

天味食品 (603317.SH)

买入 (维持评级)

Q2 经营显著改善，关注 H2 旺季表现

事件：公司披露 2025 年半年报，报告期内公司实现营收 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 公司实现营收 7.49 亿元，同比+21.93%；归母净利润 1.15 亿元，同比+62.72%；扣非归母净利润 1.12 亿元，同比+77.20%。

➤ **Q2 经营业绩反弹，逐步恢复盈利能力。**分渠道看，25Q2 线下/线上分别实现收入 5.39/2.04 亿元，同比+9.54%/+66.69%，加点滋味并表为公司线上 C 端渠道贡献增长动能。分品类看，25Q2 火锅调料/菜谱式调料/其他产品实现收入 2.55/4.62/0.27 亿元，同比+28.95%/+17.82%/+10.17%，各品类均扭转 Q1 下滑态势。分地区看，25Q2 东部/南部/西部/北部/中部分别同比+52.08%/+22.12%/+24.47%/+8.17%/-8.61%。25Q2 公司经销商净增加 136 家。控股子公司均实现稳步发展，食萃/加点滋味分别实现营业收入 1.38/1.33 亿元。

➤ **成本优化、费用改善驱动公司盈利能力显著提升。**25H1 公司实现毛利率 38.70%，同比-0.86pct；其中，25Q2 毛利率 36.96%，同比+3.63pct，实现同比显著修复，推测得益于营收规模效应及产品结构优化所致。25H1 四项费率同比+1.96pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.29/+0.69/-0.24/+0.22pct；其中，25Q2 四项费用率分别同比-0.67/-0.82/-0.73/+0.23pct，四项费率合计同比-1.99pct，环比-13.11pct，实现费用端较好控制。结合以上，公司 25H1/Q2 实现归母净利率 13.66%/15.39%，同比-3.16/+3.86pct；扣非归母净利率 11.69%/14.91%，同比-2.62/+4.65pct，二季度盈利能力实现较好改善。

➤ **BC 两端内生外延，产品渠道双轮驱动，期待下半年旺季表现。**25 年公司聚焦“拓店+增品”，逐步实现 BC 端业务全消费场景覆盖，推动全渠道探索和突破。公司首创“渠道-产品部双向漏斗”协同模式，提升新品开发效率。把握食萃中小 B 端、加点滋味 C 端优势，充分整合电商资源，重点深化与 O2O 生鲜平台的战略合作，构建定制开发渠道，提升品牌渗透率与用户转化，实现线上线下的协同增长。

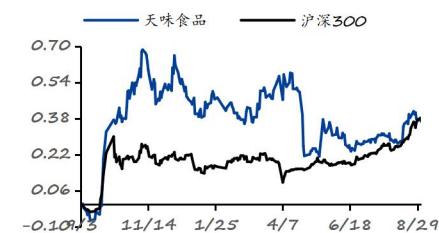
➤ **盈利预测与投资建议：**基于 25H1 业绩，我们下调公司盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 6.33/7.17/8.10 亿元（前值为 7.22/8.11/9.07 亿元），分别同比+1%/+13%/+13%。考虑到公司作为复调龙头，内生外延依然具备较高发展势能，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**食品质量安全、大单品增长不及预期、主要原材料价格波动等。

基本数据

日期	2025-09-02
收盘价:	12.02 元
总股本/流通股本(百万股)	1,065.00/1,065.00
流通 A 股市值(百万元)	12,801.26
每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	16.68
一年内最高/最低价(元)	15.78/8.50

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、全年业绩圆满收官，并购扩张延续增长动能——2025.03.30
- 2、Q3 业绩增长超预期，期待旺季经营表现——2024.10.25
- 3、Q2 淡季底料需求承压，线上新渠高增延续——2024.08.31

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,149	3,476	3,708	4,161	4,623
增长率	17%	10%	7%	12%	11%
净利润(百万元)	457	625	633	717	810
增长率	34%	37%	1%	13%	13%
EPS(元/股)	0.43	0.59	0.59	0.67	0.76
市盈率(P/E)	27.5	20.1	19.9	17.5	15.5
市净率(P/B)	2.9	2.8	2.4	2.4	2.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	234	1,237	1,168	1,300
应收票据及账款	117	4	4	4
预付账款	13	13	15	16
存货	116	156	174	191
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,125	2,801	2,926	2,951
流动资产合计	3,605	4,211	4,286	4,461
长期股权投资	307	307	307	307
固定资产	1,114	1,206	1,248	1,246
在建工程	8	28	78	158
无形资产	68	75	83	94
商誉	410	410	410	410
其他非流动资产	150	150	150	151
非流动资产合计	2,057	2,176	2,276	2,366
资产合计	5,662	6,387	6,563	6,827
短期借款	5	0	0	0
应付票据及账款	642	667	753	843
预收款项	19	0	25	35
合同负债	50	111	125	139
其他应付款	80	80	80	80
其他流动负债	165	173	183	194
流动负债合计	962	1,032	1,166	1,290
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债合计	978	1,048	1,182	1,305
归属母公司所有者权益	4,572	5,205	5,219	5,326
少数股东权益	112	134	161	195
所有者权益合计	4,684	5,339	5,381	5,522
负债和股东权益	5,662	6,387	6,563	6,827

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	820	1,138	850	944
现金收益	733	728	820	924
存货影响	44	-40	-18	-17
经营性应收影响	-98	113	-2	-2
经营性应付影响	54	6	111	99
其他影响	87	331	-61	-61
投资活动现金流	-622	-137	-227	-119
资本支出	-147	-199	-186	-179
股权投资	4	0	0	0
其他长期资产变化	-479	62	-41	60
融资活动现金流	-435	2	-692	-693
借款增加	18	-5	0	0
股利及利息支付	-423	-728	-730	-732
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-30	735	38	39

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,476	3,708	4,161	4,623
营业成本	2,093	2,222	2,483	2,750
税金及附加	34	37	42	46
销售费用	451	520	574	624
管理费用	186	202	221	240
研发费用	36	38	42	45
财务费用	-6	-7	-11	-10
信用减值损失	7	0	0	0
资产减值损失	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	76	70	60	60
其他收益	7	7	6	6
营业利润	773	772	877	994
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	4	6	6	6
利润总额	773	770	875	992
所得税	113	114	131	148
净利润	660	656	744	844
少数股东损益	20	22	28	34
归属母公司净利润	625	633	717	810
EPS（按最新股本摊薄）	0.59	0.59	0.67	0.76

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	10.4%	6.7%	12.2%	11.1%
EBIT 增长率	45.3%	-0.5%	13.2%	13.6%
归母公司净利润增长率	36.8%	1.4%	13.2%	13.0%
获利能力				
毛利率	39.8%	40.1%	40.3%	40.5%
净利率	19.0%	17.7%	17.9%	18.3%
ROE	13.7%	11.9%	13.3%	14.7%
ROIC	60.9%	40.2%	47.0%	49.6%
偿债能力				
资产负债率	17.3%	16.4%	18.0%	19.1%
流动比率	3.7	4.1	3.7	3.5
速动比率	3.6	3.9	3.5	3.3
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	7	6	0	0
存货周转天数	24	22	24	24
每股指标（元）				
每股收益	0.59	0.59	0.67	0.76
每股经营现金流	0.77	1.07	0.80	0.89
每股净资产	4.29	4.89	4.90	5.00
估值比率				
P/E	20	20	18	16
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	35	36	32	28

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn