



天味食品 (603317.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

并购持续赋能，25 年平稳收官

业绩简评

3月11日公司发布2025年报，25年实现营收34.49亿元，同比-0.79%；实现归母净利润5.70亿元，同比-8.79%；扣非归母净利润5.08亿元，同比-10.22%。其中，Q4实现营收10.38亿元，同比-6.69%；实现归母净利润1.78亿元，同比-7.65%；扣非归母净利润1.51亿元，同比-14.79%。拟每股派0.55元（含税），分红率105.03%。

经营分析

春节备货错期+同期高基数，Q4收入小幅下滑。分产品看，25年火锅调料/中式复调/香肠腊肉调料/其他收入分别为12.3/17.7/2.9/1.59亿元，分别同比-2.87%/-0.20%/-12.52%/+50.88%（其中25Q4分别同比-10.4%/-14.1%/+18.2%/+130.2%），Q4冬调实现大幅改善，主要系旺季叠加公司较早的铺市及资源投入。其他品类Q4实现翻倍增长，主要系并表一品味享（25年并表收入0.7亿元）。而火锅底料和中式复调下滑主要系备货错期+同期基数较高。分渠道看，25年线下/线上渠道实现收入25.1/9.4亿元，分别同比增加-12.76%/56.91%，线上高增长系主品牌持续投入资源，叠加食萃、加点滋味等外延并购品牌持续拓展新客群，实现较快的收入增长。其中食萃25年收入/利润分别为3.23/0.5亿元，同比+14.6%/17.1%。

并购赋能毛利率提升，费投加大对冲利好。25年/25Q4毛利率分别40.67%/43.52%，同比+0.89pct/+2.68pct，毛利率同比改善主要系，1）综合成本仍在下降；2）新工厂智能化降本增效；3）并表子公司毛利率较高，尤其是线上业务占比高的食萃、加点滋味等增速快。25年销售/管理费率分别+1.24pct/-0.47pct，其中销售费率上升较明显，系公司加大新品推广、渠道建设力度，而管理费率下降主要系股权激励费用冲回。最终25年/25Q4净利率分别为16.5%/17.1%，分别同比-1.45pct/-0.18pct。

内生+外延双轮驱动，看好业绩企稳修复。伴随着餐饮连锁化和家庭小型化趋势，复调行业渗透率持续提升，公司作为龙头主业有望充分受益。另外，我们看好公司收并购赋能战略，内外协同增效，提升经营效率，26年业绩有望重启增长。

盈利预测、估值与评级

预计公司26-28年归母净利润分别为6.6/7.4/8.1亿元，分别同比+16%/+11%/+10%，对应PE分别为20x/18x/16x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；收并购标的表现不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

市价（人民币）：12.73元

相关报告：

- 1.《天味食品公司点评：旺季加速铺市，Q3业绩超预期》，2025.10.30
- 2.《天味食品公司点评：Q2轻装上阵，恢复增长势能》，2025.8.28
- 3.《天味食品公司点评：旺季主业提速，并购持续赋能》，2025.3.28



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,476	3,449	3,951	4,363	4,766
营业收入增长率	10.41%	-0.79%	14.57%	10.41%	9.24%
归母净利润(百万元)	625	570	664	738	812
归母净利润增长率	36.77%	-8.79%	16.48%	11.16%	10.02%
摊薄每股收益(元)	0.586	0.535	0.623	0.693	0.762
每股经营性现金流净额	0.77	0.55	0.84	0.91	0.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.66%	12.54%	14.36%	15.49%	16.38%
P/E	22.75	23.40	20.43	18.37	16.70
P/B	3.11	2.93	2.93	2.85	2.74

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	3,149	3,476	3,449	3,951	4,363	4,766
增长率		10.4%	-0.8%	14.6%	10.4%	9.2%
主营业务成本	-1,956	-2,093	-2,046	-2,340	-2,574	-2,819
%销售收入	62.1%	60.2%	59.3%	59.2%	59.0%	59.1%
毛利	1,193	1,383	1,403	1,611	1,789	1,947
%销售收入	37.9%	39.8%	40.7%	40.8%	41.0%	40.9%
营业税金及附加	-29	-34	-35	-40	-44	-48
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-484	-451	-490	-565	-619	-667
%销售收入	15.4%	13.0%	14.2%	14.3%	14.2%	14.0%
管理费用	-198	-186	-168	-209	-227	-238
%销售收入	6.3%	5.3%	4.9%	5.3%	5.2%	5.0%
研发费用	-32	-36	-37	-43	-44	-48
%销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	450	676	672	753	855	946
%销售收入	14.3%	19.4%	19.5%	19.1%	19.6%	19.9%
财务费用	12	6	1	-2	-8	-1
%销售收入	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-2	-8	-27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	70	76	81	80	80	80
%税前利润	13.1%	10.1%	11.1%	9.6%	8.6%	7.8%
营业利润	534	757	736	836	928	1,022
营业利润率	17.0%	21.8%	21.3%	21.2%	21.3%	21.4%
营业外收支	1	0	-1	1	1	1
税前利润	536	758	735	837	929	1,023
利润率	17.0%	21.8%	21.3%	21.2%	21.3%	21.5%
所得税	-70	-113	-132	-126	-139	-153
所得税率	13.1%	14.9%	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	466	645	603	712	790	870
少数股东损益	9	20	33	48	52	58
归属于母公司的净利润	457	625	570	664	738	812
净利率	14.5%	18.0%	16.5%	16.8%	16.9%	17.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	466	645	603	712	790	870
少数股东损益	9	20	33	48	52	58
非现金支出	67	95	135	91	100	108
非经营收益	-66	-70	-75	-73	-54	-56
营运资金变动	136	150	-75	162	130	97
经营活动现金净流	603	820	588	891	965	1,019
资本开支	-94	-153	-106	-219	-205	-149
投资	-303	-556	232	-100	-100	-100
其他	61	87	83	80	80	80
投资活动现金净流	-336	-622	210	-239	-225	-169
股权募资	8	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	-35	401	-39	-133
其他	-253	-435	-642	-599	-622	-638
筹资活动现金净流	-245	-435	-677	-198	-661	-771
现金净流量	22	-236	120	455	79	80

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	467	234	354	808	887	966
应收账款	33	127	116	78	74	81
存货	159	116	212	154	162	178
其他流动资产	2,736	3,128	3,138	3,191	3,291	3,393
流动资产	3,394	3,605	3,819	4,231	4,414	4,618
%总资产	64.4%	63.7%	66.7%	67.5%	67.3%	67.9%
长期投资	411	407	144	144	144	144
固定资产	1,072	1,121	1,175	1,220	1,295	1,312
%总资产	20.3%	19.8%	20.5%	19.5%	19.8%	19.3%
无形资产	341	480	554	593	624	644
非流动资产	1,879	2,057	1,907	2,036	2,141	2,178
%总资产	35.6%	36.3%	33.3%	32.5%	32.7%	32.1%
资产总计	5,274	5,662	5,726	6,267	6,555	6,796
短期借款	0	18	3	410	371	238
应付账款	629	722	688	736	830	924
其他流动负债	238	222	247	203	236	258
流动负债	866	962	939	1,348	1,437	1,419
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	16	18	23	29	36
负债	872	978	956	1,371	1,466	1,455
普通股股东权益	4,327	4,572	4,542	4,620	4,761	4,955
其中：股本	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065
未分配利润	1,440	1,582	1,514	1,592	1,734	1,928
少数股东权益	74	112	228	276	328	386
负债股东权益合计	5,274	5,662	5,726	6,267	6,555	6,796

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.429	0.586	0.535	0.623	0.693	0.762
每股净资产	4.061	4.293	4.266	4.339	4.472	4.654
每股经营现金净流	0.566	0.770	0.552	0.837	0.906	0.957
每股股利	0.050	0.320	0.400	0.550	0.560	0.580
回报率						
净资产收益率	10.55%	13.66%	12.54%	14.36%	15.49%	16.38%
总资产收益率	8.66%	11.03%	9.95%	10.59%	11.25%	11.94%
投入资本收益率	8.89%	12.21%	11.54%	12.07%	13.31%	14.41%
增长率						
主营业务收入增长率	17.0%	10.4%	-0.8%	14.6%	10.4%	9.2%
EBIT 增长率	37.1%	50.1%	-0.5%	12.1%	13.6%	10.6%
净利润增长率	33.7%	36.8%	-8.8%	16.5%	11.2%	10.0%
总资产增长率	9.4%	7.4%	1.1%	9.4%	4.6%	3.7%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	7.2	11.7	6.0	5.0	5.0
存货周转天数	28.5	24.0	29.2	24.0	23.0	23.0
应付账款周转天数	87.8	103.8	106.1	100.0	103.0	105.0
固定资产周转天数	120.8	116.9	124.4	109.9	104.1	95.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.7%	-60.0%	-63.3%	-64.7%	-66.5%	-69.2%
EBIT 利息保障倍数	-38.9	-115.9	-916.1	408.8	102.0	867.6
资产负债率	16.54%	17.27%	16.70%	21.88%	22.37%	21.41%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	8	11	31
增持	0	0	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.31	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-03-28	买入	12.40	N/A
2	2024-04-26	买入	13.47	N/A
3	2024-08-30	买入	9.92	N/A
4	2024-10-25	买入	13.90	N/A
5	2025-03-28	买入	13.56	N/A
6	2025-08-28	买入	12.37	N/A
7	2025-10-30	买入	11.40	N/A

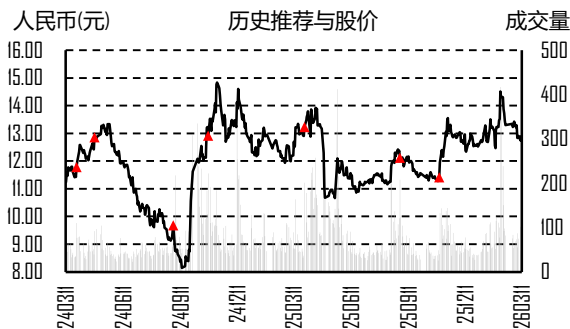
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究