

公司研究

25Q2 收入同比改善，利润表现超预期

——天味食品（603317.SH）2025 年中报点评

增持（维持）

当前价：12.05 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.65
总市值(亿元):	128.33
一年最低/最高(元):	8.09/15.02
近 3 月换手率:	38.84%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.79	-13.28	-9.54
绝对	5.52	3.26	27.66

资料来源：Wind

相关研报

25Q1 业绩阶段性承压，关注后续经营调整与旺季表现——天味食品（603317.SH）2025 年一季报点评（2025-05-04）

24 年达成目标，线上渠道表现亮眼——天味食品（603317.SH）2024 年年报点评（2025-03-31）

24 年圆满收官，盈利能力持续改善——天味食品（603317.SH）2024 年业绩快报点评（2025-01-23）

要点

事件：天味食品发布 25 年半年报，25H1 实现营收 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%。其中，25Q2 实现营收 7.49 亿元，同比+21.93%，归母净利润 1.15 亿元，同比+62.72%。

点评：

菜谱式调料表现稳健，线上渠道高速增长。分产品：25H1 火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料/其他分别实现营收 4.28/8.96/0.14/0.44 亿元，分别同比-12.85%/+1.06%/-59.31%/-19.98%。火锅调料业务受行业竞争激烈及 Q1 动销疲软影响营收有所下滑。菜谱式调料表现相对稳健，小龙虾调料推出代客炒虾业务，提升消费者体验。25Q2，火锅调料/菜谱式调料/其他的营收分别同比+29.0%/+17.8%/+10.2%，火锅调料营收同比增长主要系 Q1 清库存与具备性价比优势的“厚火锅”新品表现较好。

分渠道：25H1 线下/线上渠道分别实现营收 9.74/4.07 亿元，分别同比-19.60%/+60.11%。线上渠道在并表拉动及自身业务发展的双重驱动下营收实现高速增长，25H1 食萃实现营收 1.38 亿元，同比+20.52%，加点滋味实现营收 1.33 亿元。25Q2，公司线下/线上渠道营收分别同比+9.5%/+66.7%。

分地区：25H1 东部/南部/西部/北部/中部地区分别实现营收 3.81/1.44/4.96/0.90/2.70 亿元，分别同比+29.35%/-3.95%/-5.85%/-25.92%/-27.46%。25Q2 东部/南部/西部/北部/中部营收分别同比+52.1%/+22.1%/+24.5%/+8.2%/-8.6%。

截至 25Q2 末，公司共有 3251 个经销商，较 25Q1 末增加 136 家，各个区域均新增经销商，东部/南部/西部/北部/中部分别增加 48/21/35/11/21 家。

Q2 盈利能力同比改善，降本增效持续推进。25H1 公司毛利率为 38.7%，同比-0.9pcts，主要受 Q1 营收规模效应减弱影响。但 25Q2 毛利率显著修复，同比+3.6pcts 至 37.0%，主要得益于产品结构优化与营收规模效应改善。费用端，25H1 期间费用率为 23.3%，同比+2.0pcts，主要系上半年收入规模下降所致；25H1 销售/管理费用率分别为 15.7%/6.5%，同比分别+1.3/+0.7pcts。25Q2 期间费用率同比-2.0pcts 至 17.3%，销售/管理费用率分别为 10.0%/6.0%，同比分别-0.7/-0.8pcts，主要系营收规模正效应释放。

内生外延双轮驱动，静待下半年旺季表现。产品端，公司坚持“争鲜抢厚”策略，一方面推出鲜松茸、鲜番茄等健康化不辣汤新品，另一方面对“厚火锅”进行迭代升级，推出更具性价比的 500g 规格产品，有望成为新的增长点。渠道端，公司深化“大区自主经营”试点，赋能优质经销商；同时积极拥抱渠道变革，在山姆等会员店渠道取得一定突破。外延方面，公司通过平台化建设，在供应链、研发、渠道等多方面赋能食萃、加点滋味等子公司，协同效应逐步显现。展望下半年，公司产品进入传统旺季，销售有望延续恢复态势。

盈利预测、估值与评级：我们维持 25-27 年公司归母净利润预测分别为 6.26/7.01/7.83 亿元，折合 25-27 年 EPS 分别为 0.59/0.66/0.74 元；当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 20x/18x/16x。我们看好公司未来发展前景，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动导致需求恢复不及预期、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动、食品安全问题、外延并购整合效果不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,149	3,476	3,669	4,030	4,448
营业收入增长率	17.02%	10.41%	5.54%	9.85%	10.37%
归母净利润（百万元）	457	625	626	701	783
归母净利润增长率	33.65%	36.77%	0.23%	12.03%	11.62%
EPS（元）	0.43	0.59	0.59	0.66	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.55%	13.66%	13.57%	14.82%	16.09%
P/E	28	21	20	18	16
P/B	3.0	2.8	2.8	2.7	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,149	3,476	3,669	4,030	4,448
营业成本	1,956	2,093	2,214	2,421	2,657
折旧和摊销	65	78	82	91	107
税金及附加	29	34	36	40	44
销售费用	484	451	503	544	592
管理费用	198	186	196	216	238
研发费用	32	36	38	42	46
财务费用	-12	-6	-11	-13	-5
投资收益	70	76	60	60	60
营业利润	534	757	759	847	943
利润总额	536	758	759	848	944
所得税	70	113	113	126	141
净利润	466	645	646	721	803
少数股东损益	9	20	20	20	20
归属母公司净利润	457	625	626	701	783
EPS(元)	0.43	0.59	0.59	0.66	0.74

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	603	820	664	785	912
净利润	457	625	626	701	783
折旧摊销	65	78	82	91	107
净营运资金增加	-42	498	16	-21	-37
其他	123	-381	-59	14	60
投资活动产生现金流	-336	-622	-102	-160	-140
净资本支出	-94	-153	-250	-220	-200
长期投资变化	311	307	0	0	0
其他资产变化	-553	-776	148	60	60
融资活动现金流	-245	-435	-539	-600	-667
股本变化	302	0	0	0	0
债务净变化	0	18	35	-31	-22
无息负债变化	75	88	3	72	97
净现金流	22	-236	23	25	105

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.9%	39.8%	39.7%	39.9%	40.3%
EBITDA 率	16.6%	21.9%	21.0%	21.5%	22.2%
EBIT 率	14.5%	19.7%	18.8%	19.2%	19.8%
税前净利润率	17.0%	21.8%	20.7%	21.0%	21.2%
归母净利润率	14.5%	18.0%	17.1%	17.4%	17.6%
ROA	8.8%	11.4%	11.2%	12.1%	13.0%
ROE (摊薄)	10.6%	13.7%	13.6%	14.8%	16.1%
经营性 ROIC	38.7%	34.2%	31.0%	33.0%	36.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	17%	17%	18%	18%	18%
流动比率	3.92	3.75	3.50	3.41	3.31
速动比率	3.73	3.63	3.38	3.29	3.18
归母权益/有息债务	-	255.26	86.42	214.69	-
有形资产/有息债务	-	288.00	98.55	246.89	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,274	5,662	5,760	5,941	6,170
货币资金	467	234	257	282	388
交易性金融资产	2,600	2,592	2,500	2,500	2,500
应收账款	20	117	123	135	149
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	13	11	11	12	13
存货	159	116	123	134	148
其他流动资产	8	509	509	509	509
流动资产合计	3,394	3,605	3,537	3,588	3,724
其他权益工具	100	100	100	100	100
长期股权投资	311	307	307	307	307
固定资产	1,042	1,114	1,194	1,286	1,349
在建工程	29	8	73	91	92
无形资产	50	68	67	66	64
商誉	290	410	410	410	410
其他非流动资产	45	4	4	4	4
非流动资产合计	1,879	2,057	2,223	2,353	2,446
总负债	872	978	1,016	1,057	1,132
短期借款	0	5	53	22	0
应付账款	551	640	677	740	812
应付票据	0	2	2	3	3
预收账款	58	19	20	22	25
其他流动负债	17	16	18	21	25
流动负债合计	866	962	1,010	1,051	1,126
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	6	6	6	6
非流动负债合计	6	16	6	6	6
股东权益	4,402	4,684	4,744	4,884	5,038
股本	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065
公积金	1,994	1,990	2,053	2,123	2,168
未分配利润	1,440	1,582	1,560	1,610	1,699
归属母公司权益	4,327	4,572	4,612	4,732	4,866
少数股东权益	74	112	132	152	172

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.37%	12.98%	13.70%	13.50%	13.30%
管理费用率	6.30%	5.34%	5.35%	5.35%	5.35%
财务费用率	-0.37%	-0.17%	-0.30%	-0.32%	-0.11%
研发费用率	1.01%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%
所得税率	13%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.40	0.55	0.55	0.61	0.68
每股经营现金流	0.57	0.77	0.62	0.74	0.86
每股净资产	4.06	4.29	4.33	4.44	4.57
每股销售收入	2.96	3.26	3.44	3.78	4.18

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	28	21	20	18	16
PB	3.0	2.8	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	18.8	13.4	13.4	12.0	10.4
股息率	3.3%	4.6%	4.5%	5.1%	5.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP