

静待渠道调整见效

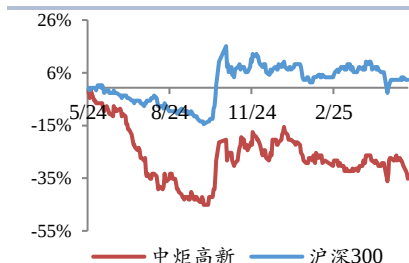
——中炬高新 25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-05

收盘价（元） 19.29
近 12 个月最高/最低（元） 30.20/16.08
总股本（百万股） 783
流通股本（百万股） 771
流通股比例（%） 98.44
总市值（亿元） 151
流通市值（亿元） 149

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

邮箱：zhengshaoxuan@hazq.com

相关报告

1. 中炬高新 24Q3：盈利改善超预期 2024-10-26
2. 静待改善 2024-08-09

主要观点：

● 公司发布 25Q1 业绩：

- Q1：营收 11.02 亿元（-25.8%），归母净利润 1.81 亿元（-24.2%），扣非归母净利润 1.80 亿元（-23.9%）。

● 收入：春节错期+渠道调整拖累

- 分产品：Q1 主业美味鲜实现收入 10.8 亿元，同比下降 25.9%，主因春节错期，叠加渠道库存去化。去除季节影响看，美味鲜“24Q4+25Q1”收入同比下降 9.8%，行业需求仍有压力。Q1 分品类看，酱油/鸡精鸡粉/食用油收入分别同比下滑 31.6%/28.6%/50.0%，24Q4 前置春节备货影响较大。
- 分区域：Q1 东部/南部/中西部/北部收入分别同比下降 47.7%/19.6%/29.1%/18.7%，南部与北部下降幅度略低。Q1 经销商净增 118 家，渠道下沉持续。

● 盈利：规模效应+费投力度提升

- Q1 毛利率同比提升 1.8pct 至 38.7%，主因原材料成本下行、供应链优化带来生产费用及物流成本下降。同期，销售/管理费率分别同比上升 0.9pct/1.7pct，规模效应走弱，叠加渠道费用投入力度加大是主因。综上，公司归母净利率同比提升 0.3pct 至 16.4%。

● 投资建议：维持“买入”评级

➢ 我们的观点：

我们预计 25 年公司经营节奏前低后高，渠道库存持续去化下，H2 有望迎来环比经营改善。渠道端，聚焦传统渠道下沉+电商扩大曝光；产品端，新品积极推广，同时通过产业并购补齐品类短板。全年收入有望实现稳健增长。

盈利预测：考虑到公司渠道库存去化进度，我们更新盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 58.0/62.1/67.3 亿元（25-26 年原值为 59.7/66.6 亿元），同比增长 5.1%/7.0%/8.5%；实现归母净利润 9.0/9.9/11.1 亿元（25-26 年原值为 9.6/11.0 亿元），同比增长 1.0%/9.1%/12.3%；当前股价对应 PE 分别为 17/15/14 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示:

需求不及预期，市场竞争加剧，区域扩张不及预期，原材料成本超预期上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5519	5800	6205	6732
收入同比（%）	7.4%	5.1%	7.0%	8.5%
归属母公司净利润	893	902	985	1106
净利润同比（%）	-47.4%	1.0%	9.1%	12.3%
毛利率（%）	39.8%	39.1%	39.2%	39.5%
ROE（%）	15.9%	13.9%	13.1%	12.9%
每股收益（元）	1.14	1.16	1.26	1.42
P/E	19.25	16.70	15.30	13.62
P/B	3.07	2.31	2.01	1.75
EV/EBITDA	13.44	10.00	8.76	7.41

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5195	6203	7827	9519	营业收入	5519	5800	6205	6732
现金	693	1511	2625	3867	营业成本	3323	3533	3772	4071
应收账款	416	79	76	83	营业税金及附加	58	52	56	61
其他应收款	9	33	34	37	销售费用	504	545	583	626
预付账款	26	21	23	24	管理费用	382	406	434	464
存货	1531	1636	1746	1785	财务费用	6	32	26	22
其他流动资产	2521	2922	3322	3722	资产减值损失	-5	-13	-14	-15
非流动资产	3041	2808	2639	2536	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	4	3	2	1	投资净收益	57	46	50	54
固定资产	2004	2024	2124	2300	营业利润	1147	1126	1221	1365
无形资产	169	165	161	157	营业外收入	3	2	4	5
其他非流动资产	864	616	351	78	营业外支出	9	6	7	9
资产总计	8237	9011	10466	12055	利润总额	1140	1122	1218	1361
流动负债	2244	2055	2463	2881	所得税	181	157	171	191
短期借款	620	920	1220	1540	净利润	959	965	1047	1170
应付账款	516	532	568	613	少数股东损益	66	63	63	64
其他流动负债	1108	603	675	727	归属母公司净利润	893	902	985	1106
非流动负债	223	223	223	223	EBITDA	1282	1453	1566	1728
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	1.14	1.16	1.26	1.42
其他非流动负债	173	173	173	173	主要财务比率				
负债合计	2467	2278	2686	3104	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	156	219	282	346	成长能力				
股本	783	781	781	781	营业收入	7.4%	5.1%	7.0%	8.5%
资本公积	424	424	424	424	营业利润	81.2%	-1.8%	8.4%	11.8%
留存收益	4407	5310	6294	7400	归属于母公司净利	-47.4%	1.0%	9.1%	12.3%
归属母公司股东权	5614	6514	7499	8605	获利能力				
负债和股东权益	8237	9011	10466	12055	毛利率 (%)	39.8%	39.1%	39.2%	39.5%
现金流量表					净利率 (%)	16.2%	15.6%	15.9%	16.4%
单位:百万元					ROE (%)	15.9%	13.9%	13.1%	12.9%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	14.3%	12.2%	11.1%	10.7%
经营活动现金流	1088	660	1060	1274	偿债能力				
净利润	893	902	985	1106	资产负债率 (%)	29.9%	25.3%	25.7%	25.7%
折旧摊销	190	363	393	421	净负债比率 (%)	42.8%	33.8%	34.5%	34.7%
财务费用	10	40	55	71	流动比率	2.32	3.02	3.18	3.30
投资损失	-57	-46	-50	-54	速动比率	1.62	2.21	2.46	2.68
营运资金变动	-249	-678	-402	-352	营运能力				
其他经营现金流	1443	1659	1466	1541	总资产周转率	0.67	0.64	0.59	0.56
投资活动现金流	-1239	-100	-191	-282	应收账款周转率	13.28	73.00	81.11	81.11
资本支出	-282	-207	-306	-407	应付账款周转率	6.44	6.64	6.64	6.64
长期投资	-979	62	68	73	每股指标 (元)				
其他投资现金流	22	44	48	52	每股收益	1.14	1.16	1.26	1.42
筹资活动现金流	338	258	245	249	每股经营现金流	1.39	0.85	1.36	1.63
短期借款	520	300	300	320	每股净资产	7.17	8.34	9.60	11.02
长期借款	50	0	0	0	估值比率				
普通股增加	-2	-2	0	0	P/E	19.25	16.70	15.30	13.62
资本公积增加	420	0	0	0	P/B	3.07	2.31	2.01	1.75
其他筹资现金流	-650	-40	-55	-71	EV/EBITDA	13.44	10.00	8.76	7.41
现金净增加额	187	818	1115	1242					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。