

中炬高新 (600872.SH)

Q1 承压发展，期待改革加速

美味鲜 25Q1 收入/归母净利润同比-25.94%/-27.61%，业绩承压发展，利润率相对稳健。展望 25 年，公司继续推进改革，经历波折后公司改革推进将更稳健，并加大并购与渠道拓展，营收有望延续稳健增长，利润端主业美味鲜受益于成本下降，以及少数股权收回，预计增速快于收入，公司整体盈利能力平稳。

- **25Q1 美味鲜收入/归母净利润分别同比-25.94%/-27.61%，业绩承压发展。**公司披露 2025 年一季报，Q1 公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 11.01/1.81/1.80 亿元，分别同比-25.81%/-24.24%/-23.87%，其中美味鲜 Q1 实现收入/归母净利润 10.82/1.77 亿元，同比-25.94%/-27.61%，收入下滑主要受春节错期等因素影响，酱油、食用油、鸡精粉销售均有所减少，利润下滑主要是销售收入减少影响。合并 24Q4+25Q1 看，公司收入基本持平。25Q1 公司现金回款 12.83 亿，同比-22.91%，经营性净现金流 1.18 亿，同比-70.7%，主要受收入下降影响所致，合同负债 0.77 亿，同比-6.6%。
- **核心品类下滑，渠道继续拓展。**分品类看，公司 Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入 6.48/1.30/0.51/1.99 亿元，同比-31.57%/-28.60%/-50.01%/-6.89%，核心品类相对更加承压；分区域看，25Q1 东部/南部/中西部/北部区域分别同比-47.71%/-19.63%/-29.05%/-18.72%，南部核心市场下滑幅度相对更小。经销商数量来看，25Q1 增加 148 个经销商，减少 30 个，净增加 118 个，其中东部/北部分别净增加 23/65 个，延续渠道拓展策略，加速空白市场的覆盖与渗透。
- **毛利率继续改善，净利率略有提升。**25Q1 公司毛利率 38.73%，同比提升 1.75pcts，主要系原材料采购单价下降。Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.62%/8.07%/2.86%，同比+0.89%/+1.71%/-0.01pct。25Q1 公司实现归母净利率 16.44%，同比提升 0.34pcts，其中美味鲜实现归母净利率 16.7%，同比持平。公司总部 Q1 实现净利润 315.22 万元，同比增加 906.76 万元，主要系商品房销售收益及投资收益增加，以及管理费用支出减少。此外，Q1 少数股东损益同比减少 2242 万，使得利润率相对稳定。
- **投资建议：改革效果初步体现，维持“强烈推荐”评级。**美味鲜 25Q1 收入/归母净利润同比-25.94%/-27.61%，业绩承压发展，利润率相对稳健。展望 25 年，公司继续推进改革，经历波折后公司改革推进将更稳健，并加大并购与渠道拓展，营收有望延续稳健增长，利润端主业美味鲜受益于成本下降，以及少数股权收回，预计增速快于收入，公司整体盈利能力平稳，我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.18、1.32 元，对应 25 年 17X 估值，预计 25 年美味鲜归母净利润 8 亿，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：需求下行、行业竞争阶段性加剧、改革短期波动等**

财务数据与估值

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标股价：
当前股价：19.77 元

基础数据

总股本（百万股）	783
已上市流通股（百万股）	771
总市值（十亿元）	15.5
流通市值（十亿元）	15.2
每股净资产（MRQ）	7.4
ROE（TTM）	14.4
资产负债率	30.2%
主要股东	中山火炬集团有限公司
主要股东持股比例	11.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-16	-32
相对表现	-2	-12	-36

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中炬高新（600872）—美味鲜稳健收官，期待改革动能释放》
2025-04-12
- 2、《中炬高新（600872）—改革持续调整中，利润率提升明显》
2024-10-28
- 3、《中炬高新（600872）—Q2 阶段性承压，调整优化改革痛点》
2024-08-12

任龙 S1090522090003
renlong1@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5139	5519	5804	6263	6862
同比增长	-4%	7%	5%	8%	10%
营业利润(百万元)	633	1147	1120	1245	1353
同比增长	-10%	81%	-2%	11%	9%
归母净利润(百万元)	1697	893	927	1031	1120
同比增长	-387%	-47%	4%	11%	9%
每股收益(元)	2.16	1.14	1.18	1.32	1.43
PE	9.1	17.3	16.7	15.0	13.8
PB	3.3	2.8	2.5	2.3	2.0

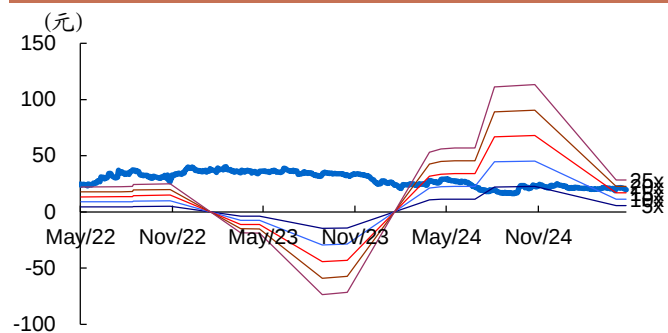
资料来源：公司数据、招商证券

中炬高新单季度利润表

单位：百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	2023	2024
一、营业总收入	1288	1299	1186	1485	1134	1328	1573	1102	5139	5519
二、营业总成本	1118	1104	1154	1202	1024	1041	1200	901	4574	4467
其中：营业成本	869	859	793	936	724	812	852	675	3458	3323
营业税金及附加	15	16	15	14	12	13	19	10	61	58
营业费用	108	105	126	115	168	83	139	95	457	504
管理费用	81	77	132	94	88	93	106	89	377	382
研发费用	46	46	44	43	42	38	43	32	181	165
财务费用	-2	-2	-2	-2	3	1	4	4	-6	6
资产减值损失	0	0	33	0	2	0	3	0	33	5
三、其他经营收益	12	14	26	24	21	22	27	24	68	95
其他收益	4	5	16	11	8	7	8	7	29	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	1	1	1	0	0	3
投资收益	9	9	10	13	12	14	18	17	38	57
四、营业利润	182	209	58	307	131	309	400	225	633	1147
加：营业外收入	1	1	1179	1	0	0	1	1	1181	3
减：营业外支出	1739	1	-1727	2	3	5	-1	1	13	9
五、利润总额	-1556	209	2964	307	127	304	402	225	1802	1140
减：所得税	23	27	-10	45	4	53	80	43	65	181
六、净利润	-1580	182	2975	262	124	252	322	181	1737	959
减：少数股东损益	13	12	5	23	13	25	5	0	40	66
七、归属母公司净利润	-1593	170	2969	239	111	226	317	181	1697	893
EPS	-2.03	0.22	3.78	0.30	0.14	0.28	0.40	0.23	2.13	1.12
主要比率										
毛利率	32.5%	33.9%	33.1%	37.0%	36.2%	38.8%	45.8%	38.7%	32.7%	39.8%
主营税金率	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%	1.1%	1.0%	1.2%	0.9%	1.2%	1.1%
营业费率	8.4%	8.1%	10.7%	7.7%	14.8%	6.3%	8.8%	8.6%	8.9%	9.1%
管理费率	6.3%	5.9%	11.2%	6.4%	7.8%	7.0%	6.8%	8.1%	7.3%	6.9%
营业利润率	14.1%	16.1%	4.9%	20.7%	11.5%	23.3%	25.4%	20.5%	12.3%	20.8%
实际税率	-1.5%	12.7%	-0.4%	14.7%	3.0%	17.4%	19.8%	19.3%	3.6%	15.9%
净利率	-123.7%	13.1%	250.3%	16.1%	9.8%	17.1%	20.1%	16.4%	33.0%	16.2%
YoY										
收入增长率	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%	2.2%	32.6%	-25.8%	-3.8%	7.4%
营业利润增长率	-6.5%	62.4%	-68.5%	67.1%	-28.1%	47.6%	590.2%	-26.7%	-10.3%	81.2%
净利润增长率	-1129.4%	61.3%	-393.7%	59.7%	-107.0%	32.9%	-89.3%	-24.2%	-386.5%	-47.4%

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中炬高新历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中炬高新历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《中炬高新（600872）—美味鲜稳健收官，期待改革动能释放》2025-04-12
- 2、《中炬高新（600872）—改革持续调整中，利润率提升明显》2024-10-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3733	5195	5154	5778	6492
现金	500	693	468	718	963
交易性投资	220	134	134	134	134
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	75	416	417	450	493
其它应收款	16	9	10	11	12
存货	1618	1531	1588	1728	1891
其他	1302	2413	2537	2738	3000
非流动资产	2986	3041	3114	3181	3243
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1906	2004	2097	2182	2260
无形资产商誉	183	171	154	138	124
其他	893	863	860	857	855
资产总计	6719	8237	8268	8960	9735
流动负债	1337	2244	1673	1699	1761
短期借款	100	620	27	0	0
应付账款	544	538	561	611	668
预收账款	108	92	95	104	114
其他	585	994	989	985	979
长期负债	181	223	223	223	223
长期借款	0	50	50	50	50
其他	181	173	173	173	173
负债合计	1518	2467	1896	1922	1984
股本	785	783	783	783	783
资本公积金	(597)	154	154	154	154
留存收益	4516	4677	5275	5934	6642
少数股东权益	496	156	161	166	171
归属于母公司所有者权益	4705	5614	6212	6872	7580
负债及权益合计	6719	8237	8268	8960	9735

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	842	1088	941	870	876
净利润	1737	959	932	1036	1126
折旧摊销	188	188	197	203	209
财务费用	(6)	6	15	(3)	(8)
投资收益	(38)	(57)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	(1026)	(10)	(159)	(324)	(410)
其它	(14)	2	1	3	4
投资活动现金流	(877)	(1239)	(226)	(226)	(226)
资本支出	(272)	(305)	(271)	(271)	(271)
其他投资	(605)	(934)	45	45	45
筹资活动现金流	(5)	338	(940)	(394)	(404)
借款变动	1152	(84)	(596)	(27)	0
普通股增加	0	(2)	0	0	0
资本公积增加	0	751	0	0	0
股利分配	0	(314)	(329)	(371)	(412)
其他	(1157)	(13)	(15)	3	8
现金净增加额	(40)	187	(225)	250	245

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5139	5519	5804	6263	6862
营业成本	3458	3323	3464	3771	4126
营业税金及附加	61	58	61	66	72
营业费用	457	504	548	560	614
管理费用	377	382	419	433	497
研发费用	181	165	173	187	205
财务费用	(6)	6	15	(3)	(8)
资产减值损失	(46)	(28)	(48)	(48)	(48)
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
其他收益	29	35	15	15	15
投资收益	38	57	27	27	27
营业利润	633	1147	1120	1245	1353
营业外收入	1181	3	3	3	3
营业外支出	13	9	9	9	9
利润总额	1802	1140	1113	1238	1347
所得税	65	181	182	203	221
少数股东损益	40	66	5	5	6
归属于母公司净利润	1697	893	927	1031	1120

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4%	7%	5%	8%	10%
营业利润	-10%	81%	-2%	11%	9%
归母净利润	-387%	-47%	4%	11%	9%
获利能力					
毛利率	32.7%	39.8%	40.3%	39.8%	39.9%
净利率	33.0%	16.2%	16.0%	16.5%	16.3%
ROE	32.6%	15.5%	14.5%	14.6%	14.5%
ROIC	11.4%	14.9%	14.7%	14.6%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	22.6%	29.9%	22.9%	21.5%	20.4%
净负债比率	1.5%	8.2%	0.9%	0.6%	0.5%
流动比率	2.8	2.3	3.1	3.4	3.7
速动比率	1.6	1.6	2.1	2.4	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3
应收账款周转率	81.5	22.5	13.9	14.4	14.5
应付账款周转率	5.3	6.1	6.3	6.4	6.5
每股资料(元)					
EPS	2.16	1.14	1.18	1.32	1.43
每股经营净现金	1.07	1.39	1.20	1.11	1.12
每股净资产	5.99	7.17	7.93	8.77	9.68
每股股利	0.40	0.42	0.47	0.53	0.57
估值比率					
PE	9.1	17.3	16.7	15.0	13.8
PB	3.3	2.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	21.8	13.1	13.0	12.0	11.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。