

在家吃饭餐食龙头，高性价比迎经营拐点

华泰研究

2025年2月26日 | 中国香港

首次覆盖

可选消费

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

2.40

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570524090003
SFC No. BVO045

石狄

shidi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

联系人

SAC No. S0570124070059

杨耀

yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

首次覆盖锅圈，给予买入评级，目标价 2.40 港元（25 年 19x 经调整 PE）。公司是在家吃饭餐食产品龙头品牌，立足于高效的食材加工+物流供应链系统，撬动加盟商万店渠道，为消费者提供“好吃不贵”的在家吃饭解决方案，形成规模效应的正向飞轮。24 年顺应理性消费趋势，高性价比套餐推动同店快增+会员扩容。展望未来，我们看好公司乘餐食预制化东风，打造一站式社区央厨，通过渠道拓展及品类创新驱动长期成长。

2C 预制餐食产品市场广阔，公司供应链、渠道、品牌壁垒深厚

2023 年国内在家吃饭餐食产品市场超 4,000 亿元，在预制菜渗透率提升驱动下，27 年有望超 6,000 亿元，复合增速 10%。行业相对分散，22 年 CR5 仅 11.1%，锅圈以 3.0% 份额位居龙头。公司竞争壁垒深厚，1) 供应链：采用“单品单厂”策略，4 家自有工厂保障产品力，数字化中心仓+冷冻前置仓赋能全国高效物流，门店直采精简中间环节；2) 渠道：万店规模大幅领先同业，构筑采购议价优势；3) 品牌：自有品牌占比 95%，“好吃不贵”定位深入人心，在下沉市场的标准化产品优势尤为明显，购买者满意度达 95%。公司作为兼顾中、下游的龙头平台有望强者恒强，持续整合市场。

性价比策略带动经营拐点，中长期有望打造一站式社区央厨

疫后居家用餐需求回落的影响已基本消化。24 年公司开启高性价比爆品策略重塑客流吸引力，我们预计 2H24 同店增速转正，加盟店回本加快，25 年有望迎来店效提升+开店提速双重驱动。在中长期，我们测算公司门店数量可能存在翻倍空间。公司持续丰富品类及食材组合，从火锅、烧烤核心品类延伸至一日三餐多场景餐食方案，打造一站式社区央厨，驱动中长期成长。

我们与市场观点不同之处

市场担心消费情绪谨慎或压制同店及盈利能力。我们认为公司“好吃不贵”的定位受益于理性消费趋势，背靠高效供应链的性价比爆品策略收效明显，且对利润率影响小。对于行业竞争加剧担忧，我们认为公司低毛利、高周转模式运营门槛高，规模优势+自有品牌在下沉市场根基深厚，壁垒较为稳固。

投资建议

我们预测公司 24-26 年经调整净利润分别为 2.8/3.2/3.8 亿元。25 年调整后 P/E 15x。公司分红、回购有望带来 5%+ 回报率，建议关注低估值、高回报、经营拐点布局机遇。我们选取餐饮、食材、零售三类可比公司，25 年可比公司 P/E 均值 20.4 倍，考虑到行业需求仍有一定不确定性，我们给予锅圈 25 年调整后 19.0 倍 P/E，目标价 2.40 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争，加盟店管理，食品安全舆情，产品创新不及预期。

经营预测指标与估值

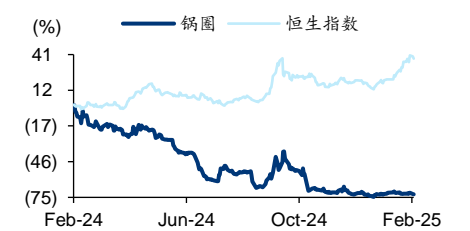
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	7,173	6,094	6,236	6,867	7,799
+/-%	81.25	(15.05)	2.33	10.12	13.57
归属母公司净利润 (人民币百万)	229.90	239.65	178.52	298.04	383.26
+/-%	(149.76)	4.24	(25.51)	66.95	28.59
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.09	0.12	0.10	0.12	0.14
ROE (%)	9.57	7.90	5.24	8.38	10.11
PE (倍)	16.98	14.52	16.60	14.45	12.06
PB (倍)	1.62	1.37	1.34	1.26	1.19
EV EBITDA (倍)	10.70	7.84	9.85	7.23	5.16

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	2.40
收盘价 (港币 截至 2 月 25 日)	1.81
市值 (港币百万)	4,973
6 个月平均日成交额 (港币百万)	19.14
52 周价格范围 (港币)	1.65-7.95
BVPS (人民币)	1.14

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,173	6,094	6,236	6,867	7,799
销售成本	(5,925)	(4,743)	(4,900)	(5,361)	(6,091)
毛利润	1,249	1,351	1,336	1,506	1,708
销售及分销成本	(624.58)	(578.82)	(592.42)	(653.09)	(740.93)
管理费用	(403.69)	(497.24)	(495.77)	(515.06)	(545.95)
其他收入/支出	118.49	96.27	27.38	101.62	132.37
财务成本净额	(2.56)	(5.43)	(3.56)	(2.37)	(2.37)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	332.04	363.44	273.00	437.18	551.58
税费开支	(91.06)	(100.02)	(70.16)	(112.36)	(137.90)
少数股东损益	11.08	23.77	24.32	26.78	30.42
归母净利润	229.90	239.65	178.52	298.04	383.26
折旧和摊销	(59.33)	(80.79)	(161.30)	(153.84)	(140.68)
EBITDA	393.93	449.66	349.85	434.52	540.56
EPS (人民币, 基本)	0.10	0.12	0.10	0.12	0.14

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	1,047	719.52	667.91	687.16	747.53
应收账款和票据	574.44	462.93	455.28	482.56	526.67
现金及现金等价物	694.95	1,418	1,441	1,756	2,122
其他流动资产	92.23	275.25	275.25	275.25	275.25
总流动资产	2,409	2,875	2,840	3,201	3,671
固定资产	357.83	440.82	610.78	656.76	658.83
无形资产	199.07	196.24	194.11	188.79	183.29
其他长期资产	1,115	1,139	1,131	1,114	1,094
总长期资产	1,672	1,776	1,936	1,960	1,936
总资产	4,081	4,652	4,776	5,161	5,607
应付账款	1,167	1,035	1,183	1,344	1,584
短期借款	115.38	89.99	9.61	9.61	9.61
其他负债	20.64	43.31	43.31	27.11	43.31
总流动负债	1,303	1,168	1,236	1,381	1,637
长期债务	19.41	20.30	17.50	17.50	17.50
其他长期债务	68.70	84.67	84.67	84.67	51.51
总长期负债	88.11	104.97	102.17	102.17	69.01
股本	20.99	2,747	2,747	2,747	2,747
储备/其他项目	2,573	514.82	549.76	763.17	955.83
股东权益	2,690	3,379	3,438	3,678	3,901
少数股东权益	95.08	116.60	140.92	167.70	198.12
总权益	2,785	3,495	3,579	3,846	4,099

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	16.98	14.52	16.60	14.45	12.06
PB	1.62	1.37	1.34	1.26	1.19
EV EBITDA	10.70	7.84	9.85	7.23	5.16
股息率 (%)	0.00	3.12	2.32	3.88	4.99
自由现金流收益率 (%)	1.92	(2.15)	(1.10)	5.57	7.52

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	393.93	449.66	349.85	434.52	540.56
融资成本	2.56	5.43	3.56	2.37	2.37
营运资本变动	(79.06)	(306.99)	(207.42)	(114.86)	(135.13)
税费	(91.06)	(100.02)	(70.16)	(112.36)	(137.90)
其他	58.91	630.27	501.31	405.57	420.01
经营活动现金流	285.28	678.35	577.14	615.24	689.91
CAPEX	(135.01)	(140.00)	(205.00)	(102.00)	(62.00)
其他投资活动	77.69	(208.25)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(40.40)	(548.24)	(205.00)	(102.00)	(62.00)
债务增加量	40.43	8.14	(95.00)	0.00	0.00
权益增加量	0.00	322.66	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	(143.14)	(106.63)	(178.02)
其他融资活动现金流	(7.90)	(105.70)	26.57	(64.74)	(36.80)
融资活动现金流	32.53	355.43	(348.62)	(198.10)	(262.57)
现金变动	277.41	485.54	23.52	315.14	365.34
年初现金	417.59	694.96	1,173	1,197	1,512
汇率波动影响	(0.03)	(7.21)	0.00	0.00	0.00
年末现金	694.96	1,173	1,197	1,512	1,877

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	81.25	(15.05)	2.33	10.12	13.57
毛利润	251.53	8.17	(1.08)	12.70	13.44
营业利润	(157.18)	9.43	(25.76)	59.51	26.03
净利润	(149.76)	4.24	(25.51)	66.95	28.59
EPS	(135.07)	16.92	(12.53)	14.91	19.75
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.41	22.17	21.43	21.93	21.91
EBITDA	5.49	7.38	5.61	6.33	6.93
净利率	3.20	3.93	2.86	4.34	4.91
ROE	9.57	7.90	5.24	8.38	10.11
ROA	6.76	5.49	3.79	6.00	7.12
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(20.83)	(38.69)	(41.13)	(47.01)	(53.69)
流动比率	1.85	2.46	2.30	2.32	2.24
速动比率	1.04	1.85	1.76	1.82	1.79
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	2.11	1.40	1.32	1.38	1.45
应收账款周转天数	26.81	30.64	26.50	24.58	23.29
应付账款周转天数	52.53	83.55	81.46	84.84	86.53
存货周转天数	50.10	67.05	50.97	45.49	42.40
现金转换周期	24.39	14.14	(3.99)	(14.76)	(20.84)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.10	0.12	0.10	0.12	0.14
每股净资产	1.04	1.23	1.25	1.34	1.42

正文目录

核心观点	5
中国在家吃饭餐食产品领军品牌	6
发展历程：撬动深厚的餐饮供应链基因，快速拓展 2C 预制餐食产品市场	6
商业模式：基于简化高效供应链，撬动加盟商万店飞轮	6
业务结构：以火锅、烧烤为核心品类，加盟商网络贡献主要收入	7
财务回顾：规模效应释放带动盈利能力提升，现金流表现良好	8
股权结构较为集中，管理层经验丰富	10
2C 预制餐食产品市场快速成长，全产业链布局龙头有望强者愈强	11
2C 预制餐食产品顺应“懒人经济”趋势，供需两端共驱成长	11
国内市场渗透率仍有较大提升空间，2C 预制餐食产品市场前景广阔	13
2C 预制餐食产品产业链精简，价值分布相对均衡	14
市场竞争格局相对分散，全产业链布局的龙头企业有望强者愈强	15
品牌、渠道、数字化供应链构筑深厚壁垒，迈向一站式社区央厨	17
2C 预制餐食产品龙头品牌，“多、快、好、省”切中消费者痛点	17
强大的供应链体系，产品创新持续拓宽消费场景	18
成熟的加盟模式，助力连锁化扩张	22
盈利预测与估值	27

图表目录

图表 1：锅圈发展历程	6
图表 2：锅圈商业模式	7
图表 3：公司八大品类产品	7
图表 4：公司各品类营收占比	7
图表 5：公司加盟店数及门店总数	8
图表 6：2023 年 4 月公司门店网络区域分布	8
图表 7：公司门店按城市线级分布概况	8
图表 8：公司各城市线级加盟店收入贡献	8
图表 9：公司收入及增速情况	8
图表 10：公司加盟店平均单店营收贡献	8
图表 11：公司各业务收入占比拆分	9
图表 12：公司毛利率及各品类表现拆分	9
图表 13：公司费用率及净利率表现	9
图表 14：公司现金流表现良好	10
图表 15：公司营运资本周转情况	10
图表 16：公司股权结构图	10
图表 17：2C 预制菜的分类及定义	11

图表 18: 主动购买过 2C 预制食品的消费者比例	11
图表 19: 预制食品消费者对各要素的关注度	12
图表 20: 中、美、日冷链流通率对比 (2024 年)	12
图表 21: 国内冷库容量快速增长	12
图表 22: 国内冷库容量市场规模	12
图表 23: 消费者购买预制菜的目的	13
图表 24: 在家吃饭市场规模	13
图表 25: 中国与海外成熟市场预制菜渗透率对比	13
图表 26: 国内 2C 预制餐食产品规模测算	14
图表 27: 2C 预制餐食产品与传统餐饮供应链及各环节加价率对比	15
图表 28: 各渠道毛肚价格对比	15
图表 29: 在家吃饭餐食产品竞争格局	16
图表 30: 锅圈与其他可比业态价格对比	17
图表 31: 公司会员数据概览	18
图表 32: 公司自有及投资工厂	18
图表 33: 锅圈供应链体系的赋能	18
图表 34: 牛肉市场批发价及锅圈牛肉采购单价	19
图表 35: 公司毛利率及存货成本占收入比重	19
图表 36: 锅圈 2024 年 5 月推出的 99 元毛肚自由套餐	20
图表 37: 2Q22-1M25 锅圈门店数	20
图表 38: 2020-23 年公司新 SKU 数量	20
图表 39: 公司自有品牌及自主/合作研发 SKU 比例高	20
图表 40: 国内露营经济核心市场规模	21
图表 41: 国内精酿啤酒市场规模	21
图表 42: 公司品类创新及消费场景拓展规划	21
图表 43: 锅圈单店模型 (2023 年)	23
图表 44: 锅圈潜在开店空间测算	23
图表 45: 公司的加盟商运营支持体系	24
图表 46: 2020-2023M4 公司加盟商增长情况	24
图表 47: 公司门店运营团队管理半径提升	24
图表 48: 锅圈农贸市场店型	25
图表 49: 公司新店型设免费加热食品区	25
图表 50: 公司的数字化管理系统	26
图表 51: 锅圈收入预测	27
图表 52: 锅圈营收、毛利率、费用率及净利预测	28
图表 53: 锅圈股价变动图	28
图表 54: 可比公司估值表	29
图表 55: 锅圈 PE-Bands	29
图表 56: 锅圈 PB-Bands	29

核心观点

锅圈是中国领先的 2C 预制餐食产品品牌，凭借高效的食材加工+物流供应链系统，借助 2020-22 年居家用餐需求高涨的机遇期，快速拓展起万店级渠道，22 年已成为中国最大的在家火锅及烧烤食品提供商，规模效应显著。公司主打“好吃不贵”的在家吃饭餐食解决方案，兼具预制食材的高便利性，以及居家完成最后一步烹饪保留的“锅气”，切中独特的需求生态位。公司早期主打火锅、烧烤产品，目前更强调预制食材在各用餐场景的灵活组合搭配，拓展至露营、办公室、零食等多元场景，打造深入社区毛细血管的一站式央厨。

公司核心优势体现在：1) 万店级渠道规模带来的采购规模效应，深入社区的门店为品类组合拓展提供平台；2) 高效供应链及仓储物流体系精简中间环节，支撑下沉市场深度扎根；3) 自有品牌为主的策略提升产品定价权及消费者粘性。

策略更新后的经营拐点值得关注：疫后外出就餐的修复给锅圈门店带来分流，前期部分加盟商能力良莠不齐，尾部门店亦有所出清。2Q24 起公司开启爆品策略，推出“99 元酸菜鱼火锅套餐”“99 元毛肚自由套餐”等爆品，高性价比引流作用明显，我们预计 2H24 起同店增速转正，25 年春节假期实现约双位数增长，通过会员体系沉淀私域流量池，并带动连带销售。4Q24 起增强成本费用管控，有望助力利润率企稳回升。

目前公司 2025E 经调整 PE 约 15x，经过解禁后的回调，当前估值处于上市以来底部区域。23 年公司分红比例达 60%，若 25 年后维持高派息率，叠加 24 年 11 月宣布的不超过 1 亿元股份回购计划，我们预计股息回报率或达 5%+。短期来看，25 年公司拓店加速+同店营收提升+利润率改善有望共驱业绩成长。中长期来看，2C 预制餐食产品有望持续景气，公司门店仍有较大渗透空间，万店级平台及高效供应链有望支撑新品类、新场景不断扩宽，打造新成长曲线。

与市场观点的不同之处

市场对锅圈的主要担忧集中在两个方面：

1) 市场担心消费情绪相对谨慎，或压制零售业态同店表现及盈利能力。我们认为公司“好吃不贵”的定位受益于理性消费趋势。2Q24 以来爆品套餐收效明显，尽管推出初期采取低毛利策略，但后续有望通过品类组合的合理调整降低成本，同时大单品亦有利于扩大集中采购议价力。我们预计 4Q24 毛利率已环比提升，后续有望进一步回归正常化。背后反映公司性价比来源于规模效应、高效供应链，以及自主品牌带来的更高定价权。

2) 市场担心行业竞争加剧及新业态的竞争压力。我们认为公司切入的 2C 预制餐食产品占据独特生态位，产品标准化程度高，靠规模优势及运营效率实现价格优势，在竞争中取胜。其低毛利、高周转的商业模型门槛较高，要求全产业链布局的综合把控。公司兼具制造端的自有工厂及下游的自有品牌渠道，有望强者恒强。同时，公司把握了疫情期间居家用餐需求高涨的机遇期，快速建立起万店规模。当前需求环境变化后，后来者切入赛道的门槛亦大幅提高。

中国在家吃饭餐食产品领军品牌

发展历程：撬动深厚的餐饮供应链基因，快速拓展 2C 预制餐食产品市场

锅圈是国内领先的 2C 预制餐食产品品牌，致力于为家庭消费者提供“好吃不贵”的在家吃饭解决方案。公司团队具备深厚的餐饮供应链背景，2017 年成立以来精准切入火锅、烧烤这两个预制化程度最高的居家用餐场景，发展起国内知名的食材连锁超市品牌。把握住疫情期间在家吃饭需求激增的窗口期，快速扩张渠道。据弗若斯特沙利文，2022 年公司已成为中国最大在家火锅及烧烤食品提供商；2023 年已在全国形成万店规模。在供应链及规模效应的双重护城河之上，公司进一步拓宽品类及用餐场景，目前已覆盖火锅、烧烤、饮料、一人食、即烹套餐、生鲜食品、西餐和零食八大品类，向着一站式“社区厨房”进发。

回顾公司过往的发展历程，主要可分为三个阶段：

- 2015-2018 年：商业模式奠基及市场探索阶段。** 公司的前身是 2015 年建立的河南锅圈供应链管理有限公司（现成为锅圈子公司），主营业务是面向 B 端的火锅食材配送。2017 年，通过将 B 端供应链优势转向 C 端消费者，公司首家零售店在郑州开业，并快速以河南为中心向周边省份扩张，2019 年初已在全国开出超 500 家门店。
- 2019-2022 年：资本注入及快速扩张阶段。** 公司在 19-22 年相继完成 A-C 轮融资，募集资金合计超 28 亿元，有力支撑了公司的供应链、数字化建设及渠道扩张。在疫情扰动下，国内在家吃饭频率明显提升，公司具备高性价比的居家火锅烧烤产品很好地满足了消费者需求，驱动加盟商门店网络快速扩容，至 22 年底全国门店数已超 9 千家。
- 2023 年至今：产品生态多元化发展阶段。** 疫情影响消退后，居民外出就餐增加，叠加价格竞争加剧，公司加盟店单店模型略有走弱。但万店级别渠道规模已然建立，借助广泛触达的自主品牌门店平台，公司持续开拓火锅、烧烤外的用餐场景，并通过加码面向餐饮连锁品牌的 2B 业务捕捉外出就餐客流需求，业务生态进入多元化发展阶段。

图表 1：锅圈发展历程

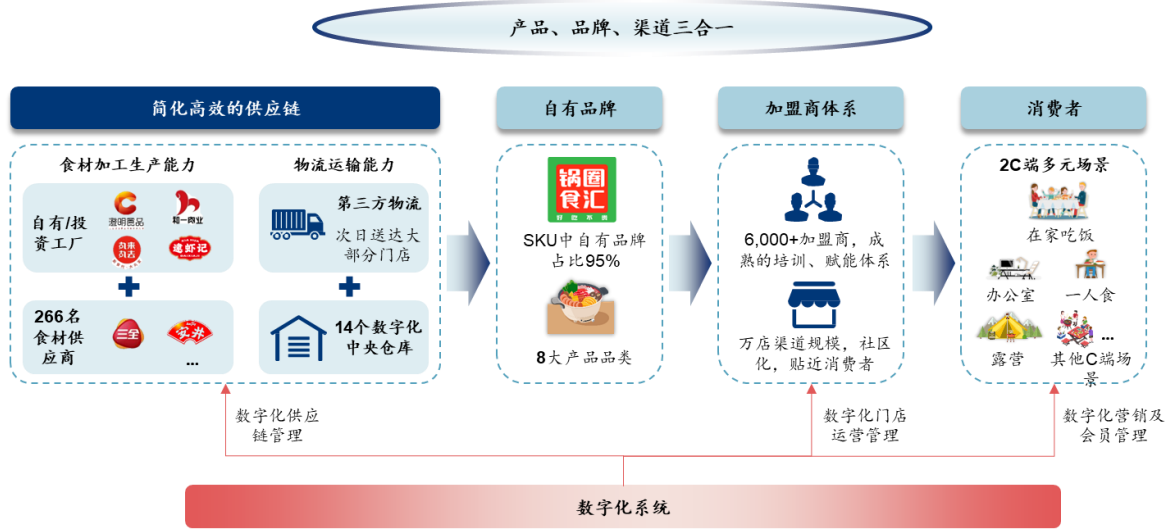


资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

商业模式：基于简化高效供应链，撬动加盟商万店飞轮

公司的商业模式建立在 B2B2C 的逻辑上，主要通过加盟商的门店网络间接触达消费者，主要营收来自于对加盟商的产品销售收入。这套模式的核心建立在公司高效的供应链基础上，以强大的冷链物流、仓配体系、上游食品工厂布局为典型特征。通过供应链平台，公司向上游实现 C2F 赋能，及时捕捉市场偏好变化，指导品类创新及品质精进；同时向下游加盟商赋能，实现低投入、近社区、高性价比的门店模型。公司快速达到全国万店级别的渠道网络，确保了采购规模效应，进一步巩固了市场竞争中的性价比优势。

图表2：锅圈商业模式



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

业务结构：以火锅、烧烤为核心品类，加盟商网络贡献主要收入

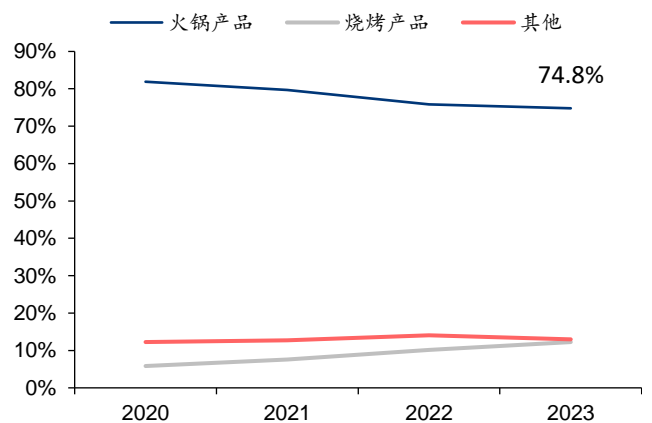
产品结构以火锅、烧烤为核心品类，不断拓展多元产品组合。公司注重发展“锅圈食汇”自有品牌产品，2023年SKU中95%产品均为自有品牌，带来较强产品定价权，亦在消费者中形成稳定、信任度高的品牌形象。从品类结构看，2023年公司营收中74.8%来自火锅产品，12.0%来自于烧烤产品，2024年上半年锅圈共推出248个火锅及烧烤类产品的SKU，两大核心品类均难以通过外卖还原口味，而食材预制能够有效节省居家备餐时间，是公司商业模式最适配的餐食类型。通过品类的不断延伸，锅圈提供给社区消费者的产品组合已拓展至饮料、一人食、即烹套餐、生鲜食品、西餐和零食等，2020-23年，公司在火锅、烧烤外的其他产品收入贡献占比从12.3%提升至12.9%。

图表3：公司八大品类产品



资料来源：公司官网，华泰研究

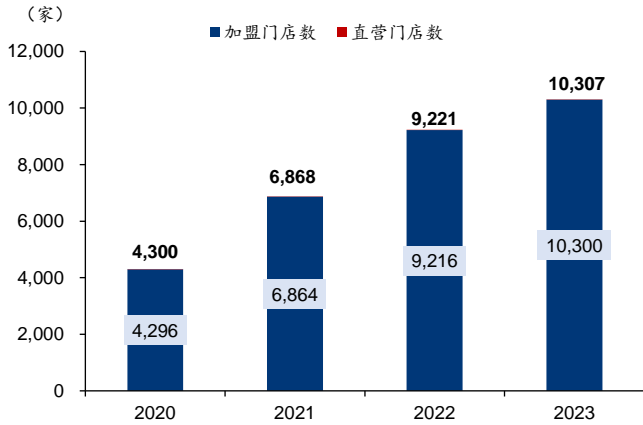
图表4：公司各品类营收占比



资料来源：公司公告，华泰研究

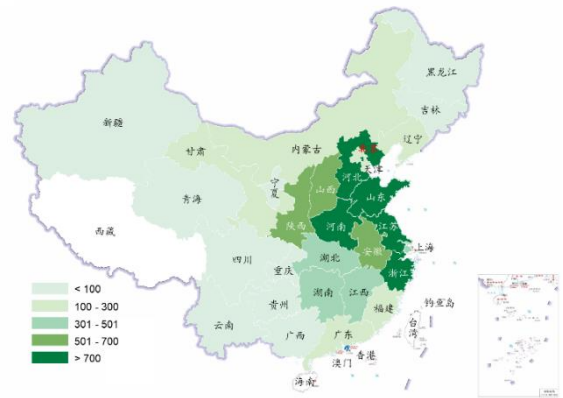
加盟商渠道网络覆盖全国，下沉市场渗透能力强。2024年H1公司全国门店数达到9,660家，其中绝大部分为加盟店，以轻资产的特许经营模式，短时间、低投入达成各省市广泛覆盖。此外公司有7家自营门店，主要用以提供经营示范，并为门店管理、市场营销、信息化及装修风格提供创新试点。从区域布局来看，公司的商业模式在地级市、县级市及乡镇的竞争力强，2023年上述次级城市门店数量占比为71.0%，下沉市场竞争力源于性价比优势，以及相比竞品业态提供了贴近社区、品质安全的精细化服务。此外，公司亦在直辖市及省会城市战略性发展渠道网络，从2020年至2023M4，高线城市门店占比从23.4%提升至29.0%。

图表5: 公司加盟店数及门店总数



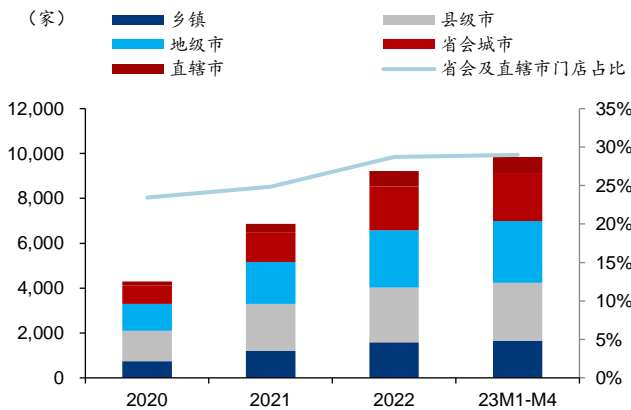
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表6: 2023年4月公司门店网络区域分布



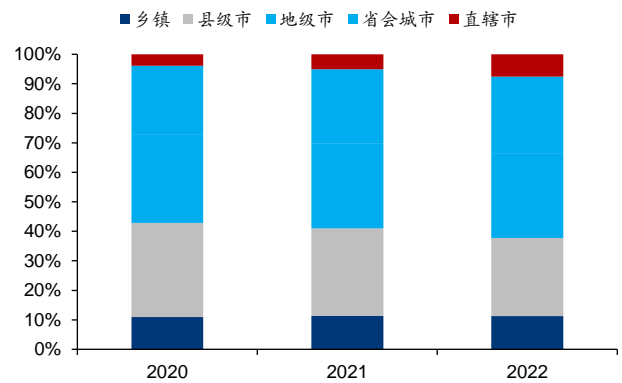
资料来源: 公司公告, 自然资源部, 华泰研究

图表7: 公司门店按城市线级分布概况



注: 数据来自公司招股书, 23M4之后公司未披露相关更新数据。
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表8: 公司各城市线级加盟店收入贡献

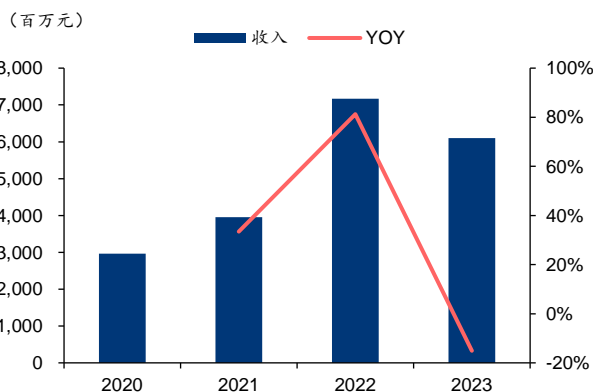


资料来源: 公司公告, 华泰研究

财务回顾: 规模效应释放带动盈利能力提升, 现金流表现良好

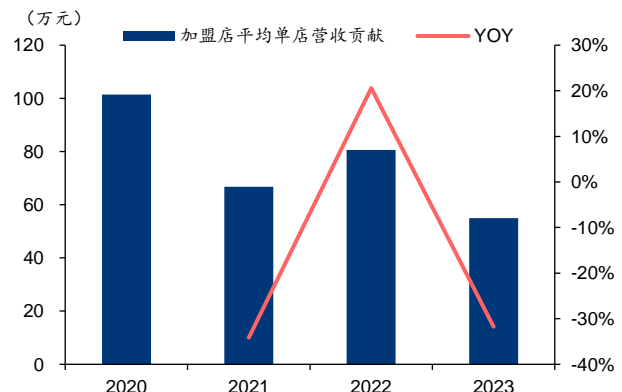
疫情期间业绩高速扩张, 疫后店效回归常态化。公司 2020-22 年营收快速成长, 复合增速 55.6%。一方面, 疫情期间在家用餐需求的提升, 公司快速拓展加盟店网络, 总店数从 4,300 家扩容至 9,221 家。另一方面, 门店来客数及客单价亦有较好表现, 2022 年加盟商门店平均贡献营收达 80.6 万元, 同增 20.6%。2023 年疫情影响消退后, 外出就餐频率增加, 净新增门店数放缓至 1,086 家, 客流回落拖累平均单店营收贡献, 导致营收下滑 15.0%, 但伴随基数正常化, 2024H1 单店营收降幅已收窄至 3.5%, 我们预计 H2 有望企稳回升。

图表9: 公司收入及增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

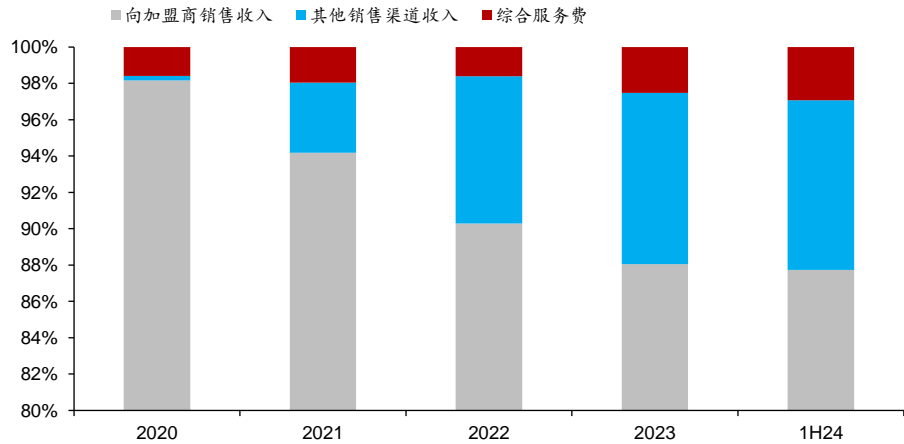
图表10: 公司加盟店平均单店营收贡献



资料来源: 公司公告, 华泰研究

加盟商为主要收入来源，2B 收入较快拓展。从收入结构看，公司营收主要由三部分构成：1) 向加盟商销售产品，2) 向加盟商收取的综合服务费，3) 向其他渠道销售产品（主要为 2B 销售以及少量直营店销售），1H24 三部分的营收占比分别为 87.7%/2.9%/9.3%。向加盟商销售产品持续占据营收的主体，综合服务费的收入占比相对稳定，向其他渠道销售产品的营收占比持续提升，2020-2024H1 贡献比例从 0.3%提升至 9.3%，得益于公司撬动自身供应链优势，面向企业客户的 2B 销售不断拓展。公司主业服务于在家吃饭的餐食解决方案，而 2B 销售的客户主要以服务于外出就餐的连锁餐饮为主，形成对主业服务场景的补充。

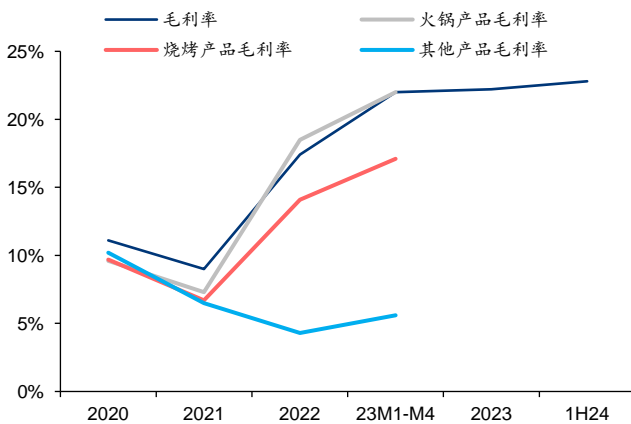
图表11：公司各业务收入占比拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

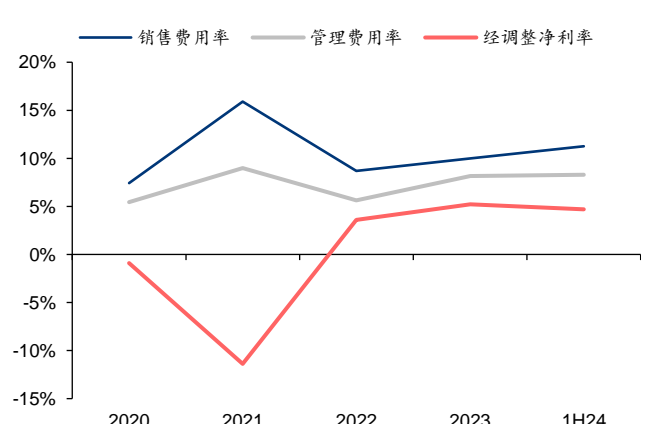
毛利率优化叠加端规模效应，盈利能力稳健。2020-2024H1，公司毛利率水平从 11.1%快速提升至 22.8%，主要得益于：1) 万店规模优势带来的采购议价能力提升；2) 产品结构优化升级；3) 公司从自主工厂进货比例提升；4) 公司早期发展阶段通过向加盟商促销让利加速扩张，2022 年起折扣减少。从费用端来看，公司规模效应带来的费用率优化效果明显，2022 年销售、管理费用率分别同比下降 7.2/3.4pct。2023 年公司费用率有所提升，主因上市一次性开支，以及 2022 年 11 月收购的澄明工厂在 2023 年并表带来的影响；2024H1 费用率略有提升，主因新工厂因素、乡镇市场门店改造投入，及 Q2-Q3 销售费用策略性投入的短期影响。综合来看，公司经调整净利率在 2020-2024H1 由 -1.5%提升至 3.2%。

图表12：公司毛利率及各品类表现拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

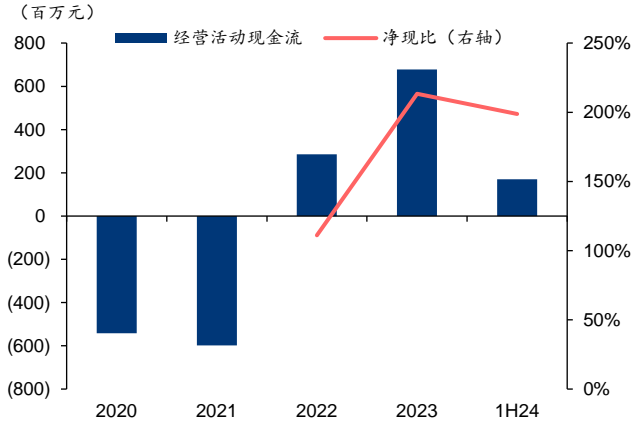
图表13：公司费用率及净利率表现



资料来源：公司公告，华泰研究

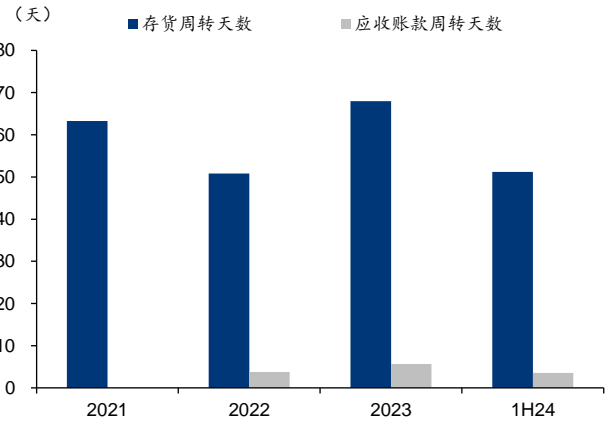
收益质量良好，资产周转效率高。从营运资金周转来看，公司产品中冻品占比较高，可储存时间较长，且火锅消费相对低频，2023 年存货周转天数为 68 天，与产品特性较为匹配。公司应收账款周转天数亦持续保持较低水平。营运资本周转的优化带来现金流的良好表现，公司经营活动现金流 2022 年转正，当年净现比为 1.1，2024H1 净现比进一步提升至 2.0。

图表14: 公司现金流表现良好



注: 净现比计算公式为经营活动现金流÷经调整净利润
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表15: 公司营运资本周转情况

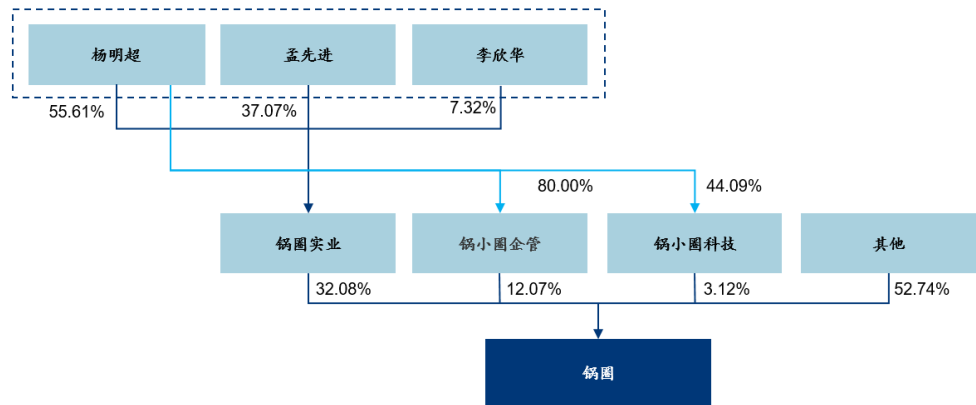


资料来源: 公司公告, 华泰研究

股权结构较为集中, 管理层经验丰富

股权结构集中, 核心管理团队具备深厚行业经验。公司的控股股东为创始人及董事长杨明超先生, 以及其两位一致行动人——孟先进、李欣华。三人共同通过锅圈实业控制公司 32.08% 的股权, 杨明超亦通过锅小圈企管及锅小圈科技控制公司 15.19% 股权。此外, 公司股东背景中亦有三全食品、京东、物美科技、多点 Dmall 等产业资本, 在数字化、渠道、供应链方面与公司形成有效协同。从管理团队看, 董事长杨先生在火锅、烧烤食材供应链及门店连锁经营方面具备丰富经验, 擅长统一化管理及渠道营销; 核心高管亦在市场开发、门店管理、信息技术等领域长期深耕, 执行力强。

图表16: 公司股权结构图



注: 截止 2024 年 6 月 30 日
资料来源: 公司公告, 华泰研究

2C 预制餐食产品市场快速成长,全产业链布局龙头有望强者愈强

2C 预制餐食产品顺应“懒人经济”趋势,供需两端共驱成长

锅圈属于预制菜行业中,面向 C 端的预制餐食产品专业零售商。相比于一般零售渠道,锅圈的销售陈列更具搭配组合的“解决方案”感,先是抓住火锅、烧烤这两个标准化程度较高的烹饪模式,进行食材、调味品、厨具、餐具的组合式销售,再进一步向居家快手菜烹饪的一整套解决方案延伸(实际上菜肴烹饪所需素材与火锅烧烤食材/底料的重合度也相当高),扮演社区千家万户的“中央厨房”角色,建立 C 端消费者心智。

供需两端共振,2C 预制菜产业发展空间广阔

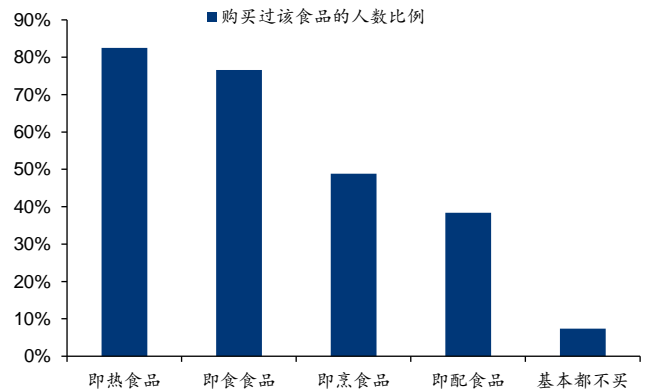
从分类上看,锅圈的产品矩阵覆盖了 2C 预制菜的四大品类。公司将 2C 预制菜定义为“在家吃饭餐食产品”。相比与狭义的“预制菜”(通常指代即热、即烹食品)，“在家吃饭餐食产品”范围更宽,涵盖即热食品、即食食品、即烹食品、即配食品四大类别,公司提供的有关产品包括牛羊肉制品、肉丸、海鲜丸/酱、火锅底料、调味品及烧烤调味料等。上述品类均能够提高日常在家烹饪场景中的烹饪效率。根据 DT 商业观察数据,受调研消费者中,主动购买过即热食品、即食食品、即烹食品、即配食品的比例分别为 82.5%/76.6%/48.8%/38.4%,即烹食品、即配食品的渗透率仍有较大提升空间。

图表 17: 2C 预制菜的分类及定义

类别	定义	代表产品
即食食品	预先做好及包装好的食品,无需进一步准备发煮即可食用	罐头食品、包装卤制食品、包装好的色拉等
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
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:弗若斯特沙利文,华泰研究

图表 18: 主动购买过 2C 预制食品的消费者比例



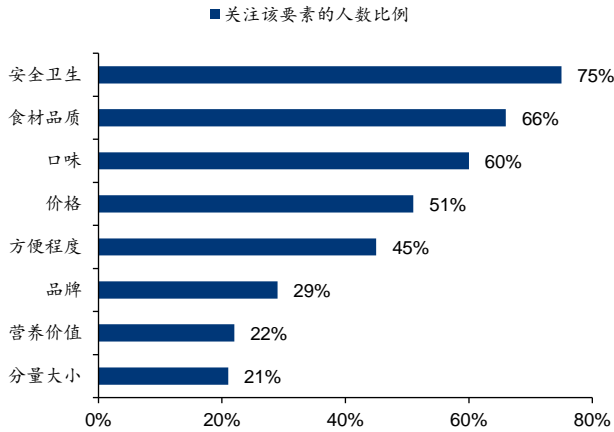
注:调研时间截止 2024 年 5 月 11 日, N=1767

资料来源:DT 研究院,库润数据,华泰研究

从供给端来看,冷链物流、食品加工工艺的发展为预制菜的普及奠基。2C 预制菜本身的目的平衡做饭便捷性、食品安全与性价比。根据 DT 商业观察数据,购买预制食品的消费者最关注的三个要素为安全卫生、食材品质及口味,比例分别为 75%/66%/60%,三个要素均离不开食品保鲜工艺。

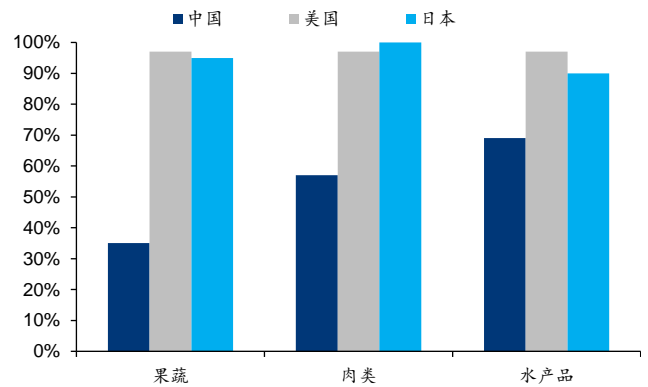
- 1) 冷链物流基建的发展。**国内此前缺乏成熟的冷链物流,难以使冷藏冷冻类食品在生产、贮藏、运输、销售的各个环节始终处于低温环境。据商启产业研究院,相比海外成熟市场,美国果蔬、肉类、水产品冷链流通率均在 97%以上,日本分别为 95%/100%/90%,而国内仅为 35%/57%/69%。在政策支持以及投资热度提升的双重驱动下,2023 年国内冷库容量达 2.4 亿立方米,较 2018 年接近翻倍;冷链物流市场规模亦达 5,616 亿元,较 2018 年复合增速达 14.2%,为预制食品企业保障原材料品质提供了必要前提。
- 2) 食材保鲜工艺提升。**在加工环节,超高压加工、速冻、复合材料、气调保鲜、蛋白酶锁鲜等技术的发展更好地保持了食品风味,而物联网温度监测技术使得企业能够更好地在各环节实现严密冷藏保鲜,降低损耗及保障品质。

图表19: 预制食品消费者对各要素的关注度



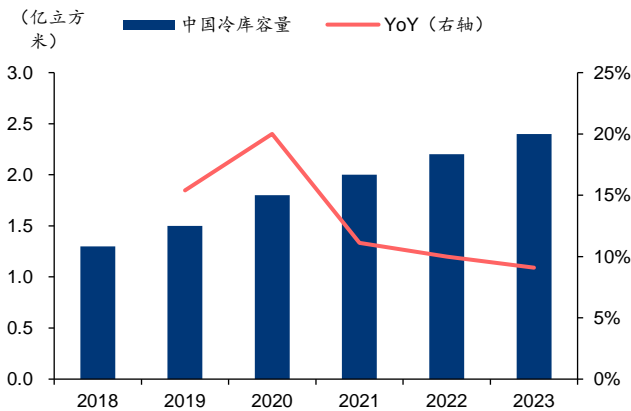
资料来源: DT 研究院, 库润数据, 华泰研究

图表20: 中、美、日冷链流通率对比 (2024年)



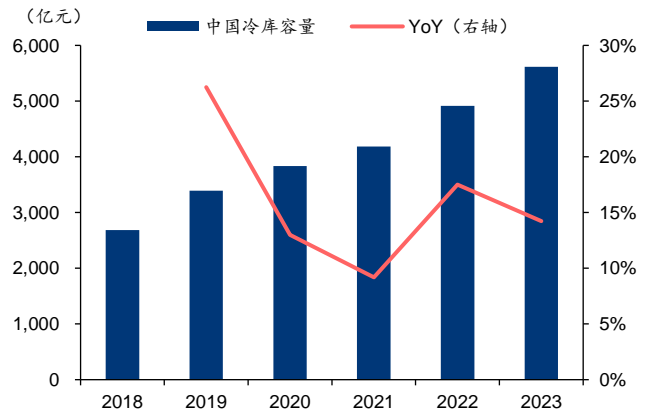
资料来源: 商启咨询, 华泰研究

图表21: 国内冷库容量快速增长



资料来源: 商启咨询, 华泰研究

图表22: 国内冷库容量市场规模

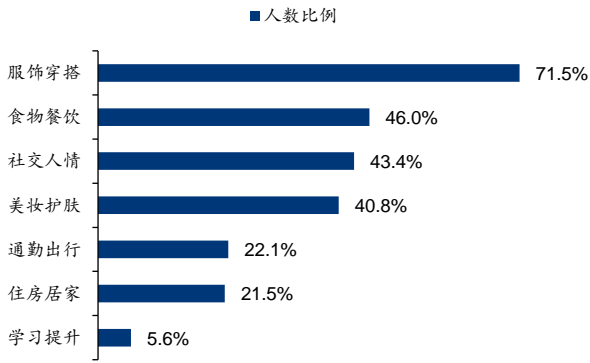


资料来源: 商启咨询, 华泰研究

从需求端来看, 2C 预制菜迎合了性价比趋势和快节奏生活带来的“懒人经济”需求。

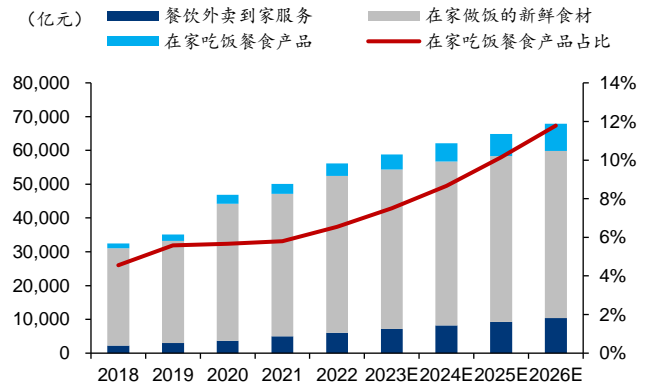
- 1) **理性消费趋势下的性价比需求。** 性价比需求主要影响消费者在居家用餐与外出就餐之间的选择。在当前理性消费潮流下, 消费者对性价比关注度提升, 尤其在火锅、烧烤一类餐厅单价较高, 制作过程相对标准化的品类, 采用居家预制菜烹饪的方式成为外出就餐的替代性、性价比之选。据后浪研究所《2023 年轻人省钱报告》, 46.0%的受访年轻人计划在食物餐饮方面优先省钱, 仅次于服饰穿搭品类。以火锅为例, 据红餐大数据, 2019-22 年火锅消费平均客单价主流集中在 70-90 元, 100+ 元门店数逐渐上升, 但 2023 年由升转降, 海底捞、怂火锅客单价分别同降 5.5%/11.7% 至 99.1/113 元。相比而言, 锅圈的 2-3 人“毛肚自由套餐”售价约 99 元, 以居家简易备餐的精力换来更低用餐成本。
- 2) **生活节奏加快带来的“懒人经济”趋势。** 当代生活节奏逐步加快, 消费者追求缩短做饭时间, 以留出更多闲暇时光, 成为推动预制菜品发展的重要因素。根据艾媒咨询, 在消费者购买预制菜的目的中, 节省时间成为最主流选项, 占比达 71.9%。
- 3) **在家吃饭的品质生活需求。** 在家吃饭相比于外出就餐和外卖, 具备更高的食品安全度。随着居民对生活品质及健康的日益重视, 以及 2C 预制餐食产品对做饭时间的节省, 通过 2C 预制菜居家做饭成为更能兼顾营养、口感、卫生和效率的选择。此外, 疫情期间居民提高了在家吃饭频率, 据弗若斯特沙利文数据, 国内在家吃饭市场规模在 2022 年达 5.6 万亿元, 较 2018 年复合增速达 14.7%, 在餐饮市场总收入中占比达 60.3%。我们认为这样的饮食习惯在疫情后仍有一定惯性, 在家用餐有望持续作为吃饭方式的主流选择之一。

图表23: 消费者购买预制菜的目的



注: 调研时间为 2021 年 8 月, N = 1,452
资料来源: 艾媒咨询, 华泰研究

图表24: 在家吃饭市场规模

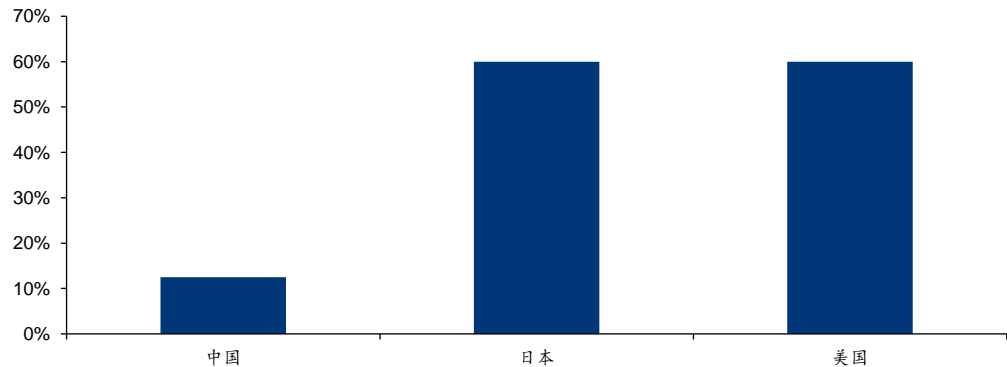


资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰研究

国内市场渗透率仍有较大提升空间, 2C 预制餐食产品市场前景广阔

相比海外成熟市场, 国内 2C 预制餐食产品渗透率具备较高提升空间。根据中国烹饪协会, 2021 年国内预制菜渗透率仅 10-15%, 预计 2023 年有望增至 15-20%; 相比之下, 美国、日本的渗透率均已达到 60% 以上。相比 2B 预制菜, 国内 2C 预制菜渗透率更低, 据弗若斯特沙利文, 2022 年国内 2C 预制餐食产品占在家吃饭市场比例仅 6.5%, 提升空间广阔。

图表25: 中国与海外成熟市场预制菜渗透率对比



资料来源: 中国烹饪协会, 华泰研究

预计 2024 年国内 2C 预制餐食产品市场规模超 4700 亿元, 未来有望保持较快增长。根据弗若斯特沙利文, 2022 年国内在家吃饭餐食产品 (即我们定义的 2C 预制餐食产品) 市场规模达 3,673 亿元, 2018-22 年复合增速达 25.5%。我们预计随着当前促消费政策的逐步落地, 在终端消费市场复苏趋势持续乐观的情况下, 2027 年有望超 6,000 亿元, 2023-27 年复合增速 9.8%。主要测算逻辑如下:

- 基础逻辑:** 我们将餐饮市场先整体划分为①外出就餐市场和②在家吃饭市场, 而 2C 预制食品属于在家吃饭市场的一个子集。我们先整体预测外出就餐市场和在家吃饭市场分别的规模增长情况, 并通过假设 2C 预制食品于在家吃饭市场中的渗透率, 推算 2C 预制食品的市场规模情况。
- 餐饮市场整体规模:** 根据弗若斯特沙利文, 2022 年国内餐饮市场规模达 9.3 万亿元, 2018-22 年复合增速 7.8%。2023-24 年, 我们预计餐饮市场与社零增速相近, 分别同增 7.2%/3.5%。2024-27 年, 我们预计餐饮市场与 GDP 增速相近, 参考世界银行预测, 复合增速约 4.0%。

- 3) **在家吃饭 vs 外出就餐市场**: 根据弗若斯特沙利文, 2022 年在家吃饭占餐饮市场总收入的 60.3%, 较疫情前的 2019 年高出 13.5pct。我们预计伴随疫情后外出就餐恢复正常化, 以及生活节奏加快等因素, 在家吃饭占比或逐步回落至接近疫情前水平。据此我们测算 2023-27 年外出就餐市场 CAGR 约 8.5%, 在家吃饭市场规模保持稳定。
- 4) **2C 预制餐食产品市场**: 根据弗若斯特沙利文, 预计 2022 年至 2027 年, 2C 预制食品在在家吃饭市场中渗透率将从 6.5% 持续提升至 13.2%, 替代掉部分传统的在家做饭新鲜食材市场。我们保守预测 27 年渗透率约提升至 11.0%, 据此测算 2027 年 2C 预制餐食产品市场规模约 6,019 亿元, 较 23 年复合增速 9.8%。

图表26: 国内 2C 预制餐食产品规模测算

(亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
餐饮市场	69,037	75,082	80,165	89,564	93,151	99,858	103,353	107,983	112,410	116,423
YOY		8.8%	6.8%	11.7%	4.0%	7.2%	3.5%	4.5%	4.1%	3.6%
1、外出就餐市场	36,555	39,917	33,290	39,482	36,995	44,542	46,903	51,746	56,723	61,704
YOY		9.2%	-16.6%	18.6%	-6.3%	20.4%	5.3%	10.3%	9.6%	8.8%
2、在家吃饭市场	32,482	35,165	46,875	50,082	56,156	55,316	56,450	56,237	55,688	54,719
YOY		8.3%	33.3%	6.8%	12.1%	-1.5%	2.1%	-0.4%	-1.0%	-1.7%
占比	47.1%	46.8%	58.5%	55.9%	60.3%	55.4%	54.6%	52.1%	49.5%	47.0%
细分市场规模										
在家吃饭餐食产品	1,479	1,964	2,652	2,903	3,673	4,149	4,728	5,202	5,638	6,019
在家做饭的新鲜食材	28,725	30,235	40,575	42,229	46,483	44,419	44,088	42,515	40,652	38,741
餐饮外卖到家服务	2,278	2,966	3,648	4,950	6,000	6,749	7,635	8,520	9,397	9,959
细分市场增速										
在家吃饭餐食产品YOY		32.8%	35.0%	9.5%	26.5%	13.0%	14.0%	10.0%	8.4%	6.8%
在家做饭的新鲜食材YOY		5.3%	34.2%	4.1%	10.1%	-4.4%	-0.7%	-3.6%	-4.4%	-4.7%
餐饮外卖到家服务YOY		30.2%	23.0%	35.7%	21.2%	12.5%	13.1%	11.6%	10.3%	6.0%
细分市场占比										
在家吃饭餐食产品%	4.6%	5.6%	5.7%	5.8%	6.5%	7.5%	8.4%	9.3%	10.1%	11.0%
在家做饭的新鲜食材%	88.4%	86.0%	86.6%	84.3%	82.8%	80.3%	78.1%	75.6%	73.0%	70.8%
餐饮外卖到家服务%	7.0%	8.4%	7.8%	9.9%	10.7%	12.2%	13.5%	15.2%	16.9%	18.2%

注: 弗若斯特沙利文报告来源于公司招股说明书, 数据截至 2022 年。蓝色数据为主要假设值

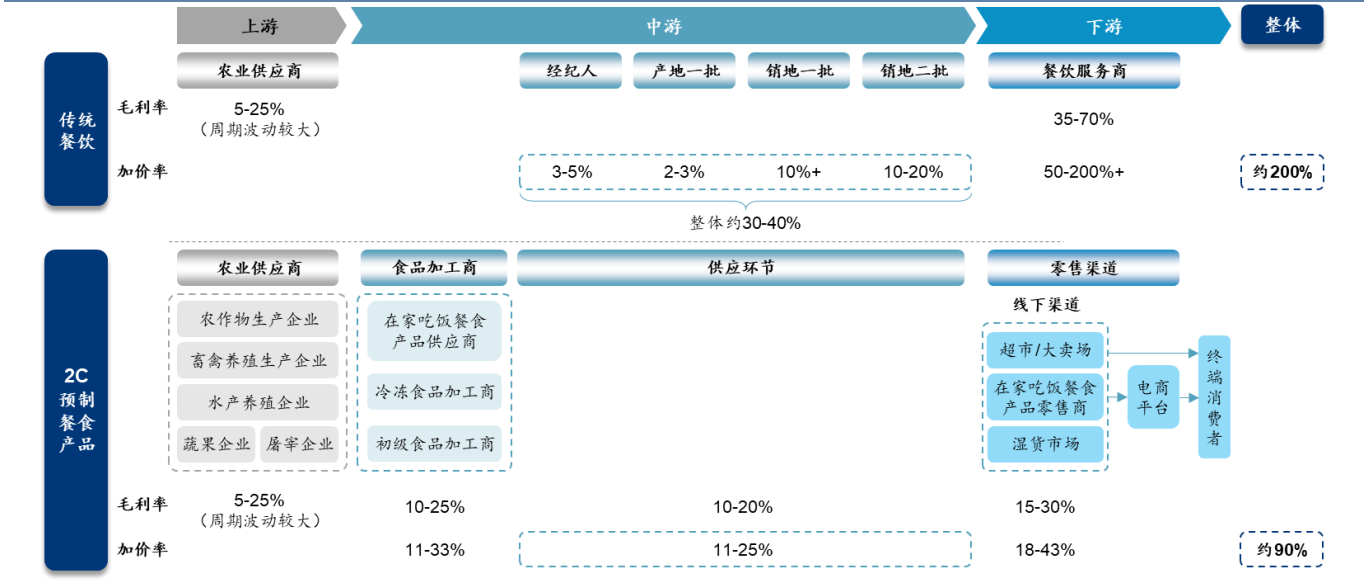
资料来源: 弗若斯特沙利文, 中商情报网, 国家统计局, 世界银行, 华泰研究预测

2C 预制餐食产品产业链精简, 价值分布相对均衡

行业链路较传统模式简化, 降低整体加价倍率。2C 预制餐食产品价值链包含上游农业原材料供应商、中游加工商及下游零售渠道。由于采用中央工厂统一加工, 以及较为现代化的物流体系, 中游供应环节较为简约, 整体加价率约 40%+, 叠加下游零售渠道通常设定 15-30% 的毛利率, 我们预计终端销售价较农产地采购价的加价率中值约 90% 左右。

相比而言, 若未使用预制化的中央厨房, 传统餐饮供应链在流通环节, 通常需要经过经纪人及多个层级批发商, 中游加价率约 30-40%, 叠加餐饮服务商 35-70% 的毛利率, 预计整体门市价较农产地采购价的加价率中值可达 200%+。从上述对比可看出, 2C 预制餐食产品在中游增加了加工环节, 流通环节有所简化, 且零售环节加价率显著低于餐馆, 进而为消费者提供了省钱空间。

图表27：2C 预制餐食产品与传统餐饮供应链及各环节加价率对比



资料来源：中国连锁经营协会，弗若斯特沙利文，万得资讯，公司公告，华泰研究

以毛肚产品为例，该品类集中体现出预制餐食产品的价值，以及预制菜性价比优势。首先，从毛肚原料到毛肚薄片的处理工艺复杂，需经过清洗、盐渍冷冻保存、清洗水煮、蛋白酶涨发、漂洗、再清洗、分拣、包装等流程，此外，验收入库过程需对长宽高进行严标准验收。因此，通过大规模采购、中央工厂标准化加工、体系化冷链物流配送，更能在保证口感的同时降低成本。原肚的市场采购价约 20-40+元/斤，锅圈、超市/大卖场、电商平台、高端火锅店售卖的毛肚片价格分别约为每斤 46 元/50 元/48 元/150+元。

图表28：各渠道毛肚价格对比

类型	渠道	产品	价格	单位价格
在家吃饭餐食产品零售商	锅圈	脆香毛肚 135g	12.5 元	46 元/斤
超市/大卖场	盒马	盒马大片脆毛肚 200g	19.9 元	50 元/斤
电商平台	京东	潮夫道黑毛肚 250g (自营)	24.08 元	48 元/斤
餐饮品牌	巴奴毛肚火锅	经典毛肚 (约 250g)	78 元	156 元/斤
	海底捞	捞派脆脆毛肚 200g	84 元	210 元/斤
	呷哺呷哺	经典毛肚 150g	45 元	150 元/斤

注：数据统计时间为 2024 年 7 月，各渠道均采用非碱发保鲜工艺的产品

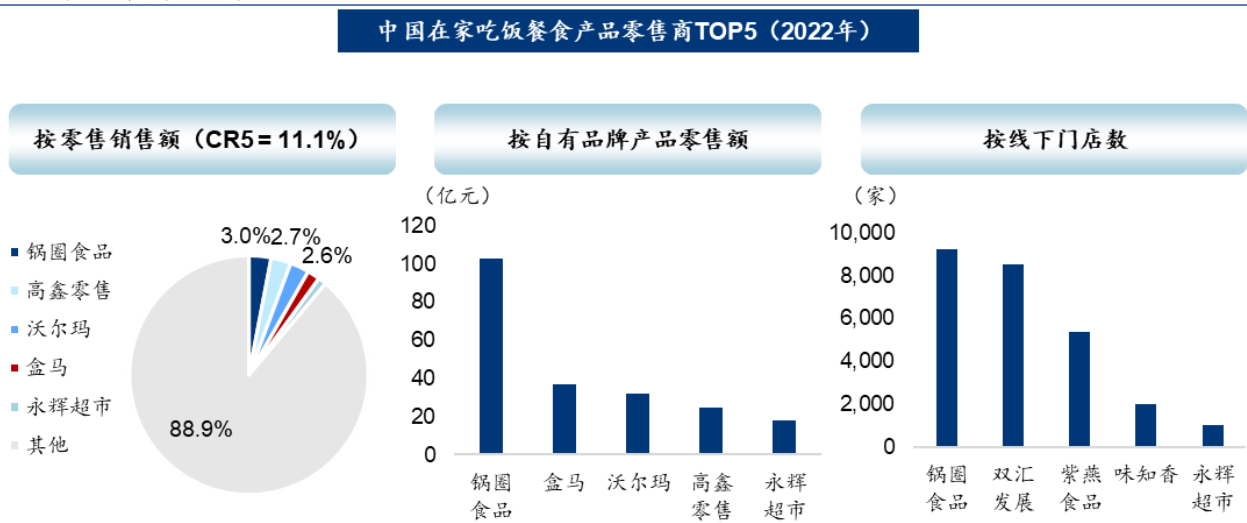
资料来源：窄门餐眼，各渠道官方小程序，华泰研究

市场竞争格局相对分散，全产业链布局的龙头企业有望强者愈强

2C 预制餐食产品市场相对分散，龙头份额提升空间大。根据弗若斯特沙利文，2022 年国内 2C 预制餐食产品市场前五大企业份额仅 11.1%，其中锅圈份额最高，占据 3.0% (以零售额计)，行业整合空间广阔。从自有品牌产品零售额、线下门店数来衡量，锅圈亦在 2022 年排名行业第一。凭借品牌知名度以及广泛覆盖的渠道网络，公司已建立了相对稳固的壁垒。

渠道端同业以超市企业为主，公司具备垂类专业化、渠道规模及自有品牌优势。从竞争格局看，2022年在家吃饭餐食产品零售商TOP5中，第2-5名均为超市企业。公司优势体现在：**1) 专业化经营在家吃饭餐食产品**：SKU精简（截至4M23共710个SKU，我们预计门店常设300+个，vs标准超市通常超1万个），供应链布局深厚，能够实现快速周转、精细化管理、低损耗，同时集中采购也能增强价格竞争力；**2) 渠道规模及下沉渗透**：公司2024年约万家门店，深入社区，构建品牌影响力。行业头部连锁超市24年店数均不超过1,000家，且以一至三线布局为主，四线及以下罕有布局；而锅圈截至10M23县级市及乡镇门店数约4,381家，占总数的44%，对下沉市场辐射力强，成为当地少数提供高性价比、标准化产品的连锁零售品牌，优势突出。公司门店采取低毛利、高周转模式，运营壁垒较高，借助疫情期间居家用餐高峰的窗口期快速扩张，构筑充分的规模优势，竞争对手后发切入的难度较大；**3) 自有品牌**：公司约95%SKU均为自有品牌，而商超行业自有品牌率多在10%以下，公司在自有品牌占比及销售规模上均明显领先同业，掌握更高产品定价权及消费者粘性。

图表29：在家吃饭餐食产品竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，华泰研究

2C 预制餐食产品产业链复杂，兼顾中游、下游布局的企业更具优势。预制菜行业目前最受消费者关注的是口味品质及食品安全问题，在原产地、加工、物流运输、加盟门店经营监督任何一个环节出现问题，都有可能引发舆情事件，威胁品牌口碑。作为2C预制餐食产品的企业，一方面以中游供应链为抓手，防止代工模式下品质不可控问题；另一方面在下游建立自有品牌产品/渠道，在消费者心目中稳固住安全、可靠的品牌形象，这种模式更能在行业中胜出。然而建立从采购到供应链，再到销售渠道的全产业链模式，无疑具备更高准入门槛，不仅需要管理团队能力的全面性，也需要资金、研发、组织迭代能力。因此我们预计兼顾中游、下游布局的头部企业有望强者愈强。

品牌、渠道、数字化供应链构筑深厚壁垒，迈向一站式社区央厨 2C 预制餐食产品龙头品牌，“多、快、好、省” 切中消费者痛点

公司在行业中已建立稳固的龙头品牌地位和消费者认可度。据弗若斯特沙利文，2022 年锅圈位居中国在家餐食解决方案零售商第一，尤其在在家火锅和烧烤品牌中拔得头筹。公司秉持“好吃不贵”的愿景，为消费者提供集多、快、好、省于一体的购物体验：

- 品类“多”**：截至 2023 年 4 月，公司的产品组合涵盖火锅、烧烤、饮品、一人食、即烹餐包、生鲜、西餐和零食 8 大品类，共 710 个 SKU，1H24 共推出 248 个火锅及烧烤类产品的 SKU。据弗若斯特沙利文调查，公司的产品组合多样性在行业中排名第一（截至 2023 年 2 月）。通过预制菜+食材+调料+炊具的灵活组合，为消费者提供 5 分钟解决在家吃饭问题的便捷方案。
- 体验“快”**：公司给消费者带来的便捷体现在两个方面。在产品上，公司提供标准化解决方案，食材由工厂预处理，门店向消费者提供菜谱，消费者可免去洗、切、配、调等繁琐过程；在距离上，公司围绕社区开店，高密度的门店布局降低消费者时间成本。
- 品质“好”**：公司提供的并非简单低价，而是具备严格品控、口味稳定的标准化产品。据弗若斯特沙利文，在 2023 年 2 月举行的消费者调查中，95%的锅圈产品消费者对购物经历满意，且超 95%的人愿意复购锅圈产品。
- 价格“省”**：锅圈通过源头直采、规模经济、供应链环节精简，在各环节实现成本节省，进而达到高于市场的性价比。根据我们所做的跨渠道价格对比，锅圈在多数品类中达到所有渠道最低价，且价格仅为餐饮渠道的 1/4-1/3。以火锅为例，用户可以通过锅圈的食材搭配，以不到 50 元的人均支出享用居家火锅，较外出用餐具备价格优势。在乡镇一级市场，目前同城零售、大中型连锁超市鲜有触达，锅圈的产品相较于当地农贸市场、夫妻店、小型超市，性价比及标准化优势尤为突出。

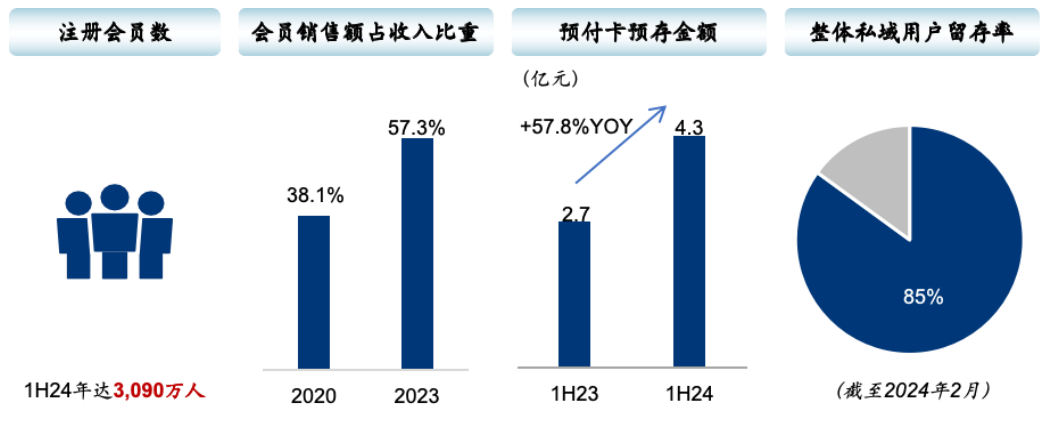
图表30：锅圈与其他可比业态价格对比

	锅圈	零售渠道					餐饮渠道		
		超市/大卖场		同城零售		零售渠道平均	餐饮外卖		餐饮渠道平均
		永辉超市	七鲜超市 (京东自营)	大森生鲜 (美团平台)	小象买菜		呷哺呷哺	海底捞	
肥牛卷	乡村安格斯雪花肥牛200g	澳洲谷饲安格斯肥牛卷260g	安格斯谷饲量贩火锅片150g	国产肥牛卷250g	澳洲谷饲肥牛卷400g	99.5元/kg	醇香肥牛200g	捞派肥牛200g	250.0元/kg
	12.9元 64.5元/kg	19.9元 76.5元/kg	19.9元 132.7元/kg	28.5元 114元/kg	29.9元 74.8元/kg		30.0元 150.0元/kg	70.0元 350.0元/kg	
毛肚	脆香毛肚135g	永辉农场牛毛肚180g	海底捞脆毛肚150g	毛肚150g	冰鲜火锅毛肚300g	134.5元/kg	经典毛肚150g	捞派脆脆毛肚200g	360.0元/kg
	12.9元 95.6元/kg	25.8元 143.3元/kg	24.9元 166.0元/kg	19.9元 132.7元/kg	28.8元 96.0元/kg		45.0元 300.0元/kg	84.0元 420.0元/kg	
虾滑	北海虾滑120g	安井虾滑150g	安井虾滑150g	安井虾滑150g	安井虾滑150g	126.0元/kg	手打芝士虾滑5个	招牌大颗粒虾滑140g	NA
	11.9元 99.2元/kg	16.5元 110.0元/kg	19.9元 132.7元/kg	24.3元 162元/kg	14.9元 99.3元/kg		14.0元 NA	70.0元 500.0元/kg	
羔羊肉卷	羔羊肉200g	永辉农场原切羔羊肉卷280g	聚宝源内蒙草原羔羊肉卷350g	鲜切纯羊肉片200g	新西兰草原羔羊肉卷200g	123.4元/kg	新西兰天然牧场羔羊肉1kg	捞派经典羔羊肉100g	244.0元/kg
	19.9元 99.5元/kg	36.9元 131.8元/kg	36.9元 105.4元/kg	21.4元 107.0元/kg	29.9元 149.5元/kg		198.0元 198.0元/kg	29.0元 290.0元/kg	

注：数据统计时间为 2025 年 2 月，各平台 SKU 选择综合考虑了相似性及销量排名。考虑公司在北方地区、下沉市场优势更加明显，我们选取河北省廊坊市搜索价格资料来源：各平台官方 APP 或小程序，华泰研究

公司会员规模快速扩容，会员体系提升消费者粘性。截至 2023 年，公司注册会员数达到 2,790 万名，会员销售额占收入比重亦从 2020 年的 38.1% 提升至 2023 年的 57.3%。公司持续加强预付卡计划，在锅圈 APP、微信小程序、零售门店均可通用，1H24 公司预付卡预存金额达 4.3 亿元，同比增长 57.8%，有利于建立客户忠诚度，并通过现金回扣或礼品激励吸引新消费者加入会员计划。在具体的会员运营中，公司在 2020-23 年搭建起适应大型线下连锁加盟业态的私域运营体系，通过企微社群、私信、小程序、消息模版等触点联系消费者，将生活味、人情味的线下邻里关系复制到线上运营中，效果较为明显，截至 2024 年 2 月，整体私域用户留存率达 85%+。

图表31: 公司会员数据概览



资料来源: 公司公告, TopDigital, 华泰研究

强大的供应链体系, 产品创新持续拓宽消费场景

高效的食材加工及仓储物流体系, 为消费者直供品质优选

深度参与食品加工环节, 赋能供应商提升工艺及口感。公司在上游衔接 266 家食材供应商及上百家 ODM 工厂, 买手团队在全球范围内直溯源头, 使采购具备价格竞争力。公司亦重视投资上游产能, 截至 2023 年拥有和一工厂、丸来丸去工厂、澄明工厂三个食材生产厂, 分别加工牛肉、肉丸和火锅底料。此外, 公司亦投资了虾滑产品供应商“速虾记”, 并于 2024 年 9 月公布额外收购其 41% 股权, 总持股比例达 51%, 有望更好地控制产品供应。公司利用自身平台优势, 将供应商纳入自身体系共同成长, 对工厂的赋能体现在三个方面:

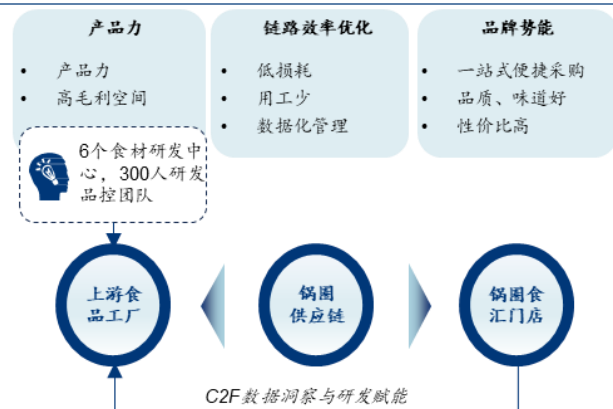
- 研发支持:** 公司在上海、成都等地建立了 6 个食材研发中心, 产品研发品控团队规模约 300 人。以公司投资的速虾户为例, 锅圈研发团队帮助速虾记共同攻克虾滑生产工艺, 在 2023 年 4 月牵头起草虾滑团体标准。公司的毛肚产品亦以更加健康的苹果蛋白酶/木瓜蛋白酶泡发工艺, 取代传统的火碱泡发工艺, 提升产品品质及口感。此外, 公司还会根据供应商需求给予针对性培训, 邀请优质供应商分享经验, 复制成功路径。
- C2F 指导生产:** 公司通过下游万店渠道收集投资者反馈, 向上游实时反馈, 预判消费趋势变化, 例如在健康饮食潮流下, 有机、地理标志、富硒、高蛋白、低脂、低嘌呤等受消费者欢迎, 公司联合厂商和高校等第三方机构研发相关产品, 把握市场机遇。
- 严格品控:** 公司重视标准化工艺参数, 在消费者端确保稳定的口感, 进而树立口碑。因此公司会与工厂共同确立原材料验收标准、配方和生产工艺流程。每款新品需经过三重审核——采购/品控/研发/商品部门联合盲测、邀请非餐饮及食品从业者尝新、多个同类产品竞标, 进而确保产品体系持续高品质。

图表32: 公司自有及投资工厂



资料来源: 公司公告, 华泰研究

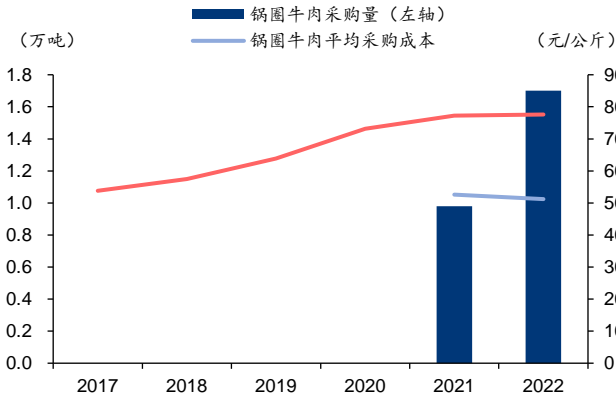
图表33: 锅圈供应链体系的赋能



资料来源: 公司公告, 华泰研究

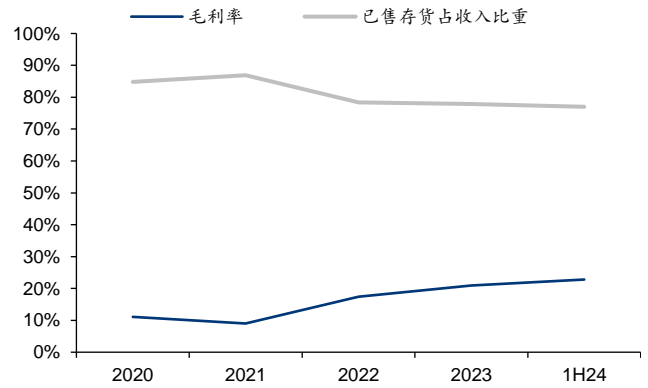
单品单厂策略，优化采购成本。公司的单品单厂模式使每个工厂标准化批量生产，效率大幅提升，也提升了单一工厂采购量。如公司与极野鲜笋 2023 年合作上市有机笋产品，几个月内达成千万元级销售额，激励供应商优化产能及技术，助力采购价格降低。以牛肉为例，据农业农村部，2021-22 年间牛肉市场平均批发价上升 0.5%，而同期锅圈牛肉采购单价同降 2.7%。此外，单品单厂策略也增强了供应商稳定性，避免了供应商自身经营困难导致切换和采购流程紊乱。部分得益于自产比例提升，公司 1H24 毛利率上升至 22.8%。

图表34：牛肉市场批发价及锅圈牛肉采购单价



资料来源：公司公告，华泰研究

图表35：公司毛利率及存货成本占收入比重



资料来源：公司公告，华泰研究

高效的仓储物流配送体系，精简供应链中间环节。公司自建立初期即聚焦物流仓配体系，秉持“先建仓后开店”策略，以仓库为中心向四周辐射社区门店，各门店可实现冷链仓库快速配送。初期 Capex 较高，但成型后可摊薄中心仓成本。2023 年公司已有 15 座数字化中心仓、30 多个分仓冷配物料网络及 1000 多个冷冻前置仓，形成常温、冷藏、冷冻等多规格、标准化的配送体系，从仓库直达门店，省去中间环节损耗与加价。公司通过数字化存货和条形码管理实现产品快速流通，国内大多数订单可实现从第三方仓库到门店次日达。

撬动供应链优势，2Q24 以来爆品套餐策略拉动同店表现

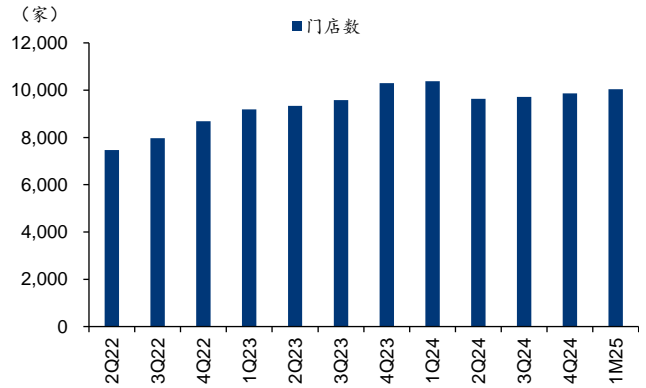
增强性价比心智，爆品策略拉动同店及会员数增长明显。1H24 公司收入同降 3.5%，同店下滑幅度相仿，其中主要来自客单价下降，而单店客流表现略有提升，反映出 1) 居家用餐有所回流；2) 对性价比偏好度提升。公司积极进行策略调整，通过食材的搭配组合，分别于 24 年 5 月及 9 月推出两款爆品火锅套餐——99 元毛肚自由套餐、99 元酸菜鱼套餐。爆品套餐对销售拉动起到立竿见影效果，毛肚套餐推出次月，其 6 月抖音销售额超 1.3 亿元，为锅圈 H1 抖音渠道所有产品销售总额 1.25 倍；据中国食品安全网，截至 10M24 其销售单量超 500 万份，累计销售额超 5 亿元，我们预计 Q3 收入占比超双位数，并带动同店增速转正。客流的高增转化为会员规模的快速扩容，据新华网，2024 年锅圈注册会员数超过 4,000 万人，较 1H24 提升近 30%，沉淀后能够通过私域运营推动持续复购。

图表36: 锅圈 2024 年 5 月推出的 99 元毛肚自由套餐



资料来源: 公司官方公众号, 华泰研究

图表37: 2Q22-1M25 锅圈门店数



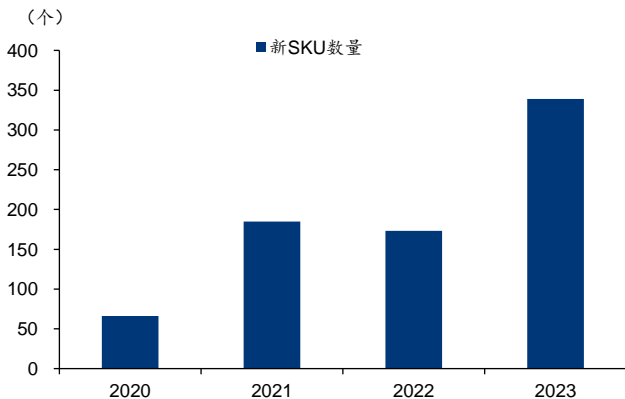
注: 根据久谦第三方追踪数据, 与公司公告数据存在小幅误差
资料来源: 久谦, 华泰研究

加盟商盈利模型优化可期, 25 年有望重启快速拓店进程。爆品套餐推出初期采用低毛利策略, 后续通过品类组合的合理调整降低成本, 同时大单品亦有利于扩大集中采购议价力。我们预计 4Q24 毛利率已环比提升, 后续有望进一步回归正常化。得益于 24 年全年的同店向好, 加盟商的回本周期有望缩短, 提振开店积极性。公司 1H24 店数 9,660 家, 环降 647 家。但 8 月起公司门店总数触底回升 (据久谦数据), 年底已恢复净开店并回归万店规模。展望 25 年, 加盟商不超过 1.5 年的平均回本周期具备较强吸引力, 我们看好公司重启每年千店的较快拓店节奏。

产品组合持续丰富及升级, 有望不断拓宽成长空间

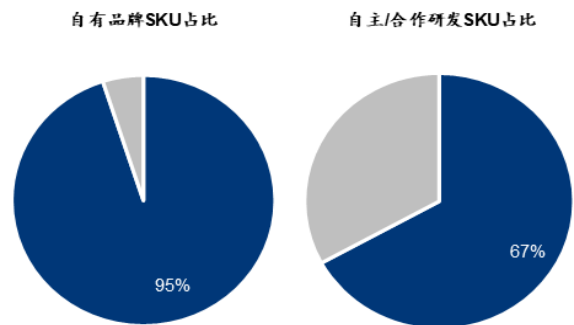
公司具备成熟的产品开发团队和推新能力。公司拥有超 300 人的研发品控团队, 成员普遍拥有 10 年以上餐饮经验, 利用大数据收集消费记录, 结合 BI (商业智能) 找准消费者需求点, 确定开发方向, 并综合产品颜色、气味、口感、营养等方面给予专业评价。在成熟开发体系支撑下, 公司从用户洞察到成品生产仅需 30-45 天, 截至 4M23, 公司 SKU 中自主或合作研发比例达 67%。从推新节奏看, 2020-23 年, 公司分别推出 66/185/173/339 个新 SKU, 1H24 共推出 248 个火锅及烧烤类新 SKU。节奏逐步加快, 带动品类矩阵持续拓展。

图表38: 2020-23 年公司新 SKU 数量



资料来源: 公司公告, 华泰研究

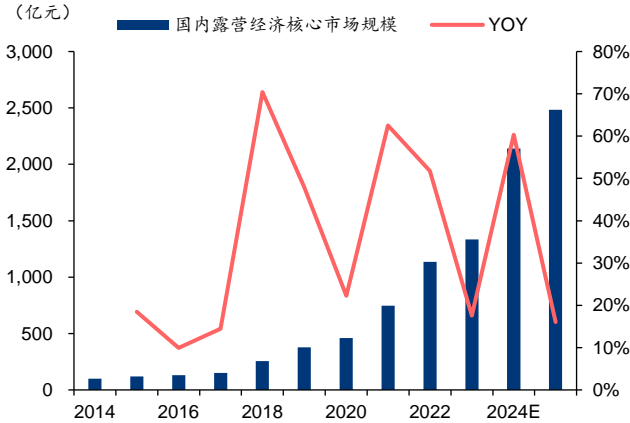
图表39: 公司自有品牌及自主/合作研发 SKU 比例高



资料来源: 公司公告, 华泰研究

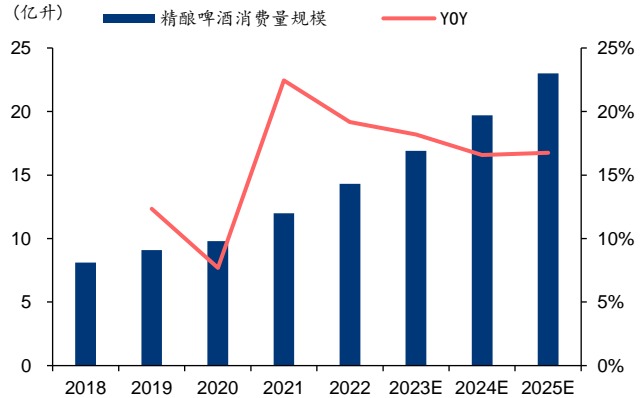
品类创新有利于平滑季节性，优化门店模型。公司从早期火锅为主，逐步拓展至八大品类，有利于平滑销售季节性。火锅销售旺季集中于冬春，烧烤产品补足夏季需求，从2020年到2023年4月，公司烧烤产品营收占比从5.8%提升至12.0%。在国内露营经济持续高景气的推动下（据艾媒咨询，25年露营经济核心市场规模有望增至2,483亿元，2022-25年复合增速29.8%），烧烤产品持续成长前景广阔。此外，公司2024夏季新品发布会推出9.9元精酿啤酒，并携手伊利冰品推出冰淇淋品类，进一步加强夏季客流吸引力。

图表40：国内露营经济核心市场规模



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

图表41：国内精酿啤酒市场规模



资料来源：艾媒咨询，中研普华产业研究院《2024-2029年精酿啤酒产业现状及未来发展趋势分析报告》，华泰研究

品类创新有望助力消费场景拓展，迈向“社区央厨”。公司于24年4月官宣“社区央厨”的全新战略定位，全方面满足回家吃饭一日三餐不同场景。该思路下，门店陈列的有限食材组合，通过消费者自由搭配得到无限的餐食方案。公司将IPO募资10%（约3,600万元）投入产品研发中心建设及升级、购买配套设备，在2024-26年聘请20-30名研发人员，加快开发更多新产品，如高端丸滑、海鲜产品及地方小吃，有望从两方面促进营收增长：

- 1) 丰富套餐组合：**在公司的火锅核心品类上，通过食材多元化，公司能够打造更多方案组合，例如2024年开始推出52种火锅周不重样活动，如椰子鸡、猪肚鸡、酸菜鱼、羊蝎子等，进而适应消费者多变的偏好，刺激购买及客流转化；
- 2) 拓展消费场景：**2024夏季新品发布会上，除冰淇淋、精酿啤酒外，公司还推出牛排、披萨、意面等西餐类场景，打出“精酿啤酒+烧烤”、“宝妈放心”儿童牛排等销售组合。我们认为公司有望借此向夏日露营、健康家庭餐、水果轻食、一人食等更加丰富的消费场景不断延展。

图表42：公司产品创新及消费场景拓展规划



资料来源：公司公告，华泰研究



成熟的加盟模式，助力连锁化扩张

公司加盟店兼具标准化运营模板及灵活的店型。公司的零售门店形成标准化的运营模板，门店装修采用明亮的红绿撞色设计，简约时尚的装修风格给予进店客户闲适的氛围，也有利于在消费者中建立统一、鲜明的品牌形象。公司多数加盟店采用标准门店类型，面积在40-100平方米，员工数量仅需2-3人。此外公司亦灵活设计了乡镇店的差异化店型，乡镇店通常在30-70平方米之间，针对乡镇市场做出个性化调整，例如选址更加简单自由、品类侧重牛羊肉卷等优质蛋白、增加门店现场加工熟食（如小龙虾等），进而增强对下沉市场吸引力和渗透力。

单店模型：初始投入低，回本周期较快。从资本开支来看，加盟商初始投入约20余万元，与奶茶店近似，若剔除掉可算作运营资本的首批进货开支，投入约14万元。从加盟商角度，单店毛利率不高，但人员配置精简，运营费用低，门店净利率约在8-10%区间，投资回收期在18个月左右。尽管相比2022年约8-16个月收回成本有所延长，但在连锁加盟业态中具备竞争力。2024年公司商品策略处于调整阶段，二季度以来通过高性价比的爆品策略吸引客流，公司承担毛利的短期下降，但保障了加盟商的毛利率相对稳定，通过店效提升带动毛利额提升及经营杠杆优化，我们预计2024全年加盟商的盈利能力及回本周期有所优化。

2020-1H24，公司向加盟商以外的其他渠道销售收入占整体产品销售收入比例从0.3%提升至9.6%，主要得益于2B销售放量，我们预计后续公司有望在坚持C端为主的路线下，战略性加快B端收入成长，进而能够进一步捕捉疫情后流向外出堂食的火锅消费需求。

图表43: 锅圈单店模型 (2023年)

(万元, 除特别标注)	省会城市	地级市
GMV	118	100
面积 (平米)	40-100	40-100
坪效 (万元/平米/年)	2	1.7
商品成本	73.2	65
毛利	44.8	35
毛利率	38.00%	35.00%
雇员费用	13.5	7.5
雇员人数	2.5	2.5
平均薪资 (万元/年/人)	5.4	3
费用率	11.40%	7.50%
租金费用	12.4	9.5
费用率	10.50%	9.50%
折旧摊销	4.7	4.7
费用率	4.00%	4.70%
水电费用	2.5	2.5
费用率	2.10%	2.50%
其他费用 (服务费等)	2	1.5
费用率	2.10%	2.50%
净利润	9.8	9.3
净利率	8.30%	9.30%
资本开支	14	14
投资回收期 (月)	17.2	18.1

资料来源: 公司公告, 公司官网, BOSS直聘, 豹变, 华泰研究

门店拓展具备翻倍以上空间。我们划分了各线城市及乡镇地区门店数, 结合久谦平台数据 12M24 已有门店的密度, 按照单店人口覆盖率假设, 测算未来潜在拓店空间在 1.7-2.9 万家。考虑到不同省份的区域偏好存在差别, 未来各线城市平均的门店人口覆盖率或低于相应线级高饱和城市的覆盖率。对于一至四线城市, 乐观、中性、保守预期下我们分别预计未来平均覆盖率为目前高密度城市的 100%/80%/60%。对于其他地区, 考虑到公司在乡镇等下沉市场持续渗透的战略布局, 我们乐观、中性、保守预期下分别预计未来平均渗透率为目前高密度地区的 110%/90%/70%。结合证券时报 2024 年报道, 锅圈管理层预期未来 5 年目标增长至 2 万家, 我们中性预期未来 5-10 年间或有望拓店至 2.3 万家, 较当前门店数实现翻倍以上空间增长。

图表44: 锅圈潜在开店空间测算

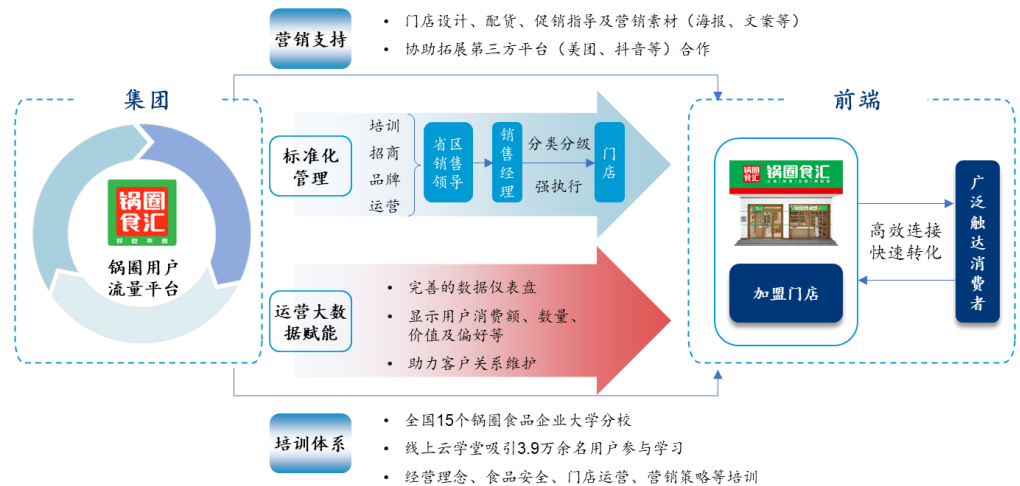
	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	其他	合计
人口数 (亿人)	0.8	4.2	3.6	3.0	2.5	14.1
当前店数	392	3969	2766	1445	1286	9858
当前人口覆盖率 (万人/店)	21.3	10.7	12.9	20.6	19.2	14.3
平均单城店数	98	88	40	16	-	-
高密度城市门店人口覆盖率 (万人/店)	12.6	3.4	4.8	6.0	7.6	-
城市样本	上海	河南郑州	陕西咸阳	山西大同	河南漯河	-
潜在平均人口覆盖率 (万人/店)						
乐观	12.6	3.4	4.8	6.0	6.9	-
中性	15.8	4.3	6.0	7.5	8.4	-
保守	21.0	5.7	8.0	10.0	10.9	-
潜在平均单城店数						
乐观	165	278	106	55	-	-
中性	132	222	85	44	-	-
保守	99	167	64	33	-	-
潜在开店空间						
乐观	662	12,491	7,441	4,969	3,566	29,128
中性	529	9,993	5,952	3,975	2,917	23,367
保守	397	7,495	4,464	2,981	2,268	17,605

注: 门店数采用 12M24 久谦平台追踪数据, 存在统计误差, 以公司实际公告为准; 高密度城市人口覆盖率基于 12M24 久谦数据统计的门店数计算

资料来源: 久谦, 华泰研究预测

公司建立成熟的加盟商支持、监督体系，持续培养多店加盟商。组织架构上，公司加盟体系较为强调总部的支持、规划作用，加盟商运营环节较为标准化，负担较轻。总部承担策略大脑、数据中枢、中台赋能、资源分配等职责，并通过分公司连接总部与门店，以培训、监督、反馈的形式促进中心化策略在门店落地。公司会根据门店的营业额、当前所处的经营阶段，将门店分为成熟型、成长型两大类，设计针对性的策略。在此基础上，公司对于门店运营全流程提供配套支持，包括运营大数据、营销策划、合理奖惩机制及培训体系。

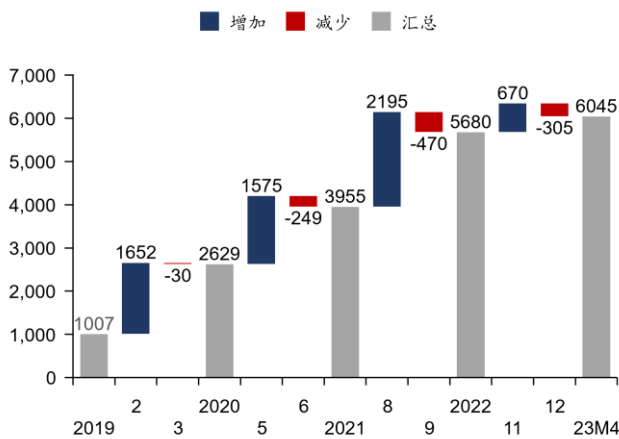
图表45：公司的加盟商运营支持体系



资料来源：公司公告，华泰研究

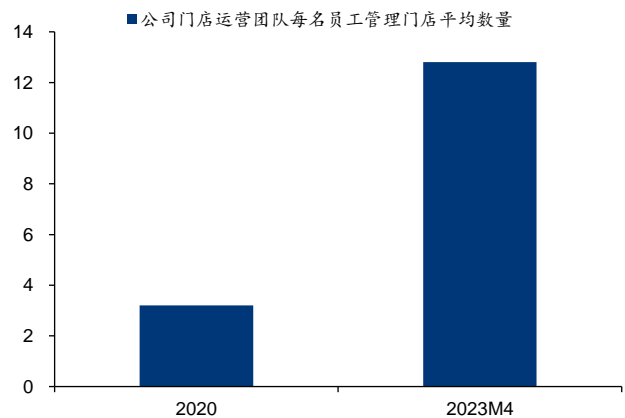
公司支持体系有利于帮助经验较浅的新加盟商顺利度过回本期，实现长期合作。截至4M23，公司加盟商数量达6,045名。公司亦致力于培养更多的多店事业型加盟商，截至2023年底，多店加盟商数量占比约达30%，其平均开店数约3.2家，2024年公司继续鼓励多店加盟商开店，进而提升加盟商管理效率，也便于总部决策向下传达及落地执行。从2020年到2023年4月，公司门店运营团队每名员工管理门店平均数量从3.2家增至12.8家，提升明显。

图表46：2020-2023M4 公司加盟商增长情况



注：数据来自公司招股书，23M4之后公司未披露相关更新数据。
资料来源：公司公告，华泰研究

图表47：公司门店运营团队管理半径提升



注：数据来自公司招股书，23M4之后公司未披露相关更新数据。
资料来源：公司公告，华泰研究

农贸店、乡镇店等创新，有望丰富店型及拓宽区域布局。除目前主流的标准店型外，公司不断探索新型店态。1) 农贸店：公司于 2024 年 3 月开始推出农贸市场店型，以较小的门店面积销售冻转鲜的品类（如散装丸子、腌制牛肉等），方便居民买回家后稍作加热即可食用，公司计划在国内 30 万个农贸网点中深度布局，扩大门店运营场景；2) 乡镇店：截至 2023 年 4 月，锅圈 16.8% 的门店位于乡镇市场，公司目前试点新的乡镇店型，截止 1H24，锅圈已在郑州、深圳等地开设了 10 家农贸店。提升冰柜数量，增加牛羊肉卷销售，减少豆制品、蔬菜的比例，进而更加迎合下沉市场对优质蛋白产品的需求。由于乡镇的低租金优势，店型升级后的成本增加并不明显，试点门店反馈良好，我们预计有望吸引更多加盟商参与开设或升级现有门店。

图表48：锅圈农贸市场店型



资料来源：蓝鲨消费，华泰研究

图表49：公司新店型设免费加热食品区



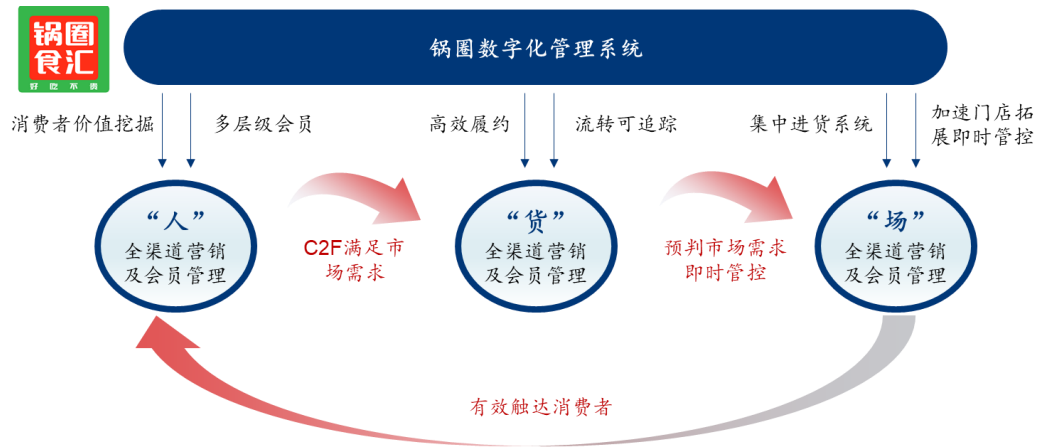
资料来源：新华网，华泰研究

数字化体系覆盖全流程，提升经营效率

公司自 2019 年开始建立数字化管理体系，目前已建立串联全业务环节的“锅圈云信息中心”，覆盖采购、生产、配送、订单、结算、销售等环节，提升信息透明度及物流效率，简化中间环节，降低运营成本，成为公司维持性价比及较低关店率的基础。

- 1) **上游采购环节**：公司自主研发供应商协同系统，其“智能寻源”功能针对不同采购场景采取不同寻源策略，进行线上化管控，防止原料商供应短缺对厂商出货的不利影响。
- 2) **中游加工运输环节**：在生产管理过程中，数字化系统将工厂排产计划和备料情况串联，实现采销联动，加快生产线效率，例如虾滑产品从出塘到制成虾滑仅需几小时，且借助智能化的仓储物流体系，从工厂到门店最快次日达，远距离配货亦仅需 3 天。此外，数字化系统在工厂内部提升制造效率，如牛肉丸工厂自 2023 年以来陆续上新超半数的智能设备，可同时检查单包重量和金属异物，较传统检测法效率提升一倍；公司生产火锅汤底的澄明工厂已导入数字智能技术，生产线数据采集率和自动化率达 100%。
- 3) **下游销售环节**：通过数字化能力嵌入，公司为门店运营多个环节赋能，通过智能补货和调度系统，公司可根据历史数据计算门店所需货品，预判配送方案，便于门店提前补货；公司在郑州建设云信息中心，实时监控门店营业额，指导门店销售。

图表50: 公司的数字化管理系统



资料来源: 公司公告, 华泰研究

展望后续, 公司计划进一步完善货品管理、加盟商集中采购、门店运营数字监控及收银系统、会员体系等数字化系统, 我们认为有望深化业务、财务及供应链管理的一体化融合, 持续优化管理效能, 同时更高效地激活会员需求, 提升复购率。

盈利预测与估值

营业收入：我们预计公司 2024-26 年营业收入 62.4/68.7/78.0 亿元，分别同比增长 2.3%/10.1%/13.6%，拆分来看：

- 1) 向加盟商销售收入：**公司 2024 年梳理调整尾部门店，并升级乡镇店、拓展农贸市场店型，我们预计 24H2 起公司门店数企稳回升，年底重归万店规模。根据证券时报，公司管理层预计到 2029 年门店数量达到 2 万家，目前门店数近 1 万家，依照该目标，2025-26 年有望保持每年新增千店左右的拓店节奏。从平均向每个加盟商的销售收入看，我们预计自 2Q24 开始的爆款产品策略推行以来，25 年开始同店表现有望逐步回正，结合加速开店策略下 2025-26 年加盟商销售收入有望加速增长。综合影响下，我们预计 2024-26 年向加盟商销售收入分别同增 3.6%/10.8%/14.4%至 55.6/61.6/70.5 亿元。
- 2) 服务收入：**服务收入与公司加盟店数量息息相关，考虑到当前餐饮市场的竞争延续，我们预计公司将注重增加门店数量抢占市场，单店的加盟费用将维持稳定，2024-26 年间平均每个加盟店缴纳的费用稳定在 1.6 万元，收入增长主要来源于门店数增长，预计 2024-26 年服务收入分别同增 4.1%/3.5%/9.5%至 1.6/1.7/1.8 亿元。
- 3) 其他销售渠道收入：**公司其他销售渠道主要包括直营店以及 2B 收入。我们预计 24 年因中小型社会餐饮连锁经营承压，销售有所下滑，后续有望伴随公司对 2B 市场的积极拓展而稳步成长，我们预计 2024-26 年其他销售渠道收入同比分别-10.0%/+5.0%/+5.0%至 5.2/5.4/5.7 亿元。

图表51：锅圈收入预测

(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,958	7,173	6,094	6,236	6,867	7,799
YOY	33.5%	81.2%	-15.0%	2.3%	10.1%	13.6%
向加盟商销售收入	3,728	6,477	5,366	5,559	6,159	7,047
YOY	28.1%	73.7%	-17.2%	3.6%	10.8%	14.4%
加盟店数	6,864	9,216	10,300	10,020	11,020	12,020
YOY	59.8%	34.3%	11.8%	-2.7%	10.0%	9.1%
净新增	2,568	2,352	1,084	-280	1,000	1,000
其中：新开	2,762	2,631	1,500	550	1,400	1,400
其中：闭店	194	279	416	830	400	400
闭店率	2.8%	3.0%	4.0%	8.3%	3.6%	3.3%
加盟商平均收入贡献	668	806	550	547	585	612
YOY	-34.1%	20.6%	-31.7%	-0.5%	7.0%	4.5%
服务收入	78	115	154	160	166	181
YOY	65.8%	47.8%	33.9%	4.1%	3.5%	9.5%
加盟店平均缴纳费用(万元)	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
其他销售渠道收入	152	582	575	517	543	570
YOY	1850.9%	282.1%	-1.2%	-10.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

规模效应下，盈利能力有望稳步提升。在毛利层面，21-23 年毛利率分别为 9.0%/17.4%/22.2%，考虑到公司 2Q24 开启的爆款产品策略，增强性价比心智，我们预计 24 年毛利率略有下降，后续保持稳中有升，2024-26 年分别为 21.4%/21.9%/21.9%。在费用端，考虑到公司后续发展的持续拓店需求，销售费用将维持稳定增长，预计 2024-26 年销售费用率维持在 9.5%，而随着经营效率持续提升以及规模效应释放，同期管理费用率预计由 8.0%下降至 7.0%。

考虑到非经常性损益及非核心业务损益等科目调整对归母净利润影响较大，如 1H24 公司计提对多点数智的投资损益，非上市可转换可赎回优先股公允价值变动损益科目带来 3935 万元净利润调整，结合 2H24 多点数智的估值表现，我们预计 2024 年公司共计提约 1 亿元投资损益调整。综合影响下，我们预计公司经调整净利率稳步提升，2024-26 年由 4.5%增至 4.9%，经调整净利润同比分别-12.4%/+14.9%/+19.8%至 2.8/3.2/3.8 亿元。

图表52: 锅圈营收、毛利率、费用率及净利预测

(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,958	7,173	6,094	6,236	6,867	7,799
YOY	33.5%	81.2%	-15.0%	2.3%	10.1%	13.6%
毛利	355	1,249	1,351	1,336	1,506	1,708
毛利率	9.0%	17.4%	22.2%	21.4%	21.9%	21.9%
销售及分销费用	629	625	579	592	653	741
销售费用率	15.9%	8.7%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	356	404	497	496	515	546
管理费用率	9.0%	5.6%	8.2%	8.0%	7.5%	7.0%
财务费用	3	3	5	4	2	2
财务费用率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
归母净利润	-462	230	240	179	298	383
YOY	N/A	N/A	4.2%	-25.5%	67.0%	28.6%
归母净利率	-11.7%	3.2%	3.9%	2.9%	4.3%	4.9%
经调整净利润	-451	257	318	279	320	383
YOY	N/A	N/A	23.8%	-12.4%	14.9%	19.8%
经调整净利率	-11.4%	3.6%	5.2%	4.5%	4.7%	4.9%

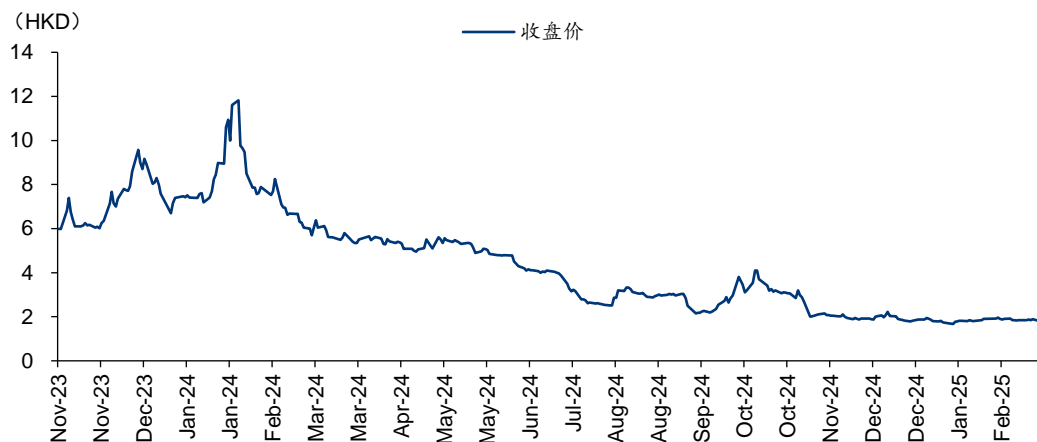
注: 经调整净利润调整科目包括非经常性损益项目、股权激励费用、汇兑损益、其他非核心业务的损益。

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

股价复盘: 复盘锅圈的历史股价与估值表现, 主要分为三个阶段: 1) 上市初期由于新股效应及较低的流动性, 公司估值水平较高; 2) 2024年2月后, 由于外出就餐的分流以及较为谨慎的消费情绪, 1H24公司同店下滑, 市场预期下修, 戴维斯双杀下股价回调明显, 9月由于宏观政策催化, 市场情绪回暖带动股价有所修复; 3) 2024年11月, 公司限售股解禁, 规模约占总股本42%, 股价进一步下探, 目前PE-TTM已下降至历史底部区间, 2025E经调整P/E仅15x。

当前时间点, 我们认为解禁的影响已阶段性消化, 投资角度具备三重机遇: 1) 在基本面上, 外出就餐分流影响告一段落, 性价比考量下居家用餐偏好回升, 叠加公司凭借高效供应链提供的高性价比产品及引流爆品, 对同店提振作用明显, 快速开店有望重启, 经营拐点清晰; 2) 估值角度, 当前P/E水平已大致消化宏观环境担忧及解禁影响, 公司作为预制菜高景气赛道的万店零售平台, 价值被低估; 3) 公司23年分红率达60%, 未来分红+回购带来的回报率有望达5%+。

图表53: 锅圈股价变动图



资料来源: Wind, 华泰研究

投资建议: 我们认为锅圈作为国内在家吃饭餐食产品龙头, 在品牌影响力、供应链、加盟商运营体系及产品创新能力上具备深厚壁垒, 有望在2C预制餐食产品市场中强者愈强, 品类拓展、品牌出海亦有望打开新成长曲线。

估值层面，我们认为锅圈的商业模式为在家吃饭餐食解决方案的一站式销售，介于零售与餐饮的中间地带，因此我们选取连锁零售与餐饮、食材企业作为可比公司。1) 在零售板块，我们选取了家家悦、高鑫零售公司，2025年 P/E 均值为 27.2 倍；2) 在餐饮板块，我们选取了海底捞、九毛九、百胜中国，2025年 P/E 均值为 16.9 倍；3) 在食材板块，我们选取了千味央厨、安井食品，2025年 P/E 均值为 19.0 倍。最终零售、餐饮、食材板块的整体 P/E 均值为 20.4 倍。考虑到行业需求仍有不确定性，给予公司 2025年 19.0 倍经调整 P/E，按照人民币兑港币汇率 0.92，对应目标价 2.40 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

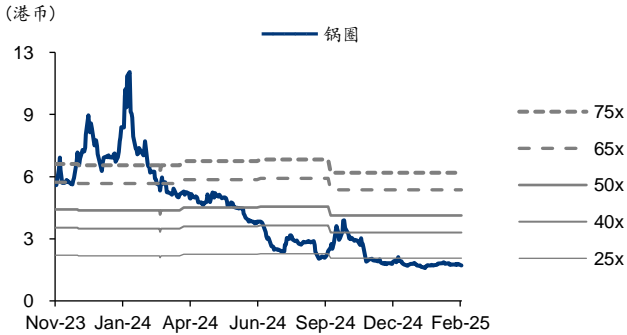
图表54：可比公司估值表

公司名称	股票代码	财报货币	市值 百万元	净利润 (财报货币 百万)				市盈率			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
锅圈	2517 HK	CNY	4,973	240	196	294	369	19.7	24.2	16.1	12.8
餐饮类											
海底捞	6862 HK	CNY	86,174	4,499	4,519	4,735	5,173	19.2	19.1	18.2	16.7
九毛九	9922 HK	CNY	3,969	453	226	307	399	8.8	17.5	12.9	9.9
百胜中国	9987 HK	USD	137,363	827	911	964	1,029	22.8	20.7	19.5	18.3
平均								16.9	19.1	16.9	15.0
食材类											
千味央厨	001215 CH	CNY	2,907	134	112	124	145	21.7	25.9	23.5	20.0
安井食品	603345 CH	CNY	22,261	1,478	1,400	1,533	1,668	15.1	15.9	14.5	13.3
平均								18.4	20.9	19.0	16.7
连锁零售类											
家家悦	603708 CH	CNY	6,371	136	241	295	420	46.7	26.4	21.6	15.2
高鑫零售	6808 HK	CNY	16,408	-1,605	404	499	656	-10.2	40.6	32.9	25.0
平均								18.2	33.5	27.2	20.1
全部平均								17.7	23.7	20.4	16.9

注：预测数据来自彭博一致预期，数据截至时间为 2025 年 2 月 25 日。考虑到非经常性项目对于归母净利润的影响，为更客观反应公司盈利能力，锅圈采用经调整净利润，其余可比公司为归母净利润。

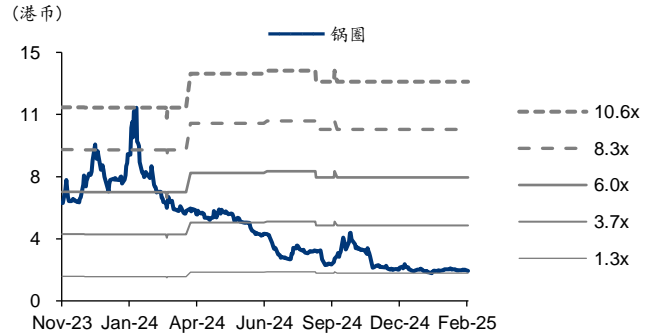
资料来源：彭博，华泰研究

图表55：锅圈 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表56：锅圈 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

风险提示

市场竞争风险。锅圈食汇作为中国领先的在家吃饭餐食产品品牌，面临激烈的市场竞争。市场上存在众多国内外竞争对手，包括其他在家吃饭餐食产品零售商。市场竞争的激烈程度可能会影响公司的市场份额和盈利能力。公司需要持续在品牌建设、产品质量、成本控制和创新方面进行投入，以维持竞争优势。

加盟店管理风险。锅圈的门店网络主要包括由加盟商经营的加盟店。加盟店的业绩对公司的经营业绩产生重大影响。然而，公司无法直接控制这些加盟店的运营，这可能导致品牌形象和产品质量的不一致性。如果加盟店未能有效执行公司的运营标准和营销策略，可能会对公司的声誉和业绩产生不利影响。

食品安全舆情风险。食品安全问题对食品及餐饮行业至关重要。任何食品安全事件或负面报道都可能对公司的品牌和业务造成重大不利影响。若因为运输如中产品变质、运输中断、第三方物流供应商处理不当等，或门店运营中出现标错生产日期、食品过期、加盟商自采产品不达标等问题，可能对公司品牌影响力产生不利影响。

产品创新不及预期。公司的成功在很大程度上取决于其能够预测、识别、解释及应对消费者口味和餐饮偏好的变化。如果公司在开发、推出和推广新产品方面的努力未能取得成功，可能面临额外的成本和开支风险。

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、石狄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、石狄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 锅圈（2517 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 锅圈（2517 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 锅圈（2517 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司