

## 天味食品 (603317.SH)

## 分红亮眼，目标积极

公司 Q4 收入 11.12 亿，同比+21.6%，归母净利润 1.92 亿，同比+41.0%，员工持股计划目标达成，全年顺利收官。其中底料业务有所改善，中式复调（包含食萃）实现高增长。分红率 97.62%，股东回报亮眼。25 年看，公司在内生及外延驱动下，有望延续快速成长态势。我们认为公司收入端具备单品优势+多渠道发展潜力，未来增长中枢或有放缓，但生产效率提升，以及渠道改革带来的高费效比则有望释放更高的利润弹性。建议关注利润弹性+高分红带来的收益，底部可加大布局。我们给予 25-26 年 EPS 分别为 0.68、0.79 元，对应 25 年估值 20X，维持“强烈推荐”评级。

- Q4 收入/归母净利润分别同比+21.6%/+41.0%，分红率亮眼。24 年公司收入 34.76 亿，同比+10.41%，归母净利润 6.25 亿，同比+36.77%，完成员工持股计划目标。单 Q4 公司收入 11.12 亿，同比+21.6%，归母净利润 1.92 亿，同比+41.0%。Q4 现金回款 11.5 亿，同比+63.1%，快于收入，经营性现金流净额 2.21 亿，同比+156.7%。公司 24 年度期末现金分红 5.85 亿，叠加回购现金 0.25 亿，可视为累计分红 6.1 亿，分红率 97.62%，相比 23 年进一步提升，股东回报亮眼。
- Q4 底料冲刺强势反弹，线上渠道持续强化。1) 分产品看，24 年火锅调料收入 12.6 亿，同比+3.5%（量+7.9%，价-4.1%），量增价减系 24 年底加大促销力度所致；中式菜品调料收入 17.7 亿，同比+16.6%（量+16.6%，价-0.1%），其中食萃同比+40%，实现含税收入 2.8 亿，对收入贡献明显；香肠腊肉调料收入 3.3 亿，同比+11.0%（量+27.0%，价-12.6%）。单 Q4 看，火锅底料同比+25.3%，显著提速，中式复调同比+25.2%，延续高增，香肠腊肉料同比-3.4%。2) 分区域看，核心市场西部地区收入 12.7 亿（同比+16.53%），东部/南部/北部/中部分别收入 7.0 亿/3.4 亿/2.6 亿/9.0 亿（同比+7.13%/+18.23%/-2.34%/+6.23%）。3) 分渠道看，线下/线上分别收入 28.7 亿/6.0 亿，同比+4.42%/+51.70%，线上渠道受益于食萃贡献增长明显，随着公司完成对加点滋味的收购，预计线上业务有进一步提升空间。
- 成本改善，费用优化，净利率显著提升。利润端，公司 24 年毛利率 39.8%，同比+1.9pcts，主要受益于成本下降，销售费用率同比-2.4pcts，主要系广告及营销费用高效投放所致，管理费用率-1.0pct，归母净利率 18.0%，同比+3.5pcts，盈利能力显著改善。单 Q4 看，公司毛利率 40.8%，同比+0.5pct，销售费用率 15.3%，虽然环比提升较大，但同比下降 3.15pct，管理研发费用率同比-1.0pct，归母净利率 17.3%，同比+2.4pcts。
- 内生+外延齐发力，25 年增长延续性可期。24 年公司中式复调实现双位数以上高速增长，主要在于新品推动，以及食萃延续高增态势。底料业务 Q4 改善明显，全年实现正增长。公司 25 年计划营业收入、净利润同比增长均不低于 15%，目标积极。此外，随着动销的逐步改善，公司一方面继续推动厚火锅、鲜番茄汤等新品的铺货渗透，实现内生增长，另一方面推进外延并购对业务线的补充，食萃、加点滋味都将贡献增长，内生外延双驱动下收入端有望延续双位数的增长态势。利润端看，25 年成本端预计相对稳健，费用延续高效投放策略，利润率有望继续稳步提升。
- 投资建议：分红亮眼，目标积极，维持“强烈推荐”评级。Q4 公司收入

## 强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料  
目标估值：NA  
当前股价：13.9 元

## 基础数据

总股本（百万股）	1065
已上市流通股（百万股）	1065
总市值（十亿元）	14.8
流通市值（十亿元）	14.8
每股净资产（MRQ）	4.3
ROE（TTM）	13.7
资产负债率	17.3%
主要股东	邓文
主要股东持股比例	58.9%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	38	16
相对表现	6	32	5



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《天味食品（603317）—Q4 发力冲刺，全年目标达成》2025-01-23
- 《天味食品（603317）—动销改善收入回暖，费用高效利润亮眼》2024-10-28
- 《天味食品（603317）—底料压力凸显，旺季盼动销加速》2024-09-02

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

11.12 亿，同比+21.6%，归母净利润 1.92 亿，同比+41.0%，员工持股计划目标达成，全年顺利收官。其中底料业务有所改善，中式复调（包含食萃）实现高增长。分红率 97.62%，股东回报亮眼。25 年看，公司在内生及外延驱动下，有望延续快速成长态势。我们认为公司收入端具备单品优势+多渠道发展潜力，未来增长中枢或有放缓，但生产效率提升，以及渠道改革带来的高费效比则有望释放更高的利润弹性。建议关注利润弹性+高分红带来的收益，底部可加大布局。我们给予 25-26 年 EPS 分别为 0.68、0.79 元，对应 25 年估值 20X，维持“强烈推荐”评级。

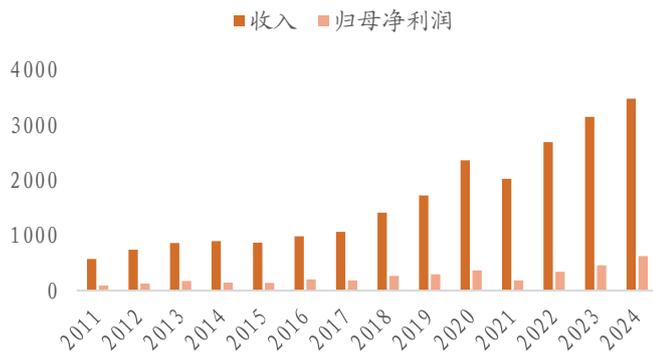
□ 风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、竞争再度恶化

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3149	3476	3934	4348	4768
同比增长	17%	10%	13%	11%	10%
营业利润(百万元)	540	757	885	1027	1153
同比增长	33%	40%	17%	16%	12%
归母净利润(百万元)	457	625	728	842	945
同比增长	34%	37%	17%	16%	12%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.68	0.79	0.89
PE	32.4	23.7	20.3	17.6	15.7
PB	3.4	3.2	3.1	3.0	2.9

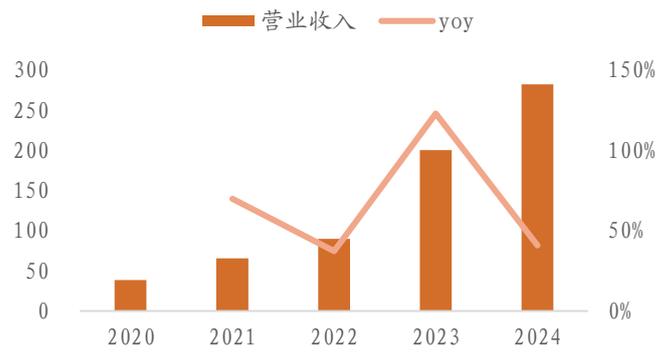
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 天味食品历史收入与利润 (百万元)



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 食萃历史收入及增速 (百万元)



资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23FY	24FY
一、营业总收入	766	659	808	915	853	614	897	1112	3149	3476
二、营业总成本	628	596	688	776	683	537	688	895	2689	2802
其中: 营业成本	455	454	501	546	477	410	549	658	1956	2093
营业税金及附加	8	6	8	7	9	6	10	9	29	34
营业费用	114	75	126	169	145	66	70	170	484	451
管理费用	45	54	48	51	43	42	47	54	198	186
研发费用	9	9	9	5	9	12	12	3	32	36
财务费用	-3	-4	-3	-2	-2	-2	-1	-1	-12	-6
资产减值损失	0	0	-1	1	0	0	0	0	1	0
三、其他经营收益	14	29	15	17	36	12	13	22	75	84
其它收益	1	0	0	5	2	1	1	3	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	29	15	14	34	12	11	19	70	76
四、营业利润	151	93	135	156	207	90	221	239	534	757
加: 营业外收入	0	1	1	1	1	1	1	1	3	4
减: 营业外支出	0	1	0	1	1	0	1	3	2	4
五、利润总额	152	92	136	156	207	92	222	237	536	758
减: 所得税	24	13	24	10	29	15	32	37	70	113
六、净利润	128	80	112	146	178	76	190	200	466	645
减: 少数股东损益	0	0	-1	10	2	5	4	8	9	20
七、归属母公司净利润	128	80	113	136	176	71	186	192	457	625
EPS	0.12	0.07	0.11	0.13	0.17	0.07	0.17	0.18	0.43	0.59
<b>主要比率</b>										
毛利率	40.6%	31.1%	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%	38.8%	40.8%	37.9%	39.8%
主营税金率	1.0%	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	0.8%	0.9%	1.0%
营业费率	14.8%	11.4%	15.6%	18.5%	17.0%	10.7%	7.8%	15.3%	15.4%	13.0%
管理费	5.9%	8.2%	5.9%	5.5%	5.1%	6.9%	5.2%	4.8%	6.3%	5.3%
营业利润率	19.8%	14.1%	16.7%	17.0%	24.2%	14.7%	24.7%	21.5%	17.0%	21.8%
实际税率	15.8%	13.6%	17.4%	6.4%	14.0%	16.7%	14.3%	15.6%	13.1%	14.9%
净利率	16.7%	12.1%	13.9%	14.9%	20.6%	11.5%	20.7%	17.3%	14.5%	18.0%
<b>YoY</b>										
收入增长率	21.8%	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%	10.9%	21.6%	17.0%	10.4%
营业利润增长率	27.6%	21.7%	41.8%	34.2%	36.5%	-2.7%	64.4%	53.6%	31.7%	41.7%
净利润增长率	27.7%	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%	64.8%	41.0%	33.7%	36.8%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 3: 天味食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 天味食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《天味食品(603317)—Q4 发力冲刺, 全年目标达成》2025-01-23
- 2、《天味食品(603317)—动销改善收入回暖, 费用高效利润亮眼》2024-10-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3394	3605	3819	4087	4361
现金	467	234	375	555	740
交易性投资	2600	2592	2592	2592	2592
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	20	117	113	125	137
其它应收款	13	11	12	13	14
存货	159	116	121	132	144
其他	136	536	606	670	734
<b>非流动资产</b>	1879	2057	2077	2098	2118
长期股权投资	311	307	307	307	307
固定资产	1042	1114	1182	1246	1306
无形资产商誉	340	479	431	388	349
其他	186	157	157	157	157
<b>资产总计</b>	<b>5274</b>	<b>5662</b>	<b>5896</b>	<b>6185</b>	<b>6480</b>
<b>流动负债</b>	866	962	1030	1105	1183
短期借款	0	5	0	0	0
应付账款	551	642	719	785	854
预收账款	126	69	77	85	92
其他	190	245	234	236	238
<b>长期负债</b>	6	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>872</b>	<b>978</b>	<b>1046</b>	<b>1121</b>	<b>1199</b>
股本	1065	1065	1065	1065	1065
资本公积金	1525	1570	1570	1570	1570
留存收益	1736	1937	2080	2266	2453
少数股东权益	74	112	135	162	193
归属于母公司所有者权益	4327	4572	4714	4901	5088
<b>负债及权益合计</b>	<b>5274</b>	<b>5662</b>	<b>5896</b>	<b>6185</b>	<b>6480</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	603	820	803	894	1001
净利润	466	645	751	869	975
折旧摊销	65	79	121	120	120
财务费用	(12)	(6)	0	0	0
投资收益	(70)	(76)	(84)	(84)	(84)
营运资金变动	153	176	14	(16)	(14)
其它	10	23	24	31	34
<b>投资活动现金流</b>	(336)	(622)	(58)	(58)	(58)
资本支出	(99)	(153)	(142)	(142)	(142)
其他投资	(237)	(469)	84	84	84
<b>筹资活动现金流</b>	(245)	(435)	(604)	(655)	(758)
借款变动	(96)	95	(18)	0	0
普通股增加	302	(0)	0	0	0
资本公积增加	(210)	45	0	0	0
股利分配	(244)	(586)	(586)	(655)	(758)
其他	3	12	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>22</b>	<b>(236)</b>	<b>141</b>	<b>180</b>	<b>185</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3149	3476	3934	4348	4768
营业成本	1956	2093	2342	2558	2783
营业税金及附加	29	34	39	43	47
营业费用	484	451	492	528	566
管理费用	198	186	210	224	245
研发费用	26	36	41	45	49
财务费用	(12)	(6)	0	0	0
资产减值损失	(2)	(8)	(8)	(8)	(8)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	7	7	7	7
投资收益	68	76	76	76	76
<b>营业利润</b>	540	757	885	1027	1153
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	2	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	541	758	886	1027	1154
所得税	70	113	134	158	179
少数股东损益	9	20	23	27	30
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>457</b>	<b>625</b>	<b>728</b>	<b>842</b>	<b>945</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	17%	10%	13%	11%	10%
营业利润	33%	40%	17%	16%	12%
归母净利润	34%	37%	17%	16%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.9%	39.8%	40.5%	41.2%	41.6%
净利率	14.5%	18.0%	18.5%	19.4%	19.8%
ROE	10.6%	13.7%	15.4%	17.2%	18.6%
ROIC	10.2%	13.3%	15.2%	16.9%	18.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.5%	17.3%	17.7%	18.1%	18.5%
净负债比率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7
速动比率	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	12.8	15.2	19.8	20.2	20.2
应收账款周转率	172.0	51.0	34.3	36.6	36.4
应付账款周转率	4.2	3.5	3.4	3.4	3.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.43	0.59	0.68	0.79	0.89
每股经营净现金	0.57	0.77	0.75	0.84	0.94
每股净资产	4.06	4.29	4.43	4.60	4.78
每股股利	0.40	0.55	0.62	0.71	0.80
<b>估值比率</b>					
PE	32.4	23.7	20.3	17.6	15.7
PB	3.4	3.2	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA	11.2	8.0	6.6	5.8	5.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。