



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 28 日

基础数据

08 月 27 日收盘价（元）	12.37
总市值（亿元）	131.74
总股本（亿股）	10.65

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】天味食品：Q1 主动调整，预收款有看点-2025.04.30

【兴证食品饮料】天味食品：全年圆满收官，盈利能力持续改善-2025.03.30

【兴证食品饮料】天味食品 24H1 财报点评：Q2 收入表现平淡，食萃贡献持续-2024.09.01

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009

linjiawen95@xyzq.com.cn

天味食品(603317.SH)

外延并购提振业绩，内生业务仍需关注

投资要点：

- **事件：**公司公告 25H1 财报，25H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.91/1.90/1.63 亿元，同比-5.24%/-23.01%/-22.58%。25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7.49/1.15/1.12 亿元，同比+21.93%/+62.72%/+77.20%。25H1 基本 EPS 为 0.18 元。
- **外延补充品类及渠道，内生增长仍有压力。**25H1 收入同比-5.24%，其中食萃收入为 1.38 亿元，同比+20.52%，加点滋味收入为 1.33 亿元，剔除食萃、加点滋味收入，公司主业收入同比-17.24%，与需求平淡及公司主动调整渠道库存有关，对应线下收入同比-19.60%基本吻合；25H1 经销商数量共 3251 家，25H1 较 24 年末净增 234 家，预计与加点滋味并表有关。25Q2 收入同比+21.93%，火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料/其他收入同比+28.95%/+17.82%/-10296.55%/+10.17%，线下/线上渠道收入同比+9.54%/+66.69%，其中线下收入同比高增，预计与低基数及 25Q1 清库后的补库有关，线上高增与食萃稳增、加点滋味并表贡献有关。
- **25H1 内生盈利能力有所承压，25Q2 并表贡献盈利改善。**25H1 归母净利率 13.66%，同比-3.16pct，扣非归母净利率 11.69%，同比-2.62pct，剔除食萃、加点滋味，内生归母净利率为 15.40%，同比-2.10pct，拆分如下：1）25H1 毛利率为 38.70%，同比-0.86pct，主要系 25Q1 规模效应减弱，清库下渠道政策的投入；2）25H1 总费率 23.32%，同比+1.96pct，销售、管理费率提升，与发放奖金职工薪酬提升有关；3）内生盈利能力同比下降，与高毛利率的手工底料动销一般，及清库的费用投入加大有关。25Q2 归母净利率 15.39%，同比+3.86pct，拆分如下：1）25Q2 毛利率为 36.96%，同比+3.63pct，主要系成本下降及毛利率较高的线上业务占比提升，且库存清理在 25Q1 基本告一段落，产品政策投入相应减弱；2）25Q2 总费率 17.27%，同比-1.99pct。
- **盈利预测与投资建议：**我们根据最新财报，调整了盈利预测，考虑收并购增厚业绩的可能，预计公司 2025-2027 年收入为 36.54/40.85/44.96 亿元，同比+5.1%/+11.8%/+10.1%，归母净利润为 6.40/6.89/7.51 亿元，同比+2.4%/+7.7%/+8.9%，对应 2025 年 8 月 27 日收盘价，PE 估值为 21/19/18x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**油脂等原料价格上涨；餐饮行业恢复缓慢；C 端竞争持续加剧导致费用投入居高不下；食萃、加点滋味整合贡献不及预期；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3476	3654	4085	4496
同比增长	10.4%	5.1%	11.8%	10.1%
归母净利润（百万元）	625	640	689	751
同比增长	36.8%	2.4%	7.7%	8.9%
毛利率	39.8%	40.5%	40.3%	40.3%
ROE	13.7%	13.1%	13.2%	13.4%
每股收益（元）	0.59	0.60	0.65	0.70
市盈率	21.1	20.6	19.1	17.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 25H1 财报，25H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.91/1.90/1.63 亿元，同比-5.24%/-23.01%/-22.58%。25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7.49/1.15/1.12 亿元，同比+21.93%/+62.72%/+77.20%。25H1 基本 EPS 为 0.18 元。

点评

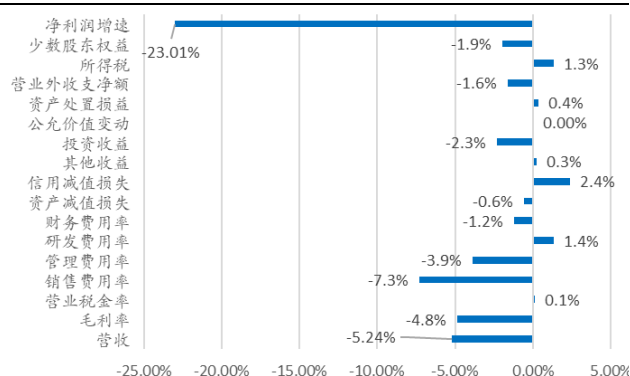
外延补充品类及渠道，内生增长仍有压力。25H1 收入同比-5.24%，火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料/其他收入同比-12.85%/+1.06%/-59.31%/-19.98%，线上/线下渠道收入同比-19.60%/+60.11%，其中食萃收入为 1.38 亿元，同比+20.52%，加点滋味收入为 1.33 亿元，剔除食萃、加点滋味收入，公司主业收入同比-17.24%，与需求平淡及公司主动调整渠道库存有关，对应线下收入同比-19.60%基本吻合；25H1 经销商数量共 3251 家，25H1 较 24 年末净增 234 家，预计与加点滋味并表有关。25Q2 收入同比+21.93%，火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料/其他收入同比+28.95%/+17.82%/-10296.55%/+10.17%，线下/线上渠道收入同比+9.54%/+66.69%，其中线下收入同比高增，预计与低基数及 25Q1 清库后的补库有关，线上高增与食萃稳增、加点滋味并表贡献有关。

25H1 内生盈利能力有所承压，25Q2 并表贡献盈利改善。25H1 归母净利率 13.66%，同比-3.16pct，扣非归母净利率 11.69%，同比-2.62pct，剔除食萃、加点滋味，内生归母净利率为 15.40%，同比-2.10pct，拆分如下：1) 25H1 毛利率为 38.70%，同比-0.86pct，主要系 25Q1 规模效应减弱，清库下渠道政策的投入；2) 25H1 总费率 23.32%，同比+1.96pct，销售/管理/研发/财务费率 15.67%/6.51%/1.21%/-0.06%，同比+1.29pct/+0.69pct/-0.24pct/+0.22pct，销售、管理费率提升，与发放奖金职工薪酬提升有关；3) 内生盈利能力同比下降，与高毛利率的手工底料动销一般，及清库的费用投入加大有关。25Q2 归母净利率 15.39%，同比+3.86pct，扣非归母净利率 14.91%，同比+4.65pct，拆分如下：1) 25Q2 毛利率为 36.96%，同比+3.63pct，主要系成本下降及毛利率较高的线上业务占比提升（食萃、加点滋味并表协同影响），且库存清理在 25Q1 基本告一段落，产品政策投入相应减弱；2) 25Q2 总费率 17.27%，同比-1.99pct，销售/管理/研发/财务费率 10.02%/6.03%/1.28%/-0.06%，同比-0.67pct/-0.82pct/-0.73pct/+0.23pct。

盈利预测与投资建议：25Q1 公司主动调整春节备货后的渠道库存，结合火锅行业需求恢复较为疲态，公司相应操作合理，预计当前公司库存恢复合理水平，结合预收款的环比提升，我们判断后续改善可期。我们根据最新财报，调整了盈利预测，考虑收并购增厚业绩的可能，预计公司 2025-2027 年收入为 36.54/40.85/44.96 亿元，同比 +5.1%/+11.8%/+10.1%，归母净利润为 6.40/6.89/7.51 亿元，同比+2.4%/+7.7%/+8.9%，对应 2025 年 8 月 27 日收盘价，PE 估值为 21/19/18x，维持“增持”评级。

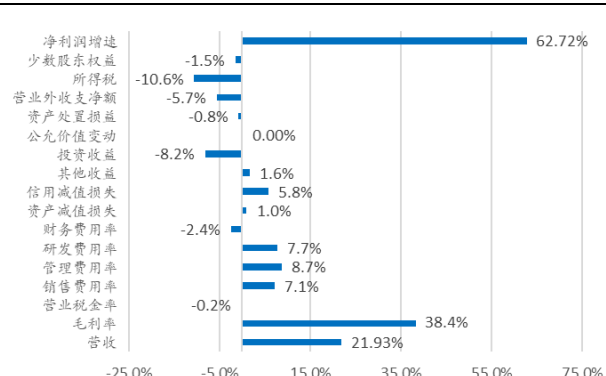
风险提示：油脂等原料价格上涨；餐饮行业恢复缓慢；C 端竞争持续加剧导致费用投入居高不下；食萃、加点滋味整合贡献不及预期；食品安全风险。

图1、25H1 归母净利润同比增速贡献分析



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、25Q2 归母净利润同比增速贡献分析



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3605	3954	4567	5239
货币资金	234	22	210	428
交易性金融资产	2592	2772	2875	2986
应收票据及应收账款	117	112	125	137
预付款项	13	16	17	19
存货	116	149	162	175
其他	533	883	1178	1494
非流动资产	2057	2279	2273	2255
长期股权投资	307	312	299	293
固定资产	1114	1096	1095	1050
在建工程	8	49	20	17
无形资产	68	78	88	98
商誉	410	567	577	587
其他	150	177	194	210
资产总计	5662	6233	6840	7494
流动负债	962	969	1087	1200
短期借款	5	8	10	14
应付票据及应付账款	642	618	710	782
其他	315	343	367	404
非流动负债	16	267	394	542
长期借款	0	250	375	521
其他	16	17	19	22
负债合计	978	1235	1481	1742
股本	1065	1065	1065	1065
未分配利润	1582	1807	2050	2313
少数股东权益	112	122	137	155
股东权益合计	4684	4997	5358	5752
负债及权益合计	5662	6233	6840	7494

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	625	640	689	751
折旧和摊销	87	90	102	111
营运资金的变动	150	-374	-205	-235
经营活动产生现金流量	820	294	524	570
资本支出	-153	-288	-101	-88
长期投资	-556	-201	-99	-114
投资活动产生现金流量	-622	-415	-111	-114
债权融资	0	251	130	151
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-435	-91	-224	-237
现金净变动	-236	-212	188	218

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3476	3654	4085	4496
营业成本	2093	2175	2437	2684
税金及附加	34	33	38	42
销售费用	451	521	596	659
管理费用	186	210	237	253
研发费用	36	39	42	47
财务费用	-6	-1	9	9
投资收益	76	78	89	90
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-7	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	757	761	821	899
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	758	761	821	899
所得税	113	111	116	131
净利润	645	650	705	768
少数股东损益	20	10	15	18
归属母公司净利润	625	640	689	751
EPS(元)	0.59	0.60	0.65	0.70

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	10.4%	5.1%	11.8%	10.1%
营业利润增长率	41.7%	0.5%	7.9%	9.5%
归母净利润增长率	36.8%	2.4%	7.7%	8.9%
盈利能力				
毛利率	39.8%	40.5%	40.3%	40.3%
归母净利率	18.0%	17.5%	16.9%	16.7%
ROE	13.7%	13.1%	13.2%	13.4%
偿债能力				
资产负债率	17.3%	19.8%	21.7%	23.2%
流动比率	3.75	4.08	4.20	4.37
速动比率	3.07	3.01	2.97	2.97
营运能力				
资产周转率	63.6%	61.4%	62.5%	62.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.59	0.60	0.65	0.70
每股经营现金	0.77	0.28	0.49	0.53
估值比率(倍)				
PE	21.1	20.6	19.1	17.6
PB	2.9	2.7	2.5	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn