

天味食品（603317.SH）

2024 年收入同比增长 10.4%，全渠道布局逐渐完善

优于大市

核心观点

公司 2024 年收入同比增长 10.41%。天味食品公布 2024 年业绩，2024 年实现营业总收入 34.76 亿元，同比增长 10.41%；实现归母净利润 6.25 亿元，同比增长 36.77%；实现扣非归母净利润 5.66 亿元，同比增长 40.00%；2024Q4 实现营业总收入 11.12 亿元，同比增长 21.57%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比增长 41.03%；实现扣非归母净利润 1.77 亿元，同比增长 44.37%。

线上渠道维持较高增速，食萃持续放量。2024 年公司线下/线上渠道收入分别为 28.7/6.0 亿元，同比增长 4.4%/51.7%；火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料收入分别为 12.6/17.7/3.3 亿元，同比增长 3.5%/+16.6%/+11.0%，线上渠道收入延续高增主因食萃继续放量，中式菜品调料与香肠腊肉调料亦受益于年底冲刺。截至 2024 年底，公司经销商同比净减少 148 家至 3017 家。食萃 2024 年收入约 2.8 亿元（完成业绩承诺约 90%，同比增长 41%），2025 年 1-2 月收入同比增长 34%，延续高速增长趋势。

运营管理效率提高，盈利能力显著改善。2024 年公司毛利率同比提高 2.0pcts 达到 39.8%，主因规模效应、业务结构优化以及原材料价格下行。2024 年公司销售/管理费用率 13.0%/5.3%，同比降低 2.4/1.0pcts，营运管理效率不断提高。综合来看，2024 年公司扣非归母净利率同比提升 3.5pcts 至 16.3%，其中 2024Q4 扣非归母净利率约 16.0%，盈利能力显著提高，源于外延并购的盈利能力较强的食萃占比提高以及全渠道布局下的效率提升。

加点滋味并表，强化公司 C 端能力。2024 年 12 月 31 日复合调味料品牌加点滋味及其控股子公司姜姜文化并表。加点滋味以日韩西式风味和创新中式风味为品牌心智，擅长通过线上消费者洞察挖掘 C 端市场差异化需求。与食萃食品定位小 B 端不同，加点滋味有望加强公司 C 端复合调味料的供应链与渠道能力。

风险提示：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，需求恢复不及预期等。

投资建议：由于加点滋味并表，我们小幅上调盈利预测，预计 2025-2026 年公司实现营业总收入 38.5/42.2 亿元（前预测值为 37.4/40.5 亿元）并引入 2027 年预测 45.5 亿元，2025-2027 年同比 10.8%/9.5%/8.0%；2025-2026 年公司实现归母净利润 7.1/7.7 亿元（前预测值为 6.4/6.8 亿元）并引入 2027 年预测 8.4 亿元，2025-2027 年同比 13.2%/9.4%/8.0%。预计 2025-2027 年 EPS 0.66/0.73/0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 20.5/18.7/17.3 倍。维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,149	3,476	3,851	4,215	4,550
(+/-%)	17.0%	10.4%	10.8%	9.5%	8.0%
净利润(百万元)	457	625	707	774	835
(+/-%)	33.7%	36.8%	13.2%	9.4%	8.0%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.66	0.73	0.78
EBIT Margin	14.3%	19.4%	19.7%	19.9%	20.1%
净资产收益率(ROE)	10.6%	13.7%	14.7%	15.3%	15.7%
市盈率(PE)	31.6	23.1	20.5	18.7	17.3
EV/EBITDA	29.7	20.5	17.4	15.9	14.7
市净率(PB)	3.34	3.16	3.01	2.86	2.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.90 元
总市值/流通市值	14805/14803 百万元
52 周最高价/最低价	15.78/8.50 元
近 3 个月日均成交额	93.80 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

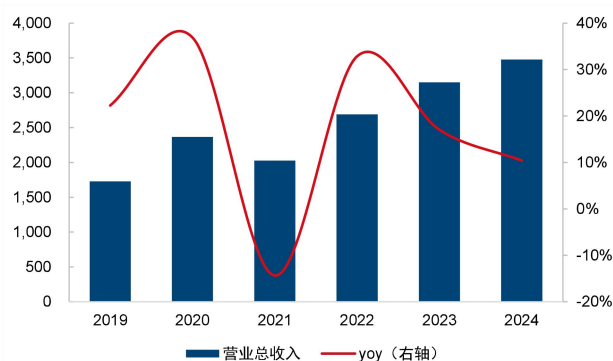
相关研究报告

《天味食品（603317.SH）-2024 年收入同比增长 10%，股权激励目标达成》——2025-01-23
《天味食品（603317.SH）-第三季度收入同比增长 10.9%，渠道协同布局逐渐完善》——2024-10-29
《天味食品（603317.SH）-盈利能力持续改善，食萃增长动能充足》——2024-05-28
《天味食品（603317.SH）-盈利能力持续改善，回购彰显长期发展信心》——2023-10-31

天味食品公布 2024 年业绩,2024 年实现营业总收入 34.76 亿元,同比增长 10.41%;实现归母净利润 6.25 亿元,同比增长 36.77%;实现扣非归母净利润 5.66 亿元,同比增长 40.00%;2024Q4 实现营业总收入 11.12 亿元,同比增长 21.57%;实现归母净利润 1.92 亿元,同比增长 41.03%;实现扣非归母净利润 1.77 亿元,同比增长 44.37%。

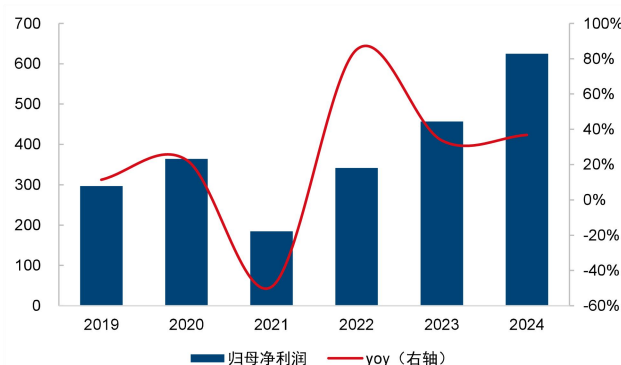
线上渠道维持较高增速,食萃持续放量。2024 年公司线下/线上渠道收入分别为 28.7/6.0 亿元,同比增长 4.4%/51.7%;火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料收入分别为 12.6/17.7/3.3 亿元,同比增长 3.5%/+16.6%/+11.0%,线上渠道收入延续高增主因食萃继续放量,中式菜品调料与香肠腊肉调料亦受益于年底冲刺。截至 2024 年底,公司经销商同比净减少 148 家至 3017 家。食萃 2024 年收入约 2.8 亿元(完成业绩承诺约 90%,同比增长 41%),2025 年 1-2 月收入同比增长 34%,延续高速增长趋势。

图1: 2019-2024 年公司营收(百万元)及 yoy



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

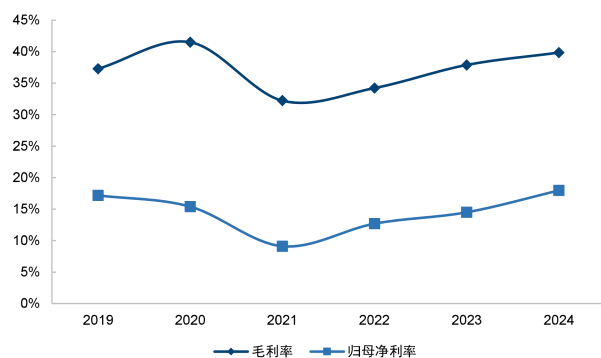
图2: 2019-2024 年公司归母净利润(百万元)及 yoy



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

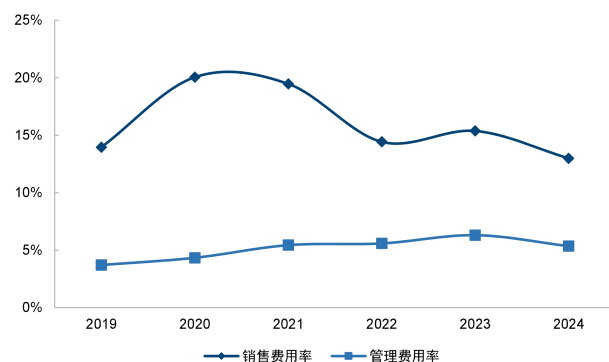
运营管理效率提高,盈利能力显著改善。2024 年公司毛利率同比+2.0pcts 达到 39.8%,主因规模效应、业务结构优化以及原材料价格下行。2024 年公司销售/管理费用率 13.0%/5.3%,同比-2.4/-1.0pct,运营管理效率不断提高。综合来看,2024 年公司扣非归母净利率同比提升 3.5pct 至 16.3%,其中 2024Q4 扣非归母净利率约 16.0%,盈利能力显著提高,源于外延并购的盈利能力较强的食萃占比提高以及全渠道布局下的效率提升。

图3: 2019-2024 公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2019-2024 公司期间费用率变化情况



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

加点滋味并表，强化公司 C 端能力。2024 年 12 月 31 日复合调味料品牌加点滋味及其控股子公司姜姜文化并表。加点滋味以日韩西式风味和创新中式风味为品牌心智，擅长通过线上消费者洞察挖掘 C 端市场差异化需求。与食萃定位小 B 端不同，加点滋味有望加强公司 C 端复合调味料的供应链与渠道能力。

投资建议：由于加点滋味并表，我们小幅上调盈利预测，预计 2025-2026 年公司实现营业总收入 38.5/42.2 亿元（前预测值为 37.4/40.5 亿元）并引入 2027 年预测 45.5 亿元，2025-2027 年同比 10.8%/9.5%/8.0%；2025-2026 年公司实现归母净利润 7.1/7.7 亿元（前预测值为 6.4/6.8 亿元）并引入 2027 年预测 8.4 亿元，2025-2027 年同比 13.2%/9.4%/8.0%。预计实现 2025-2027 年 EPS0.66/0.73/0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 20.5/18.7/17.3 倍。维持优于大市评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3744	4054		3851	4215	4550	107	161	
收入同比增速%	10.5%	8.3%		10.8%	9.5%	8.0%	0.3%	1.2%	
毛利率%	38.5%	38.5%		40.0%	40.1%	40.2%	1.5%	1.6%	
销售费用率%	13.3%	13.3%		13.0%	13.0%	13.0%	-0.3%	-0.3%	
净利率%	17.0%	16.9%		18.4%	18.4%	18.4%	1.4%	1.5%	
归母净利润（百万元）	635	683		707	774	835	72	91	
归母净利润同比增速%	11.0%	7.7%		13.2%	9.4%	8.0%	2.2%	1.7%	
EPS（元）	0.60	0.64		0.66	0.73	0.78	0.06	0.09	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025 年 3 月 27 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
603317.SH	天味食品	23.09	13.56	0.66	0.73	20.5	18.7	144	优于大市
603288.SH	海天味业	37.60	41.33	1.08	1.12	38.2	36.8	2,298	优于大市
603170.SH	宝立食品	22.58	13.18	0.75	0.58	17.6	22.8	53	优于大市
603027.SH	千禾味业	23.94	11.53	0.52	0.50	22.0	23.2	118	不适用

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，海天、宝立、千禾为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	467	234	598	800	1020	营业收入	3149	3476	3851	4215	4550
应收款项	33	126	75	93	118	营业成本	1956	2093	2309	2523	2720
存货净额	159	116	166	174	177	营业税金及附加	29	34	38	42	45
其他流动资产	136	537	266	375	474	销售费用	484	451	500	547	591
流动资产合计	3394	3605	3704	4042	4389	管理费用	198	186	205	219	232
固定资产	1072	1121	1107	1086	1058	研发费用	32	36	40	43	47
无形资产及其他	50	68	66	63	60	财务费用	(12)	(6)	0	0	0
投资性房地产	447	560	560	560	560	投资收益	70	76	70	70	70
长期股权投资	311	307	307	307	307	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0	0
资产总计	5274	5662	5744	6057	6375	其他收入	(30)	(37)	(11)	(14)	(18)
短期借款及交易性金融负债	0	18	0	0	0	营业利润	534	757	859	940	1014
应付款项	551	642	398	415	419	营业外净收支	1	0	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	315	302	411	449	484	利润总额	536	758	858	939	1014
流动负债合计	866	962	808	864	903	所得税费用	70	113	129	141	152
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	20	23	25	27
其他长期负债	6	16	16	16	16	归属于母公司净利润	457	625	707	774	835
长期负债合计	6	16	16	16	16	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	872	978	824	880	919	净利润	457	625	707	774	835
少数股东权益	74	112	119	127	136	资产减值准备	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	4327	4572	4800	5050	5320	折旧摊销	65	78	117	124	130
负债和股东权益总计	5274	5662	5744	6057	6375	公允价值变动损失	(1)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(12)	(6)	0	0	0
每股收益	0.43	0.59	0.66	0.73	0.78	营运资本变动	(286)	(477)	137	(79)	(89)
每股红利	0.23	0.40	0.45	0.49	0.53	其它	4	7	7	8	9
每股净资产	4.06	4.29	4.50	4.74	4.99	经营活动现金流	240	232	968	827	885
ROIC	31.02%	35.62%	37%	41%	43%	资本开支	0	(120)	(100)	(100)	(100)
ROE	10.55%	13.66%	15%	15%	16%	其它投资现金流	(100)	8	(8)	0	0
毛利率	38%	40%	40%	40%	40%	投资活动现金流	(13)	(108)	(108)	(100)	(100)
EBIT Margin	14%	19%	20%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	22%	23%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	17%	10%	11%	9%	8%	支付股利、利息	(242)	(423)	(479)	(524)	(566)
净利润增长率	34%	37%	13%	9%	8%	其它融资现金流	275	490	(18)	0	0
资产负债率	18%	19%	16%	17%	17%	融资活动现金流	(209)	(356)	(497)	(524)	(566)
股息率	1.7%	2.9%	3.3%	3.6%	3.9%	现金净变动	17	(233)	364	203	220
P/E	31.6	23.1	20.5	18.7	17.3	货币资金的期初余额	450	467	234	598	800
P/B	3.3	3.2	3.0	2.9	2.7	货币资金的期末余额	467	234	598	800	1020
EV/EBITDA	29.7	20.5	17.4	15.9	14.7	企业自由现金流	0	56	800	659	719
						权益自由现金流	0	545	782	659	719

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032