

## 25年内生业务承压, 外延并购表现突出

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2025年报, 公司全年实现营收34.5亿元, 同比-0.8%, 实现归母净利润5.7亿元, 同比-8.8%; 其中25Q4实现营收10.4亿元, 同比-6.7%, 实现归母净利润1.8亿元, 同比-7.6%。此外, 公司拟向全体股东每股派发现金红利0.55元(含税), 2025年度分红率为105%。
- **春节错期致使Q4主业承压, 线上渠道表现出色。** 分产品看, 25全年火锅底料/菜谱式调料/香肠腊肉调料/其他收入增速分别为-2.9%/-0.2%/-12.5%/+50.9%; 其中25Q4对应增速为-10.4%/-14.1%/+18.2%/+130.2%。25Q4火锅底料与菜谱式调料均有所承压, 主要系春节旺季备货后置存在错期, 叠加消费需求疲软与存量市场竞争加剧所致; 其他业务Q4增速迅猛, 主要系一品味享并表贡献。分渠道看, 25全年线上/线下渠道实现收入9.4/25.1亿元, 同比+56.9%/-12.8%; 得益于食萃及加点滋味表现良好, 线上渠道维持高速增长。分区域看, 25全年东/南/西/北/中部区域收入增速分别为+30.7%/+8.7%/-8.7%/-5.6%/-16.2%; 大本营西区略有承压, 东部及南部区域实现较好增长。
- **成本红利改善毛利, 费投加大拖累盈利。** 25全年公司毛利率为40.7%, 同比+0.9pp; 其中25Q4毛利率为43.5%, 同比+2.7pp。毛利率提升主要系原材料价格持续下行叠加公司积极开展供应链优化提效。费用方面, 25全年销售费用率同比+1.2pp至14.2%, 主要系公司加大市场费投力度; 管理费用率同比-0.5pp至4.9%, 主要系股权激励摊销费用减少。综合来看, 25全年公司净利率同比-1.1pp至17.5%。
- **25年顺利收官, 内生+外延并举构筑核心发展路径。** 1) 内生业务方面: C端零售业务以“强基础、破瓶颈、筑品牌”为核心思路, 通过渠道精耕、产品优化、大单品攻坚与品牌升级, 筑牢收入基本盘; B端定制业务聚焦优势品类与高价值客户, 实现品类突破。2) 外延业务方面: 公司将坚持“赋能型控股投资”模式, 通过持续的控股型价值并购与平台化赋能运营, 为实现目标贡献关键增量。3) 展望后续, 短期来看26Q1公司受益于去年低基数与春节错期影响, 收入端有望实现改善。长期来看, 公司提出2026-2030的五年战略总目标, 坚持内生与外延并举的核心发展路径, 未来公司高质量发展可期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2026-2028年EPS分别为0.62元、0.68元、0.74元, 对应动态PE分别为20倍、19倍、17倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料成本上涨风险, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3448.66	3818.55	4176.98	4509.00
增长率	-0.79%	10.73%	9.39%	7.95%
归属母公司净利润(百万元)	569.71	662.80	725.77	786.28
增长率	-8.79%	16.34%	9.50%	8.34%
每股收益EPS(元)	0.54	0.62	0.68	0.74
净资产收益率ROE	12.64%	14.42%	15.61%	16.70%
PE	24	20	19	17
PB	2.84	2.78	2.75	2.71

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立  
执业证号: S1250523070009  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.65
流通A股(亿股)	10.65
52周内股价区间(元)	10.66-14.63
总市值(亿元)	135.22
总资产(亿元)	57.26
每股净资产(元)	4.27

### 相关研究

1. 天味食品(603317): Q3主业收入表现出色, 外延并购步伐持续 (2025-11-10)
2. 天味食品(603317): 25Q2收入端改善, 盈利能力明显提升 (2025-09-08)
3. 天味食品(603317): 24年顺利收官, 盈利能力持续改善 (2025-03-31)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：随着 C 端复调消费需求持续复苏，以厚火锅为代表的大单品有望持续放量，我们预测 2026-2028 年公司火锅底料业务销量增速分别为 1%、1%、1%，吨价增速分别为 1%、1%、1%。

假设 2：随着公司持续加强区域性风味复调产品研发，叠加外延并购业务对公司小 B 及线上端的收入增量贡献突出，我们预测 2026-2028 年公司菜谱式调料业务的销量增速分别为 12.0%、10.0%、8.0%，吨价增速分别为 1.0%、1.0%、1.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
火锅底料	收入	1,228.6	1253.3	1278.5	1304.2
	增速	-2.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	34.5%	34.2%	34.5%	34.5%
菜谱式调料	收入	1,767.1	1999.0	2220.9	2422.5
	增速	-0.2%	13.1%	11.1%	9.1%
	毛利率	44.7%	44.1%	44.4%	44.7%
香肠腊肉调料	收入	287.79	317.3	339.8	356.9
	增速	-12.5%	10.3%	7.1%	5.0%
	毛利率	48.2%	49.7%	49.7%	49.7%
其他主营业务	收入	159.36	242.6	330.8	417.7
	增速	50.9%	52.3%	36.4%	26.3%
	毛利率	29.9%	31.9%	31.9%	31.9%
其他业务	收入	5.78	6.4	7.0	7.7
	增速	-3.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	51.4%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	3,448.7	3,818.5	4,177.0	4,509.0
	增速	-0.8%	10.7%	9.4%	7.9%
	毛利率	40.7%	40.5%	40.8%	40.9%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3448.66	3818.55	4176.98	4509.00	净利润	602.77	701.26	767.88	831.90
营业成本	2046.08	2270.65	2472.68	2663.14	折旧与摊销	94.64	119.01	121.54	126.17
营业税金及附加	34.81	37.62	41.51	44.80	财务费用	-0.73	14.83	31.77	33.96
销售费用	490.41	542.23	584.78	631.26	资产减值损失	-30.70	0.00	0.00	0.00
管理费用	168.09	194.75	204.67	216.43	经营营运资本变动	-27.84	62.20	-40.97	18.77
财务费用	-0.73	14.83	31.77	33.96	其他	-49.93	-77.60	-77.07	-78.05
资产减值损失	-30.70	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>588.21</b>	<b>819.71</b>	<b>803.15</b>	<b>932.76</b>
投资收益	81.31	77.82	78.76	78.87	资本支出	-115.46	-50.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	325.02	64.82	63.76	63.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>209.56</b>	<b>14.82</b>	<b>-36.24</b>	<b>-36.13</b>
<b>营业利润</b>	<b>735.58</b>	<b>836.28</b>	<b>920.34</b>	<b>998.28</b>	短期借款	-5.01	964.26	117.59	35.73
其他非经营损益	-0.96	-0.21	-0.38	-0.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>734.62</b>	<b>836.07</b>	<b>919.96</b>	<b>997.86</b>	股权融资	-4.76	0.00	0.00	0.00
所得税	131.86	134.81	152.07	165.96	支付股利	-581.94	-625.99	-711.36	-767.99
净利润	602.77	701.26	767.88	831.90	其他	-85.42	0.97	-29.77	-31.56
少数股东损益	33.05	38.46	42.11	45.62	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-677.14</b>	<b>339.24</b>	<b>-623.54</b>	<b>-763.83</b>
归属母公司股东净利润	569.71	662.80	725.77	786.28	<b>现金流量净额</b>	<b>120.12</b>	<b>1173.76</b>	<b>143.37</b>	<b>132.81</b>
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	353.65	1527.42	1670.79	1803.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	145.03	143.15	166.79	177.05	销售收入增长率	-0.79%	10.73%	9.39%	7.95%
存货	211.81	190.35	211.99	234.78	营业利润增长率	-2.89%	13.69%	10.05%	8.47%
其他流动资产	3108.88	3092.62	3174.86	3201.89	净利润增长率	-6.51%	16.34%	9.50%	8.34%
长期股权投资	60.80	60.80	60.80	60.80	EBITDA 增长率	-0.08%	16.95%	10.67%	7.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1175.48	1111.39	1094.78	1073.54	毛利率	40.67%	40.54%	40.80%	40.94%
无形资产和开发支出	551.85	547.14	542.43	537.72	三费率	19.07%	19.69%	19.66%	19.55%
其他非流动资产	118.51	131.29	146.07	160.85	净利率	17.48%	18.36%	18.38%	18.45%
<b>资产总计</b>	<b>5726.00</b>	<b>6804.16</b>	<b>7068.50</b>	<b>7250.23</b>	ROE	12.64%	14.42%	15.61%	16.70%
短期借款	0.00	964.26	1081.85	1117.58	ROA	10.53%	10.31%	10.86%	11.47%
应付和预收款项	710.03	819.71	890.05	954.25	ROIC	20.92%	24.11%	26.07%	27.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.05%	25.41%	25.70%	25.69%
其他负债	246.44	158.57	178.46	196.35	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>956.47</b>	<b>1942.54</b>	<b>2150.36</b>	<b>2268.18</b>	总资产周转率	0.61	0.61	0.60	0.63
股本	1064.71	1064.71	1064.71	1064.71	固定资产周转率	3.01	3.39	4.00	4.56
资本公积	1631.07	1631.07	1631.07	1631.07	应收账款周转率	29.70	34.87	35.04	34.00
留存收益	1924.00	1960.81	1975.22	1993.52	存货周转率	12.39	11.19	12.20	11.84
归属母公司股东权益	4541.89	4595.52	4609.93	4628.22	销售商品提供劳务收到现金营业收入	112.45%	—	—	—
少数股东权益	227.65	266.10	308.21	353.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4769.53</b>	<b>4861.62</b>	<b>4918.14</b>	<b>4982.05</b>	资产负债率	16.70%	28.55%	30.42%	31.28%
负债和股东权益合计	5726.00	6804.16	7068.50	7250.23	带息债务/总负债	0.00%	49.64%	50.31%	49.27%
					流动比率	4.07	2.58	2.45	2.41
					速动比率	3.84	2.48	2.35	2.31
					股利支付率	102.15%	94.45%	98.01%	97.67%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	829.49	970.13	1073.65	1158.42	每股收益	0.54	0.62	0.68	0.74
PE	23.73	20.40	18.63	17.20	每股净资产	4.48	4.57	4.62	4.68
PB	2.84	2.78	2.75	2.71	每股经营现金	0.55	0.77	0.75	0.88
PS	3.92	3.54	3.24	3.00	每股股利	0.55	0.59	0.67	0.72
EV/EBITDA	12.52	10.47	9.43	8.64					
股息率	4.30%	4.63%	5.26%	5.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn

---

	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---