

天味食品（603317）

2025 年一季报点评：短期调整致业绩承压，轻装上阵改善可期

买入（维持）

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

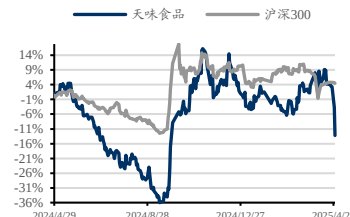
盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,149	3,476	3,655	4,019	4,443
同比（%）	17.02	10.41	5.16	9.94	10.54
归母净利润（百万元）	456.70	624.64	626.63	706.32	797.71
同比（%）	33.65	36.77	0.32	12.72	12.94
EPS-最新摊薄（元/股）	0.43	0.59	0.59	0.66	0.75
P/E（现价&最新摊薄）	27.10	19.81	19.75	17.52	15.51

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **公司发布 2025 年一季报：25Q1 公司实现营收 6.42 亿元，同比减少 24.8%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比减少 57.53%；实现扣非归母净利润 0.51 亿元，同比减少 65.41%。业绩低于预期。**
- **春节前置+主动清库，25Q1 各品类收入下滑。**25Q1 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料收入分别同比-41%/-12%/-56%，其中，我们预计 25Q1 子公司食萃食品和加点滋味同比正增长，协同效应释放下子公司发展良性。25Q1 各品类收入下滑较多预计主因 24Q4 春节前置下经销商备货较多，降低了经销商 25Q1 进货意愿，同时公司主动清库存，未采取激进市场动作，24Q4+25Q1 公司收入同比-0.8%，整体表现相对稳健。
- **线上表现亮眼，经销商团队持续扩张。**2025Q1 公司线下/线上渠道收入分别同比-39.5%/+54%，线上高增预计主因公司 24 年底并购加点滋味后增厚了 25Q1 收入。分地区看，25Q1 公司东部/南部/西部/北部/中部地区收入分别同比+9.3%/-22.8%/-26.9%/-43.6%/-41.1%，东部地区增长稳健。截止到 25Q1 末，公司经销商数量较 24 年末增加 98 家，经销商团队持续扩张。
- **成本费投规模效应削弱，盈利能力承压。**2025Q1 毛利率同比-3.3pct，预计主因收入下滑但固定成本刚性，我们判断 25Q1 公司原材料成本仍处于低位，且搭赠力度较小。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.2/+2.0/+0.1/+0.2pct，销售费用率提升预计主因收入下滑后费率被动提升+子公司加点滋味费用率较高，25Q1 公司销售费用额同比-1.7%，整体费投理性。综合看 25Q1 归母净利率同比-9pct，盈利能力承压。
- **渠道库存良性，轻装上阵看好后续改善。**25Q1 公司主动调整致业绩承压，当前公司渠道库存良性，4 月以来整体经营向好，我们判断轻装上阵下未来业绩有望逐步改善。
- **盈利预测与投资评级：**25Q1 业绩低于预期，我们下调 25-27 年收入预期为 36.6/40.2/44.4 亿元（此前预期为 38.5/42.3/46.7 亿元），同比+5%/+10%/+11%；下调 25-27 年归母净利润预期为 6.3/7.1/8.0 亿元（此前预期为 7.1/7.8/8.6 亿元），同比+0.3%/+13%/+13%，对应 PE 分别为 20/18/16x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，行业竞争格局恶化，渠道建设不及预期，消费力复苏不及预期，并购整合不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.62
一年最低/最高价	8.50/15.78
市净率(倍)	2.66
流通 A 股市值(百万元)	12,375.26
总市值(百万元)	12,375.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.37
资产负债率(%,LF)	14.92
总股本(百万股)	1,065.00
流通 A 股(百万股)	1,065.00

相关研究

- 《天味食品(603317): 2024 年报点评: 24 年顺利收官，内延外拓势能延续》
2025-03-30
- 《天味食品(603317): 2024 年三季报点评: 业绩大超预期，成长势能强劲》
2024-10-25

天味食品三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,605	3,706	3,878	4,089	营业总收入	3,476	3,655	4,019	4,443
货币资金及交易性金融资产	2,826	2,750	2,803	2,891	营业成本(含金融类)	2,093	2,234	2,445	2,699
经营性应收款项	130	111	119	130	税金及附加	34	29	32	36
存货	116	117	127	139	销售费用	451	475	510	550
合同资产	0	0	0	0	管理费用	186	194	210	229
其他流动资产	533	728	829	930	研发费用	36	40	44	49
非流动资产	2,057	2,063	2,056	2,039	财务费用	(6)	(7)	(4)	(6)
长期股权投资	307	307	307	307	加:其他收益	7	7	8	9
固定资产及使用权资产	1,135	1,140	1,135	1,121	投资净收益	76	73	80	89
在建工程	8	6	5	4	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	68	67	66	64	减值损失	(8)	(5)	(4)	(4)
商誉	410	410	410	410	资产处置收益	0	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	1	2	2	3	营业利润	757	765	865	977
其他非流动资产	127	131	131	131	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	5,662	5,769	5,934	6,128	利润总额	758	765	865	977
流动负债	962	1,007	1,099	1,209	减:所得税	113	115	130	147
短期借款及一年内到期的非流动负债	18	18	18	18	净利润	645	650	735	831
经营性应付款项	661	703	770	850	减:少数股东损益	20	23	29	33
合同负债	50	51	56	62	归属母公司净利润	625	627	706	798
其他流动负债	232	235	255	279	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.59	0.59	0.66	0.75
非流动负债	16	15	15	15	EBIT	675	758	860	972
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	762	866	978	1,100
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.78	38.88	39.17	39.25
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	17.97	17.14	17.58	17.96
其他非流动负债	12	11	11	11	收入增长率(%)	10.41	5.16	9.94	10.54
负债合计	978	1,022	1,114	1,224	归母净利润增长率(%)	36.77	0.32	12.72	12.94
归属母公司股东权益	4,572	4,612	4,657	4,708					
少数股东权益	112	135	163	197					
所有者权益合计	4,684	4,747	4,821	4,905					
负债和股东权益	5,662	5,769	5,934	6,128					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	820	553	746	858	每股净资产(元)	4.29	4.33	4.37	4.42
投资活动现金流	(622)	(51)	(42)	(33)	最新发行在外股份(百万股)	1,065	1,065	1,065	1,065
筹资活动现金流	(435)	(587)	(661)	(747)	ROIC(%)	12.62	13.60	15.22	16.91
现金净增加额	(236)	(86)	43	78	ROE-摊薄(%)	13.66	13.59	15.17	16.94
折旧和摊销	87	108	118	128	资产负债率(%)	17.27	17.72	18.77	19.97
资本开支	(153)	(111)	(111)	(111)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.81	19.75	17.52	15.51
营运资本变动	150	(136)	(32)	(18)	P/B(现价)	2.71	2.68	2.66	2.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>