

Q4 营收提速，期待改革成效

2025 年 04 月 11 日

► **事件：**公司发布 2024 年年报，24 年实现营业收入 55.2 亿元，同比+7.4%；实现归母净利润 8.9 亿元，同比-47.4%；实现扣非净利润 6.7 亿元，同比+28.0%。单季度看，24Q4 实现营业收入 15.7 亿元，同比+32.6%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比-89.3%；实现扣非净利润 1.2 亿元，同比+94.0%。

► **Q4 营收环比提速、确认征地收入，全年收入增速 7.4%。**作为公司管理变革和转型升级的启动之年，24 年/24Q4 美味鲜分别实现营收 50.8/12.7 亿元，同比+2.9%/10.9%，Q4 在前值低基数、春节备货下营收环比进一步提速。产品方面，24 年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现营收 29.8/6.7/5.7/6.3 亿元，同比-1.5%/-0.2%/+27.0%/-11.9%。区域方面，24 年东部/南部/中西部/北部分别实现营收 11.8/20.3/10.1/6.3 亿元，同比+6.0%/+0.02%/-6.7%/-1.0%，截至 24 年底公司经销商数量净增 470 个至 2554 个，区县开发率达 75.35%，地级市开发率达 95.81%。渠道方面，24 年公司线上渠道实现收入 1.3 亿元，同比+37.1%，其中京东、猫超渠道分别实现增长 40%/12%。

► **成本下降、生产效率优化，推动全年盈利能力提升。**24 年公司实现毛利率 39.8%，同比+7.1pcts；美味鲜实现毛利率 37.0%，同比+4.3pcts，主因原料价格下降、生产效率提升。24Q4 公司毛利率同比+12.7pcts，主因征地增厚收入。费用端，24 年销售费用率 9.1%，同比+0.2pcts，主因进行渠道改造、加大费用投入力度，促销推广费用增加；管理费用率 6.9%，同比-0.4pcts，24 年确认股权激励等待期费用，但在收入端增厚下费率有所下降；研发费用率 3.0%，同比-0.5pcts；财务费用率 0.1%，同比+0.2pcts，24 年实现归母净利率 16.2%，同比-16.8pcts，主因 23 年转回预计负债推高利润基数；剔除看 24 年实现扣非净利率 12.2%，同比+2.0pcts，盈利能力同比优化。

► **改革稳步推进，看好后续利润弹性释放。**展望看，25 年公司稳步推进改革进程，传统渠道持续下沉、电商扩大曝光、餐饮定制输出与出口协同下实现渠道扩展，在 24 年主业收入相对低基数下，收入端有望延续改善；利润端持续提升生产效率、优化产品结构，叠加 24 年厨邦少数股东权益收回有望增厚 25 年利润，期待后续在内涵+外延双轮驱动下在战略规划期实现业绩提升。

► **投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 60.6/67.2/74.7 亿元，同比+9.7%/11.0%/11.2%；归母净利润分别为 10.5/11.7/13.2 亿元，同比+17.4%/11.7%/12.6%，当前股价对应当前股价对 P/E 分别为 16/14/13x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅上涨，改革推进不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,519	6,056	6,721	7,471
增长率 (%)	7.4	9.7	11.0	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	893	1,048	1,171	1,319
增长率 (%)	-47.4	17.4	11.7	12.6
每股收益 (元)	1.14	1.34	1.50	1.68
PE	19	16	14	13
PB	3.0	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.40 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

研究助理 范锡蒙

执业证书：S0100123090030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

1.中炬高新 (600872.SH) 2024 年三季报点评：改革稳步推进，经营环比改善-2024/10/27

2.中炬高新 (600872.SH) 2024 年中报点评：Q2 表现承压，期待改革成效-2024/08/09

3.中炬高新 (600872.SH) 2023 年业绩预告点评：诉讼和解增厚利润，改革蓄力中长期发展-2024/02/02

4.中炬高新 (600872.SH) 2023 年三季报点评：新管理层就位，主业稳健增长-2023/10/19

5.中炬高新 (600872.SH) 2023 年中报点评：主业稳健增长，关注治理改善节点-2023/09/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,519	6,056	6,721	7,471
营业成本	3,323	3,634	4,030	4,465
营业税金及附加	58	73	81	90
销售费用	504	545	605	672
管理费用	382	430	470	523
研发费用	165	182	202	224
EBIT	1,093	1,228	1,373	1,541
财务费用	6	6	8	9
资产减值损失	-5	-3	-4	0
投资收益	57	36	40	45
营业利润	1,147	1,255	1,401	1,578
营业外收支	-7	-7	-7	-7
利润总额	1,140	1,248	1,394	1,571
所得税	181	200	223	251
净利润	959	1,048	1,171	1,319
归属于母公司净利润	893	1,048	1,171	1,319
EBITDA	1,282	1,420	1,569	1,734

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	693	1,334	2,078	3,186
应收账款及票据	416	168	186	208
预付款项	26	22	24	27
存货	1,531	1,662	1,843	2,047
其他流动资产	2,530	2,556	2,559	2,541
流动资产合计	5,195	5,742	6,691	8,009
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2,004	2,004	2,004	2,004
无形资产	169	174	174	174
非流动资产合计	3,041	3,045	3,040	3,044
资产合计	8,237	8,787	9,731	11,053
短期借款	620	620	620	620
应付账款及票据	538	626	694	769
其他流动负债	1,086	826	916	1,272
流动负债合计	2,244	2,072	2,230	2,661
长期借款	50	50	50	50
其他长期负债	173	173	173	173
非流动负债合计	223	223	223	223
负债合计	2,467	2,295	2,453	2,884
股本	783	783	783	783
少数股东权益	156	156	156	156
股东权益合计	5,770	6,491	7,278	8,168
负债和股东权益合计	8,237	8,787	9,731	11,053

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.39	9.74	10.97	11.17
EBIT 增长率	80.56	12.43	11.79	12.24
净利润增长率	-47.37	17.40	11.72	12.63
盈利能力 (%)				
毛利率	39.78	39.99	40.04	40.23
净利率	16.18	17.31	17.43	17.66
总资产收益率 ROA	10.84	11.93	12.04	11.94
净资产收益率 ROE	15.91	16.55	16.45	16.47
偿债能力				
流动比率	2.32	2.77	3.00	3.01
速动比率	0.56	0.81	1.09	1.33
现金比率	0.31	0.64	0.93	1.20
资产负债率 (%)	29.95	26.12	25.21	26.10
经营效率				
应收账款周转天数	16.01	17.35	9.49	9.49
存货周转天数	170.56	158.16	156.59	156.80
总资产周转率	0.74	0.71	0.73	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.34	1.50	1.68
每股净资产	7.17	8.09	9.09	10.23
每股经营现金流	1.39	1.48	1.67	2.20
每股股利	0.42	0.49	0.55	0.62
估值分析				
PE	19	16	14	13
PB	3.0	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	13.06	11.79	10.67	9.66
股息收益率 (%)	1.96	2.29	2.56	2.88

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	959	1,048	1,171	1,319
折旧和摊销	190	192	196	193
营运资金变动	-249	-80	-52	222
经营活动现金流	1,088	1,160	1,311	1,721
资本开支	-282	-200	-197	-201
投资	-979	0	0	0
投资活动现金流	-1,239	-163	-157	-156
股权募资	0	0	0	0
债务募资	563	0	0	0
筹资活动现金流	338	-354	-411	-456
现金净流量	187	642	743	1,109

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048