



锅圈：开启新一轮“餐桌效率革命”

—— 渠道变革系列深度报告（三）

2025 年 12 月 02 日

核心观点

- 公司介绍：主打性价比的“在家餐食”场景万店龙头。**公司创始人早年深耕餐饮行业，2015 年创立锅圈主营 B 端火锅食材配送，2017 年敏锐捕捉到 C 端场景化食材需求，开始转型为速冻食品零售业态，叠加疫情催化在家餐食场景需求，公司收入从 2020 年 30 亿元增长至 2024 年 65 亿元（CAGR 约 20%）。截至 2025 年，公司体量已达到万店规模，模式以下沉市场加盟门店为主，产品主打性价比，聚焦火锅食材并逐步向烧烤、牛排套餐等方向拓展。
- 逻辑一：“在家餐食”市场长期扩容，未来性价比业态有望突围。**1) 公司主营“在家餐食”业务，2024 年市场空间约 1.3 万亿元，呈现高速增长态势（2018-2024 年复合增速 23%），我们认为在人口结构与降本增效等多重因素市场规模有望持续扩容；参考日本经验，“在家餐食”市场占居民一日三餐比重从 1970 年 5% 提升至 2024 年 23%，而目前国内比重仅约 11%。2) 当前国内“在家餐食”行业已进入第二发展阶段，即下沉市场为主要增量来源，而主打性价比的速冻食品零售业态有望接力外卖成为第二个高速增长的渠道；参考日本经验，2000 年之后在性价比消费与下沉市场扩张的背景下，速冻折扣超市接力日本便利店成为“在家餐食”市场最重要的增长渠道，代表品牌神户物产收入 CAGR 约 15%。
- 逻辑二：城市店——性价比定位稳固基本盘，新业态打造第二增长曲线。**公司目前城市店约 8000 家，是业绩增长的基本盘，未来主要增长逻辑：1) 现有门店，推出性价比套餐叠加差异化服务（线下热出与一站式购物方案等），以此实现客流量的稳健增长，24H2 公司单店收入增速已经转正，2025 年增长趋势延续；2) 在速冻食品零售业态之外，公司积极探索“锅圈小炒”等新业态，考虑到公司较强的加盟商管理能力与供应链能力，长期来看新业态有望贡献第二增长曲线。
- 逻辑三：乡镇店——需求旺盛但优质供给稀缺，效率革命打开万店空间。**目前国内乡镇等下沉市场需求旺盛，2020 年至 2024 年乡村人均消费支出 CAGR 约 9%（明显高于城镇 6%），但优质供给较少，业态类型以夫妻老婆店为主，缺乏场景化服务并且产品质量参差不齐。基于这一背景，公司于 2024 年探索乡镇门店新模型，主打优质产品+性价比，目前模式已经跑通，25H2 进入快速开店期，未来 5 年门店数量将在现有 2000 家基础上新增 1 万家门店。
- 逻辑四：盈利能力改善——自产比例持续提升，内部管理持续优化。**公司 2024 年净利率约 3.7%，明显低于相似加盟模式的绝味食品与蜜雪冰城等（10%~20%），未来改善主要基于二条路径：1) 提升自产比例，同时优化仓储与配送环节，将节省的利润空间让利给消费者以支撑规模快速扩张，通过规模效应实现净利率提升；2) 内部管理优化，公司前期高速扩张导致内部管理优化空间较大，未来有望通过数字化与人效提升等方式降低费用率。
- 投资建议：**预计 2025~2027 年收入同比+17%/16%/15%，归母净利润同比+91%/22%/21%，对应 PE 分别为 21/17/14X。考虑到“在家餐食”场景长期扩容，以及下沉市场开店叠加盈利能力改善，公司业绩有望实现长期快速增长，短期催化在于单店收入加速增长叠加 25Q4 步入开店旺季，目前公司 2025 年与 2026 年 PE 均低于可比公司平均水平，**首次覆盖，给予“推荐”评级。**
- 风险提示：**竞争进一步加剧的风险；开店不及预期的风险；食品安全风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6470	7580	8770	10055
(+/-)	6%	17%	16%	15%
归母净利润（百万元）	231	440	535	648
(+/-)	-4%	91%	22%	21%
EPS	0.08	0.16	0.19	0.24
PE	21	21	17	14

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

锅圈（股票代码：2517.HK）

推荐 首次评级

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

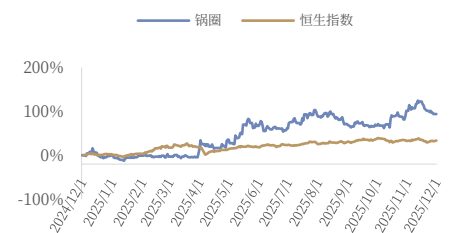
市场数据

2025-12-02

股票代码	2517.HK
H 股收盘价(港元)	3.73
恒生指数	26,095.05
总股本(万股)	274,736.04
实际流通股(万股)	274,736.04
流通股市值(亿港元)	102.48

相对恒生指数表现图

2025-12-02



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食饮】行业深度报告：从渠道变革视角寻找上游供应链投资机会

目录

Catalog

一、公司概况：主打性价比的“在家餐食”场景万店龙头	3
（一）发展历程：从餐饮产业链转型为在家餐食场景龙头	3
（二）财务分析：前期扩店支撑高速增长，24H2 步入新增长阶段	3
（三）业务拆分：火锅食材为核心品类，逐步拓展烧烤等品类	4
（四）门店拆分：加盟模式为主，注重下沉市场	5
（五）单店拆分：2022 年单店收入达峰，24H2 调整后企稳回升	6
（六）股权与管理层：股权结构均衡，管理层经验丰富	6
二、“在家餐食”市场长期扩容，性价比业态有望突围	8
（一）“在家餐食”万亿市场，长期有望持续扩容	8
（二）行业步入第二增长阶段，性价比业态有望突围	9
三、城市店：性价比稳固基本盘，新业态打造第二曲线	12
（一）传统店型：性价比优势+差异化竞争稳固基本盘	12
（二）传统店型：持续推进品类扩张+拓展露营等新场景	13
（三）新型业态：“锅圈小炒”等打造第二增长曲线	13
四、乡镇店：需求旺盛但优质供给稀缺，效率革命打开万店空间	14
（一）乡镇市场：需求旺盛但优质供给稀缺	14
（二）乡镇市场：连锁业态高速增长阶段已然来临	14
（三）乡镇市场：测算锅圈乡镇门店天花板约 1.7 万家	15
五、盈利能力改善：自产比例提升，内部管理优化	16
（一）净利率：对标优质连锁加盟品牌，公司盈利能力改善空间明显	16
（二）路径一：提升自产比例与深耕供应链，让利消费者形成规模效应	16
（三）路径二：内部管理优化，推动费用率下降	17
六、盈利预测与投资建议	18
（一）盈利预测	18
（二）估值模型	19
（三）投资建议	20
七、风险提示	21

一、公司概况：主打性价比的“在家餐食”场景万店龙头

（一）发展历程：从餐饮产业链转型为在家餐食场景龙头

1. 创始人餐饮探索（2006-2015 年）：创始人杨明超早期深度参与夜市、大排档及火锅店等餐饮业态的创业，在门店连锁化拓展和上游供应链积累了一定的经验和资源。

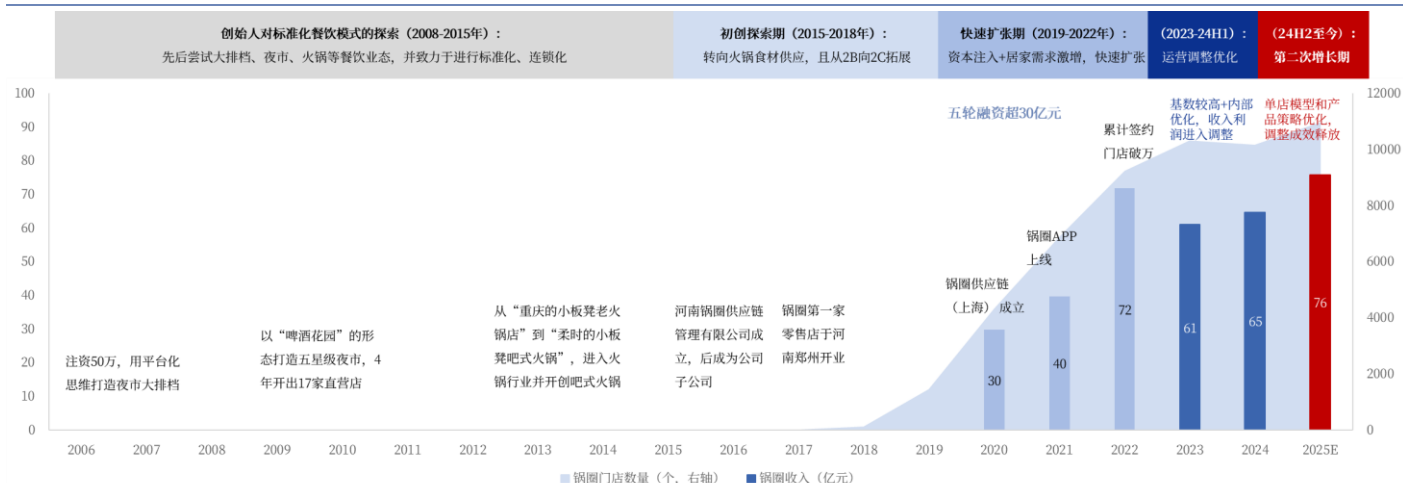
2. 商业模式初创期（2015-2018 年）：2015 年锅圈供应链管理成立，主营 2B 火锅食材配送；创始人意识到在家吃饭与场景化食材业务 2C 的机会，2017 年开出第一家零售门店。

3. 门店快速扩张期（2019-2022 年）：疫情扰动下在家吃饭需求明显增加，公司通过加盟模式，实现门店数量和供应规模快速扩容，达成万店规模。

4. 运营调整优化期（2023 年-2024H1）：疫情放开，基数较高叠加前期高速开店导致内部管理需要优化，2023 年至 24H1 公司收入与利润迎来调整阶段。

5. 第二次增长期（2024H2 至今）：2024 年 6 月，公司进行单店模型和产品策略调整，24H2 调整效果逐渐释放，门店数量止跌回升，单店收入增速转正。

图1：锅圈发展历程



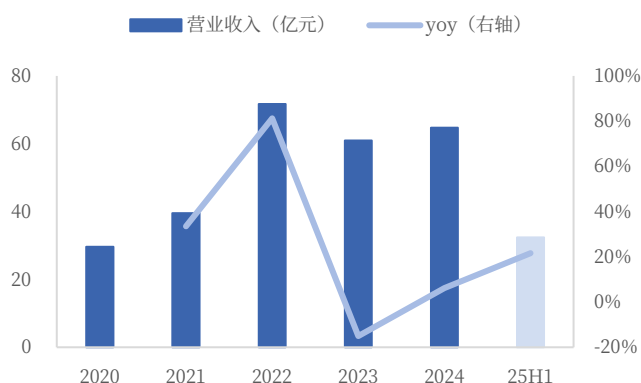
资料来源：锅圈公司公告，锅圈官方公众号，36Kr，中国乡村发展协会农食加工专委会，中国银河证券研究院

（二）财务分析：前期扩店支撑高速增长，24H2 步入新增长阶段

收入与利润：1) 收入端，2020 至 2022 年公司收入高速增长，CAGR 为 55.6%；2023 年疫情放开与高基数导致收入略有承压，2024 年至今战略调整后迎来再次增长，其中 2024 年收入同比增长 6.2%，25H1 加速至 22%；**2) 利润端，**2022 年之后规模效应释放推动公司扭亏为盈，2022 至 2024 年归母净利润稳定在 2.3 亿元左右，25H1 盈利进一步改善，净利润同比增长 113%（其中核心经营利润增长 52%）。

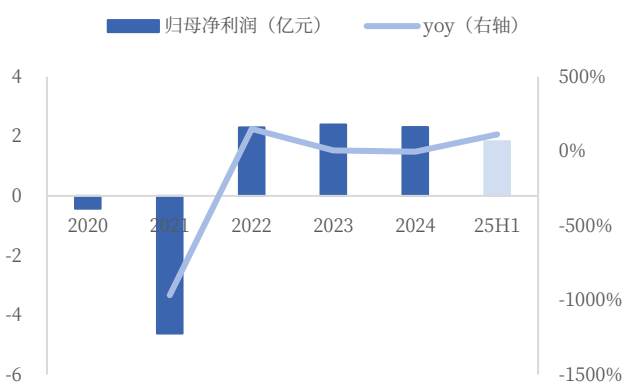
盈利能力：1) 毛利率，从 2020 年 11.1%提升至 2023 年 22.2%，主要得益于规模效应释放，2024 年与 25H1 同比略降主要系推出性价比套餐所致；**2) 费用率，**2020 至 2024 年期间销售费用率与管理费用率分别围绕 10%/7%中枢波动，但 2024 年至今管理费用率迎来边际改善，主要系规模效应与效率提升所致；**3) 净利率，**2022 年开始转正，2022 至 2024 年基本稳定在 3~4%区间，25H1 盈利能力边际改善，净利率 5.9%（同比+2.7pct），剔除非经损益影响后核心经营利润率为 5.9%（同比+1.2pct）。

图2：锅圈营业收入及增速



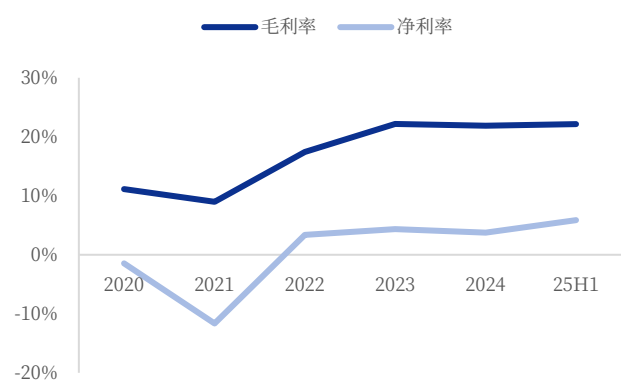
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：锅圈归母净利润及增速



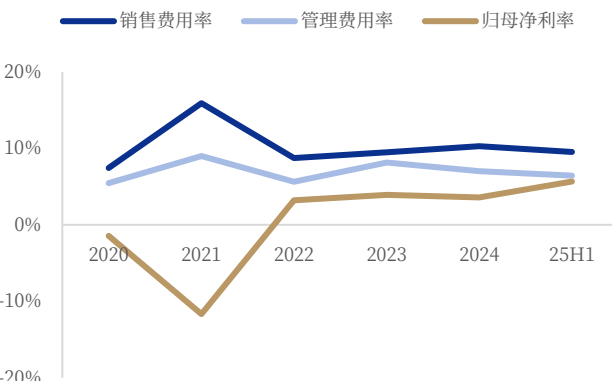
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：锅圈营业收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：锅圈归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）业务拆分：火锅食材为核心品类，逐步拓展烧烤等品类

按照品类拆分：1) 火锅食材，主要包括牛肉卷、毛肚、火锅丸料等产品，2022 年占总收入 76%，毛利率约 18.5%；2) 烧烤食材，包括牛羊肉串等，2022 年占总收入 10%，毛利率 14.1%；3) 其他食材，包括儿童牛排套餐、小龙虾与饮料等，2022 年占总收入 14%，毛利率 4.3%。

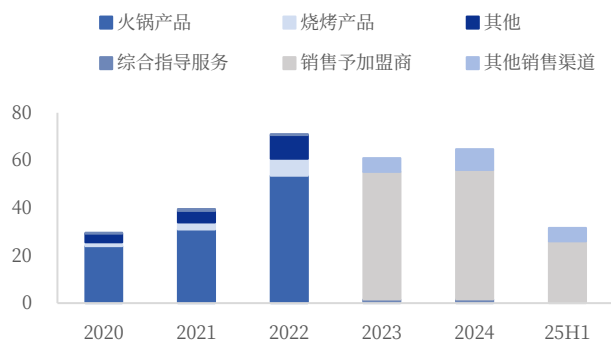
按照渠道拆分：1) 主要为销售给加盟商，2024 年收入占比 84%；2) 销售给企业客户，包括小餐饮、区域超市等；3) 通过自营店直接销售给终端消费者，例如抖音平台销售套餐优惠券。

图6：锅圈主要产品



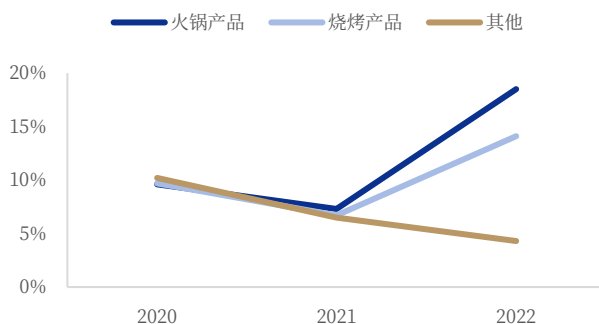
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图7：锅圈业务结构（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：锅圈分品类毛利率

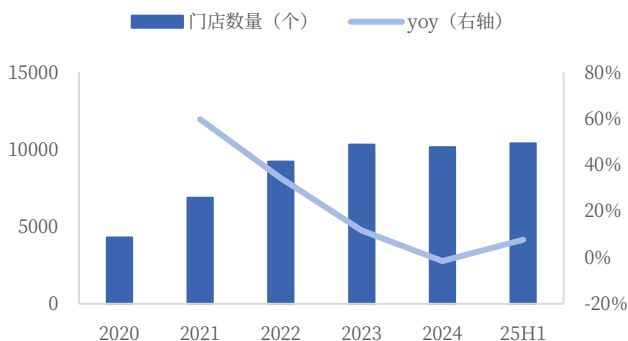


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）门店拆分：加盟模式为主，注重下沉市场

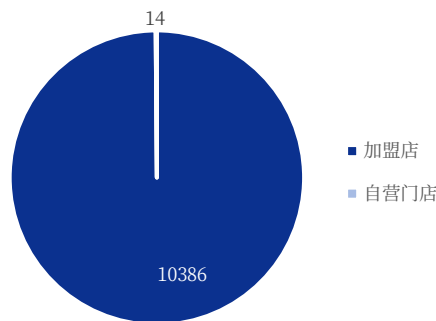
加盟模式为主，已达成万店规模。公司通过加盟方式快速实现各省市覆盖，2020-2022 年在疫情刺激居家消费的背景下，公司门店数量由 4300 家增至 9221 家；2023 年至 24H1 进行战略收缩，24H2 调整后重新进入拓店阶段，2024 年末重新实现万店规模，25Q3 进一步扩张至 10761 家。

图9：锅圈门店数量与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图10：锅圈门店以加盟为主（25H1，个）

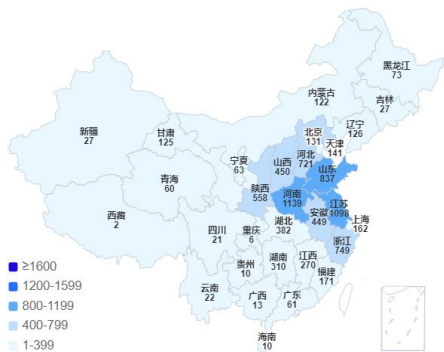


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

区域结构，以北方与华东为主。以河南为大本营，主要向河北、山东、江苏、浙江、安徽等地铺开；根据窄门餐眼数据，北方门店数量占比 60%，南方占比 40%。

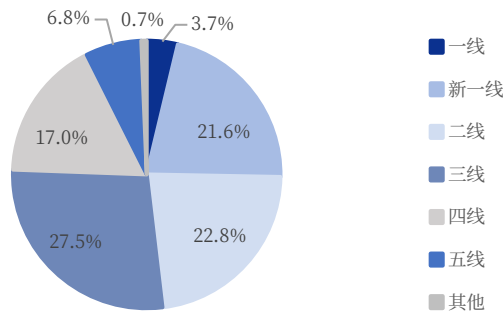
城市分布，下沉市场占比较高。公司注重下沉市场门店拓展，根据窄门餐眼数据，二线及以上城市门店占比 48%，三线及以下城市门店占比 52%。

图11：锅圈门店地域分布



资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

图12：锅圈门店城市分布



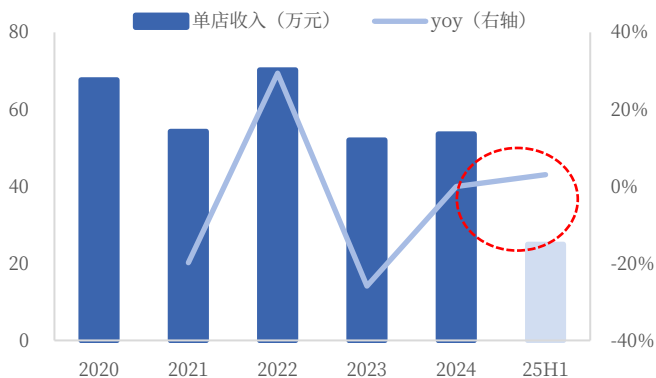
资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

（五）单店拆分：2022 年单店收入达峰，24H2 调整后企稳回升

2022 年单店收入达峰，2024 年调整后企稳回升。2022 年单店收入达到峰值 70 万元，2023 年下滑至 52 万元；2024 年通过战略调整推动单店收入企稳回升至 54 万元，25H1 单店增速进一步提升至 3%。

性价比套餐是推动 2024 年单店收入企稳的核心因素。2023 年与 2024 年上半年，消费需求较弱与竞争激烈导致公司单店收入承压；2024 年中期，公司通过降低产品单价+爆品引流换取更高客流量和购买频次，有效推动单店收入回升。

图13：锅圈门店数量与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图14：2024 年公司价格调整情况

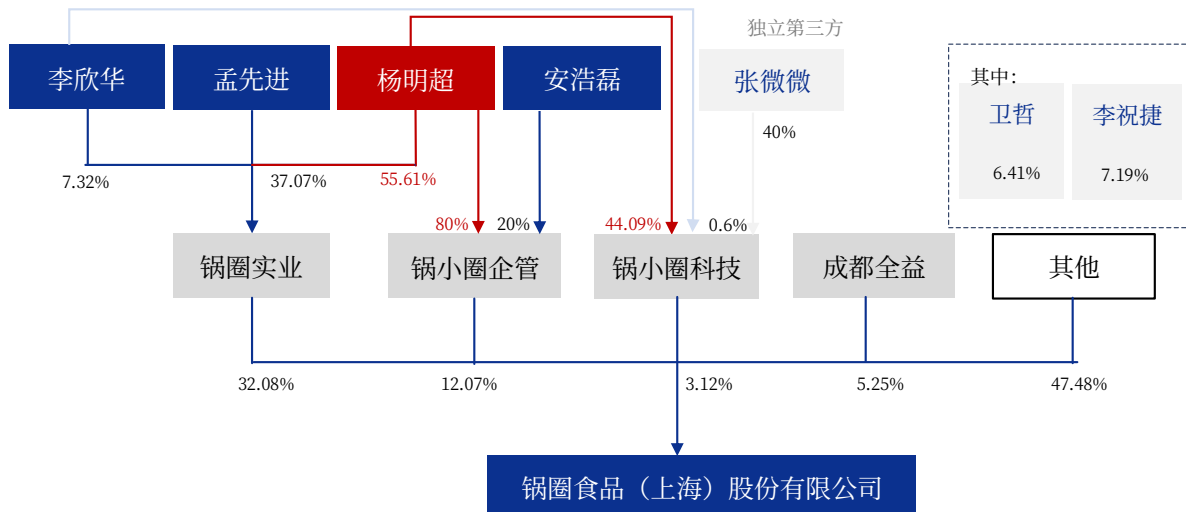
产品图片	产品名	规格	调整前零售价 (元)	调整后零售价 (元)	降幅
	山珍菌汤底料	165g/袋	12	9.9	17.5%
	猪肚鸡风味汤料	130g/袋	11.8	9.9	16.1%
	筋头巴脑雪花肥牛	200g/盒	16.9	14	17.2%
	球形烧烤炭	1.5kg	28	25.9	7.5%

资料来源：锅圈三门峡加盟商，中国银河证券研究院

（六）股权与管理层：股权结构均衡，管理层经验丰富

股权结构相对均衡。1) 杨明超先生，作为公司实控人、创始人兼董事长，通过锅圈实业、锅小圈等合计持有公司 28.9%的股权，和一致行动人孟先进（常务副总裁）、李欣华（联合创始人）合计持有 43.1%的股权；2) 成都全益，为三全食品全资控股的企业，拥有锅圈 5.3%股份。

图15：锅圈股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

高管产业经验丰富。1) 杨明超：董事长+CEO，餐饮供应链经验十分丰富，目前负责公司战略与运营管理；2) 孟先进：执行董事+常务副总裁，主要负责门店开发与管理；3) 安浩磊：副总裁，曾就职河南康之源商贸总经理，目前主要负责线上业务；4) 罗娜：负责自有工厂与产品链管理。

表1：锅圈核心董监高情况梳理

姓名	职务	薪酬（2024，万元）	负责业务
杨明超	董事长 首席执行官	158	公司创始人，负责整体业务管理与运营
孟先进	执行董事 常务副总裁	146	联合创始人，负责市场开发和门店管理
安浩磊	执行董事 副总裁	180	2018 年 7 月加入，负责线上新销售渠道开拓管理
罗娜	执行董事 副总裁	134	2017 年 3 月加入，负责集团产品链（丸来丸去、和一肉业、欢欢食品）
杨童雨	执行董事 副总裁	—	杨明超总之女，负责附属工厂以及集团投融资和资本市场相关工作
王晖	首席财务官	—	2020 年 9 月加入，负责财务管理相关工作
郑敏	职工董事、监事会主席、 营运总监	110	2017 年 1 月加入，担任营运总监，负责加盟商管理

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

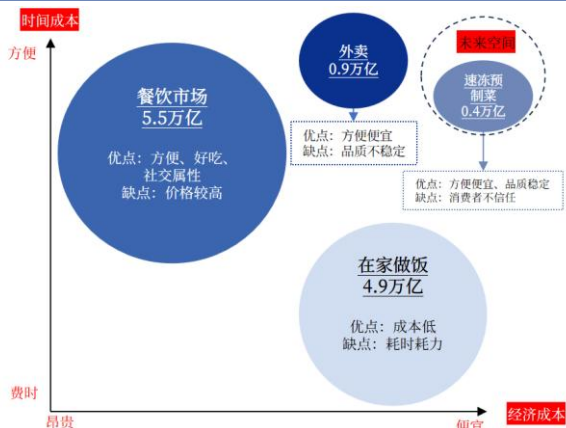
二、“在家餐食”市场长期扩容，性价比业态有望突围

（一）“在家餐食”万亿市场，长期有望持续扩容

结构拆分：我们将居民一日三餐的消费场景分为3类——1) **餐饮市场**，2024年零售额约5.5万亿元，占比约47%；2) **在家做饭市场**，2024年零售额约4.9万亿元，占比约41%；3) **在家餐食市场**，2024年零售额约1.3万亿元，占比约11%，其中以外卖为主（占60%）、速冻与预制菜为辅（占40%）。

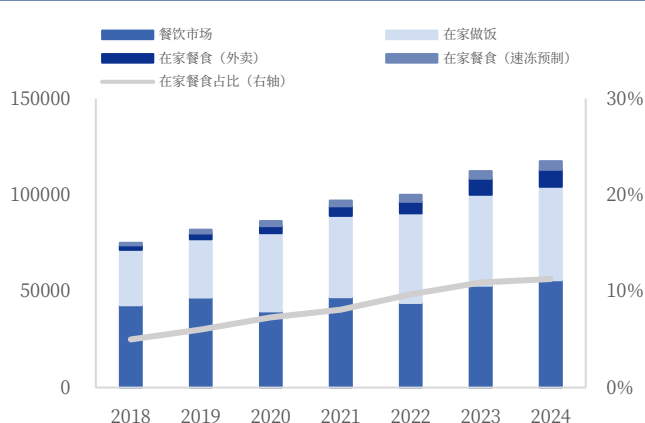
发展趋势：在家餐食市场处于高速增长阶段，2018至2024年市场销售额从0.4万亿元增长至1.3万亿元，期间CAGR约23%，对应销售额占比从5%提升至11%。

图16：中国一日三餐场景分为四大类



资料来源：国家统计局，锅圈招股说明书，艾媒咨询，中国银河证券研究院

图17：在家餐食整体占比提升，以外卖为主、速冻预制菜为辅（亿元）

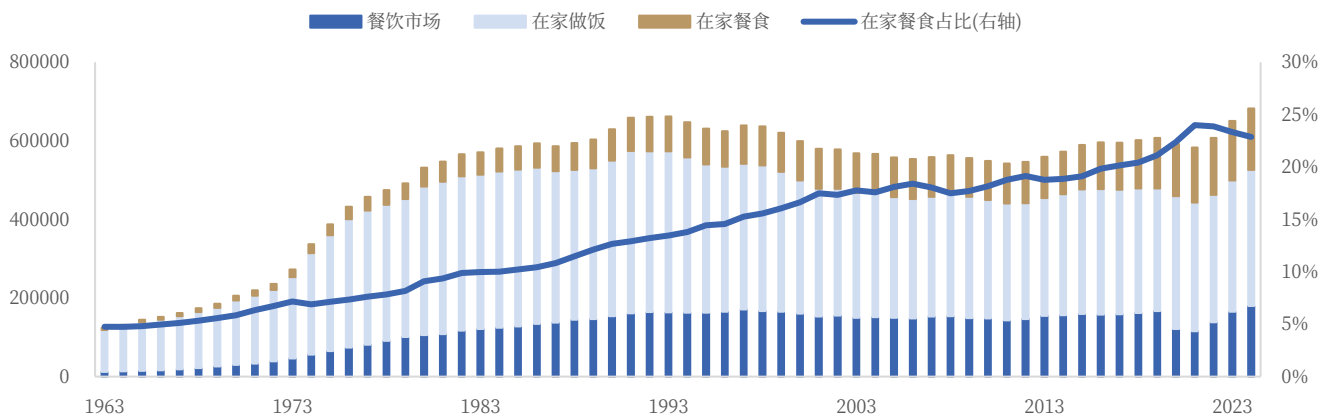


资料来源：国家统计局，锅圈招股说明书，艾媒咨询，中国银河证券研究院

未来展望：多重因素驱动下“在家餐食”市场规模有望持续扩容。1) **家庭小型化**，二人家庭与单人家庭数量增加，“在家做饭”效率较低且时间成本较高，相比之下“在家餐食”效率明显更高；2) **家庭劳动分工变化**，女性劳动参与率提高，在家做饭的家庭主妇角色减少，“在家餐食”持续替代“在家做饭”；3) **性价比优势明显**，相比于餐饮堂食的客单价，外卖、速冻与预制菜等“在家餐食”的客单价更低。

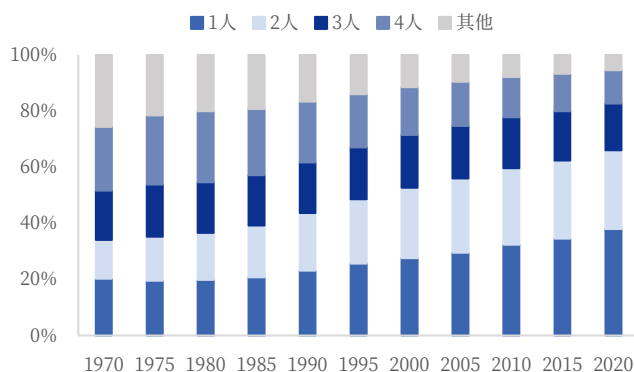
日本经验：“在家餐食”收入占比从1970年5%提升至2024年23%。其背后核心驱动因素在于：1) **家庭结构变化**，日本单人家庭比例从1970年20%提升至2020年38%，且成为第一大家庭形态；2) **家庭劳动分工变化**，日本双职工家庭比例从1980年36%提升至2020年68%。

图18：日本户均一日三餐三大消费场景变化趋势（日元）



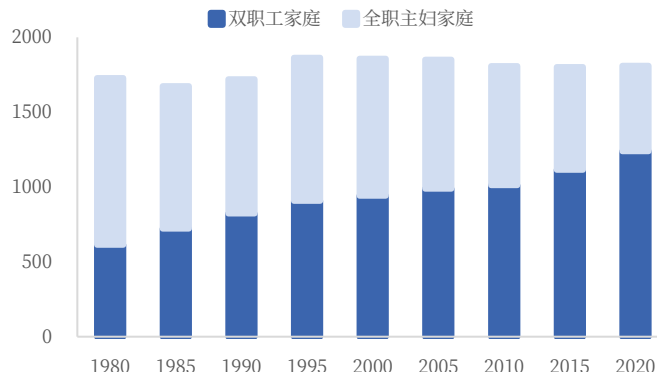
资料来源：日本统计局，中国银河证券研究院

图19：日本家庭人口结构变化



资料来源：日本统计局，中国银河证券研究院

图20：日本家庭劳动分工变化（万户）



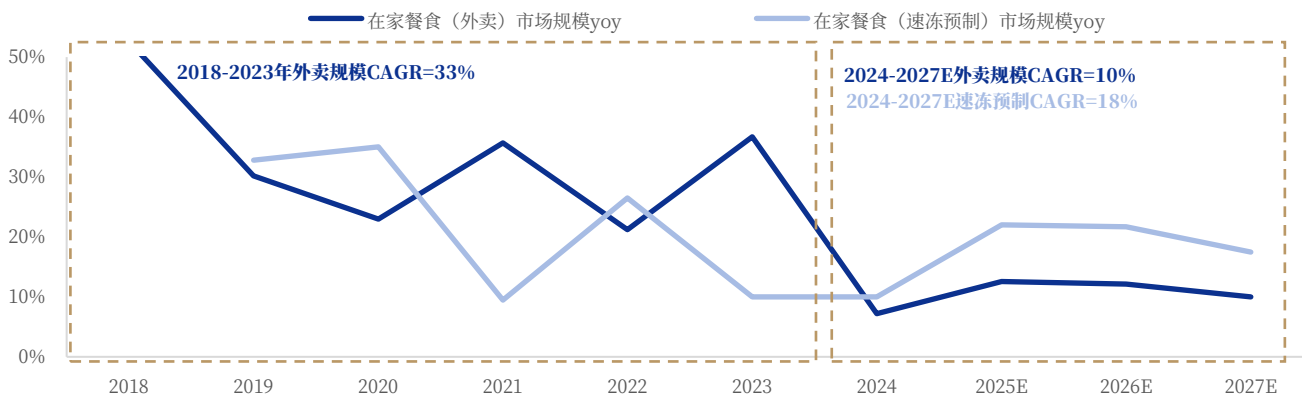
资料来源：日本厚生劳动省，中国银河证券研究院

（二）行业步入第二增长阶段，性价比业态有望突围

第一阶段：外卖模式占主导。2018-2023年，国内外卖行业销售额从2278亿元增至8202亿元，对应期间CAGR约33%，呈现高速增长态势，并且主导了在家餐食场景在城市地区的快速渗透。

第二阶段：主打性价比的速冻食品零售业态突围。1) 当前消费力相对疲弱，城市消费者对性价比需求增多，相较于外卖客单价，销售速冻预制菜的折扣业态更具优势；2) 乡镇市场在家餐食需求增加，但外卖由于履约成本等因素难以大范围覆盖乡镇市场，相较之下速冻食品零售业态更具优势。

图21：国内“在家餐食”行业分为两大发展阶段



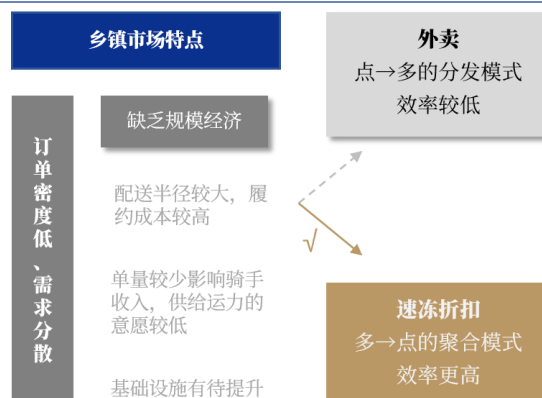
资料来源：国家统计局，锅圈招股说明书，艾媒咨询，中国银河证券研究院

图22：折扣业态相较于外卖仍有性价比优势

产品	整体客单价（元/人）
餐饮	62
外卖	59
锅圈-标准价格	36
锅圈-性价比套餐	20
超市	45

资料来源：锅圈小程序，美团，冻品先生，中国银河证券研究院

图23：折扣业态更符合乡镇市场环境



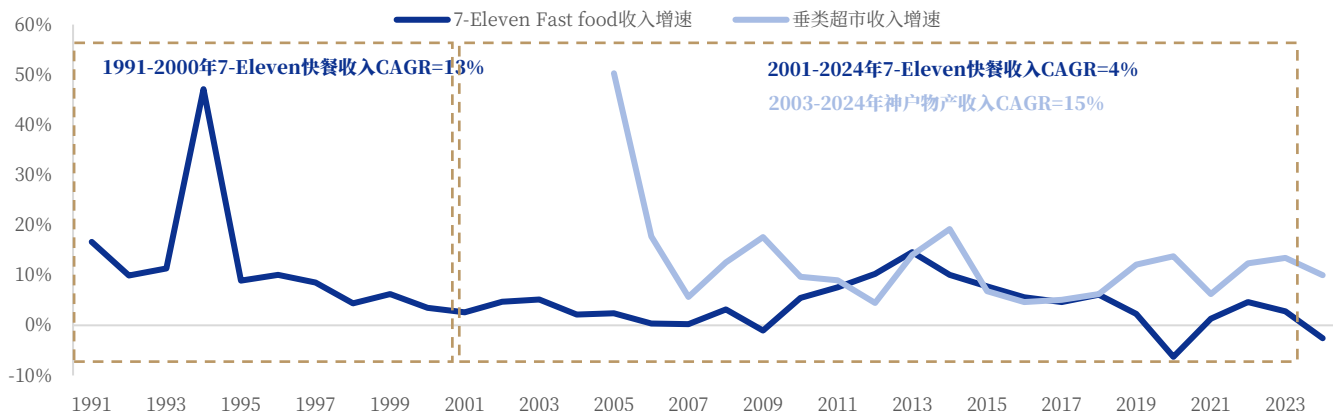
资料来源：中国银河证券研究院

日本经验：“在家餐食”亦分为两个发展阶段。

第一阶段：1990s 便利店（类似国内外卖）主导。便利店为“在家餐食”最主要的核心渠道，便利店速冻与预制菜收入实现快速增长，CAGR 约 13%。

第二阶段：2000s 性价比速冻食品零售业态主导。日本便利店速冻预制菜增速放缓（CAGR 约 4%），而以神户物产为代表的性价比速冻食品连锁业态迎来快速增长（CAGR 约 15%）。

图24：日本“在家餐食”行业亦分为二个发展阶段

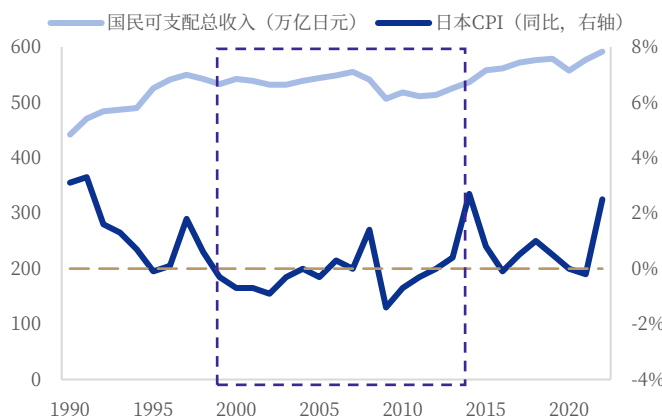


资料来源：7-Eleven, 神户物产公司公告, 中国银河证券研究院

注：1994年7-Eleven口径调整，熟食也计入快餐收入

原因一：2000年代宏观经济持续承压，速冻食品零售业态的性价比更明显。2000-2013年日本长期处于通缩状态，CPI 同比基本持平，可支配收入停止增长，居民价格敏感度提高。速冻食品零售业态较便利店更具性价比，如图所示的主要大单品价格，神户物产均明显低于 7-Eleven。

图25：日本 CPI 和可支配收入增长停滞



资料来源：日本统计局, Wind, 中国银河证券研究院

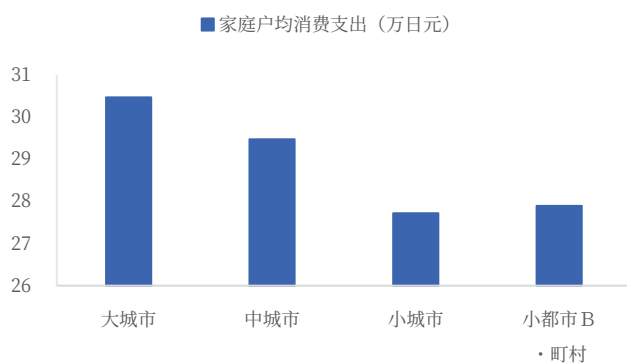
图26：神户物产的产品价格低于便利店

品类	神户物产			7-Eleven		
	产品	含税价 (日元)	单价 (日元/100g)	产品	含税价 (日元)	单价 (日元/100g)
炸鸡块		818	82		354	197
乌冬面		178	18		160	38
提拉米苏		278	174		300	316

资料来源：神户物产官网, 7-Eleven 官网, 中国银河证券研究院

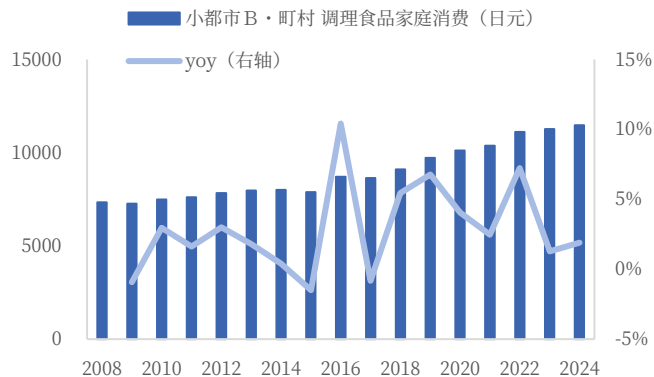
原因二：2000年代下沉市场成为主要增长点，速冻食品零售业态具备竞争优势。2000年开始（尤其2010年之后）日本下沉市场需求旺盛，叠加政策扶持下沉市场消费产业，速冻预制菜品类加速向下渗透，但便利店店型主要适配高线市场（客单价偏高、核心品类鲜食需日均配送2次），相较之下以神户物产为代表的性价比速冻食品零售业态更具优势（大包装+便宜+冷冻食品的运输时长限制低）。

图27：2010 年日本下沉市场消费能力已达到较高水平



资料来源：日本国家统计局，中国银河证券研究院

图28：日本下沉市场对速冻预制的需求增长



资料来源：日本国家统计局，中国银河证券研究院

图29：便利店门店主要在都市圈加密，速冻垂类折扣店覆盖郊区、县镇需求

7-Eleven门店 (集中在市区)



神户物产门店 (分布在郊区与县镇)



资料来源：Google Map，中国银河证券研究院

日本“在家餐食”行业最终形成二元竞争格局。1) 便利店：城市市场占据优势，主要面向单人家庭与白领职工，主打效率、品质与服务，品类以鲜食+冷藏+小包装为特色，主要品牌包括 7-Eleven 等；2) 性价比速冻食品连锁业态：下沉市场占据优势，主要面向多人家庭，主打性价比，品类以冷冻+大包装为特色，主要品牌包括神户物产等。

图30：日本“在家餐食”行业最终形成二元竞争格局



资料来源：Foodtalks, 36kr, 食品板, 联商网, 7-Eleven、神户物产、Lopia、大黑天物产公司官网，中国银河证券研究院

三、城市店：性价比稳固基本盘，新业态打造第二曲线

（一）传统店型：性价比优势+差异化竞争稳固基本盘

主打极致性价比：从整体客单价来看，锅圈火锅产品的标准价约为餐饮/外卖/超市的 6-8 折，而性价比套餐更是仅为其他业态的 3-4 折；从火锅大单品来看，锅圈单价为餐饮/外卖的 5 折左右，性价比优势明显。

一站式购物方案：锅圈提供食材、配料、用品用具的一站式解决方案，一站式服务契合城市消费者日益加快的生活节奏，相较于超市等业态具备便捷化采购的优势。

线下差异化体验：公司通过热出等场景化营销，例如在门店外现场烧烤、涮火锅，有效增强购物的体验感。

表2：锅圈产品在城市具备明显性价比优势（以火锅为例）

产品	餐饮	外卖	锅圈标准价格	锅圈性价比套餐	超市
整体客单价（元/人）	62	59	36	20	45
毛肚（元/100g）	31	29	12	-	13
肥牛卷（元/100g）	26	19	8	-	9
乌鸡卷（元/100g）	20	18	8	-	8
虾滑（元/100g）	24	22	16	-	10
海带（元/100g）	8	8	3	-	-

资料来源：锅圈小程序，美团，大众点评，冻品先生，中国银河证券研究院

图31：锅圈提供一站式采购解决方案 vs 超市



资料来源：锅圈官网，锅圈小程序，锅圈官方公众号，中国银河证券研究院

图32：锅圈增强更多线下购物体验（热出）



资料来源：锅圈学堂公众号，中国银河证券研究院

（二）传统店型：持续推进品类扩张+拓展露营等新场景

品类扩张：布局小龙虾与冰品等，有效熨平季节性波动。1) 小龙虾：2025 年推出小龙虾自由套餐，定价 99 元/6 斤（150 只），延续毛肚自由套餐的高性价比，有望通过丰富套餐种类提升复购，实现单店提升。2) 雪糕：作为夏季重要品类，合作品牌包括伊利、蒙牛等，性价比优势明显。

场景拓展：开发烧烤与户外露营，满足早餐与夜宵需求。1) 在家→露营：公司借助已有的丰富 SKU，推出“露营吃喝一站式解决”的场景化方案，在“在家吃饭”之外拓展户外场景，有望提升消费频次；2) 正餐→早餐+夜宵：推出 24 小时无人零售门店等，延长经营时间，在原有正餐场景之外切入早间 7-9 点早餐、晚间夜宵场景，25H1 完成超 2000 家零售门店的智慧化、无人化改造，首店改造后月均实现 7% 的增长。

图33：锅圈围绕饮食场景进行品类扩张



资料来源：锅圈官方公众号，锅圈视频号，锅圈学堂，中国银河证券研究院

图34：锅圈进行消费场景扩张



资料来源：锅圈官方公众号，中国银河证券研究院

（三）新型业态：“锅圈小炒”等打造第二增长曲线

锅圈小炒：加入智能炒菜机器人，打通从食材到烹饪的环节。“锅圈小炒”首家门店拟在 2026 年 1 月落地，主要模式为在锅圈社区门店加入智能炒菜机器人，机器人具备数百道菜谱的烹饪能力，能在 5 分钟内完成一份调味精准的现炒菜肴。消费者可选择在门店点单、由机器人现炒堂食或外带；或购买标准化食材包和酱包，二者相较传统外卖均具备明显的性价比优势。通过切入午晚正餐“做饭难”、“堂食贵”的痛点，有望实现社区加密。

图35：公司拟布局“锅圈小炒”新模型



资料来源：锅圈官方公众号，中国银河证券研究院

图36：“锅圈小炒”10 分钟连出四道菜



资料来源：锅圈官方公众号，中国银河证券研究院

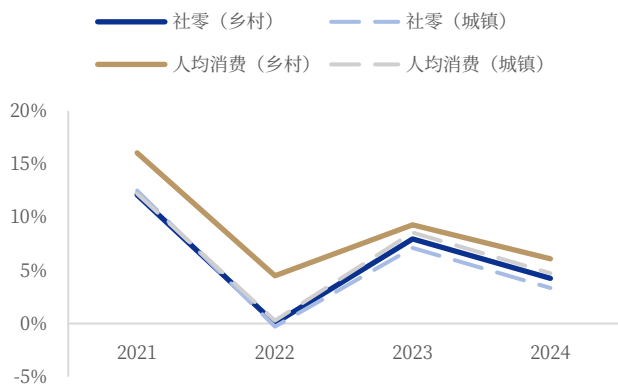
四、乡镇店：需求旺盛但优质供给稀缺，效率革命打开万店空间

（一）乡镇市场：需求旺盛但优质供给稀缺

乡镇市场需求旺盛：不同于高线城市消费整体疲弱，下沉市场目前消费仍有较大潜力释放，2020年至2024年，乡村市场社零总额从5.3万亿元增长至6.7万亿元，CAGR约6.0%（高于城镇的5.6%），人均消费支出从1.4万元增长至1.9万元，CAGR约9%（高于城镇的6%）。

但是优质供给稀缺：1) 业态类型以夫妻老婆店为主，现代化连锁业态稀缺；2) 业态功能单一，缺乏体验式与场景化服务。中国消费者协会《2022年农村消费环境与相关问题调查报告》显示，44.5%的农村消费者表示最近一年内曾在本村及附近的市场上买到过假冒伪劣产品、“三无”产品。

图37：2021年至今乡村市场社零与消费支出增长较快



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图38：目前乡镇市场优质供给稀缺



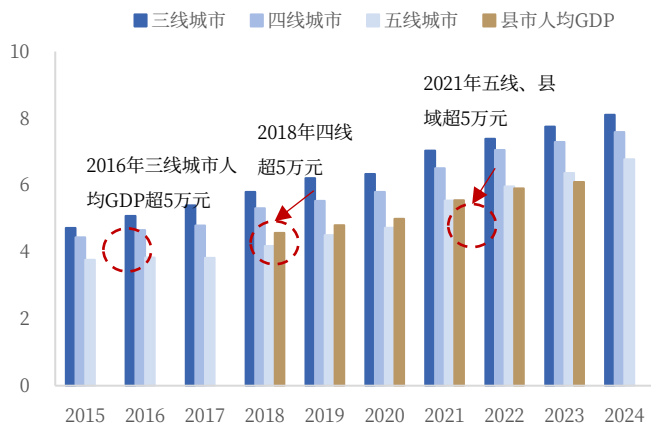
资料来源：安徽网，澎湃新闻，中国银河证券研究院

（二）乡镇市场：连锁业态高速增长阶段已然来临

参考城市市场经验，当人均GDP突破5万元，迎来连锁业态高速增长期。1) 三四线城市，2016-2018年人均GDP突破5万元，锅圈、海底捞等连锁业态开始发展，拓店逐渐加速；2) 五线城市与县级市场，2021年人均GDP突破5万元，对应锅圈、海底捞、蜜雪冰城等迎来繁荣。

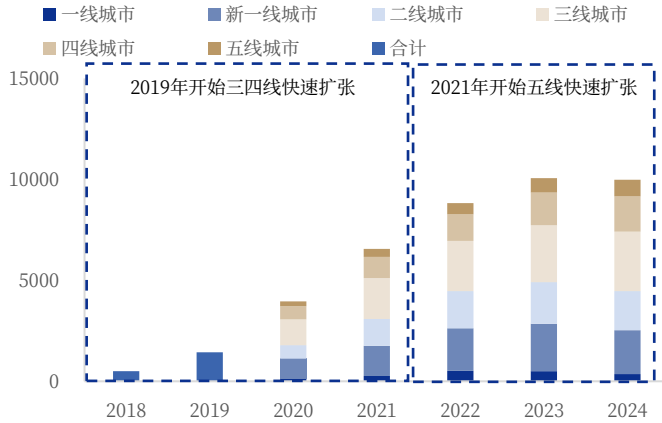
乡镇市场2023年人均GDP破5万元，连锁业态的高速扩张期已然来临。2023年县级市场人均GDP约6万元，预计乡镇人均GDP为县级市场的80%，则当前乡镇市场人均GDP已接近5万元，类似于2016年的三四线城市、2021年的县级市场，连锁业态具备较大拓店潜力。

图39：2019-2024年四五线城市与县级市人均GDP先后突破5万元



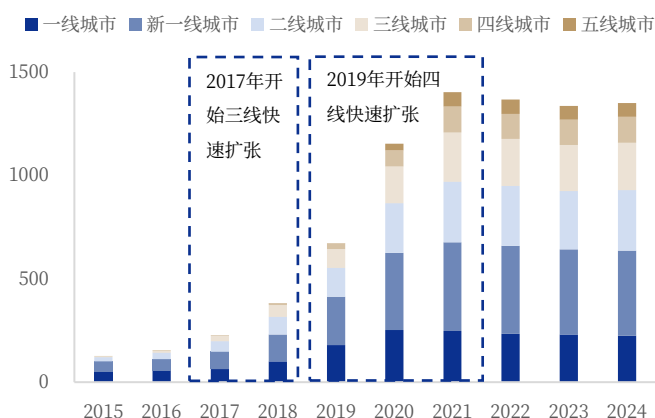
资料来源：Wind，中国县域统计年鉴，中国银河证券研究院

图40：锅圈门店数量高增（个）



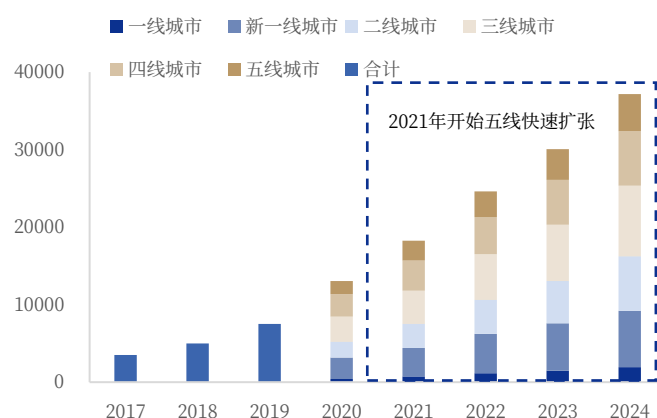
资料来源：极海数据，中国银河证券研究院

图41: 海底捞门店数量 (个)



资料来源: 极海数据, 中国银河证券研究院

图42: 蜜雪冰城门店数量 (个)



资料来源: 极海数据, 中国银河证券研究院

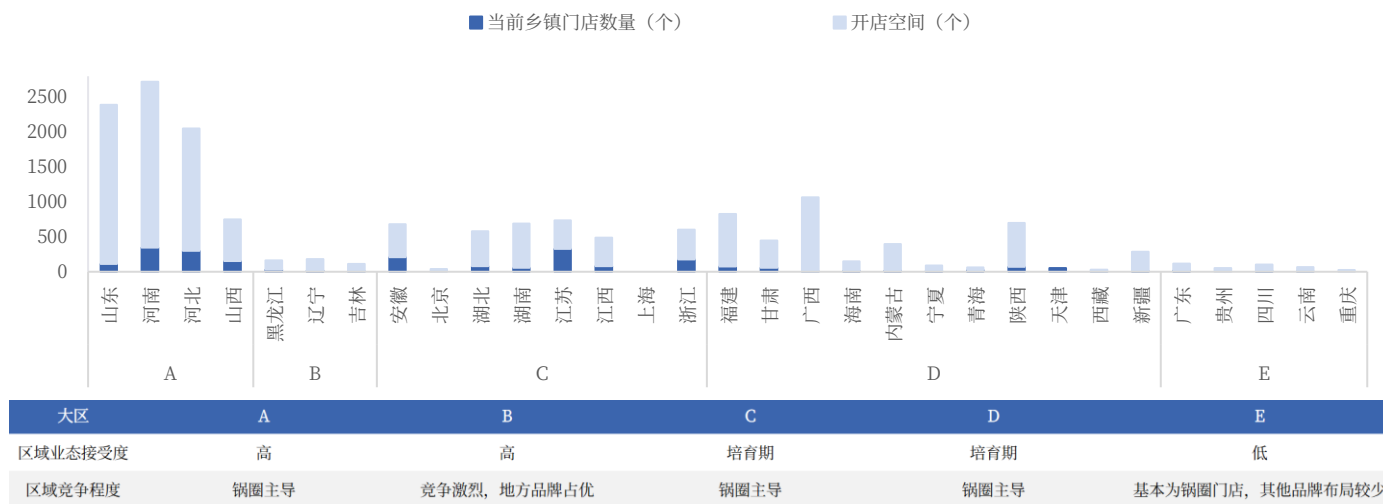
(三) 乡镇市场: 测算锅圈乡镇门店天花板约 1.7 万家

考虑到不同区域饮食习惯与竞争程度的差异, 我们将全国分为 5 个大区进行测算。1) A 大区, 包括山东、河南、河北与山西, 对速冻火锅食材的接受度较高, 并且锅圈市场份额优势明显; 2) B 大区, 黑龙江、辽宁与吉林, 对速冻火锅食材的接受度较高, 但锅圈面临一定竞争压力; 3) C 大区, 安徽、江苏、浙江与湖北等 8 省市, 对速冻火锅食材具备一定接受度, 并且锅圈市场份额优势明显; 4) D 大区, 陕西、内蒙古、宁夏与甘肃等 11 省市, 对速冻火锅食材接受度尚处在培育期, 并且锅圈市场份额优势明显; 5) E 大区, 广东、贵州与四川等 5 省市, 对速冻火锅食材接受度较低。

测算 A~E 大区的城市区域, 每 4/14/6/7/69 万人已开 1 家锅圈门店。各个大区内部, 在地级市层级就速冻食品零售业态的门店数量和人口数量进行回归分析, 得到各地级市的城市人口对门店的支持能力。

参考城市门店密度, 预计锅圈乡镇门店天花板 1.7 万家。假设乡镇人口对速冻食品零售业态的支持能力和对应的城市人口相同, 且锅圈的门店占有率和当前保持一致, 则预计锅圈乡镇门店天花板约 16600 家。

图43: 各省乡镇门店开店空间



资料来源: 高德地图, Wind, 中国银河证券研究院

五、盈利能力改善：自产比例提升，内部管理优化

（一）净利率：对标优质连锁加盟品牌，公司盈利能力改善空间明显

我们选取蜜雪集团、绝味食品与紫燕食品作为可比公司，三者商业模式均为中央工厂+连锁加盟门店。2024 年公司净利率约 3.7%，相较之下绝味食品、紫燕食品与蜜雪冰城等净利率历史中枢则稳定在 10%~20%。

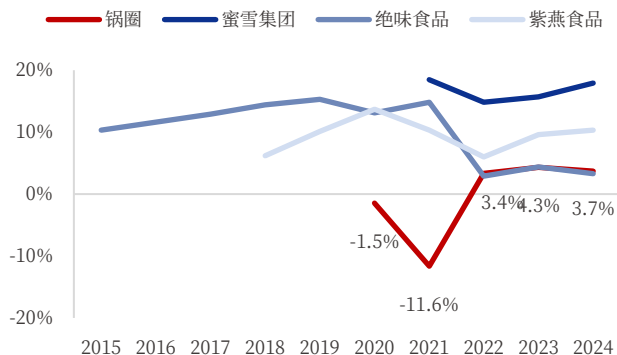
图44：连锁加盟品牌对比

	锅圈	绝味食品	紫燕食品	蜜雪冰城
商业模式	中央工厂+连锁加盟门店			
门店数量 (个)	10400	10540	5219	53000
公司单店收入 (万元/年)	50	45	56	56
客单价 (元)	35	26	30	7

资料来源：窄门餐眼，锅圈、蜜雪冰城公司公告，中国银河证券研究院

注：锅圈、蜜雪冰城门店数量为 25H1 公告口径，绝味、紫燕为窄门餐眼口径

图45：参考类似商业模式的公司长期净利率中枢在 10%以上



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

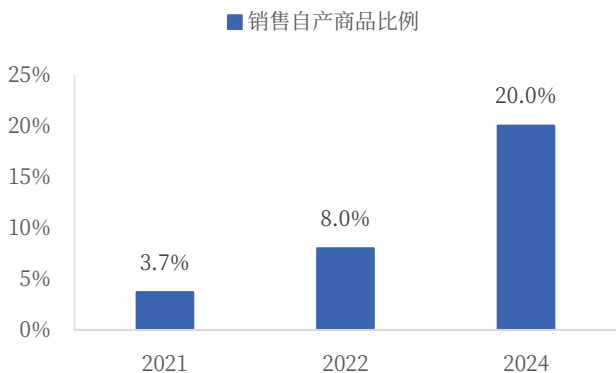
（二）路径一：提升自产比例与深耕供应链，让利消费者形成规模效应

依托自产比例提升与深耕供应链，公司单位营业成本有望下降，额外的利润空间预计主要让利终端，从而以价换量形成规模效应，进而推动净利率水平提升。

自产比例提升：锅圈自产成本低于从三方供应商采购，提升自产比例将明显实现成本节约。通过单品单厂策略，收购或自建食材生产工厂战略布局火锅重要食材；自有工厂从 2021 年 2 个增至 2024 年 6 个，自产比例由 2021 年 4%提高至 2024 年 20%；2025 年 7 月公告拟投资 4.9 亿元在海南儋州建设生产基地，推动自产比例进一步提升。

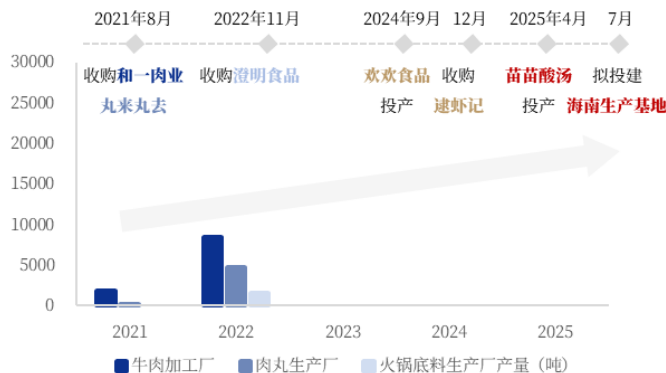
深耕供应链：公司数字化中央仓库由 2023 年 15 个增加至 2024 年 18 个，配送效率提升，前期数字化建设和冷链布局迎来收获期。

图46：锅圈自产比例持续提升



资料来源：锅圈公司公告，中国银河证券研究院

图47：锅圈持续布局上游工厂，产能有望持续释放



资料来源：锅圈公司公告，新华网，黔东南日报，中国银河证券研究院

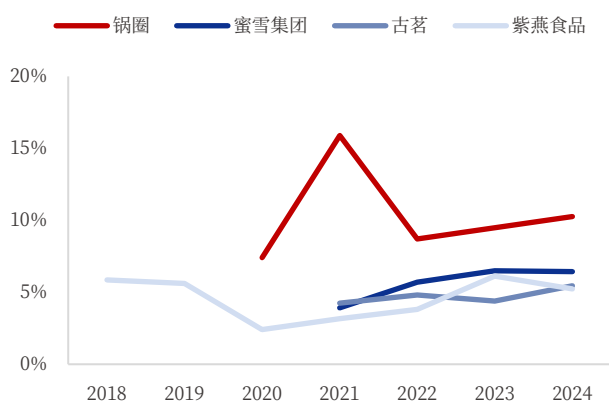
（三）路径二：内部管理优化，推动费用率下降

锅圈 2024 年销售费用率/管理费用率分别为 10%/7%，明显高于紫燕食品（5%/5%）、蜜雪集团（6%/3%）、古茗（5%/4%），差距主要来自员工薪酬和部分固定费用支出，未来有望在管理优化与规模效应下逐渐改善。

员工薪酬：2024 年锅圈薪酬费用率 8%，人效仍有提升空间，运营团队平均单人带店 13 家，对标蜜雪单人带店 20 家。锅圈有望借助 AI 赋能门店选品、会员运营，实现管理团队人效提升，推动薪酬费用占比边际下行。

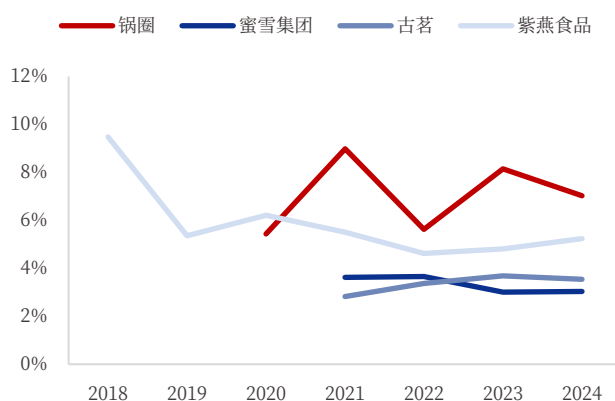
其他费用：公司广告费用、IT 维修支持、三方手续费等费用高于可比公司平均水平，未来有望伴随规模效应进一步摊薄。

图48：锅圈销售费用率中枢有下行空间



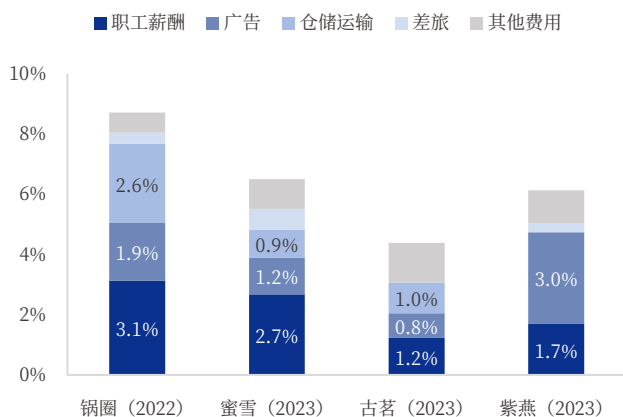
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图49：锅圈管理费用率中枢有下行空间



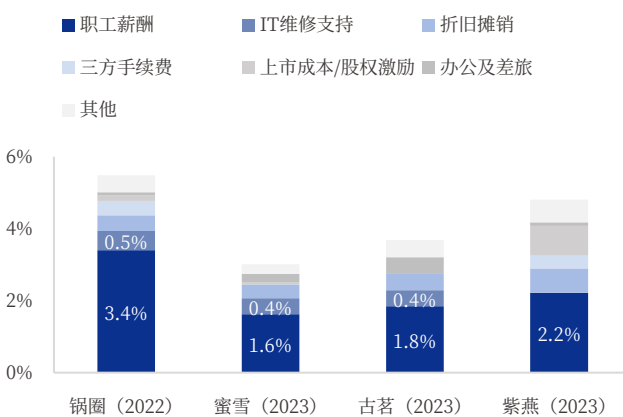
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图50：连锁门店业态销售费用率拆解



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图51：连锁门店业态管理费用率拆解



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

1. 收入预测

预计 2025~2027 年收入分别为 75.8/87.7/100.5 亿元，分别同比+17.2%/15.7%/14.7%，具体拆分来看：1) 加盟商，考虑到公司推出性价比套餐叠加未来 5 年下沉市场快速开店，预计未来门店数量与单店收入均有望实现持续增长，二者共同推动 2025~2027 年收入同比+13.2%/15.0%/13.8%；2) 其他渠道，考虑到抖音等新渠道开发与放量，预计 2025~2027 年收入同比+30.0%/20.0%/20.0%。

表3：锅圈收入拆分与预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6094	6470	7580	8770	10055
YoY	-15%	6%	17%	16%	15%
向加盟商销售收入（百万元）	5366	5545	6275	7218	8211
YoY	-17%	3%	13%	15%	14%
加盟店数（个）	10300	10135	11135	12435	13735
YoY	12%	-2%	10%	12%	10%
单店收入（万元）	52	55	56	58	60
YoY	-26%	5%	3%	3%	3%
服务收入（百万元）	154	158	178	199	220
YoY	34%	3%	13%	12%	10%
其他渠道销售收入（百万元）	575	867	1127	1353	1623
YoY	-1%	51%	30%	20%	20%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 成本与费用预测

毛利率：公司未来将持续推进自产比例提升，但主要让利于终端消费者，因此预计整体毛利率保持相对稳定，2025~2027 年分别为 21.9%/22.0%/22.1%。

费用率：考虑到公司优化费投效率，叠加规模效应持续释放，预计 2025~2027 年销售费用率分别为 9.1%/8.9%/8.7%，管理费用率分别为 5.2%/5.0%/4.8%。

表4：锅圈收入拆分与预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
公司毛利率	22.2%	21.9%	21.9%	22.0%	22.1%
公司销售费用率	9.5%	10.3%	9.1%	8.9%	8.7%
公司管理费用率	8.2%	7.0%	5.2%	5.0%	4.8%
公司净利率	4.3%	3.7%	5.8%	6.1%	6.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

综上所述，预计 2025~2027 年收入分别为 75.8/87.7/100.5 亿元，分别同比+17.2%/15.7%/14.7%；归母净利润分别为 4.4/5.4/6.5 亿元，分别同比+90.7%/21.6%/21.3%。

(二) 估值模型

相对估值：根据商业模式的相似度，我们选取蜜雪集团、古茗、万辰集团作为可比公司；截至 2025 年 12 月 1 日，2025-2027 年可比公司 PE 算术均值分别为 25/21/17 倍，相较之下锅圈的估值更具安全边际。

表5：锅圈与可比公司估值（2025 年 12 月 1 日）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
蜜雪集团	-	-	24.8	21.4	18.5
古茗	-	-	21.1	20.4	17.1
万辰集团	-70.0	49.3	30.0	20.7	16.3
平均值	-70.0	49.3	25.3	20.8	17.3
锅圈	76.9	21.4	21.0	17.3	14.3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

绝对估值：我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，得出公司**合理每股价值约 4.99~5.84 港元**，对应市值区间为 137-160 亿港元。

- 1) 公司 WACC：约为 6.16%，核心假设见下表。
- 2) 三阶段：2025-2027 年为增长期，收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标，详细见前文收入拆分与预测。2028-2032 年为过渡期，预计公司收入保持年均 8%的增速。2033 年后公司进入永续阶段，假设公司收入永续增长率为 3%。
- 3) 敏感性分析：加权平均资本成本(WACC)正负波动 0.05%，永续增长率(g)正负波动 0.05%。

表6：FCFF 核心假设

指标	数值	备注
无风险利率 Rf=	1.84%	十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm=	12.12%	近三年恒生指数收益率
股票 beta	0.4275	参考上市以来 Beta
WACC	6.16%	WACC = Kd*Wd (1-T) + Ke* (1-Wd)
过渡期年数	5	我们认为当前业务结构能持续 3~8 年发展
过渡期增长率	8.00%	
永续增长率	3.00%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表7：WACC 估值敏感性分析表（单位：港元/股）

永续增长率	WACC						
	6.01%	6.06%	6.11%	6.16%	6.21%	6.26%	6.31%
2.85%	5.41	5.33	5.26	5.19	5.12	5.05	4.99
2.90%	5.48	5.40	5.32	5.25	5.18	5.11	5.04
2.95%	5.54	5.46	5.38	5.31	5.24	5.17	5.10
3.00%	5.61	5.53	5.45	5.37	5.30	5.22	5.15
3.05%	5.68	5.60	5.52	5.44	5.36	5.28	5.21
3.10%	5.76	5.67	5.59	5.50	5.42	5.35	5.27
3.15%	5.84	5.75	5.66	5.57	5.49	5.41	5.33

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）投资建议

预计 2025~2027 年收入同比+17%/16%/15%，归母净利润同比+91%/22%/21%，对应 PE 分别为 21/17/14X。考虑到“在家餐食”场景长期扩容，以及下沉市场开店叠加盈利能力改善，公司业绩有望实现长期快速增长，短期催化在于单店收入加速增长叠加 25Q4 步入开店旺季，目前公司 2025 年与 2026 年 PE 均低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

七、风险提示

行业竞争进一步加剧的风险。“在家吃饭”赛道前景广阔，吸引连锁零售业、区域超市等业态布局；若参与的企业数量持续提升，可能引发终端门店点位争夺、价格竞争等情形，影响公司扩张节奏与盈利能力。

下沉市场开店不及预期的风险。乡镇门店扩张为公司未来重要的增长引擎；若下沉市场消费能力增长不及预期，或门店模型复制能力偏弱，可能导致公司拓展速度偏慢，影响门店数量与收入增速。

食品安全风险。在食品的采购、运输、储存等过程中均可能出现引发食品安全风险的随机因素；若发生食品安全问题，将对公司的声誉与业务产生重大不利影响。

图表目录

图 1: 锅圈发展历程	3
图 2: 锅圈营业收入及增速	4
图 3: 锅圈归母净利润及增速	4
图 4: 锅圈营业收入及增速	4
图 5: 锅圈归母净利润及增速	4
图 6: 锅圈主要产品	4
图 7: 锅圈业务结构 (亿元)	5
图 8: 锅圈分品类毛利率	5
图 9: 锅圈门店数量与增速	5
图 10: 锅圈门店以加盟为主 (25H1, 个)	5
图 11: 锅圈门店地域分布	5
图 12: 锅圈门店城市分布	5
图 13: 锅圈门店数量与增速	6
图 14: 2024 年公司价格调整情况	6
图 15: 锅圈股权结构	6
图 16: 中国一日三餐场景分为四大类	8
图 17: 在家餐食整体占比提升, 以外卖为主、速冻预制菜为辅 (亿元)	8
图 18: 日本户均一日三餐三大消费场景变化趋势 (日元)	8
图 19: 日本家庭人口结构变化	9
图 20: 日本家庭劳动分工变化 (万户)	9
图 21: 国内“在家餐食”行业分为两大发展阶段	9
图 22: 折扣业态相较于外卖仍有性价比优势	9
图 23: 折扣业态更符合乡镇市场环境	9
图 24: 日本“在家餐食”行业亦分为二个发展阶段	10
图 25: 日本 CPI 和可支配收入增长停滞	10
图 26: 神户物产的产品价格低于便利店	10
图 27: 2010 年日本下沉市场消费能力已达到较高水平	11
图 28: 日本下沉市场对速冻预制的需求增长	11
图 29: 便利店门店主要在都市圈加密, 速冻垂类折扣店覆盖郊区、县镇需求	11
图 30: 日本“在家餐食”行业最终形成二元竞争格局	11
图 31: 锅圈提供一站式采购解决方案 vs 超市	12
图 32: 锅圈增强更多线下购物体验 (热出)	12
图 33: 锅圈围绕饮食场景进行品类扩张	13

图 34: 锅圈进行消费场景扩张.....	13
图 35: 公司拟布局“锅圈小炒”新模型	13
图 36: “锅圈小炒”10 分钟连出四道菜	13
图 37: 2021 年至今乡村市场社零与消费支出增长较快.....	14
图 38: 目前乡镇市场优质供给稀缺.....	14
图 39: 2019-2024 年四五线城市与县级市人均 GDP 先后突破 5 万元.....	14
图 40: 锅圈门店数量高增（个）	14
图 41: 海底捞门店数量（个）	15
图 42: 蜜雪冰城门店数量（个）	15
图 43: 各省乡镇门店开店空间.....	15
图 44: 连锁加盟品牌对比.....	16
图 45: 参考类似商业模式的公司长期净利率中枢在 10%以上	16
图 46: 锅圈自产比例持续提升.....	16
图 47: 锅圈持续布局上游工厂，产能有望持续释放	16
图 48: 锅圈销售费用率中枢有下行空间	17
图 49: 锅圈管理费用率中枢有下行空间	17
图 50: 连锁门店业态销售费用率拆解	17
图 51: 连锁门店业态管理费用率拆解	17
表 1: 锅圈核心董监高情况梳理	7
表 2: 锅圈产品在城市具备明显性价比优势（以火锅为例）	12
表 3: 锅圈收入拆分与预测	18
表 4: 锅圈收入拆分与预测	18
表 5: 锅圈与可比公司估值（2025 年 12 月 1 日）	19
表 6: FCFF 核心假设	19
表 7: WACC 估值敏感性分析表（单位：港元/股）	19

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,268	3,544	3,997	4,519
现金	1,326	1,077	1,057	1,054
应收账款及票据	234	171	257	261
存货	692	854	962	1,116
其他	1,017	1,442	1,722	2,089
非流动资产	1,483	1,643	1,870	2,063
固定资产	494	509	515	525
无形资产	226	215	204	194
其他	763	919	1,150	1,344
资产总计	4,751	5,187	5,867	6,582
流动负债	1,404	1,531	1,820	2,042
短期借款	64	64	64	64
应付账款及票据	647	664	822	910
其他	694	804	935	1,069
非流动负债	82	82	82	82
长期债务	4	4	4	4
其他	78	78	78	78
负债合计	1,487	1,614	1,903	2,125
普通股股本	2,747	2,747	2,747	2,747
储备	471	760	1,130	1,595
归属母公司股东权益	3,144	3,434	3,803	4,269
少数股东权益	120	139	161	188
股东权益合计	3,265	3,573	3,965	4,457
负债和股东权益	4,751	5,187	5,867	6,582

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	531	414	647	683
净利润	231	440	535	648
少数股东权益	11	18	22	27
折旧摊销	86	64	65	65
营运资金变动及其他	204	-109	25	-57
投资活动现金流	-120	-511	-499	-501
资本支出	-124	-68	-60	-64
其他投资	4	-443	-439	-437
筹资活动现金流	-265	-158	-174	-191
借款增加	-38	0	0	0
普通股增加	-73	0	0	0
已付股利	-151	-158	-174	-191
其他	-1	0	0	0
现金净增加额	152	-249	-20	-3

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,470	7,580	8,770	10,055
其他收入	0	3	1	2
营业成本	5,053	5,920	6,840	7,833
销售费用	664	690	780	875
管理费用	454	394	438	483
研发费用	12	8	9	10
财务费用	4	-18	-14	-14
除税前溢利	320	603	733	889
所得税	78	145	176	213
净利润	241	458	557	675
少数股东损益	11	18	22	27
归属母公司净利润	231	440	535	648
EBIT	324	585	719	875
EBITDA	410	649	783	940
EPS (元)	0.08	0.16	0.19	0.24

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	6.17%	17.2%	15.7%	14.7%
归属母公司净利润	-3.79%	90.7%	21.6%	21.3%
获利能力				
毛利率	21.90%	21.90%	22.00%	22.10%
销售净利率	3.6%	5.8%	6.1%	6.4%
ROE	7.33%	12.81%	14.06%	15.19%
ROIC	7.34%	12.21%	13.55%	14.69%
偿债能力				
资产负债率	31.29%	31.11%	32.43%	32.28%
净负债比率	-38.54%	-28.24%	-24.96%	-22.13%
流动比率	2.33	2.31	2.20	2.21
速动比率	1.77	1.70	1.61	1.60
营运能力				
总资产周转率	1.38	1.53	1.59	1.62
应收账款周转率	44.92	37.48	40.99	38.83
应付账款周转率	9.15	9.03	9.20	9.05
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.16	0.19	0.24
每股经营现金流	0.19	0.15	0.24	0.25
每股净资产	1.14	1.25	1.38	1.55
估值比率				
P/E	20.99	21.20	17.44	14.38
P/B	1.54	2.72	2.45	2.18
EV/EBITDA	8.76	12.81	10.64	8.87

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn