

天味食品 (603317.SH)

业绩短期承压，期待资源整合

Q1 收入/归母净利润分别同比-24.80%/-57.53%，合并 24Q4+25Q1 看，公司收入同比-0.8%，业绩阶段性承压。25 年看，公司在内生及外延驱动下，期待加速完成资源整合与协同，继续实现快速增长。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。

- Q1 收入/归母净利润分别同比-24.80%/-57.53%，业绩阶段性承压。25Q1 公司实现收入 6.42 亿，同比-24.80%，归母净利润 0.75 亿，同比-57.53%，收入下降主要系去年底公司发货较多，Q1 清理渠道库存所致，合并 24Q4+25Q1 看，公司收入略下滑 0.8%。利润下滑较多主要系收入下滑导致毛利率下降及费用率提升所致。Q1 公司现金回款 7.94 亿，同比-11.65%，表现好于收入，经营性现金流净额 0.12 亿，同比-93.7%，主要系销售收款减少所致。合同负债 0.81 亿，同比+132.7%。
- 底料/冬调大幅下滑，线上渠道继续发力。1) 分产品看，25Q1 火锅调料收入 1.73 亿，同比-41.05%；中式菜品调料收入 4.34 亿，同比-12.24%；香肠腊肉调料收入 0.15 亿，同比-55.77%，其他产品收入 0.17 亿，同比-44.13%。2) 分区域看，核心市场西部地区收入 2.28 亿，同比-26.86%，东部地区收入 1.71 亿，同比+9.30%，南部/北部/中部分别收入 0.67 亿/0.45 亿/1.28 亿，分别同比-22.82%/-43.61%/-41.06%。3) 分渠道看，线下/线上分别收入 4.37 亿/2.04 亿，同比-39.54%/+54.03%，线上渠道受益于食萃及公司收购的加点滋味贡献增长。截止一季度末，公司共有经销商 3115 个，相比期初增加 98 个。
- 收入下降导致盈利能力下滑较多。公司 Q1 毛利率 40.74%，环比基本持平，同比-3.32pcts，主要系收入下降单位生产成本提升所致，销售费用率 22.26%，同比+5.24pcts，主要系市场收入下降但市场费用投入依然较多所影响，管理费用率 7.06%，同比+1.99pcts，归母净利率 11.65%，同比大幅下降 8.98pcts。
- Q1 承压发展，期待逐季改善。25Q1 公司承压发展，Q2 期待动销逐步改善。全年战略看，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实现逐季改善的增长态势。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，利润率有望保持平稳。
- 投资建议：业绩短期承压，期待资源整合，维持“强烈推荐”评级。Q1 收入/归母净利润分别同比-24.80%/-57.53%，合并 24Q4+25Q1 看，公司收入同比-0.8%，业绩阶段性承压。25 年看，公司在内生及外延驱动下，期待加速完成资源整合与协同，继续实现快速增长。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 0.63、0.72 元，对应 25 年估值 21X，维持“强烈推荐”评级。

强烈推荐 (维持)

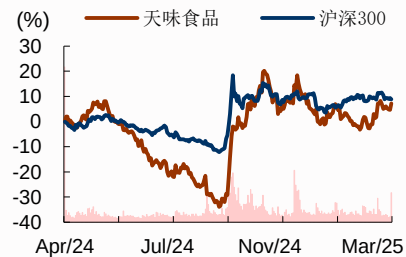
消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 12.91 元

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)	13.7
流通市值 (十亿元)	13.7
每股净资产 (MRQ)	4.4
ROE (TTM)	11.3
资产负债率	14.9%
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	1	-0	6
相对表现	4	4	-2



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《天味食品 (603317) 一分红亮眼，目标积极》2025-03-31
- 2、《天味食品 (603317) 一Q4 发力冲刺，全年目标达成》2025-01-23
- 3、《天味食品 (603317) 一动销改善收入回暖，费用高效利润亮眼》2024-10-28

任龙 S1090522090003
renlong1@cmschina.com.cn

□ 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	3742	4093	4486
同比增长	17%	10%	8%	9%	10%
营业利润(百万元)	540	757	814	931	1047
同比增长	33%	40%	7%	14%	12%
归母净利润(百万元)	457	625	670	765	859
同比增长	34%	37%	7%	14%	12%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.63	0.72	0.81
PE	30.1	22.0	20.5	18.0	16.0
PB	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8

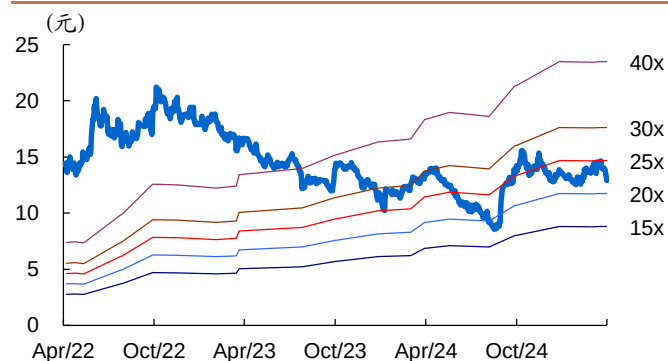
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	659	808	915	853	614	897	1112	642	3149	3476
二、营业总成本	596	688	776	683	537	688	895	582	2689	2802
其中: 营业成本	454	501	546	477	410	549	658	380	1956	2093
营业税金及附加	6	8	7	9	6	10	9	6	29	34
营业费用	75	126	169	145	66	70	170	143	484	451
管理费用	54	48	51	43	42	47	54	45	198	186
研发费用	9	9	5	9	12	12	3	7	32	36
财务费用	-4	-3	-2	-2	-2	-1	-1	0	-12	-6
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0	0	2	1	0
三、其他经营收益	29	15	17	36	12	13	22	32	75	84
其它收益	0	0	5	2	1	1	3	1	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	15	14	34	12	11	19	30	70	76
四、营业利润	93	135	156	207	90	221	239	92	534	757
加: 营业外收入	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4
减: 营业外支出	1	0	1	1	0	1	3	1	2	4
五、利润总额	92	136	156	207	92	222	237	92	536	758
减: 所得税	13	24	10	29	15	32	37	12	70	113
六、净利润	80	112	146	178	76	190	200	79	466	645
减: 少数股东损益	0	-1	10	2	5	4	8	4	9	20
七、归属母公司净利润	80	113	136	176	71	186	192	75	457	625
EPS	0.07	0.11	0.13	0.17	0.07	0.17	0.18	0.07	0.43	0.59
主要比率										
毛利率	31.1%	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%	38.8%	40.8%	40.7%	37.9%	39.8%
主营税金率	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%
营业费率	11.4%	15.6%	18.5%	17.0%	10.7%	7.8%	15.3%	22.3%	15.4%	13.0%
管理费	8.2%	5.9%	5.5%	5.1%	6.9%	5.2%	4.8%	7.1%	6.3%	5.3%
营业利润率	14.1%	16.7%	17.0%	24.2%	14.7%	24.7%	21.5%	14.3%	17.0%	21.8%
实际税率	13.6%	17.4%	6.4%	14.0%	16.7%	14.3%	15.6%	13.5%	13.1%	14.9%
净利率	12.1%	13.9%	14.9%	20.6%	11.5%	20.7%	17.3%	11.6%	14.5%	18.0%
YoY										
收入增长率	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%	10.9%	21.6%	-24.8%	17.0%	10.4%
营业利润增长率	21.7%	41.8%	34.2%	36.5%	-2.7%	64.4%	53.6%	-55.7%	31.7%	41.7%
净利润增长率	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%	64.8%	41.0%	-57.5%	33.7%	36.8%

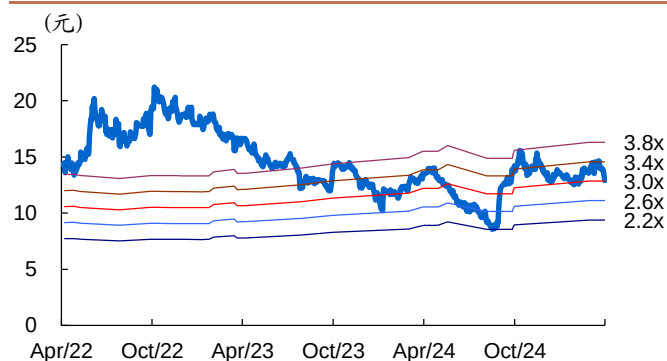
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 天味食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 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）一分红亮眼，目标积极》2025-03-31
- 2、《天味食品（603317）—Q4 发力冲刺，全年目标达成》2025-01-23
- 3、《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
流动资产	3394	3605	3722	3951	4201
现金	467	234	319	473	639
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	107	117	129
其它应收款	13	11	11	12	14
存货	159	116	116	125	136
其他	136	536	577	631	691
非流动资产	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
资产总计	5274	5662	5799	6048	6319
流动负债	866	962	994	1056	1129
短期借款	0	5	0	0	0
应付账款	551	642	686	741	806
预收账款	126	69	74	80	87
其他	190	245	234	235	236
长期负债	6	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	16	16	16	16
负债合计	872	978	1009	1072	1145
股本	1065	1065	1065	1065	1065
资本公积金	1525	1570	1570	1570	1570
留存收益	1736	1937	2022	2184	2354
少数股东权益	74	112	133	158	185
归属于母公司所有者权益	4327	4572	4656	4819	4988
负债及权益合计	5274	5662	5799	6048	6319

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	603	820	747	816	913
净利润	471	645	692	790	886
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	19	(14)	(13)
其它	(5)	3	(1)	3	4
投资活动现金流	(336)	(622)	(58)	(58)	(58)
资本支出	(99)	(153)	(142)	(142)	(142)
其他投资	(237)	(469)	84	84	84
筹资活动现金流	(245)	(435)	(604)	(603)	(689)
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)	(603)	(689)
其他	3	12	0	0	0
现金净增加额	22	(236)	85	154	166

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3149	3476	3742	4093	4486
营业成本	1956	2093	2237	2417	2628
营业税金及附加	29	34	37	40	44
营业费用	484	451	492	528	566
管理费用	198	186	200	210	231
研发费用	26	36	39	42	46
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
营业利润	540	757	814	931	1047
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	541	758	814	932	1047
所得税	70	113	122	142	161
少数股东损益	9	20	22	25	28
归属于母公司净利润	457	625	670	765	859

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	17%	10%	8%	9%	10%
营业利润	33%	40%	7%	14%	12%
归母净利润	34%	37%	7%	14%	12%
获利能力					
毛利率	37.9%	39.8%	40.2%	41.0%	41.4%
净利率	14.5%	18.0%	17.9%	18.7%	19.1%
ROE	10.9%	14.0%	14.5%	16.1%	17.5%
ROIC	10.2%	13.3%	14.2%	15.6%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	16.5%	17.3%	17.4%	17.7%	18.1%
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
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	12.8	15.2	19.3	20.1	20.2
应收账款周转率	172.0	51.0	33.4	36.4	36.4
应付账款周转率	4.2	3.5	3.4	3.4	3.4
每股资料(元)					
EPS	0.43	0.59	0.63	0.72	0.81
每股经营净现金	0.57	0.77	0.70	0.77	0.86
每股净资产	4.06	4.29	4.37	4.52	4.68
每股股利	0.40	0.55	0.57	0.65	0.73
估值比率					
PE	30.1	22.0	20.5	18.0	16.0
PB	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA	11.1	8.0	7.0	6.2	5.6

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。