

食品饮料行业专题：餐饮供应链板块梳理

基本面磨底信号明显，关注板块向上弹性

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 食品加工 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

联系人：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

核心结论：基本面磨底信号明显，关注板块向上弹性



- **行业：基本面磨底，估值水平处于低位。**截至10月17日，2025年年初以来调味品指数（申万）下跌6.1%，跑输沪深300指数24.3个百分点，跑输食品饮料板块3.5个百分点；预加工食品指数（申万）下跌6.4%，跑输沪深300指数24.6个百分点，跑输食品饮料板块3.8个百分点。8月以来食品饮料板块在市场轮动下上涨3.0%，调味品与食饮趋势基本一致，主要源于海天等大市值标的与大盘共振；预加工食品在弱预期、弱现实中下跌0.6%。餐饮供应链基本面磨底趋势明显，调味品板块龙头有所改善，而机构持仓处于低位，估值中枢偏下。
- **重点个股：积极蓄势，弹性可期。**（1）海天味业：自我革新穿越周期，龙头优势凸显。（2）巴比食品：门店+团餐双轮驱动，新店型拓展全时段经营能力。（3）安井食品：核心经营能力稳健，产品、渠道策略清晰。（4）千味央厨：渠道结构优化，新渠道势能有望成为动力。（5）颐海国际：关联方基础稳健，维持高分红率，新增长点明确。
- **投资建议：**随着二季度消费政策影响逐步变弱，餐饮供应链等需求步入逐步复苏阶段，供给端亦出现积极信号，比如龙头并购频频落地带动行业集中度提升；行业竞争未进一步加剧，市场费用投放逐渐理性。我们认为未来行业有望逐步进入改善通道。从历史经验来看，四季度宏观政策密集，在基本面低基数、资本市场低预期、机构持仓较低的背景下，任何供需两端的变化均有可能催化股价上行，2025年以来扩大内需和服务消费政策频出且多有涉及餐饮行业，建议关注政策敏感度较高的餐饮供应链板块，推荐海天味业、巴比食品、颐海国际、安井食品、千味央厨等。
- **风险提示：**餐饮行业需求恢复不及预期风险，消费力持续疲弱风险，原材料价格大幅上升风险、食品安全问题带来的舆论风险等。

【 01 】 行业：基本面磨底，估值水平处于低位

【 02 】 重点个股：积极蓄势，弹性可期

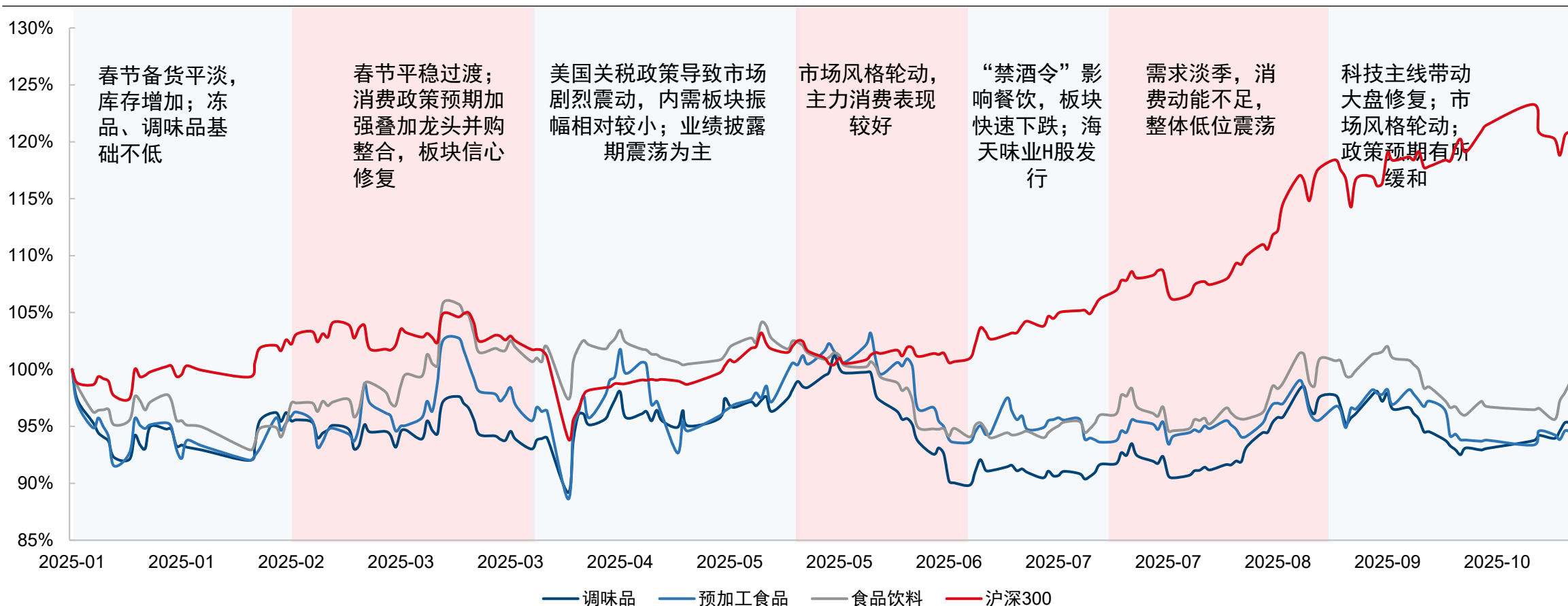
【 03 】 投资建议

【 01 】 行业：基本面磨底，估值水平处于低位

截至10月17日，2025年年初以来调味品指数（申万）下跌6.1%，跑输沪深300指数24.3个百分点，跑输食品饮料板块3.5个百分点；预加工食品指数（申万）下跌6.4%，跑输沪深300指数24.6个百分点，跑输食品饮料板块3.8个百分点。

- 外部政策在二季度末产生较大扰动，使得板块表现弱于大盘，特别是进入到8月后科技主线带动沪深300指数修复11.3%，食品饮料板块在市场轮动下上涨3.0%，调味品与食饮趋势基本一致，主要源于海天等大市值标的与大盘共振；预加工食品在弱预期、弱现实中下跌0.6%。

图：2025年初至今餐饮供应链板块指数表现



基本面磨底趋势明显，调味品板块龙头有所改善



板块基本面平稳，弹性与机会并存，但需观察需求回暖信号。

- 回顾2025H1表现看，餐饮供应链行业规模持平微增，调味品龙头改善，但整体仍处于出清阶段，需关注四季度库存及新品表现。利润端压力显著，**价格下行、费用增加**等因素致行业利润下降。

图：2025H1 餐饮供应链板块公司收入表现

证券简称	2025H1		2025Q1		2025Q2	
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
海天味业	152.30	7.6%	83.15	8.1%	69.15	7.0%
恒顺醋业	11.25	12.0%	6.26	36.0%	4.99	-8.2%
千禾味业	13.18	-17.1%	8.31	-7.1%	4.87	-29.9%
涪陵榨菜	13.13	0.5%	7.13	-4.8%	6.00	7.6%
安琪酵母	78.99	10.1%	37.94	8.9%	41.05	11.2%
天味食品	13.91	-5.2%	6.42	-24.8%	7.49	21.9%
宝立食品	13.80	8.4%	6.69	7.2%	7.11	9.5%
日辰股份	2.04	8.6%	1.01	10.5%	1.02	6.8%
安井食品	76.04	0.8%	36.00	-4.1%	40.05	5.7%
千味央厨	8.86	-0.7%	4.70	1.5%	4.15	-3.1%
三全食品	35.68	-2.7%	22.18	-1.6%	13.50	-4.4%
立高食品	20.70	16.2%	10.46	14.1%	10.24	18.4%
巴比食品	8.35	9.3%	3.70	4.5%	4.65	13.5%
味知香	3.43	4.7%	1.73	4.2%	1.70	5.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025H1 餐饮供应链板块公司利润表现

证券简称	2025H1		2025Q1		2025Q2	
	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy
海天味业	38.17	14.8%	21.47	15.4%	16.69	13.9%
恒顺醋业	1.00	22.8%	0.48	6.1%	0.52	43.9%
千禾味业	1.71	-30.5%	1.59	4.6%	0.13	-86.7%
涪陵榨菜	4.15	-2.3%	2.57	-0.6%	1.58	-5.0%
安琪酵母	7.42	24.5%	3.37	14.4%	4.05	34.4%
天味食品	1.63	-22.6%	0.51	-65.4%	1.12	77.2%
宝立食品	1.11	12.1%	0.58	9.9%	0.54	14.7%
日辰股份	0.35	27.7%	0.18	44.9%	0.17	14.1%
安井食品	6.03	-21.9%	3.43	-18.3%	2.60	-26.1%
千味央厨	0.34	-41.9%	0.21	-37.7%	0.13	-47.6%
三全食品	2.24	-16.6%	1.64	-16.9%	0.60	-15.9%
立高食品	1.67	33.3%	0.86	27.3%	0.80	40.4%
巴比食品	1.01	15.3%	0.39	3.3%	0.62	24.3%
味知香	0.25	-38.7%	0.16	-16.7%	0.10	-56.8%

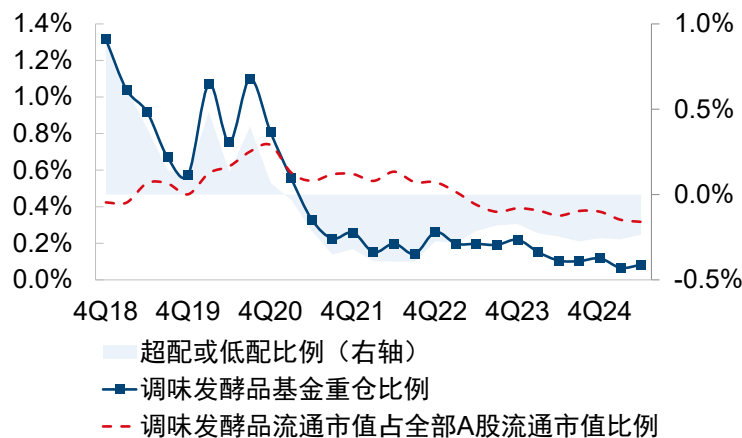
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

机构持仓处于低位，估值中枢偏下

板块基本面平稳，弹性与机会并存，但需观察需求回暖信号。

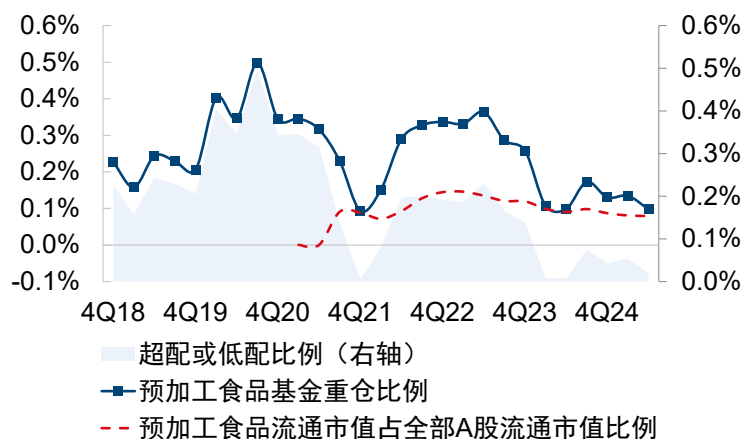
- 由于外部政策预期偏弱，需求压制仍是核心矛盾。餐饮供应链板块非市场主线，且行业内公司普遍不具备高市值属性，整体波动性高于白酒。
- 持仓比例处于低位，估值水平不高。2025Q2调味品/预加工食品板块重仓比例分别为0.3%/0.1%，机构持仓处于低位但或有回升空间。截至2025年10月17日，调味发酵品（申万）和预加工食品（申万）指数PE-TTM分别为29.0/20.4X，分别处于5年以来25%/23%，餐饮供应链估值中枢偏下，突破需需求侧支撑。

图：调味品板块基金重仓比例处于低位



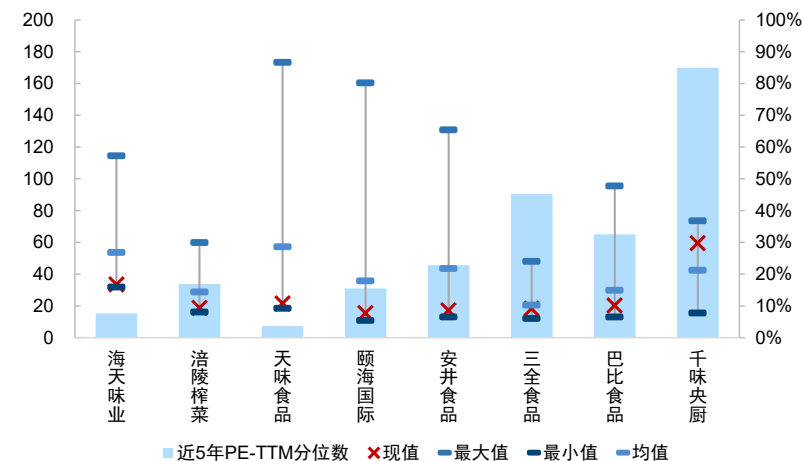
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：预加工食品板块基金重仓比例处于低位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：餐饮供应链重点公司估值分位水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

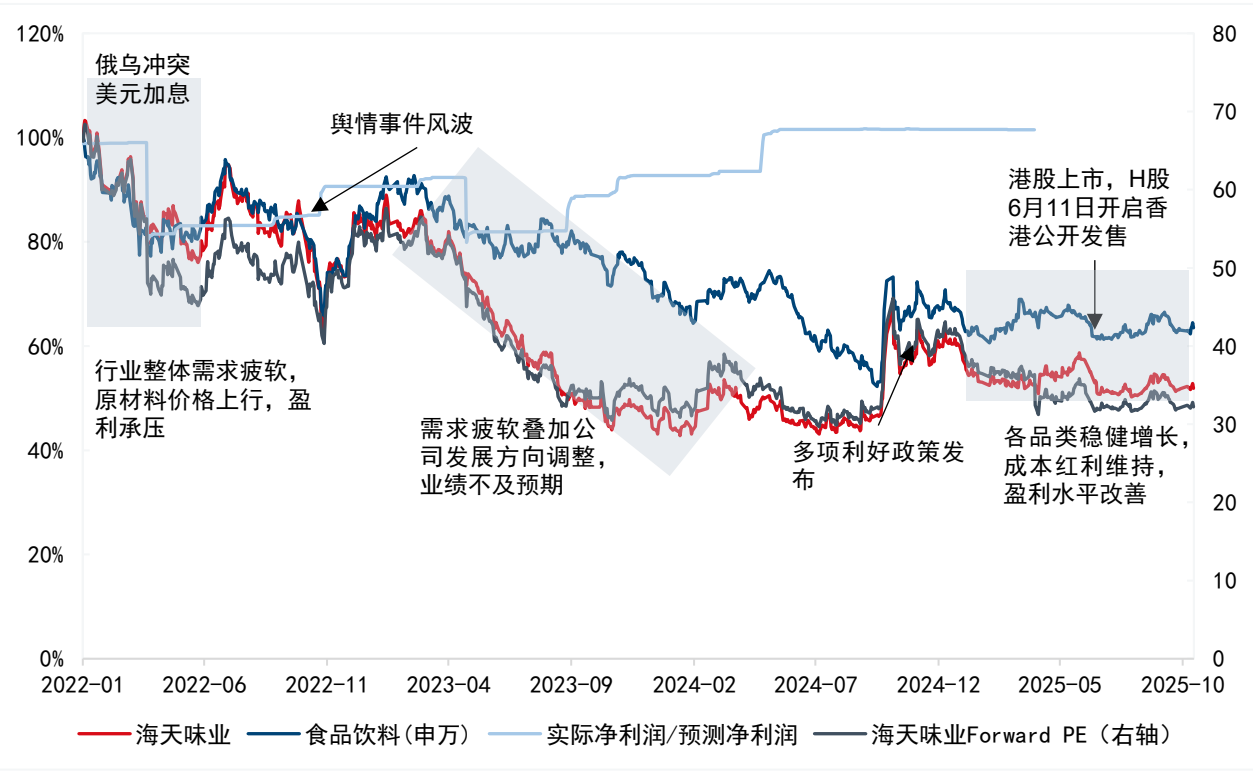
【 02 】 重点个股：积极蓄势，弹性可期

海天味业：2024H2经营状态好转，港股上市进入新阶段



前期疫情冲击行业需求疲软，势能释放龙头优势凸显。2023-2024年，疫情反复叠加预制菜和复合调味料挤占传统调味料市场份额，公司进行渠道改革，调整发展方向，股价走低。**2024H2后由于公司经营状态好转，股价产生回升。** 2025年6月公司完成港股上市，各品类维持稳健增长，自动化、精细运营降本增效。

图：海天味业股价复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：海天味业2024H1、2025H1业绩表现

	截至2024年10月17日	截至2025年10月17日	同比增长	备注
股价	41	39	-4.96%	H股上市，估值区间震荡
估值	38.4	33.6	-12.54%	
海天味业	2024H1	2025H1	同比增速	备注
收入（百万元）	14,156	15,230	7.59%	核心品类稳健增长，特色调味品加速增长
毛利率	36.86%	40.12%	3.26%	
税金及附加占比	0.80%	0.86%	0.06%	人工支出、人工管理费用增加；渠道费用投入更加精准
销售费用率	6.00%	6.38%	0.38%	
管理费用率	1.85%	2.08%	0.23%	
所得税/收入	4.32%	4.79%	0.47%	大宗原料成本红利，渠道管控力强，费用投放良性
净利率	24.48%	25.75%	1.27%	
归母净利润	3,453	3,914	13.35%	

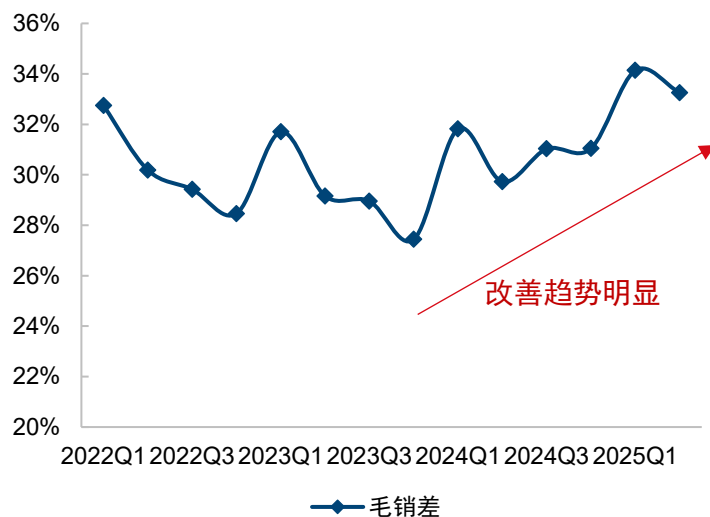
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海天味业：自我革新穿越周期，龙头优势凸显

勇于自我革新，有效提升运营效率。新任董事长程雪2024年9月接任，公司自我革新，优化渠道网络，一方面巩固酱油、蚝油、调味酱等核心产品的市场地位，另一方面积极拓展醋、料酒、复合调味料等新产品领域。在渠道优化与模式创新下，公司线下渠道重拾扩张态势，2025Q2线下/线上渠道分别实现营收61.55/4.25亿元，同比增长9.2%/35.0%。从2023Q4到2025Q2，公司毛销差从27.4%上升至33.3%，体现成本控制和销售管理的持续优化。主力产品酱油、蚝油和调味酱的销售增速由负转正，库存降至良性，经销商数量企稳回升，显示公司渠道策略与市场应对的有效性。尽管餐饮行业环境整体偏弱，海天味业凭借内部改革实现逆势增长，凸显其穿越周期的能力。

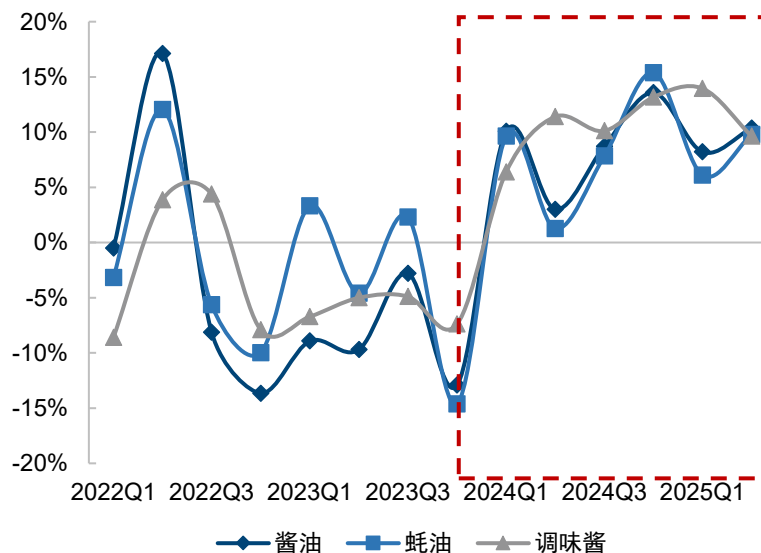
调味品呈现集中化趋势，但市场格局仍较分散，海天龙头优势凸显。以酱油行业为例，根据海天味业港股招股说明书，海天全球市场占有率为6.0%，在中国酱油市场中占比12.6%。国内竞争对手如厨邦和李锦记在2023年份额分别为3.4%和3.3%，海天的领先地位依旧领先，调味品整体市场集中度不高。

图：2024年以来海天味业毛销差改善



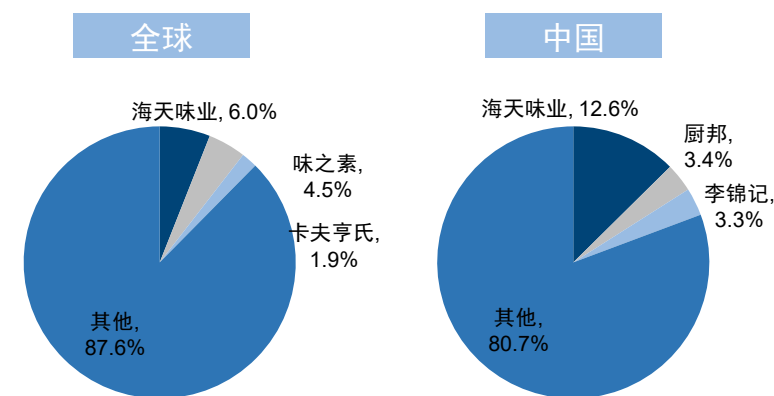
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年以来海天味业酱油、蚝油、调味酱增速回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2023年全球及全国酱油市场格局



资料来源：公司招股书，沙利文，国信证券经济研究所整理

海天味业：管理层换届24年9月落地，年轻化团队深化改革



2024年9月，海天味业完成管理层换届，程雪接替庞康出任董事长，管江华升任总裁，并新聘任柳志青、夏振东为副总裁，新管理层团队呈现显著的年轻化特征，多位新任副总裁年龄在40岁左右，且多为海天内部成长升任。新团队管理风格更注重推进国际化战略与深化渠道改革，在坚持主业稳健增长的同时，积极拓展复合调味料、预制菜工业渠道等多元化业务。

图：海天味业新管理层

姓名	职务	任职日期	出生年份	年龄	个人简历
程雪	董事长，执行董事	2024-09-19	1970	55	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司企业策划总监、副总裁、执行总裁、董事等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司董事长、执行董事。
管江华	总裁，执行董事	2025-06-19	1974	51	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司营业部经理、营销副总经理、营运总经理、助理总裁、副总裁等职务，历任佛山市海天调味食品股份有限公司董事兼总裁、执行董事。
廖长辉	执行董事	2025-06-19	1976	49	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司投资部总经理、审计部总监、公共关系中心总监、助理总裁等职务，历任佛山市海天调味食品股份有限公司董事、执行董事、授权代表。
代文	执行董事	2025-06-19	1982	43	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司营销部经理、营销大区总监、片区营销中心总经理等职务，历任佛山市海天调味食品股份有限公司执行董事。
黄文彪	执行董事	2025-06-19	1967	58	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司科技部经理、技术副总监、技术中心总经理、副总裁等职务，历任佛山市海天调味食品股份有限公司董事、执行董事。
文志州	职工董事	2025-09-25	1978	47	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司高明海天工会主席、佛山市海天调味食品股份有限公司监事会主席、佛山市海天调味食品股份有限公司董事等职务。
夏振东	副总裁	2024-09-19	1983	42	曾任营销区域经理、营销大区总监、片区营销公司总经理、营销事业委员会轮值主任等职务。
柳志青	副总裁	2024-09-19	1986	39	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司采购中心总监、敏捷中心总监、客制化事业部总经理、总裁处轮值主任等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司副总裁。
桂军强	副总裁	2022-12-09	1984	41	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司蚝油厂经理、醋业集团总经理、高明海天总经理、职工代表监事等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司副总裁。
李军	财务负责人	2022-12-09	1983	42	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司财务部主任、财务信息化经理、财务中心副总监、监事等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司财务负责人。
柯莹	董事会秘书	2024-09-19	1985	40	曾任佛山市海天调味食品股份有限公司公共关系中心副总监、营销人力中心总监、法律中心总监等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司董事会秘书、联席公司秘书。

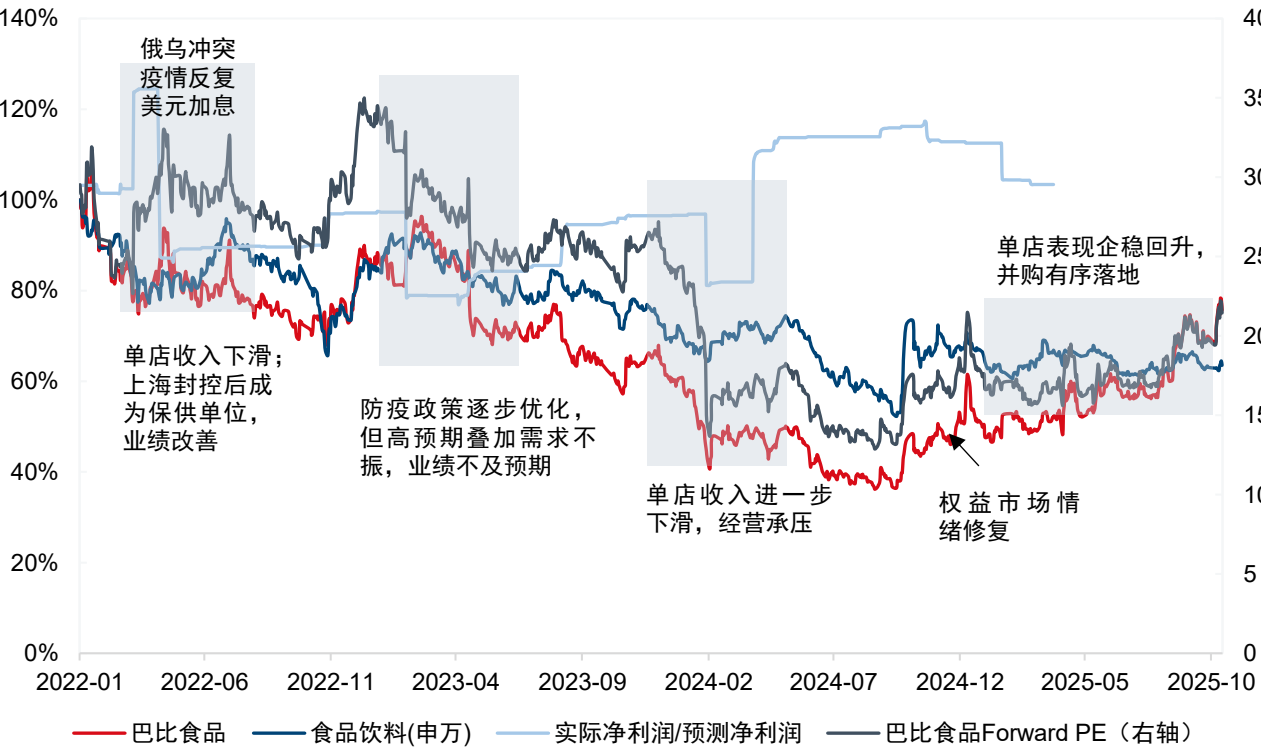
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

巴比食品：提效拓量成果显著，股价进入上升通道



2024年业绩承压导致股价走低，2025年提效拓量促使股价企稳回升。巴比食品23-24年受到消费环境以及人口流动影响压制，通过积极提升门店效率实现单店营收企稳回升。公司加盟堂食店型7月上线，新增小笼、馄饨等品类，标杆店表现优秀，有望帮助公司进一步提升单店效益。2025年第二季度青露并表，已于7月完成浙江知名包点连锁“馒乡人”旗下约250 家门店供应链切换，后续将有序推进股权收购。2025年大客户与零售实现突破，2025Q2收入同比+26.2%，大客户渠道布局更加清晰，零售业务盒马/小象同比增幅明显。

图：巴比食品股价复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：巴比食品2024H1、2025H1业绩表现

	截至2024年 10月17日	截至2025年 10月17日	同比增长	备注
股价	14	25	76.12%	公司采取“提效拓量”措施，市场估值修复
估值	14.8	20.2	36.74%	
巴比食品	2024H1	2025H1	同比增速	备注
收入（百万元）	764	835	9.31%	优化供应链、加强成本控制，单店表现企稳回升
毛利率	26.17%	27.01%	0.84%	
税金及附加占比	0.76%	0.99%	0.23%	门店分级改造、扩张，房产税、城建税以及附加税增加；原材料价格处于低位，公司运营效率提高
销售费用率	4.69%	3.96%	-0.73%	
管理费用率	7.17%	7.16%	0.00%	
所得税/收入	4.45%	4.56%	0.11%	聚焦主业发展，提升经营质量，优化资产结构和业务布局
净利率	14.80%	15.84%	1.05%	
归母净利润	111	132	18.08%	

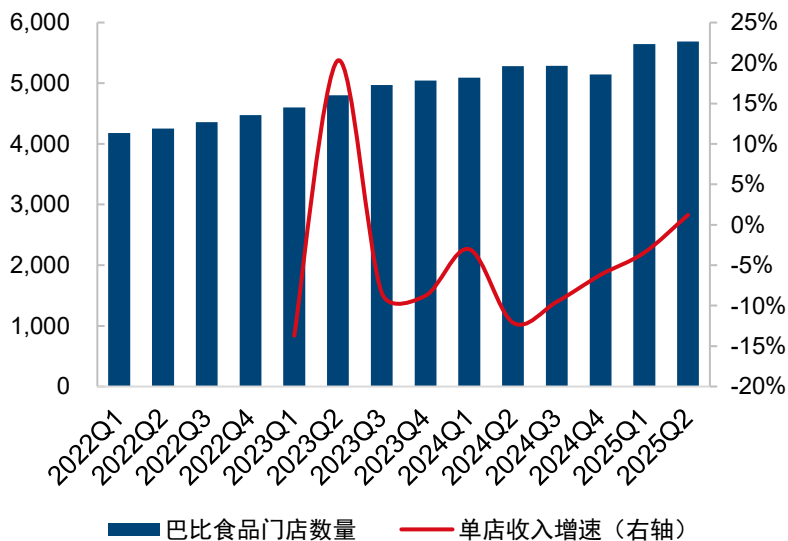
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

巴比食品：门店+团餐双轮驱动，新店型拓展全时段经营能力

单店收入触底回升，团餐业务受益新零售拓展。2025Q2公司特许加盟/直营门店/团餐渠道收入同比+10.5%/+14.1%/+26.2%。（1）门店：通过门店分级改造、外卖统管等工作，公司单店企稳回升。公司通过外延并购持续强化华东市场布局，进一步深化在江苏、安徽等区域的市场覆盖。一方面供应链整合与区域加密共同降低了运营成本，有利于提高产能利用率，另外也为全国化扩张积累了可复制的整合经验。（2）团餐&零售：受益于盒马、美团小象超市等零售平台的合作，2025H1公司对盒马/美团小象超市的销售额同比增长187%/90%，带动零售业务整体收入同比增长55%。公司通过深化与核心客户的合作及开发高势能客户，团餐及零售业务有望在未来成为业绩增长的重要引擎。

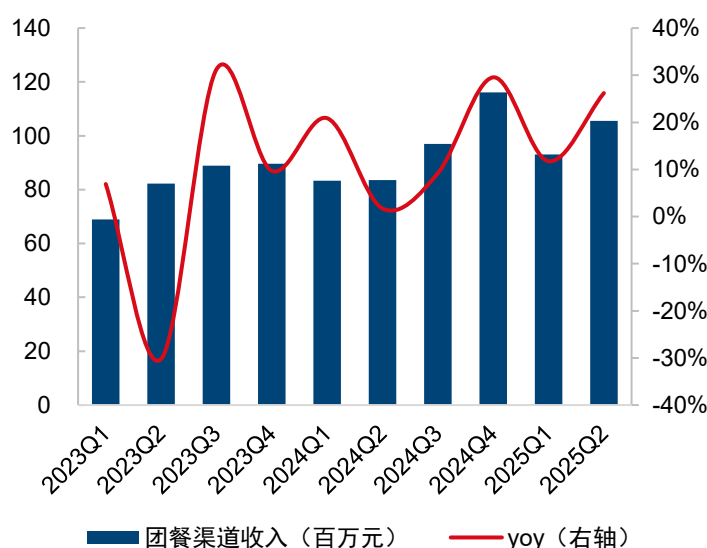
拓展堂食店型，提升全时段经营能力。巴比通过改造和新开的方式拓展新店型，与原有传统门店（约20平方米）不同，新店型为具备较大堂食区域、设有座位，总面积扩大至约50至70平方米的类快餐模式门店。门店招牌明确标示为“巴比手工小笼包”与“现磨五谷杂粮”，核心品类包括各类包子产品（如小笼包、包子、煎包及馄饨）以及五谷豆浆等饮品，并新增拌面类选项，突出“现包现售”理念，在延续原有早餐服务的基础上，拓展午餐与晚餐时段的客群覆盖，以提升全时段经营能力。

图：巴比食品单店收入增速触底回升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：巴比食品团餐渠道维持高增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：巴比新堂食店型



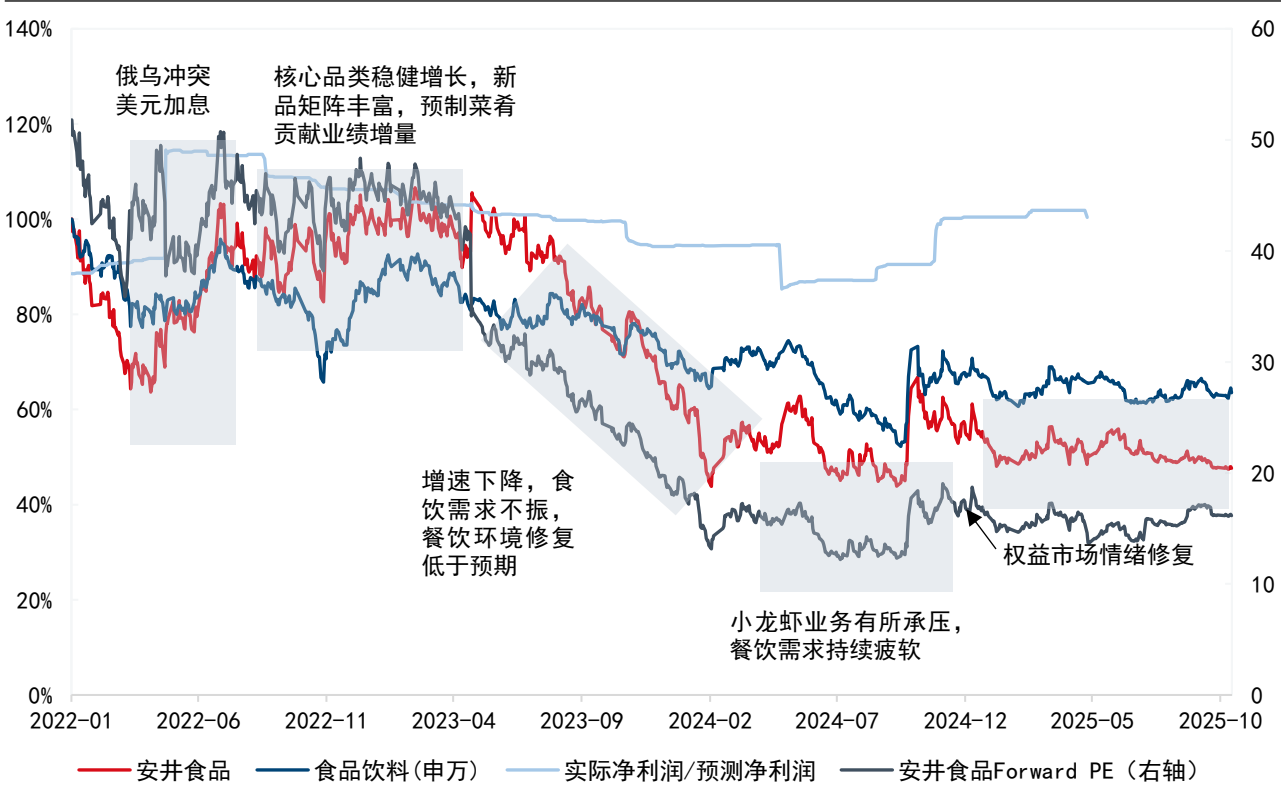
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

安井食品：坚持产品创新驱动，预制菜存打开增长空间



估值下杀导致股价走低，产品创新贡献增长引擎。2023年下半年公司估值下修至上市以来较低水平，股价大幅下跌。2025年起，公司以产品创新驱动为基调，团队压力与激励并存，关注新品类、新渠道、新区域拓展。同时，传统速冻食品市场稳健叠加预制菜打开公司第二增长曲线，股价企稳回升。

图：安井食品股价复盘



图：安井食品2024H1、2025H1业绩表现

	截至2024年10月17日	截至2025年10月17日	同比增长	备注
股价	86	70	86	坚持创新驱动，市场估值窄幅波动
估值	18.7	17.2	18.7	
安井食品	2024H1	2025H1	同比增速	备注
收入（百万）	7,544	7,604	0.80%	大B定制化进展顺利，菜肴制品高速增长
毛利率	23.91%	20.52%	-3.39%	
税金及附加占比	0.95%	0.81%	-0.13%	制造费用增加；股份支付减少
销售费用率	6.14%	5.80%	-0.34%	
管理费用率	3.20%	2.72%	-0.48%	
所得税/收入	3.25%	2.78%	-0.48%	原材料（小龙虾、鲜鱼）价格上涨；各品类促销力度加大
净利率	10.82%	8.88%	-1.94%	
归母净利润	803	676	-15.79%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

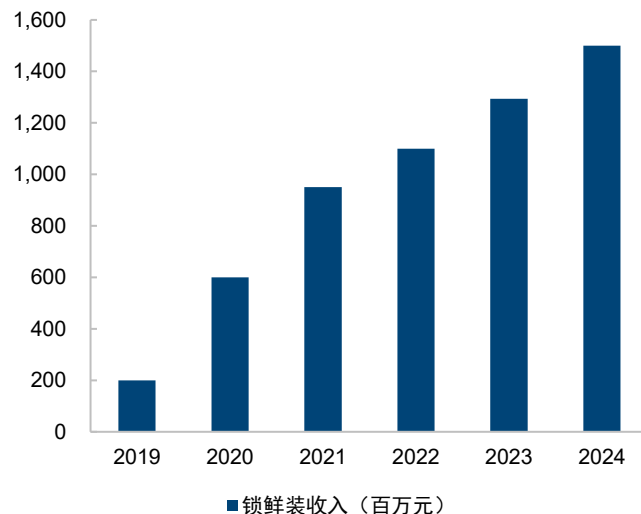
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

安井食品：核心经营能力稳健，产品、渠道策略清晰

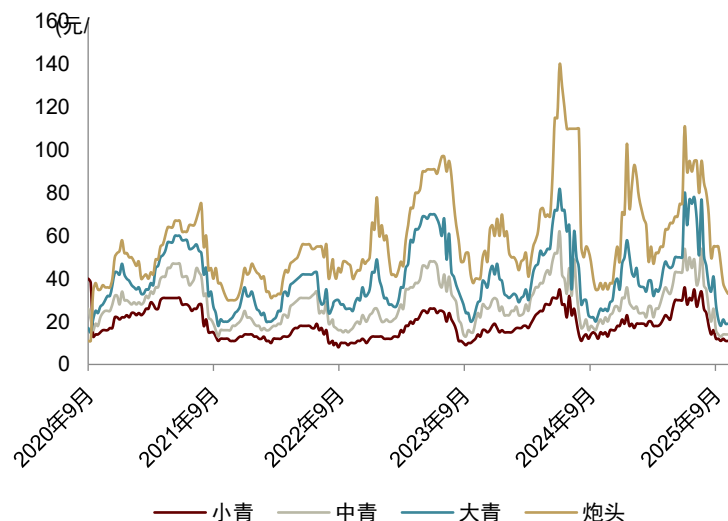
核心主业经营稳健，产品、渠道策略清晰。除了餐饮环境偏弱对于公司业绩产生负面影响，2024年至2025年小龙虾价格持续下跌，对安井食品子公司新宏业和新柳伍的小龙虾业务造成短期压力，拖累公司速冻菜肴制品增速。公司专注主业稳健增长、全面拥抱商超B定制化积极面对：

- **大单品打造能力持续验证：**主业锁鲜装2019年推出，当年收入超过2亿元，2024年在环境偏弱状态下依然保持较快增长，全年收入超过15亿元，达到总收入10%，持续验证公司中长期大单品的打造能力。由于传统品类表现平淡，安井于2025年推出面向C端市场的“肉多多烤肠系列”，主打高端化产品升级，包括原味大肉粒鲜肉肠、黑松露爆汁肉肠、法式香草风味芝士肉肠、日式照烧风味肉肠，强调高肉含量和差异化风味。公司将烤肠列为年度重点产品，BC端同步发力，通过自建烤肠机投放抢占终端场景，集中资源推广。
- **全面拥抱商超B定制化：**公司通过与大型商超及新零售平台深度合作开发定制化产品，优先与新零售（如盒马、山姆）、零食折扣店（如好想来）及传统商超（如沃尔玛、永辉）合作，针对不同渠道需求开发差异化规格和包装的产品，同时通过商超选品反馈优化产品矩阵。2025Q2商超/特通/新零售及电商渠道收入同比+8%/+19.4%/+35.1%，盒马、小象超市等渠道增速较快，目前商超定制产品已在沃尔玛、山姆、永辉等积极推进。

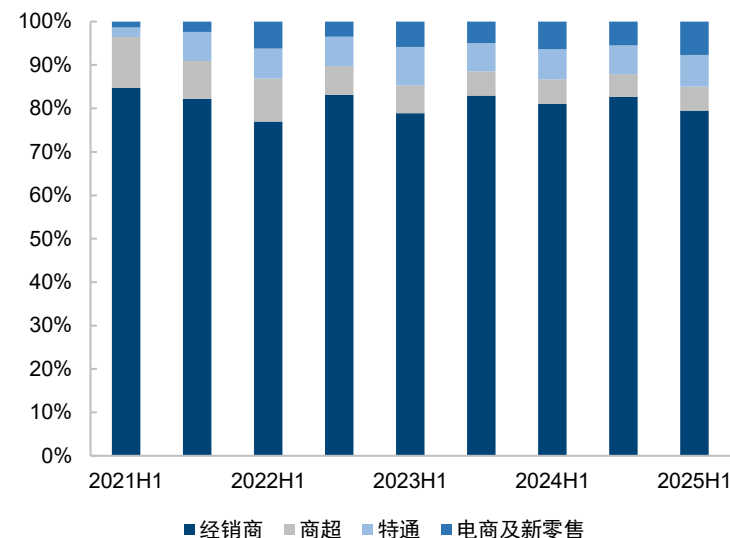
图：锁鲜装产品收入及变化



图：小龙虾价格变化有季节性波动



图：安井食品渠道结构变化

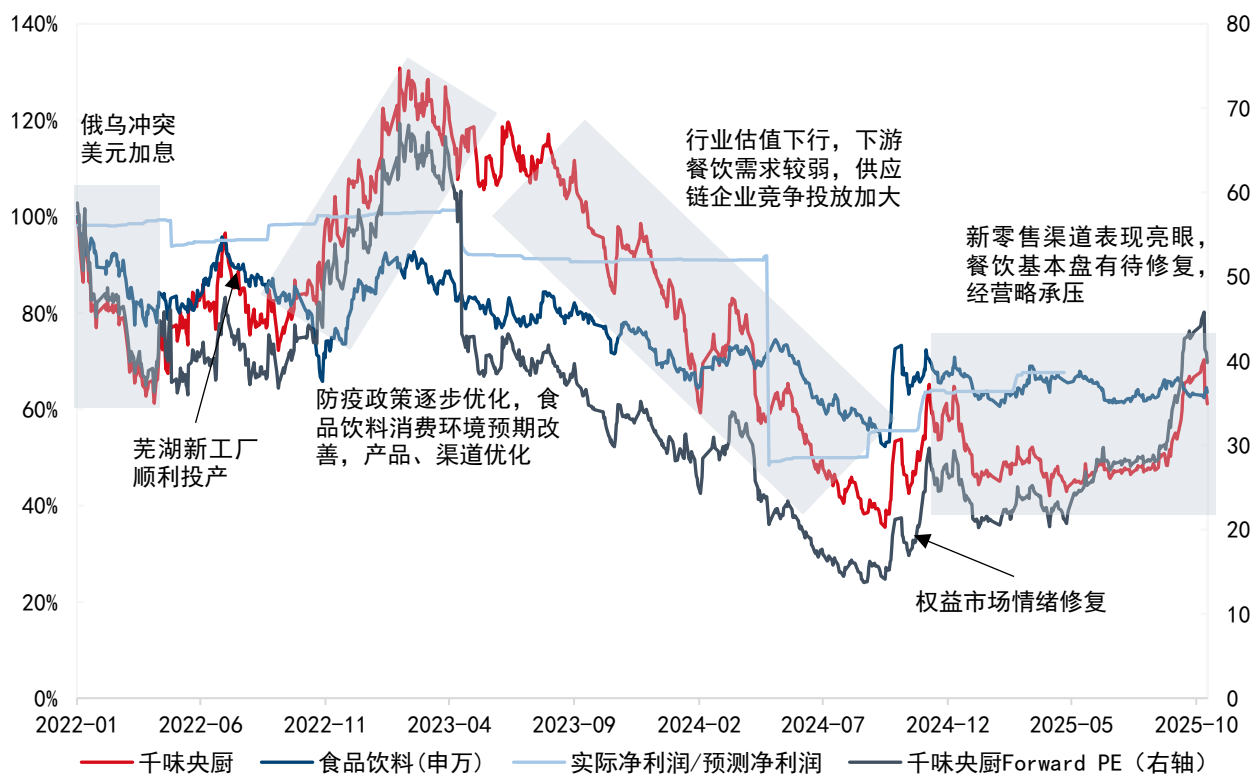


千味央厨：冲高回落，深度调整，企稳震荡



2022Q4起股价冲高回落，2025年调整策略股价企稳震荡。2022Q4起股价上升，2023Q1股价达峰值，此后食品饮料消费环境不及预期，下游需求疲软，行业估值下行，公司股价大幅下跌。2025年，公司深度调整策略，通过产品结构升级和赋能经销商开拓终端渠道提升渠道质量和盈利能力，股价止跌企稳。

图：千味央厨股价复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：千味央厨2024H1、2025H1业绩表现

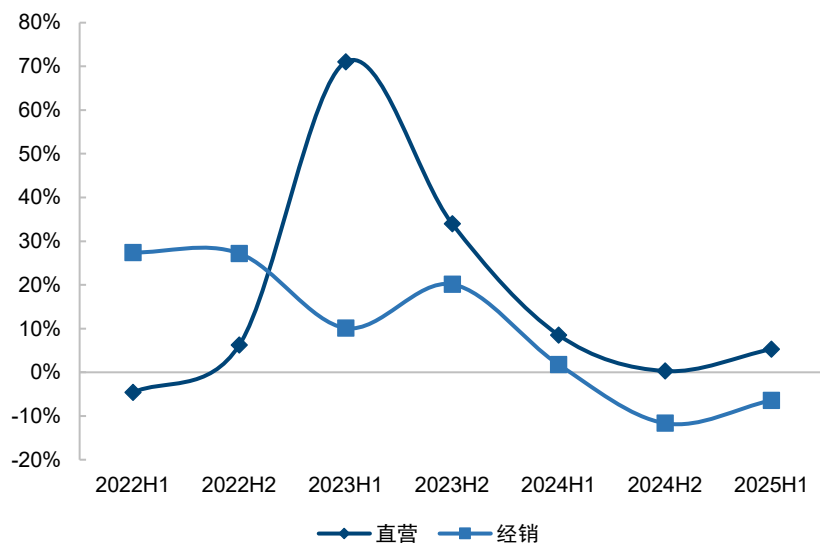
	截至2024年10月17日	截至2025年10月17日	同比增长	备注
股价	26	37	43.61%	稳固基本盘，估值由18倍攀升
估值	21.0	59.6	184.05%	
千味央厨	2024H1	2025H1	同比增速	备注
收入（百万）	892	886	-0.72%	餐饮需求持续疲软；毛利率较低产品销售额提升
毛利率	25.21%	23.59%	-1.62%	
税金及附加占比	1.00%	1.01%	0.01%	行业竞争激烈，加大费投力度以及配套人员储备
销售费用率	5.52%	6.87%	1.34%	
管理费用率	9.37%	9.69%	0.32%	
所得税/收入	1.89%	1.01%	-0.89%	销售费用增加，产品结构变化拉低净利润
净利率	6.59%	4.02%	-2.57%	
归母净利润	59	36	-39.67%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

千味央厨：渠道结构优化，新渠道有望成为动力

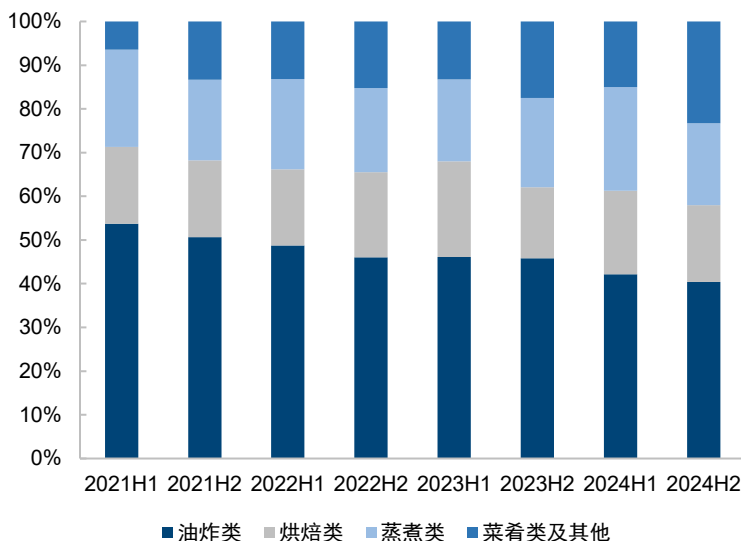
零售新势力渠道布局积极，经营磨底信号明显。公司品类中烘焙甜品类和冷冻调理类高速增长，2025H1分别实现11.02%和67.3%的同比增长。新零售客户成为核心增长引擎，公司目前与沃尔玛、永辉、胖东来、奥乐齐、盒马等均签订全国合同，其中盒马烘焙类产品未来定位为战略级产品线，明年有望实现双位数增长。公司生产基地布局已经基本完成，未来会围绕区域打造专业产品工厂，配合传统产品升级+场景化产品创新的策略，挖掘更多客户需求。行业竞争环境较为激烈，公司加大市场费用投放力度以及配套人员储备增加，预计下半年人效提高后盈利能力有望回升。

图：餐饮表现持续疲弱拖累直营、经销渠道表现



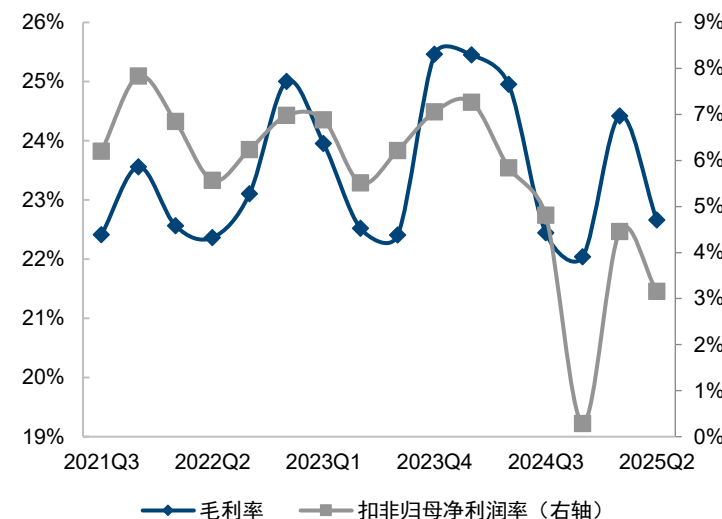
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：千味央厨烘焙类、菜肴类占比提高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：千味央厨目前盈利水平处于历史较低位置



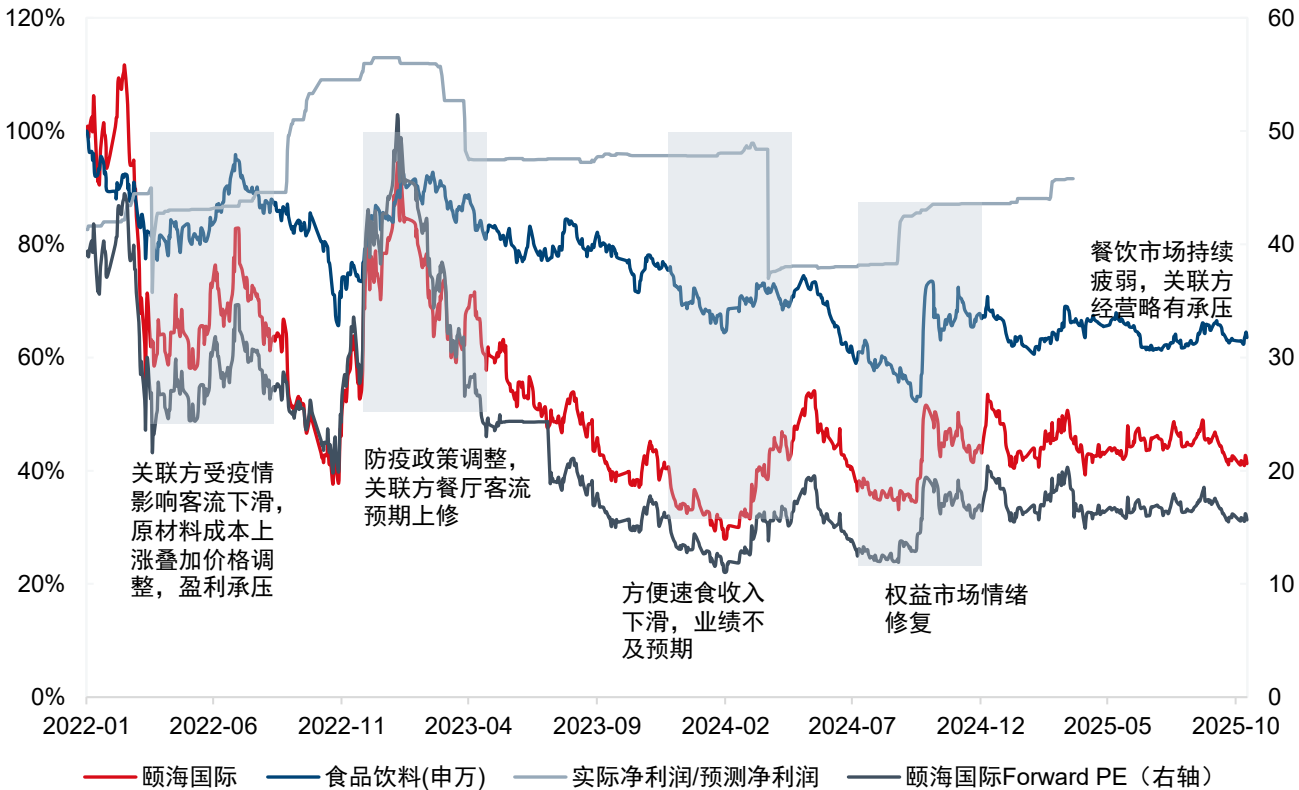
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

颐海国际：第三方销量表现稳健，海外渠道进展顺利



2025年上半年业绩平稳，海外渠道进展顺利。2022-2024年，宏观环境扰动导致关联方收入与利润端承压，股价震荡下行。2025年上半年海外产能逐渐爬坡，第三方销量表现稳健、关联方收入减少，整体盈利能力稳定，股价平稳。

图：颐海国际股价波动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：颐海国际2024H1、2025H1业绩表现

	截至2024年10月17日	截至2025年10月17日	同比增长	备注
股价	13.28	12.17	-8.36%	关联方表现疲弱
估值	15.64	15.54	-0.70%	
颐海国际	2024H1	2025H1	同比增速	备注
收入	2,926.9	2,927.4	0.0%	关联方收入毛利率减少，第三方B端在组织变革赋能下高增
毛利率	30%	30%	-0.4%	
销售费用率	12%	13%	0.6%	拓展客户以及团队建设带来的人员费用和运输费用增加
管理费用率	5%	5%	0.6%	
所得税/收入	4%	4%	-0.1%	政府补助及汇兑损益增加
净利率	11%	11%	-0.2%	
归母净利润	308.3	309.5	-0.4%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

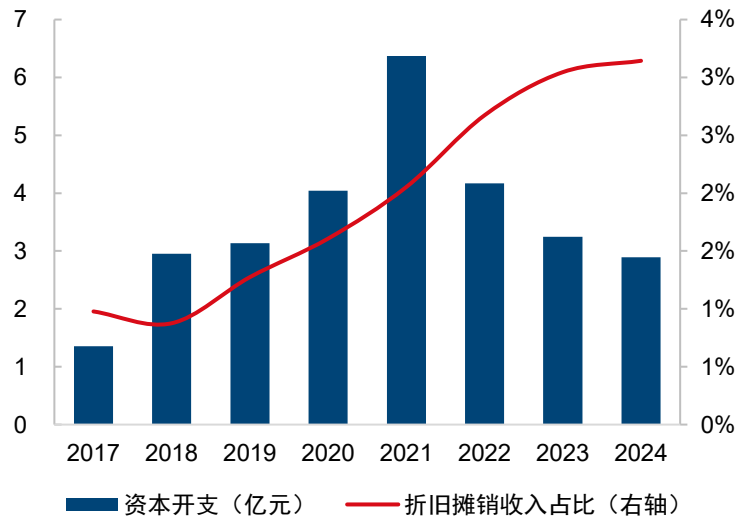
颐海国际：关联方基础稳健，维持高分红率，新增长点明确



关联方基础稳健，维持高分红率，新增长点明确。公司关联方基础+高分红率较为安全，另一方面第三方B端、海外加速成长均有望成为新增长点，获益复苏可预见性强。

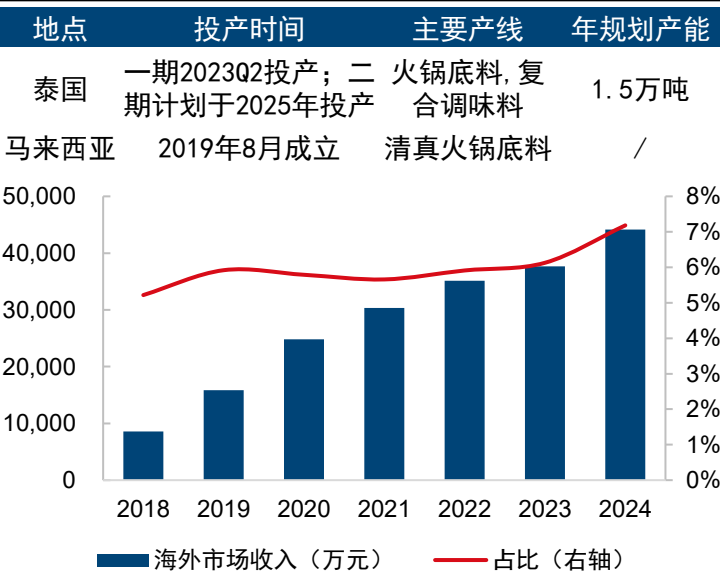
- 产品与渠道优化：产品端，公司针对口味和价格制定更精细化的策略；渠道方面，公司于2024年将销售考核机制从“责任利润”调整为“增量利润激励”，有效激发第三方团队积极性，推动第三方收入同比稳健增长。此外，电商渠道、零食量贩等新渠道渗透率持续提升。
- 海外工厂进度加速：2024年公司海外收入占比不足10%，公司计划因地制宜开发产品，开拓直营终端海外客户。目前泰国工厂已经能够提供产能，东南亚供应中心的建设亦有望提供产能支撑。
- 分红：公司资本开支已过高峰，积极提升分红率，反映现金流稳健及股东回报承诺，2024年全年分红率延续2023年高水平。2025年公司继续实施中期派息，拟每股派息0.3107HKD，合计分红2.93亿元，对应分红率95%。

图：颐海国际资本开支已过高峰



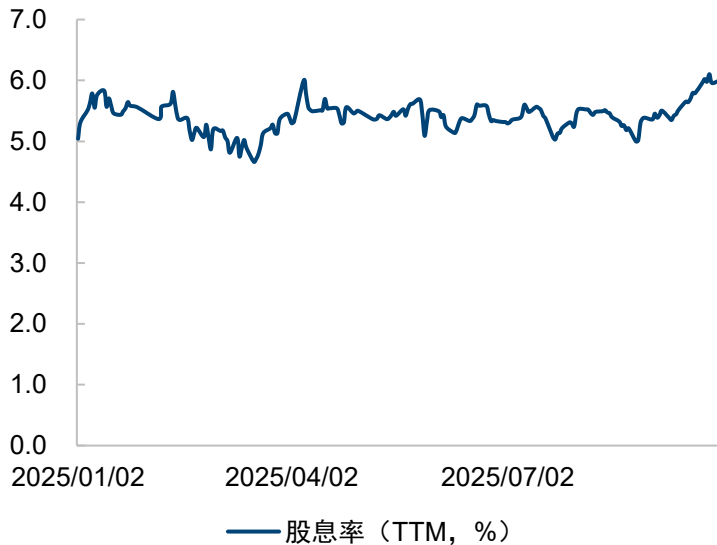
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：目前海外市场收入占比不及10%，泰国工厂已投产



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：颐海国际维持高股息率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

【 03 】 投资建议

- **投资建议：**二季度以来，消费政策外部效应有所减弱，餐饮供应链等板块的需求进入稳步复苏阶段。从供给端来看，积极信号有所释放，例如行业龙头并购案例增多，推动行业集中度提升；市场竞争未继续加剧，企业投放市场费用趋于理性。整体看，行业有望逐步进入改善周期。回顾历史，四季度通常是宏观政策出台较为密集的时段。当前行业基本面基数偏低，资本市场预期不高，机构配置比例处于低位，叠加整体环境对板块变化较为敏感，供需两端的积极变化可能成为股价上行的催化剂。建议关注对政策敏感度较高的餐饮供应链相关企业，包括海天味业、巴比食品、颐海国际、安井食品、千味央厨等。
- **催化：**扩大内需、服务消费政策推出。
- **风险提示：**餐饮行业需求恢复不及预期风险，消费力持续疲弱风险，原材料价格大幅上升风险、食品安全问题带来的舆论风险等。

表：2025年以来服务消费相关政策以及涉及餐饮行业表述

时间	政策名称	发布机构	涉及餐饮行业表述
2025年3月	《提振消费专项行动方案》	中共中央办公厅、国务院办公厅	提供更多元、更普惠的消费供给，关注养老、托幼、餐饮、家政、文体旅游等重点方面具体政策的落实”，强调通过优化供给结构提升餐饮等生活服务质量
2025年4月	《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》	商务部等九部门	“涵盖餐饮、住宿、健康、文化娱乐等主要行业领域”，并聚焦“提升服务品质、创新消费场景、释放消费潜力”，重点支持餐饮业数字化升级和消费场景创新
2025年9月	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	商务部等九部门	持续开展“跟着赛事去旅行”“体育赛事进景区、进街区、进商圈”“乐享精彩赛事 寻味中华美食”等活动；发挥美食、中医药、文物古迹等传统文化资源优势

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表：餐饮供应链板块盈利预测表

公司	收入（亿元）				利润（亿元）				市值（亿元）	PE	
	2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY		2025E	2026E
安井食品	158.2	4.6%	172.4	8.9%	14.0	34.2%	15.6	0.5%	234	17	15
千味央厨	18.8	0.5%	19.7	4.9%	0.8	31.8%	0.9	-37.7%	36	45	41
三全食品	66.9	0.8%	70.7	5.8%	5.3	-6.4%	5.6	-27.6%	96	18	17
立高食品	44.1	15.1%	49.0	11.0%	3.4	-49.2%	4.0	266.9%	74	22	18
巴比食品	18.7	12.1%	20.9	11.5%	3.0	-3.9%	3.3	29.4%	60	20	18
海天味业	289.2	7.5%	309.4	7.0%	72.2	-9.2%	78.9	12.8%	2,287	32	29
天味食品	36.5	5.1%	39.6	8.4%	6.8	33.7%	7.4	36.8%	123	18	17
涪陵榨菜	24.9	4.5%	26.5	6.3%	8.2	-8.0%	8.8	-3.3%	148	18	17
颐海国际	68.7	5.0%	74.1	7.9%	7.7	14.9%	8.6	-13.3%	115	15	13

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

免责声明



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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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