下载日志已记录，仅供内部参考

千禾味业（603027）

证券研究报告
2026 年 09 月 11 日

清洁标签重塑健康调味品，经营修复再启成长

千禾味业深耕调味品行业近三十年，已形成以酱油为核心，食醋、料酒、蚝油共同发展的基础调味品矩阵。公司早期由焦糖色业务起步，后转向家庭端调味品，并较早切入“零添加”酱油赛道，围绕“配料干净”形成差异化健康化认知。2025 年公司受舆情扰动阶段性承压，后续将围绕清洁标签认证、产品焕新和渠道精细化持续推进。

健康化认知+酱油核心单品+渠道精耕，构建公司核心竞争力

- **长期消费者教育，强化健康化品牌认知。**公司 2008 年推出“零添加”酱油，持续围绕“配料干净”进行品牌投入。2025 年销售费用率提升至 17.25%，产品焕新和品牌修复阶段仍维持较高投放力度。
- **酱油单品分层清晰，品类矩阵持续完善。**2025 年酱油收入 16.5 亿元，占总营收约 64%；头道原香系列覆盖不同鲜味指标和价格带，食醋、料酒、蚝油进一步补齐厨房高频场景。
- **经销商数量趋于稳定，渠道重点转向单点产出提升。**公司终端覆盖 KA 商超、社区生鲜、便利系统及电商平台，经销商数量由 2019Q1 的 887 家提升至 2024Q2 的 3560 家，2026Q1 仍维持在 3296 家，后续重点转向存量运营和效率提升。

产品渠道焕新，清洁标签接力“零添加”打开成长空间

- **产品端：清洁标签接棒“零添加”，高端新品推动结构升级。**随着新国标 GB 7718-2025 对“零添加”等标签表述趋严，公司率先获得行业首个清洁标签产品 0 级认证，并推动包装焕新，将配料表前置到包装正面。新品方面，公司推出刺身酱油、松茸生抽、松露生抽等中高端产品，切入蘸食、鲜味升级和高端烹饪场景。
- **渠道端：定制渠道加快适配。**千禾已与沃尔玛等渠道合作推出定制产品，推出 “沃集鲜”黑豆酿造生抽等产品。围绕不同渠道客群，在规格、价格带及产品定位上进行差异化布局，提升定制渠道匹配度。
- **盈利端：成本压力缓解，费用效率修复带动利润弹性。**2025 年公司核心主营业务吨成本降至 2387 元/吨。当前费用端仍处于产品焕新、品牌修复投入期，后续随着新品动销和渠道改善，费用摊薄有望修复。

盈利预测和投资评级：我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 26.29/27.91/29.42 亿元，归母净利润分别为 3.73/4.30/4.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.28/0.32/0.36 元，对应 PE 分别为 26.0/22.6/20.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：需求恢复不及预期、产品焕新及清洁标签推广不及预期、受舆情扰动渠道调整不及预期风险、食品标识监管政策变化风险

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,073.39	2,571.90	2,629.18	2,790.78	2,941.51
增长率(%)	(4.16)	(16.32)	2.23	6.15	5.40
EBITDA(百万元)	788.71	634.44	585.58	657.83	714.20
归属母公司净利润(百万元)	514.15	347.58	372.52	430.09	473.52
增长率(%)	(3.07)	(32.40)	7.18	15.45	10.10
EPS(元/股)	0.50	0.26	0.28	0.32	0.36
市盈率(P/E)	14.57	27.96	26.04	22.56	20.49
市净率(P/B)	2.05	2.89	2.86	2.83	2.79
市销率(P/S)	2.44	3.78	3.69	3.48	3.30
EV/EBITDA	13.95	18.70	14.14	12.50	11.23

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/调味发酵品Ⅱ
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.29 元
目标价格	元

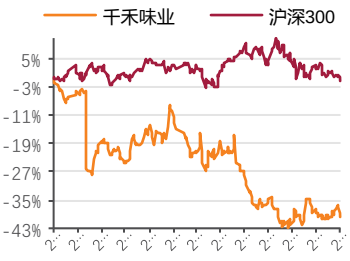
基本数据

A 股总股本(百万股)	1,330.74
流通 A 股股本(百万股)	1,330.74
A 股总市值(百万元)	9,701.08
流通 A 股市值(百万元)	9,701.08
每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	12.81
一年内最高/最低(元)	12.11/6.86

作者

刘洁铭 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120008
liujieming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 公司概况：健康调味品先行者，酱油为基，多品类协同延展 5
1.1. 发展历史：起家于西南的焦糖色制造商，成功转型调味品厂商 5
1.2. 股权结构：创始人家族持股集中，子公司围绕核心主业布局 5
1.3. 公司业绩概况：主业扩张带动增长，短期业绩承压 6
1.3.1. 分业务业绩拆分：酱油构筑核心基本盘，多品类布局逐步成型 7
1.3.2. 分地区业绩拆分：西部仍为基本盘，其他区域收入占比持续提升 8
2. 行业：一超多强格局稳定，健康化升级打开差异化空间 9
2.1. 调味品行业：基础调味品稳健扩容，复调贡献增量弹性 9
2.2. 酱油行业：存量竞争阶段，结构升级驱动增长 9
2.2.1. 国内酱油行业：规模增长放缓，健康化升级方向延续 9
2.2.2. 日本经验：成熟期量缩价升，产品升级推动价格中枢上行 10
2.3. 竞争格局：集中度仍有提升空间，健康化升级带来差异化机会 11
3. 核心竞争力：健康化心智先发，产品渠道协同打开成长空间 12
3.1. 品牌力：健康化心智领先，契合健康化升级趋势 12
3.2. 产品力：聚焦基础调味品，“零添加”酱油带动品类延展 13
3.2.1. 酿造工艺：原料与工艺支撑“零添加”产品力 13
3.2.2. 酱油单品：矩阵覆盖多元需求，头道原香构成核心单品 14
3.2.3. 品类延展：围绕基础调味品拓展，完善家庭厨房高频场景 16
3.3. 渠道力：经销体系持续精耕，新渠道布局加快 17
3.4. 管理层：聚焦调味品主业，复盘纠偏能力强 18
4. 未来空间 19
4.1. 收入端：产品焕新与渠道适配打开增长弹性 19
4.1.1. 产品层面：清洁标签承接“零添加”表达，中高端新品切入细分场景 19
4.1.2. 渠道层面：多元渠道加快布局，提升产品触达效率 19
4.2. 利润端：成本压力边际缓解，费用效率仍有改善空间 20
4.2.1. 成本端：原料价格回落，吨成本压力边际缓解 20
4.2.2. 费用端：销售费用率阶段抬升，投放效率仍有优化空间 21
4.3. 杜邦拆解：费用率抬升叠加周转放缓，ROE 阶段回落 22
5. 盈利预测 24
5.1. 盈利预测 24
5.2. 估值分析 24
6. 风险提示 26

图表目录

图 1：千禾味业发展历程 5
图 2：公司股权结构 6

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：公司营收及同比增速 6
图 4：公司归母净利润及同比增速 6
图 5：公司毛利率与净利率 7
图 6：公司销售费用率、管理费用率、研发费用率 7
图 7：分业务营收（单位：亿元） 7
图 8：分业务占比 8
图 9：分地区营收（单位：亿元） 8
图 10：分地区占比 8
图 11：2019-2029E 中国调味品行业规模及结构（单位：十亿元） 9
图 12：调味品在餐饮/家庭/食品加工占比（2022 年） 9
图 13：中国调味品行业细分品类占比（按市场规模计，2024 年） 9
图 14：中国酱油行业规模（单位：十亿元） 10
图 15：中国餐饮收入、限额以上单位餐饮收入及同比增长率 10
图 16：日本酱油 CPI 同比走势（1978—2024 年） 10
图 17：日本酱油行业产品结构升级路径 11
图 18：日本酱油人均消费量变化趋势（单位：升） 11
图 19：日本酱油 JAS 等级占比（2023 年） 11
图 20：中国调味品行业竞争格局（2024 年） 12
图 21：中国酱油行业竞争格局（2024 年） 12
图 22：日本国内酱油市场份额（2024 年，按出货量） 12
图 23：中国、日本、美国酱油行业 CR5（2024 年，按收入） 12
图 24：公司 0 牌减盐生抽冠名央视《回家吃饭》 13
图 25：公司广告费用及销售费用率变化趋势 13
图 26：千禾“零添加”与非“零添加”酱油原料对比 13
图 27：公司研发费用变化趋势 13
图 28：千禾与主要品牌“零添加”产品配料表对比 14
图 29：公司酱油产品矩阵 15
图 30：公司食醋产品矩阵 16
图 31：公司料酒产品矩阵 17
图 32：公司蚝油产品矩阵 17
图 33：公司线上渠道收入（单位：亿元） 18
图 34：公司经销商数量变化趋势（单位：家） 18
图 35：千禾 0 系列酱油通过清洁标签 0 级认证 19
图 36：千禾刺身酱油切入蘸食细分场景 19
图 37：千禾定制渠道产品 20
图 38：千禾核心主营业务吨成本拆分（单位：元/吨） 20
图 39：2025 年千禾与海天成本结构对比 21
图 40：大豆及豆粕价格走势 21
图 41：千禾与海天核心主营业务吨成本对比（单位：元/吨，2025） 21
图 42：公司销售费用分项拆分（单位：百万元） 22
图 43：千禾与主要调味品公司销售费用率对比 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图 44：公司销售人员人均创收.....22
图 45：公司单位广告费产出.....22
图 46：2026E-2028E 千禾味业盈利预测.....24
图 47：可比公司市盈率走势（PE，TTM）.....25
图 48：可比公司相对估值.....25

表 1：公司核心管理层履历梳理.....18
表 2：千禾与可比公司 ROE 拆分对比.....23

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 公司概况：健康调味品先行者，酱油为基，多品类协同延展

深耕高品质健康调味品，酱油为核心业务。千禾味业深耕调味品行业近三十年，早期从焦糖色等业务起步，后逐步转型至基础调味品领域。目前公司已形成以酱油为核心，食醋、料酒、蚝油等品类协同发展的产品矩阵，并围绕“配料干净”等产品定位持续进行消费者教育，在健康调味品领域形成差异化品牌认知。

产品升级与渠道调整并进，经营有望逐步改善。2024 年以来，受舆情扰动等因素影响，公司经营阶段性承压。随着行业首个清洁标签产品 0 级认证落地，叠加公司积极拥抱渠道变化，发力新零售、电商等渠道，公司有望逐步修复经营表现。

1.1. 发展历史：起家于西南的焦糖色制造商，成功转型调味品厂商

1996-2000 年，焦糖色起家，奠定食品制造基础。1996 年，公司前身四川省恒泰食品添加剂实业有限责任公司成立，早期主要从事焦糖色等食品添加剂业务，服务下游食品制造及调味品客户。

2001-2012 年，向下游延伸，调味品业务逐步培育。公司在巩固焦糖色等食品添加剂业务的同时，逐步加大酱油、食醋等调味品业务投入。2012 年，公司整体变更为千禾味业食品股份有限公司，为后续主业转型和资本化发展奠定基础。

2013-2017 年，产品结构优化，完成上市。公司酱油、食醋业务收入保持较快增长，酱油和食醋收入占主营业务收入比重由 2013 年的 36.78%提升至 2017 年的 69.36%，调味品主业地位持续强化。2016 年，公司在上交所上市。

2018-2024 年，聚焦健康调味品，产品与渠道持续完善。产品端，公司持续聚焦高品质健康调味品，围绕酱油、食醋、料酒、蚝油等品类完善产品矩阵。渠道端，公司持续推进电商运营、内容电商、直播带货，并深化 KA、便利店等线下渠道合作。

2025 年-至今，推进产品升级，积极拥抱渠道变化。公司短期受舆情扰动影响，经营阶段性承压。后续持续推进清洁标签认证及中高端大单品打造，并积极布局即时零售、品牌定制等渠道。

图 1：千禾味业发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，千禾味业招股书，天风证券研究所

1.2. 股权结构：创始人家族持股集中，子公司围绕核心主业布局

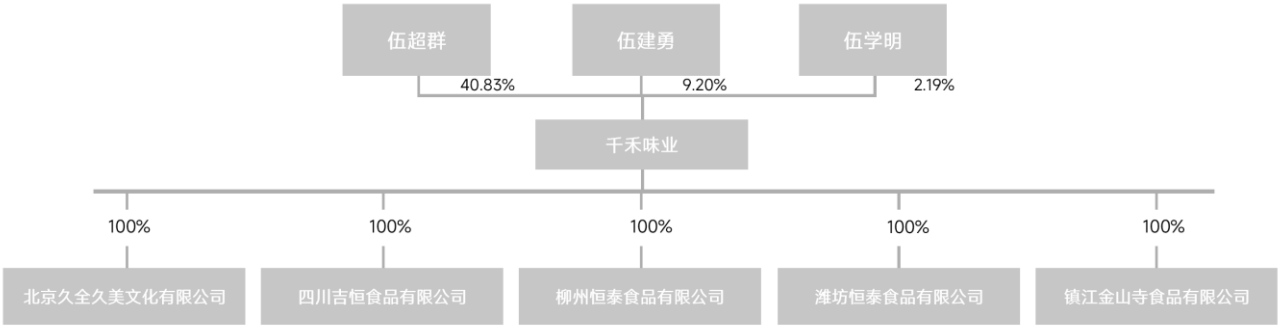
千禾味业实控人为伍超群，股权结构较为集中。截至 2026 年 8 月 15 日，伍超群直接持有公司 40.83%股权，为公司第一大股东及实际控制人；伍建勇、伍学明分别持有公司 9.20%/2.19%股权，三者合计持股 52.22%。

子公司均为全资持有，业务围绕调味品与焦糖色展开。截至 2025 年末，公司主要子公司

下载日志已记录，仅供内部参考

包括柳州恒泰、潍坊恒泰、四川吉恒及镇江金山寺。其中，柳州恒泰、潍坊恒泰主要从事焦糖色等食品添加剂的生产和销售，四川吉恒主要从事调味品销售，镇江金山寺主要从事食醋等调味品的生产和销售。

图 2：公司股权结构



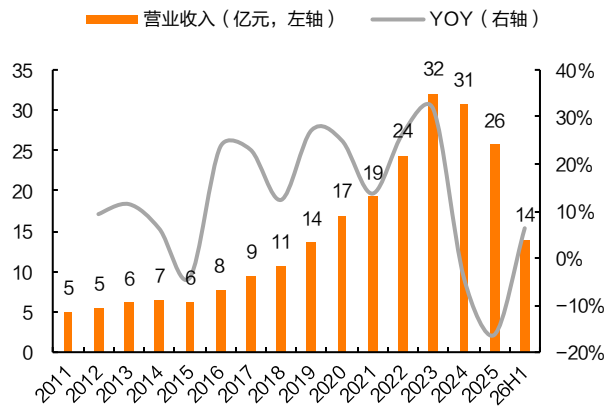
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 公司业绩概况：主业扩张带动增长，短期业绩承压

上市后公司收入利润快速扩张，2024 年以来阶段性承压。2016-2023 年，公司营业收入由 7.7 亿元提升至 32.1 亿元，年复合增速达 22.59%；归母净利润由 1.0 亿元提升至 5.3 亿元，年复合增速达 26.90%。2024 年以来，受舆情扰动等因素影响，公司业绩有所承压。26H1 千禾实现营业收入 14.01 亿元，同比增长 6.35%；归母净利润 2.0 亿元，同比增长 15.85%，收入和利润均恢复增长。

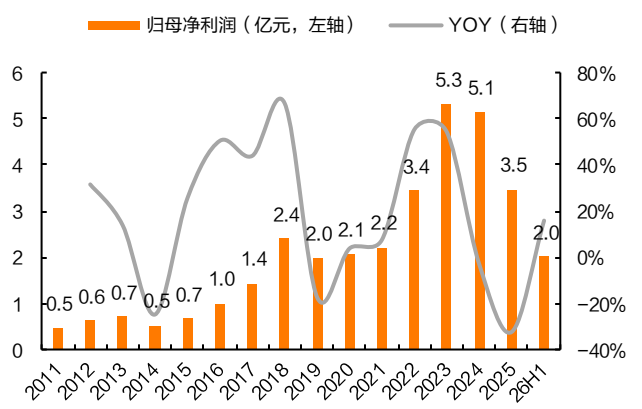
盈利能力边际改善，销售费用率仍处较高水平。2011-2019 年，公司毛利率由 26.78%提升至 46.21%，主要受产品结构升级和规模效应带动。2025 年毛利率为 37.83%，较历史高点有所回落，26H1 回升至 39.45%。净利率方面，2018 年公司净利率达到 22.53%，2025 年降至 13.51%，26H1 回升至 14.33%，盈利能力有所改善。费用端看，销售费用率是影响净利率波动的主要因素，2018-2023 年由 20.30%降至 12.22%，2025 年受产品焕新、品牌投入和渠道调整影响回升至 17.25%。26H1 仍维持在 17.05%的较高水平，同期管理费用率和研发费用率分别为 3.21%和 2.59%。

图 3：公司营收及同比增速



资料来源：iFinD，天风证券研究所

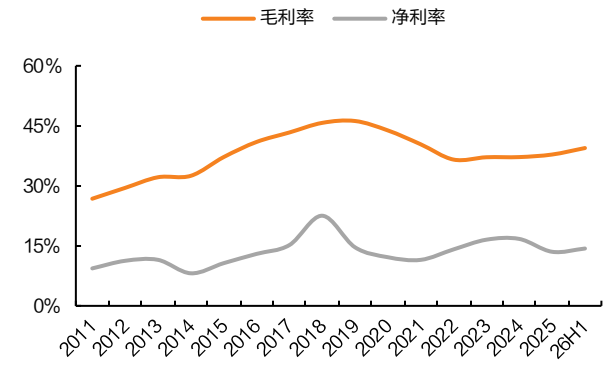
图 4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，天风证券研究所

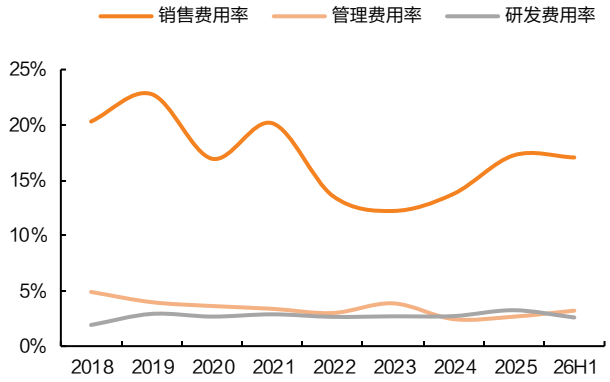
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：公司毛利率与净利率



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 6：公司销售费用率、管理费用率、研发费用率



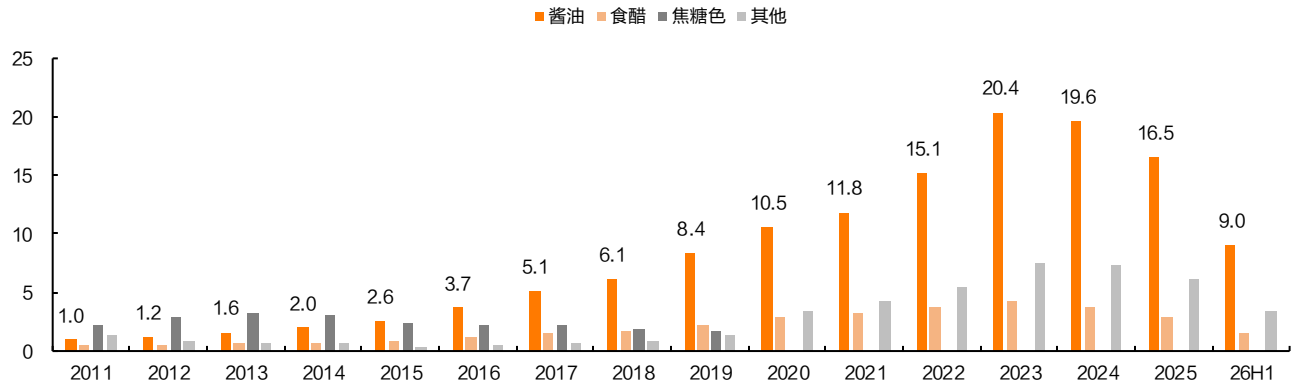
资料来源：iFinD，天风证券研究所

1.3.1. 分业务业绩拆分：酱油构筑核心基本盘，多品类布局逐步成型

酱油：收入占比持续提升，核心主业地位进一步强化。公司早期收入结构中焦糖色业务占比较高，随着调味品业务持续发展，酱油逐步成为收入主力。2011 年，公司酱油收入占比仅 19%。2025 年，酱油收入达 16.5 亿元，占总营收比重提升至 64%，收入结构已明显向基础调味品主业集中。

食醋及其他：食醋稳居第二大调味品，其他业务完善品类矩阵。食醋是公司酱油之外的重要调味品品类，收入由 2011 年的 0.5 亿元提升至 2023 年的 4.2 亿元，2025 年实现收入 3.0 亿元，占总营收比重约 12%。其他业务方面，公司围绕料酒、蚝油持续完善产品矩阵，2025 年其他品类业务收入约 6.2 亿元，占比约 24%。整体来看，公司收入结构已由早期焦糖色等业务占比较高，逐步转向以酱油为核心、食醋及其他调味品共同发展的格局。

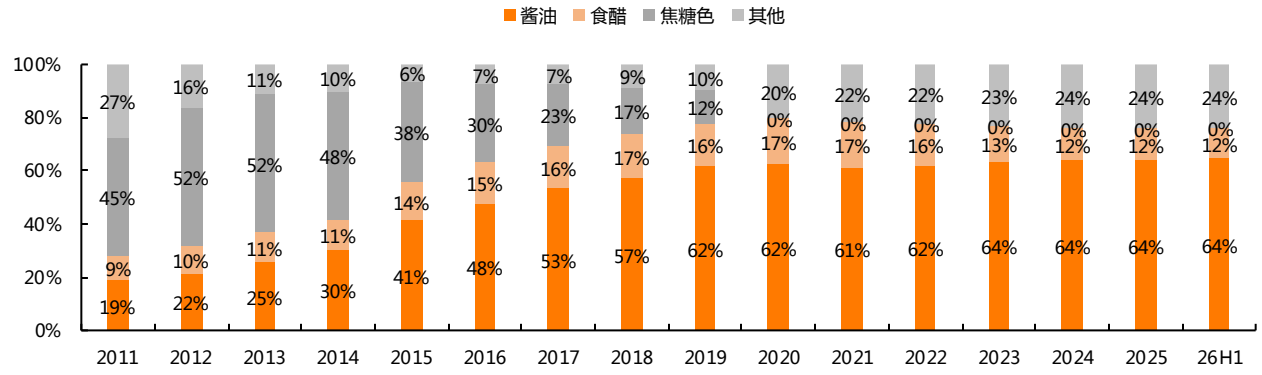
图 7：分业务营收（单位：亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：分业务占比

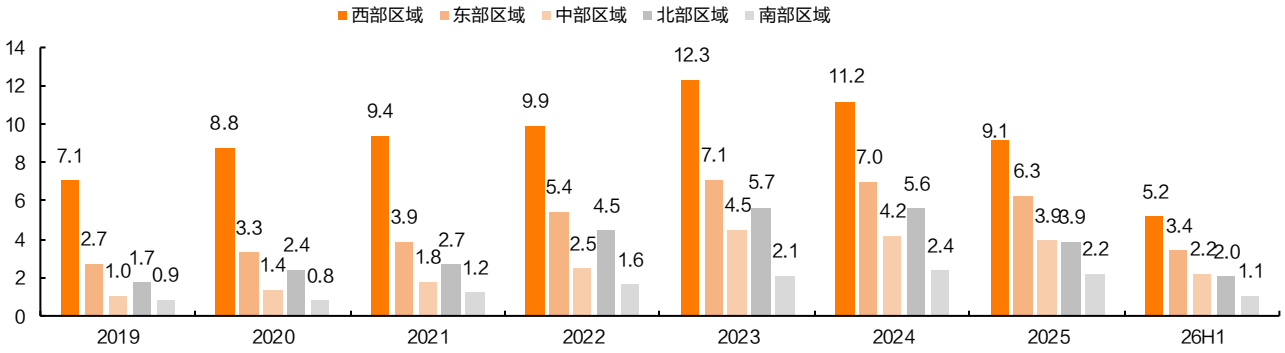


资料来源：iFinD，天风证券研究所

1.3.2. 分地区业绩拆分：西部仍为基本盘，其他区域收入占比持续提升

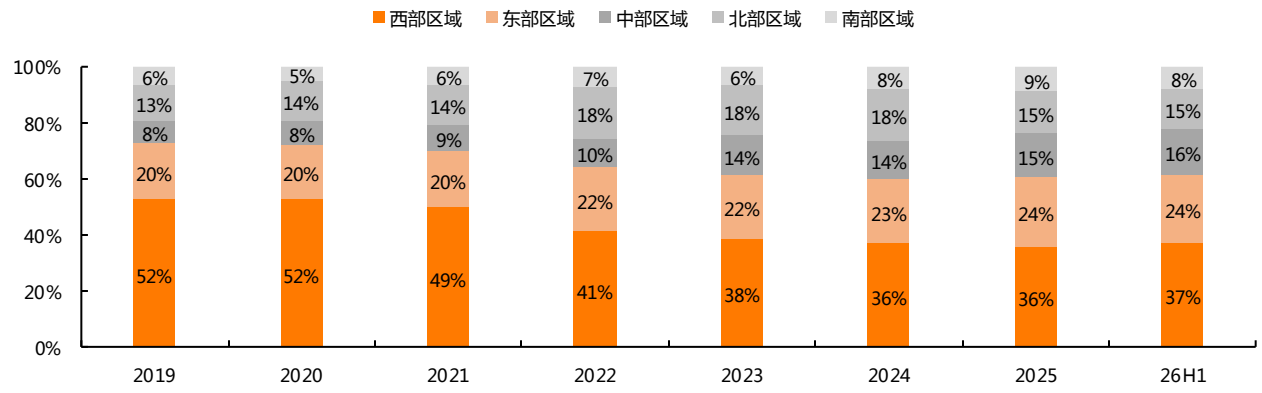
西部区域仍为公司第一大市场，其他区域收入占比持续提升。2019 年，西部区域收入为 7.1 亿元，占比约 52%；2025 年西部区域收入为 9.1 亿元，占比下降至 36%，但仍为公司第一大区域市场。2019-2025 年，公司其他区域收入占比由 48%提升至 64%，收入结构由西部单一区域主导逐步转向多区域共同贡献，后续增长更依赖其他市场渠道精耕。

图 9：分地区营收（单位：亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 10：分地区占比



资料来源：iFinD，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

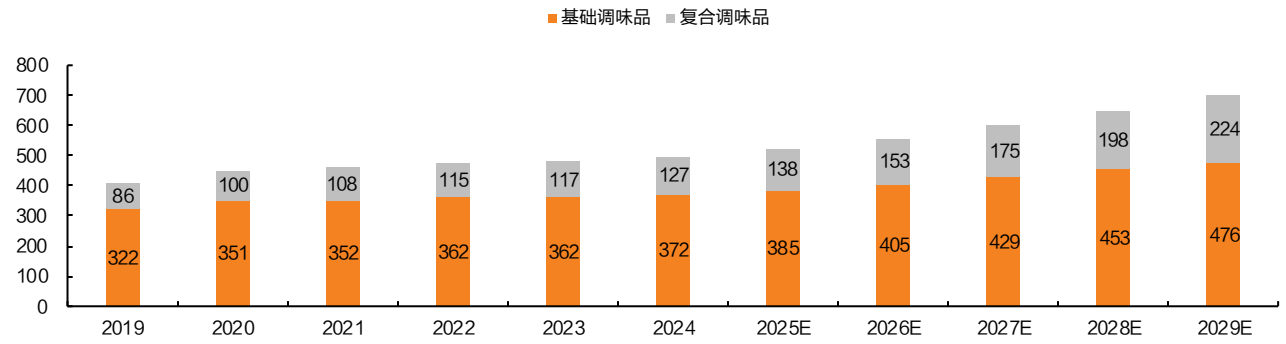
2. 行业：一超多强格局稳定，健康化升级打开差异化空间

2.1. 调味品行业：基础调味品稳健扩容，复调贡献增量弹性

调味品消费频次高、单次金额低，需求具备较强稳定性。调味品广泛应用于家庭烹饪、餐饮及食品加工等场景， 其中 C 端需求来自日常烹饪的高频使用，B 端客户则更看重口味稳定性和供应连续性，多元且高频的使用场景使调味品行业具备较强消费惯性和抗周期属性。

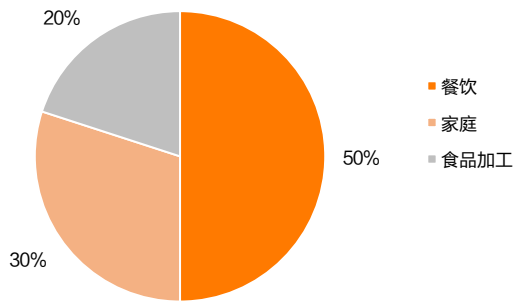
行业规模稳步扩张，复调品类增速更快。根据弗若斯特沙利文数据，预计 2024-2029 年中国调味品行业市场规模 CAGR 约 7%。其中，基础调味品保持稳健增长，复合调味品受益于烹饪便捷化和餐饮标准化，增速快于基础调味品。从品类结构看，2024 年酱油占调味品行业整体市场规模的比重约 20.8%，为占比最高的单一品类。

图 11：2019-2029E 中国调味品行业规模及结构（单位：十亿元）



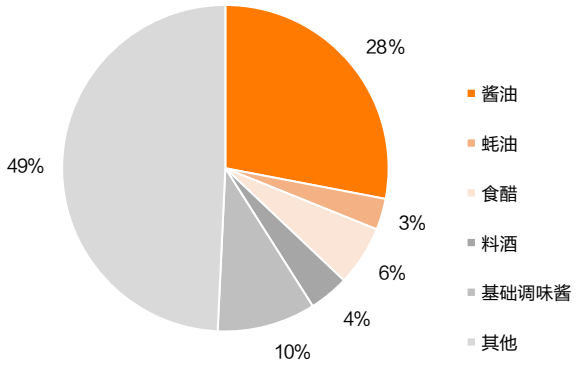
资料来源：弗若斯特沙利文，千禾味业招股书，天风证券研究所

图 12：调味品在餐饮/家庭/食品加工占比（2022 年）



资料来源：中国调味品协会网站，天风证券研究所

图 13：中国调味品行业细分品类占比（按市场规模计，2024 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

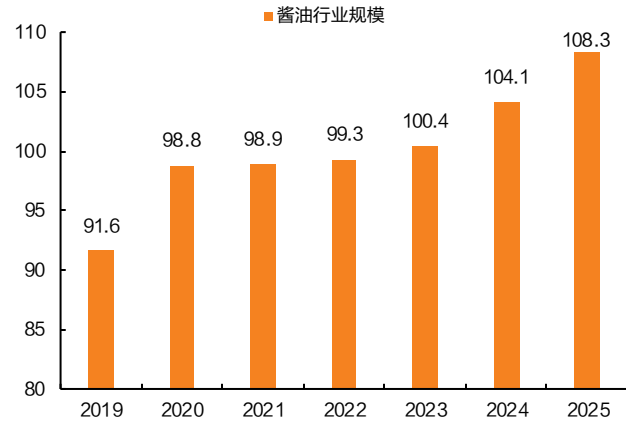
2.2. 酱油行业：存量竞争阶段，结构升级驱动增长

2.2.1. 国内酱油行业：规模增长放缓，健康化升级方向延续

酱油行业进入存量竞争阶段，增长更多依赖结构升级。酱油作为家庭烹饪和餐饮端的基础调味品，消费频次高、需求韧性强。根据弗若斯特沙利文数据，2021-2025 年我国酱油行业规模 CAGR 约 2.3%，行业已进入存量竞争阶段。需求端看，餐饮收入虽处于修复通道，但月度表现仍有波动，后续增长更多依赖产品结构升级与价格带优化。

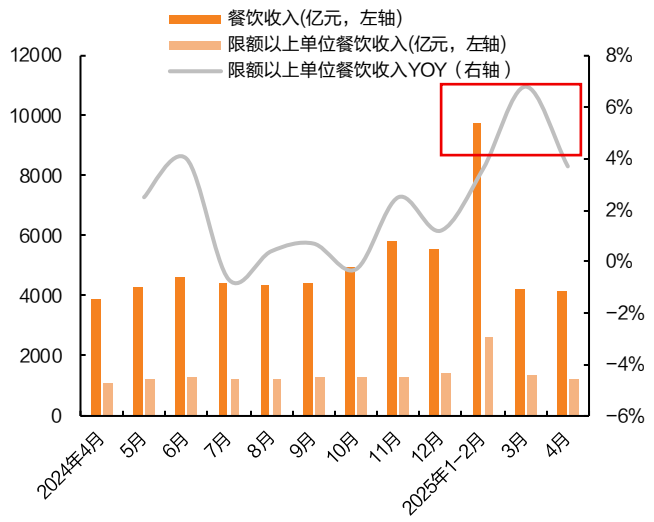
下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：中国酱油行业规模（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，海天味业招股书，天风证券研究所

图 15：中国餐饮收入、限额以上单位餐饮收入及同比增长率



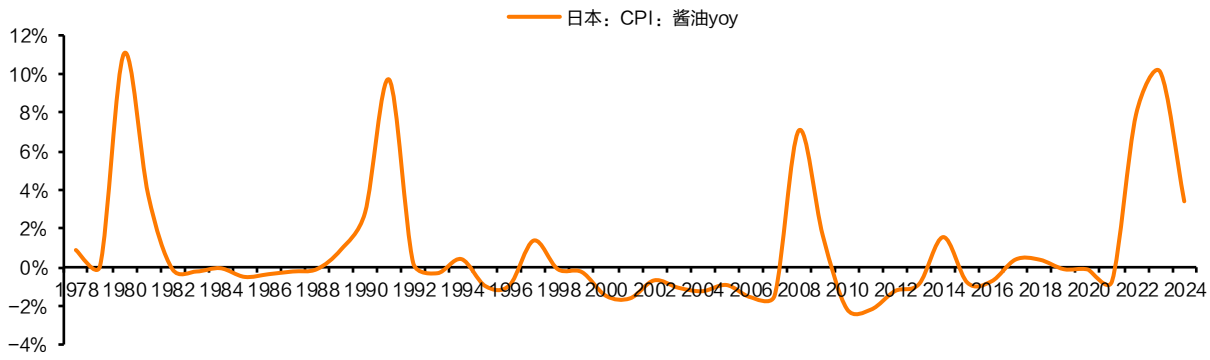
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

酱油品类升级持续推进，健康化与功能化成为结构增长主线。1）价格带上移：行业由早期低价散装/袋装酱油，逐步升级至瓶装老抽、生抽、高鲜酱油及“零添加”/有机酱油，价格带由低于 5 元/500ml 提升至 8-10 元/500ml，并向 10 元/500ml 以上延展。**2）功能化细分：**酱油由基础调味向提鲜、上色、点蘸、凉拌等细分功能延展，生抽、老抽之外，凉拌酱油、红烧酱油、味极鲜酱油、海鲜酱油等产品不断丰富，推动品类向功能化、场景化升级。**3）健康化升级：**消费者对配料表、盐分和添加剂的关注度提高，带动企业持续推出“零添加”、减盐、有机等产品，健康属性逐渐成为酱油品类升级的重要方向。参考日本成熟市场经验，存量阶段下产品结构升级仍有助于推动价格带上移，国内酱油行业后续仍可关注健康化、高端化方向。

2.2.2. 日本经验：成熟期量缩价升，产品升级推动价格中枢上行

日本酱油行业进入成熟期后，人均消费量持续下降，但产品结构升级推动价格中枢上行。从历史看，日本酱油先后经历低盐、丸大豆、有机、鲜榨等升级阶段，对应阶段酱油 CPI 多次明显提升，1980 年低盐酱油（CPI+11.0%）、1991 年丸大豆酱油（CPI+9.7%）、2008 年鲜榨酱油（CPI+7.1%）。2023 年日本酱油 JAS 等级中特级产品占比接近 80%，高等级产品已成为主流。对国内酱油行业而言，在存量市场的背景下，后续增长或更多来自产品结构优化，“零添加”、减盐、有机及清洁标签等方向有望共同推动行业升级。

图 16：日本酱油 CPI 同比走势（1978—2024 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

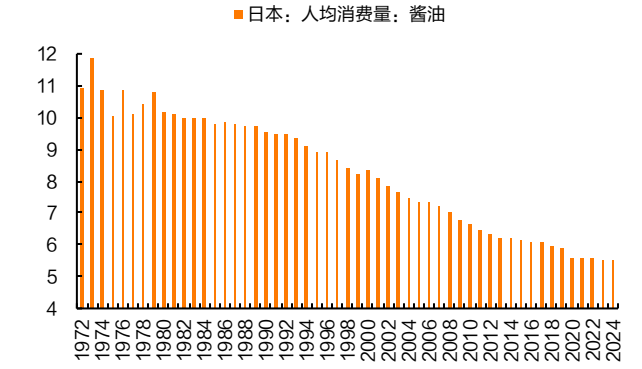
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：日本酱油行业产品结构升级路径



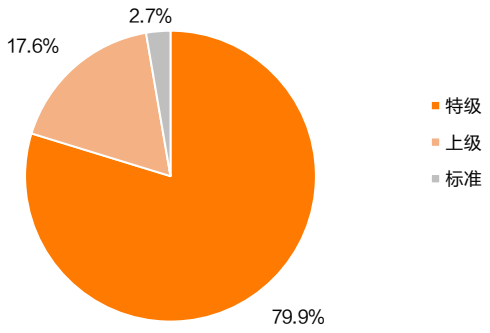
资料来源：日本酱油协会官网，龟甲万官网，日本农业部，kikkoman 官网，kotobank，天风证券研究所

图 18：日本酱油人均消费量变化趋势（单位：升）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：日本酱油 JAS 等级占比（2023 年）



资料来源：日本酱油协会，天风证券研究所

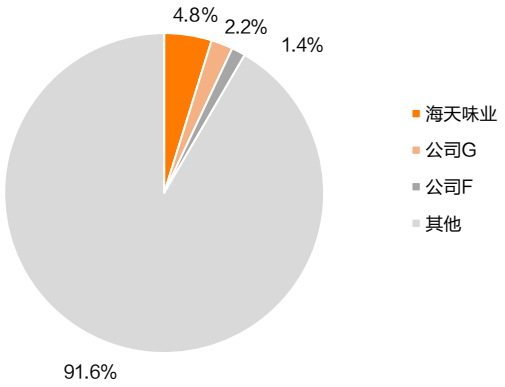
2.3. 竞争格局：集中度仍有提升空间，健康化升级带来差异化机会

我国调味品行业集中度仍低，长期仍有提升空间。国内行业集中度仍处于较低水平，2024 年国内调味品行业 CR3 仅约 8.4%，显著低于成熟市场水平。根据弗若斯特沙利文数据，2025 年全球调味品市场规模约 2.23 万亿元，预计 2029 年提升至约 2.89 万亿元，2025-2029 年 CAGR 约 6.7%，行业集中度仍有提升空间。

酱油行业呈现“一超多强”格局，国内集中度仍低于成熟市场。2024 年国内酱油行业 CR3/CR5 分别约 19.7%/25.1%，低于日本、美国等成熟市场水平，其中日本酱油行业 CR5 约 44.1%，美国约 40.6%。从国内格局看，海天味业仍为绝对龙头，2024 年酱油市场份额约 13.2%，第二、第三名市占率分别约 3.3%/3.2%，长尾品牌仍占据较大市场份额。国内酱油行业龙头份额领先，但行业集中度尚未充分提升，二线品牌仍有通过产品差异化和渠道精细化提升份额的空间。

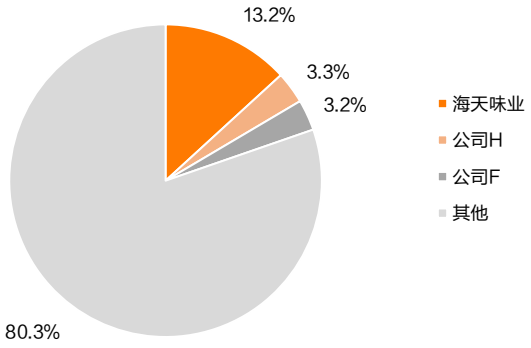
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：中国调味品行业竞争格局（2024 年）



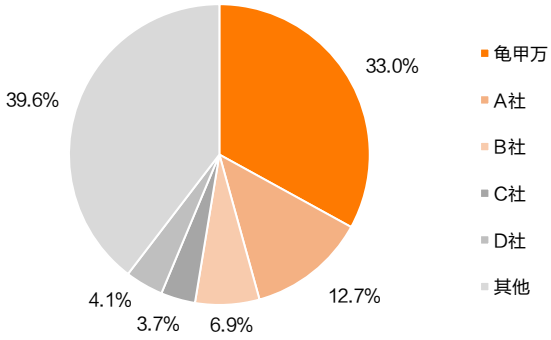
资料来源：弗若斯特沙利文，海天味业招股书，天风证券研究所

图 21：中国酱油行业竞争格局（2024 年）



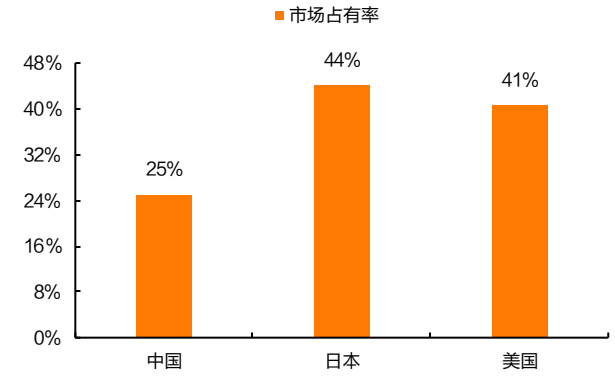
资料来源：弗若斯特沙利文，海天味业招股书，天风证券研究所

图 22：日本国内酱油市场份额（2024 年，按出货量）



资料来源：Kikkoman Corporation Fact Book 2025，天风证券研究所

图 23：中国、日本、美国酱油行业 CR5（2024 年，按收入）



资料来源：海天味业招股书，天风证券研究所

3. 核心竞争力：健康化心智先发，产品渠道协同打开成长空间

3.1. 品牌力：健康化心智领先，契合健康化升级趋势

千禾在品牌端的优势建立在较早切入健康化赛道、长期消费者教育和持续品牌投放之上。前期健康化认知为公司中高端定位提供了基础，也为后续产品升级和渠道精耕提供较好的品牌承接。

- **千禾较早提出“零添加”产品，并将其作为品牌差异化定位。**公司 2008 年推出“零添加”产品，定位中高端酱油，主打健康化。早期行业主流产品仍以生抽、老抽、高鲜酱油等功能型产品为主，千禾通过“零添加”“配料干净”等表达切入健康化需求，在消费者心中形成较清晰的品牌标签。随着消费者对减盐等健康属性关注提升，公司前期积累的品牌认知有助于支撑其中高端健康调味品定位。

- **持续品牌投入强化消费者教育，健康化定位具备一定认知基础。**公司长期围绕“配料干净”进行品牌投入，并通过央视《回家吃饭》等媒介露出提升品牌背书。2025 年公司促销及广告宣传费约 1.9 亿元，销售费用率提升至 17.25%，反映产品焕新和品牌修复阶段仍维持较高投入。

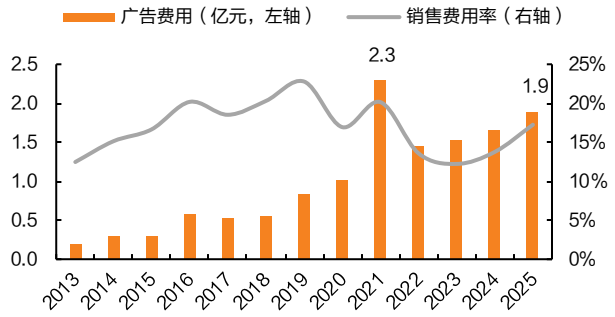
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：公司 0 牌减盐生抽冠名央视《回家吃饭》



资料来源：央视网，天风证券研究所

图 25：公司广告费用及销售费用率变化趋势



资料来源：iFinD，天风证券研究所

3.2. 产品力：聚焦基础调味品，“零添加”酱油带动品类延展

3.2.1. 酿造工艺：原料与工艺支撑“零添加”产品力

“零添加”产品以基础原料和酿造工艺为核心，强调配料简洁与品质稳定。公司“零添加”酱油强调以水、非转基因黄豆、小麦、食用盐等基础原料为主，不添加味精、着色剂、防腐剂、甜味剂、增鲜剂等食品添加剂。工艺端，千禾酿造酱油采用高盐稀态发酵工艺，生产端配备连续蒸煮、圆盘制曲、自动控温长时间发酵和高效灭菌等设备。“零添加”酱油对原料、发酵和制程稳定性要求更高，公司现有工艺体系有助于保证产品风味稳定。

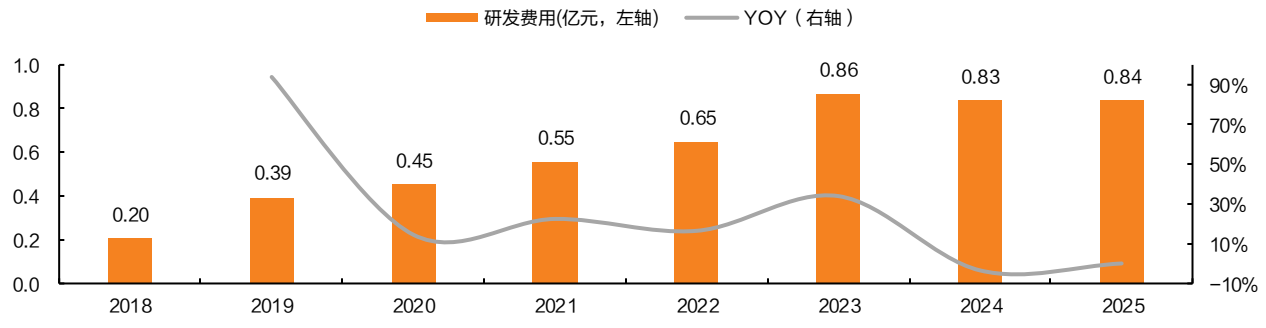
图 26：千禾“零添加”与非“零添加”酱油原料对比

品类	产品		基本原料	食品添加剂
“零添加”	千禾头道原香系列		大豆/黄豆、小麦、食用盐、白糖、水	无
非“零添加”	高鲜	1）海天味极鲜	脱脂大豆/大豆、黄豆、小麦、食用盐、白糖、水	1）4 种
		2）厨邦味极鲜		2）7 种
		3）千禾味极鲜		3）4 种
	生抽	1）海天金标生抽		1）4 种
		2）厨邦美味鲜生抽王		2）7 种
	老抽	1）海天草菇老抽		1）2 种
		2）厨邦上色老抽		2）3 种
	功能酱油	李锦记蒸鱼豉油		2 种

注：手工统计可能存在误差，请以各产品官方公布为准。

资料来源：天猫，天风证券研究所

图 27：公司研发费用变化趋势



资料来源：iFinD，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.2. 酱油单品：矩阵覆盖多元需求，头道原香构成核心单品

酱油矩阵覆盖多元需求，头道原香系列构成“零添加”核心单品。公司酱油产品已形成“零添加”、减盐、高鲜、有机、东坡红及其他功能型系列，覆盖日常烹饪、减盐健康、高鲜调味、红烧上色及有机升级等不同使用场景。

- **头道原香系列梯度清晰，覆盖多层次“零添加”酱油需求。**通过 180 天、280 天、380 天三款产品覆盖不同品质层级，价格分别约为 16.2、20.9、24.2 元/500ml。随着酿造周期延长，产品价格带逐步上移，形成从基础款到高阶款的产品梯度。180 天产品主要满足日常家庭烹饪需求，280 天和 380 天产品进一步承接品质升级和中高端消费场景。相比单一规格“零添加”产品，头道原香系列通过价格带分层提升了产品覆盖面，使不同消费能力和品质需求的消费者都能找到对应产品。
- **鲜味指标和配料结构表现突出，强化中高端“零添加”酱油性价比。**从氨基酸态氮含量看，头道原香 180 天、280 天、380 天分别为 1.0、1.1、1.2g/100ml，其中 280 天和 380 天产品氨基酸态氮含量高于多数竞品。配料方面，头道原香系列未添加酵母提取物，其中 280 天和 380 天产品配料进一步精简至水、非转基因黄豆、小麦和食用盐，而部分竞品配料中仍包含酵母提取物等。结合价格带看，千禾头道原香系列在同价位产品中具备更高鲜味指标和更简洁配料表，中高端“零添加”酱油性价比优势较为突出。

图 28：千禾与主要品牌“零添加”产品配料表对比

品牌	品牌产品	氨基酸态氮含量 (g/100ml)	均价 (元/500ml)	配料
千禾	头道原香系列 180 天“零添加”酱油	≥1	16.2	**水、非转基因黄豆、小麦、食用盐、白砂糖**
	头道原香系列 280 天“零添加”酱油	≥1.1	20.9	**水、非转基因黄豆、小麦、食用盐**
	头道原香系列 380 天“零添加”酱油	≥1.2	24.2	**水、非转基因黄豆、小麦、食用盐**
海天	“零添加”0 金标生抽	≥1	12.4	水、非转基因黄豆、食用盐、小麦、白砂糖、酵母提取物
李锦记	“零添加”原酿生抽	≥0.8	15.9	水、食用盐、非转基因黄豆、白砂糖、非转基因脱脂黄豆、小麦、小麦粉
厨邦	0 添加原汁特级酱油	≥1	20.0	水、非转基因脱脂大豆、食用盐、小麦、白砂糖、酵母提取物
	“零添加”酱油纯酿特级生抽	≥0.9	11.9	水、非转基因脱脂大豆、食用盐、小麦、白砂糖、酵母提取物、干贝
	“零添加”原汁黑豆特级生抽	≥0.9	19.9	水、非转基因黑豆、食用盐、小麦、白砂糖、酵母提取物

资料来源：天猫，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：公司酱油产品矩阵

	系列	代表产品	单品示例	氨基酸态氮（g/100ml）
酱油	零添加系列（180/280/380）	头道原香（180/280/380天）	头道原香180/280/380 御藏本酿180/380 500ml规格：16.24/20.94/24.24元 13.95/24.47元	≥1.0 ≥1.1 ≥1.2
		御藏本酿（180/380天）		≥1.0 ≥1.2
	减盐系列	35生抽	35/55生抽 35老抽 松茸生抽 16.24元 500ml 18.59元 500ml 16.30元 500ml 19.77元 380ml	≥1.0
		55生抽		≥1.1
		35老抽		≥0.55
		松茸生抽		≥1.0
	高鲜系列	135高鲜	135高鲜 味极鲜 一品鲜 28.11元 1.8L 11.10元 500ml 35.25元 1.8L	≥1.35
		一品鲜		≥1.25
		味极鲜		≥1.2
	有机系列	有机酱油	有机酱油 有机老抽 熊猫有机生抽 天元有机 有机210 46.82元 500ml 24.47元 500ml 23.30元 500ml 327.06元 516ml 26.82元 210ml	≥1.2
		有机老抽		≥0.7
		熊猫有机生抽		≥1.0
		天元有机		≥1.1
		有机210		≥1.0
	东坡红系列	特级老抽	特级老抽 纯酿红烧 13.80元 500ml 16.24元 500ml	≥0.8
		纯酿红烧		≥0.9
	其他	春曲原酿	春曲原酿 凉拌汁 白灼汁 零脂油醋汁 12.82元 1L 38.80元 295g 12.90元 255ml 12.82元 276g	≥0.8
		凉拌汁		/
		白灼汁		/
		零脂油醋汁		/

资料来源：天猫，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.3. 品类延展：围绕基础调味品拓展，完善家庭厨房高频场景

公司围绕食醋、料酒、蚝油完善产品矩阵，延展方向聚焦调味品刚需品类，而非跨界扩张。上述品类在消费场景、渠道终端和购买人群上具备较高重合度，有助于提升产品组合销售。

- **食醋：年份、风味、有机多线布局，品质分层较清晰。**年份陈醋通过 2 年、3 年、5 年、10 年等产品区分品质层级，御藏窖醋则进一步强化中高端定位；酿造香醋覆盖糯米香醋、姜蒜香醋，适配蘸食、凉拌等场景；清酸白醋系列包括白醋、糯米白醋和 9°糯米醋，对应不同酸度和烹饪用途；有机醋、有机窖醋承接健康化需求。食醋产品通过年份、酸度和原料差异形成分层，有助于公司在凉拌、蘸食及日常烹饪场景中提升产品覆盖度。
- **料酒：年份与风味双线布局，覆盖去腥增香需求。**料酒产品分为年份系列和风味系列，年份料酒包括 3 年、6 年等产品，酒精度多在 12%以上，突出品质分层；风味料酒覆盖烹调料酒、葱姜料酒、糯米料酒、花雕料酒等，酒精度多在 10%以上，主要满足日常烹饪中的去腥、提香需求。料酒消费场景明确，复购属性较强，适合与酱油、食醋共同构成家庭基础调味品组合。
- **蚝油：围绕便利化、减盐化和蚝汁含量做分层。**公司蚝油产品覆盖挤挤瓶和真蚝汁两类。挤挤瓶系列包括御藏蚝油、减盐 26%、松茸素蚝油、三鲜蚝油等，兼顾使用便利、健康化和风味延展；真蚝汁系列则通过 12%、26%、36%等不同蚝汁含量区分品质层级。蚝油主要对应炒菜、拌菜、增鲜等高频场景，产品分层有助于公司在酱油之外继续补充增鲜类调味需求。

图 30：公司食醋产品矩阵

	系列	代表产品	单品示例	总酸含量（g/100ml）
食醋	年份陈醋系列	窖醋（2/3/5/10年）	头窖醋（2/3/5/10年） 御藏6年 500ml规格：10.35/11.65/16.24/23.29元 32.5元 1L	≥5 ≥5 ≥6 ≥6
		御藏窖醋（6年）		≥6
	酿造香醋系列	糯米香醋	糯米香醋 12.82元 500ml 姜蒜香醋 9.29元 500ml	≥5
		姜蒜香醋		≥5
	清酸白醋系列	白醋	白醋 10元 500ml 糯米白醋 13.8元 500ml 9°糯米醋 11.65元 500ml	≥5
		糯米白醋		≥5
		9°糯米醋		≥9
	有机系列	有机醋	有机醋 35.06元 500ml 有机窖醋 39元 500ml	≥6
		有机窖醋		≥5
	其他	陈醋	陈醋 15.8元 1.8L 柠檬醋 28.7元 500ml	≥4.2
		柠檬醋		≥5

资料来源：天猫，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：公司料酒产品矩阵

	系列	代表产品	单品示例	酒精度（vol）
料酒	年份系列	年份料酒（3/6）		≥12% ≥12%
	风味系列	烹饪料酒		≥10%
		葱姜料酒		≥10%
		糯米料酒		≥10%
		花雕料酒		≥12%

资料来源：天猫，天风证券研究所

图 32：公司蚝油产品矩阵

	系列	代表产品	单品示例	蚝汁量（%）
蚝油	挤挤瓶	御藏蚝油		/
		减盐26%		≥26%
		松茸素蚝油		0
		三鲜蚝油		≥26%
	真蚝汁	御藏12%		≥12%
		御藏26%		≥26%
		御藏36%		≥36%

资料来源：天猫，天风证券研究所

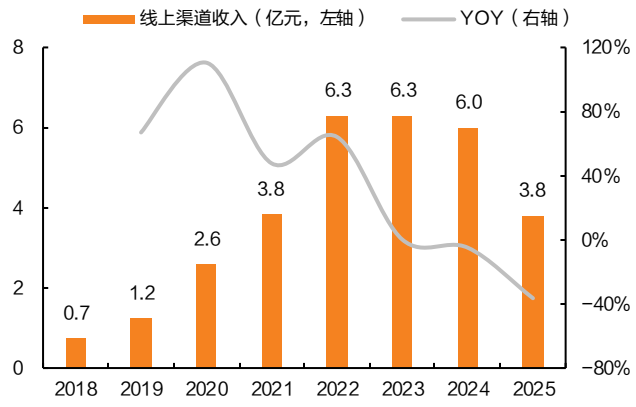
3.3. 渠道力：经销体系持续精耕，新渠道布局加快

从线上表现看，电商渠道受舆情扰动影响更为明显。线上渠道收入由 2018 年的 0.7 亿元提升至 2022 年的 6.3 亿元，2023-2024 年基本维持在 6 亿元左右，2025 年回落至 3.8 亿元。我们认为线上渠道对消费者评价和内容传播更为敏感，2025 年公司受负面舆情扰动影响，线上动销承压，带动电商收入阶段性回落。

线下渠道由铺网点转向提效率，区域精耕成为后续重点。公司销售以经销为主、直销为辅，线下终端覆盖商超、社区生鲜、便利系统等多类场景。从经销商数量看，公司经销商由 2019Q1 的 887 家提升至 2024Q2 的 3560 家，渠道覆盖广度明显扩大；2024 年下半年以来，经销商数量整体稳定在 3300 家左右，2025 年末为 3306 家，2026Q1 为 3296 家，扩张节奏有所放缓。后续公司渠道建设或将更侧重存量网点运营，通过优化经销商结构、提升单点产出和加强区域资源配置，推动终端动销效率逐步改善。

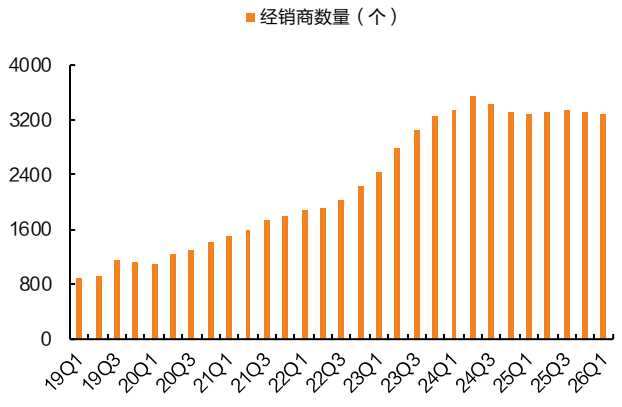
下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：公司线上渠道收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：公司经销商数量变化趋势（单位：家）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 管理层：聚焦调味品主业，复盘纠偏能力强

创始人长期深耕调味品主业，公司战略边界较为清晰。公司早期从焦糖色业务起步，后逐步转向酱油、食醋等基础调味品。经历非核心业务试错后，公司进一步明确聚焦调味品产业，后续产品布局主要围绕酱油、醋、料酒、蚝油四大品类展开。我们认为这种“不熟不做”的经营思路，使公司能够长期围绕配料简洁、健康化酱油这一核心方向投入研发和工艺积累，并在此基础上逐步完善基础调味品矩阵。

面对 2025 年舆情压力，公司管理层主动推进标准化升级与产品焕新。随着新国标 GB 7718-2025 对“零添加”等标签表述提出更严格要求，公司率先获得清洁标签产品 0 级认证。同时公司推进包装焕新，将配料表前置到包装正面，强化产品信息透明度，体现出管理层对行业趋势的前瞻判断。

表 1：公司核心管理层履历梳理

姓名	职务	年龄	履历
伍超群	董事长	57	1）1996 年 1 月和伍学明共同创建恒泰实业 2）现任千禾味业食品股份有限公司董事长、总裁
黄刚	副总裁	49	1）1998 年进入恒泰实业，历任潍坊恒泰生产经理、生产总监、总经理，公司总裁助理、销售副总监 2）现任千禾味业食品股份有限公司董事、副总裁
伍学明	董事	73	1）1996 年 1 月和伍超群共同创建恒泰实业，千禾味业食品股份有限公司总经理 2）2003 年 7 月至今任公司总工程师。中国调味品协会第四届、第五届理事会副会长、全国调味品标准化技术委员会委员
何天奎	董事	52	1）1999 年 9 月进入恒泰实业，历任会计、财务经理 2）现任千禾味业食品股份有限公司董事、财务总监
伍建勇	董事	40	1）2008 年 3 月进入四川恒泰，历任销售员、销售区域经理、大区经理 2）现任千禾味业食品股份有限公司董事、零售事业部副总监
徐毅（已离职）	副总裁	56	1）2003 年加入千禾味业，历经行政人事部经理、总裁助理等岗位 2）2019 年 12 月-2025 年 8 月任公司副总裁
曹洪（已离职）	董事	45	1）曾在益海嘉里食品营销有限公司工作 2）2012 年 4 月进入千禾味业，历任销售经理、销售总监、零售事业部总监

资料来源：iFinD，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 未来空间

4.1. 收入端：产品焕新与渠道适配打开增长弹性

4.1.1. 产品层面：清洁标签承接“零添加”表达，中高端新品切入细分场景

清洁标签认证落地，公司健康化表达由“零添加”向“可验证、标准化”升级。2025 年 10 月 31 日，千禾味业在眉山举办发布会，宣布“千禾 0 系列”酱油完成包装焕新，并通过清洁标签产品 0 级认证。千禾 0 系列酱油仅使用 4 或 5 种配料，包装正面清晰标示配料信息，有助于进一步强化“配料干净”的产品表达。

中高端新品持续推出，酱油品类向蘸食、高端鲜味和精细化烹饪延展。在 0 系列产品焕新的同时，千禾继续推出刺身酱油、松茸生抽、松露生抽等新品，进一步切入蘸食、高端鲜味和精细化烹饪需求。新品布局进一步丰富酱油品类的使用场景，有助于公司向中高端价格带延展，推动产品结构升级。

图 35：千禾 0 系列酱油通过清洁标签 0 级认证



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 36：千禾刺身酱油切入蘸食细分场景



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

4.1.2. 渠道层面：多元渠道加快布局，提升产品触达效率

渠道碎片化趋势下，公司加快适配内容电商、即时零售和品牌定制等新渠道。随着消费者购买路径从传统商超向线上平台、社区门店和近场零售分流，调味品销售不再单纯依赖经销铺货，不同渠道对产品规格、价格带、产品卖点也有所分化。公司在原有商超和电商基础上，继续推进内容运营、即时零售和渠道定制，以提升产品与终端场景的匹配度。

- **内容电商：强化新品触达和消费者教育。**公司在传统电商之外，继续加强自播、达人合作和内容运营，通过短视频、直播和产品详情页展示配料表、使用场景及产品卖点，更适合承接清洁标签等产品表达。
- **即时零售：承接近场补货需求。**调味品具备家庭日常消耗属性，消费者存在临时补货需求。即时零售能够覆盖社区周边场景，提升产品在高频生活场景中的触达效率。
- **品牌定制：根据渠道客群做差异化产品配置。**公司已与沃尔玛、永辉等零售系统合作推出定制产品，其中沃尔玛自有品牌“沃集鲜”覆盖黑豆酿造生抽、轻盐酿造生抽、头道生抽；永辉“品质永辉”推出头道特级生抽。定制产品能够围绕不同渠道客群，在规格、价格带和产品卖点上做差异化配置，有助于提高产品与渠道场景的适配度。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：千禾定制渠道产品



资料来源：淘宝，永辉超市公告，沃尔玛 APP，天风证券研究所

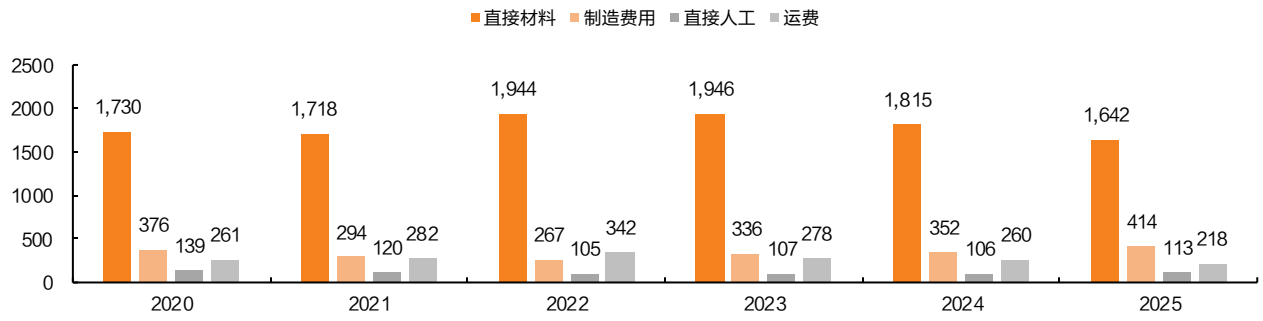
4.2. 利润端：成本压力边际缓解，费用效率仍有改善空间

4.2.1. 成本端：原料价格回落，吨成本压力边际缓解

核心主营业务吨成本整体可控，直接材料回落带动成本改善。从千禾核心主营业务吨成本拆分看，2020-2024 年公司吨成本整体维持在 2500-2700 元/吨附近。2025 年，公司核心主营业务吨成本降至 2387 元/吨，其中直接材料成本由 2024 年的 1815 元/吨下降至 1642 元/吨，是吨成本改善的主要来源。结合豆粕价格走势看，2022 年高位后原料价格整体回落，为公司成本端改善提供支撑。

原料结构差异带来一定材料成本优势，信息化生产体系有望进一步强化成本管控。2025 年，公司核心主营业务吨成本中，直接材料、制造费用、直接人工和运费分别为 1642 元、414 元、113 元和 218 元，占比分别约为 69%、17%、5%和 9%。相较海天，千禾直接材料占比更低，主要源于原料结构差异：公司更多使用豆粕等脱脂大豆类原料，豆粕均价通常低于大豆约 1000 元/吨，带来一定材料成本优势。后续公司将通过信息化、自动化生产体系强化全过程追溯，提升原料、生产和成品环节的精细化管理能力。

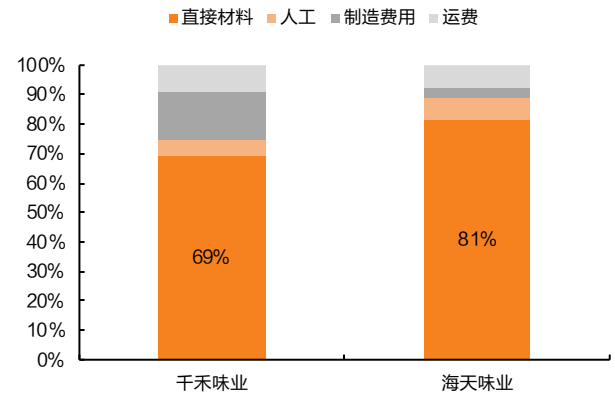
图 38：千禾核心主营业务吨成本拆分（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

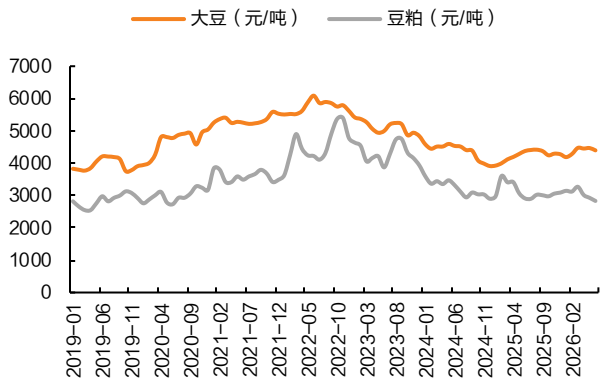
下载日志已记录，仅供内部参考

图 39：2025 年千禾与海天成本结构对比



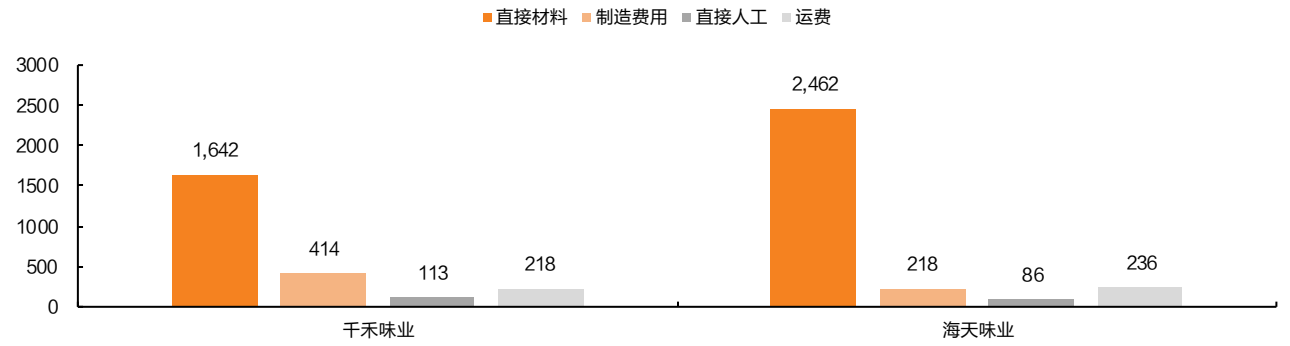
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 40：大豆及豆粕价格走势



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 41：千禾与海天核心主营业务吨成本对比（单位：元/吨，2025）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

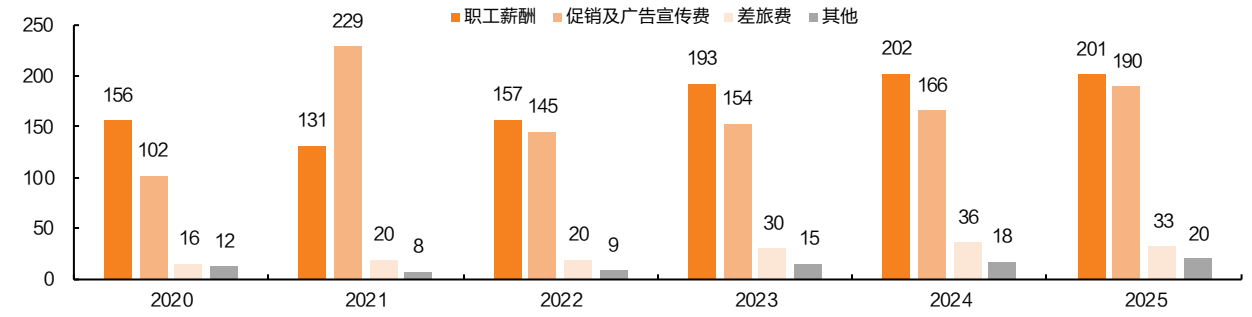
4.2.2. 费用端：销售费用率阶段抬升，投放效率仍有优化空间

销售费用率阶段性上行，主要受收入承压、品牌投放和渠道调整共同影响。2020-2021 年公司销售费用率处于较高水平，随后随着收入增长和费用投放优化，2022-2023 年降至 12%左右。2024 年以来，受舆情扰动、渠道调整和产品焕新影响，公司销售费用率重新上行，2025 年提升至 17.3%，高于海天味业、中炬高新等主要调味品公司。阶段性费用率上升，反映公司仍处在品牌修复、渠道调整和新品推广投入期。

销售人效和广告投放效率有所回落，费用转化仍需观察。2023-2025 年公司销售人员人均创收由 230 万元降至 200 万元，我们认为主要受收入阶段性下滑、渠道精耕投入前置以及新渠道拓展仍处培育期影响。同期公司单位广告费产出由 21 元降至 14 元，我们认为说明公司在舆情后仍维持品牌修复和产品焕新投入，但新品推广和内容电商等动作尚未完全转化为收入增量。后续随着产品表达切换完成、线上内容效率改善及线下单点产出提升，销售费用率存在逐步优化空间。

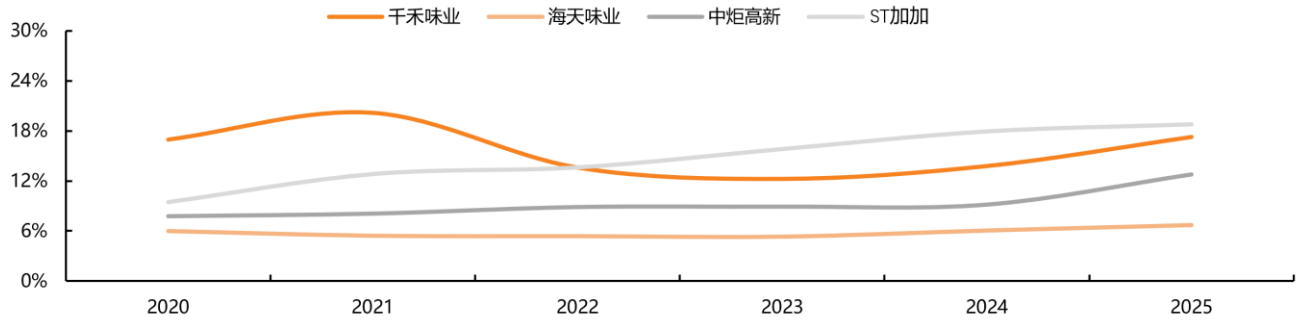
下载日志已记录，仅供内部参考

图 42：公司销售费用分项拆分（单位：百万元）



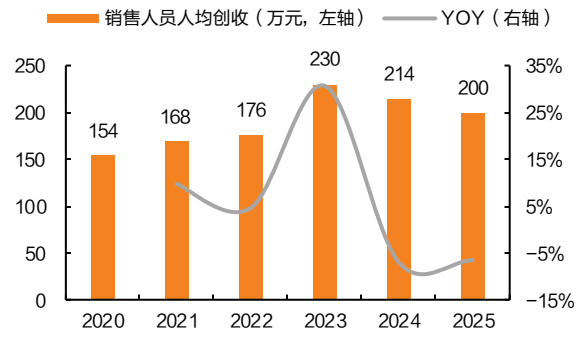
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 43：千禾与主要调味品公司销售费用率对比



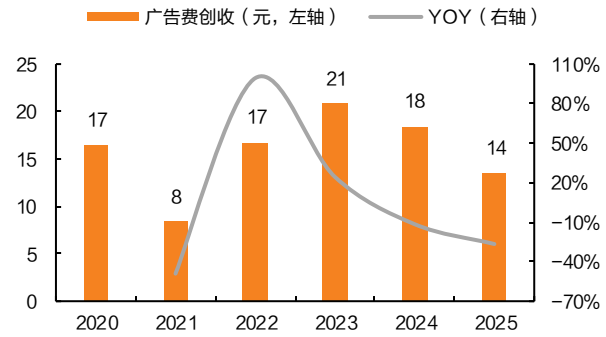
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 44：公司销售人员人均创收



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 45：公司单位广告费产出



资料来源：iFinD，天风证券研究所

4.3. 杜邦拆解：费用率抬升叠加周转放缓，ROE 阶段回落

公司 ROE 阶段性回落主要受净利率和资产周转率影响。2023 年公司 ROE 为 17.7%，2024 年降至 14.1%，2025 年进一步回落至 9.9%。拆分来看，销售净利率由 2024 年的 16.7%降至 2025 年的 13.5%，销售费用率由 13.8%提升至 17.3%，反映负面舆情扰动下，收入承压削弱费用摊薄能力。资产周转率由 2023 年的 0.9 次降至 2025 年的 0.6 次，存货周转率由 3.0 次降至 1.7 次，主要与收入阶段性下滑、产能扩张后资产规模提升及库存周转放缓有关。

横向对比看，千禾盈利能力仍处于行业中间水平，后续修复重点在费用效率和周转改善。2025 年，千禾销售净利率为 13.5%，低于海天味业的 24.4%，但高于中炬高新的 12.8%。销售费用率为 17.3%，高于海天味业的 6.7%，体现公司仍处于品牌投放、渠道调整和产品焕新阶段。资产周转率方面，千禾与海天均为 0.6 次，但存货周转率低于海天，后续仍需通过库存结构优化提升周转效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：千禾与可比公司 ROE 拆分对比

公司		2012	2020	2021	2022	2023	2024	2025
千禾味业	ROE	21.90%	11.80%	11.20%	15.50%	17.70%	14.10%	9.90%
	销售净利率	11.30%	12.20%	11.50%	14.10%	16.50%	16.70%	13.50%
	销售费用率	10.20%	16.90%	20.20%	13.60%	12.20%	13.80%	17.30%
	资产周转率	1.3	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7	0.6
	存货周转率	4.3	2.7	2.3	2.6	3	2.4	1.7
	权益乘数	1.5	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
海天味业	ROE	35.80%	34.90%	30.70%	24.90%	20.50%	21.40%	19.50%
	销售净利率	17.10%	28.10%	26.70%	24.20%	23.00%	23.60%	24.40%
	销售费用率	10.20%	6.00%	5.40%	5.40%	5.30%	6.10%	6.70%
	资产周转率	1.3	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
	存货周转率	5.7	6.8	7.1	7.1	6.4	6.6	7.0
	权益乘数	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
中炬高新	ROE	6.70%	20.80%	17.60%	-17.30%	44%	17.30%	9.40%
	销售净利率	7.00%	19.00%	15.30%	-10.40%	33.80%	17.40%	12.80%
	销售费用率	9.10%	7.80%	8.10%	8.90%	8.90%	9.10%	12.80%
	资产周转率	0.5	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7	0.5
	存货周转率	1.1	2	2	2.2	2.1	2.1	1.7
	权益乘数	1.8	1.5	1.5	1.8	1.7	1.5	1.4
ST 加加	ROE	10.60%	7.20%	-3.10%	-3.20%	-8.70%	-12.20%	-8.20%
	销售净利率	10.60%	8.50%	-4.60%	-5.00%	-13.20%	-18.70%	-12.10%
	销售费用率	9.90%	9.50%	12.80%	13.60%	15.80%	18.00%	18.80%
	资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
	存货周转率	7.6	4.2	4.1	3.8	3.1	2.6	2.9
	权益乘数	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2

资料来源：iFinD，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 盈利预测

5.1. 盈利预测

酱油业务：酱油为公司核心主业，2025 年受舆情扰动影响收入下滑，2026 年起随着清洁标签 0 级认证落地、中高端新品推出及渠道调整推进，酱油业务有望优先恢复。预计 2026-2028 年酱油收入分别为 16.74/17.92/19.00 亿元，同比增长 1.5%/7.1%/6.1%。

食醋业务：食醋品类相对成熟，消费频次稳定，公司通过年份陈醋、有机醋等产品维持品质分层，预计未来随终端复购和渠道恢复保持稳健增长。预计 2026-2028 年食醋收入分别为 3.02/3.14/3.24 亿元，同比增长 1.0%/4.0%/3.0%。

其他主营业务：料酒、蚝油等品类仍处于矩阵补齐阶段，主要依托家庭厨房高频场景和渠道复用贡献增量。预计 2026-2028 年其他主营业务收入分别为 6.25/6.56/6.89 亿元，同比增长均为 5.0%。

毛利率及费用率：成本端，2025 年原料价格回落已带动吨成本改善，但 2026 年产品焕新、包装升级和新品爬坡仍可能带来一定成本压力；随着后续生产趋稳、规模效应释放及原料价格稳定，毛利率有望逐步改善。费用端，2025 年销售费用率抬升主要与品牌修复、产品焕新及渠道调整有关，后续随着收入恢复和投放效率改善，销售费用率预计逐步回落，2026-2028 年分别为 17.0%/16.0%/15.0%；管理费用率和研发费用率预计均维持在 3.0%左右。

图 46：2026E-2028E 千禾味业盈利预测

营业收入	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,207	3,073	2,572	2,629	2,791	2,942
% yoy	31.6%	-4.2%	-16.3%	2.2%	6.1%	5.4%
1）分产品营业收入						
1）核心主营业务	3,166	3,034	2,544	2,601	2,763	2,913
% yoy		-4.2%	-16.1%	2.3%	6.2%	5.5%
酱油	2,040	1,964	1,649	1,674	1,792	1,900
% yoy	34.9%	-3.8%	-16.0%	1.5%	7.1%	6.1%
食醋	422	370	299	302	314	324
% yoy	11.8%	-12.5%	-19.0%	1.0%	4.0%	3.0%
其他	703	700	595	625	656	689
% yoy	38.9%	-0.4%	-15.0%	5.0%	5.0%	5.0%
2）其他业务	41	40	28	28	28	28
% yoy	3.5%	-2.6%	-29.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	2,016	1,930	1,599	1,630	1,719	1,807
% yoy	30.4%	-4.2%	-17.2%	1.9%	5.5%	5.1%
1）核心主营业务	1,995	1,910	1,585	1,616	1,705	1,793
% yoy	30.0%	-4.3%	-17.0%	1.9%	5.6%	5.2%
酱油	1,273	1,218	1,014	1,029	1,096	1,163
% yoy	33.9%	-4.4%	-16.7%	1.5%	6.5%	6.1%
食醋	257	221	181	181	187	192
% yoy	8.1%	-14.2%	-18.0%	0.0%	3.5%	2.5%
其他	464	471	390	405	422	438
% yoy	34.1%	1.6%	-17.3%	4.0%	4.0%	4.0%
2）其他业务	21	21	14	14	14	14
% yoy	91.8%	0.5%	-33.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 估值分析

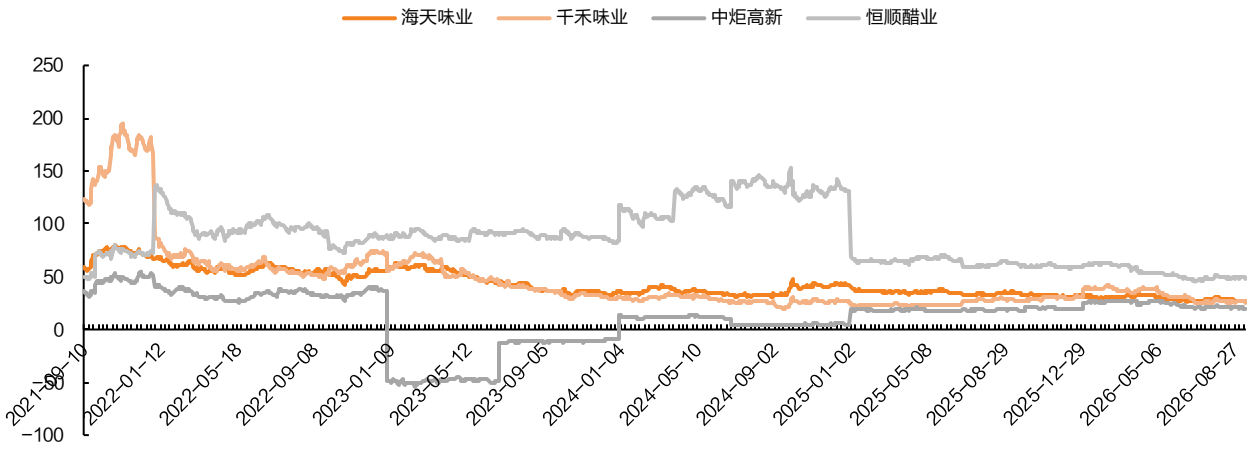
我们选取海天味业、中炬高新、恒顺醋业作为可比公司。海天味业为调味品行业龙头，中炬高新同样以酱油等基础调味品为核心业务，恒顺醋业则在食醋品类上具备较强可比性。相比可比公司，千禾味业在健康化调味品领域具备较清晰的品牌认知，但 2025 年受舆情扰动影响，收入和利润阶段性承压，当前估值更多反映业绩低点后的恢复预期。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 26.29/27.91/29.42 亿元，归母净利润分别为 3.73/4.30/4.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.28/0.32/0.36 元，对应 PE 分别为 26.0/22.6/20.5 倍。

下载日志已记录，仅供内部参考

随着清洁标签认证落地、产品焕新推进以及渠道精细化改善，公司收入端有望逐步恢复；同时，原料价格回落和销售费用率优化有望带动利润弹性释放。考虑公司健康化定位清晰、酱油主业具备修复弹性，同时短期仍处产品焕新和渠道调整阶段，首次覆盖给予“买入”评级。

图 47：可比公司市盈率走势（PE，TTM）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：可比公司相对估值

证券代码	证券简称	2026年9月11日 收盘价（元）	2026年9月11日 总市值（亿）	归母净利润（亿元） 2025A	2026E	2027E	2028E	PE 2025A	2026E	2027E	2028E
600872.SH	中炬高新	17.62	136.43	5.37	7.00	8.04	9.12	25.44	19.86	17.28	15.25
603288.SH	海天味业	34.18	1,968.47	70.38	77.45	85.70	93.96	30.78	25.61	23.15	21.11
600305.SH	恒顺醋业	6.70	74.01	1.44	1.67	1.86	2.00	61.01	45.38	40.67	37.85
	平均值	19.50	726.30	25.73	28.71	31.87	35.03	39.08	30.28	27.03	24.74
603027.SH	千禾味业	7.29	97.01	3.48	4.62	5.3	5.95	37.70	26.04	22.56	20.49

注：收盘价及总市值为 2026 年 9 月 11 日数据，千禾味业归母净利润预测来自于天风证券研究所，其余公司数据来自于 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所



下载日志已记录，仅供内部参考

6. 风险提示

1）需求恢复不及预期。公司产品主要面向家庭消费、餐饮及食品工业等下游场景，终端需求受居民消费意愿、餐饮景气度及渠道库存周期影响。若大众消费恢复节奏偏慢，或餐饮、商超、电商等渠道动销不及预期，公司收入增长和经营修复节奏可能受到影响。

2）产品焕新及清洁标签推广不及预期。公司正推动清洁标签认证、包装焕新及配料表前置等产品表达升级。若消费者对清洁标签认知建立较慢，或新品推广、终端陈列和渠道转化效果不及预期，产品结构优化节奏可能低于预期。

3）受舆情扰动渠道调整不及预期风险。若相关舆情对终端动销及渠道拓展的影响消化进度不及预期，可能导致公司经销商结构优化、新渠道拓展及渠道效率改善不及预期，进而影响销售恢复。

4）食品标识监管政策变化风险。《食品安全国家标准—预包装食品标签通则》（GB 7718-2025）将于 2027 年 3 月 16 日起实施，新规明确预包装食品标签不得使用“零添加“等相关声称，目前处于新旧标准衔接过渡期。本文所称“零添加“仅为沿用公司及行业此前对相关类别产品的名称，不代表对相关产品配料或添加物使用情况作出独立判断。若未来公司相关产品标识调整、消费者认知及产品推广受到监管政策变化影响，可能对公司品牌传播产生一定影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,466.06	1,287.64	1,444.16	1,510.65	1,710.74
应收票据及应收账款	138.59	102.57	150.55	109.62	168.12
预付账款	20.49	33.90	6.50	38.37	12.78
存货	892.53	970.98	486.12	1,181.56	643.53
其他	53.70	23.77	35.78	41.45	32.06
流动资产合计	**2,571.38**	**2,418.86**	**2,123.10**	**2,881.65**	**2,567.22**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,577.29	1,672.76	1,567.65	1,457.76	1,343.10
在建工程	173.51	45.78	40.78	35.78	30.78
无形资产	118.98	115.87	109.95	105.89	101.83
其他	38.93	39.94	48.18	42.64	43.33
非流动资产合计	**1,908.70**	**1,874.34**	**1,766.55**	**1,642.07**	**1,519.03**
资产总计	**4,480.08**	**4,293.20**	**3,889.65**	**4,523.72**	**4,086.26**
短期借款	70.05	86.27	80.00	80.00	80.00
应付票据及应付账款	247.23	389.93	54.10	460.97	123.71
其他	410.06	346.99	280.72	450.84	302.66
流动负债合计	**727.34**	**823.19**	**414.82**	**991.82**	**506.37**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	104.47	104.44	87.06	98.66	96.72
非流动负债合计	**104.47**	**104.44**	**87.06**	**98.66**	**96.72**
负债合计	**831.81**	**927.63**	**501.88**	**1,090.47**	**603.09**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,027.73	1,333.13	1,330.74	1,330.74	1,330.74
资本公积	871.53	533.21	533.21	533.21	533.21
留存收益	1,779.58	1,511.87	1,549.12	1,592.13	1,639.48
其他	(30.57)	(12.64)	(25.30)	(22.83)	(20.25)
股东权益合计	**3,648.27**	**3,365.57**	**3,387.77**	**3,433.24**	**3,483.17**
负债和股东权益总计	**4,480.08**	**4,293.20**	**3,889.65**	**4,523.72**	**4,086.26**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	514.15	347.58	372.52	430.09	473.52
折旧摊销	153.57	193.50	203.50	208.42	213.20
财务费用	(37.06)	(14.21)	(31.89)	(33.46)	(31.88)
投资损失	(13.13)	(2.05)	(8.08)	(7.75)	(5.96)
营运资金变动	(288.21)	(172.90)	31.21	(99.03)	24.95
其它	8.97	91.09	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	**338.29**	**443.01**	**567.27**	**498.26**	**673.82**
资本支出	302.98	157.98	104.86	77.87	91.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(662.36)	(300.10)	(190.92)	(158.48)	(173.44)
投资活动现金流	**(359.38)**	**(142.12)**	**(86.06)**	**(80.61)**	**(82.03)**
债权融资	108.24	46.50	25.63	33.46	31.88
股权融资	(517.12)	(357.07)	(350.32)	(384.62)	(423.59)
其他	(37.88)	(310.75)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**(446.76)**	**(621.33)**	**(324.69)**	**(351.16)**	**(391.71)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(467.84)**	**(320.44)**	**156.52**	**66.49**	**200.08**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**3,073.39**	**2,571.90**	**2,629.18**	**2,790.78**	**2,941.51**
营业成本	1,930.48	1,598.92	1,629.60	1,719.39	1,807.29
营业税金及附加	22.90	23.51	24.04	25.51	26.89
销售费用	422.97	443.72	446.96	446.52	441.23
管理费用	75.03	68.60	78.68	75.36	81.97
研发费用	83.49	83.55	75.90	82.35	89.09
财务费用	(38.22)	(30.28)	(31.89)	(33.46)	(31.88)
资产/信用减值损失	(0.53)	(1.10)	0.81	0.81	0.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.13	2.05	8.08	7.75	5.96
其他	22.00	27.39	26.14	25.18	26.24
营业利润	**611.34**	**412.22**	**440.93**	**508.86**	**559.93**
营业外收入	0.95	0.65	0.92	0.84	0.81
营业外支出	4.19	4.33	3.98	4.17	4.16
利润总额	**608.10**	**408.54**	**437.87**	**505.53**	**556.58**
所得税	93.95	60.97	65.34	75.44	83.06
净利润	**514.15**	**347.58**	**372.52**	**430.09**	**473.52**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**514.15**	**347.58**	**372.52**	**430.09**	**473.52**
每股收益（元）	0.50	0.26	0.28	0.32	0.36

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-4.16%	-16.32%	2.23%	6.15%	5.40%
营业利润	-3.19%	-32.57%	6.96%	15.41%	10.04%
归属于母公司净利润	-3.07%	-32.40%	7.18%	15.45%	10.10%
获利能力					
毛利率	37.19%	37.83%	38.02%	38.39%	38.56%
净利率	16.73%	13.51%	14.17%	15.41%	16.10%
ROE	14.09%	10.33%	11.00%	12.53%	13.59%
ROIC	24.41%	14.75%	16.38%	20.54%	22.99%
偿债能力					
资产负债率	18.57%	21.61%	12.90%	24.11%	14.76%
净负债率	-38.26%	-35.70%	-40.27%	-41.67%	-46.82%
流动比率	3.54	2.94	5.12	2.91	5.07
速动比率	2.31	1.76	3.95	1.71	3.80
营运能力					
应收账款周转率	22.31	21.33	20.77	21.45	21.18
存货周转率	3.75	2.76	3.61	3.35	3.22
总资产周转率	0.70	0.59	0.64	0.66	0.68
每股指标（元）					
每股收益	0.50	0.26	0.28	0.32	0.36
每股经营现金流	0.33	0.33	0.43	0.37	0.51
每股净资产	3.55	2.52	2.55	2.58	2.62
估值比率					
市盈率	14.57	27.96	26.04	22.56	20.49
市净率	2.05	2.89	2.86	2.83	2.79
EV/EBITDA	13.95	18.70	14.14	12.50	11.23
EV/EBIT	17.32	26.89	21.68	18.30	16.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com