

## 25Q2 收入端改善，盈利能力明显提升

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年中报，上半年实现营收 13.9 亿元，同比-5.2%，实现归母净利润 1.9 亿元，同比-23%，实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比-22.6%；其中 25Q2 实现营收 7.5 亿元，同比+21.9%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比+62.7%，实现扣非归母净利润 1.1 亿元，同比+77.2%。
- **菜谱式增速稳健，线上渠道实现高增。**分产品看，25Q2 火锅底料/中式调料/其他业务收入增速分别为+29%/+17.8%/+10.2%；火锅底料业务 Q2 实现高增主要系 Q1 公司主动消化渠道库存，叠加厚火锅性价比新品表现良好；菜谱式调料实现稳健增长。分渠道看，25Q2 线上/线下渠道实现收入 2.0/5.4 亿元，同比+66.7%/+9.5%；得益于食萃持续高增以及加点滋味并表贡献，线上渠道 Q2 实现高速增长。25H1 食萃食品实现营收 1.4 亿元，同比+20.5%；加点滋味实现营收 1.3 亿元。分区域看，25Q2 东/南/西/北/中部区域收入增速分别为+52.1%/+22.1%/+24.5%/+8.2%/-8.6%；除中部区域有所承压外，其他区域收入均实现较好增长。
- **产品结构改善+成本下行，带动 Q2 盈利能力明显提升。**25H1 公司毛利率为 38.7%，同比-0.9pp；其中 25Q2 毛利率为 37%，同比+3.6pp。Q2 毛利率提升主要系部分原材料价格下行，叠加 C 端高毛利产品占比增加所致。费用方面，25Q2 销售费用率同比减少 0.7pp 至 10%，主要由于公司淡季积极收缩渠道费用投入；管理费用率同比-0.8pp 至 6%。综合来看，25Q2 公司净利率同比增长 4pp 至 16.4%；此外 25H1 食萃食品及加点滋味净利率分别为 17.1%/5.3%。
- **主业聚焦大单品打造，并表业务值得期待。**1) 产品端：公司坚持贯彻大单品战略，手工火锅、不辣汤、酸菜鱼三大战略品类采用项目经理统筹制，大幅提升管理效率；同时品牌投资聚焦厚火锅和鲜汤料两大新品，带动整体品牌认知提升。2) 渠道端：公司将深化经销战略联盟建设与优商扶商政策，提升渠道精细化运营能力。大 B 方面，公司持续加强对连锁餐饮客户拓展力度。且收购食萃及加点滋味有助于公司小 B 及线上 C 端渠道份额持续提升，并表业务有望成为贡献收入增量的关键来源。3) 展望未来，在新产品与新渠道的带动下，预计后续收入端有望实现良好增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.61 元、0.68 元、0.75 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、18 倍、16 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         | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 3476.25 | 3730.74 | 4087.73 | 4415.41 |
| 增长率           | 10.41%  | 7.32%   | 9.57%   | 8.02%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 624.64  | 652.09  | 726.81  | 800.35  |
| 增长率           | 36.77%  | 4.40%   | 11.46%  | 10.12%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.59    | 0.61    | 0.68    | 0.75    |
| 净资产收益率 ROE    | 13.76%  | 13.74%  | 14.62%  | 15.36%  |
| PE            | 21      | 20      | 18      | 16      |
| PB            | 2.74    | 2.62    | 2.50    | 2.39    |

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：zhz@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) | 8.56-15.58 |
| 总市值(亿元)      | 128.33     |
| 总资产(亿元)      | 51.39      |
| 每股净资产(元)     | 3.92       |

### 相关研究

1. 天味食品（603317）：24 年顺利收官，盈利能力持续改善（2025-03-31）
2. 天味食品（603317）：费用优化叠加成本下行，Q3 盈利能力显著提升（2024-10-29）

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元）      | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 现金流量表（百万元）        | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 3476.25        | 3730.74        | 4087.73        | 4415.41        | 净利润               | 644.73         | 673.07         | 750.19         | 826.10         |
| 营业成本          | 2093.37        | 2277.68        | 2438.66        | 2645.19        | 折旧与摊销             | 78.55          | 107.56         | 110.25         | 114.99         |
| 营业税金及附加       | 34.34          | 35.07          | 38.83          | 41.95          | 财务费用              | -5.83          | 12.09          | 22.23          | 18.33          |
| 销售费用          | 451.29         | 485.00         | 551.84         | 574.00         | 资产减值损失            | -0.39          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 185.66         | 205.19         | 233.00         | 242.85         | 经营营运资本变动          | -382.29        | 233.37         | -18.70         | 3.73           |
| 财务费用          | -5.83          | 12.09          | 22.23          | 18.33          | 其他                | 485.56         | -74.19         | -70.54         | -71.32         |
| 资产减值损失        | -0.39          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>820.34</b>  | <b>951.90</b>  | <b>793.42</b>  | <b>891.83</b>  |
| 投资收益          | 76.48          | 70.63          | 72.48          | 72.53          | 资本支出              | -177.51        | -50.00         | -100.00        | -100.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -444.20        | 57.63          | 57.48          | 57.53          |
| 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>-621.71</b> | <b>7.63</b>    | <b>-42.52</b>  | <b>-42.47</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>757.45</b>  | <b>786.35</b>  | <b>875.65</b>  | <b>965.62</b>  | 短期借款              | 5.01           | 780.33         | -70.21         | -123.92        |
| 其他非经营损益       | 0.26           | 0.15           | 0.34           | 0.26           | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>757.71</b>  | <b>786.50</b>  | <b>875.99</b>  | <b>965.89</b>  | 股权融资              | -62.28         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 112.98         | 113.43         | 125.80         | 139.79         | 支付股利              | -423.01        | -458.29        | -517.67        | -578.45        |
| 净利润           | 644.73         | 673.07         | 750.19         | 826.10         | 其他                | 45.40          | -22.99         | -20.23         | -15.93         |
| 少数股东损益        | 20.09          | 20.98          | 23.38          | 25.75          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-434.88</b> | <b>299.04</b>  | <b>-608.11</b> | <b>-718.29</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 624.64         | 652.09         | 726.81         | 800.35         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-236.25</b> | <b>1258.58</b> | <b>142.80</b>  | <b>131.07</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 财务分析指标            | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
| 货币资金          | 233.72         | 1492.30        | 1635.09        | 1766.16        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 139.40         | 102.19         | 119.93         | 134.53         | 销售收入增长率           | 10.41%         | 7.32%          | 9.57%          | 8.02%          |
| 存货            | 115.74         | 156.33         | 161.79         | 172.71         | 营业利润增长率           | 41.72%         | 3.82%          | 11.36%         | 10.27%         |
| 其他流动资产        | 3115.83        | 2869.37        | 2945.61        | 3000.39        | 净利润增长率            | 38.50%         | 4.40%          | 11.46%         | 10.12%         |
| 长期股权投资        | 307.14         | 307.14         | 307.14         | 307.14         | EBITDA 增长率        | 41.12%         | 9.13%          | 11.27%         | 9.01%          |
| 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     | 1121.40        | 1067.16        | 1060.23        | 1048.57        | 毛利率               | 39.78%         | 38.95%         | 40.34%         | 40.09%         |
| 无形资产和开发支出     | 478.56         | 475.37         | 472.18         | 468.99         | 三费率               | 18.16%         | 18.82%         | 19.74%         | 18.92%         |
| 其他非流动资产       | 149.73         | 162.60         | 177.46         | 192.33         | 净利率               | 18.55%         | 18.04%         | 18.35%         | 18.71%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>5661.51</b> | <b>6632.45</b> | <b>6879.45</b> | <b>7090.81</b> | ROE               | 13.76%         | 13.74%         | 14.62%         | 15.36%         |
| 短期借款          | 5.01           | 785.34         | 715.12         | 591.21         | ROA               | 11.39%         | 10.15%         | 10.90%         | 11.65%         |
| 应付和预收款项       | 798.23         | 810.06         | 891.86         | 965.87         | ROIC              | 25.90%         | 25.15%         | 28.51%         | 29.79%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 23.88%         | 24.28%         | 24.66%         | 24.89%         |
| 其他负债          | 174.43         | 138.43         | 141.31         | 154.93         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>977.66</b>  | <b>1733.82</b> | <b>1748.30</b> | <b>1712.01</b> | 总资产周转率            | 0.64           | 0.61           | 0.61           | 0.63           |
| 股本            | 1065.08        | 1065.00        | 1065.00        | 1065.00        | 固定资产周转率           | 3.22           | 3.49           | 4.08           | 4.61           |
| 资本公积          | 1635.46        | 1635.55        | 1635.55        | 1635.55        | 应收账款周转率           | 48.43          | 37.09          | 47.04          | 43.28          |
| 留存收益          | 1937.33        | 2131.14        | 2340.28        | 2562.18        | 存货周转率             | 15.17          | 16.68          | 15.28          | 15.77          |
| 归属母公司股东权益     | 4572.24        | 4766.04        | 4975.18        | 5197.09        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.01%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 111.61         | 132.59         | 155.97         | 181.72         | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>4683.85</b> | <b>4898.63</b> | <b>5131.15</b> | <b>5378.80</b> | 资产负债率             | 17.27%         | 26.14%         | 25.41%         | 24.14%         |
| 负债和股东权益合计     | 5661.51        | 6632.45        | 6879.45        | 7090.81        | 带息债务/总负债          | 0.51%          | 45.30%         | 40.90%         | 34.53%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 3.75           | 2.69           | 2.81           | 3.00           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 3.63           | 2.60           | 2.72           | 2.90           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 67.72%         | 70.28%         | 71.22%         | 72.27%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.59           | 0.61           | 0.68           | 0.75           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 4.40           | 4.60           | 4.82           | 5.05           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.77           | 0.89           | 0.75           | 0.84           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.40           | 0.43           | 0.49           | 0.54           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 830.17         | 906.00         | 1008.12        | 1098.95        |                   |                |                |                |                |
| PE            | 20.55          | 19.68          | 17.66          | 16.03          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 2.74           | 2.62           | 2.50           | 2.39           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 3.69           | 3.44           | 3.14           | 2.91           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 11.90          | 10.35          | 9.07           | 8.08           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 3.30%          | 3.57%          | 4.03%          | 4.51%          |                   |                |                |                |                |

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。

本报告及附录版权为西南证券所  
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。

## 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、<br>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    |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售岗                     | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 蒋宇洁 | 销售岗                     | 15905851569  | 15905851569 | jjy@swsc.com.c       |
|    | 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                  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 销售岗                     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售岗                     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |

|    |     |     |             |             |                    |
|----|-----|-----|-------------|-------------|--------------------|
|    | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com   |
|    | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
|    | 杨举  | 销售岗 | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| 广深 | 唐茜露 | 销售岗 | 18680348593 | 18680348593 | tdl@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    |