
逮虾记	2024 年	虾滑等滑类	合资	51%
苗苗食品	2024 年	酸汤底料	与研究所联合	39%
锅圈欢欢	2024 年	水产类	自营	60%
广元澄明	2025 年	菌汤	自营	暂未公开

来源：公司公告，国金证券研究所

供应商：公司门店数量已经突破万家，规模效应逐步显现。得益于门店网络扩张且采购量增加所带来的规模经济，公司能够充分压低外部采购成本。在供应商合作层面，2022 年公司最大单一供应商的合作体量达 4.5 亿元，前五大供应商合计份额占比为 23.3%，供应结构相对均衡。截至 2023 年 4 月，公司合作供应商数量已增至 266 家，包含安井、三全等食品行业头部品牌，供应链资源优质且稳定。

物流履约端：数字化供应链物流网络支撑履约，高效配送覆盖终端。当前，公司已逐步建立了 19 个数字化中央仓库，保证全国范围内门店配送次日达。通过简化高效的“工厂-中央仓-门店”供应链运营模式，消除多余中间环节，从而优化了成本控制。供应链与存货的数字化管理推动存货周转天数降至 41.7 天，资金使用效率极大提升。2024 年 4 月母公司锅圈实业完成对华鼎冷链的全资收购，目前华鼎供应链已在全国整合布局 17 大现代化中心仓、30 多个分仓冷配物流网络、1000 多个冷冻前置仓、1870 条干支线网络，链接 700 余家上游工厂，10 万余家下游终端门店。依托华鼎冷链的仓配体系，公司进一步延伸冷链覆盖半径，成功将标准化食材高效送达新疆、西藏、海南等偏远地区，打破地域配送限制。

图表17：锅圈垂直整合供应链



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 产品端：产品具备高性价比，品类创新助力消费场景拓展

公司依托深刻的消费者洞察与研发能力，通过与供应商及研发中心紧密协作，以客户导向驱动产品端持续迭代——基于定期消费者调查、反馈及市场趋势分析，既不断推出新产品、升级现有产品，又聚焦“锅圈食汇”自有品牌建设（全国销售 SKU 中约 95% 为自有品牌），逐步构建起涵盖火锅、烧烤、饮品、一人食、即烹餐包、生鲜、西餐、零食八大类别的丰富产品矩阵，有效打破单一品类局限，为多消费场景覆盖奠定基础。

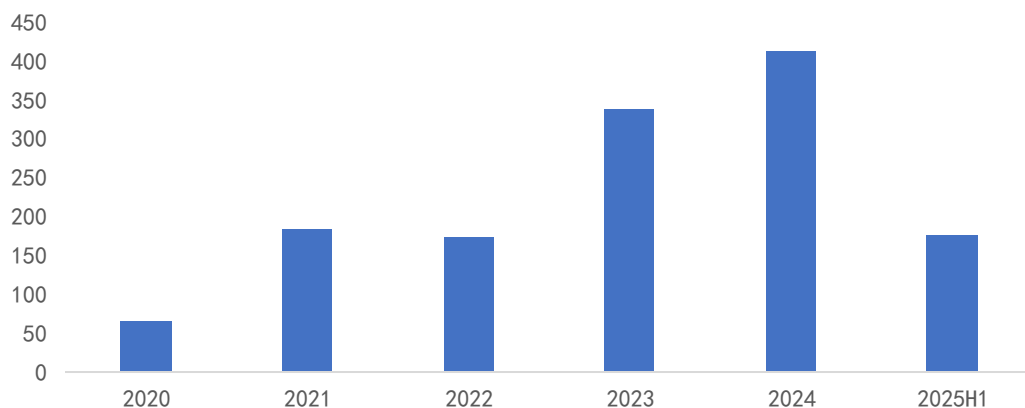
公司始终围绕好吃方便还不贵的经营理念布局产品，2024 年通过推出高性价比套餐贴近消费者需求，不仅推出“99 元毛肚自由火锅套餐”、“99 元酸菜鱼自由火锅套餐”等受青睐的产品组合，还延续了高效的产品更新节奏，2020 年到 2025 上半年，锅圈每年新推



出的 SKU 数量分别达 66/185/173/339/412/175 个，通过持续上新与现有产品升级，不断丰富产品矩阵以适配多变的消费偏好。强大的研发实力下，锅圈成功打造出厚切雪花肥牛、筋头巴脑雪花肥牛、招牌青虾滑等特色食材，以及鱼肚鸡汤底、胡椒猪肚鸡汤底等风味底料。

从品类结构看，公司在保持火锅产品核心地位的同时，通过不断推出不同火锅底料及“其他火锅产品”的产品组合实现收入增长并应对季节性波动，亦推动非火锅品类实现突破性创新，其中烧烤产品表现尤为突出，成为第二增长曲线；整体来看，锅圈通过 SKU 扩充、自有品牌强化及非火锅品类占比提升，不仅持续丰富产品组合、增强品类结构韧性与抗周期能力，更以品类创新精准匹配一人食、家庭聚餐、户外烧烤等多元用餐场景，充分落地“多品类+多场景”战略，彰显其作为一站式在家吃饭餐食品牌对市场需求的精准响应与场景拓展能力。

图表18：2020-2025H1 新增 SKU（个）



来源：公司招股说明书，公司公共，国金证券研究所

公司在产品端形成“存量优化+增量突破”战略布局，逐步打造成为覆盖消费者全场景需求的社区央厨。品类拓展上锚定高频低客单价方向，借鉴平价茶饮、量贩零食等业态以客流量增长为核心的逻辑，通过产品爆品化策略吸引消费者、提升复购率，同时场景端从早期平价火锅烧烤食材超市破圈，进化为覆盖一日三餐（早中晚餐、下午茶、夜宵）的全场景社区央厨，二者共同作用带动客流转化与消费频次提升，进而改善同店销售表现；此外，公司 2025 年积极探索酒饮便利店新业态，销售品类涵盖酒饮、果汁精酿、早点烘焙及窗口现制冰淇淋等，相比较锅圈食汇主打“在家吃饭”来看，锅圈酒饮便利偏向酒水到家，属于全新消费场景。该店型目前尚未展开全国招商，是锅圈向酒饮烘焙品类渗透新尝试，未来全国化招商有望培育增长新动能，打开长期发展空间。



图表19：锅圈新推出的酒饮便利店



来源：第三只眼看零售，国金证券研究所

产品具备高性价比。公司依托供应链效率优化，在火锅、烧烤等核心品类上具备显著性价比优势。横向对比零售渠道（超市、同线零售品牌）与餐饮渠道定价，锅圈核心品类的零售端价格普遍低于主流超市，且显著低于餐饮渠道。这一定价策略既助力 C 端消费者以更低成本覆盖“在家吃火锅/烧烤”等场景需求，也能凭借高性价比切入小餐饮商户的食材采购场景，进而拓宽客群覆盖与营收增长边界。

图表20：各零售商产品价格对比

	锅圈	零售渠道				餐饮渠道		
		超市		同城零售	零售渠道平均	餐饮外卖		餐饮渠道平均
		盒马鲜生	七鲜超市	小象超市		海底捞	呷哺呷哺	
肥牛卷	筋头巴脑雪花肥牛 200g	澳洲和牛火锅肥牛卷 300g	东来顺内蒙古厚切肥牛片 500g/袋	国产原切肥牛卷 300g	89.3元/kg	捞派肥牛 200g	醇香肥牛 150g	268.5元/kg
	16.9元	33.9元	44.9元	19.5元		70元	28元	
	84.5元/kg	113元/kg	89.8元/kg	65元/kg		350元/kg	187元/kg	
毛肚	巴适黑毛肚 150g	大片脆毛肚 200g	【火锅季】海底捞脆皮毛肚 150g	【八秒鲜脆】冰鲜黑毛肚 200g	113.3元/kg	捞派脆脆毛肚 200g	经典毛肚 150g	360元/kg
	18.9元	18.9元	24.9元	15.9元		84元	45元	
	126元/kg	94.5元/kg	166元/kg	79.5元/kg		420元/kg	300元/kg	
虾滑	北海虾滑 120g	盒九十大颗粒虾滑（虾含量≥95%） 150g	七鲜大颗粒虾滑 150g	【虾仁含量≥90%】海底捞捞派虾滑 150g	130.4元/kg	招牌大颗粒虾滑 140g	虾滑 100g	360元/kg
	9.9元	17.9元	15.9元	24.9元		70元	22元	
	82.5元/kg	119.3元/kg	106元/kg	166元/kg		500元/kg	220元/kg	
羔羊肉卷	羔羊肉 200g	澳洲羔羊羊肉卷 500g	边塞风盐池滩羊羔羊肉片 260g/袋	大别山黑山羊原切羔羊肉腹肉卷 245g	149元/kg	新西兰羔羊羊排卷 200g	新西兰天然牧场羔羊肉（家庭装） 500g	279元/kg
	22.9元	59.9元	45.9元	36.9元		72元	99元	
	114.5元/kg	119.8元/kg	176.5元/kg	150.6元/kg		360元/kg	198元/kg	

来源：各品牌小程序，均定位于深圳市，国金证券研究所于 2025.09 整理

2.3 门店网络：市场下沉+区域扩张实现万家门店，多店型矩阵+成熟加盟模式助力门店网络拓展

公司依托加盟模式实现品牌广泛渗透，“一店一铺一库”打通线上线下渠道。截至 2025H1，



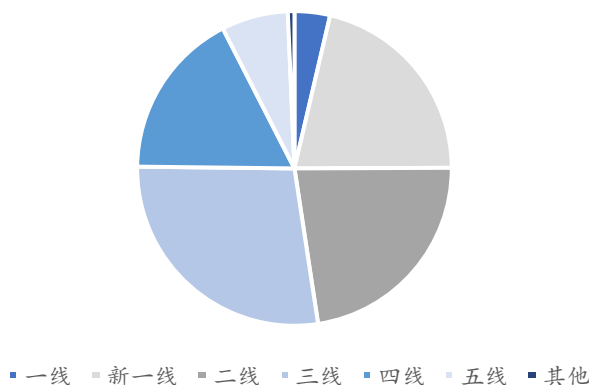
公司门店覆盖全国 31 个省份、自治区及直辖市，已构建起覆盖一线城市至乡镇的五级渠道网络，目前地级市及以下市场门店总占比已超过 70%。公司以“一店一铺一库”商业模式为核心抓手，系统性打通线上线下渠道，其中“一铺”依托抖音、小程序等线上平台构建高频互动场景，持续强化私域流量运营体系并承担内容传播职能；“一店一库”则发挥线下履约与前置仓作用，支持消费者线上下单后就近门店发货或到店自提，既打破实体零售空间限制、扩大产品组合与销售场景，又通过线上线下融合效应带动整体销售增长。在此基础上，2025H1 抖音账号矩阵实现超 32 亿次的平台曝光量，贡献零售额同比实现翻倍以上增长，不仅体现其对消费趋势的精准把握，更实质验证了在该模式模式下供应链能力、产品研发与内容运营的良性联动，进一步巩固其在家庭火锅消费场景的竞争优势。

公司通过低线市场重点场景的模型迭代与全城市层级的差异化布局，构建兼具渗透力与效率的渠道网络。目前在低线市场核心场景运营中，乡镇市场作为公司重点突破方向，2025H1 其净新增门店 270 家，既体现出公司在该市场突出的渠道复制能力，也印证新店型优化策略的落地成效。公司通过调整门店区位适配乡镇消费场景，叠加精细化运营手段，如依托精准库存预测与及时补货机制降低缺货率及库存成本、引入数字化管理系统缩短订单处理时长，直接推动单店库存周转率与日销售额改善，再结合供应链优化、产品结构调整与区域营销推广，形成高度适配乡镇市场的运营闭环。而农贸市场作为县域及乡镇市场的高频消费场景，公司则通过标准化模型打磨与业态组合创新，优化品类陈列与场景化选品，补位即时性消费需求的同时，降低单店复制门槛，为区域精细化布局提供可落地的解决方案。

门店城市层级分布：以低线为主导，核心城市稳步推进。2020 至 2023 年 4 月期间，核心城市门店实现稳步扩容，直辖市门店数量从 176 家增至 749 家，占比由 4.1%提升至 7.6%，省会城市门店从 832 家增至 2104 家，占比提升至 21.4%，主要通过优化区位聚焦社区与商圈周边提升渗透率；地级市门店占比持续稳定在 27%以上，作为连接核心与低线市场的枢纽保持渠道稳定性，同期县级及乡镇市场虽占比略有调整，但绝对门店数量保持增长，体现全层级覆盖下的下沉推进战略。截至 2025 年 9 月，公司已覆盖全国 280 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 51%，其中三线城市占比最高达 27.59%，一线城市占比仅 3.65%，进一步明确低线市场作为门店拓展主阵地的战略定位。

门店区域分布：区域分化，华北、华东区域渗透度较高。河南、江苏两省门店数均破千，在当地火锅食材消费领域占据重要地位；西南、西北、华南区域渗透率偏低，是未来重点发力方向。目前西北已见成效，当前西北大区（陕、甘、青、宁、内蒙、新疆）门店超过 900 家，后续将借品牌势能深耕下沉市场。东北区域持续推进，当前辽、吉、黑三省合计门店 261 家，增长空间较大；华南珠三角地带因人口稠密、消费力旺盛，同样是重点扩张区域。

图表21：截至 2025 年 9 月各线城市锅圈门店分布情况



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

多店型矩阵，协同布局多消费场景。社区标准店自 2017 年以“5 分钟生活圈”锚定居民日常消费，以零售为核心并融合线上运营，2025H1 门店达 10400 家、覆盖 31 省市，作为核心店型通过创新持续提能；乡镇店以“高性价比+多元运营”覆盖乡镇 C 端与 B 端客户，2025H1 净增 270 家，是“再开万店”规划的关键支撑且店型持续优化；农贸店聚焦菜市场半成品需求，依托场景流量与产品优化拓展，已布局超百家且计划 2024 年底开 200 余家；24 小时无人自助门店瞄准即时消费场景，凭借智能系统实现无人化运营，2025H1



完成超两千家零售门店的智能化改造；锅圈小炒目前处于筹备阶段，聚焦社区居家做菜痛点，计划实现 5 分钟现炒出餐、主打高性价比。各店型精准覆盖不同消费需求，为公司规模扩张与竞争力提升筑牢基础。

图表22：锅圈目前不同店型情况

店型	开始时间	定位	门店面积	经营模式	发展情况
社区标准店	2017	以“5 分钟生活圈”为服务半径，定位社区好邻居，满足居民日常消费	60-80 m ²	以零售为主，部分支持线上配送；通过打造爆品、拓展品类、开展会员运营等方式提升消费频次和复购率	截至 2025H1，锅圈门店数达 10400 家，覆盖 31 个省市自治区，社区标准店是主要店型之一；通过渠道创新（如鼓励门店直播）、产品创新（开发季节新品）提升活力与竞争力
乡镇店	2023	以“质价比+多元运营”的业态扎根乡镇消费市场，满足乡镇消费者及小 B 端需求	150-200 m ²	C 端：打通面向农村消费者的“最后一公里”，为农村聚会等场景提供上门服务；B 端：发挥区域代理商功能，向周边商超、学校、饭店等小 B 端客户供货，B 端销售额占比有的门店已超 20%	2025H1 净新增 270 家乡镇门店；未来五年是锅圈“再开万店”规划的重要支撑，门店模型将不断优化迭代
农贸店（锅圈肴领鲜）	2024.03	深耕菜市场场景，为消费者提供免洗免切半成品服务，满足即食烹饪需求	10-20 m ²	以零售为主，凭借菜市场天然流量吸引顾客；通过优化产品价格、提升产品品质和卫生标准吸引消费者	已在郑州、南京、杭州等多地开设十余家门店，另有二十余家正在筹备中；锅圈计划 2024 年底前开出 200 多家，通过深入供应链降本等方式提升竞争力，但在价格策略和适应不同地域消费者习惯上面临挑战
24 小时无人自助门店	2024.11	满足凌晨火锅、夜宵烧烤等即时消费场景，解决“应急用餐”需求	-	依托智能门禁与自助结算系统，实现 24 小时无人自助经营；消费者自助选购、结算，提升消费便捷性	截至 2025H1，完成了超过两千家零售门店的智慧化、无人化改造
锅圈小炒	筹备阶段	聚焦社区场景的现炒店，旨在解决老百姓在家做中餐“不会做、做不好、做着麻烦、下馆子贵”的痛点	-	实现 5 分钟现炒出餐，提供堂食、外带及食材包购买等多元消费选择，主打高性价比家常菜	目前处于筹备阶段，尚未正式开业运营，但已计划近期落地

来源：第三只眼看零售，中食发布，FoodTalks 食品资讯，锅圈食汇，蓝鲨消费，国金证券研究所

加盟模式的轻资产特性降低准入门槛，为连锁化的持续扩展提供动力。在加盟政策设计上，锅圈以 0 加盟费为核心吸引点，助力门店快速扩张；在此基础上，叠加保证金、管理服务费，以及装修施工、设备采购、首次备货等必要支出，加盟商开设一家标准门店总投资额约 23-24 万元，清晰透明的成本构成与低准入门槛，进一步为公司加盟店的快速铺开提供了有力支撑。

标准化体系+总部全流程赋能，保障单店盈利模型的可复制性。在门店模型构建上，公司以标准化建设为核心导向：通过标准化门店形象搭配红绿撞色视觉标识体系，打造高辨识度的社区零售场景，同时推动线下门店与线上商城深度协同，既为消费者提供品类丰富、体验便捷的居家餐食采购服务，也满足 B 端小餐饮企业的食材采购需求。

公司总部为加盟商提供覆盖选址评估、运营培训、系统管理至策略输出的全链路支持，依托区域管理团队给予常态化指导与策略支撑，并将加盟商定位为品牌共建伙伴与业务协同方，引导其拓展门店布局，同时持续更新总部管理机制与组织培训体系，助力门店业绩增长与标准化管理能力的快速复制。

锅圈加盟模式的成长性与运营周期规律良好，通常在开业 1-2 年后进入采购高峰期。2020 年新开门店当年单店平均收入贡献为 47.5 万元，2022 年达到 90.5 万元，呈现增长态势。新店在度过初期运营爬坡期后，采购需求的释放节奏相对迅速。



图表23：锅圈加盟政策

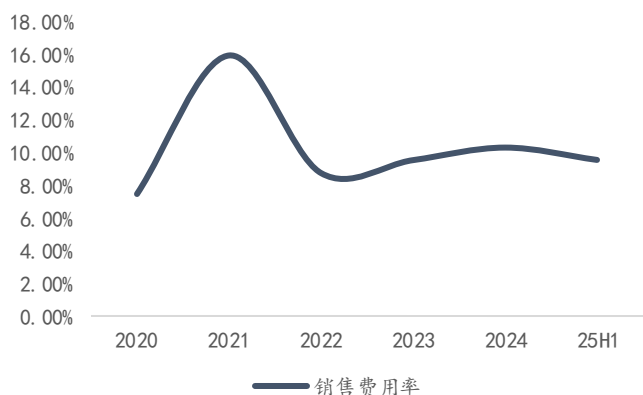
项目	加盟要求
加盟费	0
品牌保证金	2 万
年交物流运输费	2 万
装修费用	4-5 万
首次上货	约 8 万
设备费用	7-8 万
总投资（不含租金及转让费）	23-24 万

来源：博客 COVER，国金证券研究所

2.4 品牌粘性：品牌建设持续投入，打造国民火锅品牌形象

锅圈积极营销打造亲民形象，强化品牌在消费者群体中的心智认知。2020 年 9 月官宣岳云鹏为品牌代言人，凭借其亲民形象与“国民火锅”定位形成高适配度，以“在家吃火锅，就找锅圈”的标语锚定居家餐饮场景；2021 年成为 CCTV 体育频道美食合作伙伴，进一步提升品牌公信力；2022 年精准植入《加油！小店》《暖暖的火锅》等卫视热门综艺，搭建与年轻群体的沟通桥梁；2024 年 7 月联合新华网上线“小围裙计划第四季”暑期档全民任务。与此同时，公司在品牌投入上保持高强度，2021-2022 年广告及推销开支均突破亿元，通过代言人合作、官方媒体联动、综艺场景植入等多元方式，持续强化品牌在消费者心中的认知深度。

图表24：公司 2020-2025H1 销售费用率



图表25：锅圈选择岳云鹏作为代言人



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：派财经，国金证券研究所

门店终端作为品牌触达消费者的核心场景，成为锅圈传递亲民化、社区化理念的关键载体。从视觉呈现来看，门店招牌以醒目红色与绿色组合展示品牌名称及 logo，色彩搭配既具辨识度又贴合“国民社区品牌”定位，可快速捕获过往人群注意力；店内采用原木风陈列柜台，风格简约大方，即便 SKU 品类丰富也能实现有序排布，既便于消费者选品，又通过“烟火气+整洁感”的场景营造，强化了社区消费的亲近感。此类门店设计与公司在品牌端的高投入形成协同，从终端场景维度进一步锚定“社区火锅食材”定位，全方位传递品牌亲民化、社区化的核心逻辑。



图表26：锅圈门店招牌配色



图表27：锅圈门店内部构造



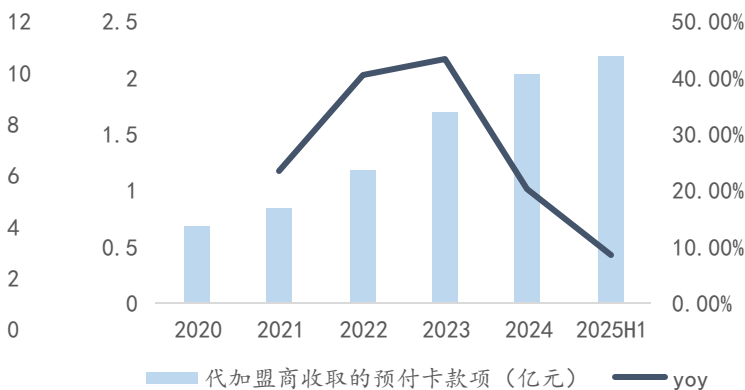
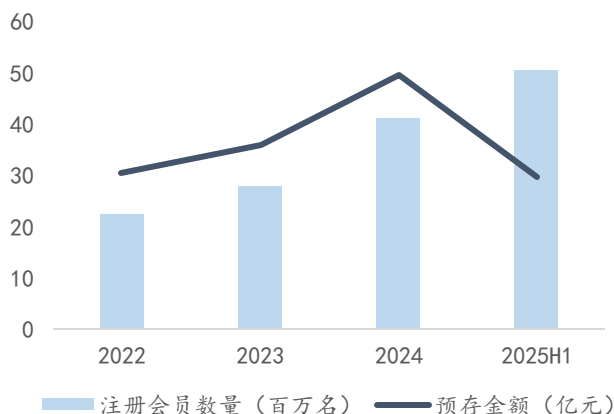
来源：中华网生活，国金证券研究所

来源：搜狐美食，国金证券研究所

锅圈以“储值机制+用户数据+复购闭环”为核心，持续深化会员体系运营，有效强化用户粘性与品牌价值沉淀。2025H1 公司预付卡储值金额达 5.9 亿元，同比增长 37.2%，持续保持高速增长，充分彰显消费者对品牌的信任度与复购意愿；同期注册会员数量达 5030 万，同比增幅 62.8%，增速明显提升，体现出公司在私域维护、内容触达及分层管理等用户运营环节的能力进阶。会员与储值体系的协同作用，不仅为公司提供了稳定的现金流保障，更成为支撑其高频复购行为、保障多渠道销售网络高效运转的关键引擎。

图表28：锅圈会员数量及储值金额持续提升

图表29：锅圈公司待加盟商收取的预付卡款项及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

三、增长看点：乡镇店深入布局，社区央厨战略布局初显

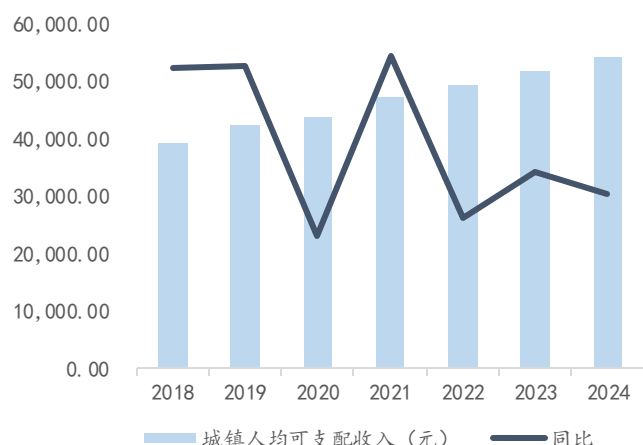
3.1 下沉市场空间广阔，标准化乡镇店在其中具备竞争力

下沉市场具备较为广阔的开拓空间，公司具备较大的渗透率提升空间。小城经济所涉及的县城是下沉市场的重要地理单元，根据民政部，截止 2024 年，我国共有地级行政区划单位 333 个、县级行政区划单位 2846 个、乡级行政区划单位 38712 个。从消费群体来看，下沉市场拥有庞大的人口基数。目前公司乡镇门店店型已跑通，乡镇店数量近 2000 家，已覆盖约 1700 个乡镇，渗透率较低，后续提升空间较大。

相较于高线城市，下沉市场经济的主要构成主体为夫妻老婆店。下沉市场门店连锁化率明显低于高线城市：1) 从消费者服务来看：下沉市场夫妻老婆店难以提供标准化产品和服务，公司乡镇门店的消费环境较好；2) 从门店层面来看：同类型传统夫妻老婆店的商业形态较公司乡镇店而言不具备效率优势。以零售形态的夫妻老婆店为例，其供应链体系仍为“厂家→一批→二批→三批→零售”的陈旧链条，层层加价导致终端货品不具备性价比。公司的乡镇店直供公司产品，依托公司强大的供应链优势，产品加价率较低，门店老板不需要牺牲利润能够获得更具性价比的同类型产品。

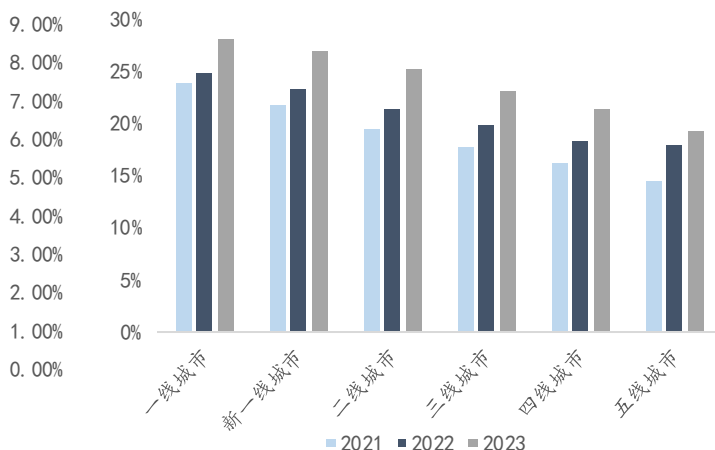


图表30：城镇人均可支配收入



来源：wind，国金证券研究所

图表31：中国不同城市连锁门店占当地门店数比例



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

3.2 社区央厨布局逐步完善，有望打开第二增长曲线

产品端布局持续深入，从火锅到覆盖家庭吃饭全场景。2017 年成立之初，公司以火锅烧烤食材为主，此后逐渐拓展，涵盖方便自加热、中餐预制菜、生鲜、净菜、饮品、小吃、休闲零食、调味品、火锅器具、烧烤器具、当地特色食材等多个家庭食材品类。2025 年，公司继续丰富中西餐、饮品、冰品、夜宵等产品，并针对县乡市场制定差异化产品策略，进一步扩大产品覆盖范围。

2025 年 10 月，“一酱成菜”系列调味料的上市，是公司构建“社区央厨”战略蓝图的又一关键落子，通过“调味料+食材”的场景化组合，能够实现生态联动效应。锅圈“一酱成菜”系列调味料，将复杂的调味步骤高度集成，将烹饪流程简化为三步：拆袋、入锅、翻炒或炖煮，解决消费者自己在家做饭口味较差和备菜繁琐痛点。

图表32：公司持续迭代产品矩阵覆盖更多消费场景

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 1 底料 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，一份主食，五种火锅汤底可选
烧烤露营集装箱套餐	2025 年 2 月	119 元	5 种（41 串）烧烤+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+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+5 份意面+10 份料+4 瓶乳酸菌
小龙虾套餐	2025 年 5 月	99 元	99 元 6 斤小龙虾
茶饮精酿啤酒系列	2025 年 6 月	9.9	联合斑马精酿供应链，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

来源：锅圈公众号，国金证券研究所



图表33: “一酱成菜”场景化组合示例

场景化组合示例:

快手工作餐: 5分钟搞定营养均衡

场景: 工作日, 时间紧张但仍追求用餐品质

组合示范: 家常小炒酱+藕片+木耳+胡萝卜+四季豆

联动品类: 藕片、木耳、胡萝卜等食材

周末聚餐: 在家复刻餐厅“硬”菜

场景: 周末家庭聚餐、朋友小聚

组合示范: 老坛酸菜鱼调味料+鱼片+火锅净菜

联动品类: 鱼片、毛肚、土豆、豆制品、青菜等食材

懒人创意菜: 清库存与新美味兼得

场景: 想换口味, 解决囤货

组合示范: 酸汤肥牛调料+肥牛卷+金针菇+豆皮+水晶粉+虾滑+其他火锅剩余食材=一锅开胃酸汤锅

联动品类: 肥牛卷、虾滑等食材

节日家宴: 懒人版满汉全席

场景: 节日家宴, 多人餐

组合示范:

麻婆豆腐调味料+鲜豆腐+肉沫

大烩菜调味料+五花肉+素菜+粉条+豆皮

联动品类: 烧烤五花肉、土豆、萝卜、玉米等食材

来源: 锅圈公众号, 国金证券研究所

2025年8月, 锅圈宣布完成对“熊猫大师”的数千万级战略投资, 并同步发布聚焦社区场景、由炒菜机器人现炒, 实现中餐到家的“锅圈小炒”项目, 以及标准化中餐食材供应链项目“肴肴领鲜”。锅圈小炒就是开设用炒菜机器人做菜的“现炒店”, 立足社区, 旨在解决在家做中餐“不会做、做不好、做着麻烦、下馆子贵”的痛点。而锅圈小炒依托锅圈的标准化中餐食材供应链体系“肴肴领鲜”, 以及与熊猫大师联合研发的智能炒菜机和数字菜谱, 锅圈小炒可以在5分钟内现炒出菜肴, 且价格仅为社会餐厅一半。锅圈小炒门店可提供数百道家常菜, 覆盖早餐、午餐、晚餐、夜宵全时段餐饮场景。消费者既可以在门店直接点单, 由机器人现炒堂食或外带, 也可购买标准化食材包和酱包回家自己做。目前来看, 首家门店预计将于2026年1月6日在001号店旁开业。



图表34：锅圈小炒首家门店正在筹备



来源：锅圈公众号，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

收入端：预计公司总体收入稳健增长，2025-2027 年的收入分别 74.19/87.51/103.79 亿元，对应同比增速+14.7%/+18%/+18.6%。

分业务看：产品销售为收入主体，预计 2025-2027 年分别为 72.41/85.46/101.43 亿元，同比+14.7%/18%/18.68%：1) 按加盟口径的“销售予加盟商”2025-2027 年分别为 59.84/69.75/82.571 亿元，同比+9.9%/+16.56%/+18.39%，主要驱动为加盟网点扩张+单店营收小幅提升。2) 其他销售渠道 2025-2027 年分别为 12.58/15.72/18.86 亿元，同比+45%/+25%/+20%。3) 综合指导/服务类为小额稳步增长，2025/2026/2027 分别为 1.78/2.05/2.35 亿元，同比+13%/+15%/+15%。预计 2025-2027 年期末加盟店数量分别为 11236/13236/15236 家，加盟店数量增长主要来自于在乡镇市场的加快布局，为未来收入增长核心动力。

成本端：预计毛利率保持稳定，2025-2027 年毛利率分别为 22.10%/22.3%/22.4%。考虑到公司处于扩张期，费用率可能不会大幅下降，有望随营收规模扩大有一定小幅摊薄，预计 2025-2027 销售费用率分别约 9.40%/9.30%/9.20%，管理费用率分别为 6.5%/6.5%/6.5%。

图表35：锅圈收入预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	6094	6470	7419	8751	10379
yoy	-15.05%	6.17%	14.68%	17.95%	18.60%
其中：					
产品销售	5941	6312	7241	8546	10143
yoy	-15.84%	6.26%	14.72%	18.02%	18.68%
销售予加盟商	5366	5445	5984	6975	8257
yoy	-17.16%	1.48%	9.90%	16.56%	18.39%
其他销售渠道	575	867	1258	1572	1886



yoy	-1.23%	50.84%	45.00%	25.00%	20.00%
综合指导服务	154	158	178	205	235
yoy	33.93%	2.58%	13.00%	15.00%	15.00%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

图表36：期内平均门店数量及平均单店收入预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
期末门店数量	9216	10300	10135	11236	13236	15236
yoy	34.27%	11.84%	-1.60%	10.86%	17.80%	15.11%
期内平均门店数量	8040	9762	10218	10686	12236	14236
yoy	44.09%	21.41%	4.67%	4.58%	14.50%	16.35%
平均单店收入（万元）	80.56	54.97	53.29	56	57	58
yoy	20.58%	-31.77%	-3.06%	5.09%	1.79%	1.75%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

图表37：锅圈成本与费用预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入成本	4743	5053	5780	6800	8054
yoy	-19.94%	6.53%	14.38%	17.65%	18.44%
毛利率	22.17%	21.90%	22.10%	22.30%	22.40%
经营费用：					
销售及分销开支	579	664	697	814	955
yoy	-7.33%	14.75%	3.89%	16.69%	17.32%
销售费用率	9.50%	10.27%	9.40%	9.30%	9.20%
行政开支	497	454	482	569	675
yoy	23.17%	-8.64%	6.16%	17.95%	18.60%
管理费用率	8.16%	7.02%	6.50%	6.50%	6.50%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4.2 估值

预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.33/5.1/6.01 亿元，对应同比增速 +87.63%/+17.82%/+17.9%，公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 24.39/20.7/17.55X，我们选取万辰集团、巴比食品、紫燕食品作为可比公司，参考可比公司 2025-2027 年 Wind 一致预期 PE 平均值为 28.51/22.66/19.24X。我们认为公司品牌、产品及渠道共同发力，处于开店周期中，给予 2026 年 25XPE，对应 127.5 亿人民币市值，140 亿港元市值，目标价 5.12 港元（汇率 1:0.9103），首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	EPS					PE			
			2025/11/25	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300972.SZ	万辰集团	168.41	1.71	6.17	8.95	11.35	16.32	27.30	18.81	14.84	14.84
605338.SH	巴比食品	28.35	1.12	1.18	1.31	1.44	14.16	23.98	21.60	19.62	19.62
603057.SH	紫燕食品	18.46	0.84	0.54	0.67	0.79	79.55	34.24	27.58	23.27	23.27
	平均		1.22	2.63	3.65	4.53	36.68	28.51	22.66	19.24	19.24
	中位数		1.12	1.18	1.31	1.44	16.32	27.30	21.60	19.62	19.62



2517. HK	锅圈	3.84	0.08	0.16	0.19	0.22	45.76	24.39	20.70	17.55
----------	----	------	------	------	------	------	-------	-------	-------	-------

来源：wind，国金证券研究所测算

五、风险提示

开店不及预期：公司未来增长的主要驱动力为拓店，若开店数量低于预期则对业绩产生较大影响。

加盟商利润不及预期：公司拓店主要依靠加盟模式，若加盟商利润表现较差则可能影响整体拓店速度与回款情况。

新店型打造不及预期：公司后续开店增长除原有店型外，锅圈小炒、锅圈露营等新店型也将成为开店增长的驱动力，若新店型打造不及预期则可能会影响开店速度。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,173	6,094	6,470	7,419	8,751	10,379
增长率	81.2%	-15.0%	6.2%	14.7%	17.9%	18.6%
主营业务成本	5,924	4,743	5,053	5,780	6,800	8,054
%销售收入	82.6%	77.8%	78.1%	77.9%	77.7%	77.6%
毛利	1,249	1,351	1,417	1,640	1,952	2,325
%销售收入	17.4%	22.2%	21.9%	22.1%	22.3%	22.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	625	579	664	697	814	955
%销售收入	8.7%	9.5%	10.3%	9.4%	9.3%	9.2%
管理费用	404	497	454	482	569	675
%销售收入	5.6%	8.2%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	10	9	12	7	9	10
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	312	337	324	594	697	822
%销售收入	4.3%	5.5%	5.0%	8.0%	8.0%	7.9%
财务费用	-20	-26	4	-7	-11	-13
%销售收入	-0.3%	-0.4%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	221	269	297	544	636	761
营业利润率	3.1%	4.4%	4.6%	7.3%	7.3%	7.3%
营业外收支						
税前利润	332	363	320	601	708	835
利润率	4.6%	6.0%	4.9%	8.1%	8.1%	8.0%
所得税	91	100	78	150	177	209
所得税率	27.4%	27.5%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	241	263	241	451	531	626
少数股东损益	11	24	11	18	21	25
归属于母公司的净利润	230	240	231	433	510	601
净利率	3.2%	3.9%	3.6%	5.8%	5.8%	5.8%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	230	240	231	433	510	601
少数股东损益	11	24	11	18	21	25
非现金支出	37	60	47	-19	-27	-23
非经营收益						
营运资金变动	-41	298	167	208	38	46
经营活动现金净流	285	678	531	680	589	702
资本开支	-118	-135	-124	-220	-220	-220
投资	33	-429	-39	0	0	0
其他	45	15	44	75	61	61
投资活动现金净流	-40	-548	-120	-145	-159	-159
股权募资	0	424	-73	0	0	0
债权募资	13	-43	-38	0	0	0
其他	19	-26	-153	-272	-319	-373
筹资活动现金净流	33	355	-265	-272	-319	-373
现金净流量	277	478	152	261	110	168

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	695	1,173	1,326	1,587	1,697	1,865
应收款项	574	463	558	903	1,065	1,263
存货	1,047	720	692	803	944	1,119
其他流动资产	92	520	693	604	604	604
流动资产	2,409	2,875	3,268	3,897	4,310	4,851
%总资产	59.0%	61.8%	68.8%	70.5%	70.7%	71.6%
长期投资	2	2	302	302	302	302
固定资产	358	441	494	569	639	703
%总资产	8.8%	9.5%	10.4%	10.3%	10.5%	10.4%
无形资产	250	233	226	312	394	472
非流动资产	1,672	1,776	1,483	1,634	1,786	1,928
%总资产	41.0%	38.2%	31.2%	29.5%	29.3%	28.4%
资产总计	4,081	4,652	4,751	5,531	6,096	6,779
短期借款	95	72	64	64	64	64
应付款项	577	457	647	803	944	1,119
其他流动负债	630	638	694	1,113	1,313	1,557
流动负债	1,303	1,168	1,404	1,979	2,321	2,739
长期贷款	0	8	4	4	4	4
其他长期负债	88	97	78	93	93	93
负债	1,391	1,273	1,487	2,077	2,418	2,836
普通股股东权益	2,594	3,262	3,144	3,316	3,519	3,758
其中：股本	21	2,747	2,747	2,747	2,747	2,747
未分配利润	2,573	515	471	642	845	1,084
少数股东权益	95	117	120	138	160	185
负债股东权益合计	4,081	4,652	4,751	5,531	6,096	6,779

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.09	0.09	0.08	0.16	0.19	0.22
每股净资产	0.94	1.19	1.14	1.21	1.28	1.37
每股经营现金净流	0.10	0.25	0.19	0.25	0.21	0.26
每股股利	0.00	0.05	0.07	0.09	0.11	0.13
回报率						
净资产收益率	8.86%	7.35%	7.33%	13.05%	14.49%	15.99%
总资产收益率	5.63%	5.15%	4.85%	7.82%	8.36%	8.87%
投入资本收益率	8.12%	7.06%	7.34%	12.64%	13.95%	15.38%
增长率						
主营业务收入增长率	81.25%	-15.05%	6.17%	14.68%	17.95%	18.60%
EBIT 增长率	151.06%	8.18%	-3.89%	83.28%	17.38%	17.95%
净利润增长率	149.76%	4.23%	-3.79%	87.63%	17.82%	17.90%
总资产增长率	50.04%	13.99%	2.15%	16.41%	10.22%	11.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	5.6	8.0	13.2	13.9	13.8
存货周转天数	50.1	67.1	50.3	46.5	46.3	46.1
应付账款周转天数	23.0	39.3	39.3	45.2	46.3	46.1
固定资产周转天数	10.9	23.6	26.0	25.8	24.9	23.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.88%	-35.73%	-36.14%	-41.29%	-41.77%	-43.24%
EBIT 利息保障倍数	121.5	62.1	73.3	46.3	54.4	64.1
资产负债率	34.09%	27.36%	31.29%	37.54%	39.66%	41.84%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话：021-80234211
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 5 楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳
 电话：0755-86695353
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
 18 楼 1806



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究