



餐饮需求回暖，供应链龙头竞争力提升

餐饮供应链行业深度报告

核心逻辑：

► 行业更新：促内需方向明确，餐饮消费重要性提升

2026 年作为“十五五”开局之年，国家将服务消费置于扩内需的核心位置，餐饮行业作为重点受益领域，受益于从中央定调到地方落地的全方位政策红利。餐饮需求稳步回升，统计局数据显示 2025 年全国餐饮收入达 5.8 万亿元，同比增长 3.2%，春节期间年夜饭预订与商圈客流的爆发式增长进一步验证了终端韧性。餐饮供应链作为餐饮行业高质量发展的底层支撑，持续享受政策红利与行业扩容双重利好，具备高确定性的中长期成长空间。与此同时，行业竞争态势发生积极变化，价格战转向价值竞争，龙头企业通过控费增效实现了盈利能力的显著修复，盈利水平已呈现筑底回升态势。

► 行业驱动力：连锁化率提升+降本增效，推动行业扩容

我国餐饮供应链市场规模已突破 2.6 万亿元，是餐饮规模化发展的核心支撑。驱动市场扩容的核心动力来自两方面：一是餐饮连锁化率持续提升达 23%，催生了对标准化食材的刚性诉求；二是餐饮企业降本增效的迫切需求，使用标准化食材可将人工成本占比从 22%降至 12%，并提升净利润水平。此外，冷链物流基础设施持续完善，冷库与冷藏车保有量稳步增长，有效拓宽食材销售半径，支撑行业快速发展。

► 行业发展方向：集中度提升+不仅新零售，步入价值竞争时代

随着餐饮连锁化加速，行业正经历从分散向集中的跨越，竞争核心从“价格战”转向以研发创新和供应链能力为核心的“价值战”。外延并购已成为龙头企业优化资源配置、快速绑定大客户的重要手段，如安井、千味央厨等均通过收购切入细分赛道或供应体系。同时，新零售成为重要增量渠道，安井、立高等龙头在商超、即时零售渠道实现高增长，打开第二增长曲线。

► 海外对标：借鉴美日成熟经验，全链路管理与效率至上筑就壁垒

美日餐饮供应链市场展现了高集中度、高度标准化和效率至上的特征，其中美国 CR3 分销商占据超 30% 的市场份额；日本市场则在长期的存量竞争中形成了“极致性价

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

比”与“效率至上”的工业化供应体系。以全球巨头 Sysco 为例，其通过 200 多次并购实现全球化扩张，并凭借自建冷链物流和全面的数字化转型构筑了极高的竞争壁垒，其重资产运营与一站式服务模式为中国供应链龙头的发展提供了重要参照。

► 个股更新推荐

安井食品：业绩拐点明确，产品结构升级与渠道多元化驱动成长。参考最新业绩报告，我们上调公司 80.09/196.54/213.17 亿元的预测至 185.88/206.55/224.73 亿元，上调 26-28 年 EPS 5.11/5.86/6.58 元的预测至 5.40/6.16/6.88 元，对应 5 月 7 日 104.26 元的收盘价 PE 估值分别为 19/17/15 倍，维持买入评级。

锅圈：社区央厨战略升级+万店规模效应+供应链一体化布局。我们维持公司 26-28 年营业收入 101.80/119.07/136.12 亿元的预测，26-28 年 EPS 0.22/0.29/0.35 元的预测，对应 5 月 7 日 3.27 元港币的估值分别维 13/10/8 倍，维持买入评级。

立高食品：冷冻烘焙与奶油业务双爆发，渠道拓展与国产替代带来盈利弹性。我们调整公司 26-27 年营业收入 49.65/54.89 亿元的预测至 47.84/52.72 亿元，新增 28 年 57.58 亿元的预测，调整 26-27 年 EPS 2.26/2.66 元的预测至 1.91/2.30 元，新增 28 年 2.65 元的预测；对应 5 月 7 日 29.58 元的收盘价 PE 估值分别为 15/13/11 倍，维持“增持”评级。

巴比食品：我们预测公司 26-28 年营业收入分别为 21.65/25.44/29.74 亿元，分别同比+16.5%/+17.5%/+16.9%，归母净利润分别为 3.15/3.70/4.39 亿元，分别同比+15.4%/+17.5%/+18.7%，EPS 分别为 1.32/1.55/1.83 元，对应 5 月 7 日 22.92 元的收盘价 PE 估值分别为 17/15/13 倍，首次覆盖，给予买入评级。

千味央厨：深耕 B 端，大客户稳定+新零售放量，业绩边际改善可期。我们调整公司 26-27 年营业收入 22.31/24.04 亿元的预测至 21.05/23.47 亿元，新增 28 年 25.51 亿元的预测；调整 26-27 年 EPS 1.07/1.20 元的预测至 0.93/1.09 元，新增 28 年 EPS 1.23 元的预测；对应 5 月 7 日 48.20 元的收盘价 PE 估值分别为 52/44/39 倍，维持买入评级。

风险提示

行业竞争加剧、消费复苏不及预期、食品安全

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603345.SZ	安井食品	104.26	买入	4.40	5.40	6.16	6.88	24	19	17	15
2517.HK	锅圈	3.270	买入	0.16	0.22	0.29	0.35	19	13	10	8
300973.SZ	立高食品	29.58	增持	1.83	1.91	2.30	2.65	16	15	13	11
605338.SH	巴比食品	22.92	买入	1.14	1.32	1.55	1.83	20	17	15	13
001215.SZ	千味央厨	48.20	买入	0.66	0.93	1.09	1.23	73	52	44	39

资料来源：wind、华西证券研究所

最新港币汇率：0.87 元

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

正文目录

1. 基本面更新：餐饮需求回暖，餐饮链行业竞争趋缓.....	5
1.1. 政策端：促内需方向明确，餐饮消费重要性提升.....	5
1.2. 餐饮消费回暖，数据端持续验证.....	6
1.3. 行业竞争趋缓，龙头地位稳固.....	6
2. 产业链拆分：供需两端驱动力强劲，支撑行业扩容.....	8
2.1. 餐饮供应链连接产业上下游，规模突破 2.6 万亿元.....	8
2.2. 连锁化率提升+降本增效，推动行业扩容.....	8
2.3. 冷链物流基础设施完善，支撑行业发展.....	10
3. 发展趋势展望：集中度提升，强者恒强.....	11
3.1. 价格战转向价值战，龙头优势凸显.....	11
3.2. 并购加速绑定客户，行业整合趋势明显.....	11
3.3. 布局新零售，增量渠道是看点.....	12
4. 海外对标：成熟市场高集中度+标准化+效率至上.....	13
4.1. 美日行业成熟，工业化市场催生行业发展.....	13
4.2. Sysco 全链路供应链管理铸就核心竞争壁垒.....	14
5. 个股更新推荐.....	15
5.1. 安井食品：景气度回升，龙头优势稳固.....	15
5.2. 锅圈：家庭餐饮市场领导者，经营天花板进一步打开.....	17
5.3. 立高食品：冷冻烘焙多元化布局，奶油业务加速突破.....	18
5.4. 巴比食品：小笼包门店模型优异，全国化复制可期.....	20
5.5. 千味央厨：深耕餐饮供应链，趋势向好可期.....	22
6. 风险提示.....	24

图表目录

图 1	促进餐饮消费重点政策梳理.....	5
图 2	餐饮收入增速回暖.....	6
图 3	限额以上餐饮增速回正.....	6
图 4	促进餐饮消费重点政策梳理.....	7
图 5	餐饮供应链市场规模突破 2.6 万亿元.....	8
图 6	餐饮供应链成为行业中驱动者角色.....	8
图 7	餐饮连锁化率提升至 23%.....	9
图 8	连锁餐饮增速更快.....	9
图 9	餐饮行业人力成本逐年攀升.....	9
图 10	使用标准化食材后成本明显改善.....	9
图 11	冷链市场规模持续扩大.....	10
图 12	冷链车辆保有量近五年年化增长接近 20%.....	10
图 13	冷冻容量达到 2.53 亿立方米.....	10
图 14	餐饮供应链龙头强者恒强.....	11
图 15	“价值战”竞争的驱动力.....	11
图 16	餐饮供应链企业并购汇总.....	12
图 17	餐饮供应链企业新零售业务布局.....	12
图 18	美国餐饮供应链市场规模接近 4000 亿美元.....	13
图 19	市场高集中度与专业化分工并存.....	13
图 20	美国餐饮供应链产业链标准化高.....	14
图 21	Sysco 市场规模快速扩张.....	15
图 22	Sysco 盈利创新高.....	15
图 23	安井食品财务报表和主要财务比率.....	16
图 24	锅圈财务报表和主要财务比率.....	17
图 25	立高食品财务报表和主要财务比率.....	19
图 26	巴比食品收入拆分.....	20
图 27	巴比食品财务报表和主要财务比率.....	21
图 28	千味央厨财务报表和主要财务比率.....	23

1. 基本面更新：餐饮需求回暖，餐饮链行业竞争趋缓

1.1. 政策端：促内需方向明确，餐饮消费重要性提升

顶层定调扩大内需，把“服务消费”置于扩内需核心，餐饮明确重点受益：2026 年作为“十五五”开局之年，扩大内需战略被置于宏观政策核心位置，服务消费成为扩内需的关键抓手，餐饮行业凭借规模大、带动性强、普惠性广的特点，被明确纳入国家重点支持领域。当前已形成中央定调—部门协同—金融发力—地方落地的系统化政策闭环，为餐饮及餐饮供应链行业提供长期、稳定、可落地的政策支持。

顶层设计持续强化内需主导定位：2025 年中央经济工作会议将“坚持内需主导，建设强大国内市场”列为年度重点任务首位，明确提出深入实施提振消费专项行动、制定城乡居民增收计划，政策表述新增“扩大优质商品和服务供给，释放服务消费潜力”，释放出从商品消费向服务消费升级的明确信号。餐饮作为服务消费第一场景，直接受益于居民增收、消费场景扩容与供给质量提升，成为政策端重点倾斜的民生与消费赛道。

部委层面形成政策组合拳，精准覆盖餐饮全链条：中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，将提升餐饮服务品质、发展特色餐饮列为重要内容；商务部等 9 部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，推动餐饮业态升级、品牌化发展、与场景创新；新版《餐饮业促进和经营管理办法》从供给提质、标准化建设、绿色发展、对外交流等方面提供制度保障。同时，央行、财政部推出服务业经营主体贷款贴息政策，单户贴息贷款额度最高可达 1000 万元，有效降低餐饮企业融资成本，为门店扩张、供应链升级提供资金支持。

地方与活动端加速政策落地见效，形成全国联动促消费格局：商务部牵头开展“中华美食荟”“乐购新春”等专项活动，全国统筹超 20 亿元资金用于消费补贴、消费券发放，直接拉动餐饮终端消费。各地同步简化餐饮审批流程、落实房租减免、实施经营奖励、支持夜间经济与商圈餐饮扩容，政策直达经营主体，快速激活市场活力。

餐饮不仅是消费复苏的重要引擎，更是带动农业、食品加工、冷链物流、中央厨房、食材供应链等上下游产业协同发展的核心枢纽。政策端从需求端提振、供给端优化、成本端减负、环境端改善四维发力，推动餐饮行业向连锁化、品牌化、集约化、数字化方向升级，餐饮供应链作为行业高质量发展的底层支撑，将持续享受政策红利与行业扩容双重利好，具备高确定性的中长期成长空间。

图 1 促进餐饮消费重点政策梳理

日期	政策
2025/12/11	2025 年中央经济工作会议公报
2026/1/29	加快培育服务消费新增长点工作方案
2025/9/5	关于扩大服务消费的若干政策措施
2025/6/15	餐饮业促进和经营管理办法
2025/3/16	提振消费专项行动方案

资料来源：国务院、商务部、华西证券研究所

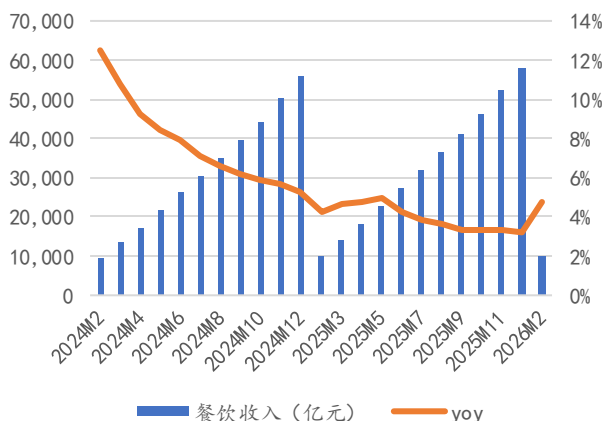
1.2. 餐饮消费回暖，数据端持续验证

餐饮消费回暖，大众餐饮表现更优：2025 年餐饮消费整体呈现稳步回暖、结构优化态势，在政策支持与消费场景常态化恢复带动下，行业韧性持续显现。25 年餐饮收入 57982 亿元，同比增长 3.2%，显著跑赢商品零售与社零整体，成为服务消费复苏的核心支撑。结构上呈现鲜明的大众餐饮占优、限额以上偏弱特征，全年限额以上餐饮收入同比仅增 2.0%，低于行业整体增速 1.2 个百分点，反映刚需、性价比导向的大众餐饮、快餐、小吃、社区餐饮需求更旺，恢复弹性更强。

春节餐饮消费高景气，节庆效应凸显：商务部数据显示，春节假期全国重点零售和餐饮企业日均销售额同比增长 5.7%，78 个重点步行街（商圈）客流量同比提升 6.7%、营业额同比增长 7.5%，双重数据印证餐饮消费复苏势头强劲，终端需求韧性超预期。从终端场景拆分来看，节日聚餐需求爆发式增长，美团年夜饭预订订单同比增长 105%，抖音年夜饭团购销售额同比增长 185%，彰显 C 端消费活力；同时，春节出行链持续高景气，带动目的地餐饮需求同步升温，景区、核心商圈餐饮客流大幅攀升，B 端餐饮场景复苏节奏加快。区域数据方面，江苏省春节 9 天假期餐饮收入达 183 亿元，同比增长 11.9%，成为区域餐饮消费复苏的标杆，侧面反映全国范围内餐饮消费的全面回暖态势。

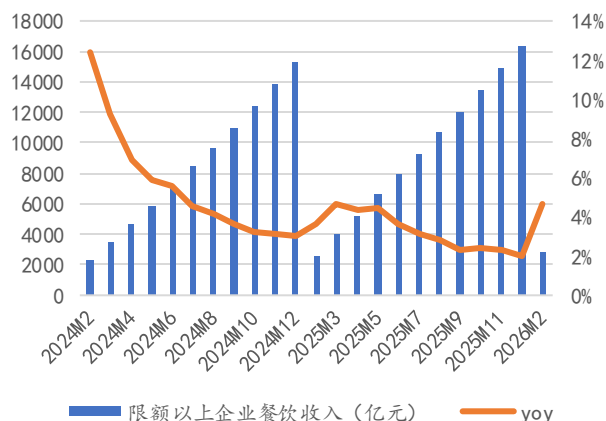
节庆效应带动 26 年开年餐饮消费持续回暖：2026 年 1-2 月全国餐饮收入达 10264 亿元，同比增长 4.8%，其中限额以上餐饮收入 2813 亿元，同比增长 4.7%，餐饮消费整体延续稳健复苏态势。餐饮增速显著快于同期社会消费品零售总额（+2.8%）及商品零售（+2.5%），成为消费市场的重要支撑。受益于春节假期消费带动、出行客流回升及聚餐需求集中释放，行业复苏节奏较 2025 年同期进一步加快，品牌及连锁餐饮表现平稳，餐饮消费复苏动能持续释放。

图 2 餐饮收入增速回暖



资料来源：wind、华西证券研究所

图 3 限额以上餐饮增速回正



资料来源：wind、华西证券研究所

1.3. 行业竞争趋缓，龙头地位稳固

行业价格战并未进一步加剧，竞争呈现理性状态：根据安井投资者问答，当前行业价格环境相比五年前有明显改善，且各企业核心渠道存在差异，品类优势各有侧重，使得单纯依靠价格手段的竞争有效性下降。当前存量市场中，单纯价格战的效果有限，消费者愈发追求“性价比”与“质价比”的统一，安井公司将通过持

续的产品创新和价值提升来巩固市场地位，并将这一战略清晰传达给经销商伙伴。千味央厨亦在投资者交流中提到，行业整体呈现理性和稳定状态。

业绩全面回暖，龙头确定性凸显：餐饮供应链板块 8 家核心标的 2025 年合计实现营业收入 344.79 亿元，同比增长 3.1%；合计实现归母净利润 24.96 亿元，同比下降 7.2%。2026Q1 合计实现营业收入 101.54 亿元，同比增长 19.3%；合计实现归母净利润 10.01 亿元，同比增长 33.0%。我们判断板块 2025 年受餐饮终端需求疲软、行业阶段性价格战、大宗原材料成本宽幅波动等多重因素冲击，整体呈现营收增长乏力、盈利普遍承压、内部分化持续加剧的特征；但下半年行业开启全面调整与经营优化，整体经营呈现逐季环比改善的修复节奏。2026 年一季度，伴随餐饮终端景气度触底回升、行业竞争格局持续优化，板块实现营收全面回暖、盈利大幅修复，龙头企业增长确定性持续凸显，整体延续环比改善的修复趋势，彻底扭转 2025 年的行业下行困境。

板块明确触底回升，龙头拐点表现更优：板块整体复苏节奏清晰，2025Q3 已开始释放边际回暖信号，2026Q1 复苏拐点进一步强化确认。2026 Q1 较 2025Q4，板块营收、盈利均实现季节性回升，且回升幅度显著高于往年同期水平，充分验证本轮复苏并非仅靠春节错位的节日因素驱动，而是行业供需格局优化下基本面的实质性改善。其中 B 端占比高、全国化产能与渠道布局完善的龙头企业拐点信号更为清晰，安井、千味央厨、锅圈等深度绑定餐饮渠道的标的，2026Q1 营收增速较 2025 年全年提升幅度更为显著；C 端为主的三全、味知香、巴比食品拐点相对平缓，复苏节奏稳步推进；立高食品受冷冻烘焙渠道高基数影响短期业绩承压，但经营现金流与渠道结构已出现明确边际改善信号。

2025 年行业阵痛期为复苏筑牢根基，2026 年 Q1 多重因素共振驱动业绩全面复苏：2025 年行业整体承压期，企业经营核心从“规模扩张”转向“提质增效”，行业格局在调整中持续优化。2025 年下半年行业迎来修复拐点，头部企业主动收缩低效促销投放，转向精细化运营，行业阶段性价格战显著趋缓；叠加转型期龙头企业前瞻布局增量品类与新兴渠道，打造第二增长曲线，推动行业 2025 年逐季走出经营困境，为 2026 年全面复苏筑牢了坚实基础。2026Q1 业绩反转，一方面得益于春节假期出行、线下聚餐需求集中释放，带动餐饮行业强势复苏，26 年一季度社零餐饮收入同比高增 4.2%，同时 C 端家庭消费需求同步回暖，形成 BC 双轮驱动的复苏态势；另一方面低基数效应叠加行业去库存后的补库需求集中释放，共同带动营收端快速反弹；利润端则得益于营收规模快速增长带来的规模效应，以及企业精细化运营下费用管控有效性持续提升，迎来行业整体盈利的大幅改善。

展望后续，重点关注经营复苏持续性：展望后续，#块行情核心跟踪四大维度：一是餐饮终端复苏的幅度与持续性能否超预期；二看 CPI 温和上行背景下，食品饮料板块顺周期逻辑能否持续强化；三看核心公司新品类与新渠道能否持续放量兑现增长；四看全球地缘冲突背景下，大宗商品价格波动是否会传导至餐饮链上游原材料端。

图 4 促进餐饮消费重点政策梳理

	25 年 营业收入	同比增长	25 年 归母净利润	同比增长	26Q1 营业收入	同比增长	Q1 归母净利润	同比增长
安井食品	161.93	7.0%	13.59	-8.5%	47.10	30.8%	5.63	42.7%
三全食品	65.41	-1.4%	5.45	0.5%	24.53	10.6%	2.69	29.1%
立高食品	43.54	13.5%	3.05	13.7%	10.48	0.3%	0.64	-27.6%
千味央厨	18.99	1.6%	0.64	-24.0%	5.83	23.8%	0.23	5.4%
巴比食品	18.59	11.2%	2.73	-1.3%	3.80	2.8%	0.47	26.9%
海欣食品	15.22	-10.8%	(0.49)	31.5%	4.71	43.8%	0.11	830.3%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

7

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

惠发食品	14.10	-26.8%	(0.70)	319.3%	3.34	7.8%	0.01	-103.9%
味知香	7.02	4.5%	0.69	-21.5%	1.76	1.5%	0.23	16.5%
板块合计	344.79	3.1%	24.96	-7.2%	101.54	19.3%	10.01	33.0%

资料来源：国务院、商务部、华西证券研究所

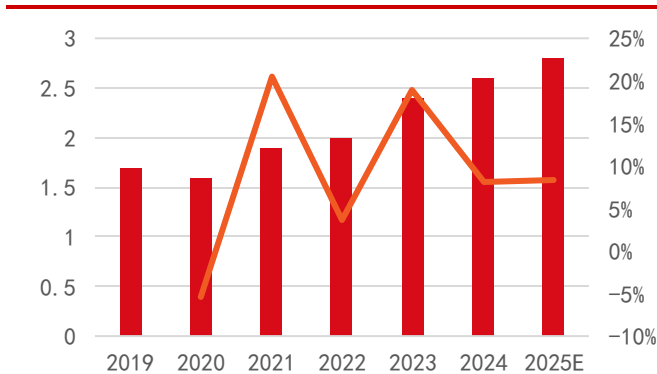
2. 产业链拆分：供需两端驱动力强劲，支撑行业扩容

2.1. 餐饮供应链连接产业上下游，规模突破 2.6 万亿元

餐饮供应链作为衔接上游农产品种植养殖、中游食材加工流通与下游餐饮终端的核心枢纽，其核心价值在于通过全链路资源整合，优化采购、分拣、加工、仓储、配送等各个环节的协同效率，有效降低餐饮企业的食材采购成本、人力加工成本与物流损耗成本，其本质是食品工业化在餐饮领域的深度延伸与落地，是餐饮行业规模化、标准化发展的核心支撑。

随着餐饮连锁化率提升、冷链基础设施完善、降本增效刚需共同推动上游食材的标准化与预加工成为主流，餐饮供应链体系化发展是大势所趋。根据红餐大数据显示，2024 年我国餐饮供应链市场规模达 2.6 万亿元，同比增长 8.1%，过去三年复合年增长率保持 15% 的高速增长；预计 2025 年餐饮供应链市场规模将突破 2.8 万亿元，行业将逐步进入 3.0 阶段，供应链企业将从被动响应餐饮企业需求，转向主动引领市场，为餐饮品牌提供一站式解决方案，同时朝着健康化、地域化、细分化、定制化、全球化方向持续升级。

图 5 餐饮供应链市场规模突破 2.6 万亿元



资料来源：红餐网、华西证券研究所

图 6 餐饮供应链成为行业中驱动者角色



资料来源：红餐网、华西证券研究所

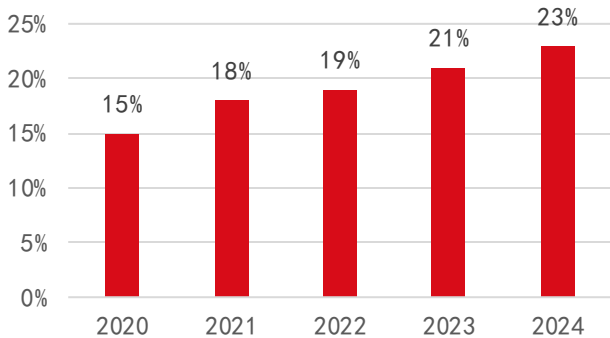
2.2. 连锁化率提升+降本增效，推动行业扩容

餐饮市场规模持续扩容，直接驱动上游供应链需求稳步提升：需求端来看，随着居民人均可支配收入水平稳步攀升、城镇化进程持续推进及家庭小型化趋势凸显，居民外出就餐意愿与频次不断提高，为餐饮市场增长注入持续动力；行业端而言，餐饮业态持续创新、新型模式不断涌现，叠加资本加持与连锁化率持续提升，共同推动餐饮市场规模实现稳步扩张。数据显示，2025 年我国餐饮市场规模达 5.80 万亿元，同比增长 3.2%，高于同期 GDP 及居民收入增速，餐饮市场的持续扩容直接带动上游供应链食材采购、加工、配送等需求同步提升。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

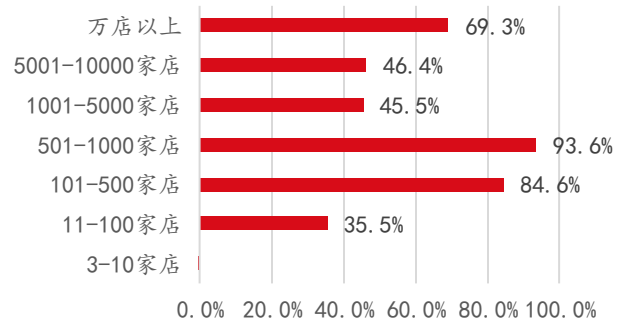
餐饮连锁化率持续攀升，“千店一味”的标准化诉求大幅推高标准化食材需求：我国餐饮连锁化进程稳步加快，连锁化率从2021年的18%提升至2024年的23%，其中500-1000家规模的连锁品牌门店数增速高达93.6%，连锁扩张已成为餐饮行业发展的核心趋势。对于连锁品牌而言，“千店一味”是保障品牌口碑、降低扩张风险、提升运营效率的核心诉求，这一需求正持续倒逼上游供应链升级，推动标准化食材需求激增。从行业发展空间来看，当前我国餐饮连锁化率仍远低于美日等成熟市场50%以上的水平，未来连锁化率的持续提升，将使标准化食材市场成为餐饮产业链上游的核心增长极。

图7 餐饮连锁化率提升至23%



资料来源：中国连锁经营协会、华西证券研究所

图8 连锁餐饮增速更快



资料来源：中国连锁经营协会、华西证券研究所

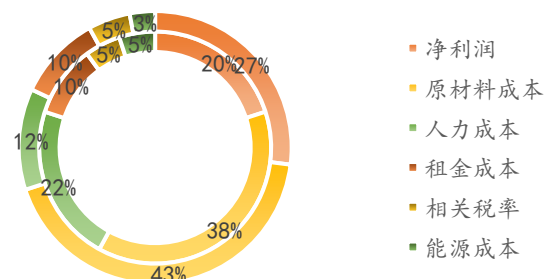
餐饮行业成本高企，降本增效的刚性需求进一步推动食材标准化进程：当前食材、人工、房租作为餐饮行业的三大刚性成本持续高企，严重挤压了餐饮企业的利润空间，行业已正式进入“微利竞争”时代，精细化管理成为企业生存发展的关键。食材标准化凭借其显著的降本增效优势，成为餐饮企业突破成本困境、提升核心竞争力的核心选择。参考嘉世咨询数据，在我国传统餐厅成本中，原材料成本在传统餐饮企业占比最高，为38%；人力成本与租金成本的占比分别为22%与10%；餐饮企业在使用预制菜之后，可以有效的减少对人工成本的消耗，提高出菜效率，降低餐饮企业平均成本，提高盈利水平；餐饮企业在使用预制菜后，人工成本占比从22%下降至12%，而净利润占比则从20%增加至27%。叠加连锁化趋势对口味一致性的核心要求，食材标准化已不再是餐饮企业控制成本的简单手段，更成为餐饮行业规模化、可持续发展的核心基础设施，引领餐饮供应链向标准化、高效化方向升级。

图9 餐饮行业人力成本逐年攀升



资料来源：wind、华西证券研究所

图10 使用标准化食材后成本明显改善



资料来源：嘉世咨询、华西证券研究所

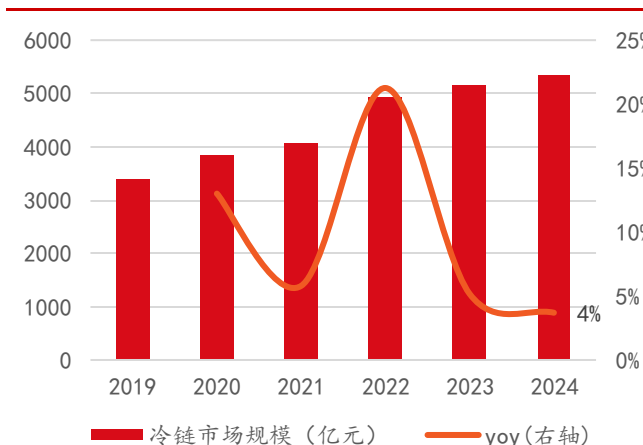
2.3. 冷链物流基础设施完善，支撑行业发展

冷链产业链持续完善，通过基础设施迭代升级、运输效率稳步提升及损耗率精准管控，系统性破解了半成品食材“易变质、运输半径受限”的核心痛点，有效推动其销售半径显著拓宽、市场边界持续延伸，为餐饮供应链行业的快速发展提供了坚实支撑。

基础设施的不断夯实为销售半径拓展筑牢根基，据中国物流与采购联合会发布的数据显示，2024年我国冷库总量达2.53亿立方米，同比增长11%；冷藏车保有量达43.2万辆，同比增长12.9%。目前，我国已形成覆盖全国主要城市群的仓配网络，成功打通了下沉市场的冷链运输通道，让半成品食材得以高效触达更多区域市场。

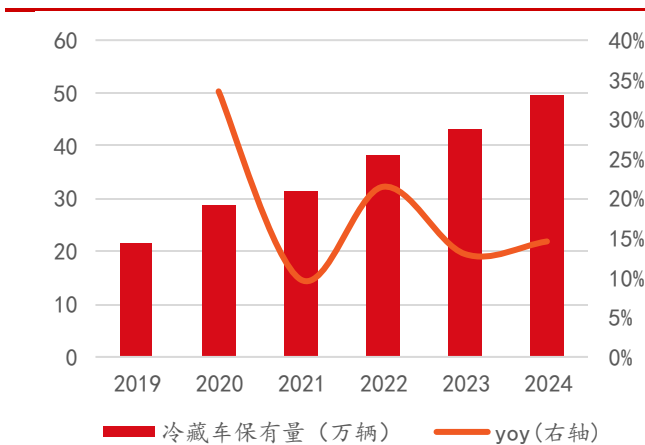
冷链下沉的成效已逐步显现，受益于县域及三线以下城市冷链覆盖的完善，三线及以下城市冻品消费占比稳步提升，这一数据充分印证了冷链产业链完善对半成品食材销售半径拓展、餐饮供应链市场规模扩容的强劲驱动作用。

图 11 冷链市场规模持续扩大



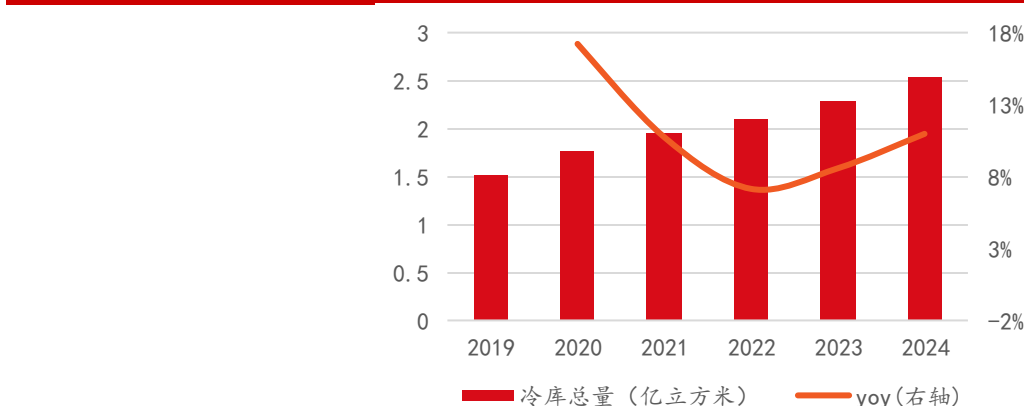
资料来源：中国物流与采购联合会、华西证券研究所

图 12 冷链车辆保有量近五年年化增长接近 20%



资料来源：中国物流与采购联合会、华西证券研究所

图 13 冷冻容量达到 2.53 亿立方米



资料来源：中国物流与采购联合会、华西证券研究所

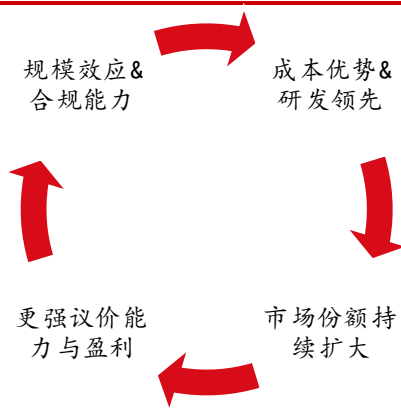
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3. 发展趋势展望：集中度提升，强者恒强

3.1. 价格战转向价值战，龙头优势凸显

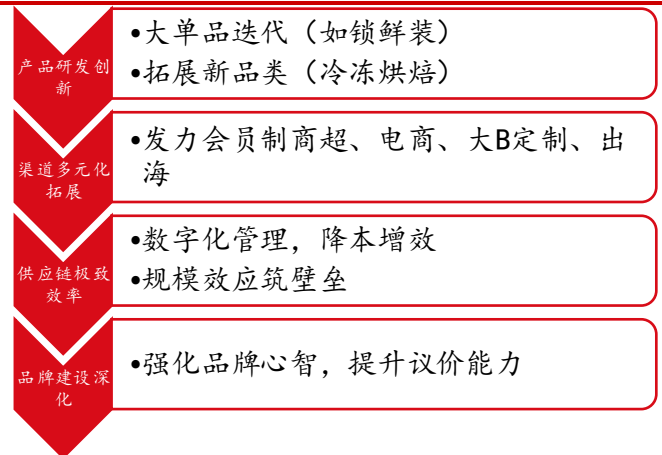
价格战转向价值战，龙头竞争优势凸显：国内餐饮供应链行业目前集中度仍然不高，行业格局分散，相较于全球成熟市场市场仍有较大的提升空间，主要得益于：1) 餐饮行业连锁化率提升与标准化需求增强，推动食材标准化、供应稳定性及食品安全等多维升级，利好具备规模化生产和研发创新能力的头部企业；2) 行业内卷式价格战正在结束，企业加大供应链管理和数字化投入，强化品牌与渠道建设，从“价格战”向“价值战”升级，有效提升了头部企业的议价力与盈利能力；3) 2025 年多项政策出台，鼓励数字化发展和地方特色餐饮，推广预制菜规范化和标准化管理，提高行业准入门槛，利好规模化与合规能力强的龙头企业。随着餐饮行业扩容，上游供应链标准化持续提升，龙头企业通过规模扩张、新品研发、渠道拓展、多元化服务等方式进一步提升竞争力，行业集中度加速提升。

图 14 餐饮供应链龙头强者恒强



资料来源：华西证券研究所

图 15 “价值战”竞争的驱动力



资料来源：华西证券研究所

3.2. 并购加速绑定客户，行业整合趋势明显

在政策松绑与资本驱动下，外延并购已成为餐饮供应链行业优化资源配置、加速绑定客户的核心发展方向，行业整合态势显著增强。一方面，头部企业通过横向并购补充产能与渠道、纵向并购整合上下游资源，既实现了全国化服务网络的快速搭建，又通过资质复用、渠道互补深化了与餐饮客户的绑定，如安井收购鼎味泰加码冷冻烘焙业务、千味央厨收购味宝食品切入百胜核心供应体系；另一方面，行业分散化格局与连锁化率提升倒逼企业通过并购破局，并购整合进一步推动行业效率提升与客户粘性强化，而 2025 年证监会“并购六条”等政策则为这一趋势提供了有利环境。

图 16 餐饮供应链企业并购汇总

上市公司	交易标的	核心交易信息	标的核心资源	战略价值
安井食品	收购鼎泰隆股权	4.445亿元收购70%股权	标的已整合百卡弗中国冷冻烘焙业务	完善高端食材+冷冻烘焙产品矩阵，切入精品商超/连锁餐饮/便利店，拓展特通渠道
天味食品	①收购食萃股权	①3.62亿元收购55%股权	-	形成「复合调味+B/C端创新」双轮驱动，提升对餐饮客户的定制化解决方案能力
	②收购加点点味股权	②2024年12月收购63.84%股权		
千味央厨	收购味宝食品	-	收购后取得百胜中国T1级供应商资质	服务肯德基/必胜客等头部餐饮客户，提升核心客户渗透力与合作稳定性
日辰股份	收购艾贝棒	-	标的主管冷冻面团业务	通过产品+产能协同绑定大客户
宝立食品	与百胜集团战略合作	成立合资公司	-	从单纯供应商升级为深度合作伙伴，筑牢与头部大客户的长期绑定基础

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.3. 布局新零售，增量渠道是看点

拥抱新零售，紧抓渠道增量：在餐饮连锁化率持续上行与渠道变革的共振下，餐饮供应链企业将“布局新零售”确立为第二增长曲线的主轴，通过与商超/会员制卖场/O2O 即时零售的定制化共创与柔性履约，龙头公司在 2025 年已进入实质性放量阶段，安井食品 Q3 在商超与新零售渠道分别实现+28.1%与+38%的高增，立高、宝立、日辰、千味等亦在会员店、自有品牌与熟食场景中加速渗透；结合新零售供应链收入与利润同比显著改善，新零售不仅提供收入端增量，更通过产品结构升级与渠道协同改善盈利质量，中长期有望成为餐饮供应链板块获得增量的核心抓手。

图 17 餐饮供应链企业新零售业务布局

公司	新零售业务定位	新零售/商超渠道规模及增速	新零售对公司中长期发展的意义
安井	速冻综合龙头，BC 两端，锁鲜装+烤肠+菜肴，商超&新零售定制	2025Q3 新零售/电商收入 2.7 亿元，前三季度累计 8.5 亿元，同比+25%；商超渠道 Q3 收入 2.2 亿元，同比+28.1%	核心增量+利润修复抓手，锁鲜装 6.0+肉多多烤肠等高毛利 C 端品+商超定制，推动公司新零售业务持续高增，绑定核心连锁商超渠道
立高	冷冻烘焙+奶油龙头，深度对接商超/创新渠道	前三季度商超渠道收入占比约 30%，同比增长约 30%；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比约 22%，合计同比增速约 40%	公司积极开拓新渠道客户以及深化存量客户合作关系，积极把握烘焙消费新场景的发展趋势
千味	餐饮 B 端面粉/烘焙/菜肴，盒马烘焙+新零售自有品牌定制	盒马烘焙类产品导入后快速放量，烘焙甜品 2025H1 收入 2.05 亿，同比+11%；冷冻菜肴 0.65 亿，同比+67%，新零售（盒马、沃尔玛等）成主要增量	从纯 B 端走向“B+新零售 KA”的结构升级，烘焙+菜肴在盒马、沃尔玛等渠道放量
巴比	连锁早餐+中央厨房，团餐+新零售（电商/盒马/美团小象）	2025H1 大客户+零售业务收入 1.99 亿，同比+18.99%，其中零售业务收入同比+55%，盒马销售同比+187%，美团小象+近 90%，天猫+20%+；新零售合计约占大客户+零售 30%	“门店+团餐+新零售”三轮驱动，新零售是提升品牌势能和利润率的重要支柱

资料来源：公司年报、华西证券研究所

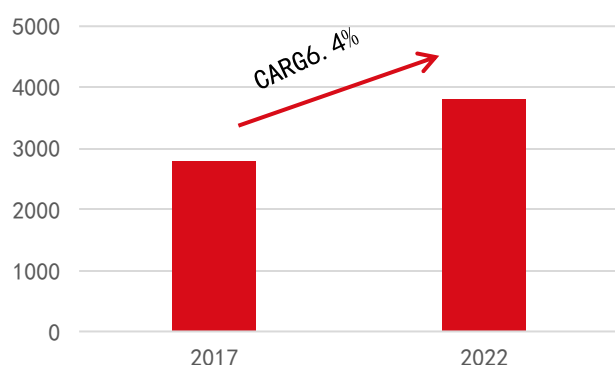
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4. 海外对标：成熟市场高集中度+标准化+效率至上

4.1. 美日行业成熟，工业化市场催生行业发展

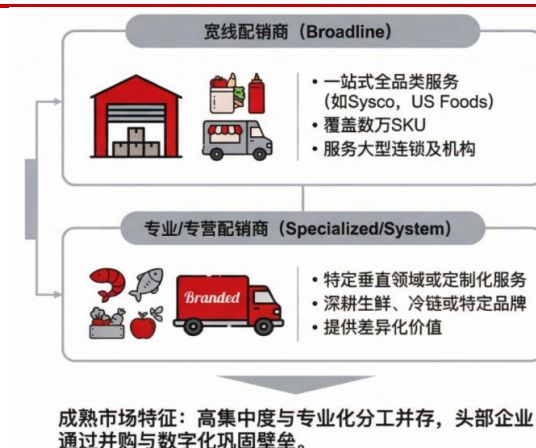
美国餐饮供应链市场相对成熟，呈现出“市场规模大、头部集中、高度标准化的”的特点：**市场规模来看**，参考 IFDA 数据，2022 年美国餐饮分销行业年销售额达 3820 亿美元，2017-2022 年年化增长 6.4%，2028 年规模预计达到 4610 亿美元，主要得益于餐饮外卖持续增长、健康饮食趋势带动高附加值食材需求、供应链数字化提升效率以及预制菜市场持续扩张；**集中度来看**，前三大分销商控制着超过 30% 的市场份额，其中 Sysco 约 16%，US Foods 约 9%，通过并购与有机增长，头部市场份额持续扩张；**供应链来看**，上游农业与冷链基础设施成熟（农业机械化率>95%、畜牧/水产机械化率>90%；冷鲜肉、果蔬、水产品冷链渗透率分别约 95%/90%/95%），为标准化供给打下坚实基础；龙头供应链企业通过私有品牌矩阵+全链条自建实现流程与质量的统一，下游餐饮连锁化率高提供标准化需求。**发展趋势来看**，美国餐饮供应链行业有望通过并购整合实现集中度进一步提升，CR3 竞争力持续增强，中小企业生存空间进一步压缩；企业逐步从单纯的配送商向“供应链解决方案提供商”转型，提供菜单研发、成本控制、食品安全培训等体系化服务；数字转型重要性不断提升，数字化赋能供应链可视化升级、智能预测与库存管理和电商平台拓展等维度。

图 18 美国餐饮供应链市场规模接近 4000 亿美元



资料来源：IFDA、华西证券研究所

图 19 市场高集中度与专业化分工并存



资料来源：华西证券研究所自制

图 20 美国餐饮供应链产业链标准化高



资料来源：华西证券研究所自制

日本餐饮行业在经历了泡沫经济破灭后，进入了长期的存量竞争阶段，“极致性价比”和“效率至上”成为了行业变革的核心驱动力，这一趋势推动了供应链的深度工业化，并最终塑造了当前高集中度、头部企业主导的市场格局。市场规模来看，参考日本农林水产省数据，日本餐饮供应链市场规模约 20 万亿日元，是全球第二大市场，主要得益于大体量的外食与中食市场、成熟的冷链体系与中央厨房广泛应用，形成了 B 端先放量、C 端接力增长的长周期结构；行业格局来看，连锁餐饮企业的市场份额长期维持在 30%-40% 区间，龙头企业通过自建供应链或与第三方深度协作提升规模优势，食品加工行业前五大企业(味之素、伊藤忠商事等)占 38% 市场份额。供应链维度来看，中游层面呈现垂直整合、第三方服务、门店自动化等多元发展格局，满足不同业态的需求；在下游，肉食、中食、外食多元渠道共存，便利店便当、超市熟食、连锁快餐和特色餐饮业态协同，形成覆盖广泛且高度分工的供应体系。综合来看，强大的市场需求、多元化的产业链协作与高效流通体系共同驱动日本餐饮供应链的持续升级和创新。

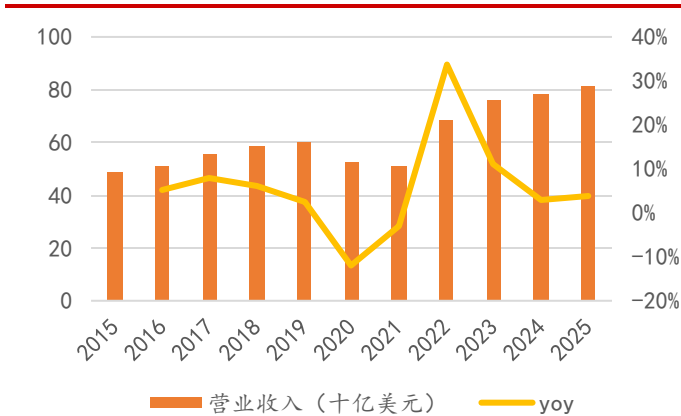
4.2. Sysco 全链路供应链管理铸就核心竞争壁垒

Sysco 以并购为核心引擎，实现了从区域分销商到全球食品供应链巨头的跨越：公司 1969 年由九家食品分销公司合并创立后，其迅速通过 IPO 募集资金开启扩张之路，早期通过收购 25 家小型分销商完成全美覆盖，截至 2024 年已完成约 206 次并购，业务遍及 90 多个国家，服务超 70 万家客户，形成了覆盖全品类食品及非食品的庞大分销网络。近几年，Sysco 成功抵御疫情冲击，2020-2021 年营收短暂下滑后，2022-2025 年强势反弹，营收突破 800 亿美元，展现出极强的业务韧性。

重资产运营与全链路供应链管控构筑了 Sysco 的核心竞争壁垒：公司通过自建冷链物流体系实现高效配送，成本优势较行业平均水平领先 15-20%。在上游建立标准化采购与质检体系，严格把控供应商管理与食材溯源；下游提供一站式全品类服务，覆盖餐饮、教育、医疗等多元场景，同时通过数字化转型持续升级，推出电商平台与 AI 预测系统，订单处理效率提升 40%，库存周转率显著优化。全价值链管控模式支撑公司毛利率长期稳定在 18% 左右，形成了远超竞争对手的规模效应与运营效率。

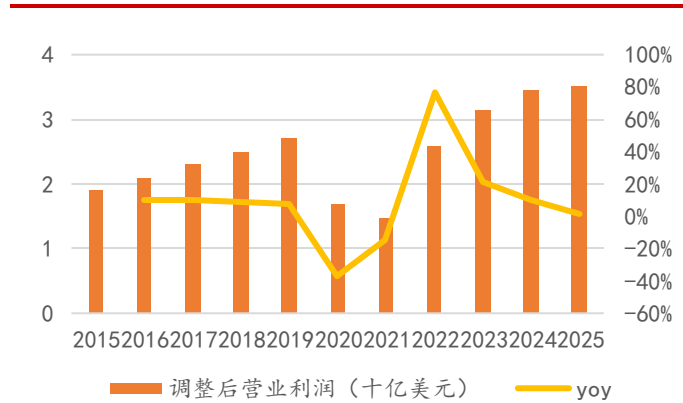
全面数字化和全球化扩张是核心战略方向：公司持续推进国际业务拓展，国际 Division 已实现连续七季度双位数利润增长，成为核心增长引擎；为应对行业变革，公司聚焦 AI 全链路应用、抢抓餐饮业连锁化与预制菜市场爆发的行业机遇。

图 21 Sysco 市场规模快速扩张



资料来源：wind、华西证券研究所

图 22 Sysco 盈利创新高



资料来源：wind、华西证券研究所

5. 个股更新推荐

5.1. 安井食品：景气度回升，龙头优势稳固

业绩拐点明确，经营修复确定性强：公司 25 年下半年经营持续好转，Q3/Q4 营业收入分别达到 6.61%/19.05%，归母净利润增速分别为 11.8%/-6.34%，经营环比上半年大幅改善。2026 年春节错位效应叠加低基数，业绩持续回暖可期。

产品创新驱动结构升级，渠道拥抱商超定制：公司已从“渠道驱动”全面转向“产品驱动”，通过核心单品迭代、品类结构优化突破行业内卷。**产品端**高毛利产品占比持续提升，锁鲜装升级换代至 6.0，中长期有望达到 C 端占比 50%以上，烤肠板块 BC 同步发力，2-3 年有望规模有望提升至行业第一梯队水平，虾滑作为菜肴制品的核心增量单品，强化安井的水产预制菜布局，战略布局冷冻烘焙、清真食品赛道，产品结构持续升级，新品次新品成为收入的主要增量。**渠道端**公司顺应渠道碎片化趋势，聚焦新零售、特通、商超定制化三大高增长领域，逐步降低对传统经销依赖，渠道更加多元化。“有管控的拥抱商超”已成为公司核心渠道战略，提升核心渠道竞争力，强化柔性制造升级，进一步优化盈利能力，打开成长空间。

长期成长逻辑稳固，龙头竞争力进一步增强：国内冻品、预制菜肴人均消费量仍然偏低，餐饮降本增效诉求长期存在，需求推动行业稳步增长。行业龙头在上一轮竞争中优势强化，中小厂加速出清，公司通过“老品+新品”双路径抢占份额，下沉市场经销商网络（覆盖 250+低线城市）形成差异化壁垒。通过并购冷冻烘焙补充第二增长曲线，打开长期市值空间，中长期仍有全球化机会。

盈利预测：参考最新业绩报告，我们上调公司 80.09/196.54/213.17 亿元的预测至 185.88/206.55/224.73 亿元，上调 26-28 年 EPS 5.11/5.86/6.58 元的预测至 5.40/6.16/6.88 元，对应 5 月 7 日 104.26 元的收盘价 PE 估值分别为 19/17/15 倍，维持买入评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 23 安井食品财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	16,193	18,588	20,655	22,473	净利润	1,370	1,817	2,074	2,316
YoY (%)	7.0%	14.8%	11.1%	8.8%	折旧和摊销	601	706	776	840
营业成本	12,695	14,406	15,966	17,326	营运资金变动	205	-152	-243	-145
营业税金及附加	128	149	165	180	经营活动现金流	2,317	2,384	2,631	2,946
销售费用	966	1,097	1,219	1,371	资本开支	-871	-1,219	-1,210	-1,051
管理费用	416	502	558	607	投资	-343	0	-1	-1
财务费用	1	-32	-55	-85	投资活动现金流	-1,146	-1,151	-1,150	-984
研发费用	92	112	114	146	股权募资	2,187	0	0	0
资产减值损失	-214	-20	-20	-20	债务募资	461	0	0	0
投资收益	56	69	62	67	筹资活动现金流	1,488	-18	-18	-18
营业利润	1,798	2,385	2,727	3,044	现金净流量	2,619	1,176	1,464	1,945
营业外收支	36	38	38	43	主要财务指标				
利润总额	1,833	2,423	2,765	3,087	成长能力 (%)				
所得税	464	606	691	772	营业收入增长率	7.0%	14.8%	11.1%	8.8%
净利润	1,370	1,817	2,074	2,316	净利润增长率	-8.5%	32.4%	14.1%	11.7%
归属于母公司净利润	1,359	1,799	2,053	2,292	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-8.5%	32.4%	14.1%	11.7%	毛利率	21.6%	22.5%	22.7%	22.9%
每股收益	4.40	5.40	6.16	6.88	净利率	8.4%	9.7%	9.9%	10.2%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.5%	7.8%	8.0%	8.1%
货币资金	4,980	6,157	7,621	9,565	净资产收益率 ROE	8.8%	10.4%	10.6%	10.6%
预付款项	95	84	95	102	偿债能力 (%)				
存货	3,647	4,250	4,805	5,163	流动比率	3.09	3.08	3.20	3.45
其他流动资产	4,503	4,597	4,683	4,761	速动比率	2.18	2.15	2.23	2.47
流动资产合计	13,226	15,087	17,204	19,592	现金比率	1.16	1.26	1.42	1.69
长期股权投资	16	16	17	18	资产负债率	23.4%	23.6%	23.2%	22.1%
固定资产	5,197	5,564	5,858	5,938	经营效率 (%)				
无形资产	837	837	833	831	总资产周转率	0.85	0.85	0.85	0.83
非流动资产合计	7,541	8,066	8,511	8,737	每股指标 (元)				
资产合计	20,767	23,153	25,715	28,328	每股收益	4.40	5.40	6.16	6.88
短期借款	891	891	891	891	每股净资产	46.48	51.77	57.93	64.80
应付账款及票据	1,666	2,255	2,523	2,725	每股经营现金流	6.95	7.15	7.90	8.84
其他流动负债	1,726	1,745	1,966	2,061	每股股利	2.87	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,283	4,891	5,379	5,677	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	23.70	19.31	16.92	15.16
其他长期负债	580	580	580	580	PB	1.71	1.74	1.55	1.39
非流动负债合计	580	580	580	580					
负债合计	4,863	5,471	5,959	6,257					
股本	333	333	333	333					
少数股东权益	411	429	450	473					
股东权益合计	15,904	17,682	19,756	22,072					

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

负债和股东权益合计	20,767	23,153	25,715	28,328
-----------	--------	--------	--------	--------

资料来源：wind、华西证券研究所

5.2. 锅圈：家庭餐饮市场领导者，经营天花板进一步打开

25 年顺利收官，业绩创新高：公司 25 年经营亮眼收官，门店总数达到 11566 家，净增门店 1416 家，会员总数达到 6490 万，同比增长 57.1%；同时公司 2025 年围绕大店模型优化、即时零售布局、会员体系运营，以及依托线下门店打造的锅圈闪购模式推出多项创新，推动线上业务实现快速增长，公司在已经形成成熟稳固的线下门店基础上，紧抓即时零售业务发展机遇，带动店效与人效显著提升，25 年全年实现营业收入 78.1 亿元，同比提升 20.7%，核心经营利润率提升至 5.9%。

“社区央厨”定位清晰，实现“场景+渠道+供应链”三维升级：公司始终锚定“社区央厨”的核心战略定位，多维度落地升级，持续夯实竞争壁垒。场景端来看，看好公司依托锅圈闪购和大店模型，进一步丰富品类布局，从“一日三餐”向“一日四餐”延伸，通过露营、小炒等新店型拓展更多消费场景，同时布局酒水饮料、冰品等多元品类，解决“在家吃饭”的全需求，为店效增长提供核心支撑。渠道端来看，公司采用“社区大店+乡镇大店+创新店型+无人零售”的多店型布局，以下沉市场为核心增量、中高线市场智慧化升级为补充实现全域覆盖，为门店扩张提供更广阔的支撑。供应链端来看，供应链端来看，公司通过单品单厂+海南基地建设+产业端合作，持续强化规模效应与成本控制能力，有望推动公司利润率稳步向上。

盈利预测：公司深度切入万亿家庭餐饮市场，通过家庭、现炒、户外等多场景覆盖，进一步打开高频消费成长天花板。基本面持续向好与估值修复形成强力共振。作为餐饮供应链赛道核心标的，公司兼具成长确定性与估值性价比，最新自愿分红公告确保股东回报稳健，中长期投资价值显著。我们维持公司 26-28 年营业收入 101.80/119.07/136.12 亿元的预测，26-28 年 EPS 0.22/0.29/0.35 元的预测，对应 2026 年 5 月 7 日 3.27 元港股的估值分别维 13/10/8 倍，维持买入评级。

图 24 锅圈财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7809.99	10179.63	11907.47	13612.20	净利润	432.89	617.74	783.29	953.14
YoY (%)	20.71%	30.34%	16.97%	14.32%	折旧和摊销	102.26	32.84	41.20	44.14
营业成本	6123.42	7893.28	9154.46	10409.25	营运资金变动	31.99	87.28	119.79	149.13
营业税金及附加					经营活动现金流	588.42	672.48	888.97	1101.22
销售费用	707.75	911.08	1049.05	1172.01	资本开支	-195.94	-210.00	-210.00	0.00
管理费用	462.66	598.56	693.01	779.98	投资	-475.08	2.87	2.65	2.32
财务费用	5.78	6.76	6.76	6.76	投资活动现金流	-617.42	-106.37	-108.97	98.45
资产减值损失					股权募资	-183.92	0.00	0.00	0.00
投资收益	9.23	9.15	9.08	9.01	债务募资	40.33	0.00	0.00	0.00
营业利润	504.62	761.44	993.08	1230.54	筹资活动现金流	-543.28	-6.76	-6.76	-6.76
营业外收支					现金净流量	-574.73	556.90	770.78	1190.46
利润总额	600.65	855.44	1084.70	1319.91	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	146.79	209.07	265.10	322.59	成长能力 (%)				

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

净利润	453.86	646.37	819.60	997.32	营业收入增长率	20.71%	30.34%	16.97%	14.32%
归属于母公司净利润	432.89	617.74	783.29	953.14	净利润增长率	87.76%	42.70%	26.80%	21.68%
YoY (%)	87.76%	42.70%	26.80%	21.68%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.16	0.22	0.29	0.35	毛利率	21.60%	22.46%	23.12%	23.53%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	净利润率	5.54%	6.07%	6.58%	7.00%
货币资金	751.04	1307.94	2078.72	3269.18	总资产收益率 ROA	8.26%	9.49%	10.03%	10.25%
预付款项					净资产收益率 ROE	14.25%	16.91%	17.67%	17.70%
存货	803.18	989.51	1102.86	1186.94	偿债能力 (%)				
其他流动资产	109.11	160.84	196.47	245.02	流动比率	1.79	1.78	1.87	2.05
流动资产合计	3472.51	4566.02	5702.59	7236.27	速动比率	1.32	1.33	1.45	1.64
长期股权投资	331.97	329.11	326.46	324.14	现金比率	0.39	0.51	0.68	0.92
固定资产	578.25	755.41	924.21	880.07	资产负债率	39.31%	41.24%	40.58%	39.38%
无形资产	425.66	425.66	425.66	425.66	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1765.91	1940.20	2106.35	2059.89	总资产周转率	1.56	1.73	1.66	1.59
资产合计	5238.42	6506.22	7808.94	9296.16	每股指标 (元)				
短期借款	129.54	129.54	129.54	129.54	每股收益	0.16	0.22	0.29	0.35
应付账款及票据	897.30	1157.68	1343.93	1529.58	每股净资产	1.11	1.33	1.61	1.96
其他流动负债	813.11	1191.02	1476.53	1769.59	每股经营现金流	0.21	0.24	0.32	0.40
流动负债合计	1935.79	2559.68	3045.25	3537.61	每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
长期借款	9.50	9.50	9.50	9.50	估值分析				
其他长期负债	113.78	113.78	113.78	113.78	PE	19.33	12.60	9.94	8.17
非流动负债合计	123.28	123.28	123.28	123.28	PB	2.85	2.13	1.75	1.44
负债合计	2059.08	2682.96	3168.54	3660.89					
股本	2747.36	2747.36	2747.36	2747.36					
少数股东权益	142.50	171.14	207.44	251.62					
股东权益合计	3179.34	3823.26	4640.40	5635.27					
负债和股东权益合计	5238.42	6506.22	7808.94	9296.16					

资料来源：wind、华西证券研究所 最新汇率 0.88 元

5.3. 立高食品：冷冻烘焙多元化布局，奶油业务加速突破

冷冻烘焙渠道与客户持续突破，多元化布局成效显著：公司冷冻烘焙业务在传统优势渠道稳健增长的同时，新兴渠道与海外市场实现突破性拓展。2025 年前三季度商超渠道收入同比增长约 30%，核心受益于核心商超客户新品上市表现亮眼；春节前后多款新品陆续上架，有望支撑渠道持续高增。创新渠道表现尤为亮眼，餐饮、茶饮及新零售等创新渠道前三季度整体增速达 40%，公司通过深化存量客户合作、把握烘焙消费新场景趋势，实现渠道快速渗透。大客户定制化能力持续提升，2025 年度定制业务占比大幅提升，大型 KA 客户已全面开展定制化合作。海外布局成效初显，2025 年海外市场销售额突破 1 亿元，东南亚、北美为重点拓展区域。产品端公司坚持“大单品”研发导向，以核心商超为高效创新阵地，新品快速触达消费者，并持续向全渠道渗透。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

奶油业务成长可期，国产替代与技术升级双轮驱动高增长：公司奶油业务增长动能强劲，2025 年前三季度烘焙原料收入占比约 45%，同比增长约 24%；其中稀奶油同比增长 40%、酱料同比增长超 35%，成为拉动增长的核心品类。奶油国产替代进程加速，公司新国标 36%稀奶油完成品质全面升级，盲测显示其品质、操作性能与稳定性可对标进口品牌，同时具备货架期与新鲜度优势，下游客户反馈极佳。供应链端，公司已投产两条先进 UHT 产线，保障高端奶油的品质领先与规模化供应；并与飞鹤设立合资公司，锁定乳脂原料供应，稳定成本、对冲大宗价格波动，筑牢长期竞争力。

组织架构优化，协同效率与盈利弹性持续释放：公司完成内部治理深度调整，构建产品中心、供应链中心、营销中心高效协同体系，大客户服务响应速度与市场需求适配能力显著提升；推行以品类生产线为单元的产品经理责任制，实现产销精准协同，有效缓解库存积压、提升产线利用率，投入产出比持续优化。伴随管理架构持续完善、多维度降本增效落地，公司盈利弹性有望持续释放。

盈利预测：公司渠道多元布局持续推进，内部管理优化，产品和客户结构持续升级，叠加奶油国产替代大趋势，成长逻辑清晰且估值具备吸引力，是兼具短期催化与长期成长价值的优质标的。我们调整公司 26-27 年营业收入 49.65/54.89 亿元的预测至 47.84/52.72 亿元，新增 28 年 57.58 亿元的预测，调整 26-27 年 EPS 2.26/2.66 元的预测至 1.91/2.30 元，新增 28 年 2.65 元的预测；对应 5 月 7 日 29.58 元的收盘价 PE 估值分别为 15/13/11 倍，维持“增持”评级。

图 25 立高食品财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,354	4,784	5,272	5,758	净利润	297	317	383	440
YoY (%)	13.5%	9.9%	10.2%	9.2%	折旧和摊销	226	183	198	219
营业成本	3,062	3,397	3,716	4,054	营运资金变动	-124	66	-16	-9
营业税金及附加	36	38	42	46	经营活动现金流	495	569	572	657
销售费用	468	526	569	616	资本开支	-495	-375	-310	-348
管理费用	246	297	327	346	投资	-6	0	0	0
财务费用	40	26	22	17	投资活动现金流	-386	-357	-305	-343
研发费用	130	124	139	155	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0	债务募资	35	46	59	65
投资收益	7	5	5	6	筹资活动现金流	-64	37	49	54
营业利润	367	405	486	559	现金净流量	44	248	315	369
营业外收支	-4	-3	-2	-2	主要财务指标				
利润总额	363	402	484	557		2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	67	84	102	117	成长能力 (%)				
净利润	297	317	383	440	营业收入增长率	13.5%	9.9%	10.2%	9.2%
归属于母公司净利润	305	324	390	449	净利润增长率	13.7%	6.2%	20.6%	15.0%
YoY (%)	13.7%	6.2%	20.6%	15.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.83	1.91	2.30	2.65	毛利率	29.7%	29.0%	29.5%	29.6%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.0%	6.8%	7.4%	7.8%
	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	6.5%	6.2%	6.9%	7.1%
货币资金	619	867	1,183	1,552	净资产收益率 ROE	11.4%	10.8%	11.5%	11.7%
预付款项	35	38	40	44	偿债能力 (%)				
存货	381	461	488	541	流动比率	1.81	1.80	1.94	2.06
其他流动资产	818	805	843	883	速动比率	1.07	1.10	1.28	1.42

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

流动资产合计	1,854	2,171	2,554	3,020	现金比率	0.60	0.72	0.90	1.06
长期股权投资	8	8	8	8	资产负债率	43.1%	42.4%	40.7%	39.3%
固定资产	1,505	1,631	1,673	1,743	经营效率 (%)				
无形资产	340	359	382	404	总资产周转率	0.96	0.97	0.97	0.96
非流动资产合计	2,844	3,021	3,131	3,258	每股指标 (元)				
资产合计	4,698	5,192	5,685	6,279	每股收益	1.83	1.91	2.30	2.65
短期借款	300	372	430	496	每股净资产	15.76	17.67	19.97	22.62
应付账款及票据	429	482	508	565	每股经营现金流	2.92	3.36	3.38	3.88
其他流动负债	295	352	377	409	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,024	1,206	1,315	1,469	估值分析				
长期借款	82	82	82	82	PE	16.18	15.48	12.84	11.16
其他长期负债	919	915	915	915	PB	2.73	1.72	1.52	1.34
非流动负债合计	1,001	998	998	998					
负债合计	2,025	2,203	2,313	2,467					
股本	169	169	169	169					
少数股东权益	4	-3	-10	-19					
股东权益合计	2,673	2,989	3,372	3,812					
负债和股东权益合计	4,698	5,192	5,685	6,279					

资料来源：wind、华西证券研究所

5.4. 巴比食品：小笼包门店模型优异，全国化复制可期

手工小笼包门店持续验证，全国化复制可期：公司成功孵化并推广“手工小笼包”新店型，不仅是产品的创新，更是商业模式的升级，推动门店从传统的“早餐外带”场景向“早中晚全时段社区餐饮”模式转型。新店型通过增加堂食座位、丰富产品组合（如馄饨、拌面），显著提升了客单价和坪效，单店营收和毛利率大幅改善，投资回收期缩短，且经过多区域验证，门店模型对加盟商具备吸引力，有望实现全国化复制，成为小笼包连锁业态的领导者。

传统主业修复，团购业务稳健增长：公司传统主业受益于门店升级和外卖赋能，推动单店营收重回增长；门店扩张内生外延并举，25 年加速开店，26 年有望延续修复趋势。团餐业务作为公司稳健增长的战略业务，深耕大客户和零售渠道，不仅贡献稳定增长，更有效提升了公司整体的产能利用率，贡献业绩增量。

核心假设：巴比新业务的有效性和可复制性持续得到验证，26 年将处快速扩张期，叠加传统主业门店修复加速+团餐双位数稳增长，形成主业托底+新业务快速发展态势。

盈利预测：我们预测公司 26-28 年营业收入分别为 21.65/25.44/29.74 亿元，分别同比+16.5%/+17.5%/+16.9%，归母净利润分别为 3.15/3.70/4.39 亿元，分别同比+15.4%/+17.5%/+18.7%，EPS 分别为 1.32/1.55/1.83 元，对应 5 月 7 日 22.92 元的收盘价 PE 估值分别为 17/15/13 倍，首次覆盖，给予买入评级。

图 26 巴比食品收入拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
特许加盟 (亿元)	12.52	12.46	13.74	16.29	19.47	23.09

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

特许加盟 (yoy)	9.95%	-0.42%	10.25%	18.55%	19.55%	18.61%
特许加盟 (占比)	76.8%	74.6%	73.9%	75.2%	76.5%	77.6%
直营门店 (亿元)	0.27	0.21	0.23	0.25	0.28	0.31
直营门店 (yoy)	-16.6%	-22.8%	9.2%	10.0%	10.0%	10.0%
直营门店 (占比)	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	
传统门店数量	5043	5143	5909	6109	6309	6509
传统门店数量变动	570	100	766	200	200	200
传统平均单店营收	26.88	24.88	24.88	25.13	25.38	25.63
传统平均单店营收变动	-8.94%	-7.45%	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%
新店			24	650	1200	2000
新店单店营收			-	42.71	43.14	43.57
团餐渠道 (亿元)	3.30	3.80	4.32	4.84	5.42	6.07
团餐渠道 (yoy)	-0.63%	15.31%	13.61%	12.00%	12.00%	12.00%
团餐渠道 (占比)	20%	23%	23%	22%	21%	20%
其他业务	0.21	0.24	0.28	0.28	0.28	0.28
营业收入	16.30	16.71	18.59	21.65	25.44	29.74
yoy	6.89%	2.52%	11.22%	16.48%	17.50%	16.91%

资料来源: wind、华西证券研究所

图 27 巴比食品财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,859	2,165	2,544	2,974	净利润	271	318	374	439
YoY (%)	11.2%	16.5%	17.5%	16.9%	折旧和摊销	83	70	80	24
营业成本	1,328	1,550	1,814	2,112	营运资金变动	24	76	52	19
营业税金及附加	18	19	23	27	经营活动现金流	319	414	459	436
销售费用	73	89	99	113	资本开支	-106	-249	-252	-252
管理费用	129	147	173	202	投资	-854	-60	-94	-80
财务费用	-17	-22	-25	-28	投资活动现金流	-898	-309	-346	-332
研发费用	12	15	18	21	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	16	10	10	10
投资收益	-5	0	0	0	筹资活动现金流	-188	10	9	9
营业利润	332	397	473	558	现金净流量	-767	115	123	114
营业外收支	23	22	19	20	主要财务指标				
利润总额	354	419	492	578	成长能力 (%)				
所得税	83	100	118	139	营业收入增长率	11.2%	16.5%	17.5%	16.9%
净利润	271	318	374	439	净利润增长率	-1.3%	15.4%	17.5%	18.7%
归属于母公司净利润	273	315	370	439	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-1.3%	15.4%	17.5%	18.7%	毛利率	28.5%	28.4%	28.7%	29.0%
每股收益	1.14	1.32	1.55	1.83	净利率	14.7%	14.6%	14.5%	14.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	9.4%	9.4%	9.6%	10.1%
货币资金	215	330	453	567	净资产收益率 ROE	11.7%	11.9%	12.2%	12.7%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

预付款项	11	8	11	15	偿债能力 (%)				
存货	74	92	108	129	流动比率	2.86	2.64	2.64	2.71
其他流动资产	1,036	1,159	1,314	1,457	速动比率	2.63	2.43	2.43	2.48
流动资产合计	1,336	1,589	1,886	2,167	现金比率	0.46	0.55	0.63	0.71
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	18.5%	20.0%	20.4%	19.9%
固定资产	665	800	925	1,106	经营效率 (%)				
无形资产	168	215	262	309	总资产周转率	0.65	0.69	0.71	0.73
非流动资产合计	1,563	1,762	1,951	2,196	每股指标 (元)				
资产合计	2,899	3,351	3,837	4,363	每股收益	1.14	1.32	1.55	1.83
短期借款	16	26	36	46	每股净资产	9.76	11.07	12.62	14.45
应付账款及票据	152	220	268	293	每股经营现金流	1.33	1.73	1.92	1.82
其他流动负债	300	356	409	461	每股股利	1.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	468	602	713	800	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.11	17.43	14.83	12.50
其他长期负债	69	69	69	69	PB	3.21	2.41	2.11	1.85
非流动负债合计	69	69	69	69					
负债合计	537	671	783	870					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	24	27	31	31					
股东权益合计	2,362	2,680	3,054	3,493					
负债和股东权益合计	2,899	3,351	3,837	4,363					

资料来源：wind、华西证券研究所

5.5. 千味央厨：深耕餐饮供应链，趋势向好可期

经营业绩边际改善，26 年延续向好趋势可期：公司 Q3 单季营业收入同比增长 4.27%，环比 Q2 明显改善，归母净利润同比降幅也从 H1 的-39.67%收窄至 Q3 的-19.08%。Q4 收入和利润持续向好，并有望延续至 26 年。公司优化费用投放策略，结合渠道发展结构，针对小 B 端各渠道经营特点差异化布局，加大对深耕终端渠道经销商的扶持力度，有望推动公司盈利能力企稳回升。

深耕 B 端餐饮供应链，“大客户企稳+新零售放量”双轮驱动：公司是国内最早为餐饮 B 端提供速冻面米制品的企业之一，与百胜中国、海底捞、华莱士等头部连锁餐饮企业建立了长期稳定的合作关系。公司凭借较强的**产品定制化研发与服务专属化能力**，能够根据客户厨房设备情况、出餐要求及不同餐饮消费场景，提供专属产品解决方案，进而形成了较高的客户粘性与行业进入壁垒。在深耕餐饮供应链、稳固百胜中国、海底捞、华莱士、老乡鸡等头部餐饮核心大客户的同时，公司依托服务大 B 客户积累的定制化研发与服务经验，积极拓展新零售渠道，为盒马、沃尔玛等新零售客户开发自有品牌产品，推动新零售渠道收入实现快速增长。

品类扩张打开成长天花板：公司在巩固油条、蒸煎饺等传统主食优势地位的同时，大力拓展烘焙甜品和冷冻调理菜肴两大新兴品类。2025 年上半年，烘焙类和冷冻调理菜肴类收入分别同比增长 11.02%和 67.31%，丰富产品矩阵，也使公司能够切入茶饮、团餐等更多消费场景，打开了长期成长天花板。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

盈利预测：参考最新业绩报告，我们调整公司 26-27 年营业收入 22.31/24.04 亿元的预测至 21.05/23.47 亿元，新增 28 年 25.51 亿元的预测；调整 26-27 年 EPS 1.07/1.20 元的预测至 0.93/1.09 元，新增 28 年 EPS 1.23 元的预测；对应 5 月 7 日 48.20 元的收盘价 PE 估值分别为 52/44/39 倍，维持买入评级。

图 28 千味央厨财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,899	2,105	2,347	2,551	净利润	63	89	105	118
YoY (%)	1.6%	10.8%	11.5%	8.7%	折旧和摊销	95	91	96	101
营业成本	1,468	1,631	1,826	1,990	营运资金变动	40	52	8	-28
营业税金及附加	19	21	23	26	经营活动现金流	210	238	215	197
销售费用	113	116	124	133	资本开支	-228	-102	-102	-103
管理费用	184	198	209	222	投资	-3	0	0	0
财务费用	1	4	6	4	投资活动现金流	-229	-104	-102	-103
研发费用	22	21	23	26	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	41	40	40	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	-12	38	37	-4
营业利润	97	121	143	160	现金净流量	-32	172	149	90
营业外收支	-3	-3	-3	-3	主要财务指标				
利润总额	94	118	140	157	成长能力 (%)				
所得税	32	30	35	39	营业收入增长率	1.6%	10.8%	11.5%	8.7%
净利润	63	89	105	118	净利润增长率	-24.0%	41.6%	18.1%	12.0%
归属于母公司净利润	64	90	106	119	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-24.0%	41.6%	18.1%	12.0%	毛利率	22.7%	22.5%	22.2%	22.0%
每股收益	0.66	0.93	1.09	1.23	净利率	3.3%	4.3%	4.5%	4.7%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	2.6%	3.5%	3.8%	4.0%
货币资金	447	619	768	858	净资产收益率 ROE	3.5%	4.7%	5.2%	5.5%
预付款项	14	16	18	20	偿债能力 (%)				
存货	255	258	289	332	流动比率	1.86	2.00	2.15	2.29
其他流动资产	191	185	199	211	速动比率	1.18	1.38	1.52	1.62
流动资产合计	908	1,078	1,274	1,421	现金比率	0.92	1.15	1.29	1.38
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	24.0%	25.9%	27.5%	27.1%
固定资产	1,249	1,260	1,266	1,266	经营效率 (%)				
无形资产	71	69	67	65	总资产周转率	0.80	0.84	0.87	0.89
非流动资产合计	1,508	1,519	1,523	1,522	每股指标 (元)				
资产合计	2,415	2,597	2,797	2,943	每股收益	0.66	0.93	1.09	1.23
短期借款	66	66	66	66	每股净资产	18.90	19.83	20.92	22.15
应付账款及票据	251	281	314	343	每股经营现金流	2.16	2.45	2.21	2.03
其他流动负债	170	191	213	212	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	487	538	593	621	估值分析				
长期借款	46	86	126	126	PE	73.03	52.02	44.05	39.33
其他长期负债	47	49	49	49	PB	2.04	2.17	2.06	1.95
非流动负债合计	93	135	175	175					

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

负债合计	581	674	769	796
股本	97	97	97	97
少数股东权益	-1	-3	-4	-5
股东权益合计	1,835	1,924	2,029	2,146
负债和股东权益合计	2,415	2,597	2,797	2,943

资料来源：wind、华西证券研究所

6. 风险提示

行业竞争加剧的风险：餐饮供应链行业参与者众多，竞争者呈现多元化趋势，未来行业面临一定的竞争加剧的压力，但我们认为行业竞争环境已经优化，竞争将更加趋于理性。

消费复苏不及预期：消费复苏趋势已现，但趋势是否延续仍有较大不确定性。

食品安全的风险：作为食品生产制造行业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。