

2026 年 05 月 24 日

## 天味食品 (603317.SH)

投资评级：买入（首次）

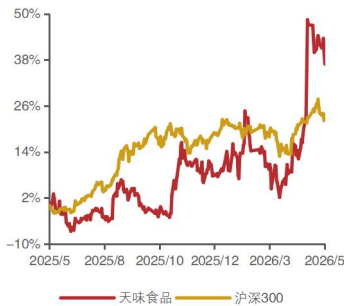
——复调龙头多元扩张，内生、外延双轮驱动成长

## 证券分析师

张东雪  
SAC: S1350525060001  
zhangdongxue@huayuanstock.com  
周翔  
SAC: S1350525070003  
zhouxiang@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026 年 05 月 22 日

收盘价 (元)	15.40
一年内最高/最低 (元)	17.30/10.79
总市值 (百万元)	16,396.61
流通市值 (百万元)	16,396.61
总股本 (百万股)	1,064.71
资产负债率 (%)	15.15
每股净资产 (元/股)	4.47

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

**经营复盘，公司系中国复合调味品行业的领军品牌。**公司聚焦菜谱式调料、火锅调料等复合调味品赛道，内生主业围绕“好人家”和“大红袍”两大主品牌持续扩充品类、拓展渠道，最终在市场红利期成功打造一系列亿元级大单品、基本完成全国化布局。同时，公司在行业调整期培育“外延扩张”新曲线，进一步完善多品类、全渠道布局。截至 2025 年末，公司实现营收/归母净利润约 34.5/5.7 亿元，2019–2025 年复合增速分别为 12.2%/11.5%。

**复调赛道景气度高，品类渗透率提升空间大，尤其是菜谱式调料成长空间广阔。**我国调味品市场进入稳健发展，其中复合调味品是行业内增速最快的细分赛道之一，2019–2024 年市场规模 CAGR 为 8.1%；且从渗透率与集中度提升视角看，未来市场扩张潜力大，BC 端具有长期发展逻辑。聚焦细分品类，菜谱式调料市场增速最快，BC 端共振，预计市场规模能保持双位数增长；火锅底料市场增速放缓，或呈现结构性增长机遇。

**行业集中度提升空间大，龙头有望脱颖而出。**国内调味品市场相对分散，复合调味品行业集中度提升空间较大，以 2024 年收入计，我国复调市场 CR5 为 15.9%，明显低于美国和日本成熟市场。公司是复调赛道中典型大单品型企业，C 端品牌势能高，先发优势明显；同时，全渠道销售网络、高供应链效率以及与并表公司高效协同的平台化机制，均有望使得公司领跑于复调赛道。

**成长逻辑修复，高分红凸显价值。**公司内生、外延双轮驱动收入增长，把握复调渗透率与集中度提升机会；其中，内生业务在创新大单品与新品拉动下收入有望恢复双位数增长，同时公司积极推进外延并购，通过平台化模块赋能并购标的快速增长，强化公司增长动能。近年来，天味食品积极布局海外市场。另外，我们预计伴随公司收入恢复增长，资产周转率提升或驱动 ROE 进一步提升；同时，公司保持高分红力度，进一步凸显价值逻辑。

**盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年公司归母净利润分别为 7.4/8.4/9.4 亿元，同比增速分别为+29.6%/+13.7%/+12.3%，当前股价对应的 PE 分别为 22/20/17 倍。我们选取的可比公司海天味业、宝立食品、颐海国际 26 年平均 PE 值 19 倍，鉴于公司内生、外延双轮驱动收入增长，基本面向上同时保持高分红力度，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,476	3,449	4,091	4,624	5,166
同比增长率 (%)	10.41%	-0.79%	18.64%	13.02%	11.72%
归母净利润 (百万元)	625	570	738	839	942
同比增长率 (%)	36.77%	-8.79%	29.62%	13.68%	12.26%
每股收益 (元/股)	0.59	0.54	0.69	0.79	0.89
ROE (%)	13.66%	12.54%	16.26%	18.31%	20.35%
市盈率 (P/E)	26.25	28.78	22.20	19.53	17.40

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 40.9/46.2/51.7 亿元，分别同比 +18.6%/+13.0%/+11.7%。利润端，伴随公司优化产品结构、规模效应释放与内部经营效率提升，我们预计公司净利润率稳步提升，预计 2026–2028 年公司归母净利润分别为 7.4/8.4/9.4 亿元，同比增速分别为 +29.6%/+13.7%/+12.3%。我们选取的可比公司海天味业、宝立食品、颐海国际 26 年平均 PE 值 19 倍；考虑到公司内生、外延双轮驱动收入成长，基本面向上同时保持高分红力度，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

公司国内市场份额有望稳步提升，同时加速布局国际市场；分品类看，预计 2026–2028 年菜谱式调料营收分别为 20.9/24.0/27.2 亿元，同比增速分别为 18.3%/14.6%/13.6%，同时期火锅调料营收分别为 13.5/13.8/14.1 亿元，同比增速分别为 9.7%/2.5%/2%，同时期香肠腊肉调料营收分别为 3.6/4.2/4.9 亿元，同比增速分别为 25%/18%/15%。

### 投资逻辑要点

调味品刚需特征明显，具备较强的抗周期性，尤其是子品类复合调味品；从渗透率与集中度提升视角看，未来市场扩张潜力较大，BC 端具有发展长期逻辑。天味作为复调赛道的细分龙头，内生、外延双轮驱动收入增长；其中，内生业务在创新大单品与新品拉动下收入有望恢复双位数增长，同时公司积极推进外延并购，通过平台化模块赋能并购标的快速增长，强化公司增长动能。另外，我们预计伴随公司收入恢复稳健快增，资产周转率提升或驱动 ROE 进一步提升；同时，公司保持高分红力度，进一步凸显价值逻辑。

### 核心风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

## 内容目录

1. 天味经营复盘：复调行业的领军品牌.....	5
2. 复调赛道景气度高，渗透率、集中度提升空间大.....	8
2.1. BC端双轮驱动，复调市场“长坡厚雪”.....	8
2.1.1. 菜谱调料市场景气度高，未来成长空间大.....	9
2.1.2. 火锅底料市场增速放缓，或呈现结构性增长机遇.....	11
2.2. 行业加速整合，复调市场集中度提升空间大.....	12
3. 成长逻辑修复，高分红凸显价值.....	14
3.1. 大单品驱动原主业恢复成长，外延并购贡献增长抓手.....	14
3.2. 高盈利、高分红凸显价值.....	16
4. 盈利预测与评级.....	17
4.1. 盈利预测拆分.....	17
4.2. 相对估值.....	17
5. 风险提示.....	19

## 图表目录

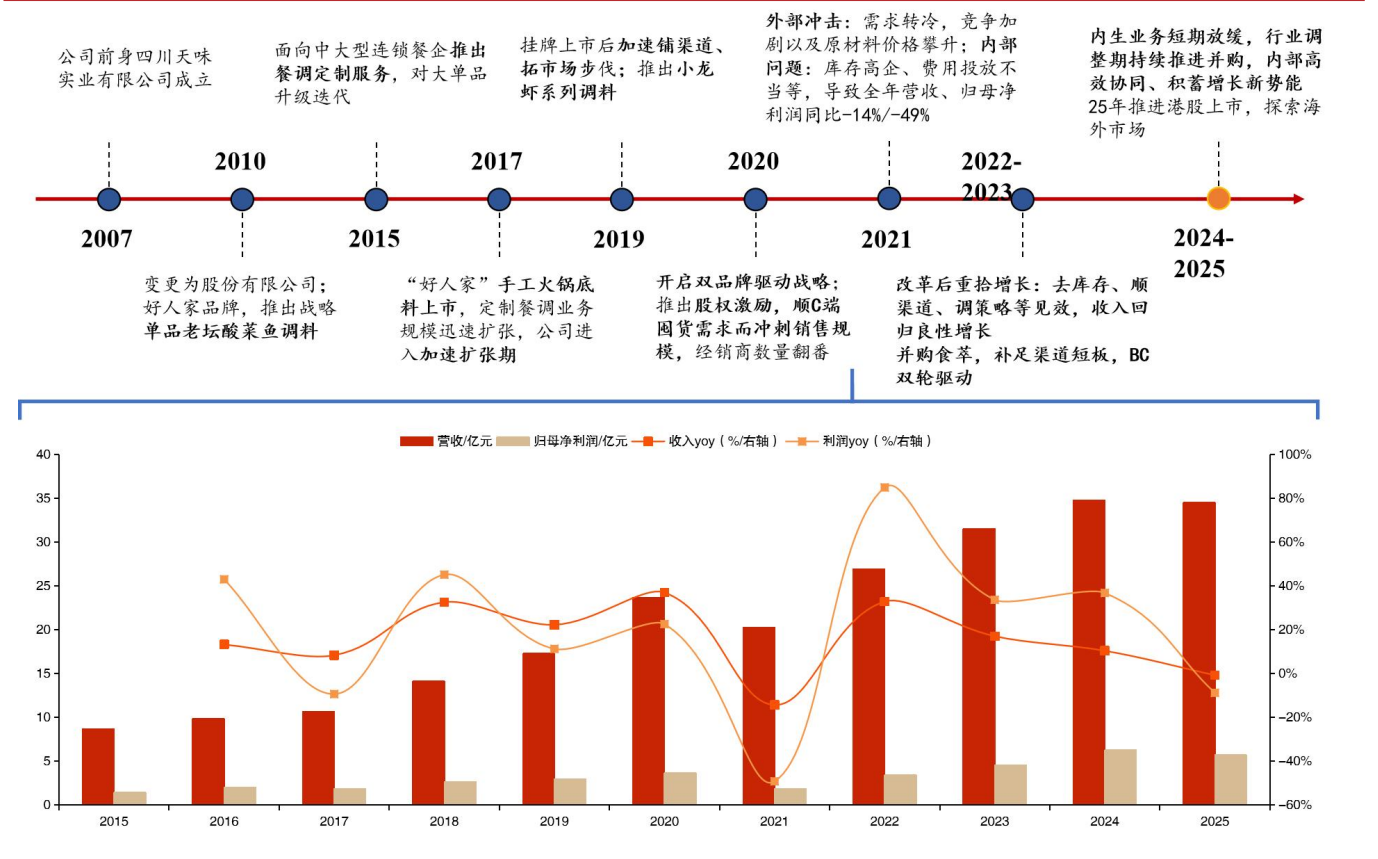
图表 1: 公司历史发展复盘, 2015-2025 年营收、利润变化.....	6
图表 2: 品类视角, 公司收入结构变化.....	7
图表 3: 渠道视角, 公司收入结构变化.....	7
图表 4: 公司品牌矩阵 (截至 2025 年 6 月, 不含一品味享) .....	7
图表 5: 我国调味品市场稳健扩容, 复调市场景气度高.....	9
图表 6: 对比海外, 我国复合调味品渗透率提升空间大.....	9
图表 7: 2024 年我国复合调味品行业细分品类结构 (收入计) .....	9
图表 8: 我国复合调味品行业渠道结构变化 (收入计) .....	9
图表 9: 复调细分品类中, 近年我国菜谱式调料市场增速最快.....	10
图表 10: 定制菜调市场快速增长.....	10
图表 11: B 端客户的四种调味品需求模式.....	10
图表 12: 2020-2024 年火锅调料市场规模及变化.....	11
图表 13: 2010 年以来, 火锅底料市场整体处于结构升级趋势 (亿元, %) .....	11
图表 14: 火锅底料近年品类创新方向.....	12
图表 15: 国内调味品行业整体分散, 2024 年国内复合调味品市场竞争格局.....	13
图表 16: 截至 2024 年, 中国复调行业集中度明显低于海外同业.....	13
图表 17: 截至 2024 年, 国内调味品细分品类市场集中度对比.....	13
图表 18: 火锅底料 C 端市场竞争格局清晰.....	13
图表 19: 公司营收增长逻辑图.....	15
图表 20: 味之素全球化发展取得良好成效.....	16
图表 21: 2020-2025 年公司销售净利率与资产周转率.....	17
图表 22: 公司近年持续提升分红力度.....	17
图表 23: 可比公司估值表.....	18

## 1. 天味经营复盘：复调行业的领军品牌

天味食品聚焦菜谱式调料、火锅调料等复合调味品赛道，内生主业围绕“好人家”和“大红袍”两大主品牌持续扩充品类、拓展渠道，最终在市场红利期成功打造一系列亿元级大单品、基本完成全国化布局。同时，公司在行业调整期培育“外延扩张”新曲线，进一步完善多品类、全渠道布局。截至 2025 年末，公司实现营收/归母净利润约 34.5/5.7 亿元，2019–2025 年复合增速分别为 12.2%/11.5%。

- **2015–2022 年消费升级、复调渗透，公司收入进入高速增长期：**公司自 2007 年成立聚焦菜谱式调料、火锅调料等复合调味品赛道；受益于居民消费升级、复调品类快速渗透，公司营业收入规模实现快速扩张，2015–2022 年 CAGR 达 18%，并成功打造酸菜鱼调料、手工火锅底料等代表大单品，渠道端基本完成全国化布局。其中，2020–2021 年公共安全事件期间，C 端囤货需求波动、渠道传导叠加公司冲刺销售（高费用投入以及高库存）导致收入、净利润大幅波动，2021 年营收、业绩同比–14%/–49%。对此，公司积极进行内部改革，包括去库存、顺渠道、调机制等，并于 2022 年初见成效，全年存货周转提速、销售费用率明显收窄，营收增速恢复至 33%，重新回到良性成长轨道。
- **2023–2025 年，内生业务放缓，外延并购驱动成长：**近年来，受火锅调料需求放缓、行业竞争加剧等影响，公司火锅调料 2023–2025 年收入整体仅微增，若剔除加点滋味不辣汤料收入贡献，预计原火锅调料业务下滑，从而拖累公司内生业务的收入表现。另一方面，公司通过外延并购培育补全自身品类与渠道短板，同时培育新增长曲线；例如，2023–2025 年期间公司相继并购四川食萃（补充线上小 B 渠道）、加点滋味（补充海外、新中式菜谱式调料、汤料等）以及山东的一品味享（补齐姜蒜类复合调味料）；截至 2025 年，食萃、加点滋味收入规模达 2.86/3.13 亿元，合计收入占比 17.4%，系公司近年收入增长重要抓手。另外，2025 年公司积极推进港股上市，探索海外扩张新篇章。

图表 1：公司历史发展复盘，2015-2025 年营收、利润变化



资料来源：ifind，公司港股招股书，公司公告等，华源证券研究所

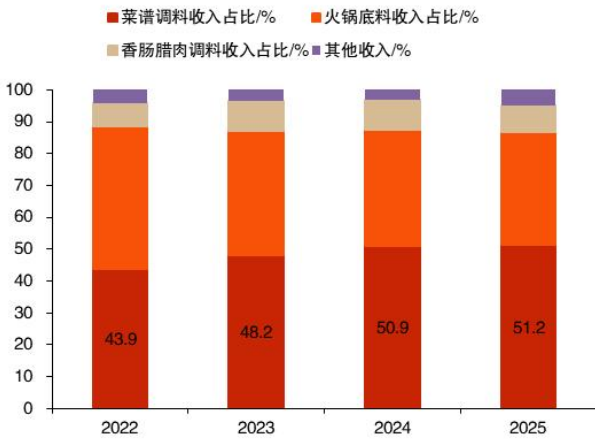
公司构建了覆盖多元消费场景和销售渠道的七大核心品牌矩阵，包括“好人家”、“大红袍”、“天车”、“天味食品专业调料定制”、“拾翠坊”、“加点滋味”以及“一品味享”；同时，公司打造了丰富完善的复合调味品矩阵，以及覆盖全国的全渠道销售网络，成功实现对各类消费场景的广泛覆盖。

**品类端**，公司菜谱调料、火锅调料、香肠腊肉调料 2025 年营收分别为 17.7/12.3/2.9 亿元，收入占比分别为 51%/36%/8%。其中，**菜谱式调料主要迎合家庭餐厨刚需场景消费习惯（烹饪便捷化&美味化需求）、需求特征（社会家庭小型化、单身群体扩大趋势）的转变，是公司近年收入增长抓手；代表性大单品包括酸菜鱼调料、小龙虾调料等。**火锅调料经过近十年发展渗透，主要受益于火锅消费兴起，公司相关产品集中在辣味牛油火锅，定位中高端，近年受需求降级、竞争加剧以及新品表现不及预期等影响面临调整，代表大单品包括手工牛油底料等，同时公司积极发力不辣汤系列。另外，公司香肠腊肉调料主要用于冬季制作香肠腊肉，其销售与盈利表现受气温和猪价的影响。

**渠道端**，公司以经销为主、积极开拓直销客户。截至 2024 年经销渠道收入占比达 75.5%：公司已建立广泛的多渠道全国销售网络，并通过 3363（截至 2025 年末）个经销商实现线上线下全渠道覆盖，触达超 100 万个终端网点（位居专门从事复调业务的上市公司首位）。公司早期围绕 C 端家庭场景，以线下传统渠道为主，2015 年开始针对餐饮业推出定制调味品解决方案（大 B 客户），近年积极开发电商、会员商超等现代渠道（2022-2024 年直销渠道收

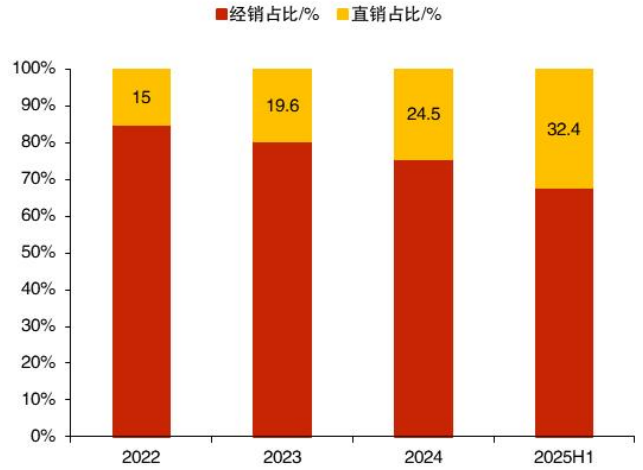
入占比持续提升)，同时通过并购补充渠道短板，例如 2023 年并购食萃发力线上小 B 端，2024 年并表加点滋味补强华东区域市场（2025 年跃居国内第二大区域市场）与线上渠道。另外，公司通过全球经销商拓展海外市场，2025 年末产品已远销北美、东南亚、东亚、欧洲等区域，覆盖全球 50 多个国家和地区。

图表 2：品类视角，公司收入结构变化



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：渠道视角，公司收入结构变化



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司品牌矩阵（截至 2025 年 6 月，不含一品味享）



资料来源：公司港股招股书，华源证券研究所

公司股权结构集中，持续推出激励计划以绑定核心管理层。截至 2025 年末，公司董事长邓总与副董事长唐总系实际控制人，双方系夫妻关系，分别持有公司 56.93%/8.41% 股份；而一致行动人 25 年末合计持股比例达 74.42%，股权结构清晰。同时，公司自 2019 年上市以来推出多期激励计划，例如 2020 年发布的股票期权激励计划与限制性股权激励计划，2022 年限制性股票激励计划以及 2024 年员工持股计划等，以激励、绑定公司管理层。其中，根据 2026 年最新一期员工持股计划（草案），公司主要考核收入表现，即以 2025 年营收为基数，2026-2027 年收入增长率不低于 16%/30%。

## 2. 复调赛道景气度高，渗透率、集中度提升空间大

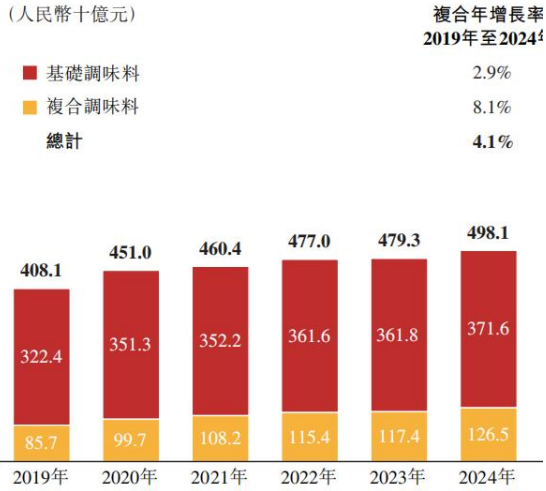
调味品作为必选消费里的代表，刚需特征明显，具备较强的抗周期性；其中，相对于基础调味品，复调属于升级消费；且从渗透率与集中度提升视角看，未来复合调味品市场潜力大，公司作为复调赛道的领军企业有望脱颖而出。

### 2.1. BC 端双轮驱动，复调市场“长坡厚雪”

我国调味品刚需特征强、市场容量大，其中复合调味品细分市场快速扩张，未来潜力大。根据弗若斯特沙利文，按收入计截至 2024 年我国调味品市场规模达 4981 亿元，2019-2024 年 CAGR 约 4.1%，整体呈稳健扩张态势。分品类看，复合调味品景气度高，是调味品行业内增速最快的细分赛道之一，2019-2024 年市场规模复合增速 8.1%，市场占比提升至 25.4%。然而，对比日本和美国成熟市场（2024 年复合调味品渗透率达 53.5%/54.3%），我国复调品类仍处于发展早期，未来渗透率和人均复调消费支出均有较大提升空间。

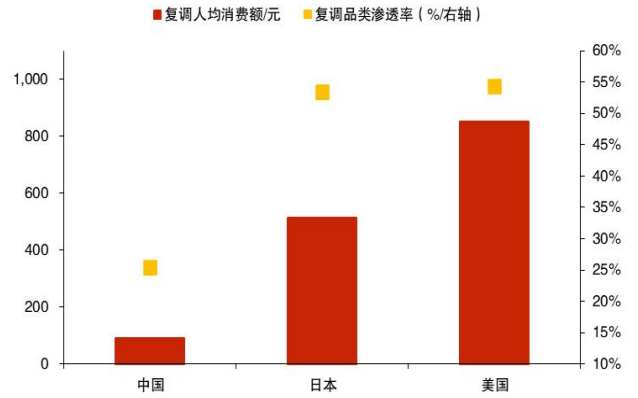
分渠道看，我国复合调味行业主要包括 B 端（餐饮、食品加工业等）和家庭个人客户，其中个人客户市场受益于家庭烹饪便捷化需求，根据中国调味品协会、弗若斯特沙利文，截至 2024 年 C 端复调市场规模达 534 亿元，2020-2024 年 CAGR 约 6.9%，需求占比提升至 42.2%；在家庭小型化、人口老龄化的社会趋势下，消费者持续追求高品质生活，我们认为兼具美味、便捷的复合调味料在家庭端具备广阔渗透空间。另一方面，餐饮连锁化、菜品预制化对定制调味品需求日渐扩大，而越复合化、稳定统一的调料就越能保障菜品品质，这使得复调相对单一调味品更适用于餐饮标准化，B 端复合调味品或将随餐饮连锁化、标准化发展而快速扩容，预计 2024-2029 年市场规模的 CAGR 为 9.4%。

图表 5：我国调味品市场稳健扩容，复调市场景气度高



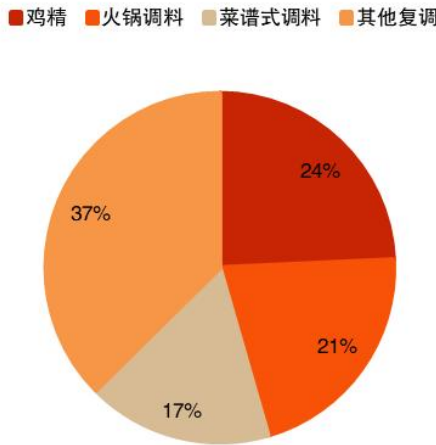
资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 6：对比海外，我国复合调味品渗透率提升空间大



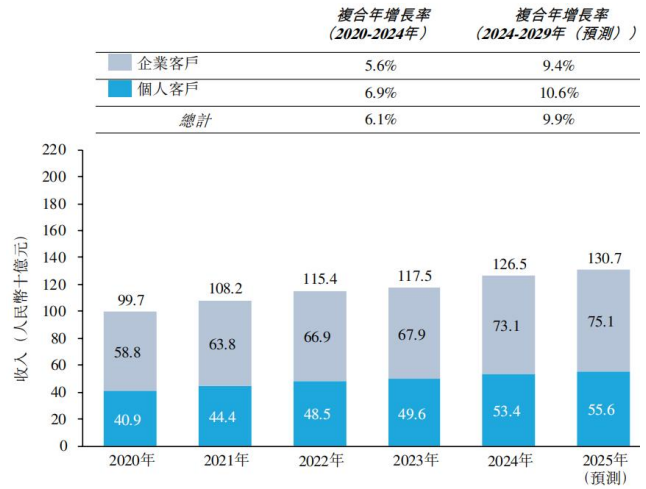
资料来源：公司港股招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所；注：图中数据时间为 2024 年

图表 7：2024 年我国复合调味品行业细分品类结构 (收入计)



资料来源：公司港股招股书，中国调味品协会等，华源证券研究所

图表 8：我国复合调味品行业渠道结构变化 (收入计)



资料来源：公司港股招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

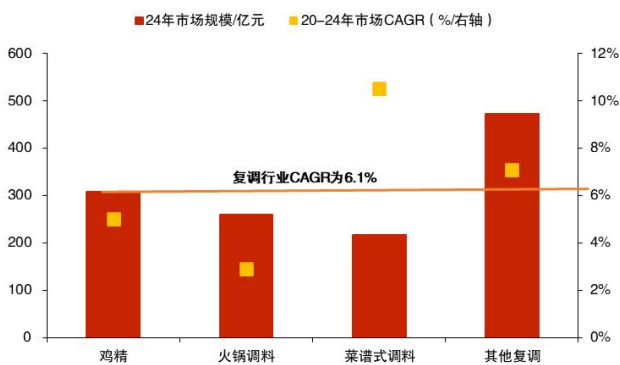
## 2.1.1. 菜谱调料市场景气度高，未来成长空间大

在复调细分品类中，菜谱式调料市场近年增速最快；BC 端共振，预计市场规模能保持双位数增长。菜谱式调料主要涵盖国内大众菜系的中式调味品、西式风味调味品（如意面酱汁）等，近年受益于消费者对美味、便捷、健康的需求持续提升。根据弗若斯特沙利文，按收入计截至 2024 年我国菜谱式调料市场规模达 216 亿元，2020–2024 年行业 CAGR 达 10.5%，系复调细分市场中增速最快的品类。

我们认为，在家庭场景中，菜谱式调料平均单价一般比以酱油为代表的基础调味品更高，属于典型的升级消费，但日常消费频次更低，而且由于我国菜系繁杂、地域化特征明显以及消费者口味变化快，菜谱式调料产品生命周期相对更短、消费者粘性相对更低；因此，C端菜谱式调料发展相对更依赖产品创新驱动，尤其是脱胎于全国性餐桌、适用场景持续延伸的创新大单品，例如酸菜鱼调料、小龙虾调料等。

另一方面，在B端餐饮连锁化（标准化）、降本增效以及中游预制化的背景下，定制餐调市场近年持续快速扩容；根据智研咨询预测，中式菜调定制化率从2016年的16.6%进一步提升至2021年的22%，期间市场规模CAGR超23%。我们认为，菜调有望在促进餐饮规模化扩张、优化产业链资源配置中提升价值份额，具体包括对外赋能餐企连锁化，对内改善成本结构，帮助门店实现降本增效，最终有望实现复调工业化逐步替代后厨低效手工作业。

图表 9：复调细分品类中，近年我国菜谱式调料市场增速最快



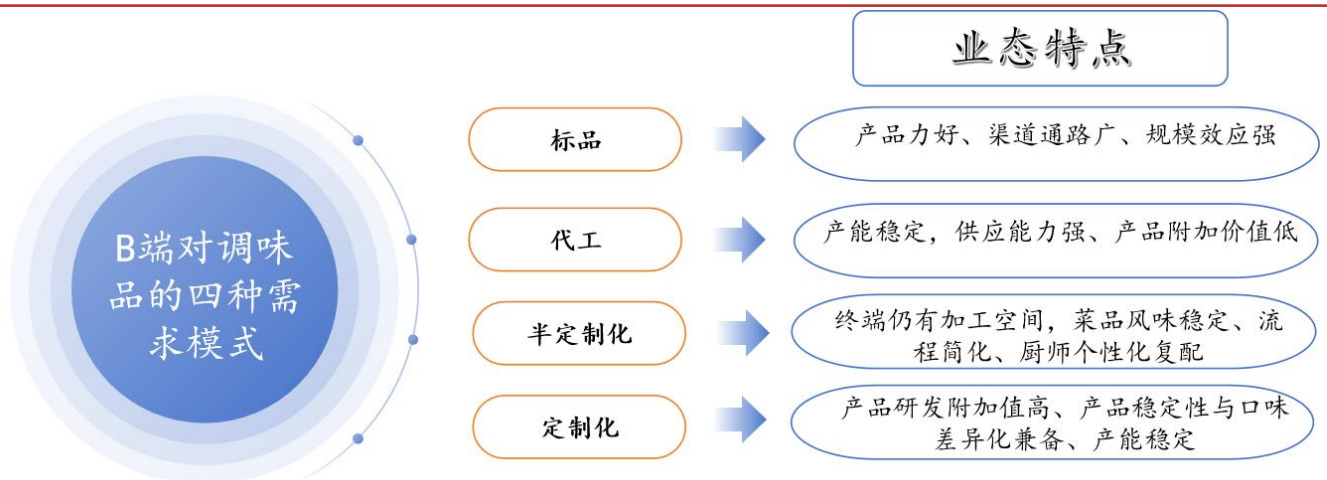
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 10：定制菜调市场快速增长



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

图表 11：B端客户的四种调味品需求模式



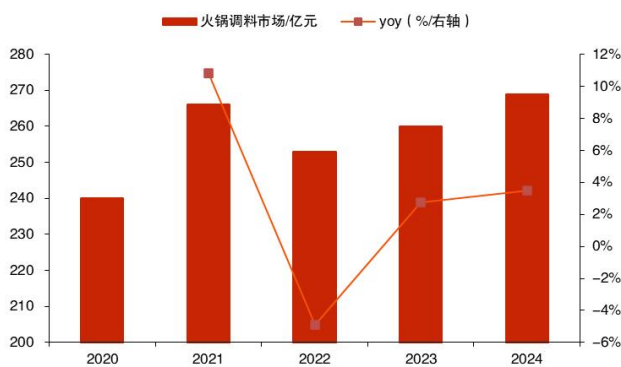
资料来源：调料家公众号，华源证券研究所自制

## 2.1.2. 火锅底料市场增速放缓，或呈现结构性增长机遇

除菜谱式调料外，火锅调料亦为我国复合调味品重要细分品类。2010年以来，火锅底料市场在BC端双击下历经高速发展阶段，根据立鼎产业研究中心，2010-2019年市场规模CAGR达16%；其中，B端充分受益于火锅市场扩容、高连锁化以及其他餐饮场景延伸，而C端经过火锅餐饮充分的市场教育，在家庭端渗透，同时各品牌创新驱动结构升级。然而，受火锅餐饮消费降级、行业竞争加剧等影响，火锅调料市场增速放缓；根据弗若斯特沙利文，按收入计截至2024年火锅调料市场规模达269亿元，2020-2024年CAGR为2.9%。虽然火锅调料短期出现需求周期波动，但品类创新驱动C端市场扩容的需求长期逻辑或将不变，我们认为未来品类创新主要包括以下方向：

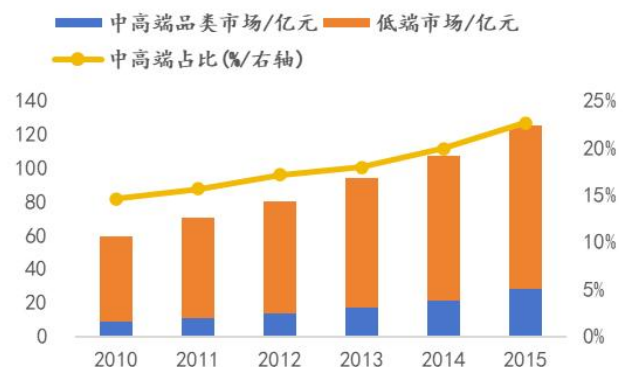
- **健康化创新**：如无辣养生火锅底料不仅口感更加清淡温和，底料通常采用天然食材和草本植物熬制，更为鲜美健康，不含过多的油脂和辣椒，能够更好地保护消化系统和身体健康。
- **规格创新**：如一人食的小规格产品因高度匹配家庭小型化、单身群体扩大等社会趋势，近年在C端市场占比持续提升，例如23年行业新品小块牛油火锅底料实现销量快增，同时小规格产品具备高克均价，有助于提升行业主流价格带。
- **口味再创新**：如22年以来云贵酸汤火锅、海南糟粕醋火锅等主打酸香味型的小众火锅逐渐出圈，其中餐见数据研究院数据显示，2024Q1酸汤火锅相关的企业注册数同比增长46.2%。

图表 12：2020-2024 年火锅调料市场规模及变化



资料来源：公司港股招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 13：2010 年以来，火锅底料市场整体处于结构升级趋势（亿元，%）



资料来源：颐海国际招股书等，华源证券研究所

图表 14：火锅底料近年品类创新方向

底料品类创新趋势		
创新类型	详细说明	代表产品
健康化创新	帮助消费者解决“减盐、0添加、低脂低卡”等健康痛点，例如无辣养生火锅底料	
规格创新	小包装产品，例如90g装*1/*2/*4包装，匹配家庭小型化、单身群体扩大趋势，近年市场占比持续提升	
口味创新	主打酸香味型的小众火锅持续出圈，其中2025年酸汤火锅在全国快速铺开，市场规模已突破150亿元	

资料来源：火锅餐见、思宾格酵母抽提物公众号等，华源证券研究所

## 2.2. 行业加速整合，复调市场集中度提升空间大

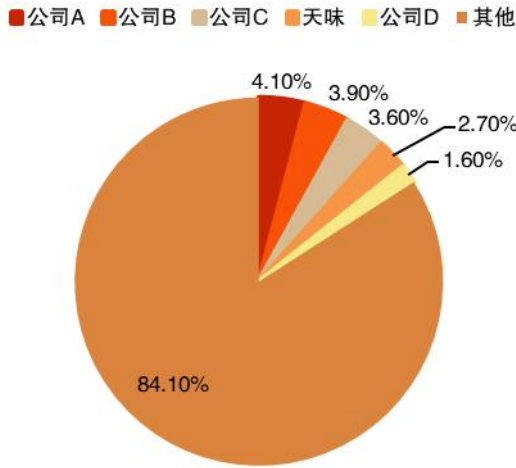
复合调味品行业集中度提升空间大，天味通过创新大单品驱动内生业务增长，同时借助外延并购补齐品类与渠道的短板，从而实现份额持续提升。

由于我国幅员辽阔、地域口味差异大、菜系繁杂，消费者对调味品偏好各不相同，因此，调味品行业整体呈现品类多元，市场相对分散的特征。以我国复合调味品市场为例，根据弗若斯特沙利文，以2024年收入计，我国复调市场CR5为15.9%，明显低于美国和日本的市场（CR5分别为30%以上、50%以上）；其中，天味在我国复合调味品行业排第四，市场份额约2.7%，但2022-2024年收入复合增速更快，市占率整体呈提升趋势。而伴随行业龙头持续并购整合，不断放大品类与渠道优势，未来复调市场集中度有望进一步提升。从细分品类来看：

- 截至2024年，菜谱式调料细分市场CR5为18.5%，行业集中度不高，公司在该细分市场中排第一，同年市占率达9.7%，是行业第二名的2.6倍；而且2022-2024年，公司在前五大企业中收入增速最快，领先优势不断扩大。主要系菜谱式调料是公司第一大业务，品类、渠道布局完善，大单品优势明显，近年在内生与外延双轮驱动下，公司成功实现菜调业务收入扩张、盈利抬升，故预计菜谱调料市场会延续份额向天味等龙头集中的趋势。
- 火锅调料市场集中度整体高于酱油、菜谱式调料以及调味酱等品类，但并未达到蚝油寡头垄断的市场结构。截至2024年，火锅调料市场按收入计CR5为30.7%，C端市场集中度更高，根据马上赢数据反馈，2023年零售渠道前五大品牌市场份额合计超57%。其中颐海国际系行业龙头，2024年相关业务规模或超30亿元，显著领先其他，而公司作为行业第二名，2024年市占率达4.8%，同时品类端聚焦辣味火锅底料，与龙头形成

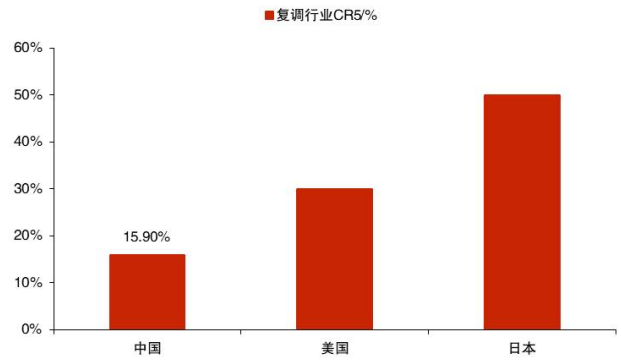
错位竞争。鉴于龙头持续修炼品牌、渠道及品类创新等“内功”，火锅调料市场马太效应或将进一步凸显。

图表 15: 国内调味品行业整体分散, 2024 年国内复合调味品市场竞争格局



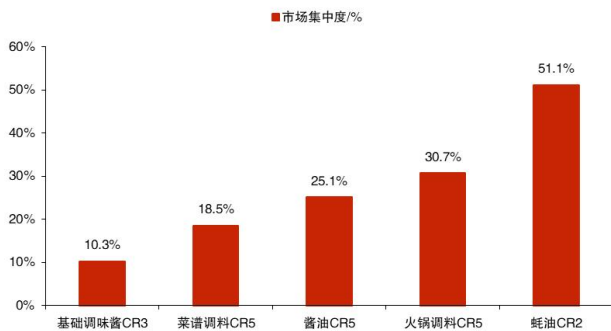
资料来源: 公司港股招股书, 弗若斯特沙利文, 华源证券研究所

图表 16: 截至 2024 年, 中国复调行业集中度明显低于海外同业



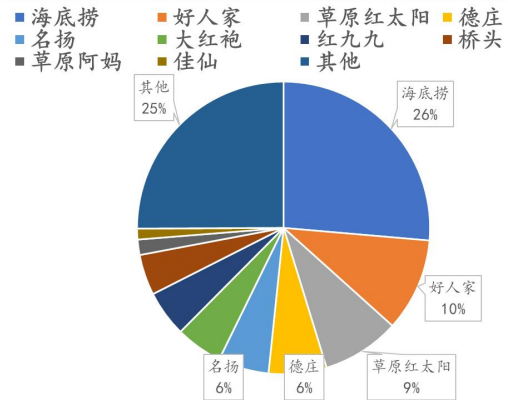
资料来源: 公司港股招股书, 华源证券研究所

图表 17: 截至 2024 年, 国内调味品细分品类市场集中度对比



资料来源: 公司港股招股书, 弗若斯特沙利文等, 华源证券研究所

图表 18: 火锅底料 C 端市场竞争格局清晰



资料来源: 马上赢, 华源证券研究所  
注: 图中数据采取 2023 年

公司是复调赛道中典型大单品型企业, C 端品牌势能高, 先发优势明显; 同时, 全渠道销售网络、高供应链效率以及与并表公司高效协同的平台化机制, 均有望使得公司领跑于复调赛道。

首先, 复调赛道暂未出现像基调行业中的超级龙头, 市场渗透率与集中度不高, 或为天味这样细分品类龙头提供较大的发展空间。而对比其他复调企业, 公司实现全品类覆盖 (覆

盖国内八大菜系以及日韩等国际风味)、全渠道渗透、全场景服务与精准触达。具体而言,公司从“产效质”三点提升产品竞争力,同时布局上游(自控原料形成差异口味)、多维度创新研发,进而形成成本领先优势与行业领先的研发创新能力;近年,公司推出逾 230 款新产品并取得良好的市场反馈,例如 2024 年 12 月推出的新品重庆辣子鸡调料,2025 年 H1 销售 2900 万元。同时,公司渠道网络覆盖面广,截至 2024 年终端网点覆盖量超 100 万个,位居专门从事复调业务的上市公司首位;而伴随“优商+扶商”的分级运营模式持续推进,深度绑定的战略级“大商”或为公司构筑渠道壁垒。

### 3. 成长逻辑修复,高分红凸显价值

#### 3.1. 大单品驱动原主业恢复成长,外延并购贡献增长抓手

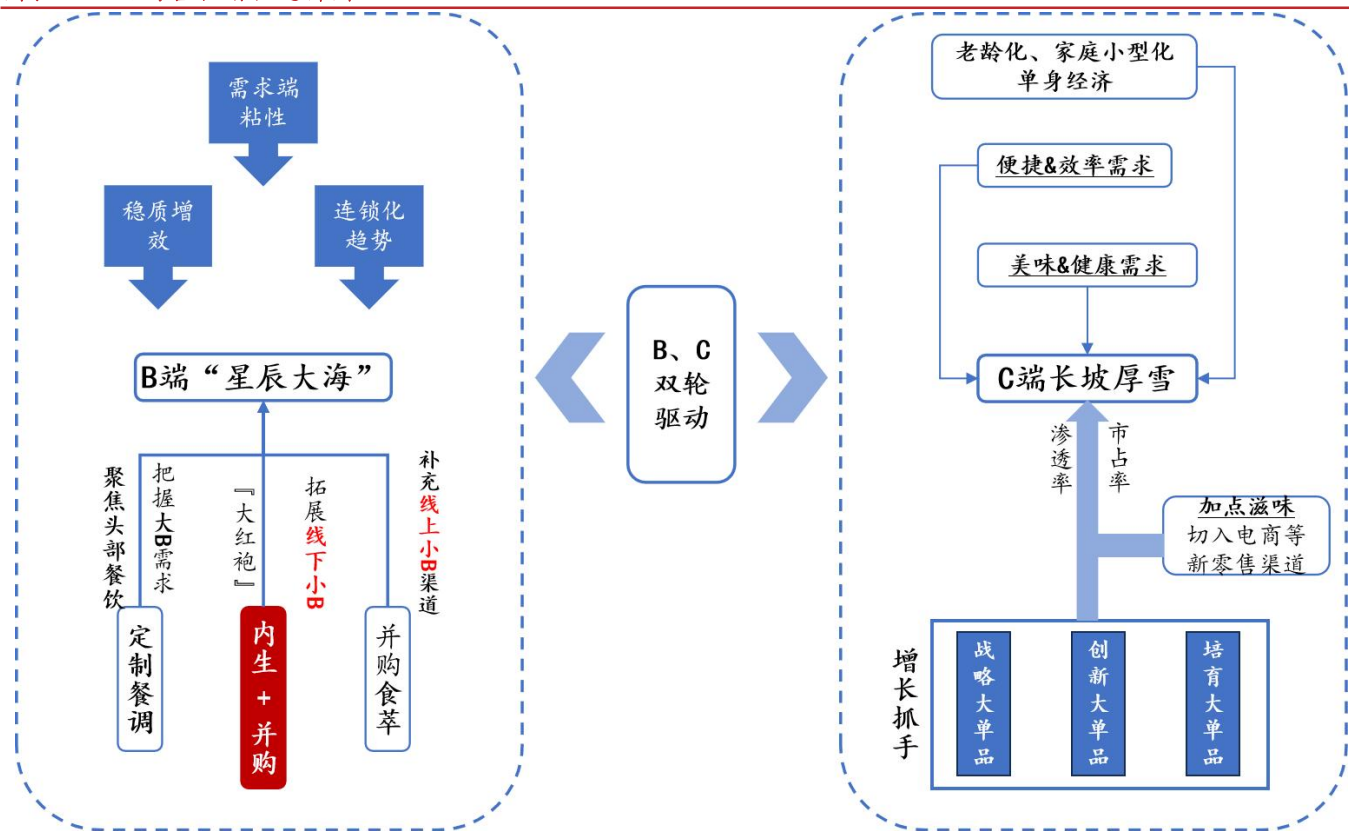
公司内生、外延双轮驱动收入增长,把握复调渗透率与集中度提升机会;其中,内生业务在创新大单品与新品拉动下收入有望实现双位数增长,同时公司积极推进外延并购,通过平台化模块赋能并购标的快速增长,强化公司增长动能。

1) 品类视角,菜谱式调料仍是公司收入端增长抓手,2023-2025 年收入增量贡献 83%。为把握 C 端家庭消费场景变化机遇,公司坚持大单品模式的同时强化产品创新策略,包括持续深化现有大单品(例如,公司目前在复调领域已实现网点渗透率领先,推出量贩装,满足下沉市场对性价比的需求,从而强化网点影响力),同时加大推新力度与上新效率,例如将基础、单一菜品调料进行多功能、多场景化开发,从而培育创新大单品(例如,重庆辣子鸡调料等)。另外,公司自主研发的“厚火锅系列”品质升级产品有望凭借高质价比抢占市场份额。

2) 渠道视角: C 端拥抱新兴渠道,发展逻辑清晰,同时积极开拓 B 端广阔市场。公司主业以 C 端家庭客户为主,近年持续拥抱电商、KA 会员商超等高势能现代渠道,并通过提升推新效率、培育创新大单品大力开拓华东区域市场。另一方面,复调 B 端市场容量更大且高度分散,一般分为标品、代工、定制化和半定制化四种需求模式。而公司近年不断补齐 B 端短板,例如在大 B 端精选客户,定制化服务头部连锁餐饮,提升品牌影响力,目前合作较好的客户包括张亮麻辣烫、头部西式快餐连锁店等;同时,公司重点发力小 B 渠道,例如线下导入改造后的菜谱式调料大单品,并购食萃来补充线上小 B 渠道。

3) 外延并购:近年来,我国调味品行业进入并购整合期;公司自 2023 年以来陆续收购食萃、加点滋味和一品味享,其中食萃和加点滋味均超额完成净利润对赌考核目标,尤其是加点滋味并表后第一年实现高速增长,2025 年收入达 3.13 亿元,并与天味产生良好的协同反应。这背后或得益于公司针对并表子公司的平台化建设,未来在相互赋能、协同效应下,上述收购的子公司有望保持快速增长。同时,目前公司主业产能相对富足,资金充沛,仍在不断储备新项目,或将持续复制成功经验。

图表 19：公司营收增长逻辑图



资料来源：华源证券研究所自制

以邻为鉴，复盘日本复调行业龙头味之素全球化历程。味之素起步于味精业务，随后在日本国内开启多元化战略，如拓展复合调料并实现成功放量，1960-1968 年复调对整体营收增量贡献占比约 25%，1978 年开创性推出“Cook Do”品牌的中式菜谱调料（如麻婆豆腐调料），且历经约 40 年发展后，味之素以 2025 年 22% 市场份额位居菜肴用即食调味料行业第一。伴随 1990 年代日本经济陷入困境，味之素单体营收一度停滞、利润大幅下滑，遂持续加码国际化转型，开启多品类、多区域、海外生产等全方位出海。2013-2023 财年海外业务几乎贡献公司营收规模全部增量，尤其在亚洲新兴市场持续引领。截至 2023 财年，味之素集团海外业务收入占比 68%，其中亚洲（不含日本）区域占比最大，超 30%（接近日本本土），尤其在泰国、印度尼西亚、越南、菲律宾等市场。

近年，天味食品积极布局海外市场，未来有望打开成长空间。目前天味食品国际业务体量较小，仍处于探索起步阶段；公司主要聚焦华裔人群，积极开发当地高势能渠道，预计初步采取市场分级运作。具体而言，公司积极发力北美区域，例如美国（全球调味品市场规模最大的国家，复调渗透率高），同时拓展日本、韩国等，我们预计公司将逐步推进日韩主流渠道；另外，公司也在积极布局马来西亚、泰国和越南等东南亚市场。针对海外市场，公司持续做产品适配，即本土化改造创新，同时也在考虑并购扩张。而伴随海外渠道、供应链体系搭建逐步成熟，国际市场收入或逐步起量，并带动营收稳健增长。

图表 20：味之素全球化发展取得良好成效

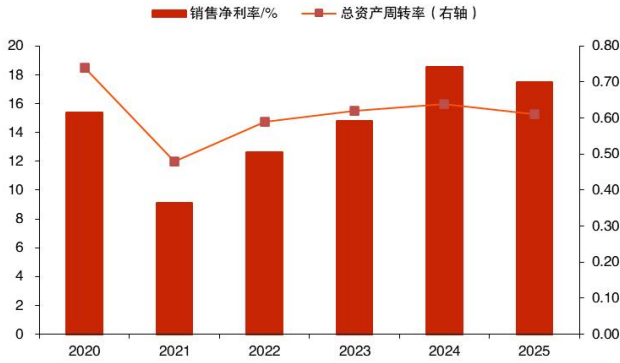


资料来源：味之素公司公告，华源证券研究所

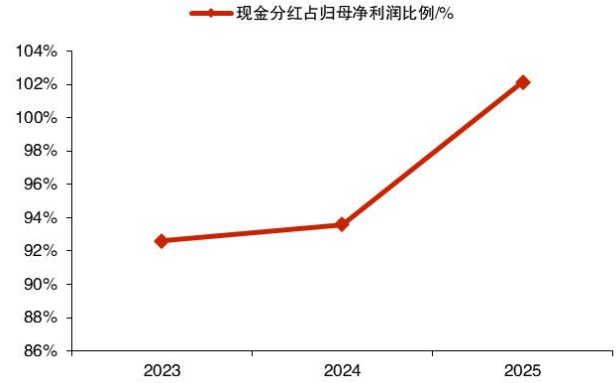
### 3.2. 高盈利、高分红凸显价值

近年公司盈利能力爬坡驱动 ROE 回升，我们预计伴随公司收入恢复增长，资产周转率提升或驱动 ROE 进一步提升；同时，公司保持高分红力度，进一步凸显价值逻辑。

上市以来，公司 ROE 受 2021 年业绩调整影响出现大幅波动，随后整体呈提升趋势；截至 2025 年，公司 ROE 提升至 12.5%，或主要得益于公司通过全产业链布局、提升内部经营效率等实现盈利能力的改善。具体而言，公司销售净利率从 2022 年 12.66% 提升至 2025 年 17.48%。而截至 2025 年，公司总资产周转率 0.61，较 2022 年 0.59 提升并不明显，或主要系公司近年内生业务收入增速放缓影响。我们认为，伴随今年公司内生业务修复、外延并表贡献，公司营收有望恢复快速增长，并带动资产利用率提升，进而驱动 ROE 上行。另一方面，公司近年持续提高分红力度、回馈股东，2023-2025 年现金分红总额占归母净利润比例分别为 93%/94%/102%；同时，公司在满足生产经营资金需求下，计划 2026-2028 年每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 80%。

**图表 21：2020-2025 年公司销售净利率与资产周转率**


资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

**图表 22：公司近年持续提升分红力度**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测拆分

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 40.9/46.2/51.7 亿元，分别同比 +18.6%/+13.0%/+11.7%；其中分品类看，预计 2026-2028 年菜谱式调料营收分别为 20.9/24.0/27.2 亿元，同比增速分别为 18.3%/14.6%/13.6%，同时期火锅调料营收分别为 13.5/13.8/14.1 亿元，同比增速分别为 9.7%/2.5%/2%，同时期香肠腊肉调料营收分别为 3.6/4.2/4.9 亿元，同比增速分别为 25%/18%/15%。

利润端，伴随公司优化产品结构、规模效应释放与内部经营效率提升，我们预计公司净利率稳步提升，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 7.4/8.4/9.4 亿元，同比增速分别为 +29.6%/+13.7%/+12.3%。

### 4.2. 相对估值

我们选取调味品行业其他领军企业海天味业、颐海国际、宝立食品作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值约为 19 倍。公司内生、外延双轮驱动收入成长，基本面向上同时保持高分红力度，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 23：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价			EPS		PE		
		2026-5-22	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
603288.SH	海天味业	35.29	1.34	1.49	1.63	26	24	22	
603170.SH	宝立食品	12.24	0.76	0.87	0.98	16	14	12	
1579.HK	颐海国际	12.95	0.93	1.02	1.12	14	13	12	
平均						19	17	15	

资料来源：ifind，华源证券研究所

注：EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期；收盘价单位都是人民币元

## 5. 风险提示

**食品安全风险：**若上市公司出现较大的食品安全问题，则将对收入和品牌形象带来较大的冲击。

**行业竞争加剧风险：**随着越来越多的市场参与者进入，行业竞争加剧或导致销售、盈利不及预期的风险。

**原材料价格波动风险：**若上游原材料价格涨价且无法传导至终端消费，或会影响公司整体利润率水平。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	354	578	748	949
应收票据及账款	104	95	108	120
预付账款	29	22	25	28
其他应收款	12	15	17	18
存货	212	189	213	237
其他流动资产	3,109	3,100	3,157	3,214
<b>流动资产总计</b>	<b>3,819</b>	<b>3,999</b>	<b>4,267</b>	<b>4,567</b>
长期股权投资	61	82	103	125
固定资产	1,183	1,124	1,079	1,017
在建工程	0	25	15	10
无形资产	106	101	105	106
长期待摊费用	2	3	3	2
其他非流动资产	554	564	564	564
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,907</b>	<b>1,900</b>	<b>1,869</b>	<b>1,823</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,726</b>	<b>5,899</b>	<b>6,135</b>	<b>6,391</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	551	674	760	847
其他流动负债	387	391	441	492
<b>流动负债合计</b>	<b>939</b>	<b>1,065</b>	<b>1,201</b>	<b>1,339</b>
长期借款	2	1	1	1
其他非流动负债	16	16	16	16
<b>非流动负债合计</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>负债合计</b>	<b>956</b>	<b>1,083</b>	<b>1,218</b>	<b>1,355</b>
股本	1,065	1,065	1,065	1,065
资本公积	1,631	1,631	1,631	1,631
留存收益	1,846	1,846	1,888	1,935
归属母公司权益	4,542	4,542	4,584	4,631
少数股东权益	228	275	333	404
<b>股东权益合计</b>	<b>4,770</b>	<b>4,817</b>	<b>4,917</b>	<b>5,035</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5,726</b>	<b>5,899</b>	<b>6,135</b>	<b>6,391</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	603	711	823	939
折旧与摊销	109	100	105	109
财务费用	-1	-2	-2	-3
投资损失	-81	-84	-84	-84
营运资金变动	-80	171	38	38
其他经营现金流	39	91	91	91
<b>经营性现金净流量</b>	<b>588</b>	<b>988</b>	<b>971</b>	<b>1,091</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>210</b>	<b>-26</b>	<b>-6</b>	<b>4</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-677</b>	<b>-737</b>	<b>-796</b>	<b>-893</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>120</b>	<b>225</b>	<b>169</b>	<b>201</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>3,449</b>	<b>4,091</b>	<b>4,624</b>	<b>5,166</b>
<b>营业成本</b>	<b>2,046</b>	<b>2,357</b>	<b>2,657</b>	<b>2,961</b>
税金及附加	35	41	47	52
销售费用	490	581	647	713
管理费用	168	200	220	240
研发费用	37	41	46	52
财务费用	-1	-2	-2	-3
资产减值损失	-31	-4	-5	-5
信用减值损失	4	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	81	84	84	84
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	-1	-1	-1
其他收益	8	7	7	7
<b>营业利润</b>	<b>736</b>	<b>957</b>	<b>1,093</b>	<b>1,234</b>
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	5	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>735</b>	<b>957</b>	<b>1,094</b>	<b>1,234</b>
所得税	132	171	196	221
<b>净利润</b>	<b>603</b>	<b>786</b>	<b>898</b>	<b>1,013</b>
少数股东损益	33	47	58	71
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>570</b>	<b>738</b>	<b>839</b>	<b>942</b>
EPS(元)	0.54	0.69	0.79	0.89

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-0.79%	18.64%	13.02%	11.72%
营业利润增长率	-2.89%	30.07%	14.29%	12.87%
归母净利润增长率	-8.79%	29.62%	13.68%	12.26%
经营现金流增长率	-28.30%	68.02%	-1.71%	12.26%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	40.67%	42.39%	42.55%	42.69%
净利率	17.48%	19.20%	19.42%	19.62%
ROE	12.54%	16.26%	18.31%	20.35%
ROA	9.95%	12.52%	13.68%	14.75%
<b>估值倍数</b>				
P/E	28.78	22.20	19.53	17.40
P/S	4.75	4.01	3.55	3.17
P/B	3.61	3.61	3.58	3.54
股息率	3.54%	4.50%	4.86%	5.46%
EV/EBITDA	13	13	11	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。