下载日志已记录，仅供内部参考

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

从大客户依赖到全渠道驱动的转型之路

——千味央厨(001215)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析 **谨慎增持(首次)**

发布日期：2026 年 10 月 19 日

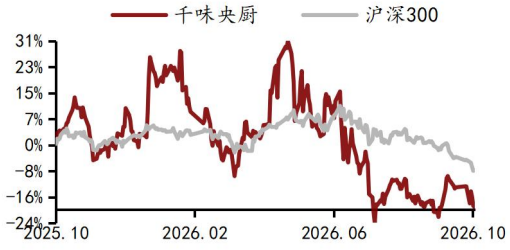
市场数据(2026-10-16)

收盘价(元)	30.19
一年内最高/最低(元)	49.80/27.80
沪深 300 指数	4,170.61
市净率(倍)	1.57
流通市值(亿元)	29.25

基础数据(2026-06-30)

每股净资产(元)	19.22
每股经营现金流(元)	0.78
毛利率(%)	23.74
净资产收益率_摊薄(%)	1.71
资产负债率(%)	21.95
总股本/流通股(万股)	9,716.04/9,690.16
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智
电话： 0371-65585629
地址： 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼
地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- 公司是一家集研发、生产、销售为一体的餐饮供应链服务企业，产品分为四大类：主食类、小食类、烘焙甜品类、冷冻调理菜肴类。公司采取直营和经销两种模式。直营模式面向全国性品牌连锁餐饮和零售企业，核心客户包括百胜中国、海底捞、华莱士、老乡鸡、盒马、沃尔玛等，公司针对该类客户提供专属的产品设计和研发服务。经销模式通过经销商覆盖中小餐饮企业、团餐、酒店、宴席等终端场景，对经销客户主要销售通用品。从直营与经销的结构来看，截至 2026 年中期，直营模式的营收占比 58.18%，经销占比 40.78%；从增长来看，直营收入持续增长而经销收入下滑。
- 截至 2026 年 6 月 30 日，公司在运营的产能为 12.88 万吨/年，在建产能为 2.4 万吨/年。从产能的地理分布来看，公司的产能主要集中在河南和安徽两省，新乡千味是公司目前产能规模最大的生产主体，芜湖百福源是公司在华东地区的重要布局。
- 千味央厨的核心竞争优势包括：第一，大客户资源的先发优势；第二，定制化研发能力；第三，经销渠道的盈利略优于同行；第四，品类创新能力。千味央厨的竞争劣势包括：第一，相对规模处于一定的劣势；第二，传统大单品面临生命周期的考验。
- 公司目前处于经营底部向上修复的拐点期，同时具备品类结构升级和全球化布局两条中长期增长主线。短期来看，2026 年一季度收入端的强劲复苏和新零售渠道的放量已经验证了公司主动调整策略的有效性；中期来看，烘焙甜品类和冷冻调理菜肴类的持续增长将逐步替代传统品类成为核心增长引擎；长期来看，马来西亚工厂的投产和东南亚市场的本地化供应将为公司打开新的增长空间。
- 投资建议：我们预测公司 2026、2027、2028 年的每股收益分别为 0.8、0.9、1.12 元，参照 10 月 16 日收盘股价 30.19 元，对应的市盈率分别为 37.73、33.70、26.85 倍，给予公司“谨慎增持”投资评级。

风险提示：传统品类收入下滑的风险。B 端大客户较为集中，单一客户的订单波动可能对公司业绩产生较大影响。海外业务具有不确定性。原材料成本波动风险。C 端业务承受较大的费用投放压力。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,868	1,899	2,113	2,299	2,470
增长比率（%）	-1.71	1.64	11.25	8.83	7.45
净利润（百万元）	84	64	78	87	109
增长比率（%）	-37.67	-24.04	22.30	11.97	25.50
每股收益(元)	0.86	0.65	0.80	0.90	1.12
市盈率(倍)	35.05	46.14	37.73	33.70	26.85

资料来源：中原证券研究所，聚源

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 预制菜行业竞争格局和市场规模 3
1.1. 竞争格局 3
1.2. 市场规模 3
1.2.1. B 端市场 4
1.2.2. 向 C 端拓展 5
2. 政策扶植和资本参与 6
3. 千味央厨（001215）公司深度分析 7
3.1. 公司的基本情况 7
3.1.1. 股权结构 7
3.1.2. 经营模式 7
3.1.3. 财务表现 9
3.2. 公司的战略变迁 10
3.3. 公司的上游供货商 11
3.4. 公司的下游客户结构 12
3.4.1. 直营客户 12
3.4.2. 经销客户 13
3.5. 公司的营销模式 13
3.5.1. 直营模式 13
3.5.2. 经销模式 14
3.6. 公司的产能布局和规划 15
3.7. 公司所处的竞争格局 16
3.8. 公司的发展前景 19
3.8.1. B 端深耕与客户结构优化 19
3.8.2. C 端突破与线上渠道放量 19
3.8.3. 品类结构向高附加值方向升级 19
3.8.4. 产能扩张与全球化布局 20
4. 投资策略及风险提示 21
4.1. 投资策略 21
4.2. 风险提示 22

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 预制菜行业竞争格局和市场规模

1.1. 竞争格局

相较成熟市场，我国的预制菜产业目前仍处于起步阶段，阶段性特征包括行业进入门槛低、市场经营者众多、竞争异常激烈、盈利水平普遍较低、行业相关的法律法规尚未成熟等。未来几年，预制菜市场将经历从分散到集中，从无序竞争到有序竞争，从“群雄并起”到形成几家头部企业，从服务企业客户到企业和零售市场的共同繁荣。

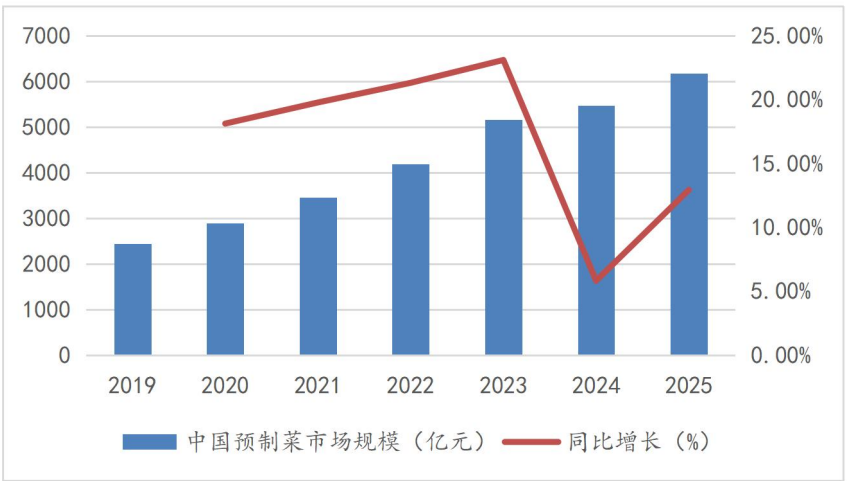
当前的预制菜市场高度分散，竞争激烈。根据天眼查的数据，截至 2025 年，我国的预制菜加工企业 7.3 万家，其中仅山东就有 9500 家，位居第一；河南、广东、江苏分别有 8400 家、8000 家和 7100 家。多数企业生产规模小，产品的标准化程度低，订单的季节波动亦大。根据证券时报 2022 年 4 月的报道，2020 年我国预制菜前十名生产企业的市场占有率仅为 14.23%，远低于日本等成熟市场超过 60%的水平。

造成市场分散的原因一是中华菜肴博大精深、烹制工艺复杂，并且菜肴的区域特征显著，在口味方面难以达成共识，而工业化对品质的损害更是潜在的消费者焦虑。对此，我们认为现代生活会冲抵传统认知，享有型和功能型餐饮未来将会分流，消费焦虑和消费个性很难阻挡功能型市场的形成。二是目前预制菜加工企业的现代化和规模化程度低，上市公司的平均产能规模仍然偏低，生产基地单一。而预制菜的配送半径较常温食品更短，分散的生产基地和仓储节点是企业走向规模化、从而一统市场的必要物质条件。2020 年以来，资本加速流入预制菜市场，企业所获融资增加，在资本助力下我国预制菜产业将从初级阶段向成熟阶段快速迈进。

1.2. 市场规模

根据艾媒咨询和食品伙伴网《2025 中国预制菜行业发展报告》的数据，截至 2025 年中国预制菜市场的规模达 6173 亿元，较 2019 年的 2445 亿元增加 3728 亿元，期间年均增幅达 21.78%，是近年来增长较快的市场之一。

图表 1：中国预制菜市场规模及增长（亿元；%）



资料来源：艾媒咨询，食品伙伴网，中原证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

预制菜市场按客户类型可分为 B 端和 C 端两大板块。B 端主要面向餐饮连锁、团餐、酒店、商超熟食区等企业客户，核心诉求是降本增效、标准化出品和稳定供应，具有采购量大、单品集中、定制化程度高、客户粘性强等特点；但在 B 端市场，客户议价能力较强，供应商的毛利率通常相对较低，且 B 端市场对研发响应、品控体系和冷链供应链效率的要求较高。C 端则面向家庭消费者和个人用户，核心诉求是便捷、美味、健康和性价比，购买频次相对分散，单品规模较小，品牌认知、渠道运营和营销推广的重要性突出。C 端市场的毛利率通常高于 B 端市场，但获客成本、品牌建设费用和消费者口味变化带来的不确定性也更大。

1.2.1. B 端市场

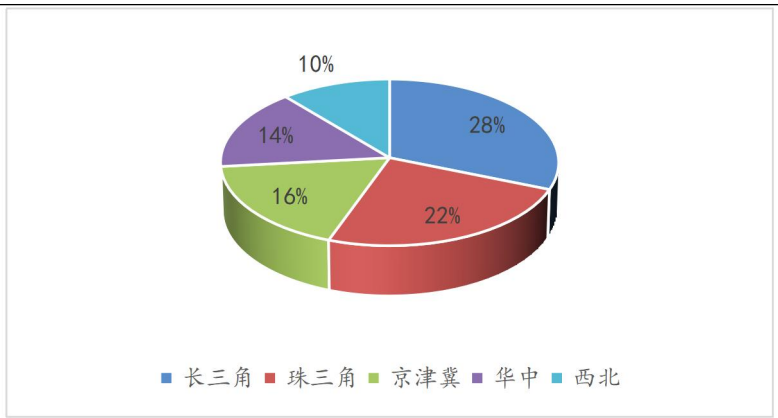
目前预制菜在餐饮 B 端的渗透率仍处于较低水平，随着市场推广的持续深入，未来引入预制菜的餐饮企业将逐步增多，渗透率仍有较大的提升空间。

根据《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》和世界中餐业联合会《中餐工业化发展报告（2025）》的披露，我们估算，如果以餐饮企业食材采购金额作为分母，预制菜在餐企采购中的平均占比自 2020 年以来维持在 10%至 15%区间。

尽管预制菜在餐企采购中的平均渗透率虽没有发生太大的变化，但预制菜在 B 端渗透的结构性特征显著：头部连锁餐饮企业的渗透率较高，如真功夫、吉野家等达 85%以上，但广大中小餐饮门店因菜品标准化程度低、供应链触达难，因而渗透率提升缓慢。所以，预制菜渗透率的整体爬坡实质是预制菜对中小餐饮门店进行覆盖的过程。

此外，预制菜的渗透率也因地域不同而呈现差异特征。根据《2025 至 2030 中国预制菜产业商业模式创新及区域市场渗透率研究报告》，在长三角、珠三角及京津冀等餐饮标准化程度高的区域，预制菜在 B 端的渗透率分别达到 28%、22%、16%；而在中西部地区，由于受制于供应链基础设施，渗透率仍处于较低水平，如在西北市场的渗透率仍不足 10%，因而也是未来预制菜增量的主要地区来源。根据广东省农业科学院蚕业与农产品加工研究所副所长的介绍，在广东省预制菜在 B 端的渗透率已达到 50%，这一数据远高于华南地区 22%的平均水平。可见，预制菜的渗透率与冷链基础设施、消费认知和社会开放程度均有关系。

图表 2：预制菜 B 端渗透率的区域差别



资料来源：《2025 至 2030 中国预制菜产业商业模式创新及区域市场渗透率研究报告》，中原证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

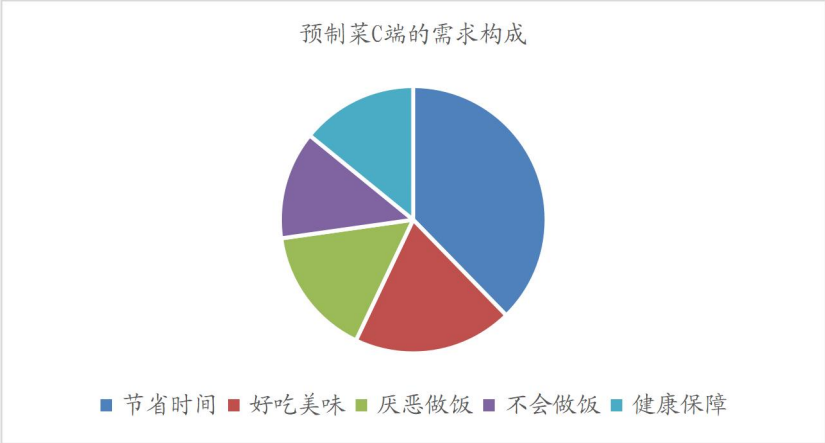
1.2.2. 向 C 端拓展

预制菜在中国零售市场的销售额已经经历了快速增长。根据艾媒咨询、日本预制菜协会和 GlobalData 的数据，2025 年国内预制菜在零售市场的销售额约 1973 亿元，在预制菜整体销售额中占比达到 32%；同期，日本的预制菜零售额是 5034 亿元，美国为 2420 亿元。尽管距他国仍有差异，预制菜在中国零售市场的销售额也已经经历了快速增长：从 2020 年的 450 亿元增至 2025 年的 1973 亿元，期间年均增速达到 56.41%。

目前，预制菜在中国零售市场呈现如下消费特征：

家庭小型化，女性普遍工作，年轻人崇尚“懒宅”等等社会现状，都是预制菜介入个体生活的内在原因。家庭小型化降低了做饭的必要性，同时抬高了做饭的成本；女性的社会属性增强，年轻人的“懒宅”崇尚，也都使得“做饭”的难度上升。根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，自 2016 年以来中国的家庭规模不断下降，截至 2019 年我国一人户家庭占比为 18%、二人户家庭占比为 30%，当前的平均家庭规模仅为 2.9 人。此外，关于采购预制菜的动机，美团曾在用户中做过市场调查，其中“节省时间”占据第一位，“厌恶或不会做饭”占据第二位，“好吃美味”和“安全保障”也颇具权重。由此可见，社会发展现状是预制菜介入个体生活的根本动因。

图表 3：预制菜在零售市场的需求构成



资料来源：美团 中原证券整理

预制菜的 C 端消费场景高度细分。其一，“一人食”经济是重要增长极：2025 年“一人食”餐饮市场规模预计突破 1000 亿元。由此，预制菜企业纷纷推出小包装产品。其二，节假日家庭消费是另一个增长极。2025 年春节，预制菜销售额突破 200 亿元，同比增长超 50%。除夕场景下，33%的受访者选择“自己做+预制菜辅助”，21%直接购买预制菜套餐；日常场景中，寒暑假和周末居家带动休闲预制菜销量攀升，工作日则以便捷正餐预制菜为主，呈现出明显的强季节和场景特征。

线上渠道是触达消费者的第一入口。库润数据《2025 年预制菜市场趋势洞察》显示，综合

下载日志已记录，仅供内部参考

电商平台的预制菜零售额连续两年居首；生鲜平台、新零售门店也是重要的线上渠道。库润数据的调研揭示：一线城市消费者在新零售门店购买预制菜的比例为 50.6%，二线城市为 60.8%，三线城市为 58.5%；作为对照，综合电商平台在一线、二线、三线城市的使用率分别为 52.2%、53.2%和 52.7%。因此，在二线和三线城市，新零售门店的渗透率甚至超过了综合电商平台。

华东市场消费领先，下沉市场正在跟进。根据春雪食品 2025 年年报，预制菜的消费区域集中度较高，华东、华南为核心消费市场。从实际调查来看，预制菜也正在从城市向县乡市场渗透，比如，农村宴席呈现了两种形态——高端宴席仍坚持本地厨师现场制作，而普惠性红白喜事则全面转向预制套餐。为了配合预制菜消费下沉趋势，企业通过“中央厨房+县域配送中心”的模式将标准化生产端延伸至基层市场。

高性价比是核心竞争力，品牌信任是最大的备书。预制菜作为大众消费的一个品类，消费者对其价格的敏感度较高。同时，品牌在购买决策中的权重显著：根据艾媒咨询《2024 年中国新春年菜消费市场研究报告》，67.4%的消费者在购买年菜时会考虑品牌。

消费者对预制菜的食品安全满意度小幅提升。根据库润数据《2025 年预制菜市场趋势洞察》，2025 年消费者对预制菜食品安全的满意度较 2024 年小幅提升 1%，但对价格合理性、营养均衡性的满意度呈下降趋势。这意味着，随着预制菜的食品安全改善，消费者对食品安全的焦虑缓解而对“质价比”的要求正在升级。

2. 政策扶植和资本参与

我国的预制菜行业起步相对较晚，但是在政策方针的大力支持下，在社会资本的积极参与下，近年来行业获得了长足的发展。自 2017 年以来，针对食品工业国家出台了一系列产业扶持政策，从强调食品安全，到大力推进食品工业现代化，再到绿色食品产业集群的打造，表明了对于预制菜行业快速发展全力支持的态度。

图表 4：预制菜行业相关政策文件内容

时间	相关政策文件	相关表述
2017 年 2 月	《“十三五”国家食品安全规划》	确保生产经营各环节数据信息采集留存真实、可靠、可朔源；食品安全标准与国际接轨，建立最严谨的食品安全标准体系。
2017 年 4 月	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	健全冷链物流标准和服务规范体系，完善冷链基础设施网络，鼓励冷链物流企业经营创新，提升信息化水平。
2017 年 5 月	《“十三五”食品科技创新专项规划》	推进食品产业和科技的融合，增强食品科技创新能力，培育食品领域的新业态和新兴产业。
2019 年 5 月	《关于深化改革食品安全工作的意见》	实行食品生产企业风险分级管理，建立覆盖基地贮藏、物流配送、市场批发、销售终端全链条的冷链配送体系。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	大力发展绿色食品产业，支持重大项目建设，强化绿色食品产业链，形成具有竞争力的产业集群，推动食品制造产业迈向万亿级门槛。
2021 年 11 月	《绿色食品产业“十四五”发展规划纲要》	明确“十四五”期间绿色食品产业发展目标，产业规模稳步扩大，从业企业达到 2.5 万家，产品数量达到 6.5 万个，标准化原料基地达到 800 个；绿色食品产业的产品结构进一步优化，加大畜禽和水产品占比；品牌影响力进一步扩大，品牌知晓率达到 80%。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：中原证券整理

预制菜市场的扩容趋势引来社会资本和更多企业的参与，资本参与进而推进产业的迅速发展。根据 IT 桔子、前瞻产业研究院等机构的数据，2020 至 2025 年期间，预制菜行业的融资经历了一个从过热到理性的完整周期。具体地，市场对预制菜的热度在 2021 至 2022 年达到较高水平，随后遇冷，至 2025 年融资规模已大幅萎缩。如下面的表格所列示：

图表 5：预制菜行业相关融资事项

年份	融资事件数量	融资金额（亿元）	关键特征
2020 年	12-22 起	13.77 亿元	疫情催化预制菜概念，融资开始升温。
2021 年	21-32 起	10.80 亿元	融资高峰，味知香、千味央厨上市。
2022 年	31 起	15.43 亿元	融资峰值，舌尖科技获 10.5 亿融资。
2023 年	7-8 起	8.95 亿元	资本热度骤降，事件数量大幅减少。
2024 年	10 起	11.16 亿元	热度持续低迷，单笔金额降至 0.55 亿元。
2025 年	少量（截至 4 月为 0 起）	4.74 亿元	融资降至五年最低水平。

资料来源：IT 桔子，前瞻产业研究院，中原证券整理

3. 千味央厨（001215）公司深度分析

3.1. 公司的基本情况

3.1.1. 股权结构

郑州千味央厨食品股份有限公司成立于 2012 年 4 月 25 日，注册地为河南省郑州市，拥有员工 2924 人，2021 年 9 月 6 日在深圳证券交易所主板上市，是 A 股市场“餐饮供应链第一股”。公司主营业务定位于为餐饮企业提供速冻面米制品的研发、生产和销售，是一家集研发、生产、销售为一体的餐饮供应链服务企业，秉承“以专业赋能全餐饮”的战略定位，为餐饮全场景提供食品供应解决方案。

截至 2026 年 6 月 30 日，公司的控股股东为共青城城之集企业管理咨询有限公司，持股比例 41.05%；实际控制人为自然人李伟，通过共青城城之集间接持有公司 41.05%的股份。从股东结构来看，截至 2026 年 6 月 30 日，前十大流通股东中，共青城城之集以 41.157%的持股比例位居第一，深圳网聚投资有限责任公司持股 3.310%，YU NAN 持股 2.131%，四川发展证券投资基金持股 1.257%。机构投资者中，中信证券资产管理（香港）、广发资产管理（香港）等境外机构出现在前十大流通股东之列，反映出一定的国际资本关注度。

3.1.2. 经营模式

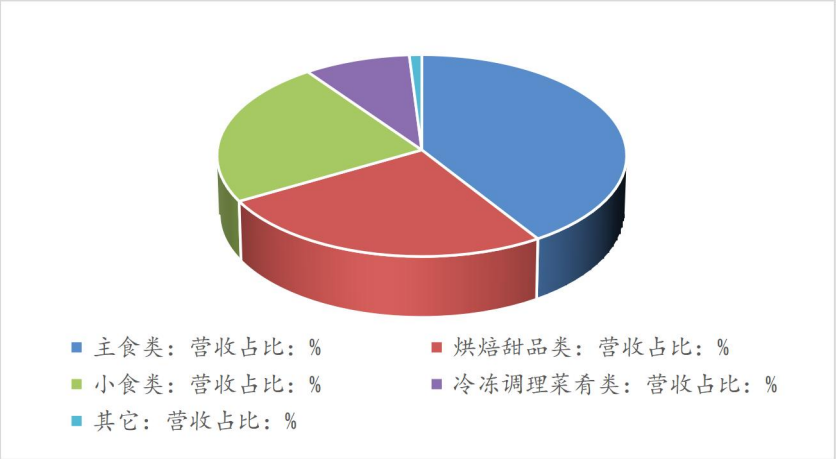
千味央厨的经营模式可以从产品结构、生产模式和销售模式三个维度来理解。

产品结构方面，公司产品分为四大类：主食类（油条、蒸煎饺、咸包、象形面点、烧麦、水饺、汤圆、糕类、八宝饭等）、小食类（芝麻球、地瓜丸、春卷、糍粑、粉面粥、饼类等）、烘焙甜品类（蛋挞类、丹麦类、派类、曲奇类等）、冷冻调理菜肴类及其他（爪类、鸡肉调理类、猪肉调理类、蔬菜制品等）。公司采用多品牌、多品类策略，主品牌“千味央厨”深耕 B

下载日志已记录，仅供内部参考

端市场，副品牌“兴客坊”依托主品牌影响力拓展渠道，另有“味宝”品牌布局茶饮配料业务。截至2026年中期，主食、小食、烘焙甜品、冷冻调理菜肴几大品类在营收中的占比分别为40.91%、23.34%、25.83%和8.88%。

图表6：产品口径收入结构（%；2026年中期）

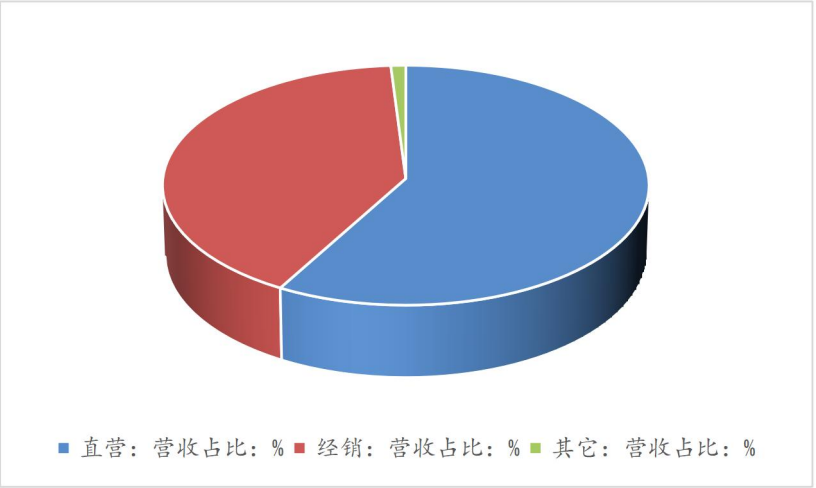


资料来源：中原证券研究所 iFinD

生产模式方面，公司以自主生产为主，以委托加工和外采为辅。核心产品大部分由自有车间完成全过程生产，部分工艺成熟的产品委托第三方加工，个别客户个性化要求的产品采取外采形式。

销售模式方面，公司主要采取直营和经销两种模式。直营模式面向全国性品牌连锁餐饮和零售企业，核心客户包括百胜中国（肯德基、必胜客）、海底捞、华莱士、老乡鸡、盒马、沃尔玛等，公司针对该类客户提供专属的产品设计和研发服务，定制化程度较高。经销模式通过约1952家经销商（截至2025年末）覆盖中小餐饮企业、团餐、酒店、宴席等终端场景，对经销客户主要销售通用品。从直营与经销的结构来看，截至2026年中期，直营模式的营收占比58.18%，经销占比40.78%。

图表7：渠道口径收入结构（%；2026年中期）



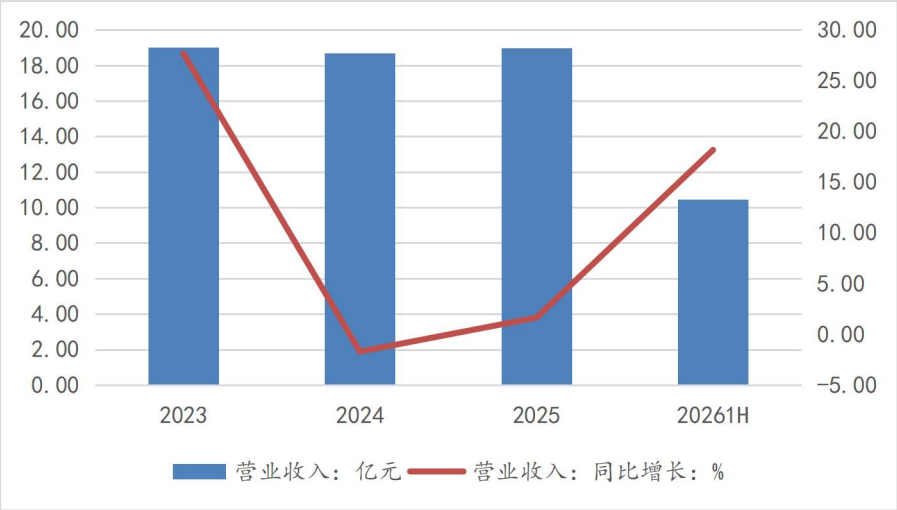
资料来源：中原证券研究所 iFinD

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.3. 财务表现

2026 年上半年，公司实现营业收入 10.47 亿元，同比增长 18.17%；实现扣非归母净利润 0.3 亿元，同比下降 12.97%。收入端增速显著回升，但利润端仍面临压力，主要原因是线上业务投流费用增加、海外子公司前期投入费用较大，以及部分初创子公司经营亏损。

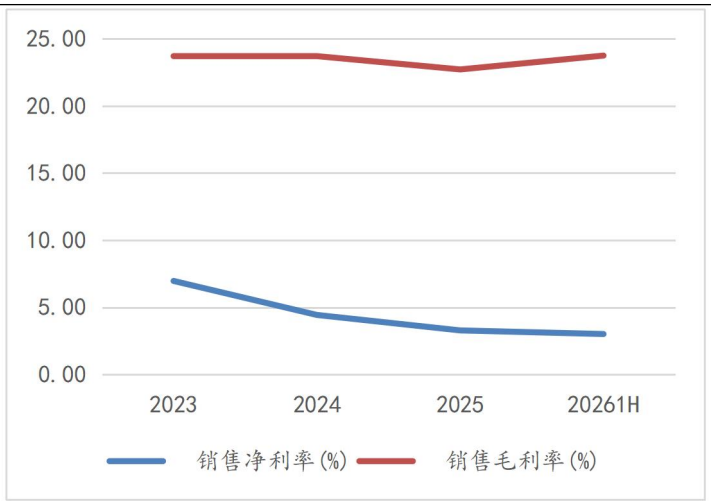
图表 8：公司近年营收规模及增长情况



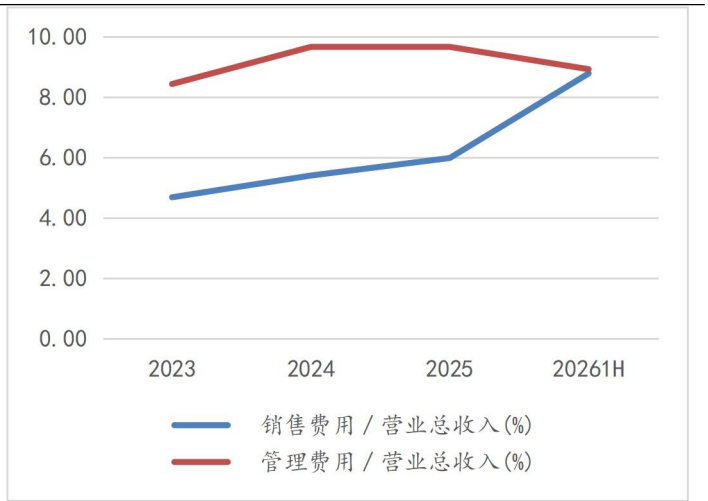
资料来源：中原证券研究所 iFinD

2023 年至 2026 年中期期间，千味央厨的产品毛利率基本保持平稳，净利率趋势性下行——从 2023 年的 6.97%降至 2026 年中期的 3.02%。净利率下滑主要因近年来公司的费用支出较大。2024、2025 年的管理费率升高至 9.66%和 9.66%，销售费率在 2025 年和 2026 年上半年升高至 5.98%和 8.78%。由于渠道战略的调整，近两年市场投流和开发方面的压力增加，导致公司的销售费率骤然升高，未来盈利改善取决于投流效率和产品结构升级。

图表 9：公司近年盈利水平变化



图表 10：公司近年费率的变化



资料来源：中原证券研究所 iFinD

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 公司的战略变迁

第一阶段（2012—2020 年）：聚焦 B 端，以大客户为核心

千味央厨成立之初的战略非常明确：以大客户为核心，专注 B 端餐饮市场。公司从为肯德基供应蛋挞皮起步，逐步将产品线扩展至安心油条、华夫饼、冷冻面团、烙饼、牛角包等多个品类。2016 年，在经历多年合作后，千味央厨成为百胜中国供应商体系中的最高级 T1 级供应商。这一资质不仅带来了稳定的订单，更重要的是形成了强大的信用背书，使公司得以相继拿下海底捞、华莱士、真功夫、九毛九、呷哺呷哺等全国性连锁餐饮客户。

在这一阶段，公司的战略重心是围绕大客户的菜单需求提供定制化产品，通过深度绑定头部客户来实现规模增长。公司建立了模拟餐厅后厨的产品设计理念，开发上市速冻面米类 SKU 超过 350 个。以油条系列为例，千味央厨细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景，针对性推出茴香小油条、麻辣烫小油条、火锅涮煮油条、外卖专用油条等多条产品线。这种“贴着餐饮场景做产品”的方式，使千味央厨在 B 端市场迅速站稳脚跟，2018 年至 2020 年，公司营收从 7.01 亿元增长至 9.44 亿元，年均复合增长率达到 11.55%。

第二阶段（2021—2024 年）：上市后的全国化扩张与品类多元化

2021 年 9 月 6 日，千味央厨成功登陆深交所主板，成为“餐饮供应链第一股”。

上市后，公司加速全国化产能布局。在郑州总部工厂之外，公司先后在河南新乡、安徽芜湖、河南鹤壁布局生产基地。

在产品层面，公司在传统的油条、蛋挞皮等主食类和小食类产品之外，开始重点培育烘焙甜品类和冷冻调理菜肴类。2024 年，冷冻调理菜肴类的营收增幅达 273.39%，成为增速最快的品类。

第三阶段（2025 年至今）：B+C 双轮驱动与全球化探索

面对传统经销渠道承压和 B 端竞争加剧的局面，公司明确提出全面推进 B 端与 C 端业务双轮驱动发展战略，着力打造成为现代速冻食品服务商。一方面持续巩固并强化 B 端业务传统核心优势，充分发挥头部大客户产品外溢效应；另一方面有序拓展 C 端销售渠道，构建全渠道业务布局。

在 C 端方面，公司成立电商事业部，在天猫、京东、抖音等平台开设旗舰店。根据公司 2024 年年报以及 2025 年半年报的披露，2024 年公司的线上销售额同比增幅达 96.14%；2025 年上半年小食类产品的线上营收同比增长达 498.94%。公司线上销售采取多平台协同的组合推广策略，抖音、京东、天猫及微信小店等渠道在品牌曝光、场景化营销及用户触达方面形成互补。

与此同时，公司启动海外布局。2026 年初，公司披露拟在马来西亚投资建设海外生产基地。该工厂将进行清真认证，以更匹配东南亚市场需求，缩短产品出口时间周期。公司将维持国内现有 B 端、C 端布局模式，以优势产品和渠道为基础，结合东南亚市场的文化及饮食习惯，依

下载日志已记录，仅供内部参考

托服务国际餐饮企业的品牌优势拓展当地市场。

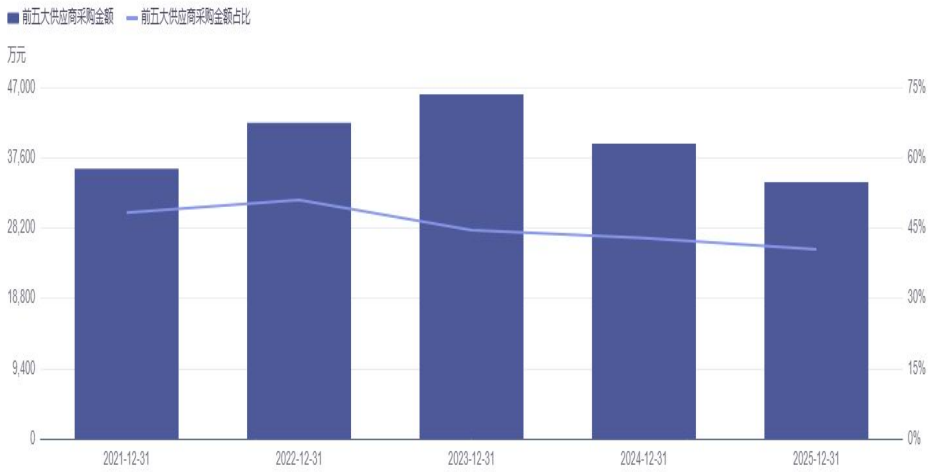
3.3. 公司的上游供货商

千味央厨的原材料采购涵盖面粉、油脂、糯米粉、肉类、蔬菜等多种品类。公司制订了国际级原材料采购标准，从源头严控食材品质，主要向中粮国际、益海嘉里、河南黄国粮业等大型粮油企业采购。凭借行业地位和生产经营规模优势，公司与主要供应商保持了长期稳定的合作关系，原料供应渠道稳定。根据公司官网的披露，其中中粮国际是千味央厨最大的面粉供应商，双方的合作始于 2012 年千味央厨成立之初；河南黄国粮业则为公司提供了糯米粉支持，协助打造了公司的首个大单品“芝麻球”。

公司的供应商结构呈现出高集中度与长期绑定的特征，通过规模承诺和长期合同换取供应稳定性与价格可预期性。2025 年，公司的前五名供应商合计供货金额 3.43 亿元，占年度采购总额比例为 40.45%，较 2022 年的 50.98%下降了 10.53 个百分点，采购集中度呈现趋势下行的态势。在采购模式上，公司采用合同加招标的方式，并根据原材料的不同属性采取差异化的采购策略。大宗农产品的价格波动周期长、单次采购金额大，适合年度锁价；而其他物料的价格变化更快、需求更灵活，适合更短周期的议价。公司的物流运输主要依托第三方冷链物流企业，并通过公开招标的方式选择承运商。

千味央厨的采购机制正在从传统的“大宗锁价+年度招标”向多维度的供应链管理演进。在供应商层面深化与中粮、益海嘉里等核心伙伴的战略绑定；在采购执行层面保留分层议价和锁价机制的灵活性；在成本管控层面从内部压减转向上下游协同；在质量层面维持一票否决的刚性约束；在物流层面通过油价联动和到岸价将运费成本透明化。这套机制的运行效率决定了公司在 B 端餐饮供应链这个天然低毛利行业中能否维持可持续的盈利能力。

图表 11：预制菜上市公司前五大供应商采购金额占比（%）



资料来源：中原证券研究所 iFinD

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4. 公司的下游客户结构

千味央厨目前已经形成了直营和经销两大渠道并行的客户结构。

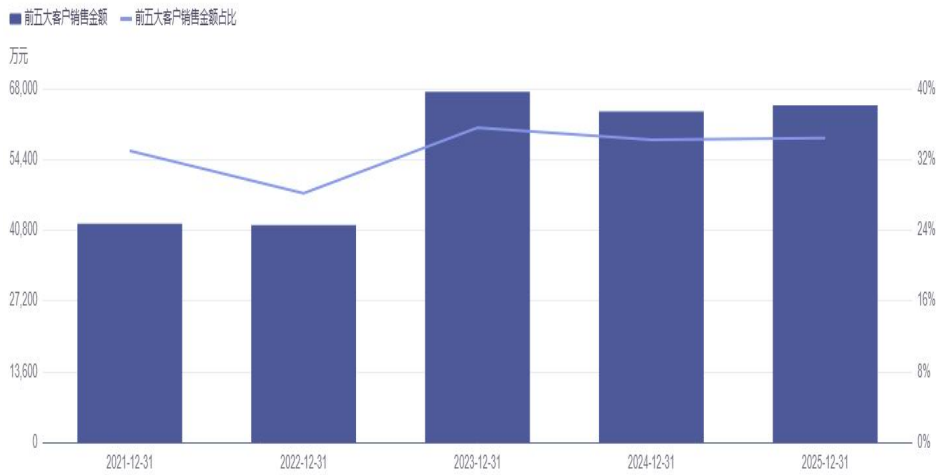
3.4.1. 直营客户

直营客户以全国性品牌连锁餐饮和零售企业为主，核心客户包括百胜中国（肯德基、必胜客）、海底捞、华莱士、老乡鸡、真功夫、九毛九、盒马、沃尔玛等。截至 2024 年，大客户数量为 173 家；截至 2025 年，大客户数量为 188 家，同比增加 8.67%。截至 2025 年末，百胜中国、海底捞、华莱士等头部餐饮企业贡献稳定订单；其中，前五大客户合计销售金额 6.48 亿元，占总销售金额比例为 34.4%。

按照我们的核算，2024 年至 2026 中期期间，公司的直营渠道营收录得了 18.55%的平均增长，意味着连锁餐饮和标准化餐饮近年来有可观的起色。关于增长的来源，公司表述为“主要得益于 B 端餐饮、团餐需求韧性复苏，公司亦抓住了渠道提升的机遇，传统餐饮大客户、新零售大客户均实现较快增长”。这一表述传递出直营渠道的结构变化。直营渠道的增长并非单一依赖传统的餐饮大客户，而是由传统餐饮大客户和新零售大客户共同驱动。

根据公司 2026 年半年报，公司的前五大客户合计收入 3.78 亿元，同比增长 18.60%。其中，前五大客户中仅有一家客户的收入下滑，其余四家均实现正增长，其中一个大客户的营收增速高达 138.59%，是拉动整体增长的核心变量。2025 年，前五大客户的销售贡献比率 34.4%，较 2023 年的 35.59%出现了些微下降，意味客户结构更加多元化，大客户结构正在从“一家独大”向“多极支撑”的方向发展。

图表 12：公司前五大客户销售金额占比变化趋势（%）



资料来源：中原证券研究所 iFinD

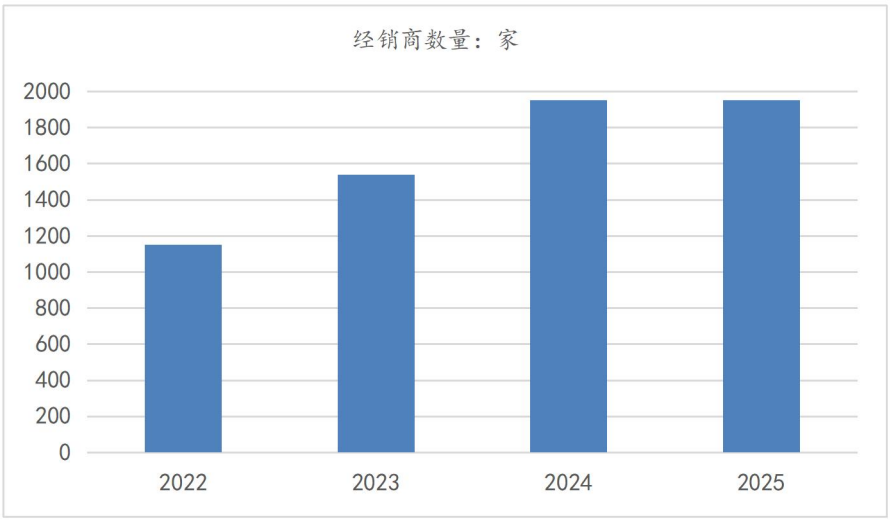
下载日志已记录，仅供内部参考

3.4.2. 经销客户

经销客户主要是指公司近两千家经销商，通过他们，公司产品覆盖了中小餐饮企业、团餐、酒店、宴席等中小 B 端场景。

截至 2025 年末，千味央厨的经销客户数量为 1952 家，其中北区 1067 家、南区 885 家。趋势上看，2022、2023、2024 年期间经销客户数量扩张较快，而 2025 年整体转入存量维持阶段。

图表 13：公司经销商数量变化



资料来源：中原证券研究所 iFinD

3.5. 公司的营销模式

3.5.1. 直营模式

直营模式是公司与部分餐饮企业客户直接签约、直接合作的一种销售模式，客户主要以品牌知名度较高的全国性连锁餐饮企业为主。公司针对该类客户的消费群体及菜单提供专属的产品设计和研发服务，以满足客户的个性化需求。

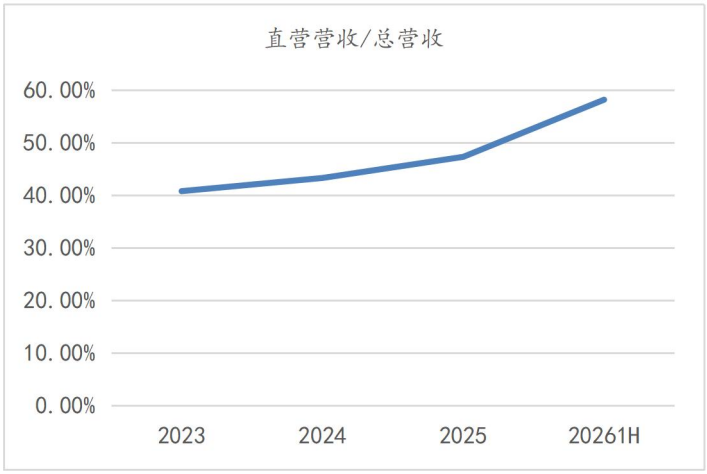
直营模式的核心优势体现在多个层面。首先是客户粘性极强。一旦进入大型连锁餐饮的供应链体系，便会获得长期稳定的订单。餐饮连锁企业的菜单更新需要提前进行产品研发、测试、试产和门店推广，供应商的切换意味着整个流程需要重新走一遍，因此客户不会轻易更换供应商。其次是订单规模大且稳定，有利于产能规划和成本摊薄。第三是大客户的品牌背书能产生“外溢效应”，吸引更多中小客户主动寻求合作。

从财务表现来看，直营模式是拉动公司整体营收增长的核心引擎。2026 年上半年，直营模式下的营收在总营收中的占比升至 58.18%，较 2025 年升高 10.87 个百分点。同时，2024 年以来直营毛利率呈现小步上升趋势，尤其 2026 年上半年环比改善显著，这是公司与大客户协商以共同承担成本变化的结果。

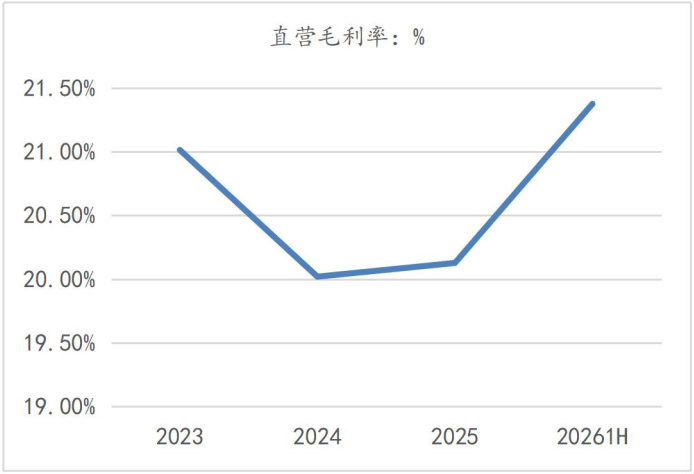
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14：直营销售占比趋势上升高



图表 15：直营毛利率显著改善



资料来源：中原证券研究所 iFinD

直营模式的局限性也不容忽视。首先是大客户集中招致的风险，一家大客户的收入波动将会影响公司整体业绩。其次，定制化产品意味着研发投入大、响应周期长。第三，大客户在谈判中往往占据强势地位，对公司的产品盈利形成持续压制。此外，如果公司业务过度依赖 B 端餐饮渠道，当餐饮需求波动或连锁门店扩张放缓时，供应商的业绩便会受到直接冲击。

3.5.2. 经销模式

经销模式是公司通过经销商作为中介向中小餐饮企业、团餐、酒店等实现产品供应的模式。这一模式的优势在于覆盖面广、市场渗透深，能够触达直营团队难以覆盖的碎片化终端场景，对直营模式形成良好补充。

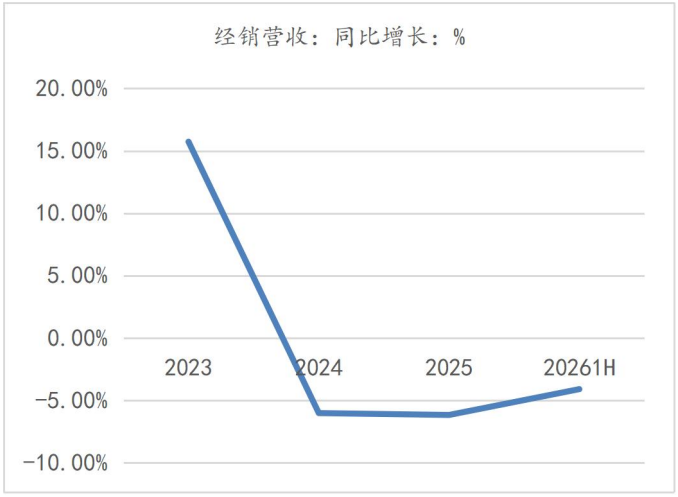
然而，经销模式面临的挑战同样突出。经销商制要求生产企业对终端价格和终端陈列具备较强的管控能力，这就势必加大生产企业的渠道投入、广告费用、促销等一系列的销售费用。而且，单个经销商的体量越小，就越难于管理。根据我们的测算，2025 年，公司单一经销商的平均营收规模为 50.5 万元，同期安井食品可达到 564.5 万元，二者相差 11.18 倍。尽管二者的经销商单体规模均呈现下降趋势，但其之间的规模差距仍较大，这意味着经销商的投入产出比也存在差距。

从财务数据来看，公司的经销渠道持续承压。2024 年、2025 年，公司经销渠道的销售收入分别为 10.51 亿元、9.86 亿元，分别同比减少 6.04%和 6.19%；2026 年上半年，经销渠道录得营收 4.27 亿元，同比下滑 4.12%。公司经销渠道的营收连续下滑，其主要原因是速冻食品行业已经呈现结构性分化，而传统米面品类遭受更为显著的同质化竞争。

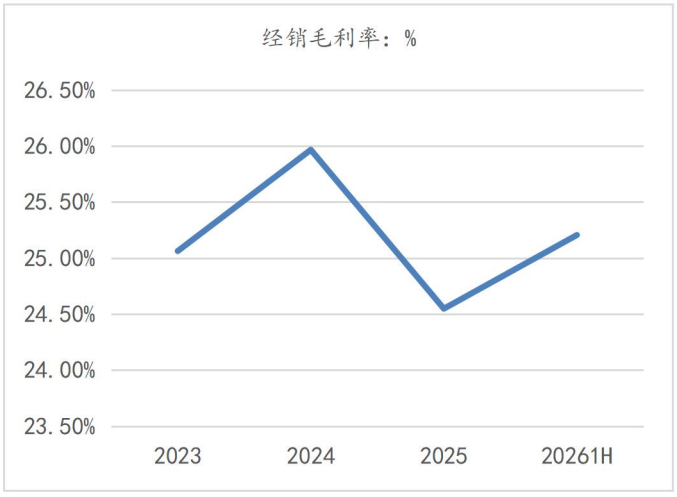
整体看，经销渠道当前处于“主动出清低效批发客户、引导经销商向终端服务场景转型”的调整期。公司在经销商渠道方面做了策略调整：以服务为导向，赋能经销商服务终端客户，如团餐、西快、商超熟食区等场景的客户，增加客户粘性，从而增加不同场景适配产品的销售。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16：经销收入增长趋势



图表 17：经销毛利率变化



资料来源：中原证券研究所 iFinD

整体来看，公司的营销模式正处于调整与优化时期，直营渠道虽然仍在增长，但增长主要来源于新客拓展，而前三大传统的餐饮客户收入出现下滑。经销渠道方面，传统批发型的经销商持续承压，而新兴的团餐、商超熟食等专业经销渠道尚在培育之中。2025 年至 2026 年上半年，经销渠道的毛利率同样地持续承压，这与行业竞争烈度有较大关系。目前，公司针对传统经销渠道的费用投入趋于平衡，往后将更关注客户质量，我们认为后续毛利率有望稳中有升。

3.6. 公司的产能布局和规划

千味央厨经过十余年的发展，已形成以河南为核心、辐射华东和华北的产能网络，目前的产能规模是公司自 2021 年上市以来持续推进扩张的成果。根据公司 2026 年半年报披露：截至 2026 年 6 月 30 日，公司在运营的产能为 12.88 万吨/年，在建产能为 2.4 万吨/年。其中，新乡三期项目产线已建成投用，但受下游需求不足影响，实际产量未达预期；红枫里厂区已完成搬迁，原厂区不再承担生产职能，红枫里 68 号现为公司总部基地及研发中心；芜湖百福源及鹤壁百顺源（一期）两个项目整体预定可使用状态日期已延期至 2027 年 1 月。

从产能的地理分布来看，公司的产能主要集中在河南和安徽两省。

新乡千味央厨食品有限公司是公司目前产能规模最大的生产主体。新乡三期项目设计产能 6.0 万吨/年，已于 2023 年 9 月正式投产，但受下游餐饮需求不足影响，实际产量未达预期，产能利用率偏低。

芜湖百福源食品有限公司是公司在华东地区的重要布局。华东地区是公司主要客户百胜中国、华莱士等的总部所在地，也是公司的主要销售区域。芜湖百福源一期已于 2022 年 8 月正式投产，年产 5 万吨速冻米面食品，初步实现了公司在华东地区的产能覆盖。二期项目已于 2024 年 6 月奠基，计划总投资 2.6 亿元。项目整体达到预定可使用状态的时间已延期至 2027 年 1 月。

鹤壁百顺源食品有限公司成立于 2023 年 3 月 9 日，位于浚县先进制造业开发区，计划总投资 3.08 亿元。该基地全部建成后，预计可达到年产 7.2 万吨速冻米面制品的产能规模。项目一

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

下载日志已记录，仅供内部参考

期一号车间已于2024年9月正式投产，但项目整体尚未完全建成，整体达到预定可使用状态的时间已延期至2027年1月。

公司披露产能出海的具体路径并已有落地。

根据公司在2026年1月15日和2026年4月26日投资者交流会上的披露，在海外产能方面，公司已于2026年初启动马来西亚生产基地的建设。该工厂将进行清真认证以匹配东南亚市场需求，并主要服务于当地的大B端客户。

综上，公司正处于产能建设的密集投入期。在建工程规模的增加、固定资产的持续投入以及折旧费用的上升，在短期内会对公司的利润率形成一定的压制。但从长期来看，产能的释放是公司突破增长瓶颈、支持全国化乃至全球化布局的必要前提，也是公司长期发展的基础性投入。随着产能利用率提升和规模效应显现，单位生产成本将有望下降，盈利能力也将随之改善。

3.7. 公司所处的竞争格局

预制食品的赛道竞争从C端向B端延展，并且日趋激烈，公司的先发优势正在被对手追赶。

在速冻食品行业的整体竞争中，安井食品和三全食品是体量远大于公司的对手。安井食品以小B端客户为主，它通过大商渠道主攻中小餐饮市场，经销商体系成熟且单商体量远超公司。三全食品以C端客户为主，但近年来持续加大对B端的布局力度，明确提出“未来B端业务占比要超过50%”。根据思念新品推介会上的介绍，思念食品也在瞄准连锁火锅店、串串香、麻辣烫等小B端餐饮市场。具体地，安井食品计划在2026年全面重构面向大型客户的定制模式，针对山姆、盒马、大润发、麦德龙等核心商超客户配置专属定制团队。三全食品与山姆、盒马、奥乐齐等头部新渠道达成合作，同时与沃尔玛、大润发、永辉等长期合作伙伴的关系进一步升级。

C端头部企业向B端市场的涌入，加剧了B端市场的竞争，行业竞争已从此前单一的价格竞争转向产品研发、供应链效率、品牌力等综合实力的竞争。在市场竞争白热化的背景下，参与企业的盈利能力持续恶化也毋庸置疑。

尽管B端市场的竞争日趋激烈，但在餐饮供应链的细分领域中，千味央厨在大B端定制化服务能力上具有差异化优势。公司凭借先发优势在百胜中国、海底捞等头部连锁餐饮供应链中占据重要卡位，这是竞争对手较难复制的能力，由此构筑了差异化优势。

千味央厨的核心竞争优势包括：

第一，大客户资源的先发优势。公司是国内最早专门服务B端餐饮的速冻面米企业之一。2018年度快餐Top10企业中有8家都是公司的客户，这种客户资源积累是后来者在中短期内难以完成的。公司是百胜中国T1级供应商，这一资质需要经过严格的工厂审核和产品验证，本身就是一道很高的竞争门槛。

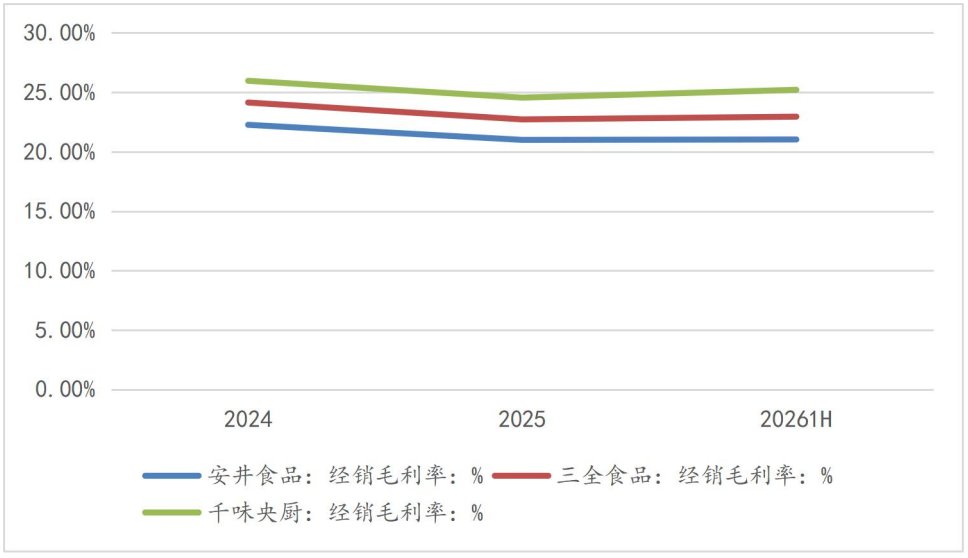
第二，定制化研发能力。公司在郑州、上海、深圳布局三大研发基地，其中深圳创意研发

下载日志已记录，仅供内部参考

中心于 2026 年 3 月正式揭牌，至此形成覆盖华北、华东、华南的研发矩阵。据公司 2024 年年报及 2025 年半年报披露，公司拥有发明专利、实用新型专利共计 85 项。截至 2025 年末，公司已开发上市的 SKU 超过 300 个，培育出油条、蒸煎饺、芝麻球等亿元级核心大单品。仅在油条这一单品上，公司就细分出六大场景，基本覆盖了餐饮油条消费的主流场景。在稳固传统优势产品的领先地位时，公司重点加大了烘焙甜品类及冷冻调理菜肴类产品的开发和推广力度，力争未来培育出新的亿元级核心品类。根据公司 2025 年半年报、2025 年业绩说明会、2026 年半年报以及 2026 年 8 月 30 日投资者交流会的披露，烘焙甜品主要由蛋挞类、丹麦类、派类三条产品线驱动：2025 年实现收入 4.22 亿元，同比增长 15.64%；2026 年上半年实现收入 2.70 亿元，同比增长 31.86%。冷冻调理菜肴类的产品矩阵目前涵盖爪类、鸡肉调理类、猪肉调理类、蔬菜制品等具体品类。冷冻调理菜肴类 2025 年实现收入 1.67 亿元，同比增长 18.09%；2026 年上半年的收入同比增长达到 42.59%，是四大品类中增长弹性最大的一个。

第三，经销渠道的盈利略优于同行。尽管千味央厨的经销商单体规模较小，但它的经销渠道毛利率略优于同行，我们认为渠道的产品结构和厂商服务溢价是其主要原因。以 2025 年为例，安井食品、三全食品、千味央厨的经销毛利率分别为 21%、22.72%、24.55%，千味央厨高出同行分别 3.55、1.83 个百分点。

图表 18：预制菜上市公司经销渠道毛利率比较



资料来源：中原证券研究所 iFinD

第四，品类创新能力。公司在 2025 年上半年的管理层讨论中解释了创新品类的增长逻辑：一方面针对核心大客户提供定制化的预制菜产品，另一方面向经销商渠道提供适合团餐、宴席场景的通用型预制菜产品，两条线并行推进。在烘焙甜品领域，公司的创新聚焦于蛋挞类、丹麦类、派类三条产品线，针对不同餐饮场景做形态和口味的差异化开发；在冷冻调理菜肴领域，公司的创新方向更侧重于 B 端场景的快速响应和定制化开发。

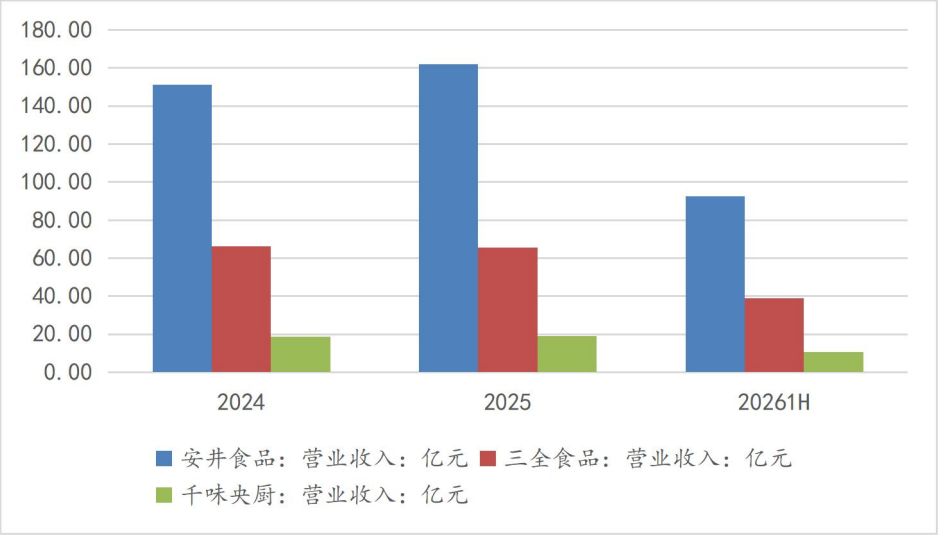
千味央厨的竞争劣势包括：

第一，相对规模处于一定的劣势。公司在 2021 年上市时被冠以“餐饮供应链第一股”的称

下载日志已记录，仅供内部参考

号，“第一”更多是对公司在细分赛道上的定位和创新的赞誉，而非规模意义上的领先。相比头部预制菜企业，公司有一定的规模劣势。以 2025 年为例，安井食品、三全食品、千味央厨的营收规模分别为 161.93、65.41、18.99 亿元，规模悬殊较大。

图表 19：预制菜上市公司的营收规模比较



资料来源：中原证券研究所 iFinD

收入规模主要受到产能的局限，而产能需求以市场需求作为依托。从产能上看，截至 2026 年 6 月 30 日千味央厨投入运营的产能为 12.88 万吨/年，在建产能 2.4 万吨。安井食品在 2025 年年报中披露其各工厂的合计产能为 129.07 万吨，两者的在运产能相差十倍。思念食品的年生产能力超过 90 万吨;三全食品虽未在年报中单列产能数字,但作为国内首家速冻面米食品企业，其“规模最大、市场网络最广”的行业地位是建立在产能基础之上的。

规模限制将会带来其它方面的不便。在采购端，由于原料采购规模有限，企业对上游供应商的议价能力亦受限；在生产端，固定成本摊销的空间有限，对毛利率形成压制。规模劣势是公司面临的底层约束，其品类创新和渠道转型的努力，在很大程度上都是在有限的规模底盘上寻求结构性突破。

第二，传统大单品面临生命周期的考验。油条、芝麻球、蒸煎饺等曾经奠定公司行业地位的传统大单品目前正在面临着存量竞争。2025 年，主食类销售量同比仅微增 0.23%，小食类销售量则同比下降 8.48%。一方面传统品类的增长瓶颈显现，另一方面新产品无法迅速扩大市场占有率。任何商品都存在从导入期、成长期到成熟期、衰退期的生命周期曲线，传统大单品目前正处于从成熟期向中后段过渡的阶段，其增速放缓甚至出现负增长。传统品类的存量在收缩，而新品的增量尚未形成足够体量来对冲，这就在新旧动能转换期形成了一个增长缺口。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

下载日志已记录，仅供内部参考

3.8. 公司的发展前景

3.8.1. B 端深耕与客户结构优化

公司在稳固百胜中国、海底捞、华莱士等核心客户的基础上，积极开拓地方特色连锁餐饮、咖啡茶饮、新零售等新兴客户群体，并持续拓展零售 KA 自有品牌定制渠道。公司通过持续导入新品寻求增长，同时将聚焦新零售渠道，重点开拓会员店与商超业态。公司管理层表示，将借助烘焙类和冷冻菜肴类产品推进海底捞、沃尔玛、盒马等头部直营客户的合作，以高性价比产品适配客户下沉战略。

根据公司 2025 年年报，2025 年公司大客户数量从 2024 年末的 173 家增长至 188 家，同比增加 8.67%。根据公司 2026 年半年报，2026 年上半年公司前五大直营客户合计收入同比增长 18.60%，其中第二大客户收入同比增长 138.59%。从上述数据可见，B 端深耕和客户多元化的战略成效显著。

3.8.2. C 端突破与线上渠道放量

C 端业务是公司战略配置的重要方向。公司线上零售采取多平台协同的组合策略，在抖音、京东、快手、淘宝、天猫、拼多多、小红书等主流电商渠道开设店铺。根据公司 2026 年半年报以及 8 月 30 日投资者交流会的披露，2026 年上半年线上销售收入达 1.04 亿元，同比增长 131.71%；线上销售毛利率高达 38.12%，显著高于公司整体毛利率水平。线上零售成为 C 端增长的主要驱动力。

但是，C 端市场竞争激烈，品牌建设投入大，对公司利润形成拖累。根据公司 2026 年 8 月 30 日投资者交流会的披露，公司 2025 年电商投入规模较大，计划 2026 年将新老品牌合并，费用投入会向能带来利润的业务模块倾斜。管理层表示：新渠道当前处于探索过渡期，前期不可避免会有部分费用投入，未来会适时调整运营模式和产品结构，兼顾盈利和销量增长。

3.8.3. 品类结构向高附加值方向升级

公司在 2025 年明确表示“重点加大烘焙类及冷冻调理菜肴类产品的开发和推广力度，力争未来 3 至 5 年内培育出新的亿元级核心品类”。烘焙甜品类和冷冻调理菜肴类是公司重点培育的两大潜力赛道，也是品类升级的实际动作之一。

公司烘焙甜品类产品主要为蛋挞类、丹麦类、派类、曲奇类等，2025 年度品类增长较好，主要来自蛋挞、丹麦、派三类产品共同贡献的增量。在市场推广方面，通过挖掘核心城市各类餐饮消费场景的适配需求，持续优化产品适销性，以点带面推动全国同类型场景规模化开发。并且，公司围绕重点产品开展专项推广行动，着力打造核心大单品，结合新品矩阵构建“大单品+新品”组合销售模式。

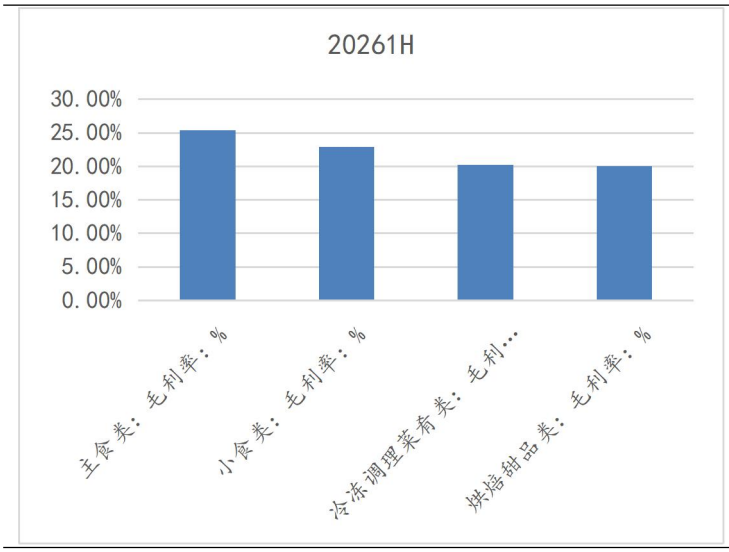
冷冻调理菜肴类适配团餐等场景，也满足餐饮企业降本增效的需求。根据公司 2026 年半年报的披露，2026 年上半年冷冻调理菜肴类销售量同比增长 71.01%，市场需求扩容和产品迭代升级带动订单量大幅增加。

下载日志已记录，仅供内部参考

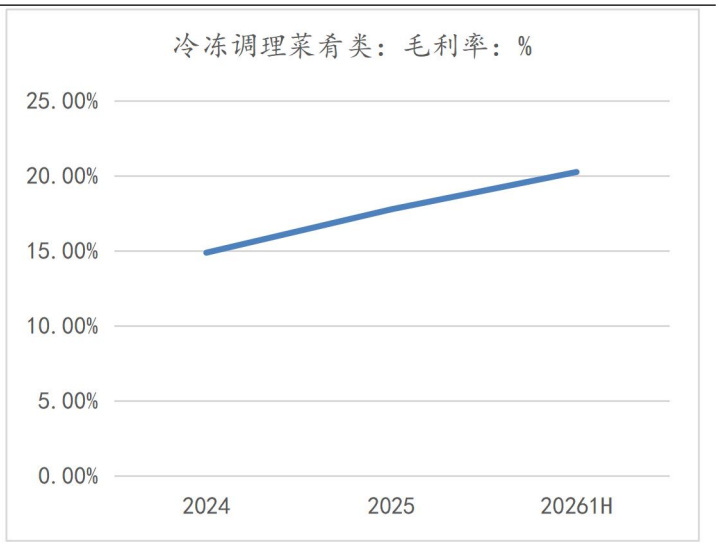
将烘焙甜品类和冷冻调理菜肴类视为公司向高附加值升级的实际行动，核心在于这两个品类同时具备增速领先、战略聚焦、资源倾斜三个特征，且其产品属性本身代表着从“标准化米面制品”向“场景化解决方案”的跃迁，是在产品形态、技术复杂度、客户场景和供应链能力四个维度上同时向上迁移，构成了公司从“速冻米面制品供应商”向“餐饮供应链解决方案服务商”转型的产品基础。传统主食类和小食类的核心单品本质上是高度标准化的基础食材，技术门槛相对有限，同质化竞争激烈，客户切换供应商的成本较低。而烘焙甜品类和冷冻调理菜肴类的产品逻辑却不同，其对研发能力、工艺精度和定制化响应速度的要求，远高于传统米面制品，也由此可提升自身的竞争门槛。

但是，新品类正处于规模爬坡阶段，由于产能利用率不足，固定成本摊销不充分、毛利率偏低是正常现象。2025 年，冷冻调理菜肴类毛利率同比提升了 2.89 个百分点，2026 年上半年较 2025 年进一步升高 2.48 个百分点，品类升级的效率正在逐阶显现，同时也是品类放量的结果。

图表 20：公司各品类毛利率比较（2026 年上半年；%）



图表 21：公司冷冻调理菜肴类的毛利率呈上升趋势



资料来源：中原证券研究所 iFinD

3.8.4. 产能扩张与全球化布局

根据公司 2026 年 1 月 15 日披露的《郑州千味央厨食品股份有限公司投资者活动记录表》，公司拟在马来西亚投资约 8000 万元建设海外生产基地。根据公司 2025 年年报的披露，公司将依托东南亚市场，构建现有海外客户扩区扩品、国内中餐出海供应链服务、海外本土餐饮市场开拓三级销售体系。据公司国际贸易部负责人在行业座谈会上的介绍，公司产品已进入泰国、新加坡等地的肯德基、麦当劳等连锁餐饮。

将千味央厨的东南亚布局放在企业全球化的理论中审视，这属于市场寻求型的对外直接投资，其核心驱动力是扩大市场容量、靠近客户、获取新的需求增长极。正如同公司在 2026 年 1 月的公告中给出的理由“为进一步开拓海外市场，优化全球供应链，提升国际竞争力”，可见“开拓海外市场”是第一位的，“优化全球供应链”是配套性的。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司海外项目部负责人在介绍马来西亚工厂时表示：这家工厂“主要服务于大 B 端客户”，当前生产蛋挞和油条两类产品。根据客户跟随理论，当供应链企业的核心客户向海外扩张时，供应商面临一个战略抉择：跟随客户进入海外市场，或者任由客户关系被当地供应商替代。千味央厨的核心客户——百胜中国、海底捞、华莱士——都在加速海外布局。这些客户在海外开店时，面临一个供应链上的现实问题：如果从中国进口速冻面米制品，跨境物流周期长、冷链成本高、报关仓储环节复杂，供货稳定性和响应速度都难以满足门店运营的要求。因此，跟随客户出海本质上是用地理扩张来保护客户关系资产，是市场寻求型全球化中最具战略防御性的一种形态。

从市场容量的角度审视，东南亚确实具备承接千味央厨产能的客观条件。安井食品管理层曾引用行业数据指出：东南亚速冻食品市场 2024 年至 2029 年的复合增长率预计为 14.0%，且该地区前五大公司的市场份额低于 5%，市场集中度极低，属于典型的分散型市场。这意味着，第一，东南亚市场本身在快速增长，增量空间足够大；第二，市场尚未被少数巨头锁定，新进入者有机会在行业整合期到来之前建立份额。

东南亚市场的吸引力还体现在几个结构性特征上。马来西亚华人群体庞大，中式餐饮文化基础深厚，对油条、蛋挞等中式速冻面米产品的接受度高。中餐出海东南亚正在加速，大量中国餐饮品牌在马来西亚、新加坡、泰国等地开店，这些品牌对国内供应链的依赖程度很高，而千味央厨作为国内 B 端速冻面米的头部供应商，天然具备承接海外供应链需求的能力。此外，东南亚市场的连锁餐饮渗透率正在提升，便利店、商超现制烘焙、咖啡茶饮等业态对标准化速冻半成品的需求相应增长，这正是千味央厨可以复用的产品能力和服务模式。

4. 投资策略及风险提示

4.1. 投资策略

公司目前处于经营底部向上修复的拐点期，同时具备品类结构升级和全球化布局两条中长期增长主线。短期来看，2026 年一季度收入端的强劲复苏和新零售渠道的放量已经验证了公司主动调整策略的有效性；中期来看，烘焙甜品类和冷冻调理菜肴类的持续增长将逐步替代传统品类成为核心增长引擎；长期来看，马来西亚工厂的投产和东南亚市场的本地化供应将为公司打开新的增长空间。在万亿预制菜赛道从野蛮生长走向结构化增长的背景下，千味央厨作为具备 B 端定制化研发能力和头部客户资源的供应链企业，有望在行业整合期进一步巩固竞争地位。

公司当前的盈利修复取决于三个关键变量：直营渠道持续增长、经销渠道降幅收窄以及费用投放效率提升。从 2026 年一季度的表现来看，直营渠道增速向好，大 B 端客户更注重效率和质量稳定性，双方通过协同降本而非互卷的方式维持价格稳定。毛利率改善的方向较为明确：产品结构向高附加值品类倾斜、直营渠道毛利率持续提升、行业竞争边际趋缓，三重力量共同支撑毛利率从 2025 年的低位逐步修复

我们预测公司 2026、2027、2028 年的每股收益分别为 0.8、0.9、1.12 元，参照 10 月 16

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

下载日志已记录，仅供内部参考

日收盘股价 30.19 元，对应的市盈率分别为 37.73、33.70、26.85 倍，给予公司“谨慎增持”投资评级。

4.2. 风险提示

第一，传统品类收入下滑的风险。若行业同质化竞争进一步加剧，传统品类的收缩程度将会超出预期。

第二，B 端大客户较为集中，单一客户的订单波动可能对公司业绩产生较大影响。

第三，海外业务具有不确定性。马来西亚工厂的投产进度、清真认证的取得时间以及东南亚市场的客户拓展节奏均存在不确定性，短期内海外业务对营收的贡献有限。

第四，原材料成本波动风险。受国际局势影响，石油及相关原料存在阶段性价格波动，到岸价模式下油价波动可能联动调整运输费用。

第五，C 端业务承受较大的费用投放压力。电商渠道处于探索过渡期，前期费用投入较多，若投流效率未能有效提升，将会对利润形成持续拖累。

第六，人民币汇率波动将会影响公司的财务费用。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**931**	**908**	**908**	**902**	**925**
现金	477	447	414	370	363
应收票据及应收账款	115	120	137	154	167
其他应收款	5	8	9	9	9
预付账款	7	14	17	18	18
存货	274	255	261	274	283
其他流动资产	54	62	70	78	84
非流动资产	**1,391**	**1,508**	**1,641**	**1,771**	**1,864**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,045	1,249	1,408	1,519	1,601
无形资产	73	71	72	72	72
其他非流动资产	273	188	161	179	191
资产总计	**2,322**	**2,415**	**2,549**	**2,673**	**2,789**
流动负债	**377**	**487**	**531**	**562**	**581**
短期借款	0	66	96	116	126
应付票据及应付账款	251	251	262	274	284
其他流动负债	127	170	174	171	171
非流动负债	**123**	**93**	**106**	**114**	**102**
长期借款	78	46	56	64	52
其他非流动负债	45	47	50	50	50
负债合计	**500**	**581**	**638**	**676**	**683**
少数股东权益	0	-1	-2	-3	-4
股本	99	97	97	97	97
资本公积	1,152	1,084	1,084	1,084	1,084
留存收益	641	705	783	870	979
归属母公司股东权益	1,822	1,836	1,913	2,000	2,110
负债和股东权益	**2,322**	**2,415**	**2,549**	**2,673**	**2,789**

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**133**	**210**	**167**	**179**	**219**
净利润	83	63	77	86	108
折旧摊销	83	95	103	115	123
财务费用	3	3	5	6	6
投资损失	0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-54	40	-19	-29	-21
其他经营现金流	18	11	3	2	3
投资活动现金流	**-309**	**-229**	**-236**	**-245**	**-218**
资本支出	-329	-228	-225	-239	-212
长期投资	20	-3	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-12	-6	-6
筹资活动现金流	**370**	**-12**	**36**	**22**	**-8**
短期借款	0	66	30	20	10
长期借款	-106	-32	10	8	-12
普通股增加	13	-2	0	0	0
资本公积增加	572	-68	0	0	0
其他筹资现金流	-109	24	-4	-6	-6
现金净增加额	**193**	**-32**	**-33**	**-44**	**-7**

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,868**	**1,899**	**2,113**	**2,299**	**2,470**
营业成本	1,426	1,468	1,624	1,778	1,894
营业税金及附加	19	19	19	19	20
营业费用	101	113	147	157	168
管理费用	180	184	190	198	212
研发费用	24	22	25	26	28
财务费用	-2	1	1	3	3
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	4	7	4	4	3
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
资产处置收益	-2	-1	-1	-1	0
营业利润	**122**	**97**	**111**	**121**	**148**
营业外收入	3	2	3	3	3
营业外支出	3	5	4	3	5
利润总额	**121**	**94**	**110**	**120**	**146**
所得税	38	32	33	34	38
净利润	**83**	**63**	**77**	**86**	**108**
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	**84**	**64**	**78**	**87**	**109**
EBITDA	205	194	213	238	272
EPS（元）	0.86	0.65	0.80	0.90	1.12

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	-1.71	1.64	11.25	8.83	7.45
营业利润（%）	-24.52	-20.05	14.31	8.54	22.97
归属母公司净利润（%）	-37.67	-24.04	22.30	11.97	25.50
获利能力					
毛利率（%）	23.66	22.71	23.11	23.32	23.35
净利率（%）	4.48	3.35	3.68	3.79	4.42
ROE（%）	4.59	3.46	4.06	4.35	5.18
ROIC（%）	4.39	3.35	3.73	4.05	4.82
偿债能力					
资产负债率（%）	21.54	24.04	25.01	25.27	24.48
净负债比率（%）	27.46	31.65	33.36	33.82	32.41
流动比率	2.47	1.86	1.71	1.61	1.59
速动比率	1.58	1.18	1.05	0.95	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.80	0.85	0.88	0.90
应收账款周转率	17.53	16.16	16.43	15.82	15.39
应付账款周转率	6.03	5.85	6.33	6.58	6.78
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.86	0.65	0.80	0.90	1.12
每股经营现金流（最新摊薄）	1.37	2.16	1.72	1.85	2.25
每股净资产（最新摊薄）	18.75	18.90	19.69	20.59	21.71
估值比率					
P/E	35.05	46.14	37.73	33.70	26.85
P/B	1.61	1.60	1.53	1.47	1.39
EV/EBITDA	12.95	17.61	12.57	11.55	10.14

资料来源：中原证券研究所，聚源

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

下载日志已记录，仅供内部参考

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅－10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15%以上；
增持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5%至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－10%至 5%；
减持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－15%至－10%；
卖出：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。