



中炬高新 (600872.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入阶段性承压，利润率持续改善

业绩简评

4月29日公司发布一季报，25Q1实现营收11.02亿元，同比-25.81%；实现归母净利润1.81亿元，同比-24.24%；扣非归母净利润1.80亿元，同比-23.87%。其中美味鲜子公司Q1实现营业收入10.82亿元，同比-25.94%；实现归母净利润1.77亿元，同比-27.61%，业绩低于预期。

经营分析

外部竞争加剧，内部严控价盘，收入阶段性承压。调味品业务依旧承压，主要系春节错期扰动（24Q4+25Q1收入基本持平）以及公司主动优化库存、持续修复终端价盘。分品类，其中酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入6.5/1.3/0.5/2.0亿元，同比-31.6%/-28.6%/-50.0%/-6.9%。分区域，25Q1公司东部/南部/中西部/北部/地区收入分别同比-47.7%/-19.6%/-29.1%/-18.7%。报告期内，公司经销商数量净增长118家至2672家。

内部挖潜提效，利润率持续改善。公司毛利率/净利率分别为38.73%/16.44%，同比+1.75pct/+0.34pct，毛利率持续改善系成本下行叠加公司主动优化供应链。Q1期间费率小幅增长，主要系规模效应减弱及公司聘请新代言人。销售/管理/研发/财务费率分别为8.62%/8.07%/2.86%/0.35%，同比+0.89pct/+1.71pct/-0.01pct/+0.45pct。我们预计随着供应链、组织架构、产品结构等持续优化，净利率仍有提升空间。

改革过程逐个纠偏，利润端成效已经体现，期待后续收入端提速。公司坚定改革方向，并在此过程中不断纠偏，对成本、费用管控更加严格，同时结合市场需求变化推陈出新。期待公司后续通过开发专门经销商进行餐饮渠道扩张、加快收并购项目互补赋能，中长期向着股权激励目标迈进。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司Q1收入不及预期，我们下调25-27年业绩11%/7%/7%，预计25-27年公司归母净利分别为9.4/10.9/12.2亿元，同比+5%/+16%/+12%，对应PE为17x/14x/13x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；市场竞争加剧风险；内部改革不及预期风险

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)：19.77 元

相关报告：

- 《中炬高新公司点评：改革逐步理顺，全年稳健增长》，2025.4.9
- 《中炬高新公司点评：坚定改革方向，Q3 调整见效》，2024.10.26
- 《中炬高新公司点评：短期经营承压，期待治理成效》，2024.8.9



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,139	5,519	5,848	6,566	7,372
营业收入增长率	-3.78%	7.39%	5.97%	12.27%	12.28%
归母净利润(百万元)	1,697	893	938	1,090	1,223
归母净利润增长率	-386.5%	-47.37%	5.03%	16.22%	12.21%
摊薄每股收益(元)	2.161	1.140	1.198	1.392	1.562
每股经营性现金流净额	1.29	1.39	0.32	1.05	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.07%	15.91%	14.92%	15.52%	15.65%
P/E	NA	19.31	16.51	14.20	12.66
P/B	4.69	3.07	2.46	2.20	1.98

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,341	5,139	5,519	5,848	6,566	7,372
增长率		-3.8%	7.4%	6.0%	12.3%	12.3%
主营业务成本	-3,648	-3,458	-3,323	-3,595	-4,012	-4,519
%销售收入	68.3%	67.3%	60.2%	61.5%	61.1%	61.3%
毛利	1,693	1,681	2,195	2,253	2,554	2,853
%销售收入	31.7%	32.7%	39.8%	38.5%	38.9%	38.7%
营业税金及附加	-88	-61	-58	-58	-66	-74
%销售收入	1.7%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-473	-457	-504	-532	-584	-656
%销售收入	8.9%	8.9%	9.1%	9.1%	8.9%	8.9%
管理费用	-324	-377	-382	-404	-446	-487
%销售收入	6.1%	7.3%	6.9%	6.9%	6.8%	6.6%
研发费用	-179	-181	-165	-187	-197	-221
%销售收入	3.3%	3.5%	3.0%	3.2%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	630	605	1,086	1,072	1,261	1,415
%销售收入	11.8%	11.8%	19.7%	18.3%	19.2%	19.2%
财务费用	4	6	-6	-38	-45	-36
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.6%	0.7%	0.5%
资产减值损失	0	-46	-28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0
投资收益	32	38	57	50	45	45
%税前利润	-6.8%	2.1%	5.0%	4.5%	3.5%	3.1%
营业利润	706	633	1,147	1,119	1,301	1,459
营业利润率	13.2%	12.3%	20.8%	19.1%	19.8%	19.8%
营业外收支	-1,180	1,169	-7	0	0	0
税前利润	-474	1,802	1,140	1,119	1,301	1,459
利润率	n.a	35.1%	20.7%	19.1%	19.8%	19.8%
所得税	-80	-65	-181	-179	-208	-233
所得税率	n.a	3.6%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	-555	1,737	959	940	1,093	1,226
少数股东损益	38	40	66	2	3	3
归属于母公司的净利润	-592	1,697	893	938	1,090	1,223
净利率	n.a	33.0%	16.2%	16.0%	16.6%	16.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-555	1,737	959	940	1,093	1,226
少数股东损益	38	40	66	2	3	3
非现金支出	180	242	218	174	191	212
非经营收益	-51	-40	160	15	-5	-12
营运资金变动	1,104	-1,090	-249	-880	-460	-251
经营活动现金净流	678	849	1,088	249	819	1,175
资本开支	-341	-271	-282	-270	-305	-355
投资	-45	-642	-979	-75	-85	-95
其他	33	36	22	50	45	45
投资活动现金净流	-353	-877	-1,239	-295	-345	-405
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	-2	563	149	-11	-225
其他	-173	-3	-224	-316	-408	-478
筹资活动现金净流	-173	-5	338	-167	-419	-704
现金净流量	152	129	187	-213	55	66

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	628	500	693	478	532	598
应收款项	71	92	425	263	206	191
存货	1,670	1,618	1,531	1,674	1,814	1,981
其他流动资产	868	1,523	2,547	3,141	3,642	3,943
流动资产	3,237	3,733	5,195	5,557	6,194	6,713
%总资产	52.0%	55.6%	63.1%	63.6%	64.6%	64.9%
长期投资	549	511	582	657	742	837
固定资产	2,106	2,148	2,147	2,209	2,324	2,468
%总资产	33.8%	32.0%	26.1%	25.3%	24.3%	23.9%
无形资产	220	206	186	186	180	175
非流动资产	2,986	2,986	3,041	3,184	3,388	3,631
%总资产	48.0%	44.4%	36.9%	36.4%	35.4%	35.1%
资产总计	6,223	6,719	8,237	8,741	9,582	10,344
短期借款	2	101	623	787	784	559
应付款项	1,084	912	1,213	1,003	1,139	1,306
其他流动负债	341	324	408	316	303	338
流动负债	1,427	1,337	2,244	2,106	2,226	2,203
长期贷款	0	0	50	50	50	50
其他长期负债	1,331	181	173	141	122	112
负债	2,759	1,518	2,467	2,297	2,398	2,365
普通股股东权益	3,009	4,705	5,614	6,286	7,023	7,816
其中：股本	785	785	783	783	783	783
未分配利润	2,703	4,213	4,644	5,315	6,053	6,845
少数股东权益	456	496	156	158	161	163
负债股东权益合计	6,223	6,719	8,237	8,741	9,582	10,344

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.754	2.161	1.140	1.198	1.392	1.562
每股净资产	3.831	5.990	7.168	8.025	8.967	9.979
每股经营现金净流	0.863	1.287	1.389	0.318	1.046	1.500
每股股利	0.280	0.680	0.300	0.340	0.450	0.550
回报率						
净资产收益率	-19.68%	36.07%	15.91%	14.92%	15.52%	15.65%
总资产收益率	-9.52%	25.26%	10.84%	10.73%	11.38%	11.83%
投入资本收益率	20.75%	10.80%	13.98%	12.23%	13.09%	13.75%
增长率						
主营业务收入增长率	4.41%	-3.78%	7.39%	5.97%	12.27%	12.28%
EBIT增长率	-24.51%	-3.98%	79.64%	-1.31%	17.59%	12.28%
净利润增长率	-179.8%	-386.53%	-47.37%	5.03%	16.22%	12.21%
总资产增长率	5.17%	7.96%	22.59%	6.12%	9.62%	7.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.7	4.4	16.2	15.0	10.0	8.0
存货周转天数	167.5	173.5	172.9	170.0	165.0	160.0
应付账款周转天数	64.1	63.0	58.2	58.0	60.0	62.0
固定资产周转天数	109.9	135.4	132.6	125.9	115.7	107.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.09%	-11.93%	-2.67%	3.49%	2.34%	-1.54%
EBIT利息保障倍数	-150.3	-100.1	190.1	28.3	28.2	39.3
资产负债率	44.33%	22.60%	29.95%	26.28%	25.03%	22.86%

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	2	27	34	41	85
增持	1	3	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.10	1.11	1.11	1.00

来源：聚源数据

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