



天味食品 (603317.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 轻装上阵，恢复增长势能

业绩简评

8 月 27 日公司发布半年报，25H1 实现营收 13.90 亿元，同比-5.24%；实现归母净利润 1.90 亿元，同比-23.01%；扣非归母净利润 1.62 亿元，同比-22.58%。其中，25Q2 实现营收 7.49 亿元，同比+21.93%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比+62.72%；扣非归母净利润 1.12 亿元，同比+77.20%。

经营分析

库存低位轻装上阵，Q2 环比大幅改善。1) 分产品看，火锅底料低基数+补库存，淡季增长亮眼。龙虾料铺货节奏后置叠加食萃表现稳健，中式菜品增速维持高位。25Q2 火锅调料/中式菜品调料分别实现营收 2.55/4.63 亿元，同比+28.95%/+17.82%。2) 分渠道看，线上高增系食萃、加点滋味持续拓展人群和场景，25Q2 线下/线上分别实现营收 5.39/2.04 亿元，同比+9.54%/+66.69%。其中，25H1 食萃收入/利润分别为 1.37/0.24 亿元，同比+20.52%/+30.88%。新增控股子公司加点滋味，实现营收 1.33 亿元，净利润 708.11 万元。3) 分区域看，25Q2 西部/中部/东部/北部/南部分别实现营收 2.68/1.43/2.10/0.45/0.77 亿元，同比+24.47%/-8.61%/+52.08%/+8.17%/+22.12%。单 Q2 公司经销商净增加 136 家至 3183 家，主要来自东部、西部区域。

产品结构优化叠加成本下行，低基数释放业绩弹性。1) 25Q2 毛利率/净利率分别为 36.96%/15.39%，同比+3.63pct/+3.86pct，毛利率优化系原料成本下行叠加产品结构改善。2) 费率端受益于主动调整以及规模效应，25Q2 销售/管理费用率同比-0.67pct/-0.82pct，其中 25H1 广告及市场费用为 0.76 亿元，同比-17.54%。看好公司主业持续修复，借助产业链投资并购赋能 B 端，实现全方位全渠道多场景触达。随着经营策略调整见效及市场需求的逐步恢复，Q2 基本面触底改善。食萃和加点滋味补齐持续补齐线上渠道短板，并帮助改善盈利能力。我们仍看好公司作为复调龙头，下半年旺季收入和业绩有望持续改善。

盈利预测、估值与评级

考虑到需求端承压，我们下调 25-27 年归母净利润 24%/24%/22%。预计 25-27 年公司归母净利润分别为 5.6/6.5/7.3 亿元，分别同比-10%/+15%/+12%，对应 PE 分别为 23x/20x/18x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.37 元

相关报告：

- 1.《天味食品公司点评：旺季主业提速，并购持续赋能》，2025.3.28
- 2.《天味食品公司点评：费效比提升，业绩超预期》，2024.10.25
- 3.《天味食品公司点评：底料需求承压，食萃势能延续》，2024.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,149	3,476	3,312	3,675	4,051
营业收入增长率	17.02%	10.41%	-4.72%	10.96%	10.23%
归母净利润(百万元)	457	625	563	647	727
归母净利润增长率	33.65%	36.77%	-9.80%	14.89%	12.24%
摊薄每股收益(元)	0.429	0.586	0.529	0.608	0.682
每股经营性现金流净额	0.57	0.77	0.94	0.74	0.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.55%	13.66%	11.96%	13.27%	14.27%
P/E	31.01	22.75	23.38	20.35	18.13
P/B	3.27	3.11	2.80	2.70	2.59

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,691	3,149	3,476	3,312	3,675	4,051
增长率	17.0%	10.4%	-4.7%	11.0%	10.2%	
主营业务成本	-1,770	-1,956	-2,093	-2,018	-2,244	-2,478
%销售收入	65.8%	62.1%	60.2%	60.9%	61.1%	61.2%
毛利	921	1,193	1,383	1,295	1,431	1,573
%销售收入	34.2%	37.9%	39.8%	39.1%	38.9%	38.8%
营业税金及附加	-22	-29	-34	-33	-37	-41
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-388	-484	-451	-464	-478	-502
%销售收入	14.4%	15.4%	13.0%	14.0%	13.0%	12.4%
管理费用	-150	-198	-186	-182	-202	-223
%销售收入	5.6%	6.3%	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	-32	-32	-36	-36	-37	-41
%销售收入	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	328	450	676	579	678	767
%销售收入	12.2%	14.3%	19.4%	17.5%	18.4%	18.9%
财务费用	18	12	6	4	7	14
%销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-1	-2	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	54	70	76	80	80	80
%税前利润	13.4%	13.1%	10.1%	12.0%	10.4%	9.3%
营业利润	406	534	757	668	765	857
营业利润率	15.1%	17.0%	21.8%	20.2%	20.8%	21.2%
营业外收支	-2	1	0	1	1	1
税前利润	404	536	758	669	766	858
利润率	15.0%	17.0%	21.8%	20.2%	20.8%	21.2%
所得税	-63	-70	-113	-100	-115	-129
所得税率	15.6%	13.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	341	466	645	568	651	730
少数股东损益	-1	9	20	5	4	3
归属于母公司的净利润	342	457	625	563	647	727
净利率	12.7%	14.5%	18.0%	17.0%	17.6%	17.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	341	466	645	568	651	730
少数股东损益	-1	9	20	5	4	3
非现金支出	52	67	95	86	94	103
非经营收益	-53	-66	-70	-74	-72	-73
营运资金变动	206	136	150	417	117	89
经营活动现金净流	546	603	820	997	791	849
资本开支	-221	-94	-153	-223	-205	-149
投资	-917	-303	-556	-100	-50	-50
其他	52	61	87	80	80	80
投资活动现金净流	-1,086	-336	-622	-243	-175	-119
股权募资	105	8	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	132	-60	-91
其他	-161	-253	-435	-431	-487	-514
筹资活动现金净流	-56	-245	-435	-299	-548	-605
现金净流量	-595	22	-236	455	68	125

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	450	467	234	687	755	879
应收款项	32	33	127	74	72	78
存货	147	159	116	133	141	156
其他流动资产	2,526	2,736	3,128	2,720	2,769	2,825
流动资产	3,153	3,394	3,605	3,615	3,738	3,937
%总资产	65.4%	64.4%	63.7%	62.3%	61.9%	62.7%
长期投资	498	411	407	407	407	407
固定资产	1,015	1,072	1,121	1,170	1,250	1,271
%总资产	21.0%	20.3%	19.8%	20.2%	20.7%	20.2%
无形资产	46	341	480	521	553	575
非流动资产	1,668	1,879	2,057	2,189	2,300	2,342
%总资产	34.6%	35.6%	36.3%	37.7%	38.1%	37.3%
资产总计	4,822	5,274	5,662	5,804	6,038	6,279
短期借款	0	0	18	151	91	0
应付款项	517	629	722	634	722	810
其他流动负债	267	238	222	170	200	220
流动负债	784	866	962	955	1,013	1,031
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	6	16	22	27	32
负债	797	872	978	978	1,040	1,063
普通股股东权益	4,020	4,327	4,572	4,710	4,878	5,093
其中：股本	763	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065
未分配利润	1,269	1,440	1,582	1,720	1,888	2,103
少数股东权益	5	74	112	117	121	124
负债股东权益合计	4,822	5,274	5,662	5,804	6,038	6,279

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.448	0.429	0.586	0.529	0.608	0.682
每股净资产	5.268	4.061	4.293	4.422	4.580	4.782
每股经营现金净流	0.716	0.566	0.770	0.936	0.743	0.797
每股股利	0.050	0.320	0.400	0.400	0.450	0.480
回报率						
净资产收益率	8.50%	10.55%	13.66%	11.96%	13.27%	14.27%
总资产收益率	7.09%	8.66%	11.03%	9.71%	10.72%	11.57%
投入资本收益率	6.88%	8.89%	12.21%	9.89%	11.32%	12.49%
增长率						
主营业务收入增长率	32.8%	17.0%	10.4%	-4.7%	11.0%	10.2%
EBIT 增长率	209.2%	37.1%	50.1%	-14.3%	17.0%	13.1%
净利润增长率	85.1%	33.7%	36.8%	-9.8%	14.9%	12.2%
总资产增长率	14.0%	9.4%	7.4%	2.5%	4.0%	4.0%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	2.1	7.2	6.0	5.0	5.0
存货周转天数	26.3	28.5	24.0	24.0	23.0	23.0
应付账款周转天数	65.2	87.8	103.8	100.0	103.0	105.0
固定资产周转天数	98.6	120.8	116.9	124.8	118.4	107.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-73.3%	-69.7%	-60.0%	-66.9%	-68.2%	-70.4%
EBIT 利息保障倍数	-18.0	-38.9	-115.9	-150.4	-102.9	-56.5
资产负债率	16.53%	16.54%	17.27%	16.85%	17.22%	16.93%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	10	17	22	65
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.15	1.15	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-28	买入	14.02	N/A
2	2024-01-23	买入	11.51	N/A
3	2024-03-28	买入	12.40	N/A
4	2024-04-26	买入	13.47	N/A
5	2024-08-30	买入	9.92	N/A
6	2024-10-25	买入	13.90	N/A
7	2025-03-28	买入	13.56	N/A

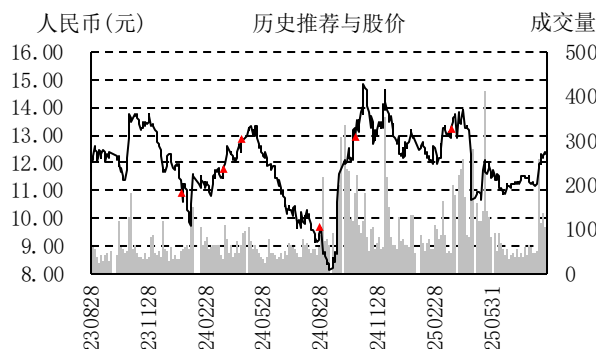
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究