

天味食品 (603317.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩大超预期，内生收入改善

消费品/食品饮料  
目标估值: NA  
当前股价: 14.28 元

26Q1 公司收入/归母净利润分别同比+76.2%/+234.7%，业绩亮眼超预期。收入高增主要来自于龙虾料节奏前置+并购贡献+春节错期，利润受益于规模效应大幅改善。合并 25Q4+26Q1 看，公司收入/归母净利润分别同比+23.6%/+60.2%，依然表现亮眼，内生业务重回正增长轨道。Q1 业绩驱动下公司全年增长确定性高，此外公司分红率预计保持较高水平，26 年股息率有望 4%以上，考虑到公司 Q1 业绩超预期，我们上调 26-27 公司 eps 分别至 0.70 元、0.81 元，对应 26 年估值 20X，维持“强烈推荐”评级。

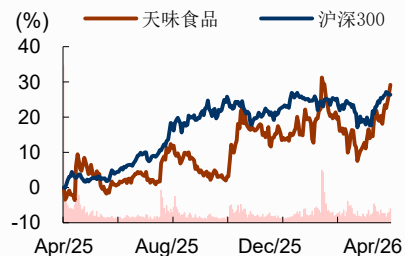
基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 总股本 (百万股)    | 1065   |
| 已上市流通股 (百万股) | 1065   |
| 总市值 (十亿元)    | 15.2   |
| 流通市值 (十亿元)   | 15.2   |
| 每股净资产 (MRQ)  | 4.3    |
| ROE (TTM)    | 12.5   |
| 资产负债率        | 16.7%  |
| 主要股东         | 邓文     |
| 主要股东持股比例     | 56.93% |

26Q1 公司收入/归母净利润分别同比+76.2%/+234.7%，业绩亮眼超预期。

股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 16 | 26 | 14  |
| 相对表现 | 11 | 25 | -12 |



资料来源: 公司数据、招商证券

26Q1 公司实现收入 11.30 亿，同比+76.2%，归母净利润 2.50 亿，同比+234.7%，龙虾料节奏前置+并购贡献+春节错期下收入高增，利润受益于规模效应大幅改善。合并 25Q4+26Q1 看，公司收入/归母净利润分别同比+23.6%/+60.2%，依然表现亮眼。Q1 公司现金回款 12.44 亿，同比+56.8%，慢于收入增速，经营性现金流净额 2.53 亿，同比大幅增长。

火锅料低基数下大幅增长，小龙虾+并购贡献增量。1) 分产品看，26Q1 火锅调料收入 3.46 亿，同比+100.4%，其中增长主要来自手工牛油底料受低基数+资源倾斜策略下大幅反弹，同时不辣汤系列增速较高；中菜谱式调料收入 6.80 亿，同比+56.7%，其中小龙虾料受益于今年小龙虾价格低、上市早，备货节奏集中在 Q1 早于以往贡献较大增量；香肠腊肉调料收入 0.33 亿，同比+125.2%，增长主要受益于猪肉价格处于较低水平；其他产品收入 0.70 亿，同比+313.9%，主要受益于一品味享并表贡献。2) 分区域看，核心市场西部地区收入 3.60 亿，同比+58.3%，东部地区收入 2.76 亿，同比+61.50%，南部/北部/中部分别收入 1.31 亿/1.11 亿/2.52 亿，分别同比+95.4%/+144.0%/+97.4%。3) 分渠道看，线下/线上分别收入 8.28 亿/3.02 亿，同比+90.5%/+48.0%，线上渠道受益于食萃及公司收购的加点滋味贡献增长。截止一季度末，公司共有经销商 3276 个，相比期初减少 87 个。

相关报告

- 《天味食品 (603317) 一持股计划目标积极，上调全年盈利预测》 2026-04-10
- 《天味食品 (603317) 一内生承压外延亮眼，分红率创新高》 2026-03-16
- 《天味食品 (603317) 一业绩超预期，积极外延拓展边界》 2025-10-31

规模效应下盈利能力大幅改善。26Q1 公司毛利率 45.0%，同比+4.3pcts，主要系高毛利的并购子公司并表、规模效应及部分原材料锁价带来的成本红利；费用端绝对值变化不大，费率大幅改善主要来自规模效应，其中销售/管理费用率分别同比-9.5/-3.1pcts，归母净利率 22.1%，同比大幅提升 10.5pcts。

陈书慧 S1090523010003  
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
任龙 S1090522090003  
✉ renlong1@cmschina.com.cn

投资建议: 业绩大超预期，内生收入改善，维持“强烈推荐”评级。26Q1 公司收入/归母净利润分别同比+76.2%/+234.7%，业绩亮眼超预期。收入高增主要来自于龙虾料节奏前置+并购贡献+春节错期，利润受益于规模效应大幅改善。合并 25Q4+26Q1 看，公司收入/归母净利润分别同比+23.6%/+60.2%，依然表现亮眼，内生业务重回正增长轨道。Q1 业绩驱动下公司全年增长确定性高，此外公司分红率预计保持较高水平，26 年股息率有望 4%以上，考虑到公司 Q1 业绩超预期，我们上调 26-27 公司 eps 分别至 0.70 元、0.81 元，对应 26 年估值 20X，维持“强烈推荐”评级。

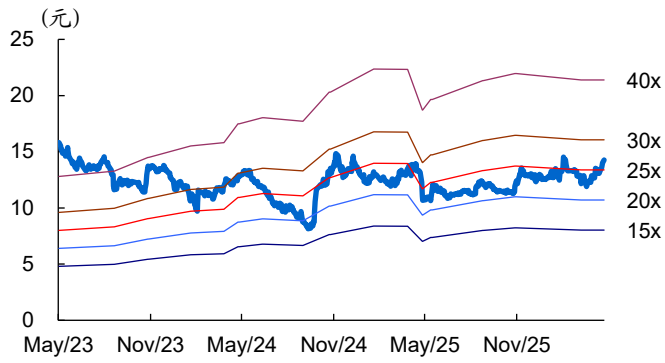
风险提示: 需求复苏不及预期、成本大幅上涨、竞争再度恶化

财务数据与估值

| 会计年度       | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 3476 | 3449 | 4143  | 4569  | 4965  |
| 同比增长       | 10%  | -1%  | 20%   | 10%   | 9%    |
| 营业利润(百万元)  | 757  | 736  | 977   | 1119  | 1235  |
| 同比增长       | 42%  | -3%  | 33%   | 15%   | 10%   |
| 归母净利润(百万元) | 625  | 570  | 750   | 857   | 944   |
| 同比增长       | 37%  | -9%  | 32%   | 14%   | 10%   |
| 每股收益(元)    | 0.59 | 0.54 | 0.70  | 0.81  | 0.89  |
| PE         | 24.3 | 26.7 | 20.3  | 17.7  | 16.1  |
| PB         | 3.3  | 3.3  | 3.2   | 3.2   | 2.8   |

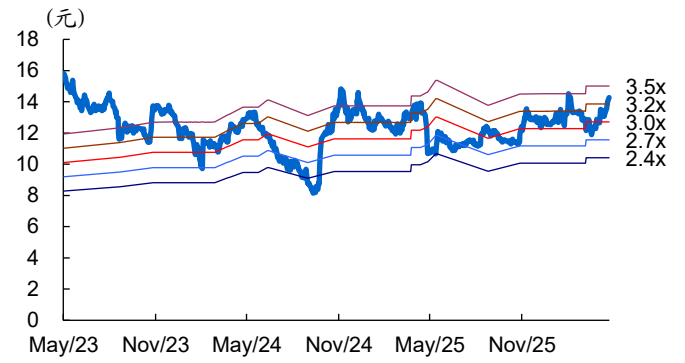
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 天味食品历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 天味食品历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《天味食品（603317）—持股计划目标积极，上调全年盈利预测》2026-04-10
- 2、《天味食品（603317）—内生收入复苏，利润超预期反弹》2025-08-28
- 3、《天味食品（603317）—业绩短期承压，期待资源整合》2025-04-29

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2024        | 2025        | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 3605        | 3819        | 4155        | 4270        | 5004        |
| 现金             | 234         | 354         | 531         | 552         | 1196        |
| 交易性投资          | 2592        | 2667        | 2667        | 2667        | 2667        |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 117         | 104         | 125         | 138         | 149         |
| 其它应收款          | 11          | 12          | 15          | 16          | 18          |
| 存货             | 116         | 212         | 252         | 275         | 297         |
| 其他             | 536         | 470         | 565         | 622         | 676         |
| <b>非流动资产</b>   | 2057        | 1907        | 1912        | 1923        | 1940        |
| 长期股权投资         | 307         | 61          | 61          | 61          | 61          |
| 固定资产           | 1114        | 1175        | 1236        | 1297        | 1359        |
| 无形资产商誉         | 479         | 552         | 497         | 447         | 402         |
| 其他             | 157         | 119         | 119         | 118         | 118         |
| <b>资产总计</b>    | <b>5662</b> | <b>5726</b> | <b>6067</b> | <b>6194</b> | <b>6943</b> |
| <b>流动负债</b>    | 962         | 939         | 1061        | 1133        | 1203        |
| 短期借款           | 5           | 0           | 0           | 0           | 1           |
| 应付账款           | 642         | 551         | 656         | 716         | 774         |
| 预收账款           | 69          | 90          | 107         | 117         | 127         |
| 其他             | 245         | 297         | 298         | 299         | 301         |
| <b>长期负债</b>    | 16          | 18          | 18          | 18          | 18          |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 16          | 18          | 18          | 18          | 18          |
| <b>负债合计</b>    | <b>978</b>  | <b>956</b>  | <b>1079</b> | <b>1151</b> | <b>1221</b> |
| 股本             | 1065        | 1065        | 1065        | 1065        | 1065        |
| 资本公积金          | 1570        | 1570        | 1570        | 1570        | 1570        |
| 留存收益           | 1937        | 1907        | 2082        | 2088        | 2713        |
| 少数股东权益         | 112         | 228         | 271         | 321         | 376         |
| 归属于母公司所有者权益    | 4572        | 4542        | 4717        | 4722        | 5347        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>5662</b> | <b>5726</b> | <b>6067</b> | <b>6194</b> | <b>6943</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2024         | 2025     | 2026E      | 2027E     | 2028E      |
|----------------|--------------|----------|------------|-----------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 820          | 0        | 734        | 850       | 945        |
| 净利润            | 645          | 603      | 793        | 907       | 999        |
| 折旧摊销           | 79           | 0        | 56         | 50        | 45         |
| 财务费用           | 0            | 0        | (3)        | (4)       | 0          |
| 投资收益           | (76)         | 0        | (79)       | (79)      | (79)       |
| 营运资金变动         | 170          | (603)    | (32)       | (23)      | (20)       |
| 其它             | 3            | 0        | 0          | 0         | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (622)        | 0        | 18         | 18        | 18         |
| 资本支出           | (153)        | 0        | (61)       | (61)      | (61)       |
| 其他投资           | (469)        | 0        | 79         | 79        | 79         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (435)        | 0        | (575)      | (847)     | (318)      |
| 借款变动           | (171)        | 445      | (3)        | 0         | 1          |
| 普通股增加          | (0)          | (0)      | 0          | 0         | 0          |
| 资本公积增加         | 45           | 0        | 0          | 0         | 0          |
| 股利分配           | (320)        | (447)    | (575)      | (852)     | (319)      |
| 其他             | 12           | 3        | 3          | 4         | 0          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(236)</b> | <b>0</b> | <b>177</b> | <b>21</b> | <b>644</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 3476 | 3449 | 4143  | 4569  | 4965  |
| 营业成本             | 2093 | 2046 | 2436  | 2658  | 2872  |
| 营业税金及附加          | 34   | 35   | 42    | 46    | 50    |
| 营业费用             | 451  | 490  | 521   | 554   | 590   |
| 管理费用             | 186  | 168  | 194   | 214   | 232   |
| 研发费用             | 36   | 37   | 45    | 49    | 54    |
| 财务费用             | (6)  | (1)  | (3)   | (4)   | 0     |
| 资产减值损失           | (8)  | (26) | (11)  | (11)  | (11)  |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益             | 7    | 8    | 8     | 8     | 8     |
| 投资收益             | 76   | 81   | 71    | 71    | 71    |
| <b>营业利润</b>      | 757  | 736  | 977   | 1119  | 1235  |
| 营业外收入            | 4    | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 营业外支出            | 4    | 5    | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>      | 758  | 735  | 976   | 1118  | 1234  |
| 所得税              | 113  | 132  | 183   | 211   | 235   |
| 少数股东损益           | 20   | 33   | 44    | 50    | 55    |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 625  | 570  | 750   | 857   | 944   |

主要财务比率

|                | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 10%   | -1%   | 20%   | 10%   | 9%    |
| 营业利润           | 42%   | -3%   | 33%   | 15%   | 10%   |
| 归母净利润          | 37%   | -9%   | 32%   | 14%   | 10%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 39.8% | 40.7% | 41.2% | 41.8% | 42.2% |
| 净利率            | 18.0% | 16.5% | 18.1% | 18.8% | 19.0% |
| ROE            | 14.0% | 12.5% | 16.2% | 18.2% | 18.8% |
| ROIC           | 13.8% | 12.4% | 15.9% | 17.7% | 18.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 17.3% | 16.7% | 17.8% | 18.6% | 17.6% |
| 净负债比率          | 0.3%  | 0.1%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 3.7   | 4.1   | 3.9   | 3.8   | 4.2   |
| 速动比率           | 3.6   | 3.8   | 3.7   | 3.5   | 3.9   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.8   |
| 存货周转率          | 15.2  | 12.5  | 10.5  | 10.1  | 10.0  |
| 应收账款周转率        | 51.0  | 31.3  | 36.2  | 34.8  | 34.6  |
| 应付账款周转率        | 3.5   | 3.4   | 4.0   | 3.9   | 3.9   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.59  | 0.54  | 0.70  | 0.81  | 0.89  |
| 每股经营净现金        | 0.77  | 0.00  | 0.69  | 0.80  | 0.89  |
| 每股净资产          | 4.29  | 4.27  | 4.43  | 4.44  | 5.02  |
| 每股股利           | 0.42  | 0.54  | 0.80  | 0.30  | 1.30  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 24.3  | 26.7  | 20.3  | 17.7  | 16.1  |
| PB             | 3.3   | 3.3   | 3.2   | 3.2   | 2.8   |
| EV/EBITDA      | 19.5  | 21.8  | 15.6  | 13.8  | 12.5  |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。