

天味食品（603317.SH）

收入利润短期承压，期待并购协同效应释放

2025 年 04 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

方一苇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

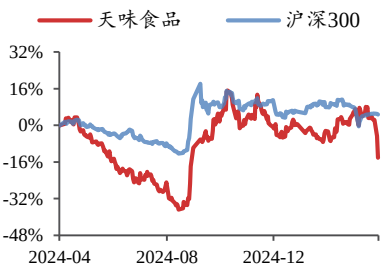
fangyiwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524030001

日期	2025/4/29
当前股价(元)	11.62
一年最高最低(元)	15.78/8.50
总市值(亿元)	123.75
流通市值(亿元)	123.75
总股本(亿股)	10.65
流通股本(亿股)	10.65
近 3 个月换手率(%)	54.8

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024 年目标顺利达成，盈利能力显著改善——公司信息更新报告》
-2025.3.30

《2024 年股权激励目标达成，利润表现超预期——公司信息更新报告》
-2025.1.22

《成本下行叠加费用优化，2024Q3 盈利能力超预期——公司信息更新报告》
-2024.10.27

● 公司披露 2025 年一季报，收入利润略低预期

公司 2025 年一季报披露。2025Q1 公司营收/归母净利润分别为 6.4/0.7 亿元（同比-24.8%/-57.5%），收入利润低于预期。考虑市场竞争及成本费用情况，我们小幅下调盈利预测，预测 2025-2027 年归母净利润 7.0/7.8/8.8 亿元（原值为 7.3/8.2/9.3 亿元），当前股价对应 2025-2027 年 17.8/15.9/14.1 倍 PE，考虑到公司持续进行外延并购品类扩充，并购协同效应有待逐步释放，维持“增持”评级。

● 春节备货提前+需求恢复略低预期，2025Q1 收入表现低于预期

分品类：2025Q1 底料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他营收分别同比-41.0%/-12.2%/-55.8%/-44.1%。2025Q1 收入下滑明显，我们认为主要系：（1）春节提前备货前置，部分收入确认至 2024Q4；（2）渠道库存清理；（3）终端竞争同时需求恢复略低预期。2025Q2 公司积极布局季节性大单品小龙虾调料，在去年同期低基数的背景下收入有望实现恢复性增长。

● 产品结构及成本影响，2025Q1 盈利能力有所下降

2025Q1 公司毛利率同比/环比分别-3.3/-0.1pct 至 40.7%（2024 年公司毛利率为 39.8%），整体来看毛利率整体保持平稳（2025Q1 毛利率同比下滑主要系去年同期冬调等高毛利率产品占比较高）。费用端，2025Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别同比+5.24pct/+1.99pct/+0.21pct/+0.08pct，费用率提升主要系收入体量下降，费用投放绝对值保持相对稳定。综合来看，2025Q1 净利率同比-8.56pct。

● 产品渠道双轮驱动，期待并购协同效应释放

展望全年，我们认为公司在 C 端渠道地位逐步稳固，同时天味在抖音、小红书等电商渠道亦有突破；目前公司重点突破小 B 渠道，打法模式以团队组织考核摸索中，有望对公司长期稳健增长提供支撑。食萃及加点滋味收购完成有望补齐公司短板渠道。费用端，公司有望进一步收缩在商超传统渠道的费用率投放，同时加大对小 B 渠道的费用投放力度，我们预计 2025 年全年费用稳定可控。

● 风险提示：竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险、食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,149	3,476	3,845	4,392	5,003
YOY(%)	17.0	10.4	10.6	14.2	13.9
归母净利润(百万元)	457	625	695	779	875
YOY(%)	33.7	36.8	11.3	12.0	12.4
毛利率(%)	37.9	39.8	39.8	40.2	40.2
净利率(%)	14.5	18.0	18.1	17.7	17.5
ROE(%)	10.6	13.8	13.1	13.3	13.5
EPS(摊薄/元)	0.43	0.59	0.65	0.73	0.82
P/E(倍)	27.1	19.8	17.8	15.9	14.1
P/B(倍)	2.9	2.7	2.3	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3394	3605	4338	4921	5575
现金	467	234	969	1480	2125
应收票据及应收账款	20	117	34	138	58
其他应收款	13	11	15	14	20
预付账款	13	13	16	17	20
存货	159	116	188	156	237
其他流动资产	2723	3115	3115	3115	3115
非流动资产	1879	2057	2117	2237	2369
长期投资	311	307	313	319	325
固定资产	1042	1114	1152	1245	1357
无形资产	50	68	69	68	68
其他非流动资产	476	568	583	605	620
资产总计	5274	5662	6455	7158	7943
流动负债	866	962	1046	1160	1297
短期借款	0	5	5	5	5
应付票据及应付账款	551	642	678	819	887
其他流动负债	315	315	363	337	405
非流动负债	6	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	16	16	16	16
负债合计	872	978	1062	1176	1313
少数股东权益	74	112	125	140	157
股本	1065	1065	1065	1065	1065
资本公积	1697	1635	1635	1635	1635
留存收益	1736	1937	2008	2088	2177
归属母公司股东权益	4327	4572	5267	5841	6473
负债和股东权益	5274	5662	6455	7158	7943

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	603	820	806	823	1002
净利润	466	645	709	794	892
折旧摊销	65	79	71	79	90
财务费用	-12	-6	-14	-32	-49
投资损失	-70	-76	-60	-60	-60
营运资金变动	136	148	100	42	128
其他经营现金流	17	31	0	0	0
投资活动现金流	-336	-622	-71	-139	-162
资本支出	99	153	54	114	126
长期投资	-46	-424	-6	-5	-6
其他投资现金流	-282	-893	-23	-30	-42
筹资活动现金流	-245	-435	1	-173	-194
短期借款	0	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	302	-0	0	0	0
资本公积增加	-257	-62	0	0	0
其他筹资现金流	-290	-378	1	-173	-194
现金净增加额	22	-236	736	511	645

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3149	3476	3845	4392	5003
营业成本	1956	2093	2315	2625	2993
营业税金及附加	29	34	38	44	50
营业费用	484	451	461	549	640
管理费用	198	186	223	285	325
研发费用	32	36	46	53	60
财务费用	-12	-6	-14	-32	-49
资产减值损失	-1	-0	0	0	0
其他收益	7	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	70	76	60	60	60
资产处置收益	-2	-0	0	0	0
营业利润	534	757	841	934	1050
营业外收入	3	4	5	5	5
营业外支出	2	4	5	5	5
利润总额	536	758	841	934	1050
所得税	70	113	133	140	157
净利润	466	645	709	794	892
少数股东损益	9	20	14	15	17
归属母公司净利润	457	625	695	779	875
EBITDA	587	830	895	977	1086
EPS(元)	0.43	0.59	0.65	0.73	0.82

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	17.0	10.4	10.6	14.2	13.9
营业利润(%)	31.7	41.7	11.0	11.0	12.4
归属于母公司净利润(%)	33.7	36.8	11.3	12.0	12.4
获利能力					
毛利率(%)	37.9	39.8	39.8	40.2	40.2
净利率(%)	14.5	18.0	18.1	17.7	17.5
ROE(%)	10.6	13.8	13.1	13.3	13.5
ROIC(%)	10.5	13.9	13.1	13.0	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	16.5	17.3	16.5	16.4	16.5
净负债比率(%)	-10.5	-4.4	-17.7	-24.5	-31.8
流动比率	3.9	3.7	4.1	4.2	4.3
速动比率	3.6	3.1	3.5	3.6	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	171.5	51.0	51.0	51.0	51.0
应付账款周转率	4.2	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.59	0.65	0.73	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.77	0.76	0.77	0.94
每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.29	4.95	5.48	6.08
估值比率					
P/E	27.1	19.8	17.8	15.9	14.1
P/B	2.9	2.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	16.0	11.7	10.0	8.7	7.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn