

盈利能力明显改善，持续关注变革节奏

—— 2024 年报点评

2025 年 4 月 9 日

核心观点

- 事件：**公司发布公告，2024 年营收 55.2 亿元，同比+7.4%；归母净利润 8.9 亿元，同比-47.4%；扣非归母净利润 6.7 亿元，同比+28.0%，处于此前预告中枢位置。其中 24Q4 营收 15.7 亿元，同比+32.6%；归母净利润 3.2 亿元，同比-89.3%；扣非归母净利润 1.2 亿元，同比+93.9%。此外，公司 2024 年分红比例约 48%（现金分红+回购）。
- Q4 主业改善叠加征地收入确认，推动全年收入实现稳健增长。分经营主体来看，**24 全年美味鲜收入同比+2.9%，其中 24Q4 同比+11.0%，环比 Q2 与 Q3 改善，主要系低基数与需求稳步复苏；24 全年母公司收入同比+56.7%，得益于征地收入确认。**分品类，**24 全年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入同比-1.5%/+0.2%/+27.0%/-11.9%，食用油实现高速增长。**分渠道，**24 全年分销/直销渠道收入同比-1.0%/+26.4%，直销渠道快速增长预计得益于开拓部分团体企业客户；经销商数量 2554 家，环比+22.5%，新增经销商主要集中在北部与中西部地区。**分区域，**24 全年东部/南部/中西部/北部收入分别同比+6.0%/+0.02%/-6.7%/-1.0%，核心优势市场表现稳健。
- 成本下降叠加效率优化，主业盈利能力同比改善。**24 全年归母净利率 16.2%，同比-16.8pcts，主要因工业联合案件撤诉冲回预计负债影响，实际上扣非归母净利率同比+2.0pcts，反映盈利能力仍在改善，其中美味鲜归母净利率同比+2.6pcts。具体拆分来看，24 全年公司整体毛利率 39.8%，同比+7.1pcts，得益于原物料成本下降以及生产运输效率提升。销售费用率 9.1%，同比+0.2pcts，主要系营销变革需要费用投入；管理费用率 6.9%，同比-0.4pcts，主要系征地款增加导致收入基数较大。
- 内部变革仍需时间，业绩红利有望持续释放。**短期来看，我们认为 2024 年公司产品梳理与内部提效已取得一定成果，为此后变革工作奠定较好基础，2025 年在主业低基数的背景下预计收入端有所改善，而产品结构优化+原料价格下降有望对冲销售费用的压力，利润端亦有望保持弹性；此外，考虑到厨邦少数股权收回，亦有望为上市公司归母利润提供增量。长期来看，2026 年美味鲜营收目标 100 亿元，营业利润目标 15 亿元，通过构建“精细营销、持续创新、精益运营”三大能力，以内涵+外延双轮驱动业绩高增，致力成为中国最好的调味品公司，力争进入世界调味品领先行列。
- 投资建议：**根据公告调整盈利预测，预计 2025~2027 年收入分别为 60.8/68.2/76.6 亿元，同比+10.1%/12.2%/12.4%，归母净利润分别为 10.5/11.8/13.4 亿元，同比+17.5%/12.9%/13.0%，PE 为 15/13/12X。考虑到公司 25 年估值明显低于调味品可比公司平均水平 24X，并且未来业绩改善空间较大，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**需求持续下行的风险，竞争加剧的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5518.76	6076.15	6817.44	7659.40
收入增长率%	7.39	10.10	12.20	12.35
归母净利润(百万元)	893.07	1048.94	1184.34	1338.77
利润增速%	-47.37	17.45	12.91	13.04
摊薄 EPS(元)	1.14	1.34	1.51	1.71
PE	17.44	14.85	13.15	11.64
PB	2.77	2.34	1.99	1.70

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中炬高新 (600872.SH)

推荐 维持

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

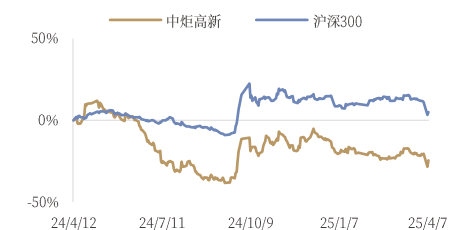
市场数据

2025-4-8

股票代码	600872
A 股收盘价(元)	19.89
上证指数	3145.55
总股本(万股)	78,322
实际流通 A 股(万股)	77,099
流通 A 股市值(亿元)	153

相对沪深 300 表现图

2025-4-8



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食饮】公司点评_中炬高新_24Q1 业绩显著改善，变革红利或持续释放

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5195.39	6073.92	7432.79	8982.56
现金	692.60	1777.10	2922.45	4230.06
应收账款	415.69	67.51	75.75	85.10
其它应收款	9.33	17.75	19.91	22.37
预付账款	26.20	20.40	22.85	25.63
存货	1531.01	1670.59	1871.25	2098.81
其他	2520.57	2520.57	2520.57	2520.57
非流动资产	3041.47	3054.78	3055.10	3042.44
长期投资	3.64	3.64	3.64	3.64
固定资产	2004.31	2073.25	2129.20	2172.18
无形资产	169.08	161.34	153.60	145.86
其他	864.45	816.55	768.66	720.76
资产总计	8236.86	9128.70	10487.89	12024.99
流动负债	2243.76	2086.66	2261.50	2459.84
短期借款	620.00	620.00	620.00	620.00
应付账款	515.96	591.63	662.69	743.28
其他	1107.81	875.03	978.81	1096.55
非流动负债	223.05	223.05	223.05	223.05
长期借款	50.05	50.05	50.05	50.05
其他	173.00	173.00	173.00	173.00
负债合计	2466.81	2309.71	2484.55	2682.89
少数股东权益	156.03	156.03	156.03	156.03
归属母公司股东权益	5614.02	6662.96	7847.31	9186.08
负债和股东权益	8236.86	9128.70	10487.89	12024.99

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1087.76	1251.12	1304.56	1458.40
净利润	959.02	1048.94	1184.34	1338.77
折旧摊销	189.79	197.49	210.47	223.45
财务费用	9.62	16.59	16.59	16.59
投资损失	-56.64	-60.76	-68.17	-76.59
营运资金变动	-248.98	48.86	-38.67	-43.82
其它	234.96	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-1239.16	-150.03	-142.62	-134.20
资本支出	-282.18	-210.79	-210.79	-210.79
长期投资	-978.58	0.00	0.00	0.00
其他	21.60	60.76	68.17	76.59
筹资活动现金流	338.13	-16.59	-16.59	-16.59
短期借款	520.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	50.05	0.00	0.00	0.00
其他	-231.92	-16.59	-16.59	-16.59
现金净增加额	186.74	1084.50	1145.35	1307.61

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5518.76	6076.15	6817.44	7659.40
营业成本	3323.35	3615.31	4049.56	4542.02
营业税金及附加	58.21	66.84	74.99	84.25
营业费用	504.47	607.62	681.74	765.94
管理费用	381.70	419.25	470.40	528.50
财务费用	5.71	16.59	16.59	16.59
资产减值损失	-5.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	56.64	60.76	68.17	76.59
营业利润	1146.95	1247.25	1408.25	1591.88
营业外收入	2.69	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	1140.29	1247.25	1408.25	1591.88
所得税	181.27	198.31	223.91	253.11
净利润	959.02	1048.94	1184.34	1338.77
少数股东损益	65.95	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	893.07	1048.94	1184.34	1338.77
EBITDA	1282.33	1461.33	1635.32	1831.93
EPS (元)	1.14	1.34	1.51	1.71

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7.39%	10.10%	12.20%	12.35%
营业利润	81.24%	8.75%	12.91%	13.04%
归属母公司净利润	-47.37%	17.45%	12.91%	13.04%
毛利率	39.78%	40.50%	40.60%	40.70%
净利率	16.18%	17.26%	17.37%	17.48%
ROE	15.91%	15.74%	15.09%	14.57%
ROIC	14.25%	14.18%	13.80%	13.50%
资产负债率	29.95%	25.30%	23.69%	22.31%
净负债比率	-0.27%	-16.13%	-28.05%	-38.03%
流动比率	2.32	2.91	3.29	3.65
速动比率	0.56	0.96	1.39	1.82
总资产周转率	0.74	0.70	0.70	0.68
应收账款周转率	22.48	25.15	95.17	95.23
应付账款周转率	6.27	6.53	6.46	6.46
每股收益	1.14	1.34	1.51	1.71
每股经营现金	1.39	1.60	1.67	1.86
每股净资产	7.17	8.51	10.02	11.73
P/E	17.44	14.85	13.15	11.64
P/B	2.77	2.34	1.99	1.70
EV/EBITDA	13.44	9.91	8.15	6.56
P/S	2.82	2.56	2.29	2.03

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn