

## 天味食品 (603317.SH)

强烈推荐 (维持)

## 内生收入复苏, 利润超预期反弹

公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+21.93%/+62.72%，业绩超预期，主要在于 Q1 公司去库存后轻装上阵，内生业务受益于新品推广，小龙虾料增速可观，及定制渠道加码明显改善，外延食萃+加点滋味增长态势延续。下半年看公司高基数压力收入增速环比 Q2 或有放缓，但考虑到成本红利及费用端优化，整体盈利能力预计仍有改善空间。中期看内生外延多元发展份额再升，公司承诺保持高分红，未来 3 年股息有望维持在较高水平。我们预计 25-27 年公司 eps 分别为 0.59 元、0.68 元、0.76 元，对应 25 年估值 21X，维持“强烈推荐”评级。

- 公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+21.93%/+62.72%，收入利润超预期。25H1 公司实现收入 13.91 亿元，同比-5.24%；归母净利润 1.90 亿元，同比-23.01%；扣非归母净利润 1.63 亿元，同比-22.58%。单 Q2 看，公司 Q2 实现收入 7.49 亿元，同比+21.93%；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%，收入利润超预期。Q2 公司现金回款 8.11 亿，同比+15.05%，增速慢于收入，经营性现金流净额 1.52 亿，同比+39.4%，合同负债 1.04 亿，同比+41.5%
- 内生业务反弹，食萃延续高增，加点滋味贡献增量。1) 分业务看，25Q2 公司火锅调料/菜谱式调料/其他分别收入 2.55/4.62/0.27 亿元，分别同比+28.95%/+17.82%/+10.17%，受益于 Q1 去库存 Q2 轻装上阵+厚火锅及新品发力，底料业务显著复苏。上半年，食萃收入 1.38 亿元、同比+20.52%，净利润 0.24 亿，同比+30.9%，净利率 17%；加点滋味收入 1.33 亿、净利润 0.07 亿，净利率 5%。2) 分区域看，25Q2 公司东部/南部/西部/北部/中部区域分别收入 2.10/0.77/2.68/0.45/1.43 亿元，分别同比+52.08%/+22.12%/+24.47%/+8.17%/-8.61%，东部市场快速增长，中部区域下滑。3) 截至 25H1，公司共有经销商 3251 家，环比 Q1 增加 136 家。
- 毛利率提升费用率改善，带动净利率显著提升。公司 Q2 整体毛利率 36.96%，同比+3.63pct，主要系毛利率较高的小龙虾料增速快+定制餐调下滑带动结构改善，原材料成本下降，以及去年同期收入下降基数较低所致；销售费用率 10.02%，同比-0.67pct；管理费用率 6.03%，同比-0.82pct；收入提升带动规模效应下，费用率进一步优化。Q2 公司归母净利率 15.39%，同比+3.86pct，改善主要来自于毛利率提升。
- H2 展望：内生业务持续复苏，基数压力下增速相比 Q2 或放缓。上半年公司整体经营承压，Q2 环比改善明显，主要在于渠道压力减轻，以及内生业务复苏所推动。下半年看，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、加点滋味均有望持续贡献较高增长，内生外延双驱动下整体经营稳健。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。考虑同期基数较高影响，H2 预计增速环比 Q2 或有放缓。
- 投资建议：内生收入复苏，利润超预期反弹，维持“强烈推荐”评级。公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+21.93%/+62.72%，业绩超预期，主要在于 Q1 公司去库存后轻装上阵，内生业务受益于新品推广，小龙虾料增速可观，及定制渠道加码明显改善，外延食萃+加点滋味增长态势延续。下半年看公司

消费品/食品饮料  
目标估值：NA  
当前股价：12.37 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)	13.2
流通市值 (十亿元)	13.2
每股净资产 (MRQ)	3.9
ROE (TTM)	13.6
资产负债率	16.7%
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	7	8	43
相对表现	1	-2	10

资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《天味食品 (603317) —业绩短期承压，期待资源整合》2025-04-29
- 2、《天味食品 (603317) —分红亮眼，目标积极》2025-03-31
- 3、《天味食品 (603317) —Q4 发力冲刺，全年目标达成》2025-01-23

陈书慧 S1090523010003  
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
任龙 S1090522090003  
✉ renlong1@cmschina.com.cn

高基数压力收入增速环比 Q2 或有放缓，但考虑到成本红利及费用端优化，整体盈利能力预计仍有改善空间。中期看内生外延多元发展份额再升，公司承诺保持高分红，未来 3 年股息有望维持在较高水平。我们预计 25-27 年公司 eps 分别为 0.59 元、0.68 元、0.76 元，对应 25 年估值 21X，维持“强烈推荐”评级。

□ 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	3566	3915	4292
同比增长	17%	10%	3%	10%	10%
营业利润(百万元)	534	757	762	878	987
同比增长	32%	42%	1%	15%	12%
归母净利润(百万元)	457	625	628	722	810
同比增长	34%	37%	1%	15%	12%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.59	0.68	0.76
PE	28.8	21.1	21.0	18.2	16.3
PB	3.0	2.9	2.8	2.9	2.9

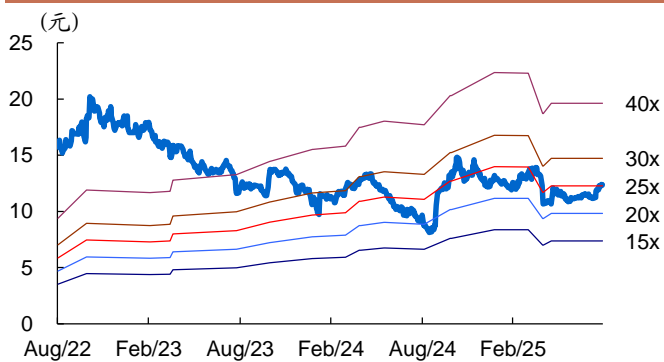
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23FY	24FY
一、营业总收入	808	915	853	614	897	1112	642	749	3149	3476
二、营业总成本	688	776	683	537	688	895	582	608	2689	2802
其中: 营业成本	501	546	477	410	549	658	380	472	1956	2093
营业税金及附加	8	7	9	6	10	9	6	8	29	34
营业费用	126	169	145	66	70	170	143	75	484	451
管理费用	48	51	43	42	47	54	45	45	198	186
研发费用	9	5	9	12	12	3	7	10	32	36
财务费用	-3	-2	-2	-2	-1	-1	0	0	-12	-6
资产减值损失	-1	1	0	0	0	0	2	-1	1	0
三、其他经营收益	15	17	36	12	13	22	32	10	75	84
公允价值变动收益	0	5	2	1	1	3	1	2	7	7
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	15	14	34	12	11	19	30	8	70	76
四、营业利润	135	156	207	90	221	239	92	152	534	757
加: 营业外收入	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4
减: 营业外支出	0	1	1	0	1	3	1	3	2	4
五、利润总额	136	156	207	92	222	237	92	149	536	758
减: 所得税	24	10	29	15	32	37	12	26	70	113
六、净利润	112	146	178	76	190	200	79	123	466	645
减: 少数股东损益	-1	10	2	5	4	8	4	8	9	20
七、归属母公司净利润	113	136	176	71	186	192	75	115	457	625
EPS	0.11	0.13	0.17	0.07	0.17	0.18	0.07	0.11	0.43	0.59
<b>主要比率</b>										
毛利率	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%	38.8%	40.8%	40.7%	37.0%	37.9%	39.8%
主营税金率	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%
营业费率	15.6%	18.5%	17.0%	10.7%	7.8%	15.3%	22.3%	10.0%	15.4%	13.0%
管理费	5.9%	5.5%	5.1%	6.9%	5.2%	4.8%	7.1%	6.0%	6.3%	5.3%
营业利润率	16.7%	17.0%	24.2%	14.7%	24.7%	21.5%	14.3%	20.2%	17.0%	21.8%
实际税率	17.4%	6.4%	14.0%	16.7%	14.3%	15.6%	13.5%	17.5%	13.1%	14.9%
净利率	13.9%	14.9%	20.6%	11.5%	20.7%	17.3%	11.6%	15.4%	14.5%	18.0%
<b>YoY</b>										
收入增长率	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%	10.9%	21.6%	-24.8%	21.9%	17.0%	10.4%
营业利润增长率	41.8%	34.2%	36.5%	-2.7%	64.4%	53.6%	-55.7%	68.0%	31.7%	41.7%
净利润增长率	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%	64.8%	41.0%	-57.5%	62.7%	33.7%	36.8%

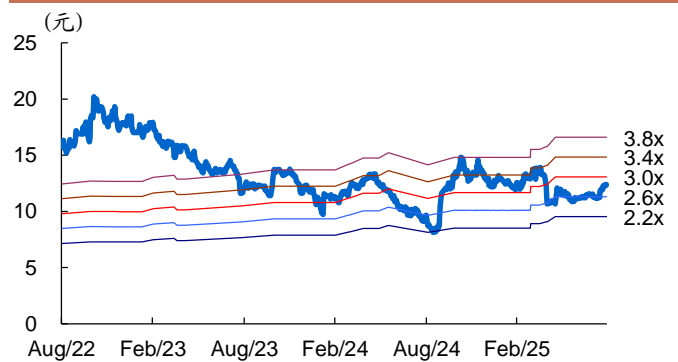
资料来源: 公司数据、招商证券

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）—业绩短期承压，期待资源整合》2025-04-29
- 2、《天味食品（603317）—分红亮眼，目标积极》2025-03-31
- 3、《天味食品（603317）—Q4 发力冲刺，全年目标达成》2025-01-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3394	3605	3784	3615	3650
现金	467	234	394	148	100
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	120	132	144
其它应收款	13	11	11	12	13
存货	159	116	118	128	139
其他	136	536	549	603	661
<b>非流动资产</b>	1879	2057	2075	2094	2114
长期股权投资	311	307	307	307	307
固定资产	1042	1114	1181	1243	1301
无形资产商誉	340	479	431	388	349
其他	186	157	157	157	157
<b>资产总计</b>	<b>5274</b>	<b>5662</b>	<b>5859</b>	<b>5709</b>	<b>5764</b>
<b>流动负债</b>	866	962	958	1021	1092
短期借款	0	5	0	0	0
应付账款	551	642	655	711	773
预收账款	126	69	71	77	83
其他	190	245	233	234	236
<b>长期负债</b>	6	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>872</b>	<b>978</b>	<b>974</b>	<b>1037</b>	<b>1108</b>
股本	1065	1065	1065	1065	1065
资本公积金	1525	1570	1570	1570	1570
留存收益	1736	1937	2118	1882	1840
少数股东权益	74	112	132	155	181
归属于母公司所有者权益	4327	4572	4753	4517	4475
<b>负债及权益合计</b>	<b>5274</b>	<b>5662</b>	<b>5859</b>	<b>5709</b>	<b>5764</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	603	820	681	769	861
净利润	466	645	649	745	836
折旧摊销	65	79	123	123	123
财务费用	(0)	0	(2)	(2)	(1)
投资收益	(70)	(76)	(84)	(84)	(84)
营运资金变动	141	170	(5)	(14)	(13)
其它	1	3	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(336)	(622)	(58)	(58)	(58)
资本支出	(99)	(153)	(142)	(142)	(142)
其他投资	(237)	(469)	84	84	84
<b>筹资活动现金流</b>	(245)	(435)	(463)	(956)	(851)
借款变动	(50)	(171)	(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	(290)	(320)	(447)	(959)	(852)
其他	3	12	2	2	1
<b>现金净增加额</b>	<b>22</b>	<b>(236)</b>	<b>160</b>	<b>(246)</b>	<b>(48)</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3149	3476	3566	3915	4292
营业成本	1956	2093	2135	2317	2519
营业税金及附加	29	34	35	39	42
营业费用	484	451	483	518	556
管理费用	198	186	190	201	221
研发费用	32	36	37	40	44
财务费用	(12)	(6)	(2)	(2)	(1)
资产减值损失	(4)	(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	70	76	76	76	76
<b>营业利润</b>	534	757	762	878	987
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	2	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	536	758	762	878	987
所得税	70	113	114	133	151
少数股东损益	9	20	20	23	26
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>457</b>	<b>625</b>	<b>628</b>	<b>722</b>	<b>810</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	17%	10%	3%	10%	10%
营业利润	32%	42%	1%	15%	12%
归母净利润	34%	37%	1%	15%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.9%	39.8%	40.1%	40.8%	41.3%
净利率	14.5%	18.0%	17.6%	18.4%	18.9%
ROE	10.9%	14.0%	13.5%	15.6%	18.0%
ROIC	10.5%	13.8%	13.2%	15.3%	17.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.5%	17.3%	16.6%	18.2%	19.2%
净负债比率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.9	3.7	3.9	3.5	3.3
速动比率	3.7	3.6	3.8	3.4	3.2
<b>营运能力</b>					
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	18.3	18.8	18.8
应收账款周转率	172.0	51.0	30.1	31.2	31.1
应付账款周转率	4.2	3.5	3.3	3.4	3.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.43	0.59	0.59	0.68	0.76
每股经营净现金	0.57	0.77	0.64	0.72	0.81
每股净资产	4.06	4.29	4.46	4.24	4.20
每股股利	0.30	0.42	0.90	0.80	0.30
<b>估值比率</b>					
PE	28.8	21.1	21.0	18.2	16.3
PB	3.0	2.9	2.8	2.9	2.9
EV/EBITDA	23.8	16.9	15.7	13.9	12.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。