

公司研究

25Q1 业绩承压，关注后续经营改善节奏

——中炬高新（600872.SH）2025年一季报点评

买入（维持）

当前价：19.29元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

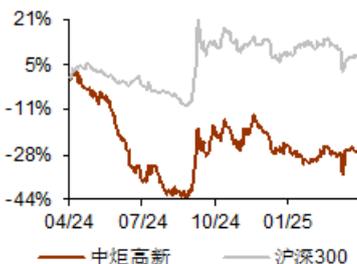
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.83
总市值(亿元):	151.08
一年最低/最高(元):	16.08/30.20
近3月换手率:	77.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.37	-6.52	-37.70
绝对	-7.30	-7.17	-34.62

资料来源：Wind

相关研报

24年盈利能力改善，少数股权收回有望增厚25年利润——中炬高新（600872.SH）2024年年报点评（2025-04-11）

24Q3 主业同比改善，持续改革坚定发展信心——中炬高新（600872.SH）2024年三季度报点评（2024-10-28）

24Q2 需求承压明显，期待下半年改革释放发展动能——中炬高新（600872.SH）2024年中报点评（2024-08-11）

要点

事件：中炬高新发布 2025 年第一季度报告，25Q1 实现营收 11.02 亿元，同比-25.81%；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%。25Q1 美味鲜实现营业收入 10.82 亿元，同比-25.94%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比-27.61%。

受 25 年春节错期、高基数与策略调整影响，Q1 营收增长承压：1) 分经营主体：25Q1 公司营收同比-25.81%，主要受核心子公司美味鲜拖累。美味鲜实现营收 10.82 亿元，同比-25.94%，美味鲜营收下滑主要系 25 年春节错期、24Q1 高基数及公司调整策略，聚焦恢复渠道信心。公司总部实现营业收入 1502.71 万元，同比+90.87%，主要系岐江东岸商品房销售收入增加。**2) 分产品：**25Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品的营收同比-31.57%/-28.60%/-50.01%/-6.89%，各品类营收均有不同程度下滑。**3) 分销售模式：**25Q1 分销/直销的营收分别同比-30.69%/+33.27%。分销渠道营收下滑主要系 25Q1 公司主动进行渠道库存消化和价格体系维护，直销营收增长主要系低基数，以及公司持续开拓线上及企业客户取得一定效果。**4) 分区域：**25Q1 东部/南部/中西部/北部区域的营收分别同比-47.71%/-19.63%/-29.05%/-18.72%，南部区域、北部区域营收同比下滑幅度较小。

25Q1 末公司经销商总数为 2672 家，相较期初净增经销商 118 个，招商稳步进行。东部/南部/中西部/北部区域的经销商分别净增加 23/14/16/65 个。

成本红利推升盈利能力，期间费用率同比提升：25Q1 公司整体毛利率为 38.73%，同比+1.75pcts；美味鲜毛利率为 39.05%，同比+1.78pcts。毛利率同比提升主要系原材料成本下降。25Q1 公司期间费用率为 19.9%，同比+3.04pcts。其中，销售/管理/财务费用率分别为 8.62%/8.07%/0.35%，分别同比+0.89/+1.71/+0.45pcts。销售费用率同比增加主要系营收规模效应减弱、公司调整薪酬体系致使人工成本增加以及广告宣传费用增加；管理费用率同比增加主要系营收规模效应减弱。受益于毛利率提升以及厨邦少数股权收回，25Q1 公司归母净利率为 16.44%，同比+0.34pcts。

改革调整期业绩承压，关注后续经营改善节奏：2024 年是公司变革转型的开局之年，公司在组织架构、渠道管理、价格管控、新品类拓展等方面进行了一系列改革。25Q1 业绩下滑主因高基数及改革调整期的阵痛，特别是公司对渠道库存和价格体系的主动调整对收入短期构成一定压力。展望 25 年全年，公司有望持续构建精细营销、持续创新与精细运营的三大核心基础能力。产品方面，25 年公司将持续围绕消费者健康需求，推进全品类减盐等产品的布局。渠道方面，25 年公司将以下四方面加强渠道建设：1) 修复华南市场价格体系，巩固和强化基本盘；2) 积极调整 KA 渠道经销商；3) 持续加强对新零售、传统电商与内容电商的布局；4) 加大对餐饮渠道的开发。另外，24 年公司完成对厨邦少数股权的收回，预计将从 25 年开始增厚归母净利润。后续重点关注公司改革措施的落地效果、渠道库存的去化节奏、价格体系修复后的市场反馈。

盈利预测、估值与评级：考虑到渠道库存去化，公司改革成果显现仍需时间，我们下调公司 25-27 年的归母净利润预测分别为 8.97/ 9.99/11.00 亿元（较前次预测分别下调 7.1%、6.4%、7.3%），折合 25-27 年的 EPS 分别为 1.14、1.28、1.40 元，当前股价对应 PE 分别为 17、15、14 倍。公司从渠道、产品等多维度持续改革，我们看好公司未来发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；渠道与新品拓展不及预期；内部机制改善情况低于预期；食品安全风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,139	5,519	5,912	6,781	7,353
营业收入增长率	-3.78%	7.39%	7.13%	14.70%	8.43%
归母净利润（百万元）	1,697	893	897	999	1,100
归母净利润增长率	-386.53%	-47.37%	0.40%	11.43%	10.13%
EPS（元）	2.16	1.14	1.14	1.28	1.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	36.07%	15.91%	14.51%	14.50%	14.36%
P/E	9	17	17	15	14
P/B	3.2	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30；注：23 年/24 年底公司的股本数分别为 7.85/7.83 亿股，25-27 年股本数为 7.83 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,139	5,519	5,912	6,781	7,353
营业成本	3,458	3,323	3,599	4,174	4,564
折旧和摊销	179	180	184	207	242
税金及附加	61	58	62	72	78
销售费用	457	504	552	613	605
管理费用	377	382	408	465	499
研发费用	181	165	213	245	266
财务费用	-6	6	8	16	17
投资收益	38	57	28	30	33
营业利润	633	1,147	1,134	1,268	1,403
利润总额	1,802	1,140	1,144	1,278	1,413
所得税	65	181	172	192	212
净利润	1,737	959	973	1,086	1,201
少数股东损益	40	66	76	87	100
归属母公司净利润	1,697	893	897	999	1,100
EPS(元)	2.16	1.14	1.14	1.28	1.40

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	842	1,088	718	1,130	1,248
净利润	1,697	893	897	999	1,100
折旧摊销	179	180	184	207	242
净营运资金增加	568	1,018	535	255	248
其他	-1,602	-1,003	-897	-331	-342
投资活动产生现金流	-877	-1,239	-326	-405	-737
净资本支出	-271	-282	-326	-414	-750
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-610	-961	0	10	13
融资活动现金流	-5	338	-375	-621	-442
股本变化	0	-2	0	0	0
债务净变化	99	572	-26	-313	-100
无息负债变化	-1,339	376	-159	339	149
净现金流	-40	187	17	104	69

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.7%	39.8%	39.1%	38.4%	37.9%
EBITDA 率	16.6%	23.8%	22.0%	21.6%	22.2%
EBIT 率	13.0%	20.4%	18.8%	18.5%	18.9%
税前净利润率	35.1%	20.7%	19.4%	18.8%	19.2%
归母净利润率	33.0%	16.2%	15.2%	14.7%	15.0%
ROA	25.9%	11.6%	11.2%	11.4%	11.5%
ROE (摊薄)	36.1%	15.9%	14.5%	14.5%	14.4%
经营性 ROIC	13.7%	16.6%	14.8%	15.4%	15.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	23%	30%	26%	24%	23%
流动比率	2.79	2.32	2.64	2.89	3.00
速动比率	1.58	1.63	1.78	1.90	1.95
归母权益/有息债务	46.72	8.35	9.55	20.61	32.65
有形资产/有息债务	63.57	11.81	13.12	27.86	43.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,719	8,237	8,696	9,516	10,441
货币资金	500	693	709	814	882
交易性金融资产	220	134	80	80	80
应收账款	75	416	445	511	554
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	16	9	10	12	13
存货	1,618	1,531	1,800	2,087	2,282
其他流动资产	1,288	2,386	2,445	2,576	2,662
流动资产合计	3,733	5,195	5,518	6,112	6,508
其他权益工具	20	20	54	54	54
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1,906	2,004	2,107	2,288	2,710
在建工程	242	142	154	147	166
无形资产	182	169	166	162	159
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	8	11	35	35	35
非流动资产合计	2,986	3,041	3,177	3,405	3,932
总负债	1,518	2,467	2,282	2,308	2,358
短期借款	100	620	594	281	182
应付账款	544	516	559	648	709
应付票据	0	22	24	28	30
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	12	14	19	21
流动负债合计	1,337	2,244	2,091	2,117	2,166
长期借款	0	50	50	50	50
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	86	74	61	61	61
非流动负债合计	181	223	191	191	191
股东权益	5,201	5,770	6,414	7,208	8,083
股本	785	783	783	783	783
公积金	291	441	531	631	741
未分配利润	4,213	4,644	5,122	5,729	6,393
归属母公司权益	4,705	5,614	6,182	6,889	7,664
少数股东权益	496	156	232	319	419

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.90%	9.14%	9.34%	9.04%	8.23%
管理费用率	7.34%	6.92%	6.91%	6.86%	6.79%
财务费用率	-0.12%	0.10%	0.14%	0.24%	0.23%
研发费用率	3.52%	2.99%	3.60%	3.62%	3.62%
所得税率	4%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.40	0.42	0.37	0.42	0.46
每股经营现金流	1.07	1.39	0.92	1.44	1.59
每股净资产	5.99	7.17	7.89	8.80	9.78
每股销售收入	6.54	7.05	7.55	8.66	9.39

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	9	17	17	15	14
PB	3.2	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	18.5	11.8	12.0	10.6	9.6
股息率	2.1%	2.2%	1.9%	2.2%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP