

锅圈 (02517.HK)

利润率优化明显，门店扩张驱动高增长

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 社会服务 · 酒店餐饮

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	张向伟		zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090001
证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002
联系人：	王新雨	021-60875135	wangxinyu8@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：锅圈发布盈利预告，2025 年全年预计实现收入约 77.50-78.50 亿元，同比增长约 19.8%-21.3%；预计录得净利润约 4.43-4.63 亿元，同比增长约 83.7%-92.0%。

观点：1) 营收稳健增长，乡镇市场拓店提速；2) 坚定社区央厨战略，全渠道深化布局；3) 门店扩张驱动高增长，业绩增长趋势有望延续。考虑公司乡镇店型扩展顺利，老店调改逐步落实，叠加公司规模效应释放，运营效率提高，上调此前盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 77.9/91.3/104.9 亿元（前预测值为 73.3/84.4/95.9 亿元），同比 20.3%/17.3%/14.9%；2025-2027 年公司实现归母净利润 4.5/5.6/6.6 亿元（前预测值为 4.1/4.9/5.6 亿元），同比 95.3%/24.5%/17.7%；实现 EPS0.16/0.20/0.24 元；当前股价对应 PE 分别为 23.2/18.7/15.9 倍，维持优于大市评级。

评论：

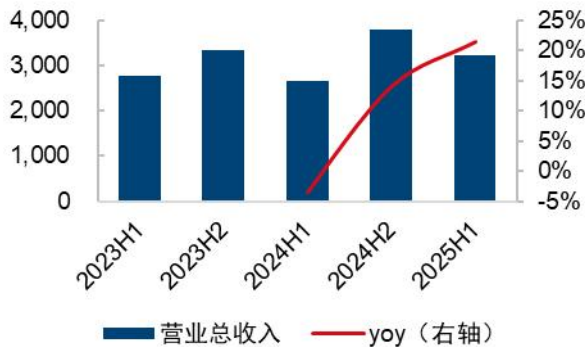
◆ 营收稳健增长，乡镇市场拓店提速

公司通过持续大力开拓乡镇市场，并稳步下沉、拓展其他地区市场，截至 2025 年底门店数量达到 11566 家，较 2024 年底净增 1416 家。随着规模扩张及店均收入的增长，共同驱动营收实现约 20%的稳健增速。2025 年净利润同比高增，净利率 5.6%-6.0%，相比 2024 年提升明显，得益于业务扩张带来的规模效应、叠加运营效率的持续优化。

◆ 坚定社区央厨战略，全渠道深化布局

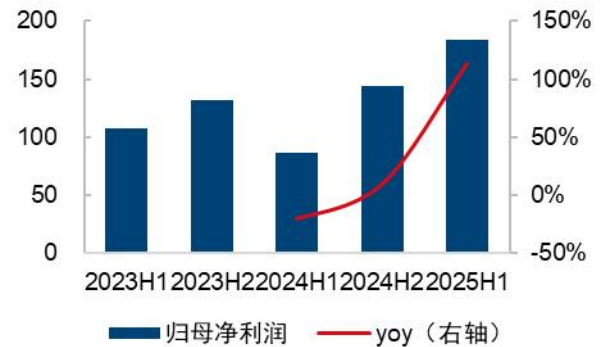
公司坚定执行社区央厨战略，通过多渠道、多场景及线上线下相结合的模式，2025 年加速开店和单店收入继续提高证明公司渠道能力。26 年公司战略重点为大店调改和新店拓展，目前乡镇大店在火锅食材基础上新增非冻品区域，品类结构仍然在探索中。随着乡镇市场红利释放及运营效率提升，公司业绩增长趋势有望延续。

图1：公司收入及变化



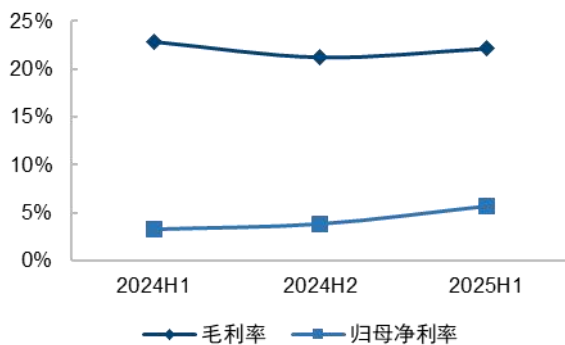
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及变化



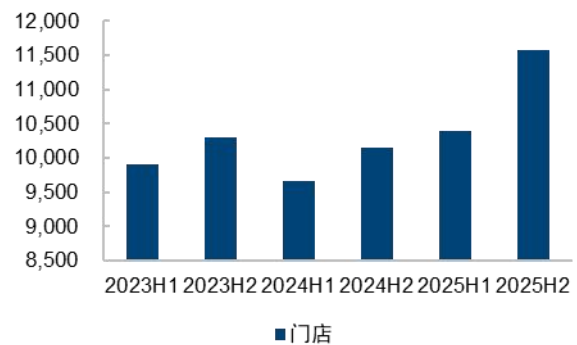
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率和归母净利率变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司门店数量变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：门店扩张驱动高增长，业绩增长趋势有望延续，维持优于大市评级

考虑公司乡镇店型扩展顺利，老店调改逐步落实，叠加公司规模效应释放，运营效率提高，上调此前盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 77.9/91.3/104.9 亿元（前预测值为 73.3/84.4/95.9 亿元），同比 20.3%/17.3%/14.9%；2025-2027 年公司实现归母净利润 4.5/5.6/6.6 亿元（前预测值为 4.1/4.9/5.6 亿元），同比 95.3%/24.5%/17.7%；实现 EPS0.16/0.20/0.24 元；当前股价对应 PE 分别为 23.2/18.7/15.9 倍，维持优于大市评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7328	8436	9586	7786	9132	10491	459	696	904
收入同比增速%	13.3%	15.1%	13.6%	20.3%	17.3%	14.9%	6.3%	8.2%	9.4%
毛利率%	22.3%	22.5%	22.5%	22.2%	22.4%	22.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
销售费用率%	9.5%	9.4%	9.3%	9.5%	9.1%	9.0%	0.0%	-0.3%	-0.4%
净利率%	5.6%	5.8%	5.8%	5.8%	6.1%	6.3%	0.2%	0.3%	0.5%
归母净利润（百万元）	413	492	560	450	561	660	38	68	100
归母净利润同比增速%	78.9%	19.4%	13.7%	95.3%	24.5%	17.7%	9.1%	13.9%	17.9%
EPS（元）	0.15	0.18	0.20	0.16	0.20	0.24	0.01	0.02	0.04

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

表2: 可比公司估值表 (2026 年 1 月 30 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (原始货币)	EPS		PE		总市值 亿元 (CNY)	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
2517. HK	锅圈	32. 55	4. 26	0. 16	0. 20	23. 2	18. 7	104	优于大市
603345. SH	安井食品	21. 46	89. 31	4. 25	4. 74	21. 0	18. 9	298	优于大市
2097. HK	蜜雪集团	26. 24	397. 60	15. 34	17. 86	23. 2	19. 9	1, 347	优于大市
605338. SH	巴比食品	26. 46	31. 30	1. 18	1. 32	26. 6	23. 7	75	优于大市

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、预测 注: 除锅圈外均为 Wind 一致预测

◆ 风险提示

新进入者竞争加剧等市场风险, 新店开拓数量低于预期, 单店效益提升不及预期, 食品安全问题。

相关研究报告:

《锅圈 (02517. HK) - 连锁化过万店, 探索全供应链新模式》 —— 2025-10-27

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1173	1326	1500	1686	1705	营业收入	6094	6470	7786	9132	10491
应收款项	463	558	628	739	867	营业成本	4743	5053	6057	7088	8138
存货净额	720	692	943	1054	1199	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	64	89	107	125	144	销售费用	579	664	741	832	941
流动资产合计	2875	3268	3782	4330	4786	管理费用	507	489	545	622	698
固定资产	441	494	688	872	1046	财务费用	13	(2)	(8)	1	7
无形资产及其他	233	226	183	140	96	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	183	216	216	216	216	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	919	547	547	547	547	其他收入	36	54	177	196	214
资产总计	4652	4751	5416	6105	6691	营业利润	289	320	628	783	921
短期借款及交易性金融负债	72	64	439	716	859	营业外净收支	75	0	0	0	0
应付款项	514	703	822	962	1104	利润总额	363	320	628	783	921
其他流动负债	582	638	758	883	1011	所得税费用	100	78	157	196	230
流动负债合计	1168	1404	2019	2560	2974	少数股东损益	24	11	21	26	31
长期借款及应付债券	8	4	4	4	4	归属于母公司净利润	240	231	450	561	660
其他长期负债	97	78	78	78	78						
长期负债合计	105	82	82	82	82	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1273	1487	2101	2643	3056	净利润	240	231	450	561	660
少数股东权益	117	120	126	132	140	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3262	3144	3189	3330	3495	折旧摊销	81	112	103	111	121
负债和股东权益总计	4652	4751	5416	6105	6691	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	13	(2)	(8)	1	7
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	380	102	(103)	25	(21)
每股收益	0.09	0.08	0.16	0.20	0.24	其它	10	1	5	7	8
每股红利	0.05	0.07	0.15	0.15	0.18	经营活动现金流	710	446	456	703	768
每股净资产	1.19	1.14	1.16	1.21	1.27	资本开支	0	(133)	(252)	(252)	(252)
ROIC	9%	8%	14%	17%	19%	其它投资现金流	(405)	(149)	0	(121)	(145)
ROE	7%	7%	14%	17%	19%	投资活动现金流	(509)	90	(252)	(373)	(397)
毛利率	22%	22%	22%	22%	22%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	7%	8%	8%	负债净变化	8	(4)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(143)	(200)	(405)	(421)	(495)
收入增长	-15%	6%	20%	17%	15%	其它融资现金流	548	25	376	277	143
净利润增长率	4%	-4%	95%	25%	18%	融资活动现金流	278	(384)	(30)	(144)	(352)
资产负债率	30%	34%	41%	45%	48%	现金净变动	478	152	174	186	19
息率	1.2%	1.7%	3.5%	3.6%	4.2%	货币资金的期初余额	695	1173	1326	1500	1686
P/E	43.7	45.4	23.2	18.7	15.9	货币资金的期末余额	1173	1326	1500	1686	1705
P/B	3.2	3.3	3.3	3.1	3.0	企业自由现金流	713	297	164	415	481
EV/EBITDA	30	33	21	18	15	权益自由现金流	1265	314	546	691	619

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032