

# 万店再起航，下沉市场消费 新基础设施

## 核心观点

锅圈是国内一站式解决家庭“一日三餐”、打造“社区中央厨房”的独特公司，25年重启万店成长且开店超预期。我们认为公司通过拓宽品类+延伸场景+爆款套餐+会员运营+社区活动五大抓手推动单店表现超预期，从而支撑未来开店有望加速，具体表现为26年城区大店调改+乡镇大店开店提速，规模效应释放下带动盈利提升。公司供应链优势构筑壁垒，冷链能力突出，以性价比优势拥抱乡镇市场，以硬折扣形式将商超的速冻产品推向社区和下沉市场，成为乡镇消费新基础设施。我们认为公司定位符合消费趋势方向，乡镇店蓝海空间广阔，当前处于新一轮成长起步期，同时公司费用率相较类似连锁业态仍有优化空间，未来盈利提升空间充足。

## 标题

**锅圈哪里超预期：26年单店超预期驱动开店超预期。**

我们认为公司通过“拓宽品类+延伸场景+爆款套餐+会员运营+社区活动”五大抓手，有望推动单店表现持续超预期，从而支撑未来开店逐年加速，具体表现为26年城区大店调改+乡镇大店开店提速，规模效应释放下带动盈利提升。此外公司试水新业态锅圈小炒，提供额外增量期权。

**锅圈的优势：爆款带热新品矩阵，供应链支撑价格优势。**

公司产品定位好吃、方便、不贵，较餐饮、传统KA具备性价比优势，通过自建工厂和与知名上游供应商合作的形式，大股东赋能下，构建高效的食材加工及仓储物流体系。24年6月开启爆款套餐策略，“99元毛肚自由火锅4-6人餐”爆品受到市场良好反馈，公司依托社交平台直播进行全方位宣传，掀起毛肚自由热潮，有效拉动单店增长。25年公司继续以套餐为抓手，丰富淡季品类，拓宽消费场景，新品矩阵持续扩容。

**锅圈的变化：拓品类+拓场景，打造社区中央厨房。**

公司口号转变，市场定位调整，从“火锅烧烤”丰富到“社区全能厨房”。2023年锅圈口号从“在家火锅烧烤，就找锅圈”升级为“在家吃饭，就找锅圈”，产品品类从火锅、烧烤延伸至西餐、一人食等八大品类，全方位满足家庭用餐需求。公司25年发力乡镇店新店型，以更大型的餐饮冻品批发超市的形式，一站式解决乡镇冻品食材需求。26年开启社区大店改造，通过早餐面点、烘焙、牛排等业态扩容，以1元包子、豆浆、9.9元5包金鱼小馄饨等引流小吃、高频品类为抓手，推动门店由低频食材零售向高频生活服务转型，将持续开“大”店作为2026年的核心战略

## 锅圈 (2517.HK)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

发布日期：2026年01月14日

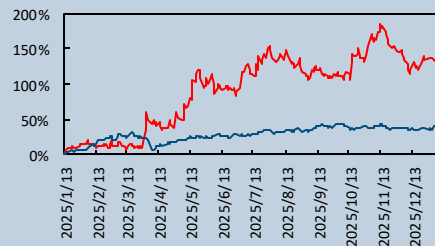
当前股价：3.62 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	4.93/3.12	17.15/19.38	108.05/71.99
12 月最高/最低价 (港元)			4.29/1.67
总股本 (万股)			274,736.04
流通 H 股 (万股)			274,736.04
总市值 (亿港元)			99.45
流通市值 (亿港元)			95.22
近 3 月日均成交量 (万)			1834.18
主要股东			
锅圈实业(上海)有限公司			32.08%

## 股价表现



单击此处输入关键字。

— 恒生指数

方向。26年1月公司开始试水锅圈小炒门店，定位“又便宜又好”，以智能炒菜机为核心载体，对公司“社区央厨”战略又一次实践。

### 锅圈的空间：3万个乡镇支撑再开万店。

2024年末改造后的新乡镇门店净增287家，乡镇总店数近2000家，覆盖全国1700多个乡镇，在总店数中占比仅不足20%，仍有广阔空间。当前全国共有3万多个乡镇，近4万家农贸市场，公司以一镇一店的形式，仅乡镇市场就足够支撑再开万店的空间，叠加城区门店大店调改和小炒门店试水，成长空间广阔。

**盈利预测：**我们预计2025-2027年公司实现收入77.56/91.37/106.48亿元，实现归母净利润4.50/5.85/7.45亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,094	6,470	7,756	9,137	10,648
YOY(%)	-15.05	6.17	19.88	17.81	16.53
净利润(百万元)	240	231	450	585	745
YOY(%)	4.23	-3.79	95.14	30.03	27.40
EPS(摊薄/元)	0.09	0.08	0.16	0.21	0.27
P/E(倍)	40	41	21	16	13

资料来源：公司公告，中信建投

**风险分析：**1、**供应链与成本波动风险：**若冷链仓储、物流网络跟不上门店扩张速度，可能导致区域断供、配送成本上升或产品品质不稳定。核心食材价格受大宗商品市场、气候等因素影响较大。若采购成本上升而终端提价能力有限，将直接压缩毛利率。2、**市场竞争加剧风险：**在家吃饭餐食产品尤其是预制菜、火锅食材赛道参与者持续增多，涵盖综合商超、垂直连锁、食品加工企业及新兴品牌，同质化竞争激烈。3、**食品安全风险：**食品安全问题始终是消费者的关注热点，企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。

## 目录

一、公司概况：走向乡镇市场“好吃不贵” .....	1
1.1 在家吃饭领先品牌，深耕火锅烧烤两大品类起家.....	1
1.2 盈利能力提升空间足，加盟网络覆盖广泛.....	2
1.3 股权结构集中，多轮融资提供资本支持.....	4
二、行业分析：国内最大的在家吃饭场景品牌商 .....	8
2.1 中国餐饮市场：在家吃饭需求增加，市场规模持续扩大.....	8
2.2 竞争格局：竞争格局相对分散，多类别市场竞逐态势显著.....	11
三、公司剖析：从火锅烧烤到社区中央厨房 .....	14
3.1 锅圈的优势有哪些：爆款带热新品矩阵，供应链支撑价格优势.....	14
3.1.1 爆品策略反响良好，新品矩阵持续扩容 .....	14
3.1.2 定位好吃、方便、不贵，建立起高效供应链体系.....	20
3.2 锅圈发生了什么变化：拓品类+拓场景，打造社区中央厨房.....	23
3.3 锅圈的空间有多大：3 万个乡镇支撑再开万店 .....	26
四、盈利预测：开店提速，利润率提升 .....	30
风险分析.....	32
报表预测.....	33

## 一、公司概况：走向乡镇市场“好吃不贵”

### 1.1 在家吃饭领先品牌，深耕火锅烧烤两大品类起家

锅圈食汇以场景创新、全渠道布局和“好吃不贵”的产品定位，成为在家吃饭领域的领先品牌。锅圈食汇成立于 2017 年，通过精准切入火锅、烧烤两大主要居家用餐场景，打破了传统居家饮食的局限，重新定义了“在家吃饭”的消费场景，现已发展成为覆盖八大品类、拥有超 700 个 SKU 的社区餐饮零售平台。公司以自有品牌开发为核心，打造向加盟商销售产品而非收取加盟费的轻资产运营模式。作为中国社区餐饮数字零售化知名企业，公司构建了线上线下深度融合的全渠道网络，线下依托广泛布局的社区门店形成密集服务触点，线上通过锅圈 APP、微信小程序及美团、饿了么等第三方外卖平台即时配送，实现了广泛的消费者触达。“在家吃饭，就找锅圈”，公司致力于为消费者提供“好吃不贵”的餐食产品，通过高效整合的供应链体系和规模效应，确保产品品质的同时实现价格优势。截至 2025 年 9 月末，全国门店数达 10761 家，覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，成为在家吃饭的领先品牌。

图表1：公司八类产品矩阵



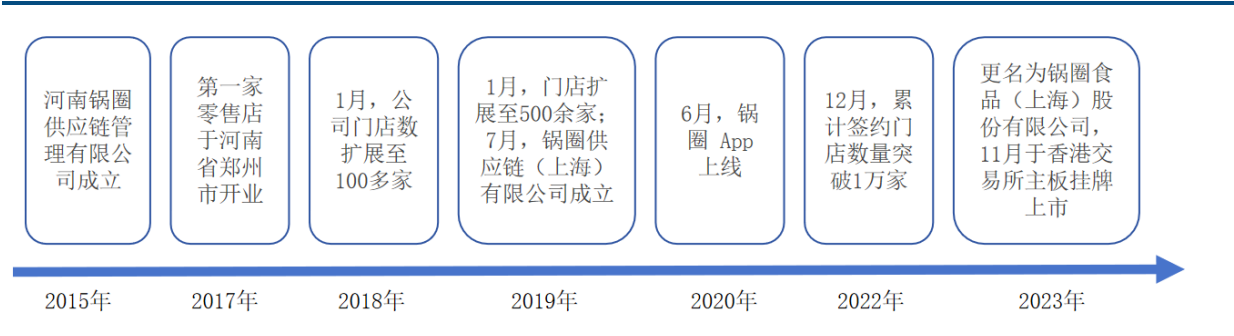
资料来源：公司官网，锅圈商城小程序，中信建投

图表2：锅圈商城微信小程序



资料来源：锅圈商城小程序，中信建投

以火锅、烧烤为核心品类，逐步扩充产品矩阵。锅圈食汇在成立之初主要聚焦火锅食材品类，后增加烧烤品类，现在已建立覆盖火锅产品、烧烤产品、饮品、一人食、即烹餐包、生鲜、西餐及零食八大类别的综合产品矩阵，满足不同地区、不同季节、不同年龄消费者的喜好需求。产品类别上，公司推出 9.9 元精酿啤酒、地域特色预制菜（如川味钵钵鸡）、儿童牛排等特色产品，以精准场景化定位深挖细分需求。例如，儿童牛排系列主打“0添加”“果蔬汁静腌”“宝妈放心选”，将消费场景延展至早餐、午饭和儿童消费群体。产品结构上，火锅、烧烤类产品作为公司核心产品，贡献了公司 80% 以上收入。2024 年，公司火锅、烧烤类产品 SKU 增加了 412 个，涵盖适配露营、夜宵等新兴场景的细分品类，进一步提升产品多样性，增强了市场竞争力。

**图表3：锅圈食汇发展历程**


资料来源：公司官网，中信建投

### 锅圈食汇经历了大致三个发展阶段：

**1) 2015-2018 年，由 B 端转向 C 端市场，初步搭建零售网络：**创始人杨明超于 2015 年成立了河南锅圈供应链管理有限公司（现为锅圈子公司），最初业务聚焦于为 B 端火锅店供应食材。凭借在餐饮行业多年积累的经验和对市场的敏锐洞察，杨明超察觉到 C 端消费者在家自制火锅时，常面临食材采购不便等难题，存在巨大的蓝海市场。于是 2017 年 1 月，锅圈第一家线下零售门店于郑州开业，标志公司正式切入了 C 端市场。凭借精准的市场定位，锅圈迅速在市场崭露头角，2018 年 1 月，公司门店数量已扩展至 100 余家。

**2) 2019-2022 年，居家消费红利加速扩张，资本注入助力规模化发展：**2019 年 1 月，锅圈零售店规模拓展到 500 家以上，市场影响力进一步扩大。2019—2021 年，公司相继完成 A—D 轮融资，募集资金合计超 28 亿元，有力支撑了公司供应链建设、线上渠道布局以及门店扩张。疫情期间，消费者在家吃饭频率大幅提升，锅圈高性价比的居家火锅、烧烤类产品精准契合消费需求。2020 年 6 月，锅圈 APP 上线，线上销售渠道满足了疫情下消费者无接触购物的偏好。2022 年 12 月，公司累计签约门店数量突破 1 万家。

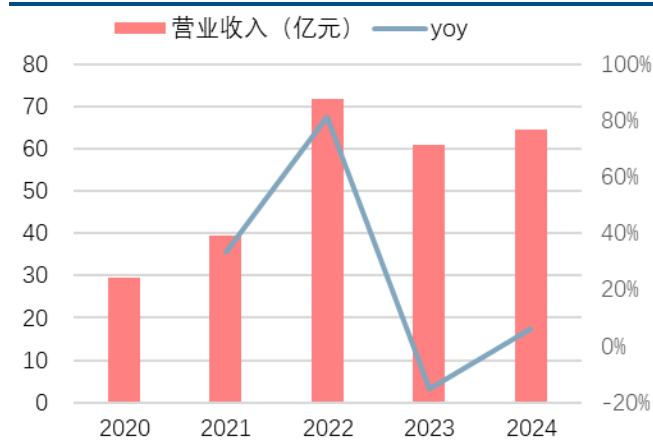
**3) 2023 年后，上市后优化业务结构，探索多元化消费场景：**2023 年，锅圈在香港交易所主板正式挂牌上市，标志着公司进入新的发展阶段。然而疫情影响消退后，居民外出就餐增加，市场竞争加剧，公司盈利受到一定冲击。面对新的市场形势，锅圈持续开拓火锅、烧烤之外的用餐场景，推出适用于不同场景的一人食、即烹餐包等产品，满足消费者多样化需求。通过产品矩阵优化、门店店型调整等一系列举措，锅圈逐步适应市场变化，于 2024 年下半年重拾增长态势，爆款套餐拉动单店增长，乡镇市场新店型重启开店，锅圈从“火锅烧烤”升级为“社区全能厨房”。26 年锅圈布局“锅圈小炒”门店，对“社区央厨”战略又一次实践。

## 1.2 盈利能力提升空间足，加盟网络覆盖广泛

**疫情期间营业收入大幅提高，24 年 H2 重回增长。**2020-2022 年受疫情影响，在家吃饭需求显著上升，公司营业收入大幅提高。疫情后由于居民外出就餐频率增加，2023 年营收表现弱于 2022 年，出现负增长，但 2024 年逐步回归稳定，未来预计保持稳健增长。从收入结构来看：1) 销售给加盟商的收入为公司主要收入来源，2024

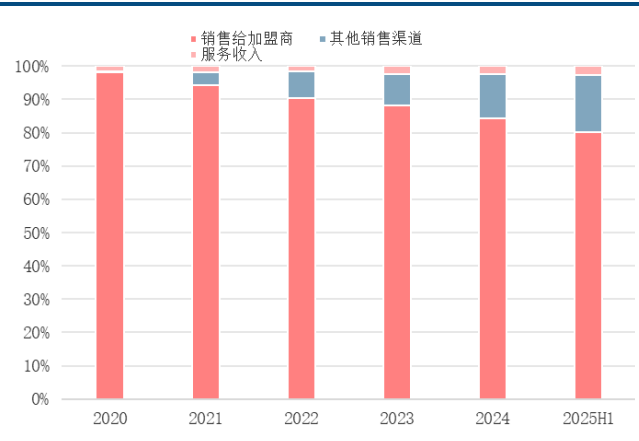
年占比达 84.2%；2) 其他销售渠道收入占比持续提升，从 2020 年 0.3% 提升到 2024 年 13.4%，主要得益于餐饮等 B 端业务、电商平台、社区团购等渠道拓展，25 年 B 端业务继续高速增长，降低了公司对单一加盟商渠道的依赖；3) 服务收入基本保持稳定。得益于公司店铺规模持续扩张带来的规模效应与供应链优势，公司毛利率水平从 2020 年的 11.1% 提升至 2024 年 21.9%。分产品来看，火锅类产品毛利率最高，烧烤类产品其次，两类核心产品的毛利率均高于其他产品。

图表4： 2020—2024 年公司收入及增速情况



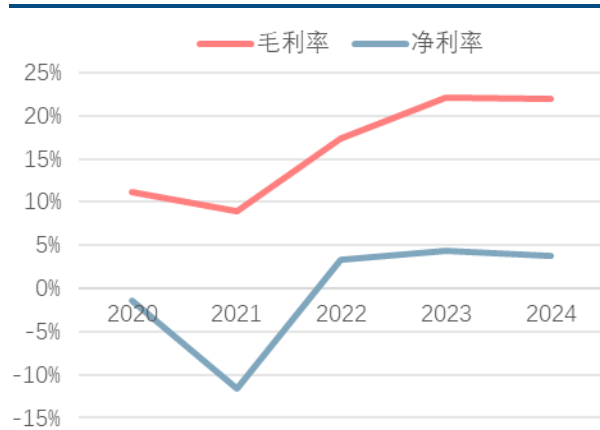
资料来源：公司官网，中信建投

图表5： 公司营业收入拆分



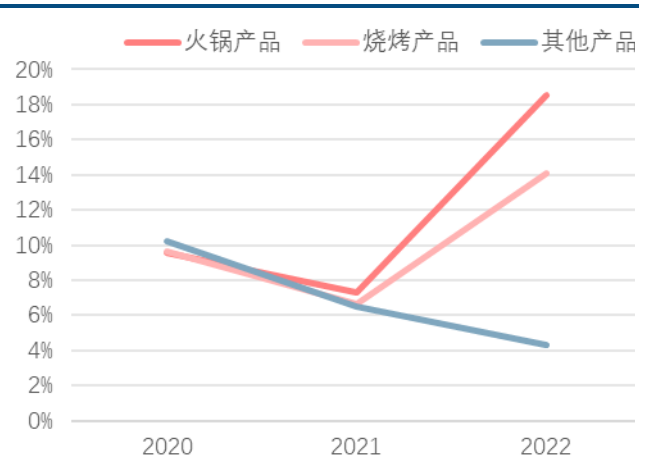
资料来源：公司官网，中信建投

图表6： 2020—2024 年毛利率、净利率情况



资料来源：公司官网，中信建投

图表7： 分产品毛利率表现

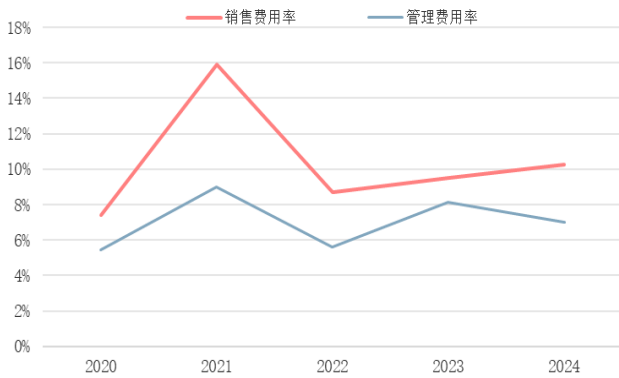


资料来源：公司官网，中信建投

**销售费用率较同行偏高，规模效应释放下有较大优化空间。**2021 年锅圈加大宣传促销力度，与 CCTV5 达成合作进行了大量广告投放，广告内容贯穿东京奥运会、欧洲杯预热期、2021 体育大年重点赛事全程。根据央视网数据，锅圈此次广告投放共覆盖观众 2.44 亿人，累计触达 25.2 亿人次，达到品牌传播高峰。此外，锅圈还赞助了《极限挑战宝藏行》《加油！小店》《暖暖的火锅》等综艺节目，进一步提高品牌曝光度。一系列举措拉高了 2021 年公司整体销售费用率。2022 年后，销售费用率回稳，宣传效果在营业收入与门店扩张上得到显著体现。管理费用率受门店员工扩充、公司上市等影响略有波动。整体而言，锅圈由于处于扩张起步期，销售费用率较绝味、巴比、蜜雪等其他加盟业态同行相比，销售费用率较高，未来随着规模效应释放，费用率有较大

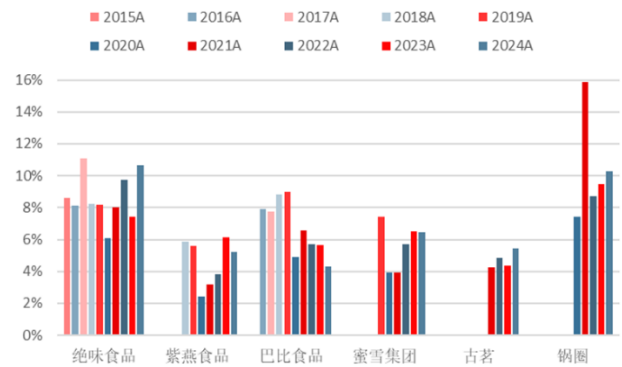
优化空间。

图表8：2020—2024年公司费用率情况



资料来源：公司官网，中信建投

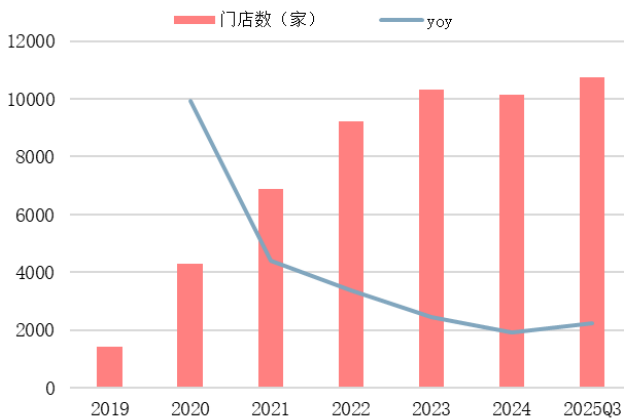
图表9：锅圈销售费用率较同类业态偏高



资料来源：央视网，中信建投

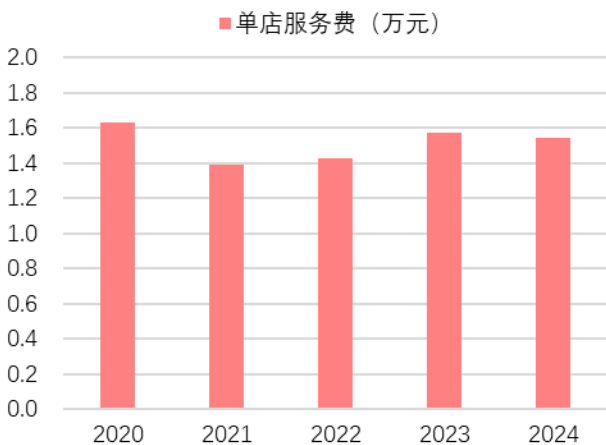
**加盟模式占主导，疫情后单店贡献回归常态化。**公司门店99%以上为加盟店，2019—2022年，借加盟模式轻资产、易复制的特性，锅圈线下门店数量呈现爆发式增长，从1441家迅速增至接近1万家，2023年门店数量突破1万大关，迈入万店门槛。单店服务费等（覆盖运费）稳定在1.5万元左右，降低了加盟商的初始投入门槛。然而随着一人食自助小火锅等针对不同消费场景的线下火锅店爆火，主营火锅食材的锅圈面临较大竞争压力，闭店率由2020年的0.7%上升至2023年的4%，侧面反映出加盟模式快速复制下，门店质量管控与市场适配性面临挑战。从单店效能看，疫情期间受居家消费场景驱动，锅圈单店营收贡献一度冲高。后疫情时代，居民外出消费逐步回归常态，叠加门店密度增加带来的竞争分流，单店贡献回归正常，稳定在55万元。

图表10：2019—2025Q3年公司门店数量及增速情况



资料来源：招股说明书，公司公告，中信建投

图表11：2020—2024年单店服务等及增速情况



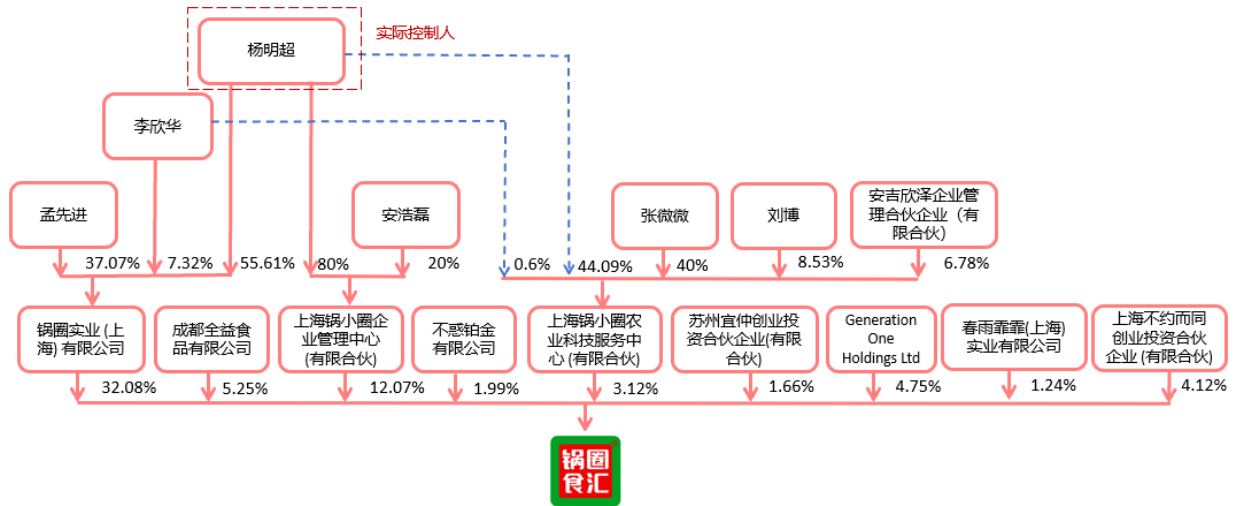
资料来源：公司公告，中信建投

### 1.3 股权结构集中，多轮融资提供资本支持

**杨明超为主要持股股东，股权结构稳定。**公司创始人、实际控制人、董事长杨明超先生通过锅圈实业（持股32.08%）、上海锅小圈企业管理中心（持股12.07%）、上海锅小圈农业科技服务中心（持股3.12%）等主体，

累计控制公司 28.87%的股权。两位一致行动人孟先进、李欣华通过锅圈实业控制公司 14.2%的股权。此外，股权结构中还纳入三全食品、京东关联资本等力量，形成不同领域的资源协同，为锅圈食汇长期发展筑牢根基。

图表12：锅圈食汇股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，中信建投

**管理团队经验丰富，职责分工明确。**自 2015 年创立集团起，杨明超先生长期主导公司整体业务战略与运营，2017 年做出由 B 端转向 C 端的关键决策，在火锅、烧烤类食材供应链建设及门店连锁经营方面积累了丰富经验。执行董事团队中，安浩磊先生主要负责集团的资本市场及信息技术部门管理，赋能集团数字化与资本运作；罗娜女士负责集团产品链管理；孟先进先生负责集团的市场开发和门店管理；杨童雨女士（系杨明超先生女儿）负责管理集团各附属工厂以及集团投融资和资本市场相关工作。领导团队覆盖 70 后到 90 后各个年龄段、不同专业背景，在战略规划、运营管理、产品配置、资本运作等领域各取所长，构建起经验互补、分工明确的管理梯队，同时积极培养接班人，为锅圈食汇下沉市场布局、万店计划推进、人才梯队建设提供坚实支撑。

**图表13： 公司管理层情况**

姓名	职务	出生年份	履历
杨明超	董事长 执行董事	1970	公司创始人、董事长、执行董事兼首席执行官，主要负责集团的整体业务战略及运营。2015年1月创立集团并任河南锅圈供应链管理有限公司董事长；2019年7月起任锅圈食品（上海）股份有限公司董事；2020年6月起任上海锅圈食汇商业管理有限公司董事；2021年8月起任鹿邑县和一肉业有限公司董事长，2022年11月起任鹿邑县澄明食品有限公司董事长。
安浩磊	执行董事	1984	公司执行董事兼副总裁，主要负责集团的资本市场及信息技术部门管理。于2018年7月加入集团任副总裁，2020年3月起任执行董事兼副总裁。加入集团前，于2012年1月至2015年5月任郑州安众企业管理咨询有限公司总经理，2015年5月至2018年7月任河南康之源商贸有限公司总经理。
罗娜	执行董事	1982	公司执行董事兼副总裁，主要负责集团产品链管理。2020年7月起任产品中心负责人；2021年8月起任鹿邑县丸来丸去食品有限公司及鹿邑县和一肉业有限公司董事。
孟先进	执行董事	1981	公司联合创始人、执行董事兼常务副总裁，主要负责集团的市场开发和门店管理。2015年1月起任河南锅圈供应链管理有限公司副总裁；2017年2月起担任郑州锅圈食汇网络科技有限公司董事；2019年8月起任陕西锅圈食汇商业管理有限公司董事；2019年8月起任北京锅圈食汇商业管理有限公司及南京锅圈食汇商业管理有限公司监事；2019年10月起任锅圈食品（上海）股份有限公司董事。
杨童雨	执行董事	1998	现任苏州贝克微电子股份有限公司全资附属公司锅圈投资管理（上海）有限公司董事长及公司副总裁，主要负责管理集团各附属工厂以及集团投融资和资本市场相关工作。2019年10月至2022年11月任鹿邑县澄明食品有限公司执行董事及董事长。2025年06月27日任锅圈食品（上海）股份有限公司执行董事。

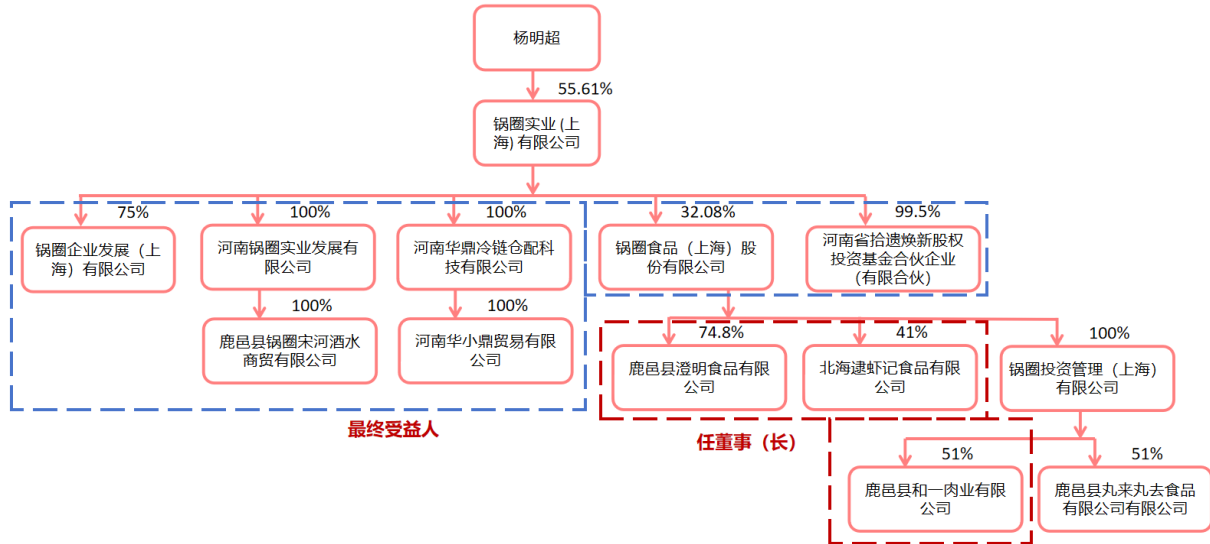
资料来源：公司公告，公司年报，中信建投

**资本注入提供坚实基础，产业资本加强资源协同效应。**2019—2021年，公司完成了A-D轮融资，投资方主要包括不惑创投、IDG资本、嘉御基金、启承资本、招银国际、天图资本等，累计融资金额近30亿元人民币。嘉御资本团队为锅圈提供了“终端门店新零售”的战略建议，大胆尝试月开300家门店，为锅圈的万店规模打下坚实基础。2020年进行的C轮融资引入了京东旗下启承资本，标志着产业资本开始介入。京东不仅为锅圈注入资金，更以其物流网络、线上流量入口为锅圈赋能，使其在下沉市场拓展中突破“供应链效率”瓶颈，高度契合锅圈加速布局地级市、县级市的下沉战略。2023年，公司在IPO前进行的基石轮融资引入了中粮资本旗下基金、恒顺醋业等产业资本，凸显其资源协同优势，形成从资本到业务层面的全面合作。

**控股股东多次承诺不减持公司股份，公司已多轮回购。**2024年11月公司控股股东杨明超、孟先进、李欣

华及锅圈实业（上海）有限公司等出具承诺函，承诺自 2024 年 11 月 2 日起的 6 个月内，不以任何方式出售其直接及间接持有的公司股份。25 年 4 月公司 H 股全流通下，公司控股股东再次承诺 6 个月内不减持，充分彰显信心。同时，自 2024 年 11 月起公司已经开展多轮回购，累计回购额已超 2 亿港币，25 年中报股利支付率 107%，充分回馈投资者。

图表 14: 杨明超先生所持有公司



资料来源：企查查，中信建投

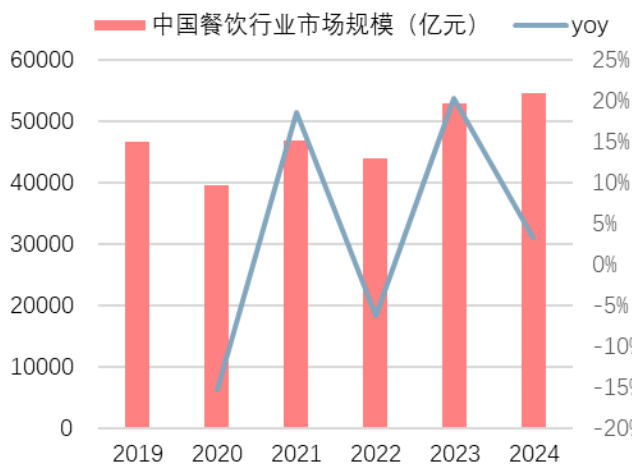
大股东杨明超坐拥多家餐饮供应链企业，深度赋能锅圈发展。企查查数据显示，大股东杨明超先生的关联企业有 20 家（含已注销企业），并在 11 家企业中担任法定代表人，绝大部分企业和餐饮业态有关。杨明超通过锅圈实业（上海）有限公司控制华鼎冷链仓配科技有限公司，并通过河南锅圈实业发展有限公司控制鹿邑县锅圈宋河酒水商贸有限公司，为最终受益人。华鼎冷链科技为我国冷链物流头部企业，拥有强大的冷链物流服务能力，能确保食材的新鲜度，解决最后一公里配送难题，为万店锅圈的扩张提供支撑。2022 年 11 月，宋河酒业因资不抵债向鹿邑县人民法院申请重整，锅圈实业作为托管方介入宋河重整，成为锅圈集团进军酒饮连锁中的关键一步，目前锅圈正在筹开新店型“锅圈酒饮便利”，定位“喝到家”，开辟全新消费场景。杨明超先生同时通过锅圈食品控制鹿邑县澄明食品有限公司、北海速虾记食品有限公司、鹿邑县一和肉业有限公司，担任董事（长），这三家企业均为锅圈原材料供应商，提供番茄复合调味料、虾滑等食材。除了锅圈系之外，鹿邑县澄明食品有限公司注册资本最高，超过 5555 万元，锅圈食品持股 74.8% 的股份，杨明超担任董事长和实控人。

## 二、行业分析：国内最大的在家吃饭场景品牌商

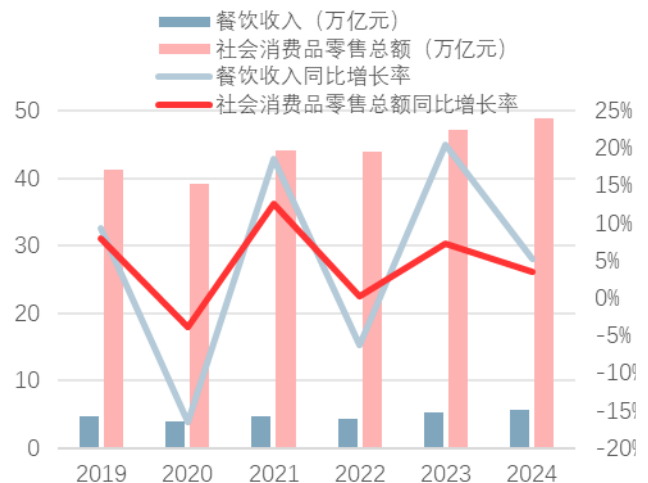
### 2.1 中国餐饮市场：在家吃饭需求增加，市场规模持续扩大

人口基数奠定餐饮刚性需求，多元消费场景驱动市场规模扩容。中国拥有超 14 亿的人口基数，日常饮食消费构成了刚性且持续的餐饮需求，为餐饮行业提供了坚实的市场基础。无论是在家还是外出，餐饮消费都是人们生活中不可或缺的部分。随着中国经济的发展，居民可支配收入增加，人们在餐饮方面的消费意愿和消费能力不断提升。消费者不再仅仅满足于吃饱，而是追求更高品质的食材、更优质的服务、更舒适的用餐环境等。2020—2022 年受疫情影响，中国餐饮行业市场规模有所波动。疫情后，随着压抑已久的社交与消费需求迅速释放，家庭聚餐、社交应酬、工作用餐、升学宴、生日宴等餐饮消费场景呈现出多元化爆发趋势，餐饮行业市场规模快速反弹并增长至超 5 万亿。整体上餐饮消费仍保持较高水平增长，带动社会消费品零售总额增长。

图表 15：2019—2024 餐饮行业市场规模（收入口径）



图表 16：2019—2024 年中国社会零售总额及餐饮收入



资料来源：沙利文，观知海内信咨询，中信建投

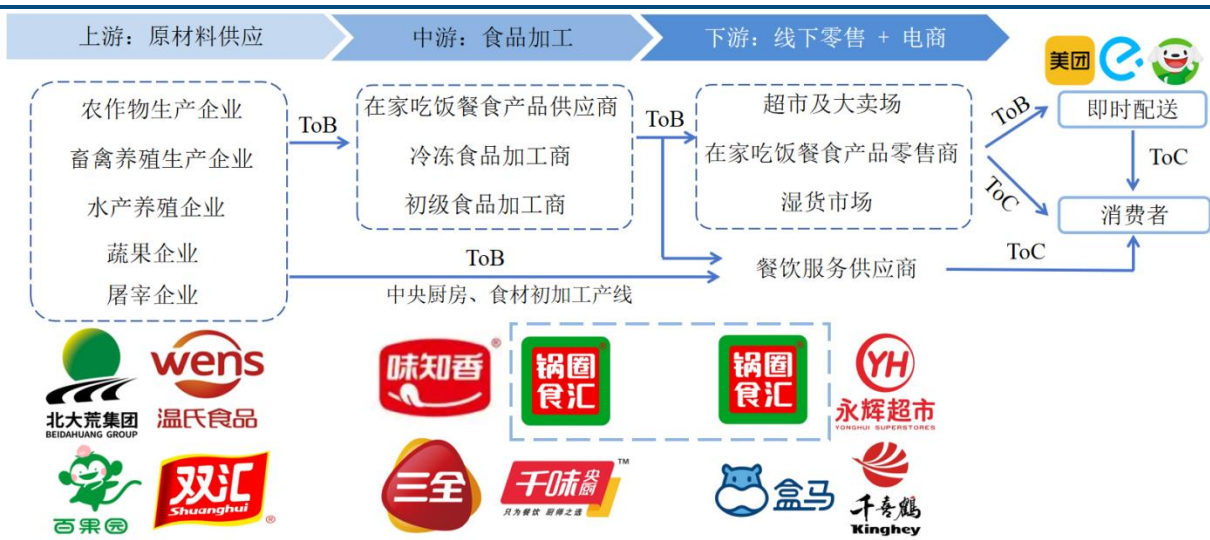
资料来源：国家统计局，中信建投

**餐饮市场产业链紧密协同，供给端与需求端优势明显。**中国餐饮市场的上游主要为原材料供应商，通过规模化种植养殖，为整个市场提供蔬菜、肉类、水产、粮油等基础食材。中游主要为食品加工商，包括在家吃饭餐食产品供应商企业、冷冻食品加工商和初级食品加工商等，将生鲜肉类加工成预制菜、将蔬果进行清洗分装、对粮食进行磨粉榨油等，通过标准化加工衔接上游供给与下游需求。下游包括超市及大卖场、在家吃饭餐食产品零售商、湿货市场等，通过线上/线下渠道触达消费者。锅圈作为在家吃饭餐食产品供应商，有来自上游供给侧和下游需求侧的两方面优势：

**供给侧：1) 原料品质可控：**跳过了多层中间商环节，与上游原材料供应商建立了直接且紧密的合作关系，从源头把控食材品质，在原材料采摘、捕捞、屠宰后以最快的速度将其纳入自身的供应链体系。**2) 规模效应：**万店规模化采购增强公司议价能力，使其能够以更优惠的价格获取原材料，低成本的采购优势将进一步传导至产品定价，使锅圈的产品在市场上更具价格竞争力，保证自身利润空间的同时，为消费者提供好吃不贵的食材。**3) 物流系统完善：**公司在全国布局 18 大中心仓，形成了完善的仓配体系，服务周边 400-500 公里的门店，除新疆、西藏等地区外都可实现当日配送，保证食材新鲜度。

**需求侧：1) 直达消费者：**锅圈作为在家吃饭餐食产品供应商和零售商，能够通过大量的社区门店和线上平台，直接与消费者建立联系，同时不断完善会员体系，精准把握消费者的需求和喜好。2024年公司会员人数已达4130万人，会员卡预存金额近10亿元，25年末会员数已超过6000万人。**2) 好吃不贵：**锅圈的产品定位“好吃不贵”，产品种类从各类食材到调料一应俱全，且组建专业研发团队深耕大众口味，针对不同地域消费者的饮食偏好，推出川渝风味的麻辣火锅底料、粤式的清补汤底料等。公司依托上游直采的成本优势和规模化生产加工，在保证品质的前提下有效控制成本，使得产品价格亲民。**3) 渠道布局完善：**锅圈线下门店数量破万家，覆盖核心区域大部分消费者，同时积极布局线上新零售，通过官方APP、小程序、各电商平台等方式，为消费者提供便捷的线上购买渠道。

图表17：中国餐饮市场产业链



资料来源：招股说明书，中信建投

图表18：同时售卖火锅底料、火锅用具



资料来源：锅圈商城小程序，中信建投

图表19：锅圈加入美团、淘宝闪送等即时配送平台



资料来源：美团、淘宝闪送，中信建投

目前，人们的用餐方式主要分为四类：1) 买菜在家做饭；2) 在餐厅就餐；3) 使用餐饮配送服务；4) 选

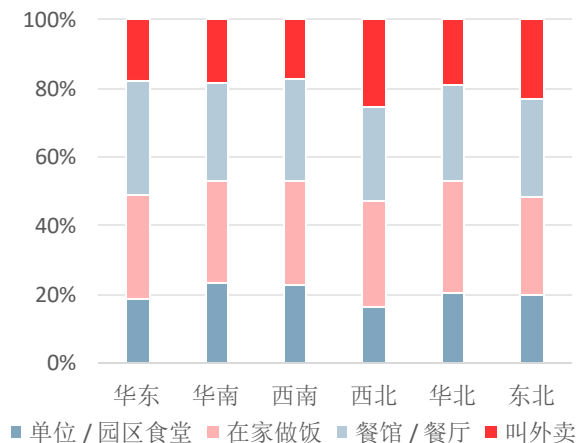
择在家吃饭餐食产品。近年来，得益于中国人在家聚餐的传统、人们对家庭饮食健康的重视程度提高、食品工业化带来产品品质提升等因素，消费者在家吃饭的需求日益增长。然而困扰当代年轻人在家吃饭的难题，主要体现在时间不够、食材成本高、流程繁琐等因素上。在家吃饭餐食产品包括即食食品、即热食品、即烹食品、即配食材四大类。其中，锅圈提供的火锅、烧烤等食材以及预制菜等产品，恰好满足了即烹食品的需求，消费者无需花费过多时间在食材准备上，只需买来准备好的食材，放入锅中烹饪就能轻松在家享用美食。

图表20：在家吃饭食品分类

类别	定义	代表产品
即食食品	预先做好及包装好的食品，无需进一步准备或烹调即可食用	罐头食品、包装卤制食品、包装好的沙拉等
即热食品	预先做好的食品，食用前只需通过微波炉、烤箱、煮、蒸等方法加热即可	方便食品（方便面条及米饭、自热食品）、冷冻食品（冷冻面条及米饭、冷冻肉类、冷冻海鲜）、蒸煮包 / 调味包等
即烹食品	预先切割、调味及混合或甚至深加工（即油炸、烧烤）以供烹饪的半成品食材	方便菜半成品、油炸烧烤类（调味牛排、炸鸡、香肠、培根）、豆制品等
即配食材	经过初步加工包括清洗、切割等的烹饪原材料	切碎的蔬菜、新鲜生肉片和海鲜等

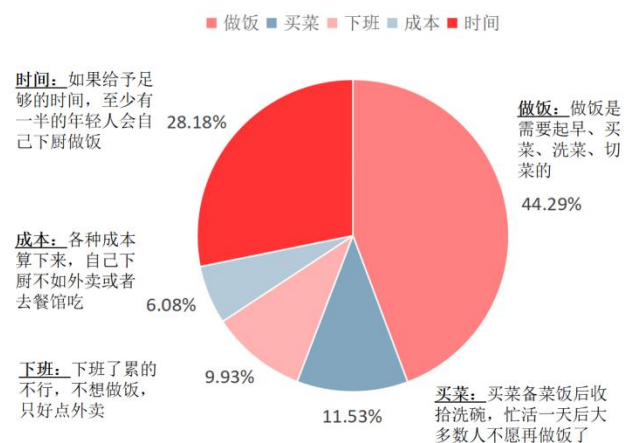
资料来源：招股说明书，中信建投

图表21：2024年中国家庭消费者餐饮主要就餐场所



资料来源：艾媒咨询，中信建投

图表22：年轻人如何描述下厨做饭的艰难

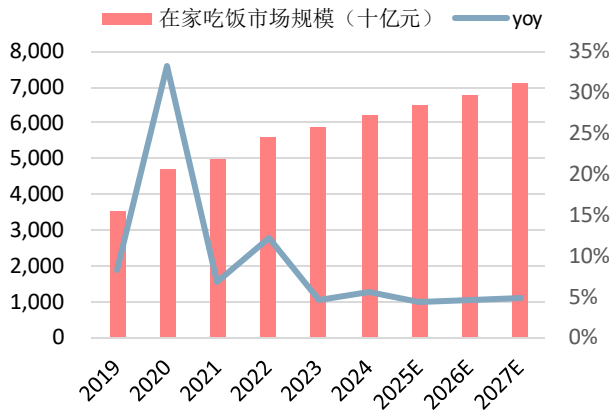


资料来源：谷雨数据，中信建投

在家吃饭市场规模持续扩大，“懒人经济”推动在家吃饭餐食产品发展迅猛。近年来，在家吃饭市场规模持续保持高位增长态势，2024年突破6万亿元，预计未来继续保持稳定增长。中国的在家吃饭市场主要分为三类：1) 在家吃饭餐食产品；2) 在家做饭的新鲜食材；3) 餐饮外卖到家服务。随着生活节奏加快，倾向于简化日常事务的消费群体兴起，“懒人经济”应运而生。人们不愿意自己在家做饭，而是倾向于购买省时省力的预制

菜,由此致使在家做饭的新鲜食材的市场空间已由2019年的86%下降至2024年的78%。同时兴起的即时配送、电商平台等第三方平台,叠加“懒人经济”消费群体对方便、快捷、省时、省力餐饮的需求,使得餐饮外卖到家服务和在家吃饭餐食产品在市场中占比逐步提升。其中,在家吃饭餐食产品作为新兴品类,发展势头尤为迅猛。2019年至2024年,其市场规模从1964亿元跃升至5387亿元,复合年均增长率高达22.36%。

图表23: 2019—2027E 在家吃饭市场规模 (零售口径)



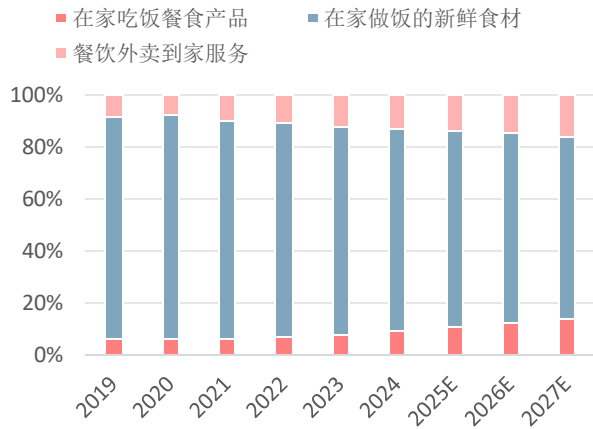
资料来源: 招股说明书, 中信建投

图表24: 在家吃饭市场分类

类别	定义
在家吃饭餐食产品	即食、即热、即烹食品或即配食材
在家做饭的新鲜食材	消费者在湿货市场、超市或生鲜电商平台购买新鲜食材, 在家烹饪
餐饮外卖到家服务	餐厅自行或通过第三方送餐平台送餐

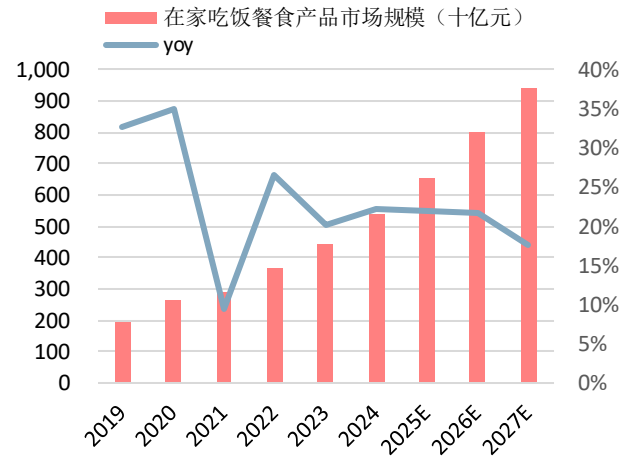
资料来源: 招股说明书, 中信建投

图表25: 2019—2027E 在家吃饭各类别市场规模



资料来源: 招股说明书, 中信建投

图表26: 2019—2027E 在家吃饭餐食产品市场规模



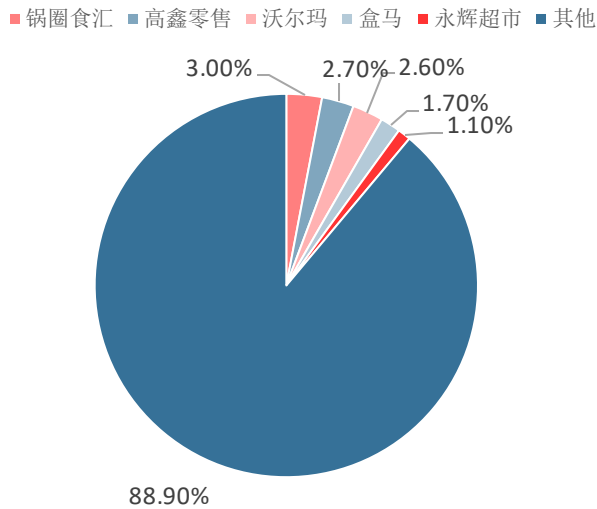
资料来源: 招股说明书, 中信建投

## 2.2 竞争格局: 竞争格局相对分散, 多类别市场竞逐态势显著

竞争格局分散, 公司市场份额领跑行业。在家吃饭餐食产品市场涉及众多参与者, 如超市、生鲜、电商以及专注于在家吃饭场景的专业零售商。由于消费者口味多样性与地域市场的差异性, 目前在家吃饭市场集中度较低, 众多品牌在不同细分领域和地域市场争夺份额, 尚未形成一家独大或少数几家企业垄断的局面。2022年

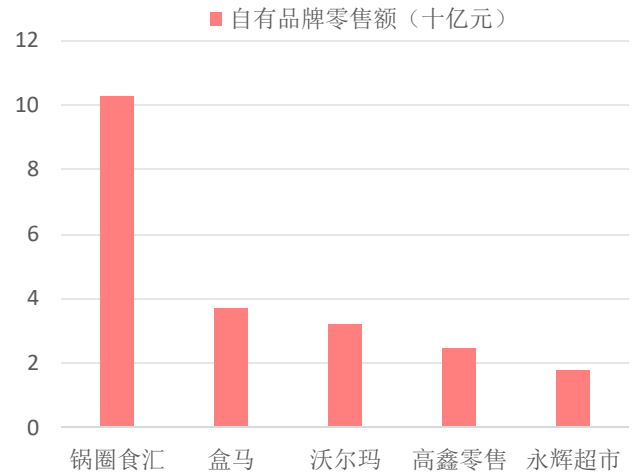
中国在家吃饭餐食产品零售额 CR5 仅为 11.1%，其中锅圈占比 3%，位居行业首位。自有品牌建设方面，锅圈以 103 亿元零售额领先其他零售商。自有品牌强化了消费者对品牌的认知和忠诚度，进一步巩固其市场地位。

图表 27：2022 年中国在家吃饭零售额计五大零售商



资料来源：招股说明书，中信建投

图表 28：2022 在家吃饭自有品牌零售额计五大零售商



资料来源：招股说明书，中信建投

在火锅食材零售及关联的家庭餐食市场中，锅圈面临着来自综合超市类、生鲜电商类、预制菜品牌类、火锅食材零售类等赛道竞争对手的挑战：

- 1) 综合超市类：**综合型超市凭借其庞大的门店网络、全品类商品矩阵及成熟供应链，覆盖日常消费全场景，消费者采购日用品时可以顺带选购火锅、烧烤食材及预制菜，分流锅圈目标客群。
- 2) 生鲜电商类：**电商平台以“线上化+即时配送”为核心，重构消费便捷性体验。例如盒马、京东到家等平台联动线下资源，实现生鲜食材快速送达，在配送效率上有利于争夺对快捷性要求高的用户。

图表 29：主要竞争对手分类

综合超市类	<p>国内知名的大型连锁超市，门店数量众多且分布广泛。消费者在采购日常用品时，能顺便购买到火锅、烧烤食材及预制菜等产品。永辉超市的自有品牌“永辉农场”提供多种优质生鲜食材，包括适合火锅、烧烤的肉类、蔬菜等，在价格上具有一定竞争力。</p>
	<p>全球知名零售巨头，商品种类丰富，拥有强大的供应链体系和品牌影响力。沃尔玛通过严格的采购标准和高效的物流配送，为消费者提供质量稳定的新鲜食材。</p>
生鲜电商类	<p>新零售代表，生鲜品类丰富，涵盖了高品质的肉类、水产、果蔬等，为家庭用户提供生鲜食材、餐饮食品，满足家庭日常饮食、聚会、宴请等场景的食材采购需求。</p>
	<p>即时配送代表品牌，与众多生鲜超市、便利店合作，涵盖水果、蔬菜、肉禽蛋奶、海鲜等全品类生鲜产品，依托达达快送的即时配送体系，提供1小时达服务。</p>
预制菜品牌类	<p>国内预制菜行业头部品牌之一，专注于预制菜领域。味知香产品种类丰富，涵盖肉禽类、水产类、蔬菜类等多个系列预制菜品，在全国拥有众多经销商和销售网点。其产品标准化程度高，口味稳定，在家庭烹饪预制菜市场有较高知名度。</p>
	<p>速冻食品及预制菜领域领军企业，主营速冻调制食品、速冻菜肴制品、速冻面食制品等，在火锅料制品（如鱼丸、虾滑等）等方面表现出色。</p>
火锅食材零售类	<p>与锅圈定位相似，是集火锅底料、火锅食材、烧烤食材、中餐特色美食为一体的火锅中餐连锁生鲜便利店。目前已覆盖全国20多个省、3个直辖市、105个地级市、80个县。</p>
	<p>火锅烧烤食材社区连锁品牌，主营家庭火锅一站式解决方案，涵盖底料、肉类、丸滑等十大产品系列，主打“好食材、好味道、平价购”理念及“爱上在家吃火锅”。</p>

资料来源：中信建投

**3) 预制菜品类:** 预制菜品牌与锅圈形成替代型竞争, 凭借标准化即食产品, 满足消费者“无需采购、加工, 直接享用”的需求, 消费者可直接食用预制菜替代自制火锅。

**4) 火锅食材零售类:** 这类企业与锅圈定位高度重合, 聚焦火锅、烧烤食材及关联品类, 通过门店布局、产品矩阵、社区化服务争夺客群。这类企业深耕垂直场景, 围绕家庭火锅、烧烤需求构建产品体系, 以社区化门店贴近用户, 在品类细分、本地化运营上与锅圈展开直接竞争。

### 三、公司剖析：从火锅烧烤到社区中央厨房

#### 3.1 锅圈的优势有哪些：爆款带热新品矩阵，供应链支撑价格优势

##### 3.1.1 爆品策略反响良好，新品矩阵持续扩容

“99元毛肚自由火锅4—6人餐”爆品策略受到市场良好反馈。2024年5月下旬，锅圈在抖音平台推出“99元毛肚自由火锅4—6人餐”，上线后凭借超高的性价比迅速走红，连续两月成为抖音餐饮单品销售冠军，上线两个多月全网累计销售突破400万单，全年累计售出超5亿元，抖音曝光量达62.1亿次。套餐共有“11荤3素1底料1主食及4油碟”共20款产品，包含牛羊肉卷、牛肉丸、鱼丸、北海虾滑、鸭血等多款明星单品，以及净含量达700g的4种精选毛肚（黑千层、白千层、巴适黑毛肚、大叶片毛肚）。按毛肚市场零售价格计算，仅700g毛肚的价值就已超过套餐售价，足见其性价比之高。锅圈深入国内优质黄牛产地，通过大量集中采购的方式，降低优质食材的成本价格。在销量持续攀升的情况下，锅圈与多家通过了ISO22000食品安全管理体系认证的头部毛肚加工企业达成合作，为锅圈毛肚开设专门产线，保障产品稳定供应。随后锅圈陆续推出了“99元酸菜鱼自由火锅套餐”“99元牛肉自由火锅6人餐”“毛肚火锅plus火锅6人餐”等，均取得良好反响。

图表30：2025年“99元毛肚火锅”销量10万+









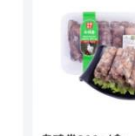







资料来源：抖音，中信建投

图表31：2025年“99元毛肚火锅套餐”产品

底料	
• 牛油火锅底料	(1份)
• 毛肚组合装 (4款毛肚) 固形物含量不少于60%	(1份)
• 筋头巴脑雪花肥牛	(1份)
• 羊腿卷	(1份)
• 乌鸡卷 (推荐菜 TOP3)	(1份)
• 北海虾滑	(1份)
• 爆汁小鱼丸	(1份)
• 撒尿牛肉丸	(1份)
• 鸭血 (固形物大于等于90%)	(1份)
素菜	
• 火锅川粉	(1份)
• 原浆冻豆腐	(1份)
主食	
• 鸡蛋面	(1份)

资料来源：抖音，中信建投

图表32: 套餐产品零售价格

 手撕叶片(毛肚) 200g/盒 固形物含量>50% 弹嫩脆爽... ¥19.9	 脆香毛肚135g/袋 固形物含量>60%... ¥13.5	 巴适黑毛肚150g/袋 大片整切 爽口有嚼劲 香... ¥17.9	 白千层150g袋 固形物含量>60% 肚丝饱满... ¥17.9	 鸡蛋面100g/袋 精选优质面粉、加鸡蛋、口... ¥1.5	 北海虾滑120g/袋 优选北海青虾, 饱满大颗粒... ¥9.9	 乌鸡卷200g/盒 清嫩嫩滑 鲜香不腥膻 咬... ¥14
 原浆冻豆腐200g/袋 该产品是一种传统的豆制品... ¥5.9	 鸭血300g/盒 嫩香无腥味 久煮不烂 新... ¥3.5	 锅圈食汇火锅川粉(升级版) 200g袋 鲜红薯粉制作, 筋道、爽滑... ¥3.5	 撒尿牛肉丸118g/袋 精选牛肉鸡肉 Q弹有嚼劲 ... ¥4.8	 爆汁小鱼丸118g/袋 外皮细腻紧实 馅料饱满 ... ¥4.8	 筋头巴脑雪花肥牛200g/盒 牛肉牛筋搭配 劲弹有嚼劲 ... ¥15.9	 羊腿卷200g/盒 紧实有嚼劲 瘦多肥少 火... ¥15.9

资料来源: 锅圈商城, 中信建投

依托社交平台直播进行全方位宣传，掀起毛肚自由热潮。套餐上线后，锅圈联动美食、剧情、颜值等多元化头部达人，打造“毛肚自由舞”抖音热点，迅速在抖音平台掀起一股模仿热潮，成为了当年爆火的魔性舞蹈，吸引全民跟跳。抖音话题“#有锅圈永远毛肚自由”播放量达 11.9 亿次，成功营造破圈事件。明星资源上，锅圈邀请刘仪伟、钟丽缇、白凯南等多位国民明星艺人，以“国民明星 X 国民火锅”的形式进行多场直播，借助明星的号召力和影响力，成功触达了更广泛的消费群体，让锅圈的品牌形象更加深入人心。2024 年 8.9—8.11 七夕之际，锅圈携手《白蛇：浮生》，邀请许仙、白娘子、财神、月老等神仙参与抖音直播，创意联动赋予毛肚自由套餐文化话题热度，借助 IP 影响力与节日氛围，将产品推向流量聚光灯下。

图表33: 抖音话题“#有锅圈永远毛肚自由”



资料来源: 抖音, 中信建投

图表34: 毛肚自由舞抖音热点



资料来源: 抖音, 中信建投

图表35：国民明星×国民火锅，锅圈×《白蛇：浮生》联名



资料来源：抖音，中信建投

2024年夏季新品发布，以场景化创新激活家庭消费潜力。2024年4月锅圈召开夏季新品发布会，基于“社区央厨”战略定位，推出涵盖西餐、冰品、精酿啤酒等在内的多元夏季新品，精准锚定消费者夏日就餐需求，全方位解锁家庭就餐新场景。西餐领域，儿童牛排成为一大亮点，主打“0添加”“果蔬汁静腌”，凭借绿色健康的产品特性迅速吸引了宝妈的目光，喊出“家有小孩，锅圈牛排”的口号，进一步拓展了消费人群，丰富了家庭西餐用餐选择。冰品领域，锅圈与伊利冰品达成战略合作，锅圈旗下万余家门店将全面开放权限销售伊利旗下巧乐兹、甄稀、绮炫、须尽欢、冰工厂、伊利牧场等全系列明星产品，甚至能让消费者抢先尝鲜巧乐兹六重巧巧、绮炫松露支棒等新品。近几年精酿啤酒市场增长迅速，锅圈顺势推出“9.9元精酿啤酒+烧烤”方案，上新的“精酿啤酒”分为德式小麦、山楂果味、百香果味三种口味，打造夏日畅饮盛宴。此外，锅圈还推出“52个火锅大餐，周周不重样”等一系列极具吸引力的活动，助力消费者轻松实现火锅自由，在满足消费者多元需求的同时，为自身发展注入强劲动力，以创新产品与优质服务诠释“好吃不贵”的品牌理念。

图表36: 锅圈×伊利冰淇淋团购节



资料来源: 锅圈食汇, 中信建投

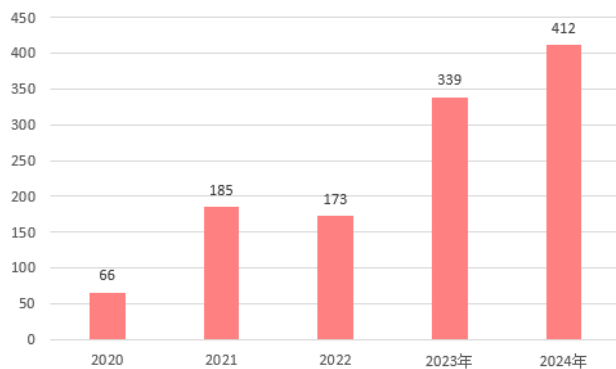
图表37: 9.9元精酿啤酒+烧烤



资料来源: 锅圈食汇, 中信建投

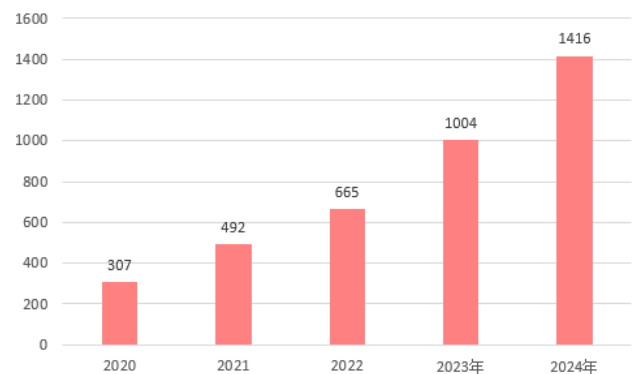
**2025年持续推出新品, 高频上新捕捉消费热情。**截至2024年6月30日, 公司拥有超过700款SKU, 同时不断丰富产品组合, 以满足不断变化的消费者需求及偏好, 围绕消费者需求点打造适应不同消费群体的新品, 平均每1-2周就有新品上市, 为消费者带来源源不断的新鲜体验。开年以来, 锅圈已推出七色糙米、甜玉米粒、去骨鸡爪、番茄复合果蔬汁、椰子水等产品, 涵盖主食、休闲零食、饮品等多个品类, 其中东北大米和甜糯玉米凭借出色的品质和实惠的价格迅速赢得消费者青睐, 抖音单平台销量已超6万件。6月, 锅圈再次上新茶啤产品, 包括茉莉花茶、龙井绿茶、毛尖绿茶三款口味, 将东方茶文化与精酿工艺深度融合, 瞄准注重健康和趣味体验的年轻消费群体, 以低酒精度、更清爽的口感契合“微醺经济”诉求, 尤其受到00后及年轻女性群体的偏爱。6月17日, 锅圈首届社区啤酒节在全国百城启动, 主推“精酿啤酒买一箱送一箱”, 以啤酒需求为切入点, 同步带动了烧烤食材的消费热情。活动期间锅圈门店精酿啤酒销量同比增长900%, 烧烤套餐复购率随之大幅提升, “啤酒节”带动的夜经济效应显著。

图表38: 公司持续推出新SKU



资料来源: 公司招股书, 中信建投

图表39: 公司已有SKU



资料来源: 公司招股书, 中信建投

图表40： 各类产品持续上新



资料来源：锅圈食汇，中信建投

图表41： 大米、玉米、椰汁、番茄汁等新品上市



资料来源：抖音 i 锅圈，中信建投

图表42： 茶啤系列上新



资料来源：锅圈食汇，中信建投

图表43： 617 社区啤酒节



资料来源：锅圈食汇，中信建投

**注重品牌建设，打造 IP 赋能。**锅圈在品牌化建设方面持续发力，通过系统性的营销投入与多元化的传播手段，不断深化品牌在消费者群体中的认知度与影响力。2021-2025 年，公司广告及推销开支均超亿元，形成稳定且有利的品牌建设支撑。在代言人策略上，2020 年 9 月官宣岳云鹏为品牌代言人，配合“在家吃火锅，就找锅圈”的广告语，精准强化了居家餐饮场景的品牌联想。渠道合作方面，2021 年成为 CCTV 体育频道美食合作伙伴，借助国家级媒体平台扩大品牌覆盖面；借助卡通 IP“锅宝”与消费者建立情感链接，2025 年 6 月抖音“美食自由品鉴会”吸引 13 万+观众，联动田一名推广毛肚套餐的视频播放量超 3000 万+，相关抖音话题播放量达 11.6 亿次，多维度动作夯实其居家餐饮品牌根基。

图表44： 锅圈品牌代言人岳云鹏



资料来源：公司官网，中信建投

图表45： 锅圈抖音直播“美食自由品鉴会”



资料来源：抖音，中信建投

图表46： 锅圈品牌 IP



资料来源：公司官网，中信建投

图表47： 锅圈在“苏超”中的广告



资料来源：冻品头条微信公众号，中信建投

### 3.1.2 定位好吃、方便、不贵，建立起高效供应链体系

**价格优势突出，产品性价比较高。**在价格维度，锅圈凭借源头直采缩短采购链路、规模经济摊薄单位成本，再通过精简供应链环节，从采购到交付层层压减冗余支出，构建起成本优势，打造出突出性价比。从具体品类价格来看，对比永辉超市、盒马及自身城乡门店，锅圈多数产品价格处于低位，性价比优势显著。以郑州市两家锅圈门店为例（一家城区店，一家乡镇店），在火锅产品中，牛肉 500g 锅圈两店均为 16.5 元，远低于同城永辉的 27.8 元、盒马的 30.9 元；黑毛肚 500g 锅圈 47.8 元，低于永辉 58.7 元、盒马的 49.8 元；五花肉片 500g 锅圈 43 元，仅为盒马 66.6 元的 64%。烧烤产品里，羊肉串 500g 锅圈 33 元，不到永辉 48.4 元的 70%，仅为盒马 83.2 元的 40%。酒水饮料方面，精酿小麦啤酒 500ml 锅圈 5 元，比永辉 7 元、盒马 6.7 元更具价格吸引力。这种价格优势源于锅圈的成本控制能力，通过源头直采缩短采购链路，依托规模经济摊薄单位成本，再以精简供应链环节压减冗余支出。对比行业数据，锅圈多数品类价格仅为其他餐饮渠道的 1/4 - 1/3，消费者居家组局人均花费可压至 50 元以内，大幅低于外出就餐成本。尤其在乡镇市场，当地夫妻店、农贸市场缺乏标准化定价，而锅圈既能保持与城区相近的性价比，又能提供标准化品质，优势非常明显。

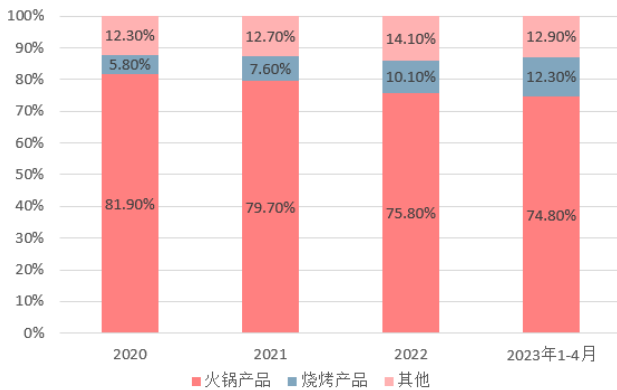
**图表48：锅圈与其他渠道产品价格对比（单位：人民币元）**

类别	产品	锅圈食汇（郑州市金水区渠东路店）	锅圈食汇（郑州市新密市超化镇店）	永辉超市（郑州市金水区瀚海北金店）	盒马（郑州市金水区国贸360店）
火锅产品	肥牛/500g	52	52.5	-	35
	鱼籽福袋/500g	53	53	-	62.2
	川粉/500g	8.8	8.8	-	10
	牛肉丸/500g	16.5	16.5	27.8	30.9
	五花肉片/500g	43	46.7	-	66.6
	羊肉卷/500g	49.8	49.8	54.5	35.2
	黑毛肚/500g	47.8	47.8	58.7	49.8
烧烤产品	羊肉串/500g	33	33	48.4	83.2
	掌中宝/500g	62.1	62.1	82.9	33.2
	香烤翅中/500g	35.7	41.7	41.2	40.6
半成品菜	羊排/500g	-	-	73.8	69.9
酒水饮料	调味小龙虾/500g	23	23	21.7	33
	精酿小麦啤酒/500ml	5	5	7	6.7

资料来源：各公司线上平台，中信建投

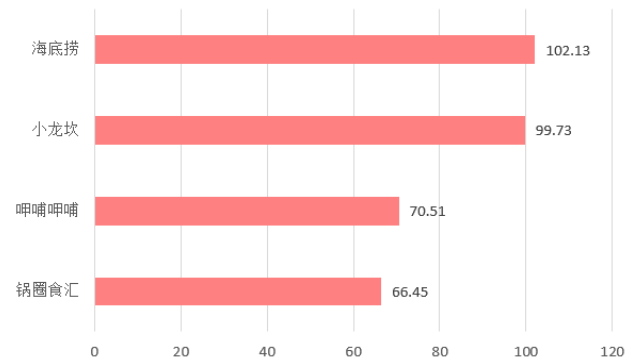
**锅圈以火锅业务为核心，居家火锅人均消费低于传统餐饮渠道。**从产品结构看，锅圈以最具有价格优势的火锅业务为核心业务，2020-2023 年 1-4 月占比始终超 70%，烧烤产品等占比相对稳定。对比火锅餐饮渠道，海底捞、小龙坎等人均超 70 元，而锅圈借源头直采、供应链精简构建成本优势，居家火锅人均能压到 50 元内。

圖表49：各產品業績拆分



資料來源：公司招股書，中信建投

圖表50：各火鍋餐飲渠道人均消費（元）



資料來源：公司招股書，中信建投

大股東賦能下，構建高效的食材加工及倉儲物流體系，建立數字化供應鏈體系，實現降本增效。公司通過構建從工廠到中央倉再到零售門店的簡化高效供應鏈運營模式，消除多余中間環節以優化成本控制，為加盟商及消費者提供經濟實惠的產品；同時借助供應鏈數字化，涵蓋生產、採購、倉儲及物流各方面，實現對從採購端到門店端供需動態及存貨水平的監控，高效管理整個供應鏈，其數字化供應鏈系統能追蹤和處理全國門店訂單，並提前與上游供應商溝通以確保及時供貨，據 2024 年報顯示，公司與倉儲和物流供應商合作，依托全國 18 個數字化中央倉，通過數字化存貨和條碼管理實現產品快速流通，大多數訂單可從中央倉（第三方倉庫）次日達零售門店，且這種合作實現了全國廣泛地域覆蓋與高效配貨，為門店網絡的快速擴張和深化提供堅實支持；此外，公司憑借遍布全國的門店網絡獲取消費者的巨大需求，形成大規模採購需求，從而能以優勢地位與供應商磋商，以具競爭力的成本獲得優質穩定的產品，顯著提升了運營效率。

圖表51：鍋圈的供應鏈控制體系



資料來源：公司招股說明書，中信建投

精品類自建工廠，公司通過自產工廠和與知名上游供應商合作的形式。公司通過深度參與食品加工環節賦能供應商提升工藝及口感，為消費者直供品質首選。上游銜接 266 家食材供應商及上百家 ODM 工廠，買手

团队全球直溯源头保障采购价格竞争力，同时重视投资上游产能，尤其针对增量品类、尚未充分竞争品类、深加工复合品类、独特技术或口味或原料品类、协同成本优势品类等，公司往往选择自建供应链。截至 2024 年底拥有和一工厂、丸来丸去工厂、澄明工厂等六个食材生产厂，分别加工牛肉、肉丸、火锅底料等火锅主要食材，还投资并收购虾滑供应商“逮虾记” 51% 股权以更好控制产品供应。公司利用平台优势将供应商纳入自身体系共同成长，在研发支持上，依托上海、成都等地 6 个食材研发中心及约 300 人的产品研发品控团队，帮助供应商攻克生产工艺，并提供针对性培训与经验分享；在 C2F 指导生产方面，通过下游万店渠道收集消费者反馈，向上游实时反馈并预判消费趋势，联合厂商和高校研发有机、低脂等符合健康潮流的产品；在严格品控上，与工厂共同确立原材料验收标准、配方和生产工艺流程，每款新品需经多部门联合盲测、非行业从业者尝新、同类产品竞标三重审核，确保产品高品质。此外，对于成熟品类、有品牌的品类，公司选择与安井、三全等知名上游供应商建立长期稳定合作，助力提高生产效率，快速推出更多产品组合。

**图表52：锅圈自有食材生产厂情况**

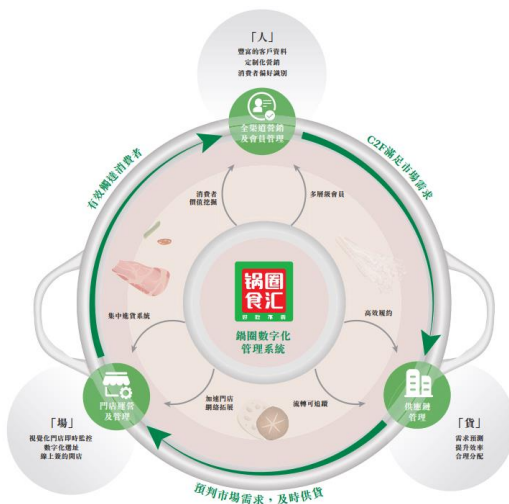
名称	成立时间	主要产品	所在地	布局方式
丸来丸去	2021年8月收购	牛肉丸等肉丸	河南鹿邑县	自营生产设施，控股比例 51%
澄明食品	2022年11月收购	火锅底料	河南鹿邑县	自营生产设施，控股比例 77.29%
和一肉业	2021年8月收购	牛肉加工	河南鹿邑县	自营生产设施，控股比例 51%
锅圈欢欢	2024年9月投产	小龙虾、牛蛙、淡水鱼等水产类	湖北石首市	自营生产设施，控股比例 60%
逮虾记	2020年11月投资	虾滑等滑类	广西北海市	合资，控股比例 51%
苗苗食品	2024年6月投产	酸汤底料	贵州台江县	与中国农业科学院农产品加工研究所联合发起设立，持股比例 39%
锅圈国际食品产业园	2025年7月投产	即食、即热、即煮和即配食材	海南儋州市	投资金额预计约 4.9 亿元，规划占地 150 亩

资料来源：公司公告，公司官网，中信建投

**构建上游食品产业链网络，打造食材深加工基地。**公司控股 74.8% 的澄明食品有限公司打造了“销供产一体化”模式，通过推动多个园区的建设，锅圈能够更好地整合上下游资源，实现产业协同发展。一方面，园区内企业可以共享基础设施和供应链体系，降低生产成本；另一方面，原材料本地化战略有助于稳定供应，减少运输成本和供应风险。目前，公司已打造多个现代化园区：**1) 河南鹿邑澄明园区：**自 2019 年 10 月筹建以来，已投资 30 亿元，建成 2600 多亩。在产业布局上，聚焦火锅烧烤预制菜食材三大板块，形成了较为完善的产业生态。目前，已 19 家食品企业入驻投产，澄明食品、一个番茄、大家旺食品、一只鸡、和一肉业、一头牛等 14 家现代化工厂已建成运营。2024 年园区营收突破 40 亿元。未来 3-5 年，园区计划引进 30-50 家企业入驻，打造中部地区最大火锅烧烤预制菜食材基地，年产值达 350 亿元，年税收超 15 亿元，用工超过 1 万人。**2) 广元澄明食品产业园：**是锅圈打造的第二个百亿食品园区，于 2024 年 2 月签约。该项目由河南省鹿邑县澄明产业园管理有限公司投资，计划总投资 15 亿元，围绕火锅、预制菜、复合调味料生产及园区产业链配套企业生产。经过一年多发展，已建成 120 亩智能化工厂，充分利用广元的区位与资源优势，涉及食用菌汤、酱料生产、冷链物

流等领域，全面投产后预计年产量 10 万吨，营业收入 8 亿元。3) **湖北荆州澄明食品产业园**：定位于澄明食品产业园水产预制菜生产基地，规划占地面积约为 1000 亩，分三期进行建设。其中一期占地 150 亩，投资 18.5 亿元。一期项目达产后，预计实现加工预制菜调味小龙虾 1 万吨以上，产值 5 亿元；加工虾尾 1 万吨以上，产值 5 亿元；加工无抗牛蛙 7500 吨以上，产值 3.75 亿元以上，加工鱼类产品 1 万吨，产值达 4 亿元。公司未来还计划打造多家园区，建成中部最大火锅烧烤预制菜食材基地，实现“百亿园区，千亿澄明”的宏伟目标。4) **锅圈国际食品产业园**：此外，锅圈食品有限公司也于 2025 年 7 月签约落户儋州工业园，半年内敲定近 5 亿元投资、150 亩规划，园区交通便利，可承接自贸港“零关税”等政策红利，且与园区内深圳港、深农集团等企业形成产业协同，体现了锅圈借助海南双循环交汇点优势的提前布局。

图表53： 锅圈食品数字化管理系统



资料来源：公司招股说明书，中信建投

图表54： 锅圈的主要供应商品牌



资料来源：公司官网，中信建投

### 3.2 锅圈发生了什么变化：拓品类+拓场景，打造社区中央厨房

公司口号转变，市场定位调整，从“火锅烧烤”丰富到“社区全能厨房”。1) **“在家吃火锅，就找锅圈”**：2017 年，锅圈初入市场，喊出“在家吃火锅，就找锅圈”，彼时聚焦火锅食材领域，全力开拓火锅食材市场，扎根河南并逐步向周边拓展，凭借品类丰富、价格亲民的火锅食材，快速积累起品牌的初始影响力。2) **“在家火锅烧烤，就找锅圈”**：2021 年，口号更新为“在家火锅烧烤，就找锅圈”。随着市场发展，家庭用餐场景愈发多元，烧烤需求显著增长。锅圈敏锐捕捉到这一趋势，及时扩充烧烤食材产品线，从基础食材到烧烤器具全面覆盖，在东部沿海及中部地区，烧烤食材销售占比稳步提升，进一步扩大品牌市场版图。3) **“在家吃饭，就找锅圈”**：2023 年，锅圈口号升级为“在家吃饭，就找锅圈”，公司产品品类从火锅、烧烤延伸至西餐、一人食等八大品类，全方位满足家庭用餐需求。在西部地区，虽门店数量相对较少，但凭借品类丰富度，逐渐渗透当地家庭日常饮食。26 年公司开始试水锅圈小炒门店，定位“又便宜又好”，通过明厨亮灶的形式，让社区居民享受到充满锅气的现炒菜，不仅可以到门店自选，也可线上外卖点单到家，是对公司“社区央厨”战略又一次实践。26 年 1 月锅圈小炒首店即将在郑州试营业，以智能炒菜机为核心载体，结合锅圈在复合调味料与食材供应链领域的核心优势，致力在社区场景中为老百姓提供兼具效率与口感的现制中餐和消费者在家 3 分钟就能

炒好的半成品菜。

图表55：锅圈“好好吃饭，健康生活”计划



资料来源：公司官网，中信建投

图表56：“在家吃饭，就找锅圈”口号



资料来源：公司官网，中信建投

图表57：锅圈门店不同时期的店招



资料来源：公司官网，中信建投

**乡镇店新店型：**更大型的餐饮冻品批发超市，大包装+散称+性价比，一站式解决乡镇冻品食材需求。锅圈乡镇店提供更多散装、大包装产品，门店面积由过去 40-80 平的紧凑型布局升级为 100 平以上，整体商品 SKU 从原来的 300+ 扩展到现在的 500+，同时推进批发业务，更具性价比，如主打 1 公斤以上的家庭装鸡翅、饺子、小酥肉、烤肠等大包装。在乡镇新店开业期间，公司更加注重性价比产品的引流，推出金鱼馄饨 9.9 元 5 包、三全水饺 9.9 元 2 包、纯悦矿泉水 12 瓶 6.8 元、小龙虾 99 元 5 包、肥牛卷 89.9 元 3 斤等。

图表58： 公司新店开业低价冻品活动



资料来源：黄金埠地宝公众号，中信建投

图表59： 公司新店开业低价肉卷丸子活动



资料来源：黄金埠地宝公众号，中信建投

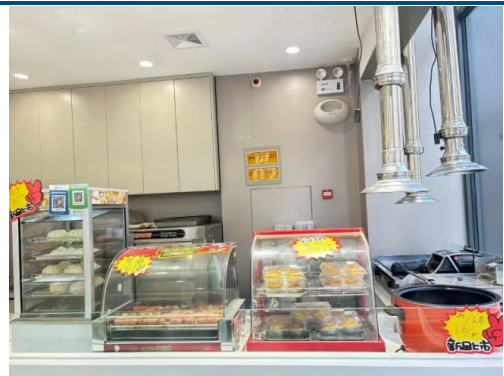
社区大店改造：通过“场景化陈列”与“全餐次覆盖”，构建一个能服务从老人、家庭到年轻客群的全龄化、全时段社区厨房。一方面，以“提场景、提复购、提频次”为增长引擎，将门店从火锅单一消费场景，延展至覆盖“一日四餐”的社区家庭厨房。公司通过早餐面点、烘焙、牛排等业态扩容，多业态复合提升门店营收收入。同时以1元包子、豆浆、9.9元5包金鱼小馄饨等引流小吃、高频品类为抓手，倍数提升用户到店频次，推动门店由低频食材零售向高频生活服务转型；另一方面，以“品类更全、体验更好、选择更优、业绩更高”为盈利保障，针对不同客群，锅圈设计了差异化的触达方式，通过“宽品类+窄SKU”策略，打造社区厨房形象。对于儿童，通过烘焙区的面包、蛋糕、甜品来建立好感度，带动家庭型消费；对于年轻客群，设置醒目的饮品专区、冻品榴莲等，配合社群私域运营，贴近其快节奏与社交需求；对于银发群体，推出高性价比面点与简餐，建立日常信赖。根据锅圈公众号，目前郑州两家锅圈大店营业数据显示，日均客流量、客单价、单店净利润均呈现明显提升态势。截至2025年11月，通过线下社区活动和线上“锅宝”等IP的鲜活运营，锅圈已持续累计超6000万会员。

图表60： 公司大店引入包子、烧麦、豆浆等早餐品



资料来源：锅圈公众号，中信建投

图表61： 公司大店引入蛋挞烤肠、现烤区域等



资料来源：锅圈公众号，中信建投

公司将持续开“大”店作为2026年的核心战略方向。公司判断，早期70 m<sup>2</sup>的小店模型在高效链接社区，证明了商业模式的可行性的同时，也显现出其在业务场景、客户体验和业绩想象力上已逐步接近上限；相较之下，约150 m<sup>2</sup>的社区大店通过空间扩容与场景重构，使门店功能由以交易效率为导向的零售节点，升级为覆盖家庭“一日四餐”的社区综合饮食解决方案载体。基于大湾区、郑州等样板门店的调改实践，公司已初步验证

社区大店在人效、坪效及盈利模型上的可行性。未来公司将坚定进行大店调改，通过空间革命挖掘存量市场的巨大潜能，26年计划大店调改3000家、新开大店3000家，150平方的大店模型面积扩一倍、业绩增三倍。

**图表62：锅圈河南郑州柳林店分区图**


资料来源：锅圈公众号，中信建投

**图表63：锅圈社区大店消费场景丰富**


资料来源：锅圈公众号，中信建投

### 3.3 锅圈的空间有多大：3万个乡镇支撑再开万店

加盟商网络覆盖全国大部分省市，目标下沉市场启动第二个万店计划。从区域覆盖角度，锅圈的加盟商网络已广泛覆盖全国31个省、自治区、直辖市，延伸至县、乡镇，构建起多层次、广覆盖的网络体系。2024年底，锅圈已触及2000余个市县。公司重点布局河南及其周边核心城市，山东、陕西、江苏、浙江的门店数量均突破500家，其中河南作为发源地，门店数已突破1000家。在市场下沉方面，公司重点布局地级市、县级市、乡镇等次级城市，发挥锅圈好吃不贵的性价比优势，建立起贴近社区的精细化服务。2024年，改造后的新乡镇门店净增287家，乡镇总店数达2000家，覆盖全国1700多个乡镇，在总店数中占比接近20%。公司董事长杨明超在采访中表示，锅圈2025年起以县市区等下沉市场为主要拓店目标，启动第二个万店计划，在此基础上新增1万家门店。

根据窄门餐眼数据，从区域分布来看，锅圈以华东、华中、华北为核心筑牢基本盘，向西北、东北潜力区域加速渗透，对西南、华南进行策略性优化，持续适配不同区域的消费需求，推动门店网络高质量扩张。

**1) 华东+华北+华中：**华东+华北+华中构成锅圈全国布局的重点，是品牌深耕多年的核心阵地，占全国总量的70%以上。这三大区域凭借人口密集、消费场景成熟、供应链网络完善的优势，成为锅圈营收的主要来源。其中，华东的江苏、浙江，华北的河南、山东，华中的湖北、湖南形成多极支撑，通过关闭低效门店、优化社区点位，单店盈利能力稳步提升。三大区域依托长三角、京津冀、中原经济圈的物流枢纽，实现冷链48小时全域覆盖，共享“火锅节”“预制菜专场”等营销资源，持续巩固品牌在国内主流消费市场的主导地位。

**2) 华南+西南：**华南+西南作为锅圈策略性调整区域，门店总数相对较少，占全国总量不足5%。华南地区受饮食口味偏好影响，火锅消费场景相对有限，锅圈通过收缩低效门店等措施，门店总数有所下降。西南地区作为以火锅为传统美食的地区，锅圈的市场影响力有限，门店数量维持相对较少的规模。两大区域虽整体规模不大，但通过精准定位消费场景，逐步形成适配本地市场的运营体系。

**3) 西北+东北：**西北+东北是锅圈重点拓展的潜力区域，占全国总量的12.7%，展现出逐步渗透的态势。西北地区的陕西、甘肃、宁夏构成基本盘，依托冷链物流逐步完善的优势，门店数量稳中有升。东北地区正在加速布局，门店数量也有所提升。两大区域凭借竞争压力小、消费需求集中的特点，成为锅圈全国化布局中重

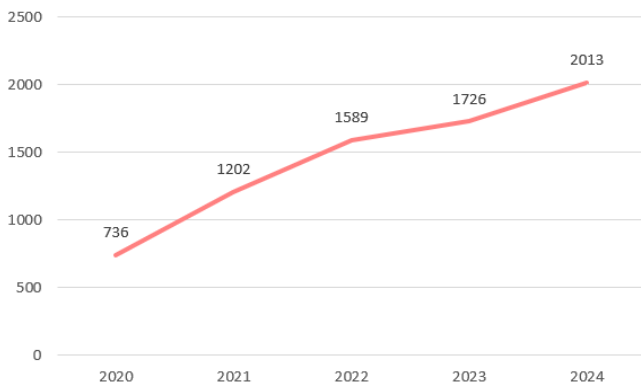
要的增长极，未来有望进一步提升市场份额。

根据窄门餐眼数据，从城市等级分布来看，锅圈的门店布局呈现出“聚焦下沉市场、优化高线城市”的特征，不同等级城市的占比变化反映出品牌对消费市场的精准适配。

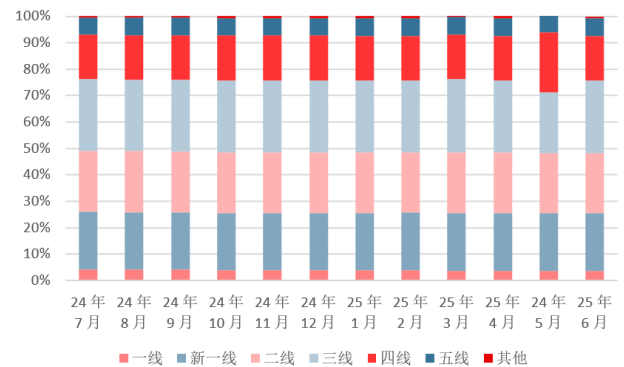
**1) 一线城市：**一线城市占比持续走低，体现出品牌在高竞争、高成本市场的策略性收缩。一线城市虽消费能力强，但租金、人力成本高，且面临盒马NB、奥乐齐等新零售硬折扣超市、即时零售平台的激烈竞争，这些对手在价格、SKU或线上便利性上形成压力，消费者选择更为多元。因此，锅圈通过关闭低效门店、聚焦优质点位，避免与高端商超、特色餐饮正面抗衡，以优化资源配置。

**2) 新一线与二线城市：**新一线与二线城市是锅圈门店布局的核心区域，在品牌整体门店占比近50%。该市场消费潜力大，成本低于一线城市，且主要竞争对手为传统超市和菜市场，硬折扣超市较少。锅圈在此的优势十分突出。不仅价格上低于传统超市和普通新零售超市，SKU齐全度远超传统销售渠道，同时门店密度高，对比单一品牌竞品购买最方便。基于这些优势，锅圈深耕社区与商圈结合的布局，依托完善的冷链供应链保障食材新鲜度，针对“宅家火锅”“露营烧烤”等场景加大预制菜、便捷食材供应，以稳固市场份额。

图表64： 乡镇门店数量持续上涨



图表65： 近一年各城市门店分布情况



资料来源：窄门餐饮，中信建投

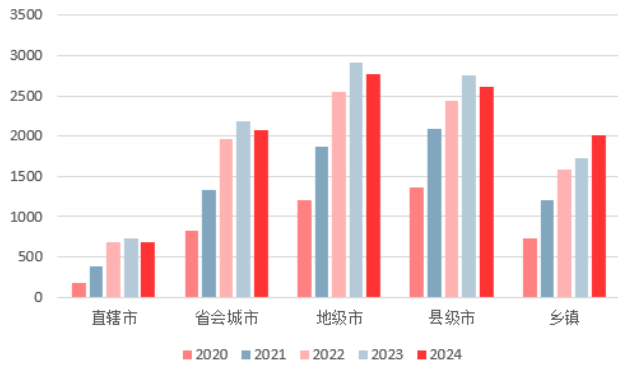
资料来源：窄门餐饮，中信建投

**3) 三线城市：**三线城市在整体门店占比近30%，其主要竞争对手为传统超市和菜市场，锅圈的核心优势体现在SKU齐全度上。价格方面，锅圈低于传统超市但高于菜市场；便利性方面，门店密度通常不高。不过，传统销售渠道中很多品类获得性差，尤其菜市场深加工产品和品类较少，锅圈“一站式购齐”的优势显著。因此，锅圈在此类城市布局，重点发挥SKU齐全的特点，满足消费者对多样化火锅烧烤食材的需求。

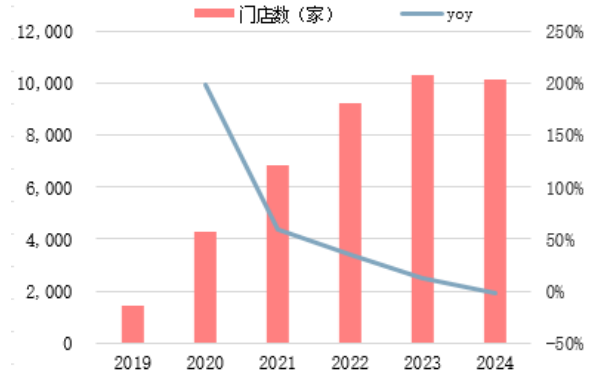
**4) 县城&乡镇：**县城与乡镇市场的锅圈门店占比稳步提升，是品牌重点拓展的下沉市场。该市场主要竞争对手为传统超市和批发市场，锅圈的优势集中在SKU齐全度、食品安全、购物体验等方面，契合当地“消费升级”需求。传统超市竞争力有限，批发市场虽价格低廉，但品质参差不齐、包装体量较大，更适合B端采购，且购物环境差、需货比三家，不适合C端小批量采购。锅圈通过简化门店模型、降低单店投资，快速填补市场空白，尤其在县域、乡镇结合部布局，其中乡镇门店占比从2020年的17.10%升至2024年的19.83%，成为增长最快的类别，充分发挥自身优势抢占当地C端火锅食材消费市场。

**多类店型适配不同场景，全国布局抢占销售市场。**锅圈的加盟门店可按区域分为城市市区店、县城店与乡镇店，其中市区店因房租高、客流量大适配高端配置，县城店房租适中面向中端消费群体，乡镇店房租低利于低成本运营；按店型则主要分为三种，标准门店面积40-100平方米，由公司指导加盟商统一设计布局，保持一致品牌形象与消费体验，售卖预制化产品，人力需求少、标准化程度高，利于快速复制扩张；店中店通常设于超市或百货公司内，可从高人流中获取商机；乡镇店分布于乡镇与村庄，能满足偏远乡村地区居民对火锅、烧

烤食材的需求，且投资成本较低。不同区域门店和店型各有适配特点与功能，可满足多元消费群体需求。

**图表66： 加盟店城市门店数级别分布（单位：家）**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表67： 2019—2024 年公司门店数量及增速情况**


资料来源：招股说明书，公司公告，中信建投

**回本周期快，增长持续性强。**从单店投资来看，城区门店为 20 万元，乡镇店为 15 万元，整体投资门槛均处于相对较低的水平。门店经营层面，城区店年零售额可达 100 万元，日销约 2740 元；乡镇店年零售额 70 万元，日销 1918 元，两者客单价均为 60 元，保持着稳定的消费频次。毛利率方面，城区店 35%、乡镇店 33%，均保持在不错的水平。在成本控制上，两类门店各有特点，员工配置精简，租金及水电等其他费用也处于可控范围。盈利表现上，城区店净利润 10.3 万元、净利率 10%，乡镇店净利润 9.1 万元、净利率 13%，均展现出良好的盈利能力。同时，两类门店的回本周期均处于较短水平，城区店约 2.0 年，乡镇店约 1.6 年，这样的回本速度在连锁加盟业态中具备明显优势，有利于加盟业务的快速拓展。

**门店数量与单店收入双轮驱动增长潜力凸显，未来增量空间大。**截止 2024 年年底，锅圈门店数量达 10150 家，其中城区店占比 80.17%、乡镇店占比 19.83%。从行政区域分布看，门店在不同层级区域持续拓展，乡镇店占比逐步提升，2024 年改造后新乡镇门店净增 287 家，总店数近 2000 家。单店层面，城区与乡镇店均有稳定经营表现，消费频次稳定，且两类门店回本周期短，盈利能力良好。从增量空间看，乡镇市场仅覆盖约 2000 家，而我国有 3 万个乡镇，结合单店人口覆盖率等测算，潜在拓店空间达 1.7 - 2.9 万家，公司以下沉市场为拓店重点启动第二个万店计划，中性预期未来 5 年拓店至 2 万家，门店数量翻倍后，叠加单店收入增长，营收规模有望实现大幅跃升，增长持续性强劲。

**图表68： 锅圈单店模型**

	城区门店	乡镇店
单店投资（万元）	20	15
面积	50-100	150-200
年零售额（万元）	100	70
日销（元）	2740	1918
毛利率	35%	33%
门店营业成本	65	46.9
锅圈报表发货	57	41
员工费用（万元）	10.0	3.0
员工数	2.5	1
年薪	4	3
员工费率	10%	4%
租金费用（万元）	8	2.5
租金费率	8%	4%
水电服务费等其他	7	9
其他费率	7%	13%
净利润	10.0	8.6
净利率	10%	12%
回本周期	2.0	1.7

资料来源：中信建投

## 四、盈利预测：开店提速，利润率提升

盈利预测与投资建议：收入端，迈向 5 年 1 万家新增门店，开店逐步提速，拓品类拉动单店增长。

(1) 门店业务：预计公司 25-27 年分别净增门店 1351/1900/2000 家，乡镇店模型跑通后，开店逐步加速，受大店调改、拓品类带动，预计公司 25-27 年单店贡献分别为 57.3/59.1/60.2 万元，分别同增 7.6%/3.0%/2.0%，因此公司 25-27 年销售给加盟商收入分别为 62.0/73.5/86.8 亿元，分别同增 13.9%/18.5%/18.0%。

(2) 其他销售渠道：公司 B 端业务处在探索阶段，公司产能利用率仍有提升空间，随着自产率的提升，预计 B 端业务也将持续增长。我们预计其他业务 2025-2027 年收入分别为 13.9/16.0/17.6 亿元，分别同增 60%/15%/10%。

图表 69：公司分收入情况及预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
门店数	10307	10150	11501	13401	15401
YOY	11.8%	-1.5%	13.3%	16.5%	14.9%
销售给加盟商	53.7	54.5	62.0	73.5	86.8
YOY	-17.2%	1.5%	13.9%	18.5%	18.0%
占比	88.0%	84.2%	80.0%	80.5%	81.5%
单店贡献 (万元)	55.0	53.3	57.3	59.1	60.2
YOY	-31.7%	-3.1%	7.6%	3.0%	2.0%
其他销售渠道	5.7	8.7	13.9	16.0	17.6
YOY	-1.2%	50.8%	60.0%	15.0%	10.0%
占比	9.4%	13.4%	17.9%	17.5%	16.5%
服务收入	1.5	1.6	1.6	1.9	2.2
YOY	33.9%	2.6%	4.2%	13.6%	15.7%
占比	2.5%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
总收入	60.94	64.70	77.56	91.37	106.48
YOY	-15.0%	6.2%	19.9%	17.8%	16.5%

资料来源：公司公告，中信建投

利润端，规模效应释放摊薄销售和管理费用率，公司利润率有望向 8-10% 提升，利润释放空间足。我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 21.3%/21.4%/21.6%，销售费用率分别为 8.8%/8.6%/8.4%，管理费用率分别为 6.1%/5.9%/5.7%，规模效应释放提升利润率。预计 2025-2027 年公司实现收入 77.56/91.37/106.48 亿元，实现归母净利润 4.50/5.85/7.45 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,094	6,470	7,756	9,137	10,648
YOY (%)	-15.05	6.17	19.88	17.81	16.53
净利润(百万元)	240	231	450	585	745
YOY (%)	4.23	-3.79	95.14	30.03	27.40
EPS(摊薄/元)	0.09	0.08	0.16	0.21	0.27
P/E(倍)	40	41	21	16	13

资料来源：公司公告，中信建投

## 风险分析

**1、供应链与成本波动风险：**若冷链仓储、物流网络跟不上门店扩张速度，可能导致区域断供、配送成本上升或产品品质不稳定。核心食材价格受大宗商品市场、气候等因素影响较大。若采购成本上升而终端提价能力有限，将直接压缩毛利率。

**2、市场竞争加剧风险：**在家吃饭餐食产品尤其是预制菜、火锅食材赛道参与者持续增多，涵盖综合商超、垂直连锁、食品加工企业及新兴品牌，同质化竞争激烈。

**3、食品安全风险：**食品安全问题始终是消费者的关注热点，企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。

门店数量增长是公司业务增长的核心，未来每年门店的净增数量对公司整体收入和业绩有较大影响。我们预计公司 2025-2027 年门店净增数量分别为 1351/1900/2000 家，对应公司总营收增速分别为 19.9%/17.8%/16.5%。我们定量假设了 2025-2027 年门店净增不及预期的情况，并测算从小幅低于预期到极端情况下对公司总收入增速的影响。

**图表70： 营业总收入与公司门店净增数量的敏感性分析**

	门店净增数量			营业收入增速		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
预期值	1351	1900	2000	19.9%	17.8%	16.5%
小幅低于预期	1200	1600	1700	19.5%	16.1%	14.8%
大幅低于预期	1100	1100	800	19.2%	13.8%	10.1%
极端情况	1000	900	700	18.9%	12.7%	9.2%

资料来源：公司公告，中信建投

## 报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>2,875.29</b>	<b>3,268.45</b>	<b>16,334.62</b>	<b>29,661.38</b>	<b>43,027.49</b>
现金	1,481.82	2,018.74	14,761.38	27,809.39	40,872.60
应收票据及应收账款合计	54.26	233.80	164.85	194.21	226.32
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	304.50	232.39	358.38	422.19	492.00
存货	719.52	691.83	946.90	1,114.11	1,295.02
其他流动资产	315.20	91.70	103.10	121.47	141.55
<b>非流动资产</b>	<b>1,776.35</b>	<b>1,483.03</b>	<b>1,473.45</b>	<b>1,437.41</b>	<b>1,385.72</b>
长期投资	2.07	301.63	301.63	301.63	301.63
固定资产	440.82	493.77	462.79	465.37	447.28
无形资产	193.95	201.65	168.04	134.43	100.82
其他非流动资产	1,139.52	485.99	540.99	535.99	535.99
<b>资产总计</b>	<b>4,651.65</b>	<b>4,751.48</b>	<b>17,808.06</b>	<b>31,098.79</b>	<b>44,413.21</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,167.89</b>	<b>1,404.36</b>	<b>1,423.31</b>	<b>1,674.40</b>	<b>1,946.92</b>
短期借款	72.14	63.51	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	457.30	647.06	655.01	770.68	895.82
其他流动负债	638.46	693.80	768.29	903.72	1,051.10
<b>非流动负债</b>	<b>104.98</b>	<b>82.30</b>	<b>82.30</b>	<b>82.30</b>	<b>82.30</b>
长期借款	8.14	4.00	4.00	4.00	4.00
其他非流动负债	96.84	78.30	78.30	78.30	78.30
<b>负债合计</b>	<b>1,272.86</b>	<b>1,486.66</b>	<b>1,505.60</b>	<b>1,756.69</b>	<b>2,029.21</b>
少数股东权益	116.61	120.45	134.36	154.33	181.36
股本	2,747.36	2,747.36	3,747.36	4,747.36	5,747.36
资本公积	514.82	397.01	12,434.24	24,471.46	36,508.68
留存收益	0.00	0.00	-13.50	-31.05	-53.41
归属母公司股东权益	3,262.18	3,144.37	16,168.10	29,187.77	42,202.63
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,651.65</b>	<b>4,751.48</b>	<b>17,808.06</b>	<b>31,098.79</b>	<b>44,413.21</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>678.346</b>	<b>530.908</b>	<b>275.367</b>	<b>600.645</b>	<b>735.226</b>
净利润	263.40	241.24	463.83	605.01	772.35
折旧摊销	80.79	85.94	119.58	136.03	151.70
财务费用	5.43	4.42	-28.61	-74.38	-120.07
其他经营现金流	328.72	199.31	-279.43	-66.01	-68.75
<b>投资活动现金流</b>	<b>-548.24</b>	<b>-119.76</b>	<b>-71.64</b>	<b>-61.64</b>	<b>-61.64</b>
资本支出	126.08	142.48	110.00	100.00	100.00
其他投资现金流	-674.32	-262.24	-181.64	-161.64	-161.64
<b>筹资活动现金流</b>	<b>355.43</b>	<b>-264.79</b>	<b>12,538.91</b>	<b>12,509.01</b>	<b>12,389.62</b>
短期借款	-23.30	-8.63	-63.51	0.00	0.00
长期借款	7.95	-4.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	370.78	-252.02	12,602.42	12,509.01	12,389.62
<b>现金净增加额</b>	<b>485.53</b>	<b>146.36</b>	<b>12,742.64</b>	<b>13,048.01</b>	<b>13,063.20</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>6,094.10</b>	<b>6,469.81</b>	<b>7,755.79</b>	<b>9,136.94</b>	<b>10,647.69</b>
营业成本	4,743.16	5,053.06	6,103.81	7,181.63	8,347.79
营业税金及附加	8.65	1.24	5.08	5.98	6.97
销售费用	578.82	664.19	662.03	762.20	867.57
管理费用	497.24	454.28	458.91	522.91	588.71
财务费用	5.43	4.42	-28.61	-74.38	-120.07
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>260.80</b>	<b>292.62</b>	<b>554.57</b>	<b>738.59</b>	<b>956.72</b>
其他非经营损益	102.62	26.93	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>363.43</b>	<b>319.55</b>	<b>604.57</b>	<b>788.59</b>	<b>1,006.72</b>
所得税	100.02	78.31	140.74	183.58	234.36
<b>净利润</b>	<b>263.40</b>	<b>241.24</b>	<b>463.83</b>	<b>605.01</b>	<b>772.35</b>
少数股东损益	23.77	10.68	13.91	19.97	27.03
<b>归属母公司净利润</b>	<b>239.64</b>	<b>230.56</b>	<b>449.91</b>	<b>585.04</b>	<b>745.32</b>
EBITDA	449.65	409.91	695.54	850.24	1,038.34
EPS (元)	0.09	0.08	0.16	0.21	0.27

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-15.05	6.17	19.88	17.81	16.53
净利润(%)	9.30	-8.41	92.27	30.44	27.66
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	22.17	21.90	21.30	21.40	21.60
净利率(%)	4.32	3.73	5.98	6.62	7.25
ROE(%)	7.35	7.33	2.78	2.00	1.77
ROIC(%)	7.11	9.44	20.58	21.96	26.19
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.36	31.29	8.45	5.65	4.57
净负债比率(%)	-41.48	-59.77	-90.52	-94.76	-96.42
流动比率	2.46	2.33	11.48	17.71	22.10
速动比率	1.76	1.77	10.74	16.98	21.36
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.31	1.36	0.44	0.29	0.24
应收账款周转率	112.31	27.67	47.05	47.05	47.05
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.08	0.16	0.21	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.19	0.10	0.22	0.27
每股净资产(最新摊薄)	1.19	1.14	5.88	10.62	15.36
<b>估值比率</b>					
P/E	39.89	41.46	21.25	16.34	12.83
P/B	2.93	3.04	0.59	0.33	0.23
EV/EBITDA	19.29	20.43	-1.16	-12.02	-18.90

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13年产业工作经验、6年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024年带队荣获9项最佳分析师大奖，2022—2024年连续三年新财富入围团队，Wind金牌分析师2023年第一名、2024年第二名，22、23、24新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024年金牛奖第三名、2024年21世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024上证报最佳分析师、2022—2024年东方choice最佳分析师等。

### 高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk