

中炬高新（600872）

2025 年一季报点评：主动调整致业绩承压，期待改革红利释放

买入（维持）

2025 年 05 月 01 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

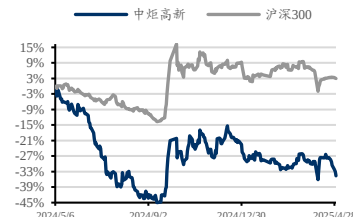
盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5,139	5,519	5,426	5,871	6,434
同比（%）	(3.78)	7.39	(1.67)	8.19	9.59
归母净利润（百万元）	1,696.95	893.07	849.90	954.14	1,071.19
同比（%）	386.53	(47.37)	(4.83)	12.27	12.27
EPS-最新摊薄（元/股）	2.17	1.14	1.09	1.22	1.37
P/E（现价&最新摊薄）	8.90	16.92	17.78	15.83	14.10

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **公司发布 2025 年一季报：**2025Q1 公司实现营业收入 11.02 亿元，同比-25.8%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比-24.2%；实现扣非归母净利润 1.8 亿元，同比-23.9%。业绩低于预期。
- **主动调整+春节前置，25Q1 收入整体承压。**25Q1 子公司美味鲜收入/归母净利润分别为 10.82/1.77 亿元，分别同比-25.9%/-27.6%。分品类，25Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入分别同比-31.6%/-28.6%/-50%/-6.9%，我们判断 25Q1 各品类收入均同比下滑主因春节错期，同时 25Q1 公司主动去库+战略性调控大单品费用投入以确保终端市场价格体系稳定。
- **东南部核心地区疲软，经销商团队稳步扩张。**分区域，25Q1 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%，我们判断东南部核心市场表现相对疲软主因 24Q1 公司加大费投力度加剧了价盘波动，公司 25Q1 强化费效比管控和窜货打击。截止到 25Q1 末，公司经销商数量较 24 年末增加 118 家，经销商团队稳步扩张。
- **成本+改革红利释放，盈利能力略有改善。**25Q1 公司毛利率 38.7%，同比+1.75pct，我们判断主因大豆等原材料价格下降带动成本红利释放，次因公司改革红利释放后内部效率提升。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比+0.9/+1.7/-0.01/+0.5pct。25Q1 销售费用率同比提升预计主因员工薪酬调整+加大广宣投入以增强品牌力，管理费用率同比提升预计主因收入同比下降致费率被动提升。综合看 25Q1 公司归母净利率同比+0.3pct，盈利能力略有改善。
- **持续推进渠道改革，期待改革红利释放。**近期公司发布 25 年 5-8 月促销计划，持续推进渠道改革。在流通渠道方面，公司将积极开展稳价盘工作，逐步恢复二批商和公司的良性互动；在餐饮渠道方面，公司将针对四个样板市场推进餐饮终端直营模式，加速餐饮渠道突破；在产品方面，公司将开展东北大酱等区域产品代工业务，并通过合资等方式积极发展复合调味品业务。当前经销商库存良性，我们预计未来随着改革深化，华南、华东等核心市场有望有序恢复增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司仍处于改革期，我们下调 25-27 年收入预期为 54/59/64 亿元（此前预期为 58/66/75 亿元），同比-1.7%/+8.2%/+9.6%；下调 25-27 年归母净利润预期为 8.5/9.5/10.7 亿元（此前预期为 8.9/10.1/11.6 亿元），同比-4.8%/+12.3%/+12.3%，对应 25-27 年 PE 分别为 18/16/14x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；行业竞争格局恶化；公司治理改善不及预期；食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.29
一年最低/最高价	16.08/30.63
市净率(倍)	2.60
流通 A 股市值(百万元)	14,872.36
总市值(百万元)	15,108.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.41
资产负债率(%，LF)	30.16
总股本(百万股)	783.22
流通 A 股(百万股)	770.99

相关研究

《中炬高新(600872)：2024 年报点评：业绩符合预期，改革持续优化》

2025-04-10

《中炬高新(600872)：收回少数股权，盈利增厚明显》

2024-12-08

中炬高新三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,195	5,938	6,825	7,801	营业总收入	5,519	5,426	5,871	6,434
货币资金及交易性金融资产	827	1,534	2,236	2,990	营业成本(含金融类)	3,323	3,361	3,632	3,968
经营性应收款项	442	420	433	451	税金及附加	58	60	65	71
存货	1,531	1,538	1,659	1,810	销售费用	504	504	534	578
合同资产	0	0	0	0	管理费用	382	379	397	428
其他流动资产	2,396	2,447	2,498	2,549	研发费用	165	163	176	193
非流动资产	3,041	2,894	2,741	2,573	财务费用	6	(3)	(14)	(26)
长期股权投资	4	3	3	2	加:其他收益	35	33	35	32
固定资产及使用权资产	2,011	1,951	1,870	1,760	投资净收益	57	46	47	51
在建工程	142	80	38	8	公允价值变动	3	5	6	6
无形资产	169	163	156	150	减值损失	(28)	(16)	(12)	(13)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	15	16	17	17	营业利润	1,147	1,031	1,157	1,299
其他非流动资产	698	680	656	634	营业外净收支	(7)	(3)	(3)	(3)
资产总计	8,237	8,833	9,566	10,373	利润总额	1,140	1,028	1,154	1,296
流动负债	2,244	2,274	2,387	2,497	减:所得税	181	163	184	206
短期借款及一年内到期的非流动负债	623	703	763	803	净利润	959	865	971	1,090
经营性应付款项	538	532	575	628	减:少数股东损益	66	15	17	19
合同负债	92	92	100	109	归属母公司净利润	893	850	954	1,071
其他流动负债	991	947	949	956	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.14	1.09	1.22	1.37
非流动负债	223	235	235	235	EBIT	1,093	1,025	1,140	1,270
长期借款	50	50	50	50	EBITDA	1,282	1,225	1,350	1,485
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.78	38.07	38.14	38.32
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	16.18	15.66	16.25	16.65
其他非流动负债	169	181	181	181	收入增长率(%)	7.39	(1.67)	8.19	9.59
负债合计	2,467	2,509	2,622	2,732	归母净利润增长率(%)	(47.37)	(4.83)	12.27	12.27
归属母公司股东权益	5,614	6,152	6,757	7,436					
少数股东权益	156	171	187	206					
所有者权益合计	5,770	6,323	6,944	7,641					
负债和股东权益	8,237	8,833	9,566	10,373					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,088	956	1,013	1,116	每股净资产(元)	7.17	7.86	8.63	9.49
投资活动现金流	(1,239)	(89)	(76)	(42)	最新发行在外股份(百万股)	783	783	783	783
筹资活动现金流	338	(246)	(302)	(365)	ROIC(%)	15.64	12.75	12.92	13.13
现金净增加额	187	622	636	708	ROE-摊薄(%)	15.91	13.81	14.12	14.41
折旧和摊销	190	199	210	216	资产负债率(%)	29.95	28.41	27.41	26.34
资本开支	(282)	(64)	(74)	(64)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.92	17.78	15.83	14.10
营运资本变动	(249)	(99)	(142)	(160)	P/B(现价)	2.69	2.46	2.24	2.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>