

中炬高新 (600872.SH)

调味品业务恢复正增长，改革进程持续推进

2025 年 04 月 10 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

方一苇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

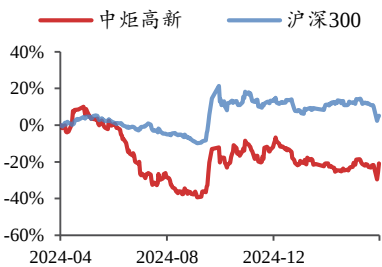
fangyiwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524030001

日期	2025/4/10
当前股价(元)	21.40
一年最高最低(元)	30.63/16.08
总市值(亿元)	167.61
流通市值(亿元)	164.99
总股本(亿股)	7.83
流通股本(亿股)	7.71
近 3 个月换手率(%)	80.32

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《营收表现短期承压，盈利能力同比改善——公司信息更新报告》-2024.10.28

《收入增长短期承压，改革进程持续推进——公司信息更新报告》-2024.8.12

《内部管理成效显现，2024Q1 利润表现超预期——公司信息更新报告》-2024.4.25

● 2024 年年报披露，收入略低预期，利润符合预期

公司披露 2024 年年报。2024 年公司营收/归母净利润 55.2/8.9 亿元（同比+7.4%/-47.4%），2024Q4 营收/归母净利润 15.7/3.2 亿元（同比+32.6%/-89.3%），利润大幅减少主要系 2023 年工业联合案件撤诉冲回预计提负债影响。2024 年美味鲜营收/净利润 50.8/7.8 亿元（同比+2.9%/+29.5%），收入略低预期，利润基本符合预期。考虑到公司改革效果及成本费用情况，我们新增 2027 年预测，并小幅调整 2025-2026 年归母净利润（原值 8.6/11.0 亿元），预计 2025-2027 归母净利润 9.5/10.2/11.6 亿元，当前股价对应 PE17.6/16.3/14.4 倍，维持“买入”评级。

● 调味品业务扭转下滑态势，经销商团队逐步扩充

2024 年美味鲜营收实现微增，分产品看，食用油营收同比+27.0%（销量同比+35.2%，主要系餐饮渠道开拓进展较好），酱油/鸡精鸡粉/其他产品营收均出现不同程度下滑（分别同比-1.5%/-0.2%/-11.9%）。2024 年公司对经销队伍优化扩充，截至 2024 年底经销商数量 2554 名（净增加 570 名）。分区域，东部/南部地区营收同比增长 6.0%/0.02%，中西部及北部地区营收同比下滑 6.7%/1.0%。

● 成本下降叠加生产效率提升，调味品盈利能力明显改善

美味鲜 2024 年净利率同比+3.1pct 至 15.3%，我们认为净利率提升主要系黄豆等原材料及部分包材价格下行带动毛利率同比+4.3pct 至 37.0%，同时公司生产效率提升，积极推进精细化管理。费用端，2024 年美味鲜销售/管理/研发/财务费用率分别为同比+0.8/0.2/-0.4/+0.2pct，销售费用主要是进行渠道改造、加大费用投入力度，促销推广费用增加；管理费用主要是确认股权激励等待期费用影响。

● 改革稳步推进，内生+外延有望共同支撑长期发展

公司改革持续推进，改革决心坚定，期望通过内生增长+外延并购共同支撑公司稳健发展。在品牌端，公司邀请谢霆锋代言人有望提升品牌形象。此外，公司积极重视产业并购机会，期望补齐产品空白及短板。

● 风险提示：原料价格波动风险、食品安全事件、改革进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,139	5,519	5,997	6,565	7,207
YOY(%)	-3.8	7.4	8.7	9.5	9.8
归母净利润(百万元)	1,697	893	946	1,019	1,157
YOY(%)	-386.5	-47.4	6.0	7.7	13.5
毛利率(%)	32.7	39.8	39.6	39.6	39.4
净利率(%)	33.0	16.2	15.8	15.5	16.1
ROE(%)	33.4	16.6	14.4	13.4	13.4
EPS(摊薄/元)	2.17	1.14	1.21	1.30	1.48
P/E(倍)	9.8	18.6	17.6	16.3	14.4
P/B(倍)	3.5	3.0	2.5	2.2	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3733	5195	6107	7252	8191
现金	500	693	1531	2367	3170
应收票据及应收账款	75	416	118	466	175
其他应收款	16	9	19	12	22
预付账款	15	26	18	30	23
存货	1618	1531	1901	1855	2280
其他流动资产	1508	2521	2521	2521	2521
非流动资产	2986	3041	3031	3044	3067
长期投资	4	4	4	4	3
固定资产	1906	2004	2020	2052	2092
无形资产	182	169	153	138	123
其他非流动资产	895	864	855	851	849
资产总计	6719	8237	9138	10296	11258
流动负债	1337	2244	2184	2470	2397
短期借款	100	620	663	620	620
应付票据及应付账款	544	538	641	650	771
其他流动负债	694	1086	880	1200	1006
非流动负债	181	223	213	203	193
长期借款	0	50	40	30	20
其他非流动负债	181	173	173	173	173
负债合计	1518	2467	2397	2673	2590
少数股东权益	496	156	180	180	180
股本	785	783	783	783	783
资本公积	3	424	424	424	424
留存收益	4501	4661	5509	6449	7493
归属母公司股东权益	4705	5614	6560	7443	8487
负债和股东权益	6719	8237	9138	10296	11258

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	842	1088	961	1206	1106
净利润	1737	959	971	1019	1157
折旧摊销	188	188	186	203	223
财务费用	-6	6	19	-5	-34
投资损失	-38	-57	-30	-30	-30
营运资金变动	-1090	-267	-183	20	-209
其他经营现金流	51	259	-1	-1	-2
投资活动现金流	-877	-1239	-144	-185	-214
资本支出	272	305	-11	14	23
长期投资	-642	-979	0	0	0
其他投资现金流	-1247	-1913	-154	-172	-191
筹资活动现金流	-5	338	-22	-142	-89
短期借款	100	520	0	0	0
长期借款	0	50	-10	-10	-10
普通股增加	0	-2	0	0	0
资本公积增加	0	420	0	0	0
其他筹资现金流	-105	-650	-12	-132	-79
现金净增加额	-40	187	795	879	803

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5139	5519	5997	6565	7207
营业成本	3458	3323	3622	3965	4365
营业税金及附加	61	58	63	69	76
营业费用	457	504	558	624	670
管理费用	377	382	438	512	541
研发费用	181	165	216	263	288
财务费用	-6	6	19	-5	-34
资产减值损失	-33	-5	0	0	0
其他收益	29	35	30	30	30
公允价值变动收益	0	3	1	1	2
投资净收益	38	57	30	30	30
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	633	1147	1142	1199	1363
营业外收入	1181	3	5	5	5
营业外支出	13	9	5	5	6
利润总额	1802	1140	1142	1199	1362
所得税	65	181	171	180	204
净利润	1737	959	971	1019	1157
少数股东损益	40	66	24	0	0
归属母公司净利润	1697	893	946	1019	1157
EBITDA	1981	1348	1335	1384	1540
EPS(元)	2.17	1.14	1.21	1.30	1.48

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.8	7.4	8.7	9.5	9.8
营业利润(%)	-10.3	81.2	-0.4	5.0	13.6
归属于母公司净利润(%)	-386.5	-47.4	6.0	7.7	13.5
获利能力					
毛利率(%)	32.7	39.8	39.6	39.6	39.4
净利率(%)	33.0	16.2	15.8	15.5	16.1
ROE(%)	33.4	16.6	14.4	13.4	13.4
ROIC(%)	35.3	15.3	13.3	12.3	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	22.6	29.9	26.2	26.0	23.0
净负债比率(%)	-6.0	1.0	-11.0	-21.4	-28.2
流动比率	2.8	2.3	2.8	2.9	3.4
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	81.5	22.5	22.5	22.5	22.5
应付账款周转率	5.3	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.17	1.14	1.21	1.30	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.39	1.23	1.54	1.41
每股净资产(最新摊薄)	6.01	7.17	8.38	9.50	10.84
估值比率					
P/E	9.8	18.6	17.6	16.3	14.4
P/B	3.5	3.0	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	8.4	12.4	11.9	10.9	9.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn