

► **事件：**公司发布 2025 年一季度报告，25Q1 实现营业总收入 11.0 亿元，同比-25.8%；归母净利润 1.8 亿元，同比-24.2%；扣非净利润 1.8 亿元，同比-23.9%。

► **25Q1 主动调整，收入阶段性承压。**25Q1 实现收入 11.0 亿元，同比-25.8%，收入下滑主因：1) 春节错期、调整供货节奏，Q1 集中消化渠道库存；2) 战略性控制大单品费用投入，确保修复市场价格体系，24Q4+25Q1 合并看收入同比基本持平。收入具体分拆如下，1) 产品：25Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现营收 6.5/1.3/0.5/2.0 亿元，同比-31.6%/-28.6%/-50.0%/-6.9%，24Q4 备货提前的酱油、食用油表现承压；2) 区域：25Q1 东部/南部/中西部/北部分别实现营收 1.9/4.2/2.3/1.8 亿元，同比-47.7%/-19.6%/-29.1%/-18.7%，截至 25Q1 末公司经销商数量环比净增 118 个至 2672 个；3) 渠道：25Q1 分销/直销分别实现收入 9.7/0.6 亿元，同比-30.7%/+33.3%。

► **成本红利+收回少数股权，Q1 盈利能力有所修复。**25Q1 公司实现毛利率 38.7%，同比+1.8pcts，主因：1) 成本端大豆、包材价格下降；2) 优化供应链，生产效率提升。费用端，25Q1 销售费用率 8.6%，同比+0.9pcts，主因人工薪酬体系调整影响人工成本增加、广告宣传费用增加；管理费用率 8.1%，同比+1.7pcts，主因收入下滑规模效率减弱；研发/财务费用率分别为 2.9%/0.4%，同比-0.01/+0.5pcts。24 年底收回厨邦少数股权下，25Q1 实现归母净利率 16.4%，同比+0.3pcts；扣非净利率 16.4%，同比+0.4pcts。

► **主动去库短期承压，期待后续调整显效、并购落地。**展望看，25 年公司内涵+外延双轮驱动发展，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，产品端积极推进新品推广工作、重点关注减盐生抽及醋类推广、推进代工业务，外延上争取至少完成一起并购项目。25Q1 公司主动降库存、稳价盘，待后续渠道调整动作到位收入有望提速，利润端在提升生产效率、优化产品结构，叠加少数股东权益收回下有望增厚。

► **投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 57.2/62.5/68.2 亿元，同比+3.6/9.2/9.2%；归母净利润分别为 9.1/10.2/11.2 亿元，同比+1.3%/13.0%/9.9%，当前股价对应当前股价对 P/E 分别为 17/15/13x，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。

推荐

维持评级

当前价格：

19.29 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 年年报点评：Q4 营收提速，期待改革成效-2025/04/12
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	5,720	6,245	6,820
增长率 (%)	7.4	3.6	9.2	9.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	893	905	1,023	1,123
增长率 (%)	-47.4	1.3	13.0	9.9
每股收益 (元)	1.14	1.16	1.31	1.43
PE	17	17	15	13
PB	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

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	5,720	6,245	6,820
营业成本	3,323	3,539	3,850	4,202
营业税金及附加	58	63	69	75
销售费用	504	515	562	614
管理费用	382	429	437	477
研发费用	165	172	187	205
EBIT	1,093	1,037	1,176	1,289
财务费用	6	6	11	13
资产减值损失	-5	-3	-4	0
投资收益	57	57	62	68
营业利润	1,147	1,084	1,224	1,344
营业外收支	-7	-7	-7	-7
利润总额	1,140	1,077	1,217	1,337
所得税	181	172	195	214
净利润	959	905	1,023	1,123
归属于母公司净利润	893	905	1,023	1,123
EBITDA	1,282	1,228	1,373	1,481

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	693	1,212	1,876	2,822
应收账款及票据	416	159	173	189
预付款项	26	21	23	25
存货	1,531	1,619	1,761	1,926
其他流动资产	2,530	2,556	2,559	2,540
流动资产合计	5,195	5,566	6,393	7,502
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	3,050	3,046	3,050
资产合计	8,237	8,616	9,439	10,552
短期借款	620	620	620	620
应付账款及票据	538	609	663	724
其他流动负债	1,086	804	881	1,185
流动负债合计	2,244	2,033	2,165	2,529
长期借款	50	50	50	50
其他长期负债	173	185	185	185
非流动负债合计	223	235	235	235
负债合计	2,467	2,269	2,400	2,764
股本	783	783	783	783
少数股东权益	156	156	156	156
股东权益合计	5,770	6,348	7,039	7,787
负债和股东权益合计	8,237	8,616	9,439	10,552

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	3.64	9.18	9.22
EBIT 增长率	80.56	-5.13	13.48	9.56
净利润增长率	-47.37	1.32	13.01	9.86
盈利能力 (%)				
毛利率	39.78	38.13	38.34	38.40
净利率	16.18	15.82	16.38	16.47
总资产收益率 ROA	10.84	10.50	10.83	10.65
净资产收益率 ROE	15.91	14.61	14.86	14.72
偿债能力				
流动比率	2.32	2.74	2.95	2.97
速动比率	0.56	0.76	1.03	1.25
现金比率	0.31	0.60	0.87	1.12
资产负债率 (%)	29.95	26.33	25.43	26.20
经营效率				
应收账款周转天数	16.01	18.07	9.56	9.57
存货周转天数	170.56	160.21	158.01	157.95
总资产周转率	0.74	0.68	0.69	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.16	1.31	1.43
每股净资产	7.17	7.91	8.79	9.74
每股经营现金流	1.39	1.31	1.48	1.89
每股股利	0.42	0.42	0.48	0.53
估值分析				
PE	17	17	15	13
PB	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	11.67	12.18	10.90	10.10
股息收益率 (%)	2.18	2.19	2.48	2.72

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	959	905	1,023	1,123
折旧和摊销	190	192	196	193
营运资金变动	-249	-65	-35	201
经营活动现金流	1,088	1,022	1,157	1,481
资本开支	-282	-200	-197	-201
投资	-979	0	0	0
投资活动现金流	-1,239	-145	-134	-133
股权募资	0	0	0	0
债务募资	563	0	0	0
筹资活动现金流	338	-358	-359	-402
现金净流量	187	520	664	946

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