

渠道调整在途，经营短期承压

2025 年 10 月 26 日

► **事件：**公司发布 2025 年三季报，25Q1-3 实现营业收入 31.6 亿元，同比-20.0%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比-34.1%；实现扣非净利润 3.8 亿元，同比-30.5%。单季度看，25Q3 实现营业收入 10.3 亿元，同比-22.8%；归母净利润 1.2 亿元，同比-45.7%；扣非净利润 1.2 亿元，同比-43.1%。

► **基本盘仍在恢复，收入短期承压。**25 年公司坚持推动经销商库存优化及夯实市场基础体系，业务基本盘仍在恢复，收入短期有所承压。分产品看，25Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入 6.0/1.4/0.9/1.3 亿元，同比-19.2%/-24.2%/-31.6%/-8.8%。分渠道看，25Q3 分销/直销分别实现收入 8.9/0.7 亿元，同比-23.1%/+57.4%。分区域看，25Q3 东部/南部/中西部/北部分别实现收入 2.1/4.2/2.1/1.2 亿元，同比-27.3%/-19.7%/-11.5%/-20.3%；截至 25Q3 末，公司经销商数量达 2898 家，环比 Q2 末净增 99 家（其中东部/南部/中西部/北部分别净增 17/21/12/49 家）。

► **成本红利释放、市场投放加大，Q3 盈利承压。**25Q1-3 公司毛利率为 39.2%，同比+1.8pcts（Q3 同比+0.7pcts），主因黄豆等原材料采购单价下降。25Q1-3 四费同比+6.3pcts（Q3 同比+10.8pcts），其中销售费用率 13.8%，同比+4.6pcts（Q3 同比+8.1pcts），主因强化渠道建设并加大市场推广、提升品牌影响力加大宣传投入，市场推广费及广告宣传费有所增加，此外收入规模下降亦影响费用摊薄；管理费用率 8.4%，同比+1.4pcts（Q3 同比+1.9pcts）；研发费用率 3.3%，同比+0.2pcts（Q3 同比+0.4pcts）；财务费用率 0.3%，同比+0.2pcts（Q3 同比+0.4pcts）。25Q1-3/25Q3 实现归母净利率 12.0%/12.0%，同比-2.6/-5.1pcts；扣非净利率 12.2%/11.8%，同比-1.8/-4.2pcts。

► **渠道调整在途，静待后续改善。**当前公司渠道库存已恢复良性水平，产品价格倒基本修正，厨邦终端市场趋势持续良性发展。展望看，公司将持续通过主动快速的调整纠偏以及积极推进变革，围绕“强基、多元、高效”的管理主题，恢复业务基本盘的同时，释放增长潜力。营销上主动调整营销及渠道管理策略，夯实业务增长基本盘，通过主动策略调整，进行包括大单品政策管控、经销商分级管理，以及进行二批管理等一系列动作，建立更有效稳定的营销及渠道管理体系，期待后续调整效果逐步显现。

► **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 45.5/49.1/52.1 亿元，同比-17.6%/+8.0%/+6.1%；归母净利润分别为 5.7/6.5/7.4 亿元，同比-36.6%/+15.0%/+12.9%，当前股价对应当前股价对 P/E 分别为 25/22/19x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**改革推进不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨，食品安全风险等。

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	4,546	4,910	5,208
增长率 (%)	7.4	-17.6	8.0	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	893	567	652	736
增长率 (%)	-47.4	-36.6	15.0	12.9
每股收益 (元)	1.15	0.73	0.84	0.94
PE	16	25	22	19
PB	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.39 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@glms.com.cn

分析师 范锡蒙

执业证书：S0100525090002

邮箱：fanximeng@glms.com.cn

相关研究

1.中炬高新 (600872.SH) 2025 年半年报点评：收入降幅环比收窄，期待调整效果显现-2025/08/31

2.中炬高新 (600872.SH) 2025 年一季报点评：经营短期承压，调整在途静待改善-2025/04/30

3.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

4.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

5.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

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	4,546	4,910	5,208
营业成本	3,323	2,733	2,955	3,131
营业税金及附加	58	50	54	57
销售费用	504	614	638	625
管理费用	382	386	393	417
研发费用	165	145	147	156
EBIT	1,093	645	752	853
财务费用	6	6	16	22
资产减值损失	-5	-3	-3	0
投资收益	57	45	49	52
营业利润	1,147	682	783	883
营业外收支	-7	-7	-7	-7
利润总额	1,140	675	776	876
所得税	181	108	124	140
净利润	959	567	652	736
归属于母公司净利润	893	567	652	736
EBITDA	1,282	837	948	1,045

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	693	964	1,400	1,976
应收账款及票据	416	126	136	145
预付款项	26	16	18	19
存货	1,531	1,250	1,351	1,435
其他流动资产	2,530	2,556	2,559	2,535
流动资产合计	5,195	4,912	5,465	6,110
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	3,071	3,066	3,070
资产合计	8,237	7,983	8,531	9,180
短期借款	620	620	620	620
应付账款及票据	538	471	509	539
其他流动负债	1,086	716	781	901
流动负债合计	2,244	1,807	1,910	2,060
长期借款	50	50	50	50
其他长期负债	173	178	178	178
非流动负债合计	223	228	228	228
负债合计	2,467	2,034	2,137	2,288
股本	783	779	779	779
少数股东权益	156	156	156	156
股东权益合计	5,770	5,949	6,394	6,892
负债和股东权益合计	8,237	7,983	8,531	9,180

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	-17.63	8.00	6.07
EBIT 增长率	80.56	-40.98	16.62	13.39
净利润增长率	-47.37	-36.55	14.98	12.91
盈利能力 (%)				
毛利率	39.78	39.89	39.82	39.87
净利率	16.18	12.46	13.27	14.13
总资产收益率 ROA	10.84	7.10	7.64	8.01
净资产收益率 ROE	15.91	9.78	10.44	10.92
偿债能力				
流动比率	2.32	2.72	2.86	2.97
速动比率	0.56	0.70	0.89	1.10
现金比率	0.31	0.53	0.73	0.96
资产负债率 (%)	29.95	25.48	25.05	24.92
经营效率				
应收账款周转天数	16.01	21.45	9.61	9.70
存货周转天数	170.56	183.19	158.48	160.19
总资产周转率	0.74	0.56	0.59	0.59
每股指标 (元)				
每股收益	1.15	0.73	0.84	0.94
每股净资产	7.21	7.44	8.01	8.65
每股经营现金流	1.40	1.10	1.05	1.27
每股股利	0.42	0.27	0.30	0.34
估值分析				
PE	16	25	22	19
PB	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.19	17.15	15.13	13.72
股息收益率 (%)	2.28	1.44	1.66	1.87

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	959	567	652	736
折旧和摊销	190	192	196	193
营运资金变动	-249	115	-17	82
经营活动现金流	1,088	856	817	990
资本开支	-282	-200	-197	-201
投资	-979	0	0	0
投资活动现金流	-1,239	-161	-148	-149
股权募资	0	-4	0	0
债务募资	563	0	0	0
筹资活动现金流	338	-423	-234	-265
现金净流量	187	272	436	576

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。本报告清晰准确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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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