

2025 年 05 月 06 日

线上渠道提供增量，整体经营静待恢复

天味食品(603317)

评级：	买入	股票代码：	603317
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	15.78/8.5
目标价格：		总市值(亿)	120.24
最新收盘价：	11.29	自由流通市值(亿)	120.24
		自由流通股数(百万)	1,065.00

事件概述

25Q1 公司实现营收 6.42 亿元，同比-24.80%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比-57.53%；实现扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增长-65.41%。

分析判断：

► 春节错期导致承压，线上渠道提供增量

受制于春节错期因素，公司 25Q1 销售有所承压。合并 24Q4 及 25Q1 来看，公司共实现收入 17.54 亿元，同比-0.81%，基本持平。

分产品来看，公司 25Q1 火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料/其他收入分别为 1.73/4.34/0.15/0.17 亿元，分别同比-41.05%/-12.24%/-55.77%/-44.13%，菜谱式调料表现优于整体，我们预计主因加点滋味并表所致。**分渠道来看**，公司 25Q1 线下/线上收入分别为 4.35/2.04 亿元，分别同比-39.54%/+54.03%，线上渠道维持增长，我们预计主因食萃表现较好以及加点滋味并表所致。**分地区来看**，公司 25Q1 东部/南部/西部/北部/中部区域收入分别为 1.71/0.67/2.28/0.45/1.28 亿元，分别同比+9.30%/-22.82%/-26.86%/-43.61%/-41.06%，东部地区表现较好，主因经销商开发所致。

► 收入下滑拖累规模效应，盈利能力下滑

成本端来看，公司 25Q1 毛利率为 40.74%，同比-3.32pct，我们预计毛利率下滑主因高毛利产品中的香肠腊肉调料下滑幅度较大所致。**费用端来看**，公司 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.26%/7.06%/1.13%/-0.06%，分别同比+5.24%/+1.99%/+0.07%/+0.21pct，费用率水平均有所提升，我们认为主因规模效应减弱所致。**利润端来看**，受制于成本端与费用端的共同压力，盈利能力有所下滑，公司 25Q1 归母净利润率 11.65%，同比-8.98pct；25Q1 扣非净利率为 7.92%，同比-9.30pct。

► 外延并购积极探索，整体经营静待后续恢复

公司近年来积极进行外延并购探索，先后并购线上专业 B 端复调企业食萃、新锐复调品牌加点滋味等。从 25Q1 经营数据来看，线上渠道为公司提供增量，带动菜谱式调料实现优于大盘表现。我们认为复合餐调制品行业在传统渠道增速虽逐步放缓，但对应新消费场景的新渠道、年轻人群的新细分口味以及定制化水平较高的小 B 端客户仍存在较大增长空间，外延并购提供的增量值得关注。从整体经营节奏来看，公司 25Q1 表现承压主因春节错期所致，拉平来看经营层面较为平稳，静待后续恢复。

投资建议

参考公司最新财报，我们将公司 25-27 年营业收入分别为 39.38/43.75/48.01 亿元的预测下调至 37.04/41.19/45.23 亿元，将公司 25-27 年 EPS 分别为 0.67/0.77/0.87 元的预测下调至 0.57/0.65/0.75 元。对应 5 月 6 日收盘价 11.29 元/股，PE 分别为 20/17/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

并购磨合不及预期，销售恢复不及预期，食品安全问题

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,149	3,476	3,704	4,119	4,523
YoY (%)	17.0%	10.4%	6.6%	11.2%	9.8%
归母净利润(百万元)	457	625	605	690	797
YoY (%)	33.7%	36.8%	-3.1%	14.0%	15.6%
毛利率 (%)	37.9%	39.8%	40.0%	40.0%	40.5%
每股收益 (元)	0.43	0.59	0.57	0.65	0.75
ROE	10.6%	13.7%	13.0%	14.6%	16.7%
市盈率	25.96	19.05	19.87	17.43	15.08

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 吴越

邮箱: wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,476	3,704	4,119	4,523	净利润	645	624	711	822
YoY (%)	10.4%	6.6%	11.2%	9.8%	折旧和摊销	87	97	106	114
营业成本	2,093	2,223	2,470	2,691	营运资金变动	150	-45	77	73
营业税金及附加	34	33	38	42	经营活动现金流	820	595	805	912
销售费用	451	556	597	633	资本开支	-153	-325	-312	-317
管理费用	186	222	247	271	投资	-556	232	223	226
财务费用	-6	-7	-7	-12	投资活动现金流	-622	-14	1	8
研发费用	36	37	42	46	股权募资	0	2	0	0
资产减值损失	0	1	0	0	债务募资	0	3	4	4
投资收益	76	82	91	100	筹资活动现金流	-435	-525	-620	-742
营业利润	757	728	830	959	现金净流量	-236	55	186	179
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	758	728	830	959	成长能力				
所得税	113	104	119	137	营业收入增长率	10.4%	6.6%	11.2%	9.8%
净利润	645	624	711	822	净利润增长率	36.8%	-3.1%	14.0%	15.6%
归属于母公司净利润	625	605	690	797	盈利能力				
YoY (%)	36.8%	-3.1%	14.0%	15.6%	毛利率	39.8%	40.0%	40.0%	40.5%
每股收益	0.59	0.57	0.65	0.75	净利率	18.0%	16.3%	16.7%	17.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	11.0%	10.4%	11.5%	12.9%
货币资金	234	289	475	653	净资产收益率 ROE	13.7%	13.0%	14.6%	16.7%
预付款项	13	14	16	17	偿债能力				
存货	116	142	151	167	流动比率	3.75	3.49	3.16	2.90
其他流动资产	3,242	3,113	2,936	2,744	速动比率	3.07	2.73	2.47	2.25
流动资产合计	3,605	3,558	3,578	3,582	现金比率	0.24	0.28	0.42	0.53
长期股权投资	307	275	253	227	资产负债率	17.3%	17.8%	19.1%	20.2%
固定资产	1,114	1,236	1,325	1,414	经营效率				
无形资产	68	82	97	112	总资产周转率	0.64	0.65	0.70	0.74
非流动资产合计	2,057	2,254	2,436	2,611	每股指标 (元)				
资产合计	5,662	5,812	6,014	6,193	每股收益	0.59	0.57	0.65	0.75
短期借款	5	8	12	16	每股净资产	4.29	4.37	4.43	4.48
应付账款及票据	642	663	744	808	每股经营现金流	0.77	0.56	0.76	0.86
其他流动负债	315	346	377	411	每股股利	0.55	0.50	0.60	0.70
流动负债合计	962	1,018	1,133	1,235	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.05	19.87	17.43	15.08
其他长期负债	16	15	15	15	PB	3.11	2.57	2.53	2.51
非流动负债合计	16	15	15	15					
负债合计	978	1,033	1,148	1,250					
股本	1,065	1,065	1,065	1,065					
少数股东权益	112	130	152	177					
股东权益合计	4,684	4,779	4,866	4,943					
负债和股东权益合计	5,662	5,812	6,014	6,193					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。