

天味食品（603317.SH）

重建经营底盘，积极分红回馈股东

优于大市

核心观点

天味食品 2025 年实现营业总收入 34.49 亿元，同比减少 0.79%；实现归母净利润 5.70 亿元，同比减少 8.79%；实现扣非归母净利润 5.08 亿元，同比减少 10.22%。2025Q4 实现营业总收入 10.38 亿元，同比减少 6.69%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比减少 7.65%。

外延并购驱动线上高增，内生业务承压。分渠道看，2025 年公司线下/线上渠道收入 25.1/9.4 亿元，同比-12.8%/+56.9%，2025 年并表公司食萃/加点滋味的贡献 3.2/3.1 亿元，同比增长 14.5%/108.7%。分产品看，核心品类火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料收入分别为 12.3/17.7/2.9 亿元，同比-2.9%/-0.2%/-12.5%；香肠腊肉调料受春节较晚及天气影响销售节奏放缓；食萃、加点滋味分别对菜谱式调料带来 B、C 端贡献。

结构调整叠加减值，利润率短期承压。2025 年公司毛利率为 40.65%，同比提升 0.85pct，其中 Q4 毛利率 43.5%，同比/环比提升 2.7/3.1pct，主要得益于毛利率较高的菜谱式调料占比提升以及部分原材料成本下降。2025 年公司销售/管理费用率同比+1.3/-0.5pct 至 14.2%/4.9%，主因并表的加点滋味线上投入较高以及并购子公司薪酬增加。公司 2025 年归母净利率约 16.5%，同比下滑 1.5pct，预计一方面加点滋味净利率低于整体，另一方面销售费用上升对冲毛利率改善；此外联营企业墨比优创减值亦有影响。

继续完善渠道布局，分红率达到 105%。公司复调保持并购节奏，加点滋味、食萃、一品味享对于全渠道布局产生协同。前期渠道去库存、发货节奏调整对短期报表造成扰动，从报表看已逐步消化，前期积累有望为后续增长重建经营底盘。2025 年公司积极回馈股东，现金分红和回购金额合计 5.98 亿元，占归母净利润的 105.03%。

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：由于公司并购线上渠道投入较多，我们上调此前对于销售费用的预测；公司全渠道布局逐渐完善，小幅上调 2027 年盈利预测。我们预计 2026-2027 年公司实现营业总收入 38.6/42.1 亿元（前预测值为 38.6/41.6 亿元）并引入 2028 年预测 44.5 亿元，2026-2028 年同比 11.8%/9.2%/5.6%；预计 2026-2027 年公司实现归母净利润 6.8/7.7 亿元（前预测值为 6.9/7.5 亿元）并引入 2028 年预测 8.2 亿元，2026-2028 年同比 18.9%/13.7%/6.6%；预计 2026-2028 年实现 EPS0.64/0.72/0.77 元；当前股价对应 PE 分别为 19.4/17.1/16.0 倍。维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,476	3,449	3,856	4,212	4,447
(+/-%)	10.4%	-0.8%	11.8%	9.2%	5.6%
净利润(百万元)	625	570	677	770	821
(+/-%)	36.8%	-8.8%	18.9%	13.7%	6.6%
每股收益(元)	0.59	0.54	0.64	0.72	0.77
EBIT Margin	19.4%	19.5%	20.0%	21.0%	21.4%
净资产收益率(ROE)	13.7%	12.5%	15.0%	17.2%	18.5%
市盈率(PE)	21.1	23.1	19.4	17.1	16.0
EV/EBITDA	18.8	18.4	15.5	13.8	13.0
市净率(PB)	2.88	2.90	2.92	2.94	2.96

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	12.35 元
总市值/流通市值	13149/13149 百万元
52 周最高价/最低价	14.93/10.50 元
近 3 个月日均成交额	114.83 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）-外延并购持续驱动，切入即食酱赛道》——2025-11-03
- 《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 2025 年实现营业总收入 34.49 亿元，同比减少 0.79%；实现归母净利润 5.70 亿元，同比减少 8.79%；实现扣非归母净利润 5.08 亿元，同比减少 10.22%。2025Q4 实现营业总收入 10.38 亿元，同比减少 6.69%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比减少 7.65%。

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

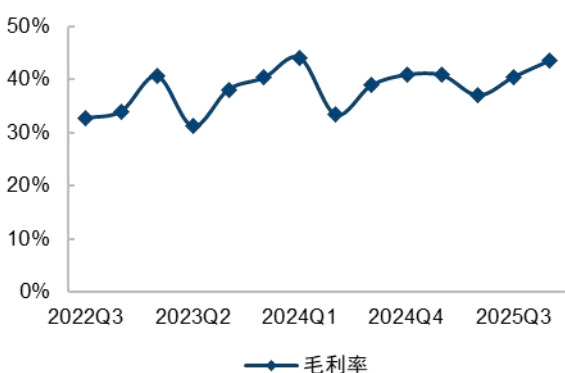


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

外延并购驱动线上高增，内生业务承压。分渠道看，2025 年公司线下/线上渠道收入 25.1/9.4 亿元，同比-12.8%/+56.9%，2025 年并表公司食萃/加点滋味的贡献 3.2/3.1 亿元，同比增长 14.5%/108.7%。分产品看，核心品类火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料收入分别为 12.3/17.7/2.9 亿元，同比-2.9%/-0.2%/-12.5%；香肠腊肉调料受春节较晚及天气影响销售节奏放缓；食萃、加点滋味分别对菜谱式调料带来 B、C 端贡献。

结构调整叠加减值，利润率短期承压。2025 年公司毛利率为 40.65%，同比提升 0.85pct，其中 Q4 毛利率 43.5%，同比/环比提升 2.7/3.1pct，主要得益于毛利率较高的菜谱式调料占比提升以及部分原材料成本下降。2025 年公司销售/管理费用率同比+1.3/-0.5pct 至 14.2%/4.9%，主因并表的加点滋味线上投入较高以及并购子公司薪酬增加。公司 2025 年归母净利率约 16.5%，同比下滑 1.5pct，预计一方面加点滋味净利润率低于整体，另一方面销售费用上升对冲毛利率改善；此外联营企业墨比优创减值亦有影响。

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

继续完善渠道布局，分红率达到 105%。公司复调保持并购节奏，加点滋味、食萃、一品味享对于全渠道布局产生协同。前期渠道去库存、发货节奏调整对短期报表造成扰动，从报表看已逐步消化，前期积累有望为后续增长重建经营底盘。2025 年公司积极回馈股东，现金分红和回购金额合计 5.98 亿元，占归母净利润的 105.03%。

投资建议：由于公司并购线上渠道投入较多，我们上调此前对于销售费用的预测；公司全渠道布局逐渐完善，小幅上调 2027 年盈利预测。我们预计 2026-2027 年公司实现营业总收入 38.6/42.1 亿元（前预测值为 38.6/41.6 亿元）并引入 2028 年预测 44.5 亿元，2026-2028 年同比 11.8%/9.2%/5.6%；预计 2026-2027 年公司实现归母净利润 6.8/7.7 亿元（前预测值为 6.9/7.5 亿元）并引入 2028 年预测 8.2 亿元，2026-2028 年同比 18.9%/13.7%/6.6%；预计 2026-2028 年实现 EPS0.64/0.72/0.77 元；当前股价对应 PE 分别为 19.4/17.1/16.0 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		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3858	4156	-	3856	4212	4447	-2	56	-
收入同比增速%	11.9%	7.7%	-	11.8%	9.2%	5.6%	-0.1%	1.5%	-
毛利率%	40.0%	40.1%	-	41.2%	42.1%	42.3%	1.2%	2.0%	-
销售费用率%	13.5%	13.5%	-	14.2%	14.2%	14.2%	0.7%	0.7%	-
净利率%	18.0%	18.0%	-	17.6%	18.3%	18.5%	-0.4%	0.3%	-
归母净利润（百万元）	693	748	-	677	770	821	-16	22	-
归母净利润同比增速%	21.6%	7.9%	-	18.9%	13.7%	6.6%	-2.8%	5.8%	-
EPS（元）	0.65	0.70	-	0.64	0.72	0.77	-0.01	0.02	-

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（2026 年 3 月 13 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
603317.SH	天味食品	23.08	12.35	0.64	0.72	19.4	17.1	131	优于大市
603288.SH	海天味业	32.28	37.79	1.34	1.47	28.3	25.8	2,211	优于大市
603170.SH	宝立食品	21.80	13.71	0.75	0.85	18.3	16.2	55	优于大市
603027.SH	千禾味业	30.09	9.53	0.39	0.45	24.6	21.2	127	不适用

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：除天味食品外均为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	234	354	329	300	300	营业收入	3476	3449	3856	4212	4447
应收款项	126	116	135	148	154	营业成本	2093	2046	2268	2438	2564
存货净额	116	212	178	191	222	营业税金及附加	34	35	39	43	45
其他流动资产	537	470	429	564	566	销售费用	451	490	548	599	632
流动资产合计	3605	3819	3672	3803	3841	管理费用	186	168	188	201	208
固定资产	1121	1175	1153	1124	1088	研发费用	36	37	42	45	48
无形资产及其他	68	106	102	98	94	财务费用	(6)	(1)	0	0	0
投资性房地产	560	564	564	564	564	投资收益	76	81	79	80	79
长期股权投资	307	61	61	61	61	资产减值及公允价值变动	(0)	(31)	0	0	0
资产总计	5662	5726	5551	5649	5648	其他收入	(36)	(25)	(34)	(37)	(39)
短期借款及交易性金融负债	18	3	0	93	115	营业利润	757	736	857	975	1039
应付款项	642	551	389	399	393	营业外净收支	0	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	302	384	408	440	463	利润总额	758	735	856	974	1038
流动负债合计	962	939	797	933	971	所得税费用	113	132	141	160	171
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	20	33	39	44	47
其他长期负债	16	18	18	18	18	归属于母公司净利润	625	570	677	770	821
长期负债合计	16	18	18	18	18	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	978	956	815	951	989	净利润	625	570	677	770	821
少数股东权益	112	228	226	224	222	资产减值准备	(0)	30	(1)	(1)	(1)
股东权益	4572	4542	4511	4475	4437	折旧摊销	78	94	128	134	140
负债和股东权益总计	5662	5726	5551	5649	5648	公允价值变动损失	0	31	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(6)	(1)	0	0	0
每股收益	0.59	0.54	0.64	0.72	0.77	营运资本变动	(477)	1	(84)	(119)	(23)
每股红利	0.40	0.56	0.67	0.76	0.81	其它	7	(32)	(1)	(1)	(1)
每股净资产	4.29	4.27	4.24	4.20	4.17	经营活动现金流	232	693	720	783	936
ROIC	35.62%	29.21%	32%	36%	38%	资本开支	0	(136)	(100)	(100)	(100)
ROE	13.66%	12.54%	15%	17%	18%	其它投资现金流	8	(75)	67	0	0
毛利率	40%	41%	41%	42%	42%	投资活动现金流	12	35	(33)	(100)	(100)
EBIT Margin	19%	19%	20%	21%	21%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	22%	23%	24%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	10%	-1%	12%	9%	6%	支付股利、利息	(423)	(596)	(709)	(806)	(859)
净利润增长率	37%	-9%	19%	14%	7%	其它融资现金流	369	583	(3)	93	22
资产负债率	19%	21%	19%	21%	21%	融资活动现金流	(477)	(609)	(712)	(713)	(836)
股息率	3.2%	4.5%	5.4%	6.1%	6.5%	现金净变动	(233)	120	(24)	(29)	0
P/E	21.1	23.1	19.4	17.1	16.0	货币资金的期初余额	467	234	354	329	300
P/B	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0	货币资金的期末余额	234	354	329	300	300
EV/EBITDA	18.8	18.4	15.5	13.8	13.0	企业自由现金流	176	510	589	656	812
						权益自由现金流	550	1095	586	749	834

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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所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