

天味食品 (603317.SH)

去库存后逐步恢复，并购协同效应显现

优于大市

核心观点

2025年上半年实现营业总收入13.91亿元，同比减少5.24%；实现归母净利润1.90亿元，同比减少23.01%；实现扣非归母净利润1.63亿元，同比减少22.58%；2025年第二季度实现营业总收入7.49亿元，同比增长21.93%；实现归母净利润1.15亿元，同比增长62.72%；实现扣非归母净利润1.12亿元，同比增长77.20%。

外延驱动线上高增，核心品类二季度回暖。2025年第二季度公司线下/线上渠道收入分别为5.4亿元/2.0亿元，同比增加9.5%/66.7%，线下恢复稳定增长，线上延续高增，主要受益于食萃与加点滋味的并表贡献及协同发展（上半年食萃收入1.4亿元，加点滋味收入1.3亿元）。2025年第二季度火锅调料/菜谱调料收入分别同比增加29.0%/17.8%，公司第一季度渠道主动去库，随着库存回归良性叠加并购，核心品类动销逐步恢复。

渠道、产品结构优化，盈利能力改善。2025年第二季度公司毛利率为37.0%，同比提升3.7pct，除原材料价格压力不大外，主因C端渠道及小龙虾调料等高毛利产品占比增加。2025年第二季度销售/管理费用率分别为10.0%/6.0%，同比降低0.7/0.9pct，竞争激烈环境下公司提升费效比。综合来看，2025年第二季度归母净利润提升较多，扣非归母净利率同比增加4.7/7.0pct，实现较好改善。

食萃、加点滋味延伸公司能力，新零售渠道积极拓展。新增控股子公司加点滋味辣子鸡、避风塘等调料在C端销售状况良好，有望增强天味在线上C端的产品创新与渠道能力。此外，新渠道方面，5月推出的麻辣香锅煲在山姆销售反馈较佳，渠道深度定制方面有望继续与京东、盒马、沃尔玛等渠道构建大牌共生生态。

风险提示：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，需求恢复不及预期等。

投资建议：由于外部环境仍然较弱，叠加公司下半年基数较高，我们下调此前盈利预测，预计2025-2027年公司实现营业总收入36.5/39.6/42.7亿元（前预测值为38.5/42.2/45.5亿元），同比5.1%/8.4%/7.8%；2025-2027年公司实现归母净利润6.8/7.4/8.0亿元（前预测值为7.1/7.7/8.4亿元），同比8.8%/8.7%/7.7%；实现EPS0.64/0.69/0.75元；当前股价对应PE分别为19.4/17.9/16.6倍。维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,149	3,476	3,654	3,960	4,269
(+/-%)	17.0%	10.4%	5.1%	8.4%	7.8%
净利润(百万元)	457	625	680	739	796
(+/-%)	33.7%	36.8%	8.8%	8.7%	7.7%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.64	0.69	0.75
EBIT Margin	14.3%	19.4%	20.0%	20.1%	20.3%
净资产收益率(ROE)	10.6%	13.7%	14.2%	14.7%	15.0%
市盈率(PE)	28.9	21.1	19.4	17.9	16.6
EV/EBITDA	27.3	18.8	16.5	15.2	14.1
市净率(PB)	3.05	2.88	2.75	2.62	2.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·调味发酵品II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.37元
总市值/流通市值	13174/13174百万元
52周最高价/最低价	15.78/8.50元
近3个月日均成交额	69.03百万元

市场走势



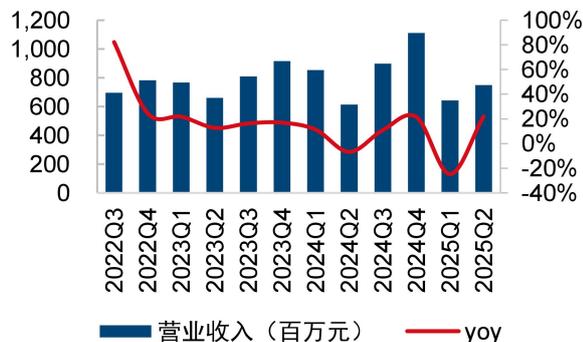
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天味食品(603317.SH)-2024年收入同比增长10.4%，全渠道布局逐渐完善》——2025-03-30
- 《天味食品(603317.SH)-2024年收入同比增长10%，股权激励目标达成》——2025-01-23
- 《天味食品(603317.SH)-第三季度收入同比增长10.9%，渠道协同布局逐渐完善》——2024-10-29
- 《天味食品(603317.SH)-盈利能力持续改善，食萃增长动能充足》——2024-05-28
- 《天味食品(603317.SH)-盈利能力持续改善，回购彰显长期发展信心》——2023-10-31

天味食品 2025 年上半年实现营业总收入 13.91 亿元，同比减少 5.24%；实现归母净利润 1.90 亿元，同比减少 23.01%；实现扣非归母净利润 1.63 亿元，同比减少 22.58%；2025 年第二季度实现营业总收入 7.49 亿元，同比增长 21.93%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 62.72%；实现扣非归母净利润 1.12 亿元，同比增长 77.20%。

图1：公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（百万元）及 yoy

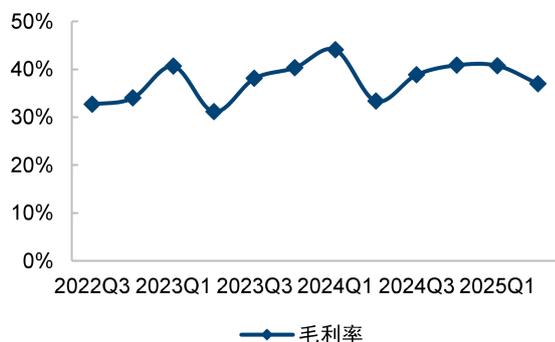


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

外延驱动线上高增，核心品类二季度回暖。2025 年第二季度公司线下/线上渠道收入分别为 5.4 亿元/2.0 亿元，同比增加 9.5%/66.7%，线下恢复稳定增长，线上延续高增，主要受益于食萃与加点滋味的并表贡献及协同发展（上半年食萃收入 1.4 亿元，加点滋味收入 1.3 亿元）。2025 年第二季度火锅调料/菜谱调料收入分别同比增加 29.0%/17.8%，公司第一季度渠道主动去库，随着库存回归良性叠加并购，核心品类动销逐步恢复。

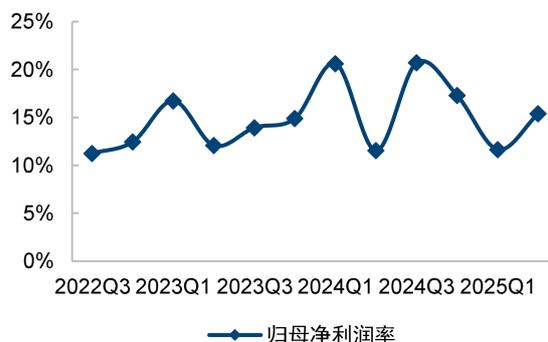
渠道、产品结构优化，盈利能力改善。2025 年第二季度公司毛利率为 37.0%，同比提升 3.7pct，除原材料价格压力不大外，主因 C 端渠道及小龙虾调料等高毛利产品占比增加。2025 年第二季度销售/管理费用率分别为 10.0%/6.0%，同比降低 0.7/0.9pct，竞争激烈环境下公司提升费效比。综合来看，2025 年第二季度归母净利润提升较多，扣非归母净利率同比增加 4.7/7.0pct，实现较好改善。

图3：公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间归母净利润率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

食萃、加点滋味延伸公司能力，新零售渠道积极拓展。新增控股子公司加点滋味辣子鸡、避风塘等调料在 C 端销售状况良好，有望增强天味在线上 C 端的产品创

新与渠道能力。此外，新渠道方面，5月推出的麻辣香锅煲在山姆销售反馈较佳，渠道深度定制方面有望继续与与京东、盒马、沃尔玛等渠道构建大牌共生态。

投资建议：由于外部环境仍然较弱，叠加公司下半年基数较高，我们下调此前盈利预测，预计2025-2027年公司实现营业总收入36.5/39.6/42.7亿元（前预测值为38.5/42.2/45.5亿元），同比5.1%/8.4%/7.8%；2025-2027年公司实现归母净利润6.8/7.4/8.0亿元（前预测值为7.1/7.7/8.4亿元），同比8.8%/8.7%/7.7%；实现EPS0.64/0.69/0.75元；当前股价对应PE分别为19.4/17.9/16.6倍。维持优于大市评级。维持优于大市评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3851	4215	4550	3654	3960	4269	-197	-255	-281
收入同比增速%	10.8%	9.5%	8.0%	5.1%	8.4%	7.8%	-5.7%	-1.1%	-0.2%
毛利率%	40.0%	40.1%	40.2%	40.3%	40.3%	40.4%	0.3%	0.2%	0.2%
销售费用率%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率%	18.4%	18.4%	18.4%	18.6%	18.7%	18.6%	0.2%	0.3%	0.2%
归母净利润（百万元）	707	774	835	680	739	796	-27	-35	-39
归母净利润同比增速%	13.2%	9.4%	8.0%	8.8%	8.7%	7.7%	-4.4%	-0.7%	-0.3%
EPS（元）	0.66	0.73	0.78	0.64	0.69	0.75	-0.02	-0.04	-0.03

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025年8月27日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
603317.SH	天味食品	25.17	12.37	0.64	0.69	19.4	17.9	132	优于大市
603288.SH	海天味业	35.67	40.40	1.20	1.33	33.5	30.4	2,364	优于大市
603170.SH	宝立食品	23.60	13.61	0.68	0.79	19.9	17.3	54	优于大市
603027.SH	千禾味业	24.80	12.57	0.55	0.61	22.8	20.6	129	不适用

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：除天味外均为Wind一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	467	234	570	763	974	营业收入	3149	3476	3654	3960	4269
应收款项	33	126	71	87	111	营业成本	1956	2093	2182	2363	2545
存货净额	159	116	156	162	165	营业税金及附加	29	34	36	39	42
其他流动资产	136	537	252	352	444	销售费用	484	451	474	514	554
流动资产合计	3394	3605	3649	3964	4295	管理费用	198	186	194	206	218
固定资产	1072	1121	1107	1086	1058	研发费用	32	36	38	41	44
无形资产及其他	50	68	66	63	60	财务费用	(12)	(6)	0	0	0
投资性房地产	447	560	560	560	560	投资收益	70	76	67	71	72
长期股权投资	311	307	307	307	307	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0	0
资产总计	5274	5662	5689	5980	6280	其他收入	(30)	(37)	(8)	(12)	(15)
短期借款及交易性金融负债	0	18	0	0	0	营业利润	534	757	826	897	966
应付款项	551	642	375	387	391	营业外净收支	1	0	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	315	302	388	420	452	利润总额	536	758	825	897	966
流动负债合计	866	962	762	807	843	所得税费用	70	113	124	135	145
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	20	22	24	26
其他长期负债	6	16	16	16	16	归属于母公司净利润	457	625	680	739	796
长期负债合计	6	16	16	16	16	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	872	978	778	823	859	净利润	457	625	680	739	796
少数股东权益	74	112	119	126	135	资产减值准备	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	4327	4572	4792	5030	5287	折旧摊销	65	78	117	124	130
负债和股东权益总计	5274	5662	5689	5980	6280	公允价值变动损失	(1)	(0)	0	0	0
						财务费用	(12)	(6)	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(286)	(477)	118	(77)	(83)
每股收益	0.43	0.59	0.64	0.69	0.75	其它	4	7	7	8	8
每股红利	0.23	0.40	0.43	0.47	0.51	经营活动现金流	240	232	922	793	851
每股净资产	4.06	4.29	4.49	4.72	4.96	资本开支	0	(120)	(100)	(100)	(100)
ROIC	31.02%	35.62%	35%	39%	41%	其它投资现金流	(100)	8	(8)	0	0
ROE	10.55%	13.66%	14%	15%	15%	投资活动现金流	(13)	(108)	(108)	(100)	(100)
毛利率	38%	40%	40%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	19%	20%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	22%	23%	23%	23%	支付股利、利息	(242)	(423)	(460)	(500)	(539)
收入增长	17%	10%	5%	8%	8%	其它融资现金流	275	490	(18)	0	0
净利润增长率	34%	37%	9%	9%	8%	融资活动现金流	(209)	(356)	(478)	(500)	(539)
资产负债率	18%	19%	16%	16%	16%	现金净变动	17	(233)	336	193	212
股息率	1.8%	3.2%	3.5%	3.8%	4.1%	货币资金的期初余额	450	467	234	570	763
P/E	28.9	21.1	19.4	17.9	16.6	货币资金的期末余额	467	234	570	763	974
P/B	3.0	2.9	2.8	2.6	2.5	企业自由现金流	171	56	755	624	682
EV/EBITDA	27.3	18.8	16.5	15.2	14.1	权益自由现金流	447	545	737	624	682

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032