

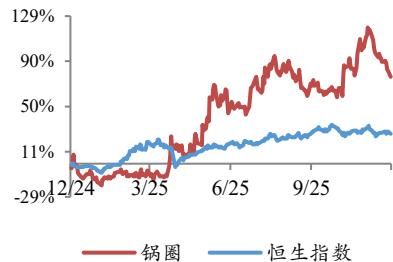
下沉市场大有可为

——拥抱极致性价比与下沉时代（折扣系列）：锅圈

投资评级：买入 首次覆盖

报告日期：	2025-12-09
收盘价（港元）	3.32
近 12 个月最高/最低（港元）	4.44/1.57
总股本（百万股）	2,747
流通股本（百万股）	2,747
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	91
流通市值（亿港元）	91

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

相关报告

现制茶饮投资探讨 240530

万辰集团投资探讨（万店之上的成长空间） 250822

量贩零食双雄并起 250515

如何看待中国零食出海机会 250425

从下游折扣业态看零食投资 240922

何为零食的硬实力与软实力 240628

如何看待东鹏饮料出海机会 250124

东鹏饮料投资探讨 240201

主要观点：

- 本文研究对象为餐饮连锁垂类标的——锅圈，也是我们折扣业态重点推荐的延伸。通过主打质价比畅销品与聚焦下沉市场，公司 24H2 重回增长路径，我们认为当前公司正处第二轮成长周期启动阶段。
- 本文的独特研究：基于锅圈与下沉市场三类不同业态连锁餐饮、量贩零食、现制茶饮的对比研究，我们分别测算锅圈①未来收入增量中拓店/单店的长期空间以及②盈利增量中三大优化路径的提升空间。基于 26 年短期展望：场景拓展+下沉发力将成公司有效投资催化。
- **收入增量：如何看待新一轮万店增长空间？** 当前公司已达万店规模，展望下一阶段我们认为：①未来拓店增量，核心来自下沉市场，我们预计未来高线拓店将相对有限（存量为主）、但下沉市场大有可为（三线主打补强，四线以下核心发力）；②未来店效增量，核心来自聚焦客单量与复购率提效，拉动同店持续增长；③竞争思考——成长空间背后的可行性支撑，公司优秀的单店模型（乡镇模型优于高线、优于量贩零食）与独立的竞争逻辑（与餐供/零售企业形成垂类差异化竞争）是未来下沉拓展逻辑的有效支撑。我们静态空间测算：对标三类下沉业态连锁餐饮/量贩零食/现制茶饮，公司静态下沉空间 1.7 万家（当前 1.7 倍增量）、总量空间 2.3 万家（当前 1.1 倍增量），GMV 规模对应 141/233 亿元。
- **利润增量：如何看待盈利提升的幅度节奏？** 25 年起公司步入盈利提升加速阶段，对标相似连锁业态头部标的，我们认为公司盈利弹性显著。未来供应链降本、引流模式成熟、规模效应释放三大盈利提升路径清晰，远期净利率天花板有望冲击 10%，其中①供应链提效对应远期 3-5pct 优化空间，②引流模式成熟/③规模效应释放对应 4-6pct 优化空间。
- **投资建议：** 我们预计 25-27 年公司收入 76.2/89.7/104.7 亿元，同比 +17.7%/+17.8%/+16.7%，对应 25-27 年归母净利 4.3/5.8/7.4 亿元，同比 +85.5%/+34.9%/+28.3%，PE19/14/11x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 拓店/同店压力、品类拓展、竞争加剧、产能扩张、食品安全

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6470	7616	8970	10470
收入同比（%）	6.2%	17.7%	17.8%	16.7%
归属母公司净利润	231	428	577	740
净利润同比（%）	-3.8%	85.5%	34.9%	28.3%
毛利率（%）	21.9%	21.8%	21.8%	21.9%
ROE（%）	7.3%	12.7%	14.6%	15.8%
每股收益（元）	0.08	0.16	0.21	0.27
P/E	21.41	19.41	14.38	11.21
P/B	1.57	2.46	2.10	1.77
EV/EBITDA	9.00	11.61	8.51	6.42

资料来源：wind，华安证券研究所测算，数据截至 2025 年 12 月 9 日

正文目录

1、收入增量：如何看待新一轮万店增长空间？	4
①拓店空间：下沉市场大有可为.....	6
②店效空间：聚焦客单量与复购率提效.....	9
③竞争思考：垂类差异化造就突围良机.....	9
2、利润增量：如何看待盈利提升的幅度节奏？	12
提效路径①：供应链降本，带来 3-5PCT 远期盈利优化空间	12
提效路径②：引流模式成熟，对应销售费率 2-3PCT 优化空间	12
提效路径③：规模效应释放，对应管理费率 2-3PCT 优化空间	13
3、初步结论与盈利预测.....	14
风险提示	16
财务报表与盈利预测	17

图表目录

图表 1 锅圈以向加盟商销售食材为核心主业	4
图表 2 2022 年中国在家吃饭餐食产品前五大零售商	4
图表 3 锅圈持续深化供应链	5
图表 4 创始人持股+产业资本协同	6
图表 5 锅圈存量门店以三线城市为主	7
图表 6 锅圈下沉市场具备巨大加密空间	7
图表 7 锅圈高线市场相对饱和，下沉市场大有可为	7
图表 8 稳态锅圈开店空间测算	8
图表 9 运营提效	9
图表 10 锅圈下沉市场单店模型	10
图表 11 锅圈质价比与丰富度突出	11
图表 12 锅圈核心产品具备价格优势、丰富度优于综合商超	11
图表 13 锅圈毛利率远期仍有提升空间	12
图表 14 规模效应释放带动锅圈进入盈利提升加速期	12
图表 15 规模效应释放持续优化锅圈管理费率	13
图表 16 引流模式成熟+规模效应释放优化锅圈销售费率	13
图表 17 锅圈收入预测	14
图表 18 锅圈可比估值	15

本文研究对象为餐饮连锁业态头部标的一一锅圈，也是我们对折扣业态重点推荐的延伸（前序报告系列包括：[万辰集团](#)、[鸣鸣很忙](#)、[三只松鼠](#)、[现制茶饮](#)）。

锅圈于 23H2 成功上市，24H2 凭借聚焦质价比畅销品和下沉市场开拓重回增长路径，我们认为当前时点公司正处第二轮成长周期的启动阶段。对于该轮成长逻辑，我们展开讨论如下：

1. 锅圈未来收入增量的空间与来源？测算长期天花板；
2. 锅圈未来盈利增量的节奏与幅度？决定长期业绩弹性；
3. 26 年短期展望：场景拓展+下沉发力将成有效催化。

下文结合我们对“极致性价比”的逻辑首推与我们最新的产业调研结果予以梳理。

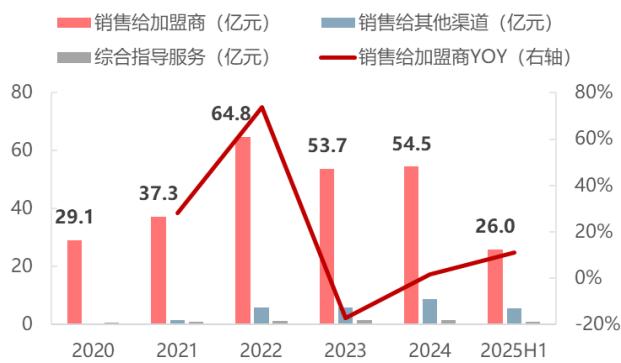
1. 收入增量：如何看待新一轮万店增长空间？

我们认为：公司当前初达万店规模，未来开店增量的核心来自下沉开发尚处初期（对标同样聚焦下沉业态的连锁餐饮/现制茶饮/量贩零食，下沉市场存翻倍以上拓展空间）；未来店效增量则核心来自客单量与复购率的提升拉动同店增长；成长空间背后是公司优秀的单店模型与独立的竞争逻辑提供了可行性支撑。我们测算，稳态下公司下沉/总量门店空间分别约 1.7/2.3 万家，对应年 GMV 规模约 141/233 亿元。

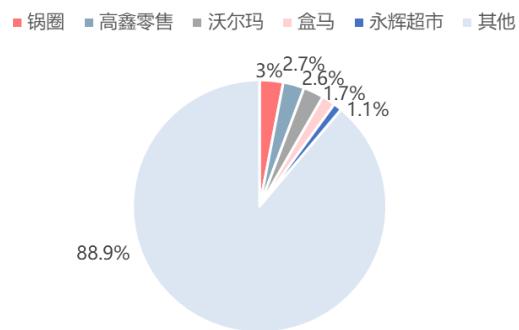
锅圈（锅圈食品(上海)股份有限公司）是全国领先的在家吃饭餐食产品品牌，公司以向加盟商销售食材为核心主业，25H1 加盟商渠道营收达 25.95 亿元，占公司收入 80.1%；同时通过 C 端直营及 B 端直供方式拓展渠道，25H1 直营终端门店 14 家（合作 B 端主要包括中小连锁餐饮与区域连锁商超）、其他渠道营收 5.6 亿元，约占公司收入 17.3%。

通过聚焦“在家吃饭餐食食品”赛道，获得市占率领先地位，产品端火锅、烧烤两类食材合计占比超 80%，渠道端 25H1 公司终端门店总数达 10400 家。

图表 1 锅圈以向加盟商销售食材为核心主业



图表 2 2022 年中国在家吃饭餐食产品前五大零售商



资料来源：锅圈招股书，公司公告，华安证券研究所

资料来源：锅圈招股书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

分阶段看，公司 15 年进军 B 端火锅食材供应；17 年转向 C 端，通过加盟持续拓展全国布局，同步自建供应链；24 年调整经营思路，以质价比产品全力开拓下沉市场。

1、初创时期：2015-2017。公司前身锅圈供应链管理有限公司成立于 15 年，初期以 TOB 火锅食材供应为主，为后续自建供应链打下基础。17 年正式转向 TOC，于河南郑州设立第一家门店。

2、万店冲刺：2018-2023。公司通过加盟模式持续布局全国门店，并在疫情期间借助在家吃饭需求爆发，加速冲刺万店，截至 23 年末全国门店数达 10307 家。在布局门店同时，公司于 20 年开始自建供应链，强化火锅食材供应链能力。23 年末公司实现港股上市，为后续发展奠定资本基础。

3、调整再出发：2024 至今。疫后在家吃饭需求走弱，叠加即时零售等新消费形态冲击，城市门店面临调整压力，公司积极应对，产品端，推出质价比产品套餐重新获得消费者认可；门店端，聚焦下沉市场，开展新一轮 5 年万店计划；供应链端，从食材生产到物流体系持续深化。24H2 公司重回增长态势。

全产业链布局：公司自建工厂与收购冷链物流提升产业链效率。公司从 20 年开始自建供应链，截至 25H1 公司以合资方式拥有 7 座食材生产工厂，涵盖火锅底料、牛肉制品、丸滑水产品，24 年产品自供率达 20% 以上；公司拟筹建海南儋州生产基地，供应链具备向全品类延伸潜力；通过控股股东收购华鼎冷链，公司拥有覆盖全国主要省区的冷链物流体系，实现次日配送。公司在优势产品上充分发挥产业链协同效应，核心产品比叮咚买菜低出约 30%。

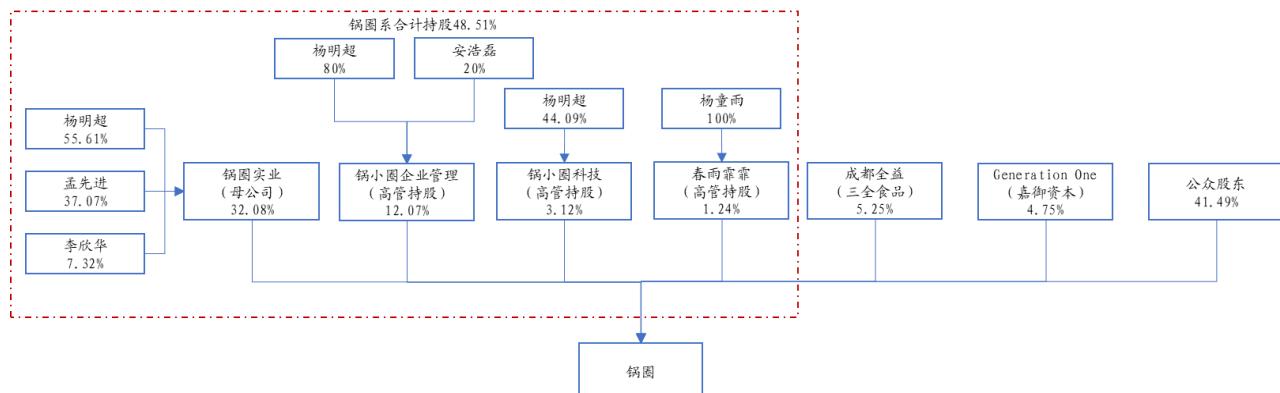
核心管理团队：创始人持股+产业资本协同，餐饮管理经验丰富。公司创始人杨明超具备丰富餐饮业创业经验，穿透持股 28.87%，全权负责公司战略。核心高管孟先进、李欣华、安浩磊、杨童雨在供应链管理、门店拓展运营深耕多年，通过持股平台与公司利益绑定。三全食品通过产业资本穿透持股 5.25%，供应链协同持续深化。

图表 3 锅圈持续深化供应链

上游工厂/物流体系	投资时间	主要产品/职能	所在地	经营方式
逮虾记	2021 年	火锅-滑类	广西北海市	自主经营，持股比例 51%
九来九去	2021 年	火锅-九类	河南鹿邑县	自主经营，持股比例 51%
和一肉业	2021 年	火锅-肉类	河南鹿邑县	自主经营，持股比例 51%
澄明食品	2022 年	火锅底料、调味料	河南鹿邑县、四川广元市	自主经营，持股比例 77%
锅圈欢欢	2024 年	火锅-水产类	湖北石首市	自主经营，持股比例 60%
苗苗食品	2024 年	火锅底料（贵州酸汤）	贵州台江县	合资经营，持股比例 39%
华鼎冷链	2024 年	全国冷链物流体系	23 个省级中心仓	自主经营，母公司全资控股
锅圈国际食品产业园	2025 年	全球进口食材加工	海南儋州市	自主经营，全资开发

资料来源：wind，公司官网，公司公告，儋州市人民政府网，中国证券报，华安证券研究所

图表 4 创始人持股+产业资本协同



资料来源：wind，华安证券研究所。注：数据截至25年12月9日

公司正处第二轮成长周期启动阶段：

自 24H2 起，公司凭借聚焦质价比畅销品和下沉市场开拓重回增长，录得开店、同店及盈利能力三项提升。展望未来，我们发现锅圈模式在下沉市场大有可为，当前已启动第二轮成长周期的逻辑在于：①拓店空间可看翻倍且正处加速，②门店提效带动同店持续提升，③供应链降本及费效改善叠加带来更大利润释放；在充足空间下，公司有望凭借垂类差异化持续突围。

①拓店空间：下沉市场大有可为

我们测算：对标相似下沉连锁业态，锅圈理论下沉空间超 1.7 万家（较当前 1.7 倍增量空间）、总量空间超 2.3 万家（较当前 1.1 倍增量空间），对应 GMV 规模 141/233 亿元。

锅圈最新门店情况：总量&结构

公司当前门店结构：高线存量集中（当前占比 40.9%）、三线为中坚（当前占比 30.7%）、四线以下尚待开发（当前仅占 28.4%）。

1. 高线城市（二线及以上）：当前占比最大 40.9%，为存量集中区域。占比最大得益于公司疫情期间趁势快速布局渠道网络，高线尤其新一线/二线平均单店覆盖人口 10 万人/店（达到综合商超水平）；

2.下沉市场（三线）：当前占比 30.7%，为下沉中坚区域。三线单店覆盖人口 10.6 万人/店，但若对标其它下沉业态仍有不足，且存在部分省份下沉不足情况；

3.下沉市场（四线及以下）：当前仅占 28.4%，为未来增量。平均单店覆盖人口仅 16.0 万人/店，当前占比最低且未来渗透空间最大。

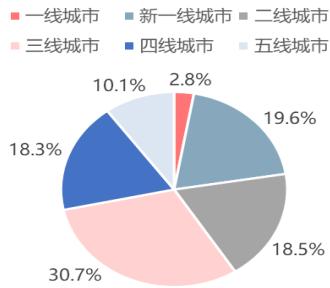
参考公司区域结构：公司以河南大本营为中心，积极布局全国下沉市场。

三线市场当前已有河南、河北、山东、安徽、江苏下沉门店具 400 家以上规模，对应下沉市场（三线）单店覆盖人口 7.3-9.7 万人/店，四省之外皆有加密空间；

四线及以下市场仅有山西、河南、湖南、陕西、内蒙古具 200 家以上规模，全国层

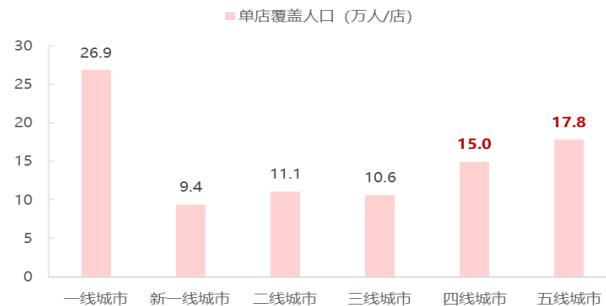
面仍有大量四线及以下开发空间。

图表 5 锅圈存量门店以三线城市为主



资料来源：极海品牌网，华安证券研究所

图表 6 锅圈下沉市场具备巨大加密空间



资料来源：wind，极海品牌网，第一财经，华安证券研究所测算

相似业态头部标的：总量&结构

基于三类相似下沉市场连锁业态——连锁餐饮(华莱士/塔斯汀)、量贩零食(鸣鸣/好想来)、现制茶饮(蜜雪/古茗)进行对标参照。

我们预计未来公司：高线拓店将相对有限（存量为主）、但下沉市场大有可为（三线主打补强，四线以下核心发力）。

1. 高线城市（二线及以上）：相对有限。门店总量依然低于连锁餐饮/量贩零食/现制茶饮头部标的，单店覆盖人口接近当前塔斯汀水平，主因一线尚存密度差距，但考虑一线面临即时零售、折扣零售等零售新业态的充分布局，预计未来增量相对有限。

2. 下沉市场（三线）：补强弱势。中坚区域仍有加密空间，门店总量接近当前古茗（同存区域填补逻辑），低于其它连锁餐饮/量贩零食/现制茶饮均值，预计未来填补弱势（甘肃、四川、福建、广东、广西等），补齐当前单店覆盖人口较量贩零食/现制茶饮的差距空间。

3. 下沉市场（四线以下）：核心增量。门店总量及单店覆盖对标当前连锁餐饮/量贩零食/现制茶饮皆存显著的加密空间，当前四线以下单店覆盖仍处点状布局亟待加密，也是未来下沉发力核心。

图表 7 锅圈高线市场相对饱和，下沉市场大有可为

门店数量 (家)							
城市类别	锅圈	华莱士	塔斯汀	鸣鸣很忙	万辰集团 (好想来)	蜜雪冰城	古茗
一线	311	1134	802	920	571	2356	364
新一线	2169	2934	2243	3028	2951	8878	2060
二线	2044	4138	2316	2712	2739	9243	3493
高线市场合计	4524	8206	5361	6660	6261	20477	5917
三线	3394	4660	2725	5379	6110	12228	3555
四线	2022	3614	2087	5138	3081	9200	2407
五线	1112	2115	1065	2211	1360	6376	927
四五线合计	3134	5729	3152	7349	4441	15576	3334
下沉市场合计	6528	10389	5877	12728	10551	27804	6889
合计	11052	18595	11238	19388	16812	48281	12806

单店覆盖人口 (万人/店)							
一线	26.9	7.4	10.4	9.1	14.6	3.5	23.0
新一线	9.4	6.9	9.1	6.7	6.9	2.3	9.9
二线	11.1	5.5	9.8	8.4	8.3	2.5	6.5
高线市场合计	11.3	6.3	9.6	7.7	8.2	2.5	8.7
三线	10.6	7.7	13.2	6.7	5.9	3.0	10.2
四线	15.0	8.4	14.5	5.9	9.8	3.3	12.6
五线	17.8	9.4	18.6	9.0	14.6	3.1	21.4
四五线合计	16.0	8.7	15.9	6.8	11.3	3.2	15.0
下沉市场合计	13.2	8.3	14.7	6.8	8.2	3.1	12.5
合计	12.4	7.4	12.2	7.1	8.2	2.8	10.7

资料来源：wind，极海品牌网，公司公告，华安证券研究所测算

注：万辰集团只统计旗下门店最多品牌好想来数据，与公司整体数据有一定偏差。蜜雪冰城采用公司 25H1 报告数据，其中三/四/五线城市门店拆分，使用公司报告中三线及以下城市门店总数乘以极海品牌网中公司三/四/五线城市门店占比。古茗数据截至 25/9/1，蜜雪数据截至 25/6/30，华莱士数据截至 25/10/6，其余数据均截至 25/12/1。

锅圈稳态空间测算：

我们预计远期结构：高线市场（当前占比 40.9%/未来约 25%），下沉市场（三线当前 30.7%/未来约 25%，四线及 以下当前 28.4%/未来将超 50%）；同时我们对标测算得到远期下沉空间超 1.7 万家（当前 1.7 倍增量）、总量空间 2.3 万家（当前 1.1 倍增量），GMV 规模对应 141/233 亿元。

核心假设：

1. 高线城市：人口覆盖率 9.5 万人/店，保守/中性/乐观占比增量 11.2%/9.3%/7.3%。
2. 三线城市：人口覆盖率 7 万人/店，优于连锁餐饮/弱于量贩零食，增量 1763 家，保守/中性/乐观占比增量 22.5%/18.5%/14.7%。
3. 四线以下：（保守/中性/乐观）人口覆盖率 6/5/4 万人/店，分别对标连锁餐饮、量贩零食、现制茶饮，占比增量 66.3%/72.2%/78.0%。
4. 稳态情况高线单店店效维持 GMV170 万元，下沉单店参照成熟门店 GMV80 万元。

图表 8 稳态锅圈开店空间测算

城市类别	门店数量 (家)		
高线市场合计	5405		
三线	5157		
	保守假设： 对标连锁餐饮 (华莱士/塔斯汀核心区域)	中性假设： 对标量贩零食 (鸣鸣很忙/好想来)	乐观假设： 对标现制茶饮 (蜜雪/古茗核心区域)
四线	5039	6047	7558
五线	3303	3964	4955
四五线合计	8342	10010	12513
下沉市场合计	13499	15167	17670
合计	18904	20572	23075

资料来源：华安证券研究所测算

②店效空间：聚焦客单量与复购率提效

我们跟踪预计显示：

公司单店自 24H2 起重回增长+7.0%（扭转 24H1 下滑），25H1+7.9%（H2 预计延续增长趋势）；同比维度我们拆分预计 25H1 客单量+14%客单价-5%。

我们据此推测质价比引流策略对客单价略有扰动，未来店效提升的核心催化将更多来自“客单量”与“复购率”的上行空间；而未来店效提升的增量抓手预计来自：

1.质价比畅销品引流策略延续。公司质价比套餐抖音引流的“线上下单+线下核销”方式已成功打响，24H2 推出 99 元毛肚自由套餐助力同期店效同增 7.0%，25 年继续推出 99 元涮肉自由套餐等多款火锅套餐助 H1 店效进一步同增 7.9%，在强供应链支撑下，我们预计抖音引流模式有望持续发力带动门店客流与增量持续。

2.品类场景大力拓展。公司目前已进一步拓展火锅烧烤以外的更多场景，25 年公司力推小龙虾与牛排品类拓展夜宵及西餐，展望未来，公司在高线市场有望通过“锅圈小炒”进一步切入日常三餐场景主打百道高性价比家常菜(价格为餐饮店 50%)；在下沉市场有望凭借补充面点、饮料、雪糕、调味等日常品类拓展场景，同时针对下沉市场固货需求提升大包装量贩装占比进一步打造下沉市场一站式餐食采购平台。

3.新零售碎片时间利用。公司 25 年加速切入无人零售即时零售，H1 完成超 2000 家零售门店“智慧化、无人化”改造及拓展夜宵外卖场景，改造后店效提升 10%-20%。展望未来，我们预计公司三线及以上城市门店皆具无人零售即时零售运营基础，改造门店数量尚存翻倍空间。

4.会员体系推升复购。公司 22 年会员体系启动、25 年加码深耕会员体系。当前形成“APP+公众号+小程序+企微+社区”私域闭环，推动会员体系从“个人会员”向“家庭会员”深化。25H1 会员数 5030 万人（同增 62.8%）、11 月会员数 6000 万人；25H1 会员预付卡金额 5.9 亿元（同增 37.2%）粘性持续增强、会员复购率持续提升。

图表 9 运营提效

运营提效方式	效果
抖音引流	质价比产品引流，线上下单线下核销引导到店消费，引流品从 99 元毛肚自由套餐到更多品类
品类拓展	城市“锅圈小炒”进一步切入日常三餐场景；下沉补充面点、饮料、雪糕、调味汁等日常品类
新零售拓展	25H1 超过 2000 家“智慧化、无人化”改造，改造门店数量仍有翻倍空间，店效提升约 10%-20%
会员建设	触达目标客群构建私域闭环，25 年会员 6000 万人，25H1 会员预付卡额 5.9 亿元，会员复购率持续提升

资料来源：公司公告，央广网，零售氪星球，华安证券研究所

③竞争思考：垂类差异化造就突围良机

我们总结，锅圈未来超预期点将更多来自单店模型和差异化逻辑优势突出的下沉市场，场景拓展+下沉拓展有望形成持续有效催化。

公司下沉单店模型更优，初投少、回本快、盈利好——优秀的单店模型是下沉拓展的第一性可行支撑。

1. 我们单店模型对比显示：公司乡镇模型优于高线模型、优于量贩零食（锅圈乡镇

市场初期投入约 15-20 万/回本周期 1.5-2 年），产品端下沉市场食材质价比突出，渠道端对加盟商强吸引，是占据消费心智的基础条件。

2. 我们产业调研对比显示：公司闭店率<5%、同样优于其它下沉业态（连锁餐饮平均闭店率 5%-10%、现制茶饮平均闭店率 30%），将强化加盟商开店意愿。

图表 10 锅圈下沉市场单店模型

单店模型	锅圈 (二线及以上)	锅圈 (三线)	锅圈 (四线及以下)	现制茶饮	量贩零食
开店投入/万	27	25	19	35-40	57-62
员工/人	3	3	2	4	5
面积/平米	60	60	80	50	150
年收入/万	150	124	71	170	446
月收入/万	13	10	6	14	37
日收入/万	0.42	0.34	0.20	0.47	1.24
毛利率	40%	37%	35%	40%	20%
物料成本	60%	63%	65%	60%	80%
人工	14.4%	14.5%	10.2%	11.8%	5.6%
租金	12.9%	7.6%	4.1%	5.3%	6.1%
水电费	4.0%	3.9%	5.1%	1.4%	1.3%
门店经营利润率	8.7%	11.0%	15.7%	16.5%	7.0%
门店 EBITDA/万	13.1	14.4	11.1	28.1	31.2
周转率	5.6	4.9	3.7	4.3	7.2
周转天数	65	74	98	85	50
ROE	48.7%	53.8%	57.7%	70.3%	50.3%
回本周期(月)	25	22	21	17	24

资料来源：华安证券研究所测算，（1）年/月/日收入均已扣除增值税（2）周转率/ROE/回本周期均按单店投入上限计算，不考虑折旧（3）单店投入均未考虑门店转让成本与资金借贷成本。

另一可行性支撑来自于独立的竞争逻辑：当前缺乏强力的同业竞争对手（不同于连锁餐饮/量贩零食/现制茶饮的寡头或多强格局）；异业竞争角度，我们总结公司的质价比、丰富度及区域聚焦三大优势，可与其他业态实现垂类差异化竞争。

1. 餐供企业竞争思考：下沉用户以“在家做饭”场景为主，考虑即时零售尚不发达或尚未普及，当前食材采购竞争主打农贸集市+渠道下沉的餐供品牌。

相较农贸集市生鲜贸易商，公司在产品力和供应链皆有领先。通过规模化生产采购，公司在保证品质下产品力领先于生鲜农贸；凭借供应链物流优势实现全国大部分区域次日送达，供应稳定性明显胜过生鲜贸易。

相较渠道下沉的餐供品牌，公司在质价比和丰富度优势突出。对比显示公司牛肉卷、牛肉丸、鱼丸、火锅底料等核心产品价格低于竞品 15%-30%，源于自建供应链与压缩渠道层级；单店 SKU 达到 500-700 个，火锅食材从涮菜到底料实现全面覆盖，丰富度与头部速冻品牌安井一致、远高于二线速冻品牌，当前更进一步提升丰富度，拓展面点等扩至早餐等场景；此外公司的会员体系与抖音引流策略，总部对下沉市场的触达培育效率高于品牌厂商。

图表 11 锅圈质价比与丰富度突出

产品	锅圈	安井食品	海欣食品	海霸王	桂冠
牛肉卷	18.9 元/200g	25.53 元/228g	无	无	无
羊肉卷	23.9 元/200g	26.53 元/228g	无	无	无
爆汁牛肉丸	4.8 元/118g	24.8 元/240g	16.9 元/500g	23.2 元/500g	45.4 元/300g
爆汁鱼丸	4.8 元/118g	19.2 元/240g	17.8 元/500g	22.3 元/500g	48.35 元/340g
虾滑	19.5 元/120g	13.67 元/150g	16.9 元/150g	21.2 元/150g	无
大片毛肚	18.9 元/150g	26.53 元/200g	无	无	无
火锅底料	13.9 元/200g	19.8 元/240g	无	无	无

资料来源：锅圈来自微信商城，安井/海欣/海霸王/桂冠来自天猫官方商城，华安证券研究所

2.零售企业竞争思考：我们认为公司与其他零售业态之间更偏“竞合”而非单纯“竞争”。市场担忧潜在竞争中传统商超调改与新零售平台的未来份额冲击，我们认为公司凭借未来更深的垂类差异化与区域聚焦，可与零售企业实现互补竞争。

高线：核心产品定价和丰富度优势是公司的竞争壁垒。未来公司可与即时零售共同抢占传统商超份额。价格端，公司产品价格相较传统商超低出 15%-60%，相较即时零售在核心品类牛肉丸火锅底料明显低出 5-40%，而肉卷虾滑毛肚价格则略高；品类端，公司 SKU 约 500-700 个，介于综合商超（300-500 个）与即时零售（1000 个+）之间，但存定位差异，公司主打冻品而即时零售主打冰鲜，公司定位更偏大众。

低线：不存直面竞争，突破综合商超/即时零售弱势区域。受限基础设施条件，即时零售/综合商超业态对下沉市场覆盖显著不足，公司自 24H2 起聚焦下沉市场，凭单店模型优势在乡镇市场快速铺开，未来区域聚焦逻辑之下，公司在广大下沉市场的施展势能跃然纸上。

图表 12 锅圈核心产品具备价格优势、丰富度优于综合商超

产品	锅圈	联华超市	朴朴超市	小象超市	盒马	叮咚买菜
牛肉卷	18.9 元/200g	36.6 元/350g	17.9 元/250g	32.9 元/400g	79.9/1100g	24.95 元/200g
羊肉卷	23.9 元/200g	26.85 元/300g	32.9 元/500g	16.5 元/200g	19.9 元/240g	29.9 元/200g
爆汁牛肉丸	4.8 元/118g	10.5 元/100g	14.9 元/500g	9.9 元/120g	39.8 元/150g	13.9 元/100g
爆汁鱼丸	4.8 元/118g	11.8 元/110g	8.9 元/500g	9.99 元/500g	19.9 元/400g	19.9 元/206g
虾滑	19.5 元/120g	13.9 元/100g	6.9 元/100g	9.5 元/120g	14.8 元/150g	16.9 元/120g
大片毛肚	18.9 元/150g	无	15.9 元/200g	17.9 元/220g	18.9 元/200g	68 元/500g
火锅底料	13.9 元/200g	7.8 元/150g	6.9 元/150g	6.9 元/150g	11.9 元/200g	29.9 元/500g

资料来源：锅圈来自微信商城，联华超市、朴朴超市、小象超市、叮咚买菜来自微信小程序，盒马来自 APP，华安证券研究所

2、利润增量：如何看待盈利提升的幅度节奏？

25年起公司步入盈利提升加速阶段，未来供应链降本、引流模式成熟、规模效应释放三大盈利提升路径清晰，我们预计远期净利率天花板有望冲击10%。供应链提效对应远期3-5pct优化空间，引流模式成熟/规模效应释放对应4-6pct优化空间。

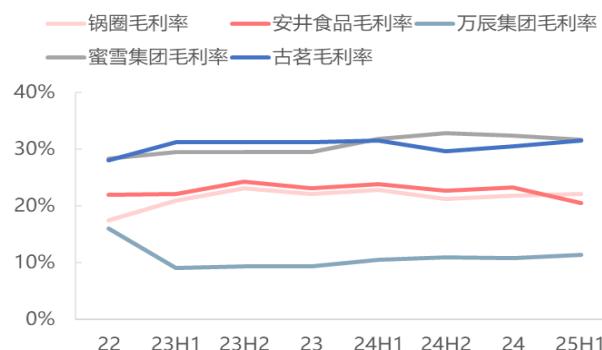
提效路径①：供应链降本，带来3-5pct远期盈利优化空间

23年起毛利率于22%水平稳定。24H2毛利率回落至21.2%，短期质价比引流策略对毛利率可能略有扰动，但成本端公司通过生产提效给予充足的降本空间。

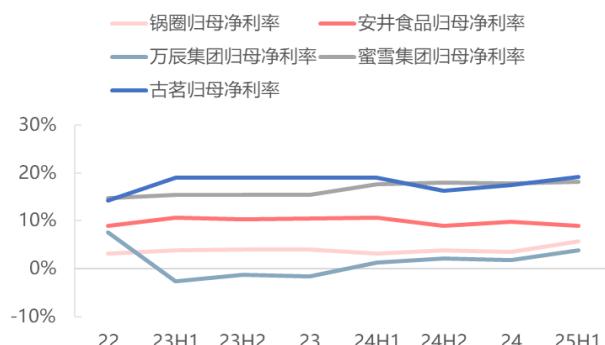
远期优化空间来自供应链提效。当前公司自供比例20%-25%，随海南基地建设完成及自有工厂产能爬坡，自供比例正处不断提升。

对标自供比例超90%的安井食品(整体毛利率22%-24%，其中2C毛利率测算30%+高于整体)，锅圈定位2C模式(占比80%)，预计供应链降本对应长期毛利优化空间5-10pct，但需考虑推新引流仍为公司当前核心战略(让利终端用户)，我们预计公司毛利优化空间介于3-5pct，短期稳定22%水平。

图表 13 锅圈毛利率远期仍有提升空间



图表 14 规模效应释放带动锅圈进入盈利提升加速期



资料来源：wind，华安证券研究所。注：蜜雪/古茗由于25年上市，未公布23H1数据，此处用23全年数据。

资料来源：wind，华安证券研究所。注：蜜雪/古茗由于25年上市，未公布23H1数据，此处用23全年数据。古茗由于上市开支及金融负债影响归母净利润较大，归母净利润使用经调整净利润测算。

提效路径②：引流模式成熟，对应销售费率2-3pct优化空间

23-24H1 规模压力导致销售费率维持高位。23/24H1公司销售费率达9.5%/11.3%，高位，主因收入规模下降(23/24H1收入同比-15.1%/3.3%)；24H2销售费率环比回落至9.5%，主因引流见效带动规模效应恢复。

25年引流策略更为成熟。品类从毛肚拓到小龙虾，25H1销售费率同比下降1.8pct。

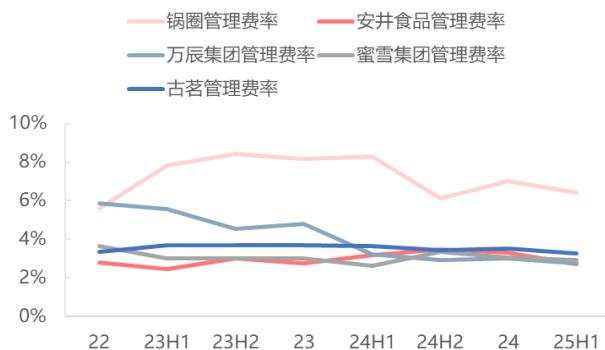
对标同样主打推新引流的现制茶饮(销售费率平均6%)，我们保守预计公司将随引流模式成熟而持续提效，销售费率降至7-8%，对应优化空间2-3pct。

提效路径③：规模效应释放，对应管理费率 2-3pct 优化空间

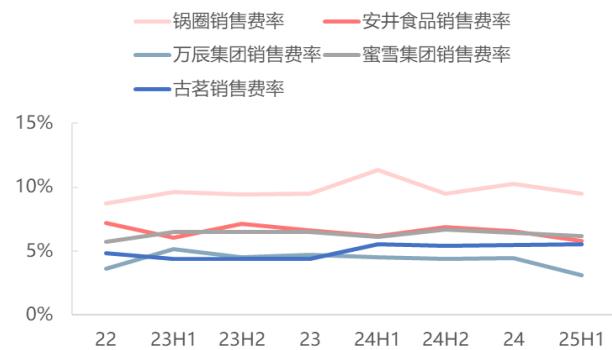
23-24H1 上市开支+规模减弱导致管理费率高位。23/24H1 公司管理费率达 8.2%/8.3%，源于上述期间规模增长压力以及一次性上市开支；24H2 管理费率同比下降 2.3pct；25H1 管理费率继续同比下降 1.8pct，延续改善。

对标同样主打下沉的头部连锁万辰/蜜雪/古茗（规模扩张周期管理费率大幅优化），我们保守预计公司管理费率未来有望降至 4-5%，对应优化空间 2-3pct。

图表 15 规模效应释放持续优化锅圈管理费率



图表 16 引流模式成熟+规模效应释放优化锅圈销售费率



资料来源：wind，华安证券研究所。注：蜜雪/古茗由于 25 年上市，资料来源：wind，华安证券研究所。注：蜜雪/古茗由于 25 年上市，未公布 23H1 数据，此处用 23 全年数据。

3、初步结论与盈利预测

除上述基于拓店&同店、降本增效的增量讨论，中长期看，公司仍有其它拓展方向：比如数字化、店型拓展、出海探索（公司最新成立香港办公室，面对东南亚及欧洲探索出海可能），本文暂不另作赘述。

收入预测：

①to 加盟商收入：

拓店：25H1 公司净新增门店 250 家，H2 开店明显加速，Q3 净新增门店 361 家，10/11 月极海跟踪显示净新增 241/320 家。公司通过乡镇店型开拓下沉市场，产品质价比优势明显，门店模型优势突出，预计 25-27 年下沉贡献门店增量，城市提升店效为主，存锅圈小炒潜在期权，预计 25-27 年公司门店分净新增 1200/2000/2250 家，对应门店数分别为 11335/13335/15585 家；

店效：公司通过品类拓展+精细化运营持续培育消费氛围与扩大客群，客单量与复购率提升是核心催化，从 24H2 开始实现店效提升，24H2/25H1 平均单店营收各同比增长 7.0%/7.9%，我们测算 25Q3 在高基数仍同比增长 3%，我们预计 25-27 年公司店效将延续增长趋势。其中，品类拓展主要依托供应链优势，根据门店客群环境，针对性扩充 SKU，以实现差异化竞争优势；精细化运营主要通过抖音引流+会员体系+新零售实现运营提效。整体看，我们预计 25-27 年平均单店营收分别同比增长 7.5%/4.0%/1.5%。

②to 其他渠道收入：

该业务收入包含直营+TOB，由于公司从 24H2 开始加强与中小连锁餐饮、区域连锁商超合作，TOB 业务成为其他渠道收入主要增量。由于公司当前重心仍在加盟门店销售收入，同时产能扩张首要目标为提升自供比例以持续供应链提效，我们保守假设 25-27 年公司销售给其他渠道收入分别同比增长 50%/10%/5%。

③综合指导服务收入：

该业务主要由加盟门店每年支付的总部服务费贡献，25H1 约 1.5 万元/年，我们保守假设 25-27 年收费标准不变，增长由拓店贡献，对应 25-27 年同比增长 5.1%/14.9%/17.2%。

盈利预测：本文预计 25-27 年公司收入 76.2/89.7/104.7 亿元，同比 +17.7%/17.8%/16.7%，25-27 年公司归母净利润 4.3/5.8/7.4 亿元，同比 +85.5%/34.9%/28.3%，对应 PE 19/14/11X。

图表 17 锅圈收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售给加盟商收入					
收入 (百万元)	5365.6	5445.0	6149.8	7349.1	8744.4
yoy		1.5%	12.9%	19.5%	19.0%
占比	88.0%	84.2%	80.7%	81.9%	83.5%
加盟门店数量 (家)	10300	10135	11335	13335	15585

净新增门店数量		-165	1200	2000	2250
平均单店年营收 (万元)	55.0	53.3	57.3	59.6	60.5
yoy		-3.1%	7.5%	4.0%	1.5%
销售给其他渠道收入					
收入 (百万元)	575.0	867.2	1300.9	1430.9	1502.5
yoy		50.8%	50.0%	10.0%	5.0%
占比	9.4%	13.4%	17.1%	16.0%	14.4%
综合指导服务收入					
收入 (百万元)	153.6	157.6	165.5	190.2	223.0
yoy		2.6%	5.1%	14.9%	17.2%
占比	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%
收入合计 (百万元)	6094.1	6469.8	7616.2	8970.3	10469.9
yoy		6.2%	17.7%	17.8%	16.7%
毛利率	22.2%	21.9%	21.8%	21.8%	21.9%

资料来源: wind, 华安证券研究所预测

全文结论:

本文基于对聚焦下沉市场不同业态连锁餐饮、量贩零食、现制茶饮的对比研究，分别通过测算给与锅圈未来收入端拓店/单店及盈利端降本增效的提升空间。我们认为公司当前正处于第二轮成长周期的启动阶段，优秀的单店模型和独立竞争逻辑为未来成长空间提供支撑，对标类似连锁头部得到盈利弹性更存充足释放空间——综上认为当前锅圈具备长期投资价值。

图表 18 锅圈可比估值

证券代码	证券简称	市值亿元	归母净利润			利润增速			CAGR	PE					
			24A	25E	26B	27E	24A	25E	26B	27E	24A	25E	26B	27E	
2097.HK	蜜雪集团	1,369.8	44.4	57.9	67.2	77.5	41.4%	30.6%	16.0%	15.3%	20.4%	未上市	23.6	20.4	17.7
1364.HK	古茗	514.1	14.8	25.8	26.5	31.7	37.0%	74.2%	2.8%	19.6%	28.9%	未上市	20.0	19.4	16.2
平均		942.0									24.7%	未上市	21.8	19.9	17.0
2517.HK	锅圈	83.0	2.3	4.3	5.8	7.4	-3.8%	85.5%	34.9%	28.3%	47.5%	21.4	19.4	14.4	11.2

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

注: 数据截至 2025 年 12 月 9 日, 锅圈采用华安证券预测, 其余均采用 wind 一致预期。

风险提示

1、拓店/同店不及预期

随着下沉市场开店加密以及城市区域即时零售加强投入，部分区域同店出现下滑，导致锅圈拓店进度可能不及预期。

2、品类拓展不及预期

锅圈向火锅、烧烤外品类拓展经验相对缺乏，新品推广可能不及预期。

3、市场竞争加剧

下沉门店开店加密/城市区域即时零售加强投入，或导致市场竞争加剧，单店收入盈利表现可能低于预期。

4、产能扩张不及预期

锅圈产能扩张依赖现有 7 座工厂扩产以及海南工业园建设，仍存在审批、建设等不确定性。

5、食品安全事件

由于门店为加盟商运营，公司无法实现全时段监管，若由于加盟商操作失误而发生食品安全事件，则对公司声誉将产生影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万人民币				利润表		单位: 百万人民币			
会计年度		2024	2025E	2026E	2027E	会计年度		2024	2025E	2026E	2027E
流动资产		3,268	3,535	4,270	5,175	营业收入		6,470	7,616	8,970	10,470
现金		1,326	1,188	1,461	1,881	其他收入		0	0	0	0
应收账款及票据		234	184	230	281	营业成本		5,053	5,957	7,011	8,172
存货		692	885	1,018	1,184	销售费用		664	706	804	918
其他		1,017	1,279	1,562	1,828	管理费用		454	421	433	463
非流动资产		1,483	1,600	1,753	1,920	研发费用		12	11	13	16
固定资产		494	492	490	489	财务费用		4	-37	-51	-78
无形资产		226	205	185	166	除税前溢利		320	593	800	1,026
其他		763	903	1,078	1,265	所得税		78	145	196	251
资产总计		4,751	5,135	6,023	7,094	净利润		241	448	604	775
流动负债		1,404	1,523	1,809	2,106	少数股东损益		11	20	27	35
短期借款		64	67	62	60	归属母公司净利润		231	428	577	740
应付账款及票据		647	670	806	950	EBIT		324	556	749	948
其他		694	786	940	1,096	EBITDA		410	619	811	1,009
非流动负债		82	97	97	97	EPS (元)		0.08	0.16	0.21	0.27
长期债务		4	4	4	4						
其他		78	93	93	93						
负债合计		1,487	1,620	1,906	2,203						
普通股股本		2,747	2,747	2,747	2,747						
储备		471	700	1,276	2,014						
归属母公司股东权益		3,144	3,374	3,950	4,688						
少数股东权益		120	141	168	203						
股东权益合计		3,265	3,515	4,117	4,891						
负债和股东权益		4,751	5,135	6,023	7,094						
<hr/>											
现金流量表		单位: 百万人民币				主要财务比率					
会计年度		2024	2025E	2026E	2027E	会计年度		2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流		531	334	644	772	成长能力					
净利润		231	428	577	740	营业收入		6.17%	17.72%	17.78%	16.72%
少数股东权益		11	20	27	35	归属母公司净利润		-3.79%	85.46%	34.94%	28.27%
折旧摊销		86	63	62	61	获利能力					
营运资金变动及其他		204	-176	-21	-63	毛利率		21.90%	21.79%	21.84%	21.95%
投资活动现金流		-120	-276	-362	-346	销售净利率		3.56%	5.61%	6.43%	7.07%
资本支出		-124	-40	-40	-40	ROE		7.33%	7.33%	12.67%	14.61%
其他投资		4	-236	-322	-306	ROIC		7.34%	11.70%	13.52%	14.45%
筹资活动现金流		-265	-195	-7	-5	偿债能力					
借款增加		-38	4	-5	-3	资产负债率		31.29%	31.55%	31.64%	31.06%
普通股增加		-73	0	0	0	净负债比率		-38.54%	-31.76%	-33.87%	-37.16%
已付股利		-151	-197	0	0	流动比率		2.33	2.32	2.36	2.46
其他		-1	-3	-3	-2	速动比率		1.77	1.68	1.74	1.83
现金净增加额		152	-138	274	420	营运能力					
						总资产周转率		1.38	1.54	1.61	1.60
						应收账款周转率		44.92	36.46	43.37	40.97
						应付账款周转率		9.15	9.05	9.50	9.31
						每股指标(元)					
						每股收益		0.08	0.16	0.21	0.27
						每股经营现金流		0.19	0.12	0.23	0.28
						每股净资产		1.14	1.23	1.44	1.71
						估值比率					
						P/E		21.41	19.41	14.38	11.21
						P/B		1.57	2.46	2.10	1.77
						EV/EBITDA		9.00	11.61	8.51	6.42

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师: 邓欣, 华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士, 双专业学士, 10 余年证券从业经验, 历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券, 曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等, 专注于成长消费领域, 从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人: 郑少轩, 上海财经大学博士, 曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。都发大水