

2025年12月21日

## 标准店和乡镇店战略打法逐步成型，小炒业态蓄势待发

### 锅圈 (2517.HK)

#### ► 门店端经营优势：兼具便利性/高性价比/多可选项优势，匹配在家吃饭消费群体需求

锅圈产品以“在家吃饭”为核心定位，服务于有便利就餐需求且对餐饮质量有较高要求的群体，针对该群体需求自便利性、高性价比、多可选项三方向延伸，便利性方面通过火锅套组、组合套餐、24小时经营、速烹菜形式保证消费者快速/随时实现在家就餐；高性价比方面产品火锅食材单品价格相较各大生鲜超市处相对地位、且店内套餐较单品购买优惠力度达20%以上；多可选项方面新推SKU数量逐年增强，24年单年度新增SKU数量412个达历史新高。

#### ► 供应链强化：供应链自产+冷链收购，增加业务覆盖半径、实现成本优化

公司持续强化供应链布局，1) 加工厂布局：截至25年4月通过收购/投资形式布局加工厂7家，通过加工食材自产形式把控成本，24年自产产品占比已达20%；25年7月宣布拟4.9亿元投资海南食品产业园收集海外食材加工；2) 24年锅圈母公司锅圈实业收购华鼎冷链，通过第三方冷链对现有供应链体系形成补充，有效强化门店覆盖网络；3) 截至25年6月末布局数字化中央仓库19个，产品配送范围/配送销量较过往增加，存货周转天数明显优化；强供应链体系为后续门店扩张提供支撑，预计后续门店扩张过程中成本仍能维持精准把控。

#### ► 加盟模式：标准店/乡镇店战略打法逐步成型，农贸店/锅圈小炒门店成长潜力充足

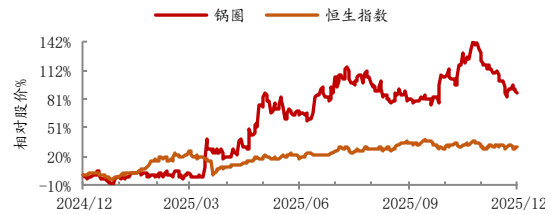
锅圈持续探索区域生态扎根方式，围绕“在家吃饭解决方案”持续进行门店更新迭代，当前旗下共有四种店型：标准店、黑珍珠店、农贸店、乡镇店，过往以标准店为主、乡镇店为辅，其中标准店在精细化管理模式与五星店长培训机制赋能下门店经营能力有望持续加强；乡镇店TOB/TOC双端展业，新店扎根打法持续创新，门店渗透能力增强，逐步成为公司收入新支撑点；农贸店“看看领鲜”“10-20平米小店模式+低初期投资额”模式切入农贸市场，“速烹菜”定位精准匹配部分农贸市场消费者需求；新业态“锅圈小炒”通过智能炒菜机优化人效实现标准化、多方面数据分析最受消费者欢迎产品菜单，模式跑通后有望成为公司新盈利增长点。

#### 盈利预测

公司为国内“在家吃饭”赛道食品龙头企业，门店端门店数已过万家、经历短期整合后25年重新步入扩张阶段，26-27年有望加速扩张；分店型来看标准店新管理模式赋能下经营表现有望持续向好、乡镇店市场加密空间充足、看看领鲜持续探索农贸市场布局路径、锅圈小炒新业态蓄势待发；供给端供应链网络快速铺开、收购第三方冷链助力全国门店配送能力强化、集中采购+自有工厂赋能持续实现成本强把控及终

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	3.34
股票代码：	2517
52周最高价/最低价(港元)：	4.44/1.65
总市值(亿港元)	91.76
自由流通市值(亿港元)	91.76
自由流通股数(百万)	2,747.36



分析师：刘文正  
邮箱：liuwz1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120524120007  
联系电话：

分析师：邓奕辰  
邮箱：dengyc@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120525020001  
联系电话：

#### 相关研究

端产品价格优势；财务端加盟为主轻资产模式下财务结构优异、账面现金盈余多、库存周转速度快。综上，预计公司 25-27 年营业收入 76.46/90.83/108.20 亿元，同比 +18.18%/+18.79%/+19.13%；对应归母净利润 4.37/5.33/6.64 亿元，同比 +89.65%/+21.84%/+24.68%；对应 EPS 为 0.16 元/0.19 元/0.24 元，基于 12 月 19 日收盘价 3.34 港元，对应 25-27 年 PE 为 19X/16X/13X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争风险，新店型落地不及预期风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6094.10	6469.81	7646.03	9082.56	10819.61
YoY (%)	-15.05%	6.17%	18.18%	18.79%	19.13%
归母净利润(百万元)	239.64	230.56	437.26	532.74	664.19
YoY (%)	4.23%	-3.79%	89.65%	21.84%	24.68%
毛利率 (%)	22.17%	21.90%	21.95%	22.92%	23.27%
每股收益 (元)	0.09	0.08	0.16	0.19	0.24
ROE (%)	7.35%	7.33%	12.21%	12.96%	13.91%
市盈率	75.06	20.92	19.03	15.62	12.53

资料来源：华西证券研究所测算（股价取 2025 年 12 月 19 日收盘价，港币兑人民币汇率为 1: 0.9068）

## 正文目录

1. 公司概况：多元业务架构紧抓在家吃饭场景，门店数量已超万家.....	5
1.1. 发展历程：把握居家经济需求搭建全国门店矩阵，近年战略定位迎焕新升级.....	5
1.2. 基本经营情况：原材料渠道把控力度增强，门店经营整合完成重新步入扩张阶段.....	6
1.3. 股权结构及分红情况：核心股东间接持股比例超 50%，分红比例逐年提升.....	8
1.4. 行业情况：在家吃饭市场规模持续扩大，餐食食品细分市场锅圈零售额位列第一.....	9
2. 财务情况：23 年以来加盟店平均单店收入维稳，毛利率维持高位.....	10
3. 核心竞争力：门店端兼具多项优势匹配在家吃饭需求，标准店/乡镇店门店模式逐渐打磨成熟.....	13
3.1. 门店端经营优势：兼具便利性/高性价比/多可选项优势，匹配在家吃饭消费群体需求.....	13
3.2. 供应链强化：供应链自产+冷链收购，增加业务覆盖半径、实现成本优化.....	15
3.3. 加盟模式：标准店/乡镇店战略打法逐步成型，农贸店/锅圈小炒门店成长潜力充足.....	16
4. 投资建议.....	23
4.1. 盈利预测.....	23
4.2. 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1 锅圈发展历程一览.....	6
图 2 锅圈收入结构-各项收入占比.....	7
图 3 锅圈各项产品毛利率走势.....	7
图 4 锅圈门店扩张情况.....	7
图 5 锅圈全国门店分布图（截至 23 年 4 月）.....	7
图 6 锅圈各线城市门店数量.....	8
图 7 锅圈各线城市门店数量占比.....	8
图 6 在家吃饭市场各类别市场规模（单位：十亿元）.....	10
图 7 在家吃饭市场各类别市场份额占比（%）.....	10
图 8 锅圈 2020-2025H1 收入表现.....	11
图 9 锅圈 2020-2025H1 加盟店单店收入表现.....	11
图 10 锅圈 2020-2025H1 归母净利润表现.....	11
图 11 锅圈 2020-2025H1 毛利率/净利率表现.....	11
图 12 锅圈各项费用率表现.....	12
图 13 锅圈财务指标-流动比率/速冻比率情况.....	12
图 14 锅圈-完整火锅套组选项解决工具缺失问题.....	13
图 15 锅圈-肴肴鲜速烹菜门店示意图.....	13
图 16 锅圈单年度新推 SKU 数量逐年增加.....	14
图 17 锅圈-区域加盟商自设会员储值权益.....	19
图 18 锅圈-区域加盟商自设露营产品专区.....	19
图 19 乡镇居住人口中各年龄段人口占比情况.....	20
图 20 锅圈-扫街宣传推动品牌深入本地.....	21
图 21 锅圈-任意消费加 1 元领锅活动火爆.....	21
图 22 锅圈四类型店面图.....	23
图 23 锅圈小炒门店示意图.....	23
表 1 锅圈前十大股东持股情况（截至 2025 年上半年末）.....	9
表 2 锅圈-存货/应收账款/流动资产/固定资产周转情况.....	12
表 3 锅圈与各生鲜超市同类型产品价格对比图（每 500g 对应价格，单位：元）.....	14
表 4 锅圈-当前自有加工厂矩阵一览.....	16
表 5 锅圈-各类门店模式差异一览.....	16

---

表 6 锅圈-10月“单兵”冠军主要表现.....	18
表 7 锅圈各项业务收入预测（单位：百万元） .....	24
表 8 可比公司估值表 .....	24

## 1. 公司概况：多元业务架构紧抓在家吃饭场景，门店数量已超万家

### 1.1. 发展历程：把握居家经济需求搭建全国门店矩阵，近年战略定位迎焕新升级

锅圈，精准定位“在家吃饭”场景消费需求的餐食产品零售品牌，以冷冻食材售卖为展业起点，随业务发展、战略定位迭代，已形成覆盖火锅、烧烤、饮品、一人食、即烹餐包、生鲜、西餐、零食的综合性产品零售矩阵。针对“在家吃饭”目标群体消费及购物习惯，锅圈锚定社区、农贸市场、乡镇、超市四大场景，以加盟形式展开门店，截至 25 年 6 月末门店总数已超万家。

聚焦锅圈过往发展历程，公司前身为 2015 年在河南成立的“河南锅圈供应链管理有限公司”，早期面向企业客户从事冷冻食材销售业务；2017 年，公司整合供应链资源，在郑州最大冷冻调味品市场开设首家实体店，面向终端消费者展开冻品食材销售业务，产品以火锅食材销售为主。

2019 年 8 月/10 月，公司分别完成 4500 万元 A 轮融资（不惑创投投资）、5000 万元 A+ 轮融资（三全食品领投，不惑创投跟投）；同年公司门店进入快扩阶段，门店总数突破 500 家。

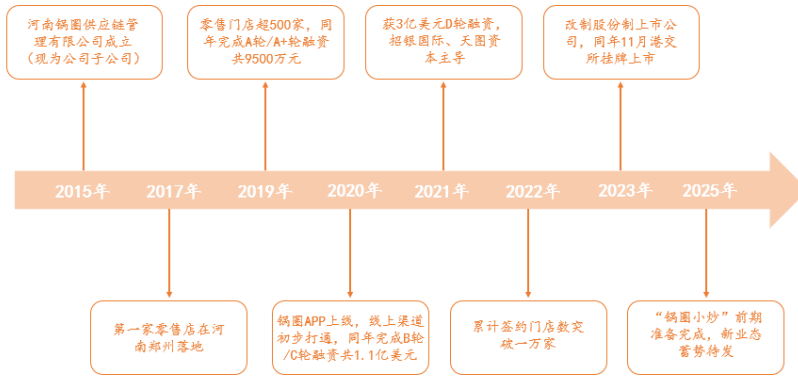
2020 年-2022 年，公共卫生事件影响下居家经济兴起，锅圈以家庭火锅食材为切入点精准匹配消费者需求，叠加岳云鹏加入代言拔高知名度，逐步消费者火锅业态体验首选；期间 IDG、嘉御基金、不惑创投、启承资本、招银资本等投资机构 B 轮/C 轮/D 轮共 4.1 亿美元跟投，补足锅圈门店扩张层面资金缺口，公司门店规模快速扩大，2020 年/2021 年/2022 年新增门店 2855 家/2568 家/2352 家，截至 22 年末总门店数达 9221 家；期间强化自有工厂运营，2021-2022 年间通过投资/收购形式获三家火锅食材生产厂。

2023 年，公共卫生事件结束、火锅市场重回竞争态势，门店扩张势头放缓，正式进入经营架构整合、存量门店优化阶段，同年 11 月于港交所上市。

2024 年，锅圈战略定位升级为“社区央厨”，战略方向作出四方面改变，一是锅圈母公司锅圈实业全资收购华鼎冷链，同年分别负责水产品加工及销售/酱料及调味品加工及销售的锅圈欢欢食品（湖北）有限公司和台江县苗苗酸汤食品有限公司相继成立，供应链上游把控能力持续增强；二是产品供应不再局限于火锅烧烤食材，一人食、即烹餐包、零食等业态逐步涉及，覆盖消费者一日三餐；三是门店下沉发力，集中突破乡镇市场，乡镇店开设速度提升；四是推出子品牌“肴肴领鲜”，探索农贸市场业态布局。

2025 年，公司在供应链强化、业态拓展方面进一步发力，供应链强化方面，1 月锅圈澄明食品菌汤工厂入驻广元澄明食品产业园，9 月宣布启动国际食品出海基地建设；业态拓展方面，一方面门店端接入无人智能门店运营，突入深夜消费生态；另一方面于 25 年 8 月对智能烹饪设备头部企业熊喵智厨完成战投，10 月宣布“锅圈小炒”新业态，预计 26 年 1 月开设首店。

图 1 锅圈发展历程一览



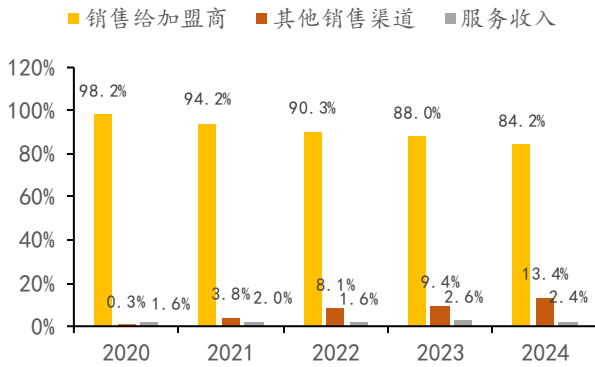
资料来源：锅圈官网及招股书，华西证券研究所整理

## 1.2. 基本经营情况：原材料渠道把控力度增强，门店经营整合完成重新步入扩张阶段

**收入结构：加盟商食品销售为主要收入来源，原材料渠道把控力度逐步增强促其他销售渠道收入占比提升。** 聚焦锅圈业务体系，公司以加盟模式进行扩店，主要通过向加盟商销售在家吃饭餐食食品获取收入，除此之外也通过直接合作形式向食品批发商、超市、餐厅、其他企业销售产品、通过自营店向终端消费者销售产品（两种形式收入包括在其他渠道收入中）；聚焦具体收入占比情况，2020-2024 年间销售给加盟商收入占比逐年下滑，2024 年销售给加盟商收入占比 84.2%/同比-14.0pcts；其他销售渠道收入占比逐年提升，2024 年其他销售渠道收入占比 13.4%/同比+13.1pcts。从招股书对其他销售渠道收入增长驱动力的解释来看，20-22 年间其他销售渠道收入占比提升，主要受益于公司向企业用户（食品批发商、餐厅、超市及其他企业）销售在家吃饭餐食产品及相关产品的相关收入大幅增长；23-24 年其他销售渠道占比继续提升，或是此趋势延续所致。

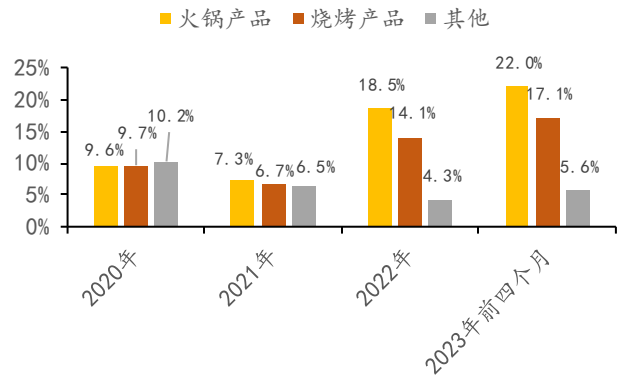
从公司拆分毛利率表现来看，22 年火锅产品/烧烤产品毛利率达 18.5%/14.1%，较 21 年+11.2pcts/+7.4pcts，细究毛利率提升原因，主要受益于 1) 公司优化产品组合，持续推出毛利率较高新产品；2) 采购量增长及规模经济提升使公司成本控制能力维持；3) 部分产品由向第三方采购转为向自营食品生产厂采购，成本降低。随公司集采规模扩大、合作供应商体量数量增加、收购工厂带动自加工产品占比提升，毛利率仍有突破空间。

图2 锅圈收入结构-各项收入占比



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

图3 锅圈各项产品毛利率走势



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

**门店扩张历史：过往高速门店扩张响应强需求，两年整合期后重新启航。**如发展历程所述，20-22年受公共卫生事件影响，锅圈在家吃饭餐食产品需求端大幅提振，为匹配需求端增长，锅圈通过多轮融资推动加盟门店扩展，2021-2022年间门店净增4920家，较2020年末门店数量增长超1倍；23-24年公共卫生事件结束、在家吃饭需求有所下滑，公司逐步进入门店结构优化阶段，因而23年门店增速放缓、24年门店数量较23年同期略有减少；25年公司门店重回扩张阶段，截至25Q3末公司门店总数达10761家/相较24年末净增611家。

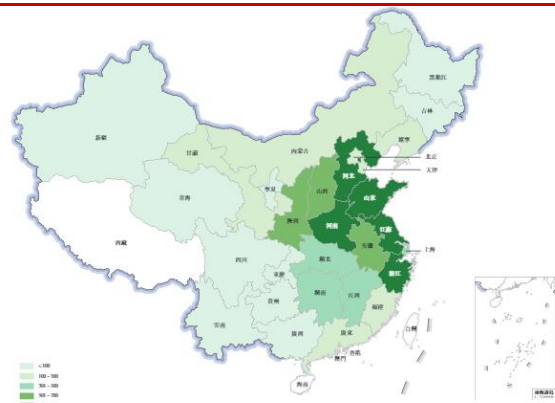
**门店布局情况：河南起步向沿海地区扩张，门店下沉趋势明显。**公司门店扩张自河南郑州起步，依托中央仓库/供应链覆盖面逐步向外拓展，现今已形成河南/江苏/山东三省为核心，河北、浙江、安徽、山西、陕西等省份重点布局的门店网络，其中河南/江苏/山东均为国内常住人口数量位居前五大省，其余重点布局省份常住人口数量多位居人口数前十，整体门店布局区位与人口分布匹配。按线级城市划分来看，地级市/县级市为门店分布重心，截至23年4月末门店数量占比分别为28.0%/26.2%；直辖市门店加密速度快，截至23年4月末门店数749家/较20年末+325.57%，匹配一线城市的门店模式逐渐跑通；乡镇门店加密趋势明显，截至23年4月末乡镇门店数量达1651家/占比16.8%，较20年年末+124.32%。乡镇门店店型为乡镇店/标准店混合，根据乡镇实际情况进行店型匹配。

图4 锅圈门店扩张情况



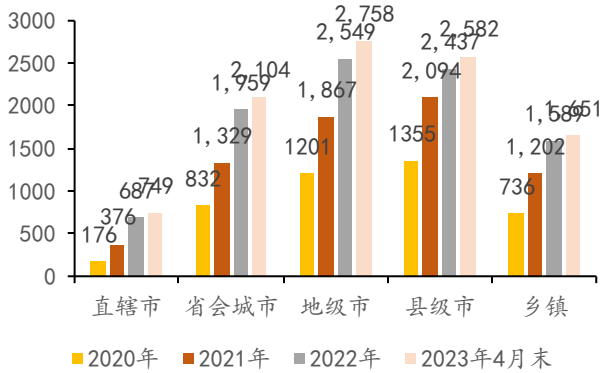
资料来源：锅圈招股书，华西证券研究所整理

图5 锅圈全国门店分布图（截至23年4月）



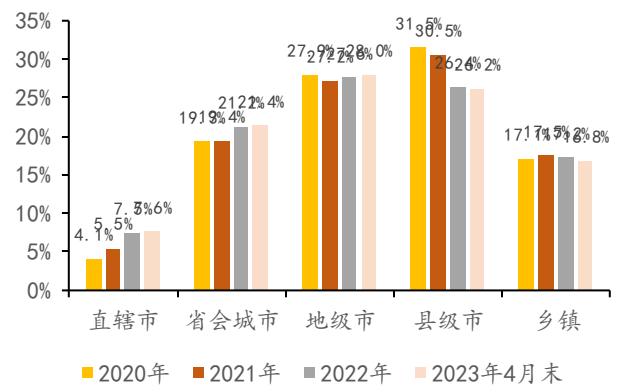
资料来源：锅圈招股书，华西证券研究所整理

图 6 锅圈各线城市门店数量



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

图 7 锅圈各线城市门店数量占比



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

### 1.3. 股权结构及分红情况：核心股东间接持股比例超 50%，分红比例逐年提升

**核心股东持股比例超 50%，供应商三全食品长期持股。**杨明超先生、孟先进先生、李欣华先生为一致行动人，通过锅圈实业（上海）有限公司、上海锅小圈企业管理中心、上海锅小圈农业科技服务中心等企业间接持有公司权益，杨先生及其一致行动人、锅圈实业、锅小圈企管、锅小圈科技根据上市规则构成公司一组控股股东；拆分现有股权架构，截至 2025 年 6 月末，锅圈实业、锅小圈企管、锅小圈科技企业持股数量 8.81 亿股/3.32 亿股/0.86 亿股，占公司已发行股本比例分别为 32.08%/12.07%/3.12%；杨明超先生通过锅圈实业、锅小圈企管、锅小圈科技、公司回购后的库存股份分别持有公司 8.81 亿股、3.32 亿股、0.86 亿股、0.93 亿股，共持有股份 13.91 亿股/占已发行股本的 50.65%。此外，公司第三大股东成都全益食品有限公司自发售以来持有公司 1.76 亿股/截至 25 年 6 月末占公司股本 5.86%，成都全益由食品供应链上市公司三全食品持股 98%，三全食品为公司深度合作供应商，在发展过程中持续与公司展开业务合作。

**分红比例逐期提升，多期回购彰显信心。**从分红表现来看，公司自 23 年 11 月上市以来，23 年、24 年、25H1 均进行现金派息，每股股利分别为 0.0571 元/0.0817 元/0.0785 元，对应现金分红 1.57 亿元/2.24 亿元/2.16 亿元，现金分红占当期利润比例分别为 59.56%/93.04%/113.42%，分红比例逐期提升；此外，公司自 24 年 11 月以来持续回购股票，24 年全年/25 年截至 10 月 14 日分别回购 3892.56 万股/6985.52 万股，共占已发行股本总数的 3.96%，持续回购彰显公司经营面充足信心。

表 1 锅圈前十大股东持股情况（截至 2025 年上半年末）

股东名称	持股数量（股）	占总股本比例
锅圈实业(上海)有限公司	881,420,916	32.08
上海锅小圈企业管理中心(有限合伙)	331,595,457	12.07
成都全益食品有限公司	144,116,237	5.25
Generation One Holdings Ltd	130,441,342	4.75
上海不约而同创业投资合伙企业(有限合伙)	113,054,864	4.12
上海锅小圈农业科技服务中心(有限合伙)	85,587,242	3.12
不惑铂金有限公司	54,784,911	1.99
苏州宜仲创业投资合伙企业(有限合伙)	45,527,538	1.66
春雨霏霏(上海)实业有限公司	34,139,074	1.24
湖州不器之器股权投资合伙企业(有限合伙)	25,565,164	0.93
合计	1,846,232,745	67.21

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 1.4. 行业情况：在家吃饭市场规模持续扩大，餐食食品细分市场锅圈零售额位列第一

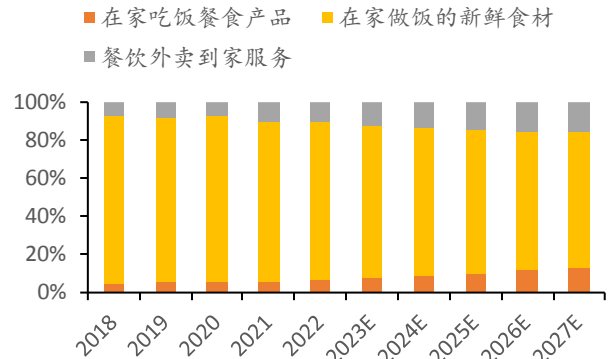
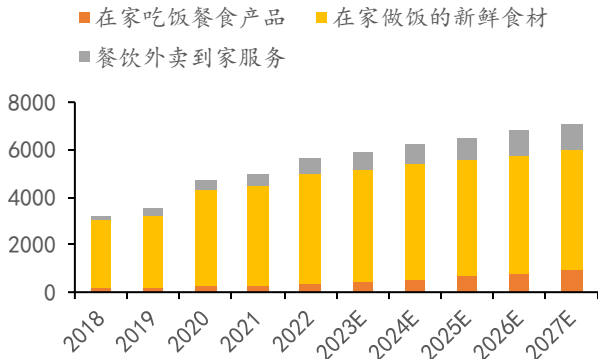
公共卫生事件影响下在家吃饭市场规模高增，居民消费习惯或迎长期变化。2018-2022 年在家吃饭市场快速增长，2022 年市场规模 5.62 万亿元/较 18 年同期 +72.88%，年复合增长率达 14.67%；其中 20 年/22 年同比增速分别为 33.30%/12.13%，为近年市场增速高点；此外，2018-2022 年间餐饮市场复合增速为 0.71%，其中 20 年/22 年分别同比下滑 15.40%/6.30%，结合宏观事件来看，可能是公共卫生事件影响所致。从公共卫生事件影响较小的 21 年来看，餐饮市场规模 4.69 万亿元/同比+18.64%，较公共卫生事件前 19 年+0.37%，在家吃饭市场规模 5.01 万亿元/同比+6.84%，较 19 年+42.42%（在家吃饭餐食产品、在家做饭的新鲜食材、餐饮外卖到家服务市场规模增速分别为 9.46%/4.08%/35.69%）；21 年餐饮市场规模恢复至 19 年同期情况下，在家吃饭市场规模在 20 年高增速基础上仍处同比增长态势，可能是居民消费习惯变化、在家吃饭消费偏好提升的直接体现。

在家吃饭市场中购置新鲜食材做饭为主流选择，在家吃饭餐食市场/外卖市场规模占比提升。按类别拆分来看，通过新鲜食材在家做饭为绝对主导，餐饮外卖到家

服务/在家吃饭餐食产品市场规模高增，2018-2022年间CAGR分别达27.39%/25.53%；2022年餐饮外卖到家服务/在家吃饭餐食产品市场规模占在家吃饭市场总规模比例分别为10.70%/6.50%，较18年分别增长1.90pcts/3.70pcts，市场占比均有提升。

图8 在家吃饭市场各类别市场规模（单位：十亿元）

图9 在家吃饭市场各类别市场份额占比（%）



资料来源：锅圈招股书，国家统计局，弗若斯特沙利文，华西证券研究所（注：未来预测值为锅圈招股书预测）

资料来源：锅圈招股书，国家统计局，弗若斯特沙利文，华西证券研究所（注：未来预测值为锅圈招股书预测）

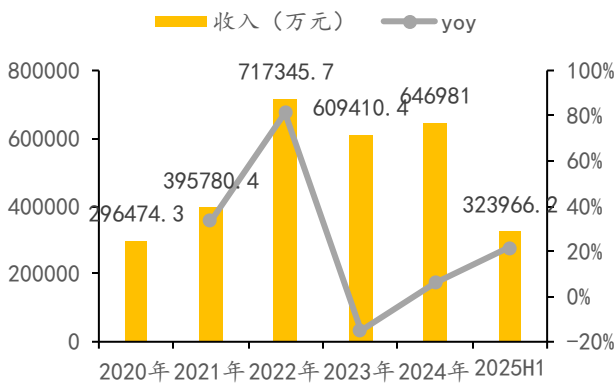
**在家吃饭餐食食品市场竞争格局分散，锅圈零售额位列第一。**聚焦在家吃饭餐食产品市场主要参与者，22年锅圈以111亿元零售额位列第一，市占率为3.0%，市场前五大参与者餐食食品零售额412亿元/市占率为11.1%。综上，在家吃饭餐食产品市场整体竞争格局较为分散，主要原因可能是市场准入门槛较低、参与玩家较多、消费者可接触的终端渠道多元所致。

## 2. 财务情况：23年以来加盟店平均单店收入维稳，毛利率维持高位

**聚焦公司收入端表现**，受益于加盟店数量快扩，公司21-22年期间收入快增，21/22年收入达39.58亿元/71.73亿元，同比+33.50%/+81.25%，20-22年期间CAGR达55.55%；细拆来看，20年门末加盟门店基数为4296家，21/22年新增门店数量分别为2568家/2352家，同比+59.78%/+34.27%，对应21/22年加盟店单店收入54.31万元/70.28万元，同比-19.83%/+29.40%，门店增速与平均单店收入不匹配，除公共卫生事件在此期间的阶段性影响外，21年扩张势头过猛导致单店经营表现承压、22年集中采购/食品加工厂收购推动下产品性价比提升带动购置需求增长也是对单店收入波动造成影响的重要原因。

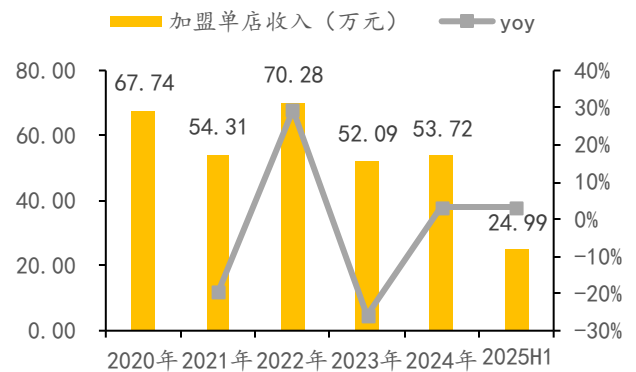
**公共卫生事件后，门店高基数情况下加盟店平均单店收入维稳。**23年公共卫生事件结束需求端支撑力度减弱，但在供应链结构优化/SKU增加对产品销售端推动下，加盟店高基数情况下单店收入仅略低于21年同期水平，表现回归正常区间；门店数仍处增长态势，叠加其他渠道收入维稳，公司收入整体下滑15.05%，低于加盟店单店收入25.87%的下滑幅度；24年供应链持续优化/产品推新步伐进一步加快/门店矩阵进入整合优化期，叠加其他销售渠道收入贡献力度加强，门店收入回暖，24年收入64.70亿元/同比+6.17%，对应加盟店平均单店收入53.72万元/同比+3.13%；25H1末加盟店数量达10386家/较24H1末+7.63%，叠加加盟单店收入略有回暖/其他销售渠道收入攀升，25H1收入32.40亿元/同比增速达21.56%。

图 10 锅圈 2020-2025H1 收入表现



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

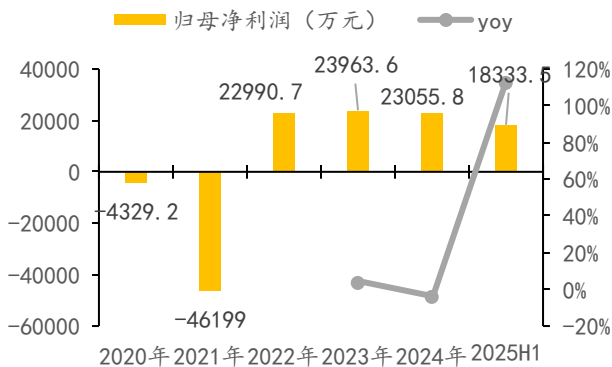
图 11 锅圈 2020-2025H1 加盟店单店收入表现



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

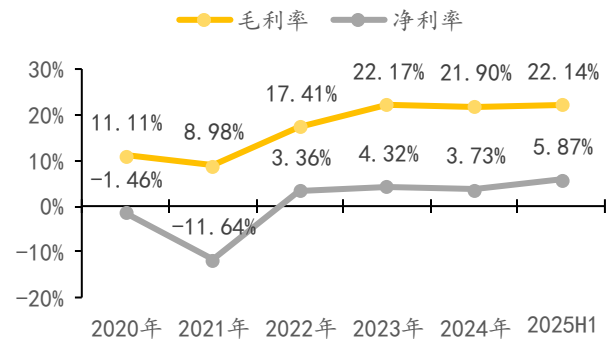
**多因素驱动下 23 年以来毛利率维持高位，25H1 各项开支把控下净利率上行明显。** 聚焦利润端表现，结合毛利率/净利率/各项费用率走势来看，20-21 年营业成本把控力度较弱，毛利率处相对低位，直接导致归母净利润表现承压；其中 21 年为匹配业务扩张步伐增加雇员福利及广告推广开支，导致销售及分销开支占收入比、行政开支占收入比大幅提升，归母净利润承压明显；22 年以来供应链持续整合、高毛利产品推出持续带动毛利率增长，叠加各项费用率压低，促净利率回正企稳；25H1 销售及分销开支/行政开支占收入比把控力度增强（较 24H1 同比-1.82pcts/-1.85pcts）促净利率上行，25H1 归母净利润较 24H1 增长 113.22%，达 24 年全年归母净利润 79.52% 水平。

图 12 锅圈 2020-2025H1 归母净利润表现



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

图 13 锅圈 2020-2025H1 毛利率/净利率表现

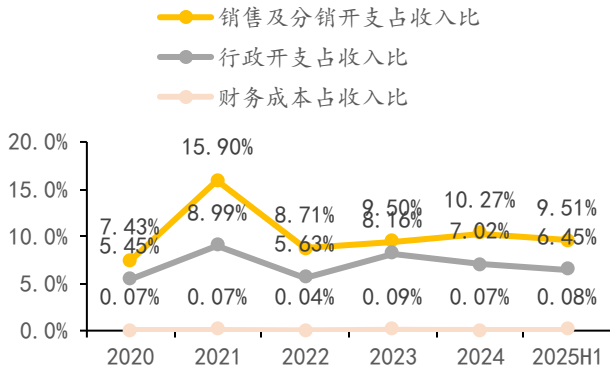


资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

**聚焦各项财务指标情况**，23 年以来流动比率/速动比率较过往维持高位，短期偿债能力强；成分表现来看 23 年末贸易应付款绝对值压低促流动负债下滑（贸易应付款同比-20.81%，流动负债同比-10.37%），同期流动资产端存货压低但金融资产损益、现金及银行结余大幅提升（存货 7.19 亿/同比-31.30%，金融资产公允价值损益 2.11 亿/同比+321.50%，现金及银行结余 14.18 亿/同比+103.98）促流动资产总值大幅提升，导致流动比率/速冻比率双增，两者差值减小；此外 23 年流动资产中现金及银行结余占流动资产总值的 49.30%、高于流动负债总额，也是强偿债能力的直接体现。24 年末存货金额较 23 年同期略降，流动资产端应收款/现金及银行结余大幅增加（存货 6.92 亿元/同比-3.85%，贸易应收款项 2.34 亿元/同比+330.87%，现金及银行结余

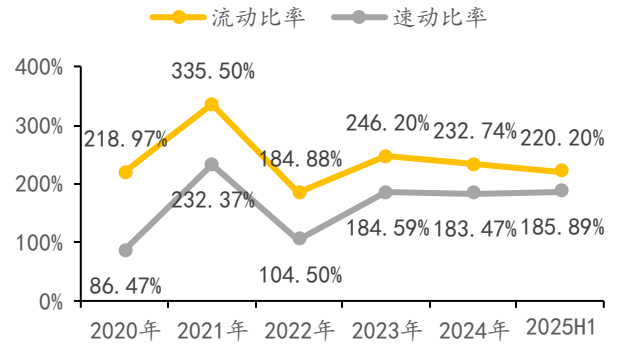
19.30 亿元/同比+36.14%)，然同期应付款项有所增长，带动流动比率压低；25H1 流动比率虽有下滑但仍在 200%以上区间，其中现金及银行结余短期下滑（较 24 年末-32.84%），可能是货物采购需求下现金流短期周转所致。

图 14 锅圈各项费用率表现



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

图 15 锅圈财务指标-流动比率/速冻比率情况



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

从资产负债表关键数据表现来看，公司存货周转灵活性强，存货周转天数 23 年以来持续压低，25H1 达 41.15 天；面向加盟商采用支付账款预订产品模式，仅向部分供应商销售集中采购食品时允许账款期限内支付，因而应收账款周转天数维持低位，另因近年向供应商销售产品收入逐步提升，带动应收账款周转天数增长；以加盟为核心的轻资产经营模式下流动资产占据资产主导（主要是现金结余和存货）、固定资产体量较小，因而流动资产周转天数处相对高位、固定资产周转天数低，23 年以来现金结余增加带动流动资产周转天数提升，持续收购食品加工厂促固定资产拔高、固定资产周转天数提升。

表 2 锅圈-存货/应收账款/流动资产/固定资产周转情况

财务指标项	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
存货周转天数	63.23	50.80	67.98	50.97	41.15
应收账款周转天数	0.69	3.80	5.65	8.13	14.58
流动资产周转天数	139.52	111.08	158.25	173.30	173.09
固定资产周转天数	4.55	11.06	23.92	26.36	28.50

资料来源：锅圈公司公告，南方都市报，亿邦动力，华西证券研究所

### 3. 核心竞争力：门店端兼具多项优势匹配在家吃饭需求，标准店/乡镇店门店模式逐渐打磨成熟

#### 3.1. 门店端经营优势：兼具便利性/高性价比/多可选项优势，匹配在家吃饭消费群体需求

深研锅圈业务体系可发现，“在家吃饭解决方案”为公司战略重心及核心发展目标，我们认为，与商超渠道预制菜服务方向类似，锅圈产品核心所服务的是因各种原因（如工作繁忙、时间紧迫等）不愿耗时间在家做饭、但对餐饮又有较高要求的群体，对于此部分群体而言，商超渠道购置产品应以便利、高性价比、多可选项为核心要素，立足上述优势，才可使居家餐食场景中成为独立于“自己做饭”、“便利主食（如速冻产品、方便面等）”外的第三大选项。综上，完善“在家吃饭解决方案”需在上述三大要素上进行延伸，聚焦锅圈近期相关动向：

**便利：**锅圈对于“便利”的延伸考量分为三大方向，一是考虑部分消费者烹饪工具缺失问题，在火锅食材基础上提供调味料/烹饪工具，提供完整火锅套组；二是考虑消费者决策时间与选择困难问题，通过产品组合+特色产品标签实现快速决策，如轻食、儿童、减脂套餐等；三是考虑消费者夜间消费需求，通过 24 小时无人零售系统实现店面全时段经营；四是省去切菜/净菜时间，相关食材直接备齐/门店端快速烹饪，如锅圈速烹菜品品牌肴肴领鲜和即将推出的新品牌锅圈小炒。

图 16 锅圈-完整火锅套组选项解决工具缺失问题

图 17 锅圈-肴肴领鲜速烹菜门店示意图



资料来源：锅圈 APP，华西证券研究所整理

资料来源：界面新闻，华西证券研究所整理

**高性价比：**餐饮门店通过厨师制备菜品服务、餐饮就餐服务及餐饮场景提供使菜品在原材料成本基础上获得溢价，而在家吃饭场景中制备菜品步骤多由消费者达成，无餐饮就餐服务/餐饮场景提供相关内容，因而与餐饮/外卖消费相比，消费者对在家吃饭产品的诉求必然是“高性价比平价产品”；“高性价比”与“平价”本质上取决于价格与实际价值之间匹配度及价格可接受度，对于非原材料的加工食材，消费者无法提前体验产品情况下，对产品高性价比的定义将由各零售商所售卖的同类产品价格对比实现，与同类产品在同重量情况下价格处相对低位，便意味着高性价比/物超所值。我们以公司门店覆盖核心区域为基础，选取各生鲜超市门店数量开设较多的直辖市上海为基础，对比锅圈与其他品牌商超同类火锅食材价格及产品种类可发现：1) 锅

圈习惯以多产品套餐组合/单类产品大分量组合形式进行产品售卖，此类组合产品价格较产品单卖价格便宜幅度可达 30%以上，以毛肚为例，锅圈“脆香毛肚”产品单卖价格为 14.5 元/135g，四类毛肚组合而成的毛肚组合餐价格为 59 元/700g，同质量情况下毛肚套餐价格为单购毛肚价格的 78.47%，优惠力度超 20%；2) 以同品类单品价格对比来看锅圈虾滑产品价格在一众生鲜超市中处最低、毛肚/肥牛产品价格与其余生鲜超市相比处相对平价区间，内蒙羔羊肉价格则处相对高位；**综上，锅圈产品单独购置情况下与生鲜超市相比存在一定性价比区间，大份量优惠力度明显，更匹配在家吃饭场景中家庭就餐高性价比需求。**

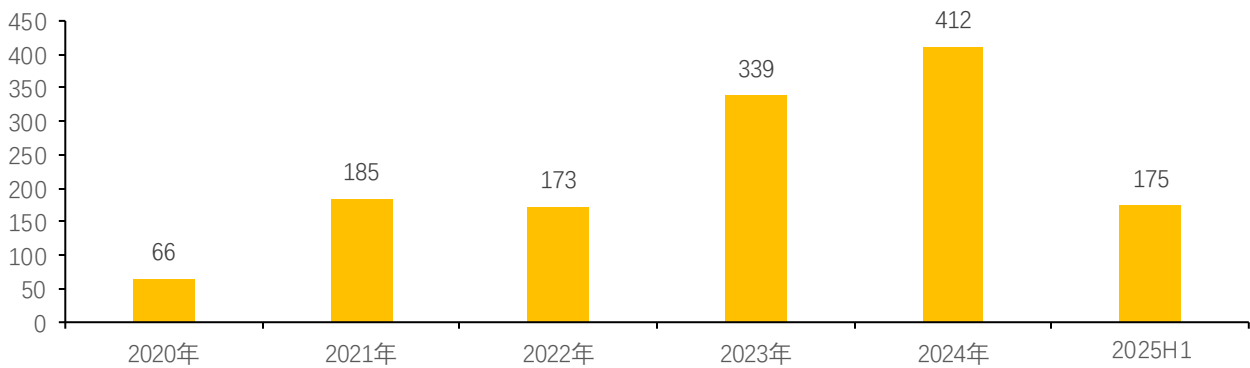
表 3 锅圈与各生鲜超市同类型产品价格对比图（每 500g 对应价格，单位：元）

产品类型	锅圈	盒马生鲜	小象超市	叮咚买菜
大颗粒虾滑	41.25	49.33	43.00	66.33
脆毛肚	53.70	44.75	42.25	36.14
海外肥牛卷	42.25	56.50	37.38	43.17
草原羊肉卷	59.75	41.46	41.25	49.75

资料来源：锅圈 APP，盒马鲜生 APP，小象超市 APP，叮咚买菜 APP，华西证券研究所（注：均为单件价格）

**多可选项：**当前锅圈火锅食材售卖为主的业务体系仅是“在家吃饭解决方案”的一部分，以此发展目标为基础可向多方向延伸，除前文所提及的速烹菜赛道/小炒赛道外，锅圈持续发力产品研发，20 年新增火锅类/烧烤类 SKU 共 66 个，随后单年度新增火锅类/烧烤类 SKU 数量逐年增加，24 年新增火锅类/烧烤类 SKU 共 412 个/较 20 年增长 524%。

图 18 锅圈单年度新推 SKU 数量逐年增加



资料来源：锅圈公司公告，华西证券研究所整理

综上，锅圈近年在门店端的各项经营优化，均是围绕战略重心、以全方位契合目标群体需求为目的所展开的布局规划，叠加线下门店网络矩阵逐步成型、品牌力持续上行，各项经营延展有望逐步取得成效，成为公司业绩增长发力点。此外，从加盟商

维度考量，低投资额/较低保本点的加盟模式是加盟商选择锅圈的一大关键要素，而上述所提及的无人零售系统、智能炒菜机配置均会导致门店初期投资成本增加，因而相关硬件配置政策（如是否存在购置资金分期/共担、硬件回收政策等）及业务创收能力为上述要素延伸是否可成功落地的关键考量要素。

### 3.2. 供应链强化：供应链自产+冷链收购，增加业务覆盖半径、实现成本优化

2022 年以前，锅圈原材料采购/生产加工以外部供应商合作为主，自外部供应商处采购食材，随后通过三全/安井食品等大型上游供应商加工食品；产品物流则通过外部中心仓+冷链物流形式递送。上游原材料采购/生产加工、中游仓储及冷链物流完全交由外部情况下，食材采购成本、加工成本、仓储成本、冷链物流成本均处相对高位，叠加锅圈本身定价相对其余商超业态较低、过往外部折扣较为频繁，加盟商/供应商利润空间被压缩，毛利率处承压状态，20-22 年公共卫生事件影响下居家人群较多促锅圈单店营收推高，低毛利率下品牌方/加盟商仍存较高净利润空间；公共卫生事件后营收表现回归常态，低毛利率问题逐步凸显，通过供应链改善以成本压低势在必行，公司因而进行多方面布局：

- 1) **收购/自建原材料加工厂，减少加工环节成本支出：**公司通过收购/自建形式布局 7 座原材料加工厂，覆盖虾滑、牛肉、肉丸、火锅底料等多类核心火锅加工食材。通过原材料加工厂把控上游生产/供应链条，除可有效控制成本外，或也将为公司在研发及品控端口带来更多优势，研发端新品量产/试点速度有望加快，加速新品落地速度；品控方面自有加工厂可通过机械配置维护、精细化管理等形式保证产品质量。
- 2) **自建中央仓库+冷链配送企业收购，增加业务覆盖半径进一步实现成本优化：**截至 25 年 6 月末公司布局数字化中央仓库 19 个，此外锅圈的母公司锅圈实业于 24 年 7 月全资收购华鼎冷链，供应链端仓储配送体系渐趋完善，有望长期为锅圈供应链体系提供两方面支撑：一是产品配送覆盖范围大幅提升，西部地区如新疆/西藏等区域也逐步纳入业务范围，加盟商门店扩店限制大幅减少；二是配送效率大幅增加，多数门店下单产品可做到次日达，财务报表中存货周转天数是此项的直接反映，23 年末存货周转天数为 67.98 天，25H1 末降至 41.15 天。此外，供应链优化带来的存货周转率提升将使仓储空间利用率大幅提升，单中央仓库可支撑门店数量也将大幅增加。

表 4 锅圈-当前自有加工厂矩阵一览

公司原材料加工厂	投资/项目收购时间	获取方式	核心生产产品
和一肉业	2021年8月	收购	牛肉类
丸来丸去	2021年8月	收购	肉丸类
澄明食品	2022年11月	收购	火锅底料
苗苗酸汤	2024年1月	投资	酸汤底料
锅圈欢欢	2024年9月	投资	水产类
逮虾记	2024年12月	收购	虾滑类
广元澄明	2024年12月	投资	菌汤
海南锅圈国际食品	2025年7月	投资	基于全球优质食材加工产品

资料来源：锅圈公司公告，爱企查，华西证券研究所

### 3.3. 加盟模式：标准店/乡镇店战略打法逐步成型，农贸店/锅圈小炒门店成长潜力充足

锅圈持续探索区域生态扎根方式，围绕“在家吃饭解决方案”持续进行门店更新迭代，当前旗下共有四种店型：标准店、黑珍珠店、农贸店、乡镇店。聚焦各类门店差异，**标准店**为各线城市常规门店，主要选取条件为周边人口聚集/居住情况，门店布点方式通常为社区内布点，目标客户为社区家庭；**农贸店**布局农贸市场内部/周边，通过农贸市场内小摊位即可布点，布局门店主打子品牌“肴肴领鲜”，通过速烹菜（即已完成切菜/净菜/调味的食材、配菜、酱料包组合）、炸货、早餐组合供应展开；**黑珍珠店**：锅圈向中高端市场的突破尝试，定位轻奢，店内火锅/烧烤/西餐/海鲜食材均备，目标人均客单价 300 元以上；**乡镇店**：布局乡镇市场，B 端、C 端双端铺货。

表 5 锅圈-各类门店模式差异一览

门店类型	门店面积	初期投入	门店特点
标准店	60-80 平米	20-30 万元	各线城市常规门店，社区内布点为主
农贸店	10-20 平米	5 万元	通常布局农贸市场周边，超小型店面
乡镇店	通常 30-70 平米	视面积而定	B 端、C 端双端铺货

资料来源：锅圈公司公告，南方都市报，亿邦动力，华西证券研究所（注：黑珍珠店暂无相关门店数据参考，此处未总结）

### 3.3.1. 标准店：下放门店管理权限、给予门店自主权，极大增强门店经营灵活性与店面管理主观能动性

**标准店：“产品高性价比+低保本点”卡位社区业态。**标准店是锅圈“社区央厨”定义的起点，其核心定位是通过基础运营结构优化，塑造解决“生鲜超市”与“餐馆”业态痛点、实现架构超越的性价比优解；**与生鲜超市相比**，锅圈在细分赛道、成本结构上存在不同，较生鲜超市业态毛利空间或更为充足；**细分赛道定位上**，锅圈产品以加工后食材为主，不售卖初级农产品，本身所竞争的细分赛道有所不同，盈利模式有所不同，加工后食材本质为非标差异化产品，存在定价空间；**成本结构上**，受益于自建工厂及冷链运输，产品上中游生产加工流程短，加工食材获取成本低，意味着加盟商/终端销售层面灵活性高。**与餐馆相比**，锅圈终端加盟门店结构更为精炼，门店经营保本点极低，对加盟商吸引力高；低保本点主要受益于三大因素：1) 终端门店通常设于社区内非临街店，租金相对更低；2) 部分是夫妻老婆店，无厨师/服务员，人效极高；3) 无堂食业态，坪效相对较高。综上，标准店具备“产品端低进货成本+门店端低保本点”，产品价格存在竞争优势、本身门店抗风险能力较强，实际营收表现取决于对应门店在社区业态的扎根情况。

**聚焦标准店实际经营情况，除前文所提及的强供应链支撑外，其旺盛经营生态主要是两方面发力结果，即下放门店管理权限与给予门店自主调整权限：**

**门店管理：精细化管理模式，因地制宜打开市场。**锅圈虽已实现后端强供应链与前端门店布局标准化，但各城市实际经营环境不同，门店前端经营方面需根据市场实际情况调整打法，也因此造就锅圈历经革新后的独特经营生态，即以“单兵、加盟商、店长”为三级组织的管理体系，具体来看：

**单兵：**区域加盟门店管理者，为加盟商经营提供战略指导及方法建议，通常覆盖20-40家加盟门店；

**店长：**门店经营核心，负责把握市场消费趋势调整经营战略。

公司通过定期培训及案例示范赋能“单兵”经营战略，再由“单兵”根据地区战略赋能其所覆盖加盟门店，辅助店长/加盟商进行门店运营；店长培养及管理方面，锅圈建立“五星店长培养体系”，即店长培养的五级成长赛道，通过学、测、练、考、评全流程化数据留存建立店长成长及进阶体系，打造人才生产线；星级划分中，四星店长可管理多家门店、五星店长则从门店管理人跃升为事业合伙人，获得股权分配。此模式相较于传统零售业“总部决策、门店执行”的层级模式而言，极大赋予门店端自主管理及营销权限，强调门店管理者发挥主观能动性。

以锅圈10月所列示的“单兵”销售冠军为例，各“单兵”通过不同侧重点打法推动业绩增长/私域流量扩张，包括产品陈列优化、营销表述优化、场景化引导、线上宣传等，通过多种方式增加客户到店后体验及消费/会员办理/会员储蓄需求，极大程度利用好线下门店服务优势。

表 6 锅圈-10 月“单兵”冠军主要表现

主要冠军荣誉	核心业绩	负责区域	主要战略
业绩增长冠军	店月均配货额环比 8 月+121.6%	湖南，管辖 30 家门店	抓住销售及二次转化机会，协助门店捕捉增收关键
调味料销售冠军	调味料店均销售额 23389 元	河南，管辖 24 家门店	产品陈列到客户沟通，团队协作到目标攻坚，精细化运营撬动销量
客单价提升冠军	店月均客单价环比+28%	安徽，管辖 23 家门店	连带销售+套餐组合让利，提升用户客单价
国民火锅套餐销售冠军	店月均火锅套餐销售 31677 元	湖北，管辖 23 家门店	套餐陈列布置优化+导购表述打磨，将火锅套餐打造为门店增收关键
私域拉新冠军	店均私域拉新 132 人	河南，管辖 64 家门店	拉新表述培训+场景化引导，强化拉新能力
会员充值冠军	店月均会员充值额环比+337%	江西，管辖 36 家门店	表述培训到跟进落地、数据追踪到策略优化，将会员充值推广转化为可复制运营方法
抖音运营冠军	店月均抖音发片数 44.4 条	河南，管辖 44 家门店	将抖音运营由被动任务转化为主动习惯，为门店带来曝光及客流

资料来源：锅圈学堂，华西证券研究所

**门店自主权限调整：自主门店陈列+优惠再加码强化引流效果。**公司给予门店端自主产品陈列权限及一定程度定价权，加盟商可根据实际战略需求进行调改，部分加盟商根据市场需求进行针对性调改/优惠政策推动，直接带动门店端营业额大幅提升；以锅圈山东区域开设 14 家门店的优秀加盟商刘总为例，其门店空间布局优化包括货柜展示优化、门店冰柜摆放优化、核心产品展示优化等，针对锅圈关键高单价产品肉卷及套餐，肉卷方面，一般锅圈冰柜中各类产品堆叠摆放，其在此基础上腾出新冰柜专门增加肉卷陈列位，并学习餐饮店模式打造“明厨明档”场景，在刨肉机上现场刨出肉卷后售卖，为消费者现场呈现新鲜肉类原料，解决合成肉/长期冷冻肉相关担忧，推动肉卷销量翻番；套餐方面专设套餐陈列柜及抖音套餐核销专属区域，方便线上引流顾客到店快速越换/实施决策，提升体验及复购意愿。此外，他在公司会员权益基础上额外进行加码打造专项福利，包括周二会员日全场 95 折/锅具 88 折、产品会员专享价、购物时露营工具包赠送/一次性餐具使用/每单送小料/购置产品免费加工等购置产品优惠、锅具及露营装备租赁、储值赠品、与其余周边门店联动（凭购物小票去异业联盟门店消费享优惠）等，多项优惠活动组合拳带动客流增长。为匹配露营经济风口，除前文提及的露营装备租赁外，其在门店内还专设露营专区售卖露营工具，由于露营往往与烧烤餐食挂钩，露营装备与烧烤食材形成联动场景，带动烧烤食材销量提升。

图 19 锅圈-区域加盟商自设会员储值权益



资料来源：锅圈学堂，华西证券研究所整理

图 20 锅圈-区域加盟商自设露营产品专区



资料来源：锅圈学堂，华西证券研究所整理

### 3.3.2. 乡镇店：强乡镇优先+高频消费加工产品聚焦+新店爆款打造+核心客群锚定，多措并举解决乡镇市场落点难题

**乡镇店：**乡镇店以乡镇/村庄为主要布局点，单个门店覆盖乡镇及周边若干村庄。由于触达客户群体不同、各类市场特性不同、分布点位不同，乡镇店与标准店看似门店模式类似，但在店面经营、店面管理上经营模式完全相异。**聚焦与乡镇市场客户群体特征及主要特性相关，锅圈打开下沉市场可能面临的主要问题：**

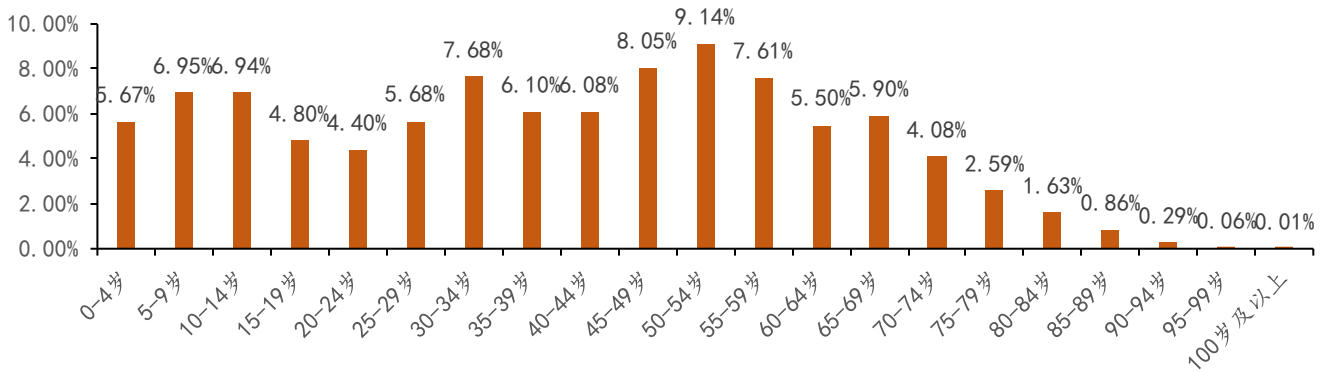
**一是年龄结构问题，**乡镇市场日常消费主力以中老年群体为主，消费能力较强的年轻群体多在城中务工；根据 2020 年第七次人口普查数据，按居住地划分，乡镇居住人口中，19 岁以下人口占比 24.35%，20-39 岁人口占比 23.85%，人口 40-59 岁人口占比 30.88%，60 岁以上人口占比 20.92%，40 岁以上中老年群体占比超 50%、20-39 岁年轻工作群体占比不足四分之一。

**二是消费者属性问题，**需求端乡镇消费群体时间相对充足、重视性价比、偏好购置食材在家自制菜品，熟悉当地农贸市场价格、分布及售卖情况以及生鲜食材质量情况，因而于乡镇供给端消费者视角生鲜食材价格透明度高，且此部分消费者对质量与性价比要求高，此外，乡镇农贸市场供给端多为周边农户自家种植蔬菜/养殖肉类产品供应，无批发商及冷链物流成本情况下价格必然处相对低位；在此基础上，火锅食材这类加工食材本身成本项包含加工成本，在乡镇市场生鲜食材成本极致压缩情况下极难与同类生鲜食材进行同重量价格对比（如：火锅牛肉卷与农贸市场肉摊售卖的牛上脑/牛眼肉/外脊肉/腹肉价格对比），仅可通过质量取胜，然价格绝对优势下质量优势较难凸显。

**三是人口密度分布问题，**乡镇级行政区与城市相比人口分布面较广、人口密集度较低，根据国家统计局数据，国内城市平均人口密度为 2894.62 人/平方公里，而乡镇单位人口密度往往低于千人，仅部分人口密集且经济发达地区（如江苏、广东）下辖镇可超越城市平均人口密度；以锅圈发展起步点河南省内镇级行政区为例，2025 年千强镇中河南有 43 个城镇在榜，其中位居中位的水冶镇（全国排名 552 名）面积 97 平方公里、常住人口 24 万人，即人口密度 2474.23 人/平方公里，低于城市平均人口密度水平。

**四是品牌难以触达问题**，由于下沉市场中老年群体占比高、人口分布较为零散特性，线上本地生活平台宣发（如美团）和小规模线下宣发均难以将品牌快速打入乡镇市场，若消费者触达不到位，门店线下经营必定面临长期获客困境；此外，无品牌效应带来溢价/消费者忠诚度加持情况下，许多餐饮零售品牌常面临新店大规模活动叫好不叫座现象，主要原因在于去除品牌滤镜后产品性价比/购物体验需接受消费者直接检验，产品及体验不及格情况下宣传反而起到负面效果。

图 21 乡镇居住人口中各年龄段人口占比情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所整理

针对上述问题，通过多方面数据分析，我们粗略总结锅圈在乡镇店布局方面的战略打法：

**1) 强乡镇优先+一镇一店，保证店铺获客能力**：2025年中国经济时报发布的“全国千强镇研究成果”中，江苏、浙江、广东、山东分别占据249席/197席/134席/102席，其中江苏、浙江、山东均为锅圈门店整体布局重心；划定范围调研来看，前二十强镇中锅圈门店覆盖率达75%，门店布局针对性强；其中湖塘镇、花桥镇、张浦镇、柳市镇、杨舍镇周边有多家锅圈布局，主要原因是镇级行政单位分布较为集中所致，如柳市市周边北白象镇、象阳镇布局；除此之外，前二十强中锅圈所覆盖镇均为一镇一店，且店面多分布于城镇较中心位置，对周边区域辐射力度强。

**2) 跳出竞价困局，聚焦高频刚需产品**：根据锅圈学堂，锅圈乡镇门店近期发布系列适配华北乡镇消费需求的高热度新品，包括烤肠、丸子、奥尔良风味烤鸡、小酥肉、酥炸带鱼、饺子馄饨等，均是加工程度较高的即烹/即食类产品。此类产品广受消费者欢迎，契合在家吃饭餐食食品协助消费者减少菜品制备时间、获得高性价比体验的需求，适用场景较为广泛，与火锅/烧烤食材相比单价较低适合高频消费，且作为加工食品一般与同类食品进行比价，跳出生鲜食材竞价困局。

**3) 拓展销售渠道，不局限于零售销售网络**。锅圈乡镇店通过B端、C端双端客户对接打开市场，除面向C端客户的直接门店销售/配送服务外，也依托价格优势/距离优势/质量优势直接向周边小型业态如饭店/学校供货，获得稳定收入来源。

**4) 新店开业爆款打造**：锅圈建立单兵、培训、招商协同体系，鼓励各地加盟商/区域管理人员因地制宜探寻门店经营战略、打造爆款单店，并通过爆款单店的标杆效果吸引其他加盟门店学习，提升加盟门店整体竞争力。基于公司董事长杨明超先生在下沉市场渗透方面提出“上山下乡、走街串巷、田间地头”12字方针，新店爆款门店打造围绕“线上线下双渠道深入拉新”展开。以锅圈学堂所列的爆款新店河北

白沟镇锅圈门店来看，河北白沟镇锅圈新店开业 7 天营业额达 45 万元，核心经营逻辑在于“深入拉新+消费场景关联”；

深入拉新层面来看，其试营业 30 天内通过七大渠道深入拉新，一是会员赠品活动体系，包括注册会员送鸡蛋、转发开业信息到超 200 人本地生活社群送赠品、开业后会员任意消费+1 元鸳鸯锅/烧烤炉/牛排煎锅会员任选其一赠送、针对会员推出 1 元羊肉串及小龙虾/雪糕特价活动等；二是扫楼/扫街/聚客点拉新/快递包裹拉新，聘请发单兼职团队在试营业期间对周边三公里门店展开四轮扫楼宣传+社区品鉴、周边街道扫街多渠道拉新、周边核心聚客点（如菜市场/小广场）拉新、快递包裹张贴会员拉新物料；三是线上渠道并轨宣发，本地网络达人探店拍摄+加盟店自身抖音直播+线上下单后订单内放置卡片（印有拉新码及福利活动）拉新等，线上线下多渠道拉新活动齐发力，使该加盟店试营业期间获得 2000 个会员，新店开业 7 天营业额达 45 万元。

消费场景关联来看，该加盟店“任意消费+1 元”赠送鸳鸯锅/烧烤炉/牛排煎锅本质是通过厨具赠送关联消费场景，上述三类厨具自带锅圈品牌 LOGO 且与火锅食材/烧烤食材/牛排深度绑定，普惠顾客同时通过厨具赠送唤醒消费者对锅圈品牌的记忆、带动消费者购置相关食材体验锅圈产品，对门店经营的长期利好作用明显。锅圈学堂所列举的另一爆款乡镇店同样沿用此“1 元领锅”宣传逻辑，但增加全场消费 49 元前提条件。

5) 针对性打法锚定核心客群。小镇务工青年、留守家庭、儿童家庭、乡镇返乡青年是锅圈在乡镇市场所锚定的四大消费群体；此部分群体工作繁忙、习惯快节奏生活、有稳定收入支持，因而存在在家吃饭餐食产品潜在消费意愿，对应消费群体在乡镇居住人口中占比或超 50%，满足锅圈市场布局需求。

图 22 锅圈-扫街宣传推动品牌深入本地



资料来源：锅圈学堂，华西证券研究所整理

图 23 锅圈-任意消费加 1 元领锅活动火爆



资料来源：锅圈学堂，华西证券研究所整理

### 3.3.3. 农贸店：“速烹菜”赛道定位，解决“在家吃饭”做菜难题

公司农贸店以“肴肴领鲜”子品牌形式展开，产品售卖方面与标准店基础逻辑一致，通过加工食材售卖开拓赛道，不同之处在于主要售卖的加工食材由火锅食材变为速烹菜。门店落点来看，相较于标准店在社区网络内不固定的选点布局，农贸店选取农贸市场这一社区内在家做饭人群购物聚集点为切入点进行布局，对目标消费群体匹配更为精准，且较标准店更低的初期投资成本、更小的店面意味着低投资回收期易

达成、保本点更低；我们认为，预处理食材、整合并在超市进行售卖的速烹菜业态早已存在，然近年并未诞生规模、多超市批发的大型品牌，主要受两大因素影响：

**1) 综合定价/加价幅度：**速烹菜所用原材料消费者清晰可见，其定价易被消费者拆解为“原材料价格+加工价格”，因而其毛利空间对应消费者在菜市场/生鲜超市原材料售卖价格基础上，对洗、切、腌等食材处理流程的定价，而超市速烹菜经多层零售商/批发商加价后终端价格往往远高于其所用原材料的市面售卖价格，自然难以成为消费者选择。

**2) 质量/新鲜程度：**在家做饭消费者往往对食材质量/食材新鲜度有极高要求，制作超市速烹菜的企业高品质原材料获取/冷链运输/仓储能力不一，导致最终产品质量/新鲜程度呈现不一，难以契合消费者需求。

**供应链支撑下两大痛点得到解决，模式正式跑通后有望实现大规模复制。**20 年锅圈联合创始人孟先进先生曾提及锅圈产品比批发市场便宜 10%、比火锅店便宜 70%；21-25 年锅圈收购工厂/自建中央仓库、收购冷链物流公司、压缩集中采购成本，缩短生产端到终端零售产品链条，供货成本实现进一步压缩，普通产品价格应较批发市场价格有更大优势，速烹菜方面相关成本优势或将延续；此情况下看看领鲜速烹菜价格更具竞争力，食材加工定价更为消费者所接受，通过农贸市场渠道开设门店具备合理性。

### 3.3.4. 锅圈小炒：智能炒菜机助力新业态展开，有望为公司打造新业绩增长曲线

**新业态探索-锅圈小炒：**锅圈新业态“锅圈小炒”项目全国首店将于 26 年 1 月 6 日在郑州开业，通过炒菜机器人制作菜品；聚焦“锅圈小炒”门店经营逻辑，“在家吃饭解决方案”仍为发展重心，强供应链、高人效、定向产品架构、高效出餐效率构成门店的四大核心要素，具体来看：

**强供应链：**多家自有食材加工工厂、19 座数字化中央仓库、叠加华鼎冷链的全国冷链体系协同，共同构建产品高效配送/高产品质量/高库存周转率网络，为锅圈小炒产品在食材新鲜度、产品价格方面提供直接支持；

**高人效：**应用智能炒菜机实现菜品制作标准化，有效优化门店人力成本，直接带动人效提升并实现标准化；

**定向菜品架构：**锅圈所供小炒菜品，是基于餐饮/零售/B 端/C 端多渠道调研所选出的，适配智能炒菜机应用、覆盖八大菜系及地域菜系的百余款高认知/高复购/高单率产品；

**高效出餐效率：**菜品在线预售，消费者线上下单/线下取菜，单个炒菜机最快 2-3 分钟完成备菜，高出餐效率使其可在中餐/晚餐消费高峰同时满足多客户需求。

图 24 锅圈四类型店面图



资料来源：锅圈公众号，华西证券研究所整理

图 25 锅圈小炒门店示意图



资料来源：松果财经，华西证券研究所整理

## 4. 投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们根据公司过往年报中的收入划分方式，通过销售予加盟商、其他销售渠道、综合指导服务三部分收入预测未来收入表现。

**销售予加盟商：**公司收入主导，从 25H1 经营表现来看，受益于全时段经营门店普及率提升、抖音平台曝光量提升（25H1 抖音曝光量 32 亿次）及抖音套餐产品券引流、预付卡计划对消费的侧面推动效果及销售产品 SKU 增加，25H1 此部分收入同比增长达 10.98%；三季度自愿披露公告来看，25Q3 门店铺设速度有所增加，门店速增长推动下全年销售予加盟商收入有望维持双位数水平；26-27 年来看，在门店增速提升、全时段零售门店普及率持续增长预期、其他产品（如毛肚套餐、小龙虾套餐等）收入贡献力度持续增加三重逻辑催化下，预计销售予加盟商收入持续增长。综上，预计 25-27 销售予加盟商收入 59.90/69.48/82.52 亿元，同比+10.01%/+15.99%/+18.77%，对应 25-27 年年末加盟门店数量为 11077/12569/14561 家。

**其他销售渠道：**主要是销售给食品批发商/超市/餐厅及其他企业以及直销给终端消费者所得收入，公司招股书来看，此部分收入主要贡献点为原材料采购并销售给公司食品上游加工厂商所得收入，25H1 其他销售渠道收入同比增速超 100%；此渠道对公司毛利率增长有持续带动效果，随公司集中采购能力提升，此渠道收入必然逐年提升，但期间收入增速或将因基数增加、自产产品比例提升而有所缩减。综上，预计 25-27 年其他销售渠道收入 14.74/19.17/23.00 亿元，同比+70%/+30%/+20%。

**综合指导服务：**综合指导服务应为公司对加盟商收取的运营指导及物流费用，随门店数量增加此部分收入将有所增长，预计 25-27 年收入 1.82/2.18/2.68 亿元，同比+15.41%/+20.01%/+22.72%。

综上，预计公司 25-27 年收入 76.46/90.83/108.20 亿元，同比 +18.18%/+18.79%/+19.13%。

表 7 锅圈各项业务收入预测 (单位: 百万元)

收入拆分	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
销售予加盟商	6476.69	5365.57	5445.01	5989.88	6947.74	8251.89
yoy	73.74%	-17.16%	1.48%	10.01%	15.99%	18.77%
占收入比例	90.29%	88.05%	84.16%	78.34%	76.50%	76.27%
其他销售渠道	582.09	574.95	867.24	1474.31	1916.60	2299.92
yoy	282.08%	-1.23%	50.84%	70.00%	30.00%	20.00%
占收入比例	8.11%	9.43%	13.40%	19.28%	21.10%	21.26%
综合指导服务	114.68	153.59	157.56	181.84	218.22	267.80
yoy	47.79%	33.92%	2.59%	15.41%	20.01%	22.72%
占收入比例	1.60%	2.52%	2.44%	2.38%	2.40%	2.48%
总收入	7173.46	6094.10	6469.81	7646.03	9082.56	10819.61
yoy	81.25%	-15.05%	6.17%	18.18%	18.79%	19.13%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

可比公司估值分析: 锅圈在家吃饭业态模式定位较为特殊, 考虑上游供应链模式、产品销售模式、业务体系侧重点及终端门店布局架构, 我们取周黑鸭、紫燕食品、味知香作为可比公司进行估值分析, 股价取 12 月 19 日收盘价, EPS/PE 取 WIND 一致预期。我们预测 25-27 年锅圈 EPS 为 0.16 元/0.19 元/0.24 元, 基于 12 月 19 日收盘价 3.34 港元, 对应 25-27 年 PE 为 19X/16X/13X, 低于可比公司一致预期均值。综上, 锅圈当前估值水平低于可比公司均值, 高成长性赋能下估值具备强上行空间。

表 8 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0999.HK	锅圈	3.34	0.08	0.16	0.19	0.24	21	19	16	13
1458.HK	周黑鸭	1.71	0.04	0.09	0.1	0.13	37	18	15	12
603057.SH	紫燕食品	19.14	0.84	0.54	0.67	0.79	24	35	29	24
605089.SH	味知香	26.45	0.63	0.61	0.77	0.89	39	43	34	30
	平均值		0.50	0.41	0.51	0.60	33	32	26	22

资料来源: 华西证券研究所测算 (取 2025 年 12 月 19 日收盘价, 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 锅圈/周黑鸭收盘价单位为港元, EPS 单位为均为人民币, 港币兑人民币汇率为 1:0.9068)

## 4.2. 投资建议

公司为国内“在家吃饭”赛道食品龙头企业，门店端门店数已过万家、经历短期整合后 25 年重新步入扩张阶段，26-27 年有望加速扩张；分店型来看标准店新管理模式赋能下经营表现有望持续向好、乡镇店市场加密空间充足、肴肴领鲜持续探索农贸市场布局路径、锅圈小炒新业态蓄势待发；供给端供应链网络快速铺开、收购第三方冷链助力全国门店配送能力强化、集中采购+自有工厂赋能持续实现成本强把控及终端产品价格优势；财务端加盟为主轻资产模式下财务结构优异、账面现金盈余多、库存周转速度快。综上，预计公司 25-27 年营业收入 76.46/90.83/108.20 亿元，同比 +18.18%/+18.79%/+19.13%；对应归母净利润 4.37/5.33/6.64 亿元，同比 +89.65%/+21.84%/+24.68%；对应 EPS 为 0.16 元/0.19 元/0.24 元，基于 12 月 19 日收盘价 3.34 港元，对应 25-27 年 PE 为 19X/16X/13X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1) **行业竞争风险**：锅圈火锅食材供应业务核心竞争对手为各类生鲜超市，诸如盒马、小象、叮咚等生鲜超市巨头知名度较高、竞争力较强，可能因竞争因素导致收入增长放缓。
- 2) **新店型落地不及预期风险**：锅圈小炒、肴肴领鲜等店型深挖新型业态，当前仍处打磨阶段，若此类店型试营业表现不及预期，可能对公司门店整体扩张计划造成影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6469.81	7646.03	9082.56	10819.61	净利润	230.56	437.26	532.74	664.19
YoY (%)	6.07%	18.18%	18.79%	19.13%	折旧和摊销	85.94	26.94	32.84	41.20
营业成本	5053.06	5967.66	7001.26	8301.39	营运资金变动	166.98	-44.87	-9.10	-4.58
营业税金及附加					经营活动现金流	530.91	319.79	539.06	707.85
销售费用	664.19	697.32	812.89	953.21	资本开支	-123.94	-90.00	-200.00	-200.00
管理费用	454.28	486.29	564.03	660.00	投资	-39.49	3.13	2.87	2.65
财务费用	4.42	3.30	3.30	3.30	投资活动现金流	-119.76	61.90	-151.72	-170.30
资产减值损失					股权募资	-73.31	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-38.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	297.04	480.23	688.94	887.70	筹资活动现金流	-264.79	-3.30	-3.30	-3.30
营业外收支					现金净流量	152.50	377.03	382.67	532.88
利润总额	319.55	600.04	731.06	911.45	<b>主要财务指标</b>				
所得税	78.31	142.51	173.63	216.47	<b>成长能力</b>				
净利润	241.24	457.53	557.43	694.98	营业收入增长率	6.17%	18.18%	18.79%	19.13%
归属于母公司净利润	230.56	437.26	532.74	664.19	净利润增长率	-3.79%	89.65%	21.84%	24.68%
YoY (%)	-3.79%	89.65%	21.84%	24.68%	<b>盈利能力</b>				
每股收益(元)	0.08	0.16	0.19	0.24	毛利率	21.90%	21.95%	22.92%	23.27%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利润率	3.56%	5.72%	5.87%	6.14%
货币资金	1325.77	1702.80	2085.47	2618.35	总资产收益率 ROA	4.85%	7.89%	8.32%	8.88%
预付款项					净资产收益率 ROE	7.33%	12.21%	12.96%	13.91%
存货	691.83	779.82	877.69	1000.09	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	88.84	114.69	143.50	178.52	流动比率	2.33	2.32	2.32	2.33
流动资产合计	3268.45	4011.92	4709.62	5626.11	速动比率	1.77	1.81	1.82	1.84
长期股权投资	301.63	298.50	295.63	292.98	现金比率	0.94	0.99	1.03	1.09
固定资产	493.77	556.83	723.99	882.79	资产负债率	31.29%	32.89%	33.24%	33.54%
无形资产	226.01	226.01	226.01	226.01	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1483.03	1532.33	1696.62	1852.78	总资产周转率	1.38	1.49	1.52	1.56
资产合计	4751.48	5544.25	6406.24	7478.88	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	63.51	63.51	63.51	63.51	每股收益	0.08	0.16	0.19	0.24
应付账款及票据	647.06	767.84	905.69	1081.49	每股净资产	1.14	1.30	1.50	1.74
其他流动负债	637.88	787.54	935.50	1114.42	每股经营现金流	0.19	0.12	0.20	0.26
流动负债合计	1404.36	1725.93	2031.86	2410.89	每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
长期借款	4.00	4.00	4.00	4.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	78.30	93.34	93.34	93.34	PE	20.92	19.03	15.62	12.53
非流动负债合计	82.30	97.34	97.34	97.34	PB	1.54	2.32	2.02	1.74
负债合计	1486.66	1823.27	2129.20	2508.23					
股本	2747.36	2747.36	2747.36	2747.36					
少数股东权益	120.45	140.72	165.41	196.20					
股东权益合计	3264.82	3720.98	4277.04	4970.66					
负债和股东权益合计	4751.48	5544.25	6406.24	7478.88					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。