

食品饮料行业专题

餐饮供应链：供需重构，商业模式分野

优于大市

核心观点

餐饮供应链行业已进入产能消化与格局重塑的关键拐点。2025年固定资产周转率企稳回升、主要品类吨价降幅收窄、毛销差系统性改善，过去三年需求收缩与供给冗余引发的价格战已接近尾声；中国餐饮门店超过800万家且大部分为中小参与者，下游从单一产品采购转向对稳定产能、联合研发与综合解决方案的全方位诉求，而上游农业生产碎片化、加工标准化不足、分销体系多层冗余，供需错配的核心矛盾正推动行业从分散走向集中。

四象限框架清晰区分企业竞争逻辑与护城河差异，探索中国市场生态化演进方向。基于增长驱动与价值创造两个维度，本报告将餐饮供应链企业划分为品牌商、制造商、供应商、服务商四类，四类企业财务特征边界清晰；中国市场因区域口味高度分化与跨区域物流成本高企，难以诞生全能全国巨头，但通过不同类型企业优势互补、资源共享、协同演进，形成健康有序的行业生态仍是最高胜率方向，话语权正从工厂向分销商和消费者持续下移，对标美日市场，这一过程本质是价值链权力从生产端向消费端转移的必然结果。

头部企业正通过三条路径向综合供应链平台演进。供应商由深向广，将服务大B端的研发和品控能力转化为服务中小餐饮的基础设施，例如千味央厨经销渠道占比已提升至52%；制造商以网带品，利用现有产能布局与经销商网络布局更多品类或者渠道，例如安井食品通过并购快速切入预制菜品类与商超渠道；品牌商渠道复用，在不增加额外网络成本的前提下向现有终端进入新品类，例如海天味业依托6702家经销商实现品类横向扩张。三条路径起点不同，但终局高度一致——成为兼具品牌溢价、成本效率、客户粘性与多品类交付能力的平台型企业，千味央厨、安井食品、海天味业等案例已初步验证这一方向的可行性。

风险提示：行业整合进度不及预期、餐饮连锁化率提升不及预期、品类与区域拓展不及预期、原材料成本波动超预期、食品安全与监管风险、分类框架的适用性风险。

投资建议：短期来看，行业整合仍以产能消化与价格修复为主线，中长期来看行业集中度提升空间广阔，连锁化率提升与食安标准趋严将加速中小企业出清，具备品类宽度与渠道密度的头部企业将持续获取份额。关注赛道宽度与定位清晰度，天然赛道更宽的品牌商与品类冠军具备更高规模上限。看好份额提升确定性强、餐饮端韧性凸显的海天味业；推荐盈利回升、海外及B端新渠道调整节奏领先的颐海国际；关注具备极致成本优势与规模效应，有望深度受益于行业出清红利的安井食品等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
603288.SH	海天味业	优于大市	33.8	197,792	1.35	1.35	25.0	25.0
603345.SH	安井食品	优于大市	86.9	28,956	5.60	5.60	15.5	15.5
1579.HK	颐海国际	优于大市	13.6	12,271	0.96	0.96	14.2	14.2
001215.SZ	千味央厨	优于大市	38.7	3,760	0.80	0.80	48.4	48.4
300973.SZ	立高食品	优于大市	25.9	4,381	2.29	2.29	11.3	11.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 食品加工

优于大市 · 维持

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《食品饮料行业专题——新消费研究之二-中国餐饮供应链效率革命：食材预制化与餐饮零食化的双轮驱动》——2025-07-25

内容目录

引言	5
1 需求端变革：消费者“时空坍缩”驱动供应链响应进入新阶段	6
1.1 需求端：消费者“时空坍缩”驱动 BC 渠道融合	6
1.2 供给端：行业格局分散与供需低效错配	8
1.3 当前拐点确认：价格竞争尾声与产能消化阶段开启	9
2 四象限新框架：区分企业竞争逻辑，头部企业向平台演进	12
2.1 重构分类：渠道结构决定增长，品牌与效率创造价值	12
2.2 格局演进：产业链话语权下移，中国市场存在差异	14
2.3 企业路径：补齐各自能力短板，向供应链平台演进	16
3 相关标的及投资建议	18
3.1 相关标的	18
3.2 投资建议	28
风险提示	29

图表目录

图 1: 2019-2024 年预制菜行业 CAGR 约 23%	6
图 2: 预制菜在户外露营、日常三餐等场景接受度较高	6
图 3: 柳州螺蛳粉走向全国, 2024 年市场规模 851 亿元	7
图 4: 2024 年全国中式快餐市场规模 8100 亿元	7
图 5: 中国家庭规模缩小, 代际消费重叠	7
图 6: 不同年龄层就餐习惯不同	7
图 7: 中国餐饮连锁化率不断提升	8
图 8: 餐饮企业供应链或央厨布局情况	8
图 9: 永辉超市在门店布局熟食区域	8
图 10: 部分商超积极发展自有品牌	8
图 11: 2025 年中国餐饮门店过 800 万家, 大部分为中小参与者	9
图 12: 2025 年固定资产周转率回升	10
图 13: 2021-2025 年资本支出/折旧摊销比例下降	10
图 14: 2025 年基础调味品、复合调味品及速冻食品多个品类单价降幅收窄或单价回升	10
图 15: 2022 年后主要原材料已经进入下行周期	11
图 16: 2025 年调味品毛销差继续改善	11
图 17: 2025 年速冻食品毛销差出现改善	11
图 18: 餐饮供应链产业全景	12
图 19: 中国餐饮供应链行业分类	13
图 20: 各类型企业财务指标和经营指标相似 (2025 年)	14
图 21: 美国餐饮供应链发展历史	15
图 22: 中国餐饮菜品众多, 标准化难度大	15
图 23: 中国餐饮门店分布广阔	15
图 24: 千味央厨前五大客户占比变化	16
图 25: 千味央厨 2025 年经销渠道占比 52%	16
图 26: 安井食品积极拓展品类	17
图 27: 安井食品收入及经销商布局全国 (2025 年)	17
图 28: 海天味业全国布局 6702 家经销商	17
图 29: 海天品类认知充分	17
图 30: 味知香营业收入、归母净利润及 yoy	18
图 31: 味知香门店数量变化	18
图 32: 味知香产品结构中以肉禽为主	19
图 33: 味知香渠道结构中以零售门店为主	19
图 34: 味知香股权结构集中 (截至 2026 年 3 月)	19
图 35: 公司产品结构中以酱油为主 (百万元)	23
图 36: 酱油、食醋销量增长是收入增长主要动力	23
图 37: 千禾酱油产品毛利率接近头部厂商	23

图 38: 千禾味业销售费用率较高	23
图 39: 千禾味业股权结构高度集中 (截至 2026 年 3 月)	24
表 1: 味知香收入拆分 (百万元)	20
表 2: 2026-2028 年盈利预测表 (单位: 百万元)	20
表 3: 公司盈利预测假设条件	21
表 4: 资本成本假设	21
表 5: 可比公司估值表 (2026 年 6 月 4 日)	22
表 6: 千禾味业收入拆分 (百万元)	25
表 7: 2026-2028 年盈利预测表 (单位: 百万元)	25
表 8: 公司盈利预测假设条件	26
表 9: 资本成本假设	26
表 10: 可比公司估值表 (2026 年 6 月 4 日)	27

引言：竞争逻辑迁移与行业拐点判断

回溯中国餐饮业的发展路径，宏观经济的每一次重大转向都在重塑供应链的底层逻辑。在历次行业洗牌中，平庸者黯然退场，而那些顺应周期、持续锤炼自身能力的企业，最终沉淀为中国六万亿餐饮市场最坚实的底座。

当前，餐饮连锁化率的持续提升与家庭端便捷化需求爆发并行，零售与餐饮渠道边界日益模糊。下游需求正从单一产品采购转向对稳定产能、联合研发与综合解决方案的全方位诉求。然而，上游供给端仍处于高度分散状态：农业生产碎片化、加工环节标准化程度不足、分销体系多层冗余。区域型小厂依靠低价与本地化服务占据长尾市场，头部企业在品类扩张与跨区整合中面临管理半径与效率衰减的双重制约。供需错配的核心矛盾在于，下游需要稳定高效的系统性交付，而上游提供的仍是碎片化、同质化的产品输出。效率缺口的弥合过程，正是中国餐饮供应链企业竞争格局重塑的过程。

回顾中国消费品市场的演进历程，稀缺资源的转移路径清晰可循。改革开放初期，产能是核心稀缺资源，谁能建起工厂、稳定产出，谁就掌握市场话语权；九十年代至二十一世纪初，渠道成为新的瓶颈，深度分销体系与终端陈列资源决定产品能否触达消费者；此后流量接棒成为关键争夺对象。而在当前餐饮供应链领域，产能建设与渠道铺设已非不可逾越的壁垒，真正的挑战在于三个层面：让下游客户相信供应稳定性与食安标准，让终端消费者在众多选择中停留并形成复购，以及让企业在品类与区域的二维扩张中找到可复制的效率模型。**因此，餐饮供应链企业的竞争逻辑正在发生根本性迁移——从单纯的产能输出或贸易价差，转向系统能力与信任资产的构建。**

海外市场的发展历程提供了重要参照：供应链企业的护城河不在于单一环节的优势，而在于能否将采购、生产、仓储、配送与客户交付整合为有机整体，实现系统性效率领先。从产业周期视角观察，这一迁移恰逢关键拐点。过去三年需求收缩与供给冗余带来的价格竞争已趋于尾声，主要企业吨价降幅收窄、毛利率企稳回升、产能扩张高峰期已过，行业正从分散走向集中。竞争格局的边际改善，为具备品牌溢价或成本效率优势的头部企业提供了加速整合的窗口期。

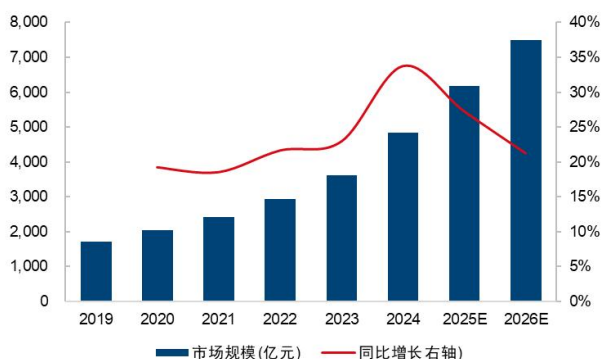
部分中国供应链企业已在这一方向展开探索。海天味业以酱油为根基，依托七千余家经销商构建全国渠道网络，品类矩阵从基础调味品逐步延伸至复调领域，品牌心智与渠道密度的叠加构成核心壁垒；安井食品以速冻火锅料为基本盘，通过产能布局与规模效应在低毛利赛道中维持资本回报率，同时向预制菜与商超渠道延伸；颐海国际从海底捞内部工厂转型为面向第三方市场的复调品牌商，完成从深度绑定向广度扩张的战略跃迁。**这些案例表明，中国供应链企业的分化路径已初步显现：品牌商依靠渠道密度与品牌溢价构建护城河，制造商凭借成本领先与规模效应在价格竞争中存活，供应商与服务商则分别以客户粘性与定制响应能力在细分赛道立足。**

1 需求端变革：消费者“时空坍塌”驱动供应链响应进入新阶段

1.1 需求端：消费者“时空坍塌”驱动 BC 渠道融合

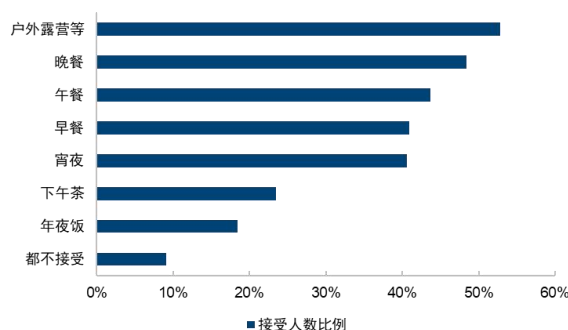
时间维度压缩：预制化认知十年跨越，消费习惯快速重塑。美日用 30-40 年完成的消费者教育，中国在约 10 年内基本完成，消费者已从追求“新鲜现制”到慢慢接受“预制/半成品”。一方面，外卖平台的高渗透率培养了即刻满足的消费心态，另一方面生鲜电商和社区团购让非现场制作的食品有了试水机会，叠加近年居家场景进一步巩固了家庭对预包装食材的使用习惯。当前居民选择预加工食品已较少出于被动将就，户外露营、单人用餐时尤其明显。

图1：2019-2024 年预制菜行业 CAGR 约 23%



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理 注：依据国市监食生发〔2024〕27号文件中的“预制菜”范围进行统计计算

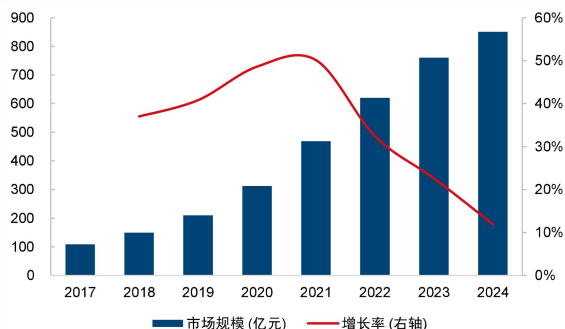
图2：预制菜在户外露营、日常三餐等场景接受度较高



资料来源：DT 研究院，国信证券经济研究所整理

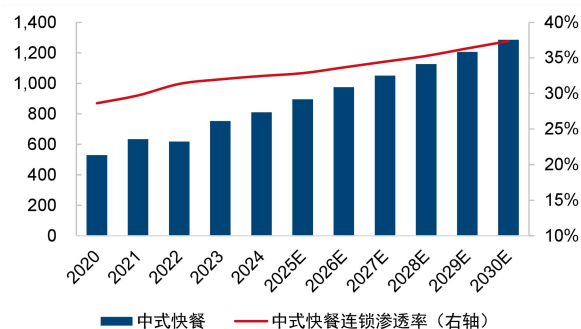
空间维度压缩：地域特色全国化，供应链能力成为扩张门槛。伴随基础设施建设完善，全国性仓储与配送体系使得区域特色食材能够低损耗、低成本触达异地消费者。除了川菜、火锅、烧烤等品类实现全国化渗透，螺蛳粉、沙县等地方小吃也通过标准化供应链走向其他区域。根据袁记食品招股书数据，2024 年全国中式快餐市场规模 8100 亿元；根据 36 氪数据，截至 2025 年全国螺蛳粉实体店规模已达 5.1 万家，柳州螺蛳粉全产业链收入突破 813 亿元；NCBD 数据显示 2024 年螺蛳粉市场规模达到 851 亿元，其中 B 端渠道占比约 70.5%。餐饮品牌跨区域扩张的门槛降低，同时倒逼供应链企业具备全国化甚至全球化采购与配送能力。

图3: 柳州螺蛳粉走向全国, 2024年市场规模 851 亿元



资料来源: NCB, 国信证券经济研究所整理

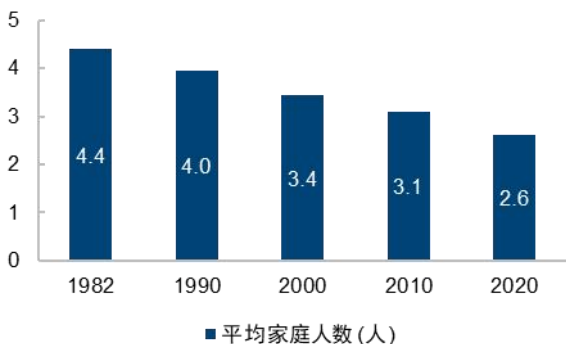
图4: 2024年全国中式快餐市场规模 8100 亿元



资料来源: 袁记食品招股书, 国信证券经济研究所整理

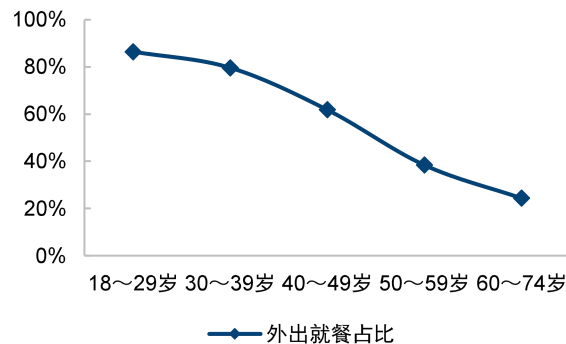
代际与场景需求: 家庭小型化与多场景并存, 倒逼柔性供给。根据国家统计局数据, 中国家庭规模不断缩减, 2020年单个家庭约 2.6 人, 说明单人家庭占比提升。年轻人看重便捷、多品项、小规格与高频次, 老年人关注健康指标、消化负担与成分透明度。两方对价格的判断依据并不一致, Z 时代倾向于衡量时间上的划算程度, 银发族则更在意营养方面的获益程度。因此, 供应链需在同一体系内兼容小包装与家庭装、即热即食与低脂低盐产品线并行等差异化要求。

图5: 中国家庭规模缩小, 代际消费重叠



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

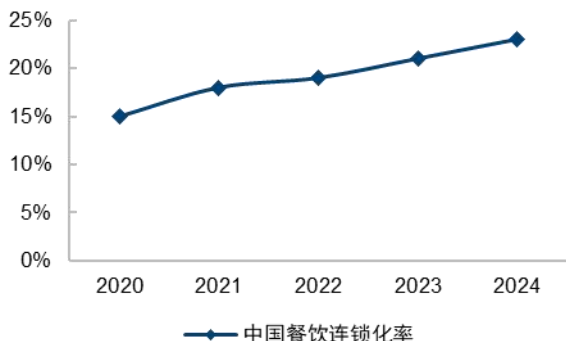
图6: 不同年龄层就餐习惯不同



资料来源: CRCF, 国信证券经济研究所整理

餐饮连锁化率持续提升, 连锁品牌要求提高。根据中国连锁经营协会, 2024年中国餐饮行业连锁化率 23%, 过去几年稳步提升。过去餐饮供应链或者中央厨房单纯供应产品, 现在随着餐饮行业竞争日趋激烈则需要提供稳定产能作为基础, 同时还需具备联合定制研发的能力, 并能给出降本增效的具体办法, 总结来看供应方正在转型为综合解决方案的提供者。虽然连锁化带来的规模效应使得自建或控股供应链成为头部餐饮企业的战略选项, 但目前专业能力短板导致多数自建体系效率低于第三方头部服务商。此外, 部分餐饮连锁选择委托第三方生产, 生产方式主要有两种, 一是品牌携带自有配方与工艺流程委托工厂代为加工; 二是直接采购第三方工厂已研发成熟的成品。

图7：中国餐饮连锁化率不断提升



资料来源：中国连锁经营协会，美团，国信证券经济研究所整理

图8：餐饮企业供应链或央厨布局情况

餐饮企业/品牌	供应链/央厨布局概况
海底捞	孵化了“蜀海供应链”（食材、冷链仓储）和“颐海国际”（底料调味品）。
蜜雪冰城	成立“大咖国际”，自建超大体量工厂，覆盖糖浆、果酱、奶茶粉甚至包装材料的研发与生产。
老乡鸡	在安徽合肥等地建立超大型央厨，且向上游延伸至自有养鸡场，涵盖养殖、屠宰、加工、配送。
西贝餐饮	在北京、上海、广州、呼和浩特等地斥巨资建设了大型中央厨房，曾一度发力预制菜及零售化业务。
巴奴毛肚火锅	在河南原阳打造“能参观、能体验”的中央厨房。
广州酒家	在广州、茂名、湘潭等地建有大型食品生产基地，拥有强大的速冻食品和烘焙（月饼）生产线。

资料来源：CRFC，国信证券经济研究所整理

餐饮、零售界限淡化，渠道特性各异。一方面餐饮企业尝试将招牌菜制成预包装食品进入零售货架，商超、会员店、社区生鲜等零售渠道则在卖场内增设堂食区域或简易厨房，两类渠道的界限正在淡化。传统 B 端餐饮订单频次高、单店单品数量相对固定，而 C 端货架或者展示资源有限，订单呈脉冲式且规模可能较小，连锁商超的自由品牌正在成为新兴的 B 端渠道。过去的流通过程以工厂经分销商至终端为主，我们认为渠道正逐步形成由消费端偏好引导的网状结构。新渠道结构下，单纯依赖单一渠道或单一品类策略的企业抗风险能力相对偏弱，企业需要具备多渠道的需求感知能力和更加高效的生产调度能力。

图9：永辉超市在门店布局熟食区域



资料来源：永辉超市公众号，国信证券经济研究所整理

图10：部分商超积极发展自有品牌

企业	自有品牌情况
华润万家	调改门店自有品牌占比>20%，同比增长超过40%
沃尔玛	社区店自有品牌占比≈30%，计划逐步突破50%
步步高	自有品牌目标占比>15%，计划在一年内推出100款商品
胖东来	销售额目标60亿元，2022年仅7500万元
朴朴超市	自有品牌占比15%-20%，SKU近1000个
叮咚买菜	2024年自有品牌GMV超过51亿元，贡献约20%
物美	硬折扣自有品牌占比 > 60%
中百集团	硬折扣自有品牌占比 ≈ 40%
永辉超市	自有品牌战略升级，3年内实现100个亿元级大单品
大润发	自有品牌节 & 双品牌矩阵
奥乐齐	自有品牌占比 > 90%
小象超市	生鲜/3R SKU 占比 > 60%
淘小胖	自有品牌占比 > 30%
鲜风生活	自有品牌占比 ≈ 40%
华豫百佳	自有品牌占比 ≈ 15%
雅斯	自有品牌占比 15%-40%

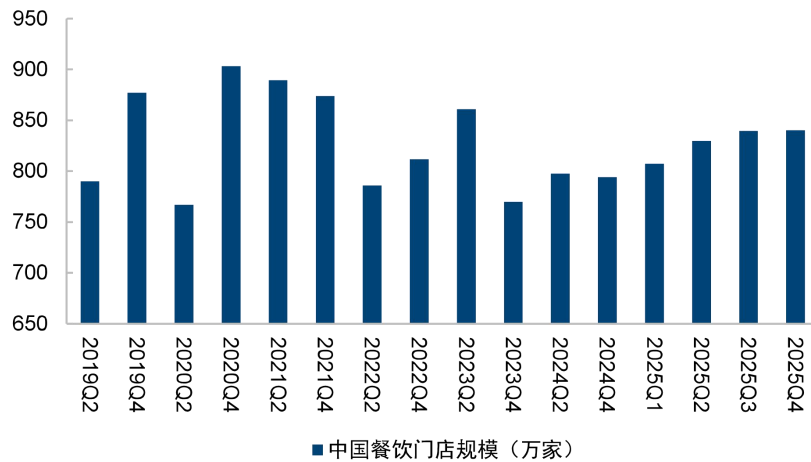
资料来源：品智 PLSC，上海市自有品牌协会，国信证券经济研究所整理

1.2 供给端：行业格局分散与供需低效错配

当前我国餐饮供应链整体仍处于发展初期，行业格局呈现出高度分散的特征，根本原因在于上下游供需两端也较为宽泛和分散，上游农牧端极度分散导致无法形成规模效应，下游履约渠道端深、广度不足。

- ◆ **上游碎片化：农业生产与加工环节无法支撑系统性交付。**根据中国第三次全国农业普查及相关农业智库的数据，我国小农户数量占农业经营主体比例高达98%以上，户均经营规模仅约7.8亩。由于缺乏集约化和工业化支撑，农产品、肉禽、调味品等原材料上游供应商多为中小农户、合作社或区域性小作坊，产能碎片化，导致即使下游厂商难以在单一供应商处获得稳定货源。
- ◆ **下游多头对接：800万门店下的履约成本与效率损耗。**中国餐饮下游大部分为单店或微小型连锁，其菜单各异、诉求多且杂，中游供应链尚未形成覆盖全品类的巨头，大部分仍然采取生鲜蔬菜去当地农贸批发市场、冻品、调料找区域经销商的多头对接的模式，推高整个行业的履约成本。

图 11：2025 年中国餐饮门店过 800 万家，大部分为中小参与者



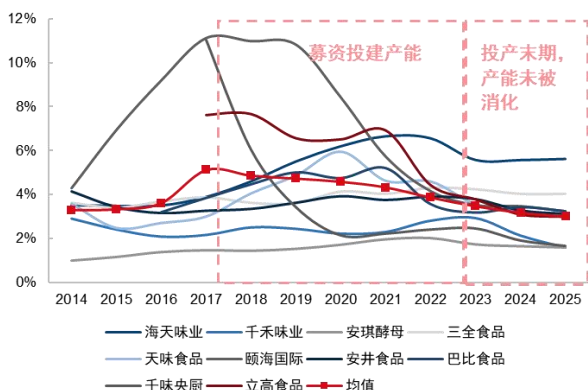
资料来源：辰智，国信证券经济研究所整理

1.3 当前拐点确认：价格竞争尾声与产能消化阶段开启

行业供需关系边际改善，有望进入产能消化周期。从产能周期的视角观察，综合固定资产周转率、资本支出与折旧摊销比值两项指标，行业或已明确脱离大规模投资驱动的粗放扩张阶段，进入以效率提升为核心的产能消化阶段。2025 年固定资产周转率的企稳回升，进一步印证供需关系正在边际改善。

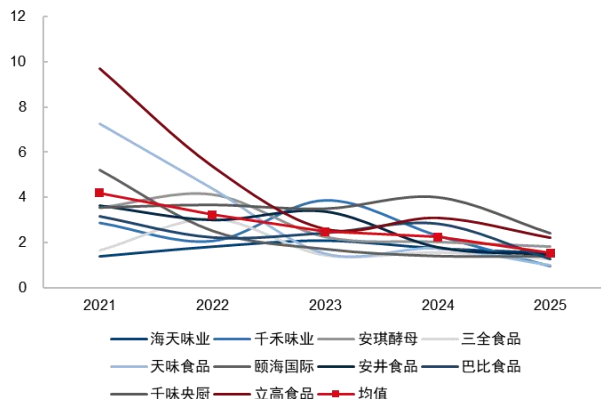
- ◆ **固定资产周转率回升：产能扩张周期正式结束。**我们选取餐饮供应链内十家代表企业，2017 年至 2024 年行业的集中扩产期固定资产周转率均值持续走低，表明产能投放速度快于收入增长速度，单位固定资产的产出效率逐年衰减，2025 年首次出现企稳回升，说明产能消化的阵痛期或已度过最艰难阶段，效率拐点初步显现。
- ◆ **资本支出与折旧摊销比值持续回落。**2021 年至 2025 年主要企业的资本支出相对于折旧摊销的比例显著下降，比值从扩产高峰期的高位逐步收敛，表明新增投资力度已大幅减弱，企业从净扩产状态转向以消化存量产能为主的阶段。资本支出的先行回落是扩产周期终结的前置信号，也为固定资产周转率的后续改善提供了条件。

图12：2025年固定资产周转率回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：仅选取部分餐饮供应链公司

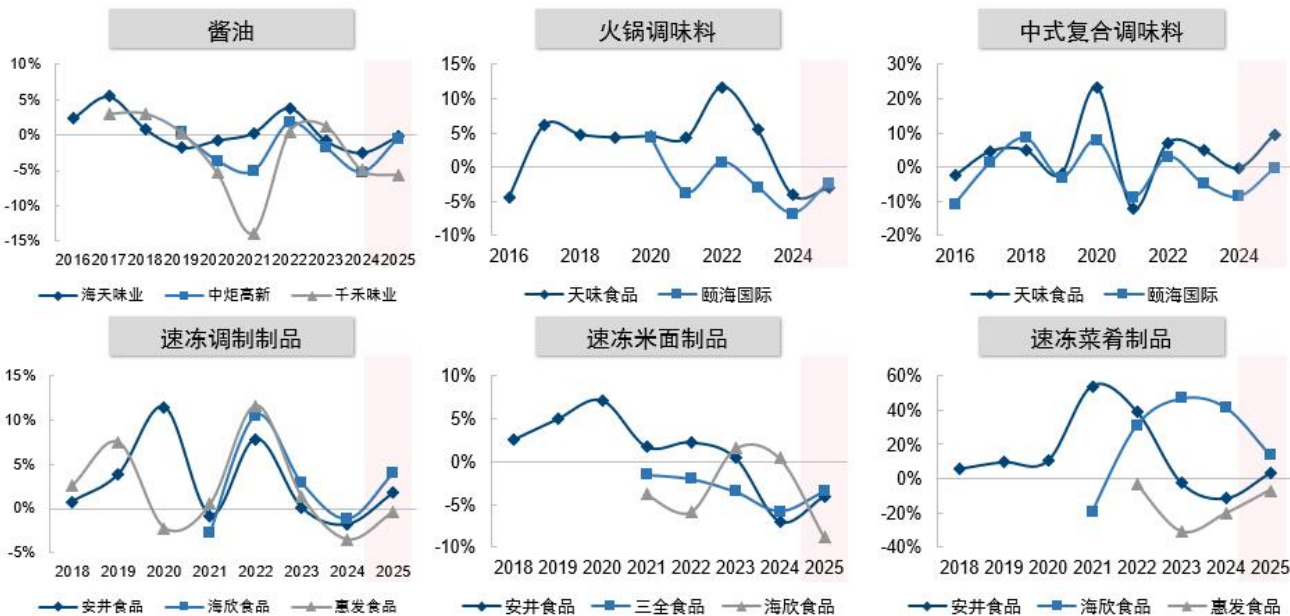
图13：2021-2025年资本支出/折旧摊销比例下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

主要品类吨价降幅收窄，价格战压力趋于释放。我们选取餐饮供应链行业的大品类酱油、火锅调味料、中式复合调味料、速冻调制产品、速冻米面以及速冻菜肴观察吨价，2016年至2020年主要企业吨价同比变动多为正增长或稳定增长，行业定价环境相对平稳，2021年至2023年，需求收缩与供给冗余的矛盾集中爆发，吨价同比降幅明显扩大，价格竞争进入白热化阶段，2025年开始样本企业吨价同比降幅普遍收窄。大多数企业不再以牺牲单价换取份额，供需关系的再平衡正在发生。

图14：2025年基础调味品、复合调味品及速冻食品多个品类单价降幅收窄或单价回升

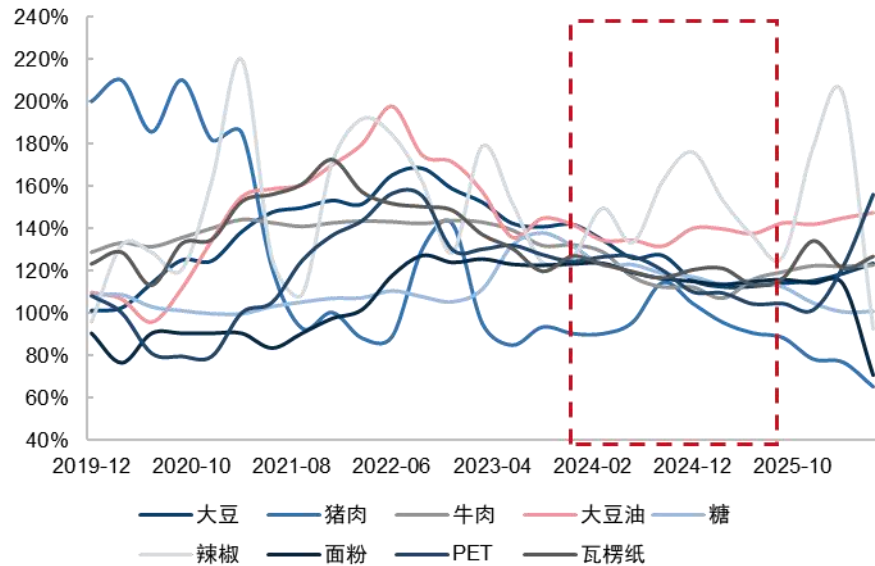


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：颐海国际剔除关联方渠道数据

毛销差系统性改善，成本红利释放与盈利弹性显现。我们以每年第四季度与次年第一季度财务数据合并加总计算毛销差，以平滑春节备货节奏对单季数据的扰动。

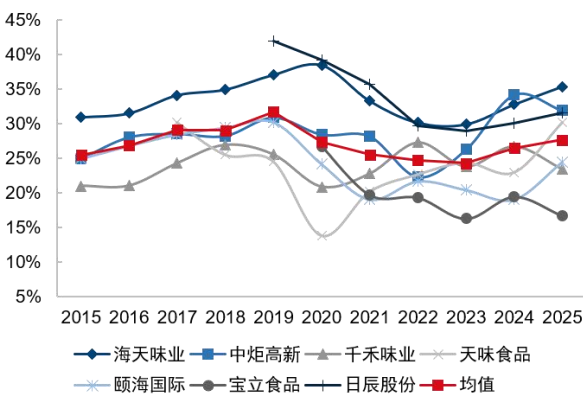
主要原材料价格自 2022 年起已进入下行通道,但 2022 年至 2023 年期间样本企业毛销差并未同步改善,主因行业价格竞争激烈,销售费用投入抵消了成本红利。2024Q4 至 2025Q1 调味品板块毛销差率先边际改善但幅度有限,2025Q4 至 2026Q1,速冻食品改善幅度更为显著,行业价格竞争最激烈的阶段或已系统性过去,餐饮供应链企业盈利弹性逐步释放,头部企业率先受益于格局改善。

图 15: 2022 年后主要原材料已经进入下行周期



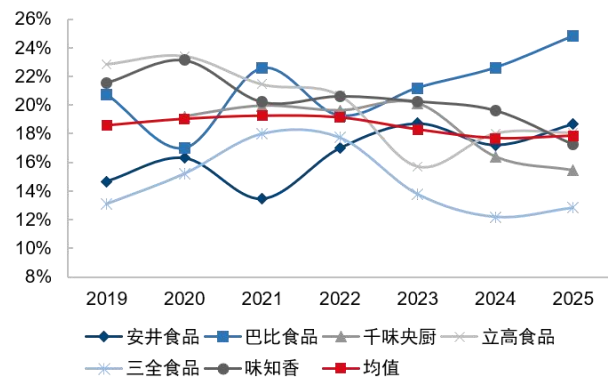
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 均以月度均值计算

图 16: 2025 年调味品毛销差继续改善



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2025 年速冻食品毛销差出现改善



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

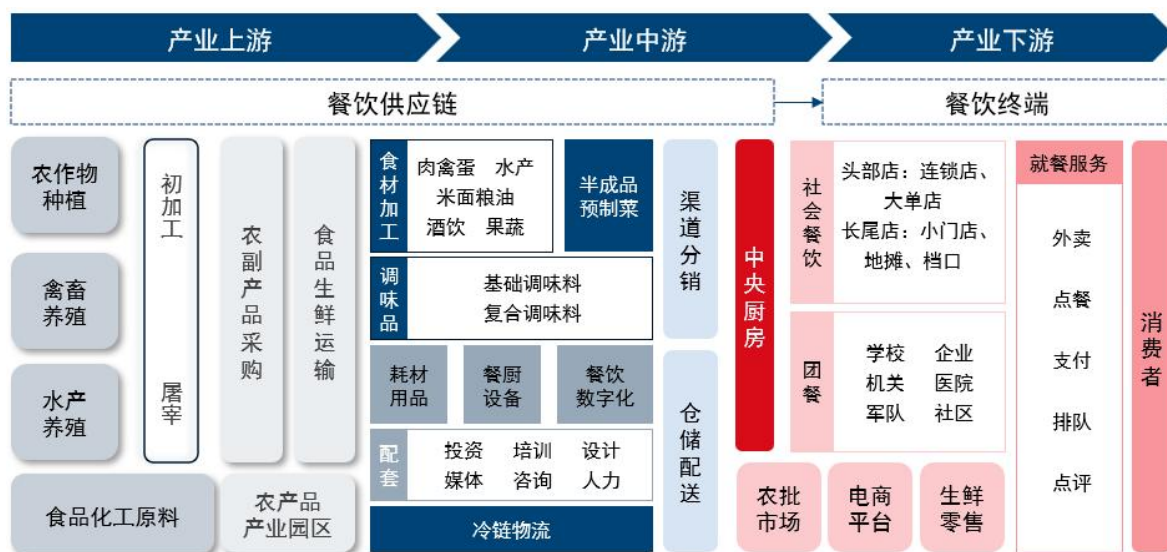
2 四象限新框架：区分企业竞争逻辑，头部企业向平台演进

2.1 重构分类：渠道结构决定增长，品牌与效率创造价值

中国下游餐饮连锁化率持续提升，企业对标准化、稳定性的要求倒逼上游供应商从单一产品输出转向综合解决方案交付。与此同时，家庭端便捷化需求与餐饮端工业化趋势并行，传统 B 端与 C 端的渠道边界逐渐模糊，同一供应商往往需要同时服务连锁餐饮、社区零售、线上平台等多类终端。供给侧方面，行业长期处于分散状态，区域型小厂依靠低价和本地化服务占据长尾市场，头部企业在品类扩张与跨区整合中面临管理半径与效率衰减的制约。**供需错配的核心矛盾在于下游集中融合的需求与上游碎片化、同质化的供给能力之间形成效率缺口**，我们认为这一背景构成了对餐饮供应链企业进行分类再审视的出发点。

传统研究框架通常按产品品类或渠道属性对餐饮供应链企业进行划分。品类视角下，企业被归入调味品、速冻食品、预制菜等细分赛道；渠道视角下，则依据主要客户类型区分业务属性。两种分类方式直观易懂，但均存在明显局限。品类框架无法区分同一品类内部商业模式的根本差异，同时传统 B 端与 C 端的边界正在加速消解，简单的渠道标签难以刻画企业完整的功能定位。

图 18：餐饮供应链产业全景



资料来源：红餐网，国信证券经济研究所整理

根据供需关系的变化，我们建立了餐饮供应链上市公司的分类框架，增长核心驱动维度衡量企业规模扩张的路径选择，价值创造维度则衡量企业获取超额利润的根本来源：

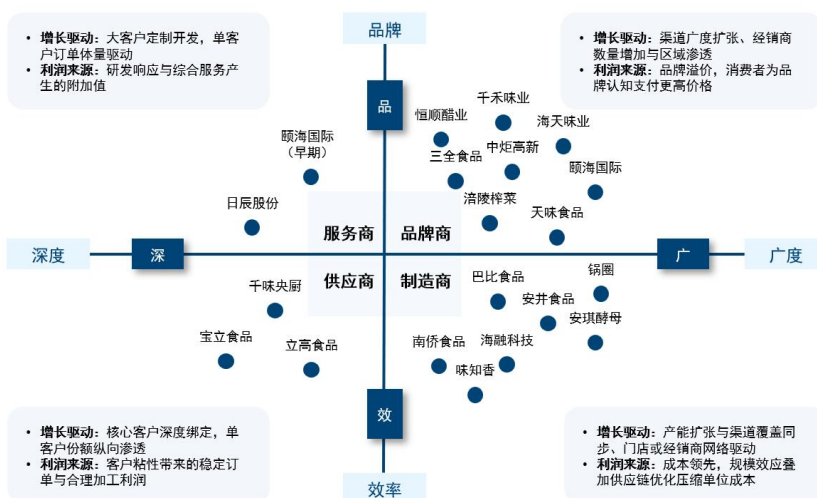
- ◆ **增长驱动维度：广度扩张 vs 深度绑定：**（1）广度驱动型企业的收入增长依赖于渠道网络的横向扩张，包括经销商数量增加、终端网点渗透、销售区域延伸以及品类 SKU 的丰富。（2）深度驱动型企业的增长则依赖于对单一客户或少数核心客户的纵向渗透，通过提升单客户采购份额、增加配套品类、提供综合解决方案来驱动收入增长。

- ◆ **价值创造维度：品牌溢价 vs 成本效率：**（1）品牌驱动型企业赚取的是消费者或下游客户对品牌认知的溢价，其核心能力在于心智占领与差异化定位，企业毛利率高，具备一定提价权，广告与渠道投入更接近于资产积累而非当期费用消耗。（2）效率驱动型企业赚取的是成本领先的钱，通过管理压低单位成本，从而在低毛利环境中提升周转率。

由此，将上述两个维度交叉，形成四个象限：

- ◆ **品牌商：品牌心智初步确立，增长驱动在于渠道密度与区域渗透。**代表企业包括海天味业、涪陵榨菜、中炬高新、千禾味业、天味食品、恒顺醋业、三全食品以及当前阶段的颐海国际。财务数据上看，经销商覆盖全国网络，客户结构高度分散，前五大客户占比低。毛利率较高，体现具有一定品类定价权。销售费用率同步保持较高水平，品牌投入、渠道维护构成维持溢价的必要条件。用毛销差剔除费用影响后，品牌商仍留存可观的利润空间。
- ◆ **供应商：增长依赖于核心客户的深度绑定，客户集中度较高。**代表企业包括日辰股份、早期以海底捞为主要客户的颐海国际，以及服务大型餐饮连锁的中小规模厂商。侧重于服务少数大型餐饮连锁企业，为持续满足连锁餐饮客户频繁推新的需求，客户集中度显著高于广度扩张型企业。利润角度上这一类企业向大型客户供货的议价空间有限，本身不享有品牌溢价。
- ◆ **服务商：面向大客户提供定制化方案，核心能力在于研发响应与供应链柔性。**代表企业包括宝立食品、千味央厨及立高食品。收入增长通过大客户开发实现，单客户订单体量较大，对产能弹性与交付稳定性要求较高。毛利率较高，其利润来源于客户粘性与品牌溢价，品牌溢价的核心支撑并非消费者心智，而是长期定制化研发过程中积累的配方储备、工艺理解与客群资源。
- ◆ **制造商：产品标准化程度高，以成本领先为核心战略，通过经销渠道实现分销覆盖。**代表企业包括安井食品、安琪酵母、南侨食品、海融科技、巴比食品、味知香及锅圈。毛利率显著低于品牌商，但销售费用率也整体偏低。门店或经销商数量均达千家以上，广度属性与品牌商相似，品牌溢价并不能覆盖费用支出，盈利仍依赖制造端效率。

图 19：中国餐饮供应链行业分类



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、分析

图 20：各类型企业财务指标和经营指标相似（2025 年）

类型	企业	毛利率	销售费用率	净利率	ROE	经销渠道或 门店收入占比	经销商数量 或门店数	前五大客户 占比
品牌商	海天味业	40.2%	6.7%	23.7%	19.5%	94.0%	6702	2.6%
	中炬高新	39.2%	12.8%	12.8%	9.4%	94.2%	2824	6.4%
	千禾味业	37.8%	17.3%	13.4%	9.9%	85.0%	3306	8.5%
	恒顺醋业	32.4%	16.5%	5.3%	4.3%	89.9%	2107	14.8%
	涪陵榨菜	51.6%	15.8%	28.7%	8.8%	92.8%	2442	11.8%
	三全食品	24.1%	12.9%	5.7%	12.0%	74.8%	3589	7.9%
	天味食品	40.7%	14.2%	14.7%	12.5%	72.8%	3363	7.5%
	颐海国际	32.7%	11.6%	10.7%	18.3%	72.0%	3000	29.0%
制造商	安琪酵母	24.7%	5.6%	8.1%	13.5%	74.8%	25210	2.4%
	安井食品	21.6%	6.0%	7.7%	9.6%	79.9%	2290	7.0%
	锅圈	21.6%	9.1%	5.5%	14.0%	81.4%	11566	-
	巴比食品	28.5%	3.9%	13.2%	11.9%	73.9%	5909	3.7%
	味知香	20.6%	4.6%	7.9%	5.6%	59.6%	2328	11.6%
	南侨食品	19.2%	8.7%	1.2%	1.2%	54.9%	539	3.7%
	海融科技	24.5%	15.0%	-3.0%	-1.2%	73.9%	987	16.9%
服务商	立高食品	29.7%	10.7%	6.8%	11.6%	52.8%	1500	33.5%
	宝立食品	33.3%	15.1%	8.6%	18.4%	15.5%	496	29.1%
	千味央厨	22.7%	6.0%	3.3%	3.5%	52.3%	1952	34.4%
供应商	日辰股份	37.7%	4.6%	17.9%	11.2%	3.8%	41	45.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2 格局演进：产业链话语权下移，中国市场存在差异

对标海外市场来看，美日两国供应链集中度的提升本质上均伴随着产业链话语权的转移与价值分配格局的重塑，这一共性规律对中国产业演进具有参照意义。

- ◆ **价值链权力下移，消费端话语权增强**：美国市场在 1990s 前由食品工厂主导供给，1990s 后分销商与连锁餐饮逐步掌握定价权，2010s 至今消费者成为最终决策者。中国当前正处于分销商与连锁餐饮话语权上升的阶段，但消费者通过平台和渠道介入供应链评价的速度快于美国同期。
- ◆ **产能扩张末期，竞争转向效率优化**：日本市场在过去三十年的经济低增速环境中催生了食其家、萨利亚等以极致效率驱动的餐饮企业以及供应链端的神户物产等企业，共同特征是后端供应链高度集约，前端产品定价与成本结构严格匹配。中国餐饮供应链目前仍处于产能扩张的中后期，预制菜企业数量还在上升。

图 21: 美国餐饮供应链发展历史

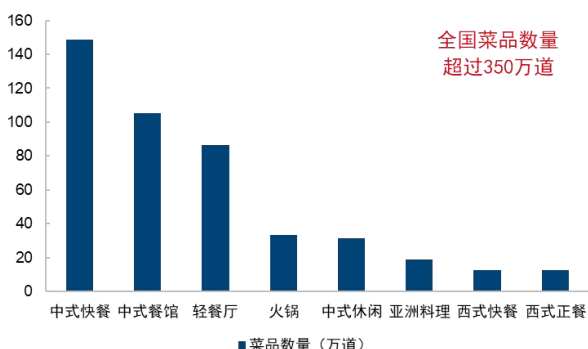


资料来源: 美国联邦贸易委员会, Sysco, 国信证券经济研究所整理、分析

消费习惯、产业环境不同，集中度提升路径存在差异。中国市场的特殊性决定了行业集中的实现路径存在差异，既需要企业建立标准化的供应链、品控和管理体系，有需要产品研发和市场策略上给予足够的灵活性。

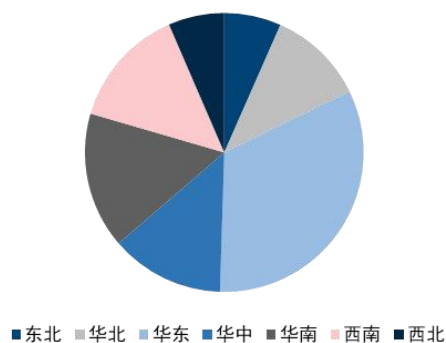
- ◆ **并购整合市场化程度制约，集中速度或较慢。** Sysco 自 1969 年成立以来，通过并购方式迅速扩张，累计收购案例数已超过 200 起，覆盖了美国的大部分地区和多个品类。中国食品供应链领域并购交易尚不活跃，因此集中度提升的速度可能相对较慢。当前企业更依赖内生增长实现规模跃升，天然赛道更宽的企业具备更高的规模上限。
- ◆ **单一产品全国化推广难度较大，大品类、多产品矩阵将成为主流。**单一产品从区域强势走向全国覆盖需要额外承担口味教育成本与渠道适配投入。因此，中国制造型企业的规模效应释放必须匹配区域口味的柔性适配能力，纯粹依靠标准化单品难以覆盖全域市场。
- ◆ **区域市场割裂推高服务成本，第三方合作或能提升整体效率。**中国地理纵深与消费密度分布不均衡，区域市场割裂导致跨区扩张的边际物流成本非线性上升，企业每跨越一个省级行政区，配送时效延长，损耗率提升。这一约束使得中国供应链企业从区域冠军走向全国性巨头的难度显著高。

图 22: 中国餐饮菜品众多，标准化难度大



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 23: 中国餐饮门店分布广阔



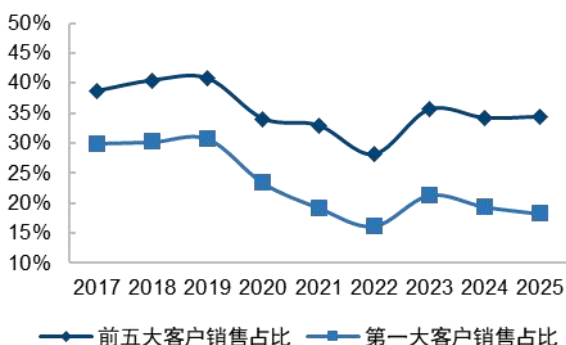
资料来源: 辰智大数据, 国信证券经济研究所整理

2.3 企业路径：补齐各自能力短板，向供应链平台演进

结合前文对供需结构的分析，下游餐饮连锁化率提升带来的核心诉求是产品的高稳定性与一站式采购，然而目前我国上游农业与加工产能依然高度分散，无法直接满足这一需求。在效率缺口中，必然会诞生类似美国 Sysco 的综合性供应链平台，实现全品类覆盖与全渠道履约的统一。在中国市场，由于跨区冷链物流成本较高和区域口味分化显著，**全线型全国巨头的诞生难度或更大，但这依然是产业链演进的最高胜率方向**。结合分类框架看，没有任何一家企业能够从成立之初就拥有多个壁垒，向综合平台演进，补齐自身的业务短板，完成跨象限的跃迁。顺应这一趋势，部分国内头部企业已经开始实质性的业务布局。

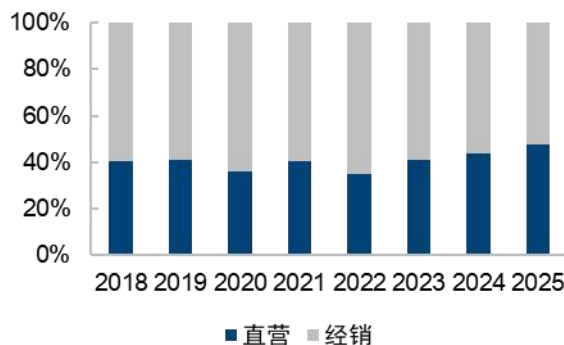
- ◆ **供应商：由深向广，赋能中小餐饮——千味央厨。**起家于为百胜中国等头部餐饮提供面米制品的定制代工，属于典型的深度绑定型供应商。其向综合平台演进的核心逻辑是摆脱对单一客户的过度依赖，将服务大 B 端的研发和品控能力转化为服务小 B 端的基础设施。1) 场景化产品扩充：公司不再局限于油条、蛋挞皮等单一品类，而是围绕宴席、早餐、团餐等具体餐饮场景开发成套产品，逐步向综合解决方案提供商靠拢。2) 外部并购补齐品类：通过收购味宝食品等区域性特色企业，公司快速获得了粉圆等茶饮烘焙原料产能，跳出速冻面米基本盘，以较低的试错成本实现跨赛道扩张。3) 发力社会餐饮渠道：利用已建立的经销网络，将为大客户研发的成熟产品直接推向中小餐饮连锁。

图24：千味央厨前五大客户占比变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25：千味央厨 2025 年经销渠道占比 52%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

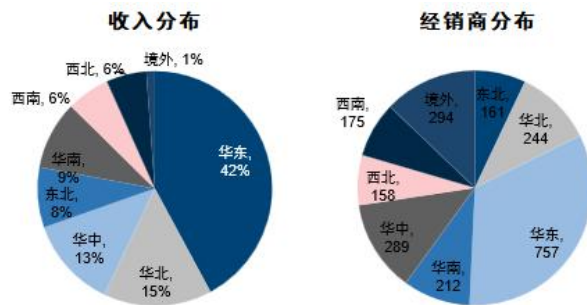
- ◆ **制造商的平台化：以网带品，构建全品类分销网络——安井食品。**制造商型企业具备极强的规模生产和成本控制能力，我们认为演进方向是利用现成的全国性冷链物流和庞大的经销商网络，装入更多品类以提升单渠道利润。在速冻火锅料和米面绝对领先的基础上，公司确立了自产、并购与贴牌代工相结合的扩品类战略。通过全资收购冻品先生、新宏业等企业，将自身强大的渠道分发能力复用到预制菜等新品类上。

图26: 安井食品积极拓展品类



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

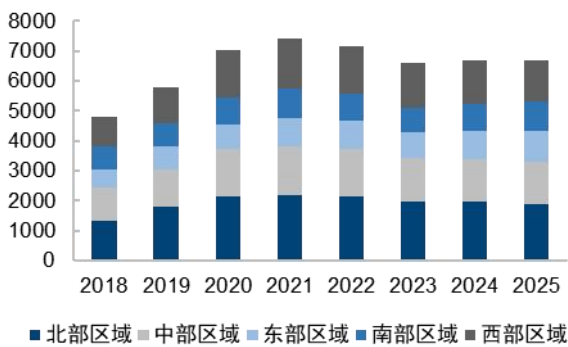
图27: 安井食品收入及经销商布局全国 (2025年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ **品牌商平台化: 渠道复用, 横跨泛厨房品类——海天味业。** 品牌商已经具备广泛的消费者认知与高度下沉的渠道网络, 能够在不增加额外网络铺设成本的前提下, 向现有终端装入更多新品类。海天在稳固酱油、蚝油、酱料三大基础盘的同时, 积极向复合调味料、料酒乃至粮油等泛厨房品类延伸, 满足下游B端餐饮在调味环节的采购需求。海天等企业在B端推出定制化大包装和柔性供应服务, 强化对连锁餐饮的渗透, 利用标准化品牌的规模优势与品控背书, 抢占原属于区域中小供应商的市场份额。

图28: 海天味业全国布局 6702 家经销商



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 海天品类认知充分



资料来源: CCHNBRAND C-BPI (中国品牌力指数), 国信证券经济研究所整理

补齐各自能力短板, 向供应链平台演进。 供应商由深向广、制造商以网带品、品牌商渠道复用, 三条路径的起点分别对应四象限中的不同位置, 但方向高度一致——从单一象限的优势出发向复合覆盖演进。千味央厨补广度短板, 安井食品补品类短板, 海天味业补服务深度短板, 各自路径虽有差异, 但均在追求同一个结局形态: 成为均衡品牌溢价、成本效率、客户粘性与多品类交付能力的综合供应链平台。

3 相关标的及投资建议

3.1 相关标的

3.1.1 味知香：半成品菜为核心，发力门店模型优化

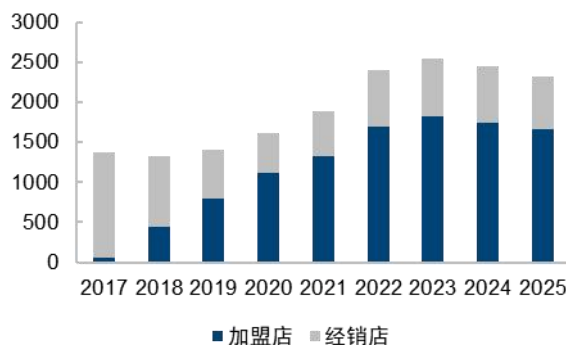
聚焦半成品菜系，深耕预制菜蓝海。夏靖先生于 2008 年 12 月在江苏苏州创立味知香。经过十年发展，公司于 2018 年 4 月整体变更为股份有限公司。2021 年 4 月，味知香在上海证券交易所挂牌上市。从早期的半成品菜起步，逐步拓展多元化餐饮消费市场。在十余年的发展历程中，味知香专注预制菜赛道，完成了从区域性品牌向全国行业领先企业的转型。公司构建了牛肉、家禽、水产等全品类食材矩阵，同时拓展商超与团餐业务，推动在即食和专业餐饮市场中拓展份额。

图 30：味知香营业收入、归母净利润及 yoy



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 31：味知香门店数量变化

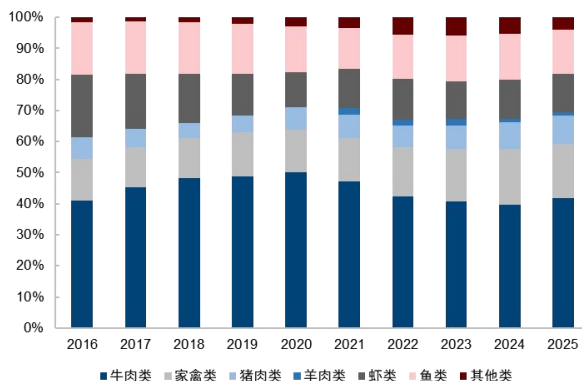


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

丰富核心产品矩阵，拓宽多维销售渠道。公司依托丰富的产品线满足多样化市场需求，2025 年公司核心品类贡献稳定，肉禽类产品收入占 69.32%，产品结构以高频刚需品类构筑基本盘。公司的核心渠道以零售及批发为主，零售渠道收入占比为 52.22%、批发渠道占比为 28.11%，形成 B、C 两端协同的稳健营收结构。商超渠道的拓展成效显著，2025 年商超渠道实现营业收入约 8082 万元，同比增长 31.42%，公司对全国性及区域性商超、生鲜超市及线上买菜平台进行有效覆盖，进一步提升品牌在高势能渠道的渗透力。

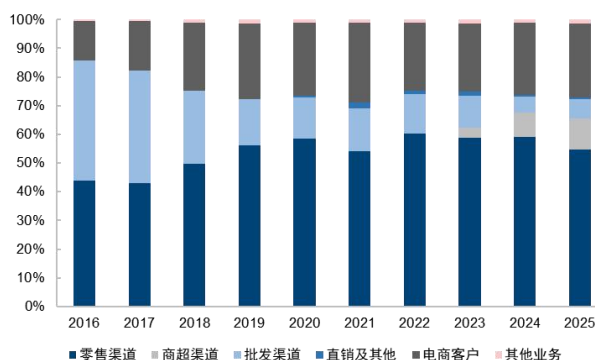
加盟网络构筑壁垒，双端品牌协同驱动。公司在商业模式上建立了面向 C 端家庭消费的“味知香”与面向 B 端餐饮客户的“饌玉”双品牌并行体系，并重点培育“靖哥哥”现制熟食以切入社区即时消费场景，形成多品牌协同与场景化覆盖的运营框架；截至 2025 年末，公司拥有 1668 家加盟店，构筑渠道下沉与消费者触达的核心网络。随着餐饮市场环境变化及竞争加剧叠加成本端压力，2025 年传统门店体系的单店盈利与拓店节奏承压，公司一方面通过“城市合伙人”推动多店经营、实施老店升级改造，强化加盟体系的运营赋能；另一方面加速向商超与团餐等新兴分销路径倾斜，持续推进全国性及区域性系统的入驻，优化商业模型、增强结构性韧性。

图 32: 味知香产品结构中以肉禽为主



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

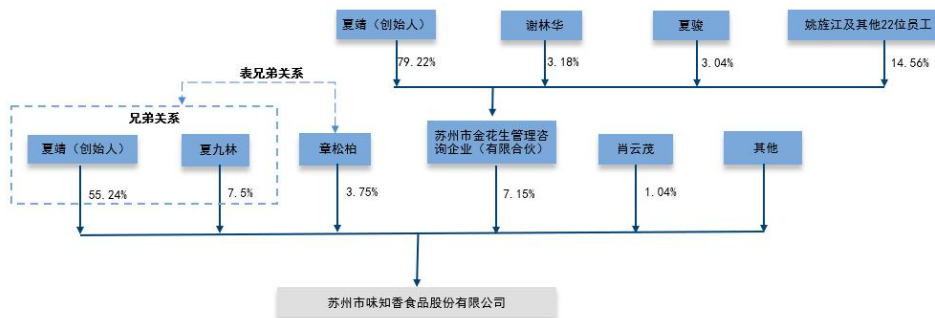
图 33: 味知香渠道结构中以零售门店为主



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

实控绝对控股，核心团队股权集中。公司董事长兼总经理夏靖为控股股东及核心实际控制人，股权由创始人集中持有有利于维持企业战略定力与决策执行效率。实际控制人夏靖先生直接持有上市公司 55.24% 的股份，通过金花生平台间接持股比例 5.66%，共持股 60.90%。金花生为员工持股平台，其中谢林华（公司董事、财务总监、前董事会秘书）持股 3.18%，夏骏（副总经理）持股 3.04%。

图 34: 味知香股权结构集中（截至 2026 年 3 月）



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

营业收入: 零售渠道随着市场需求趋稳以及门店业务恢复, 预计 2026-2028 年实现收入 4.38/5.15/6.24 亿元, 同比+6.2%/+17.5%/+21.2%。商超板块受益于 B 端客户拓展, 预计 2026-2028 年实现收入 0.96/1.16/1.38 亿元, 同比+19.2%/+20.0%/+19.2%。批发业务目前处于企稳调整阶段, 预计 2026-2028 年收入为 1.92/1.99/2.20 亿元, 同比-1.3%/+3.9%/+10.7%。直销与电商及其他业务整体基数极小, 预期维持现状, 对应 2026-2028 年直销收入 0.03/0.03/0.03 亿元, 电商收入 0.01/0.01/0.01 亿元, 其他业务收入 0.11/0.11/0.11 亿元。

毛利率: 零售业务受益渠道终端价盘调整以及高毛利产品占比上升, 预计 2026-2028 年毛利率为 24.1%/24.7%/25.0%。商超系统随收入体量扩大分摊固定成

本，预期 2026–2028 年毛利率达到 22.5%/23.5%/24.5%。批发板块随市场基本面改善逐步回升，预计 2026–2028 年毛利率为 17.9%/18.9%/19.9%。其余渠道受价格变动影响较小且维持稳定，预计 2026–2028 年直销毛利率保持 31.1%/31.1%/31.1%，电商毛利率为 35.1%/35.1%/35.1%，其他业务毛利率维持 16.6%/16.6%/16.6%。

表1：味知香收入拆分（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
营业总收入	672	702	741	844	996	1,165
yoy	-15.9%	4.5%	5.5%	14.0%	18.1%	16.9%
毛利率	25.0%	20.6%	22.2%	23.1%	23.8%	23.8%
主营业务	663	691	730	833	986	1,154
yoy	-15.8%	4.2%	5.6%	14.2%	18.3%	17.1%
毛利率	25.2%	20.7%	22.3%	23.2%	23.8%	23.9%
零售渠道	419	412	438	515	624	743
yoy	-20.4%	-1.5%	6.2%	17.5%	21.2%	19.2%
毛利率	26.6%	22.7%	24.1%	24.7%	25.0%	25.0%
商超渠道	61	81	96	116	138	162
yoy	89.0%	31.4%	19.2%	20.0%	19.2%	17.6%
毛利率	25.1%	21.5%	22.5%	23.5%	24.5%	24.5%
批发渠道	177	194	192	199	220	245
yoy	-17.0%	9.7%	-1.3%	3.9%	10.7%	11.3%
毛利率	21.6%	15.9%	17.9%	18.9%	19.9%	19.9%
直销及其他	4	3	3	3	3	3
yoy	-69.0%	-38.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	32.7%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%
电商客户	2	1	1	1	1	1
yoy	-26.0%	-27.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	29.9%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%
其他业务	9	11	11	11	11	11
yoy	-22.0%	24.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	11.3%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表2：2026–2028 年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	672	702	741	844	996
营业成本	504	557	576	649	760
销售费用	30	32	32	37	43
管理费用	47	43	45	52	61
财务费用	-10	-4	0	0	-1
营业利润	101	82	93	110	135
利润总额	101	82	93	110	135
归属于母公司净利润	88	69	81	95	118
EPS	0.63	0.50	0.59	0.69	0.85

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

由此，我们预计 2026–2028 年公司实现营业总收入 7.4/8.4/10.0 亿元，同比 5.5%/14.0%/18.1%；2026–2028 年公司实现归母净利润 0.8/1.0/1.2 亿元，同比 17.5%/18.2%/23.3%；实现 EPS0.59/0.69/0.85 元。

估值

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

(A) 绝对估值：22.36–24.55 元

我们将公司分为可预测期（2026–2028 年）、过渡期（2029–2035 年）和永续期（2036 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

可预测期（2026–2028 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2026–2028 年公司实现营业总收入 7.4/8.4/10.0 亿元，同比 5.5%/14.0%/18.1%；2026–2028 年公司实现归母净利润 0.8/1.0/1.2 亿元，同比 17.5%/18.2%/23.3%。

过渡期（2029–2035 年）：随着公司门店下沉拓展、渠道体系不断完善，我们假设公司 2029–2035 年营收增速仍能保持在 8%–17% 增速水平且逐年收窄。

永续期（2036 年起）：长期视角下，公司为预制菜赛道龙头企业，需求量有支撑，且公司具备渠道、品牌及供应链优势，我们预计 FCFF 永续增长率为 2%。

表3：公司盈利预测假设条件

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	-15.90%	4.48%	5.47%	13.96%	18.05%	16.95%	14.13%	12.27%	10.78%	9.77%	9.23%	8.82%
营业成本/营业收入	74.98%	79.37%	77.75%	76.88%	76.24%	76.16%	76.13%	76.11%	76.11%	76.12%	76.14%	76.16%
管理费用/营业收入	6.94%	6.12%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%
研发费用/营业收入	0.50%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
销售费用/销售收入	4.48%	4.60%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%	4.34%
营业税及附加/营业收入	0.54%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
所得税税率	12.94%	16.42%	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%
股利分配比率	110.15%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表4：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	12.94%
无风险利率	1.72%	Ka	8.87%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.1
公司股价（元）	21.9	Ke	9.07%
发行在外股数（百万）	138	E/(D+E)	96.84%
股票市值（E，百万元）	3022	D/(D+E)	3.16%
债务总额（D，百万元）	98.7	WACC	8.88%
Kd	3.50%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.1x；无风险利率参考 10 年期国债收益率取 1.72%，股票风险溢价率取 6.5%；综合债务成本 3.5%；由此计算出 WACC 为 8.88%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 22.36–24.55 元

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.3%	8.6%	8.88%	9.2%	9.5%
永续 增长 率变 化	2.3%	26.11	24.97	23.94	23.01	22.15
	2.2%	25.87	24.76	23.75	22.84	22.00
	2.1%	25.64	24.55	23.57	22.67	21.85
	2.0%	25.41	24.35	23.39	22.51	21.70
	1.9%	25.19	24.16	23.22	22.36	21.56
	1.8%	24.98	23.97	23.05	22.20	21.43
	1.7%	24.77	23.79	22.88	22.06	21.30

资料来源：国信证券经济研究所分析

(B) 相对估值：23.41-24.58 元

我们选取国内业务模式与味知香相近的预制菜制造企业安井食品、千味央厨、三全食品以及门店类型的巴比食品作为可比公司采用 PE 法进行估值。考虑公司所处的预制菜赛道未来渗透率提升空间大于传统速冻食品赛道，且公司供应链完善，产能持续释放，目前门店与商超渠道方面取得实质进展。参考安井食品与千味央厨在业务及渠道扩张初期市场给予的估值溢价，给予味知香 2026 年 PE 40-42x，预期合理价格区间为 23.41-24.58 元，较当前股价有 9%-14%的溢价空间，首次覆盖给予中性评级。

表 5: 可比公司估值表 (2026 年 6 月 4 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				26E	27E	26E	27E		
605089.SH	味知香	41.3	21.52	0.59	0.69	36.8	31.1	30	中性
603345.SH	安井食品	19.0	86.88	5.33	6.03	16.3	14.4	290	优于大市
002216.SZ	三全食品	18.4	12.69	0.69	0.74	18.4	17.2	112	优于大市
605338.SH	巴比食品	17.1	20.23	1.31	1.54	15.4	13.2	48	优于大市
001215.SZ	千味央厨	58.1	38.70	0.89	1.07	43.3	36.1	38	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测；除味知香外 EPS 均采用 Wind 一致预期

3.1.2 千禾味业：零添加品类开创者，产品多元发展

西南地区起家，酱油为收入基本盘。公司在国内最早将零添加概念系统化应用于酱油等调味品，2008年前后便以零添加产品切入市场，逐步确立品类定义者的角色。伴随消费者对食品配料表关注度显著上升，千禾的先发布局使其在健康调味品赛道占据认知优势。公司现已形成以零添加系列为核心、覆盖多品类的调味品矩阵。2025年酱油业务实现营收16.5亿元，占总营收的64%。

图35：公司产品结构中以酱油为主（百万元）

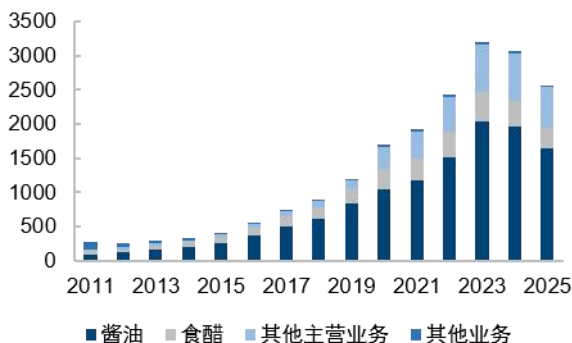
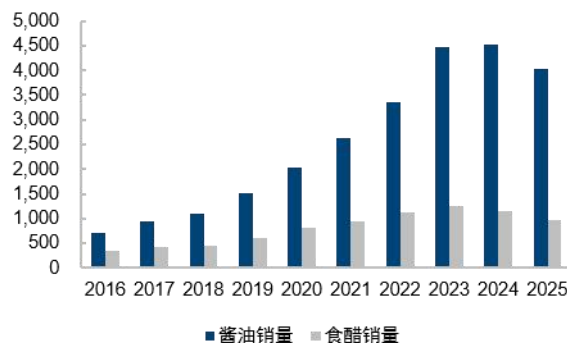


图36：酱油、食醋销量增长是收入增长主要动力

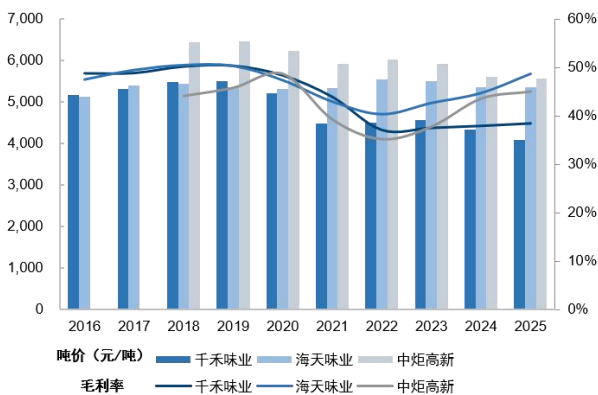


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

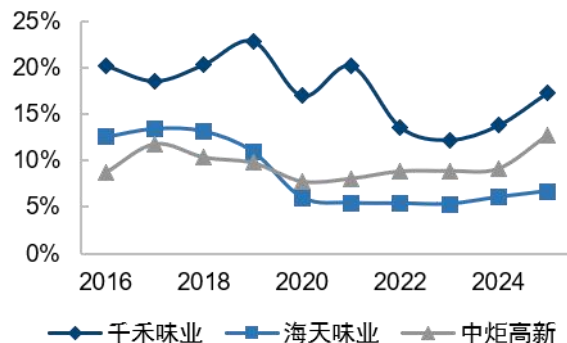
千禾渠道以C端为主，渠道费用投入反哺毛利。2020年前千禾味业吨价与海天持平，酱油吨价约5100-5500元，500ml装180天零添加酱油终端定价15元附近，较海天金标生抽溢价超过40%。从毛利率角度看，2025千禾酱油业务毛利率约38.5%，海天酱油毛利率约48.7%，支撑来自279万吨年产销量的规模效应，而千禾产销量不足40万吨，毛利率虽不如头部品牌，但相比餐饮供应链的其他品类仍为较高水准。同时，千禾需要用较高的费用维护渠道，2016年-2025年公司销售费用率持续维持在13%以上。千禾用产品定义权获取定价权，用定价权创造高毛利，再用高毛利反哺品牌建设和渠道维护，形成溢价支撑费用、费用巩固溢价的循环。

图37：千禾酱油产品毛利率接近头部厂商



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图38：千禾味业销售费用率较高

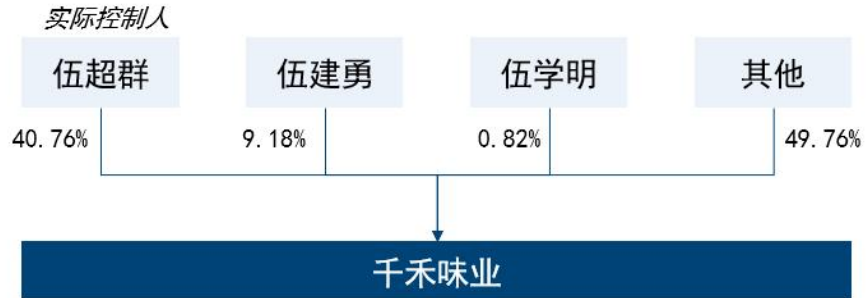


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

股权结构高度集中，伍氏家族合计持股约50%。公司实际控制人为创始人伍超群，

截至 2026 年一季度，伍超群直接及间接持有公司 40.76% 的股权，其子伍建勇持有 9.18%，家族成员伍学明持有 0.82%，伍氏家族合计持股约 50.76%，控制权高度集中且稳固。

图 39: 千禾味业股权结构高度集中（截至 2026 年 3 月）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

营业收入：酱油产品作为公司核心品类，随着市场需求恢复，预计 2026-2028 年实现收入 19.03/22.32/25.24 亿元，同比+15.4%/+17.3%/+13.1%。食醋产品作为第二增长曲线，受益于渠道调整及品牌修复，预计 2026-2028 年实现收入 3.18/3.47/3.82 亿元，同比+6.4%/+9.0%/+10.0%。其他主营业务及其他业务整体基数极，预期维持现状，对应 2026-2028 年其他主营业务收入 5.95/5.95/5.95 亿元，其他业务收入 0.28/0.28/0.28 亿元。

毛利率：酱油产品受益于产品结构升级带来的溢价空间，预计 2026-2028 年毛利率为 40.4%/41.6%/42.2%。食醋产品随着成本管控及产品结构优化，预期 2026-2028 年毛利率回升并稳定在 40.6%/40.6%/40.6%。其他主营业务随餐饮复苏与市场回暖逐步回升，预计 2026-2028 年毛利率为 34.5%/35.5%/36.5%。其他业务毛利率较高但体量较小，预计 2026-2028 年毛利率维持 48.0%/48.0%/48.0%。

表6: 千禾味业收入拆分 (百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,073	2,572	2,844	3,202	3,530
yoy	-4.2%	-16.3%	10.6%	12.6%	10.2%
毛利率	37.2%	37.8%	39.3%	40.4%	41.1%
主营业务	3,034	2,544	2,816	3,174	3,502
yoy	-4.2%	-16.1%	10.7%	12.7%	10.3%
毛利率	37.1%	37.7%	39.2%	40.4%	41.0%
酱油	1,964	1,649	1,903	2,232	2,524
yoy	-3.8%	-16.0%	15.4%	17.3%	13.1%
毛利率	38.0%	38.5%	40.4%	41.6%	42.2%
食醋	370	299	318	347	382
yoy	-12.5%	-19.0%	6.4%	9.0%	10.0%
毛利率	40.3%	39.5%	40.6%	40.6%	40.6%
其他主营业务	700	595	595	595	595
yoy	-0.4%	-15.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	32.7%	34.5%	34.5%	35.5%	36.5%
其他业务	40	28	28	28	28
yoy	-2.6%	-29.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	47.5%	50.0%	48.0%	48.0%	48.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表7: 2026-2028年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3073	2572	2844	3202	3530
营业成本	1930	1599	1726	1907	2078
销售费用	423	444	431	469	500
管理费用	75	69	80	90	98
财务费用	-38	-30	-21	-19	-20
营业利润	611	412	555	667	773
利润总额	608	409	555	667	773
归属于母公司净利润	514	348	472	568	657
EPS	0.50	0.26	0.35	0.43	0.49

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

由此, 我们预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 28.44/32.02/35.30 亿元, 同比 10.6%/12.6%/10.2%; 2026-2028 年公司实现归母净利润 4.72/5.68/6.57 亿元, 同比 35.8%/20.3%/15.8%; 实现 EPS0.35/0.43/0.49 元。

估值

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

(A) 绝对估值: 8.05-9.07 元

我们将公司分为可预测期 (2026-2028 年)、过渡期 (2029-2035 年) 和永续期 (2036 年起) 三个阶段, 采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值:

可预测期 (2026-2028 年): 参考前述盈利预测拆解, 我们预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 28.44/32.02/35.30 亿元, 同比 10.6%/12.6%/10.2%; 2026-2028 年公司实现归母净利润 4.72/5.68/6.57 亿元, 同比 35.8%/20.3%/15.8%。

过渡期 (2029-2035 年): 随着公司区域拓展、经销商体系不断完善, 我们假设

公司 2029-2035 年营收增速仍能保持在 6%-10%增速水平且逐年收窄。

永续期（2036 年起）：长期视角下，公司为调味品龙头企业，需求量有支撑，且公司具备产品品牌优势，我们预计 FCFF 永续增长率为 2%。

表8：公司盈利预测假设条件

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	-4.16%	-16.32%	10.59%	12.58%	10.23%	9.73%	9.23%	8.73%	8.23%	7.73%	7.23%	6.73%
营业成本/营业收入	62.81%	62.17%	60.69%	59.56%	58.88%	58.88%	58.88%	58.88%	58.88%	58.88%	58.88%	58.88%
管理费用/营业收入	2.33%	2.55%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%
研发费用/营业收入	2.72%	3.25%	2.87%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
销售费用/销售收入	13.76%	17.25%	15.15%	14.65%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%
营业税及附加/营业收入	0.75%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%
所得税税率	15.45%	14.92%	14.92%	14.92%	14.92%	14.92%	14.92%	14.92%	14.92%	14.92%	14.92%	14.92%
股利分配比率	100.42%	178.02%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	14.92%
无风险利率	1.72%	Ka	8.87%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.1
公司股价（元）	7.68	Ke	8.97%
发行在外股数（百万）	1333	E/(D+E)	98.30%
股票市值(E, 百万元)	10238	D/(D+E)	1.70%
债务总额(D, 百万元)	176.5	WACC	8.87%
Kd	3.50%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.1x；无风险利率参考 10 年期国债收益率取 1.72%，股票风险溢价率取 6.5%；综合债务成本 3.5%；由此计算出 WACC 为 8.87%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 8.05-9.07 元

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表13：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.3%	8.6%	8.87%	9.2%	9.5%
永续 增长 率 变 化	2.3%	9.80	9.27	8.79	8.35	7.95
	2.2%	9.69	9.17	8.70	8.27	7.88
	2.1%	9.58	9.07	8.61	8.19	7.81
	2.0%	9.48	8.98	8.53	8.12	7.74
	1.9%	9.37	8.89	8.45	8.05	7.68
	1.8%	9.27	8.80	8.37	7.98	7.61
	1.7%	9.18	8.72	8.30	7.91	7.55

资料来源：国信证券经济研究所分析

(B) 相对估值：8.14-8.85 元

我们选取国内调味品行业中与千禾味业业务模式相近的海天味业、天味食品作为可比公司，采用 PE 法进行估值。考虑千禾味业在高端酱油及食醋赛道的差异化竞争优势，品牌认知度持续提升，且全国化渠道扩张与产能建设稳步推进，成长空间优于传统调味品企业。参考海天味业作为行业领军者以及天味食品在复合调味料领域的龙头地位，千禾味业凭借更高增速和健康调味品赛道溢价，给予 2026 年 PE 23-25x，预期合理价格区间为 8.14-8.85 元，较当前股价有 4%-13%的溢价空间。首次覆盖给予中性评级。

表10: 可比公司估值表 (2026 年 6 月 4 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				26E	27E	26E	27E		
603027.SH	千禾味业	31.03	7.80	0.35	0.43	22.0	18.3	104	中性
603288.SH	海天味业	27.65	34.40	1.34	1.48	25.6	23.2	2,013	优于大市
603317.SH	天味食品	20.18	14.12	0.66	0.76	21.3	18.7	150	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测；除千禾外 EPS 均采用 Wind 一致预期

3.2 投资建议

短期来看，行业整合仍以产能消化与价格修复为主线。2025 年吨价降幅收窄与毛销差改善已初步验证竞争格局的边际改善，具备品牌溢价或成本效率优势的头部企业将率先受益于利润弹性释放。品牌商海天味业盈利修复确定性较强，制造商安井食品受益于原材料成本下行与产能利用率回升，供应商千味央厨需观察中小 B 端客户拓展进度。

中长期来看，行业集中度提升空间广阔，连锁化率提升与食安标准趋严将加速中小企业出清，具备品类宽度与渠道密度的头部企业将持续获取份额。品牌商赛道宽度天然领先，向综合平台演进的天花板最高。制造商若能成功实现多品类运营，有望从标品制造商升级为品类整合平台。供应商若能完成客户结构分散化，将从依赖单一客户的风险敞口转向更均衡的客户矩阵。此外，出海将成为中长期增长的重要增量。国际连锁餐饮供应链的本地化采购趋势，以及中餐品牌全球化扩张的配套需求，为具备品控能力与制造成本优势的中国企业打开了新的市场空间。

风险提示

(A) 估值风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.72%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司实际增长率很低或出现负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2026 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

(B) 盈利预测风险

- 1、**行业整合进度不及预期。**若行业整合进度持续滞后，头部企业通过并购实现品类扩张与区域渗透的路径将受阻。
- 2、**餐饮连锁化率提升不及预期。**餐饮连锁化率提升是供应链头部企业获取规模效应的核心前提。若宏观经济波动导致餐饮创业活跃度下降或连锁品牌扩张节奏放缓，供应链企业的客户基础与订单密度将受到直接影响，规模效应的释放节奏相应延迟。
- 3、**品类与区域拓展不及预期。**中国饮食口味区域分化显著，若品牌商在跨品类延伸或跨区域扩张中未能有效匹配本地化需求，新品推广失败率上升将拖累收入增速与渠道信心。

(C) 经营风险

- 1、**原材料成本波动超预期。**餐饮供应链企业成本结构中农产品及大宗商品占比较高。若上游原材料价格持续高企且企业成本转嫁能力不足，制造企业的盈利空间将受到双重挤压。
- 2、**食品安全与监管风险。**预制菜国家标准征求意见稿已发布，行业标准化进程加速。若企业在食安追溯体系、添加剂使用规范或生产流程管控方面未能达到合规要求，将面临监管处罚与品牌声誉受损的双重风险。不

(D) 市场风险

- 1、**市场资金波动风险。**当前市场受全球宏观经济形势、宏观政策、全球地缘政治冲突、中美贸易摩擦等多重因素影响，波动率有所放大，如果市场恐慌情绪发酵导致资金大幅流出，公司股价或受到不利影响。
- 2、**控股股东、实控人减持导致股价波动的风险。**公司实际控制人持股比例较大，

若后续实际控制人减持公司股份，可能会导致公司股价波动。

(E) 市场风险

1、分类框架的适用性风险。本报告基于增长驱动模式与价值创造来源两个维度构建分类框架，样本公司的象限归属依据当前业务结构与财务特征判断。若企业在发展过程中发生战略迁移，其象限定位需动态修正，框架提供的是竞争格局的分析视角，而非对企业价值的静态定论。

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±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±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