

天味食品（603317.SH）

外延并购持续驱动，切入即食酱赛道

优于大市

核心观点

天味食品 2025 年前三季度实现营业总收入 24.11 亿元，同比增长 1.98%；实现归母净利润 3.92 亿元，同比减少 9.30%；实现扣非归母净利润 3.57 亿元，同比减少 8.13%；2025 年第三季度实现营业总收入 10.20 亿元，同比增长 13.79%；实现归母净利润 2.02 亿元，同比增长 8.93%；实现扣非归母净利润 1.95 亿元，同比增长 8.84%。

外延持续驱动，三季度延续双位数增长。2025 年第三季度公司线下/线上渠道收入分别为 7.9 亿元/2.2 亿元，同比+4.5%/60.7%，线上高增长趋势延续，线下由于基数提高增速环比放缓，公司三季度延续双位数增长受益于外延并表贡献。2025 年第三季度火锅调料/菜谱调料收入分别同比+25.0%/14.9%，除并表影响外，新零售渠道新品预计亦有贡献。

费用投放趋稳，盈利能力仍受影响。2025 年第三季度公司毛利率为 40.5%，同比提升 1.6pct，预计主因产品结构优化及原材料成本价格红利。2025 年第三季度销售/管理费用率 10.9%/3.8%，同比+3.1/-1.4pct，公司品牌推广和渠道拓展方面持续投入，但是销售费用率环比二季度趋稳。由此，公司 2025 年第三季度扣非归母净利润率 19.1%，同比下降 0.9pct。

外延并购再落一子，切入即食酱新赛道。公司延续内生外延双轮驱动战略，于 2025 年 9 月完成对山东一品味享食品科技有限公司 55%股权的收购，有助于公司切入复合调味酱赛道。公司有望借助一品味享成熟的配方研发能力、规模化生产经验及差异化产品矩阵，与现有业务形成协同，进一步夯实核心竞争力。

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，叠加市场竞争激烈，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 35.6/38.6/41.6 亿元（前预测值为 36.5/39.6/42.7 亿元），同比 2.4%/8.4%/7.7%；2025-2027 年公司实现归母净利润 6.0/6.9/7.5 亿元（前预测值为 6.8/7.4/8.0 亿元），同比 -3.5%/15.0%/7.9%；实现 EPS0.57/0.65/0.70 元；当前股价对应 PE 分别为 21.1/18.4/17.0 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	3,561	3,858	4,156
(+/-%)	17.0%	10.4%	2.4%	8.4%	7.7%
净利润(百万元)	457	625	603	693	748
(+/-%)	33.7%	36.8%	-3.5%	15.0%	7.9%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.57	0.65	0.70
EBIT Margin	14.3%	19.4%	18.1%	19.3%	19.5%
净资产收益率 (ROE)	10.6%	13.7%	12.6%	13.9%	14.3%
市盈率 (PE)	27.9	20.4	21.1	18.4	17.0
EV/EBITDA	26.4	18.2	17.8	15.6	14.4
市净率 (PB)	2.94	2.78	2.67	2.55	2.43

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	11.94 元
总市值/流通市值	12716/0 百万元
52 周最高价/最低价	15.78/10.50 元
近 3 个月日均成交额	77.55 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）-去库存后逐步恢复，并购协同效应显现》——2025-08-28
《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 2025 年前三季度实现营业总收入 24.11 亿元，同比增长 1.98%；实现归母净利润 3.92 亿元，同比减少 9.30%；实现扣非归母净利润 3.57 亿元，同比减少 8.13%；2025 年第三季度实现营业总收入 10.20 亿元，同比增长 13.79%；实现归母净利润 2.02 亿元，同比增长 8.93%；实现扣非归母净利润 1.95 亿元，同比增长 8.84%。

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

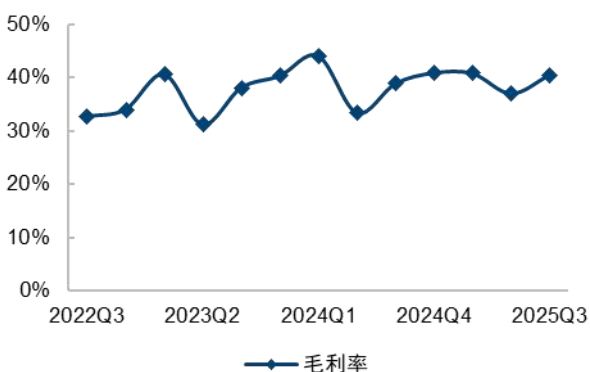


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

外延持续驱动，三季度延续双位数增长。2025 年第三季度公司线下/线上渠道收入分别为 7.9 亿元/2.2 亿元，同比+4.5%/60.7%，线上高增长趋势延续，线下由于基数提高增速环比放缓，公司三季度延续双位数增长受益于外延并表贡献。2025 年第三季度火锅调料/菜谱调料收入分别同比+25.0%/14.9%，除并表影响外，新零售渠道新品预计亦有贡献。

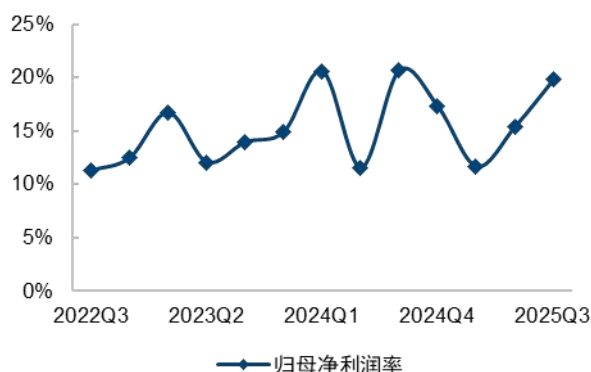
费用投放趋稳，盈利能力仍受影响。2025 年第三季度公司毛利率为 40.5%，同比提升 1.6pct，预计主因产品结构优化及原材料成本价格红利。2025 年第三季度销售/管理费用率 10.9%/3.8%，同比+3.1/-1.4pct，公司品牌推广和渠道拓展方面持续投入，但是销售费用率环比二季度趋稳。由此，公司 2025 年第三季度扣非归母净利润率 19.1%，同比下降 0.9pct。

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

外延并购再落一子，切入即食酱新赛道。公司延续内生外延双轮驱动战略，于 2025 年 9 月完成对山东一品味享食品科技有限公司 55% 股权的收购，有助于公司切入

复合调味酱赛道。公司有望借助一品味享成熟的配方研发能力、规模化生产经验及差异化产品矩阵，与现有业务形成协同，进一步夯实核心竞争力。

投资建议：由于外部环境仍然较弱，叠加市场竞争激烈，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 35.6/38.6/41.6 亿元（前预测值为 36.5/39.6/42.7 亿元），同比 2.4%/8.4%/7.7%；2025-2027 年公司实现归母净利润 6.0/6.9/7.5 亿元（前预测值为 6.8/7.4/8.0 亿元），同比-3.5%/15.0%/7.9%；实现 EPS0.57/0.65/0.70 元；当前股价对应 PE 分别为 21.1/18.4/17.0 倍。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）	3654	3960	4269	3561	3858	4156	-93	-102	-113
收入同比增速%	5.1%	8.4%	7.8%	2.4%	8.4%	7.7%	-2.7%	0.0%	-0.1%
毛利率%	40.3%	40.3%	40.4%	39.9%	40.0%	40.1%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
销售费用率%	13.0%	13.0%	13.0%	14.5%	13.5%	13.5%	1.5%	0.5%	0.5%
净利率%	18.6%	18.7%	18.6%	16.9%	18.0%	18.0%	-1.7%	-0.7%	-0.6%
归母净利润（百万元）	680	739	796	603	693	748	-77	-46	-48
归母净利润同比增速%	8.8%	8.7%	7.7%	-3.5%	15.0%	7.9%	-12.3%	6.3%	0.2%
EPS（元）	0.64	0.69	0.75	0.57	0.65	0.70	-0.07	-0.04	-0.05

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 10 月 31 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	21.76	11.94	0.57	0.65	21.1	18.4	127	优于大市
603288.SH	海天味业	32.55	38.11	1.20	1.34	31.6	28.5	2,230	优于大市
603170.SH	宝立食品	24.04	15.12	0.66	0.75	22.9	20.1	60	优于大市
603027.SH	千禾味业	29.27	9.27	0.32	0.40	28.7	23.2	124	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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	467	234	547	722	919	营业收入	3149	3476	3561	3858	4156
应收款项	33	126	69	85	108	营业成本	1956	2093	2141	2315	2489
存货净额	159	116	153	159	161	营业税金及附加	29	34	35	38	41
其他流动资产	136	537	246	343	433	销售费用	484	451	516	520	560
流动资产合计	3394	3605	3615	3908	4221	管理费用	198	186	189	201	212
固定资产	1072	1121	1107	1086	1058	研发费用	32	36	37	40	43
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	60	69	68
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	5654	5924	6207	其他收入	(30)	(37)	(8)	(11)	(14)
短期借款及交易性金融负债	0	18	0	0	0	营业利润	534	757	732	842	909
应付款项	551	642	367	379	382	营业外净收支	1	0	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	315	302	387	413	444	利润总额	536	758	732	842	909
流动负债合计	866	962	754	792	826	所得税费用	70	113	110	126	136
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	20	19	22	24
其他长期负债	6	16	16	16	16	归属于母公司净利润	457	625	603	693	748
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	770	808	842	净利润	457	625	603	693	748
少数股东权益	74	112	118	125	133	资产减值准备	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	4327	4572	4767	4991	5232	折旧摊销	65	78	117	124	130
负债和股东权益总计	5274	5662	5654	5924	6207	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)	121	(80)	(82)
每股收益	0.43	0.59	0.57	0.65	0.70	其它	4	7	6	7	8
每股红利	0.23	0.40	0.38	0.44	0.48	经营活动现金流	240	232	847	744	804
每股净资产	4.06	4.29	4.47	4.68	4.91	资本开支	0	(120)	(100)	(100)	(100)
ROIC	31.02%	35.62%	31%	36%	38%	其它投资现金流	(100)	8	(8)	0	0
ROE	10.55%	13.66%	13%	14%	14%	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%	18%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	22%	21%	22%	23%	支付股利、利息	(242)	(423)	(408)	(470)	(507)
收入增长	17%	10%	2%	8%	8%	其它融资现金流	275	490	(18)	0	0
净利润增长率	34%	37%	-4%	15%	8%	融资活动现金流	(209)	(356)	(426)	(470)	(507)
资产负债率	18%	19%	16%	16%	16%	现金净变动	17	(233)	313	175	198
股息率	1.9%	3.3%	3.2%	3.7%	4.0%	货币资金的期初余额	450	467	234	547	722
P/E	27.9	20.4	21.1	18.4	17.0	货币资金的期末余额	467	234	547	722	919
P/B	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4	企业自由现金流	171	56	685	576	638
EV/EBITDA	26.4	18.2	17.8	15.6	14.4	权益自由现金流	447	545	667	576	638

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