

目标如期达成，内生外延并进

2025 年 03 月 29 日

➤ **事件:** 公司发布 2024 年年报, 24 年实现营业收入 34.8 亿元, 同比+10.4%; 实现归母净利润 6.3 亿元, 同比+36.8%; 实现扣非净利润 5.7 亿元, 同比+40.0%。单季度看, 24Q4 实现营业收入 11.1 亿元, 同比+21.6%; 实现归母净利润 1.9 亿元, 同比+41.0%; 实现扣非净利润 1.8 亿元, 同比+44.4%。

➤ **备货前置 Q4 营收提速, 全年股权激励目标如期达成。** 24 年公司顺利达成收入+10%目标, Q4 在冬调、新品做好铺市的前提下聚焦资源于火锅, 叠加春节前置、渠道备货提前, 单 Q4 收入提速至 21.6%。全年拆分来看, **1) 分产品:** 24 年火锅底料实现收入 12.6 亿元, 收入/量/价同比+3.5%/+7.9%/-4.1%, 单价下滑预计主因公司调整费用政策, 改为货折扣减收入; 中式菜品调料实现收入 17.7 亿元, 收入/量/价同比+16.6%/+16.7%/-0.1%; 香肠腊肉调料实现收入 3.3 亿元, 收入/量/价同比+11.0%/+27.0%/-12.6%。**2) 分渠道:** 24 年线下渠道实现收入 28.7 亿元, 同比+4.4%; 线上渠道实现收入 6.0 亿元, 同比+51.7%, 主因食萃并表带动。**3) 分区域:** 24 年东部/南部/西部/北部/中部收入增速分别为 7.1%/18.2%/16.5%/-2.3%/6.2%, 经销商数量分别变动-33/-9/-4/-50/-52 家, 截至 24 年末公司经销商共 3017 家, 较年初净减少 148 家。

➤ **成本改善、费投收窄, 24Q4 盈利能力优化。** 24Q4 毛利率/销售费用率/毛销差分别为 40.8%/15.3%/25.5%, 同比分别+0.5/-3.2/+3.7pcts, 除受费用政策调整影响外, Q4 主要原料价格延续下行、毛利偏高的中式调料及冬调收入占比提升推动毛销差同比改善。24Q4 管理费用率为 4.8%, 同比-1.0pcts; 研发费用率为 0.3%, 同比-0.3pcts, 财务费用率为-0.1%, 同比+0.2pcts; 24Q4 实现归母净利率 17.3%, 同比+2.4pcts; 扣非净利率 16.0%, 同比+2.5pcts, 盈利能力持续优化。

➤ **内生外延并举, 25 年增势延续。** 公司在复调 C 端领域优势显著, B 端持续补足, 多元渠道布局、全国化稳步推进。25 年公司计划收入/利润同比增长均不低于 15%, 具体来看: 1) 内生方面, 新品上聚焦厚火锅和鲜汤料, 渠道上针对县级市场、餐饮、特通进一步开商; 2) 外延方面, 食萃延续增长、加点滋味并表有望贡献增量。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 39.9/44.0/48.3 亿元, 同比+14.6%/10.3%/9.9%; 归母净利润分别为 7.2/8.1/8.9 亿元, 同比+15.4%/11.7%/10.7%, 当前股价对应当前股价对 P/E 分别为 21/18/17x, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业竞争加剧、新品拓展不及预期、原料价格大幅上涨、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,476	3,985	4,395	4,832
增长率 (%)	10.4	14.6	10.3	9.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	625	721	805	891
增长率 (%)	36.8	15.4	11.7	10.7
每股收益 (元)	0.59	0.68	0.76	0.84
PE	24	21	18	17
PB	3.2	3.1	3.1	3.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

13.90 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

研究助理 范锡蒙

执业证书: S0100123090030

邮箱: fanximeng@mszq.com

相关研究

1. 天味食品 (603317.SH) 2024 年三季度报点评: 营收环比改善, Q3 盈利显著提升-2024/10/27
2. 天味食品 (603317.SH) 2024 年半年报点评: 淡季需求偏弱, 线上势能延续-2024/09/01
3. 天味食品 (603317.SH) 2023 年业绩快报点评: Q4 延续较快增势, 盈利能力持续增强-2024/01/23
4. 天味食品 (603317.SH) 2023 年三季度报点评: B&C 双轮驱动稳健成长, 利润弹性加速释放-2023/10/29
5. 天味食品 (603317.SH) 2023 年半年报点评: 定制餐调增长提速, 期待旺季表现-2023/08/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,476	3,985	4,395	4,832
营业成本	2,093	2,397	2,633	2,889
营业税金及附加	34	40	44	48
销售费用	451	558	615	677
管理费用	186	207	229	251
研发费用	36	40	44	48
EBIT	676	751	839	928
财务费用	-6	-8	-10	-12
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	76	88	97	106
营业利润	757	846	945	1,047
营业外收支	0	2	2	2
利润总额	758	848	947	1,048
所得税	113	127	142	157
净利润	645	721	805	891
归属于母公司净利润	625	721	805	891
EBITDA	763	839	930	1,021

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	234	427	602	770
应收账款及票据	117	24	26	29
预付款项	13	25	28	30
存货	116	200	219	241
其他流动资产	3,125	3,144	3,147	3,128
流动资产合计	3,605	3,820	4,023	4,199
长期股权投资	307	307	307	307
固定资产	1,114	1,134	1,154	1,174
无形资产	68	68	68	68
非流动资产合计	2,057	2,087	2,116	2,147
资产合计	5,662	5,906	6,139	6,345
短期借款	5	5	5	5
应付账款及票据	642	666	732	803
其他流动负债	315	400	436	434
流动负债合计	962	1,071	1,173	1,242
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债合计	978	1,086	1,189	1,258
股本	1,065	1,065	1,065	1,065
少数股东权益	112	112	112	112
股东权益合计	4,684	4,820	4,950	5,088
负债和股东权益合计	5,662	5,906	6,139	6,345

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.41	14.63	10.30	9.95
EBIT 增长率	48.49	11.14	11.69	10.65
净利润增长率	36.77	15.37	11.69	10.67
盈利能力 (%)				
毛利率	39.78	39.85	40.08	40.21
净利率	17.97	18.08	18.31	18.43
总资产收益率 ROA	11.03	12.20	13.11	14.04
净资产收益率 ROE	13.66	15.31	16.63	17.90
偿债能力				
流动比率	3.75	3.57	3.43	3.38
速动比率	3.07	2.87	2.77	2.74
现金比率	0.24	0.40	0.51	0.62
资产负债率 (%)	17.27	18.40	19.36	19.82
经营效率				
应收账款周转天数	7.06	6.36	2.07	2.07
存货周转天数	23.65	23.69	28.65	28.67
总资产周转率	0.64	0.69	0.73	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.68	0.76	0.84
每股净资产	4.29	4.42	4.54	4.67
每股经营现金流	0.77	0.76	0.82	0.88
每股股利	0.55	0.63	0.71	0.78
估值分析				
PE	24	21	18	17
PB	3.2	3.1	3.1	3.0
EV/EBITDA	19.13	17.39	15.70	14.30
股息收益率 (%)	3.96	4.56	5.09	5.63

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	645	721	805	891
折旧和摊销	87	88	91	92
营运资金变动	150	87	75	61
经营活动现金流	820	808	873	937
资本开支	-153	-108	-110	-113
投资	-556	0	0	0
投资活动现金流	-622	-21	-14	-7
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-435	-594	-684	-763
现金净流量	-236	193	176	168

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048