

## 改革在途，静待改善

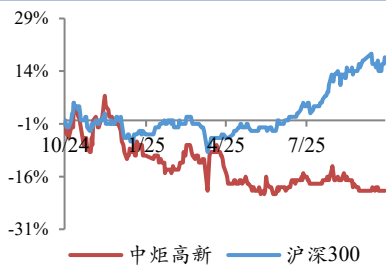
——中炬高新 25Q3 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-26

收盘价(元)	18.39
近12个月最高/最低(元)	25.16/18.20
总股本(百万股)	779
流通股本(百万股)	771
流通股比例(%)	98.97
总市值(亿元)	143
流通市值(亿元)	142

### 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：周韵

执业证书号：S0010125080024

邮箱：zhouyun1@hazq.com

### 相关报告

- 1.业绩承压，静待改革成效——中炬高新 25Q2 点评 2025-09-01
- 2.中炬高新 25Q1：静待渠道调整见效 2025-05-05
- 3.中炬高新 24Q3：盈利改善超预期 2024-10-26

### 主要观点：

#### ● 公司发布 25Q3 业绩报告：

- 25Q3：营业收入 10.25 亿元（同比-22.84%），归母净利润 1.23 亿元（同比-45.66%），扣非归母净利润 1.21 亿元（同比-43.09%）；
- 25Q1-3：营业收入 31.56 亿元（同比-20.01%），归母净利润 3.8 亿元（同比-34.07%），扣非归母净利润 3.84 亿元（同比-30.45%）。

#### ● 主动调整以维护渠道健康化，25Q3 收入疲软

- 分产品：25Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入同比 -19.2%/-24.2%/-31.6%/-8.8%。
- 分地区：25Q3 公司东/南/中西/北部区域收入分别同比 -27.3%/-19.7%/-11.5%/-20.3%。
- 截止 25Q3 末，公司经销商数量环比 25Q2 增加 99 家，经销商网络有序开拓。
- 25Q3 收入承压主因公司主动调整以巩固价盘修复成果，当前渠道库存已恢复到良性水平，产品价格倒挂情况已基本得到修正。未来随着科学化的基础管理体系落地，公司业绩有望改善。

#### ● 成本红利提振毛利率，费投加大致净利率承压

25Q3 公司毛利率同比+0.71pct，预计主因黄豆、谷氨酸钠等原材料价格下降带动成本红利释放。25Q3 销售/管理/研发费用率同比 +8.1/+1.9/+0.4pct，销售费用率同比提升预计主因行业竞争加剧下公司强化渠道建设、加大市场推广，同时增加广宣费投以提升品牌影响力。综合看，25Q3 公司归母净利率同比-5pct 至 12.01%，盈利能力承压。

#### ● 投资建议：

公司仍处于改革调整期，预计 2025-2027 年公司收入 45.1/49.5/54.8 亿元（前值 50.4/55/60.3 亿元），同比 -18.3%/+9.8%/+10.6%，归母净利润 5.6/6.4/7.4 亿元（前值 7.15/8.54/9.65 亿元），同比-37%/+14%/+17%，对应 PE 26/22/19X，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；改革进展不及预期；食品安全问题

## ● 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	4508	4952	5478
收入同比 (%)	7.4%	-18.3%	9.8%	10.6%
归属母公司净利润	893	559	638	744
净利润同比 (%)	-47.4%	-37.4%	14.2%	16.6%
毛利率 (%)	39.8%	38.8%	38.4%	38.4%
ROE (%)	15.9%	9.5%	10.1%	11.0%
每股收益 (元)	1.14	0.72	0.82	0.96
P/E	19.25	25.63	22.45	19.25
P/B	3.07	2.42	2.27	2.11
EV/EBITDA	13.44	16.68	14.79	12.54

资料来源: wind, 华安证券研究所

**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
<b>流动资产</b>	5195	5252	5660	6470	<b>营业收入</b>	5519	4508	4952	5478
现金	693	1042	1234	1807	营业成本	3323	2758	3049	3376
应收账款	416	345	372	403	营业税金及附加	58	50	54	60
其他应收款	9	8	8	9	销售费用	504	585	604	635
预付账款	26	19	21	24	管理费用	382	371	391	421
存货	1531	1262	1394	1541	财务费用	6	4	3	3
其他流动资产	2521	2576	2631	2686	资产减值损失	-5	-4	-4	-4
<b>非流动资产</b>	3041	2975	2872	2760	公允价值变动收益	3	5	6	7
长期投资	4	4	3	3	投资净收益	57	54	50	55
固定资产	2004	1964	1902	1822	<b>营业利润</b>	1147	677	770	895
无形资产	169	167	164	161	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	864	841	803	774	营业外支出	9	13	12	10
<b>资产总计</b>	8237	8227	8532	9230	<b>利润总额</b>	1140	667	761	887
<b>流动负债</b>	2244	1896	1759	1946	所得税	181	106	121	141
短期借款	620	720	820	920	<b>净利润</b>	959	561	640	746
应付账款	516	421	457	497	少数股东损益	66	2	2	2
其他流动负债	1108	754	481	529	<b>归属母公司净利润</b>	893	559	638	744
<b>非流动负债</b>	223	263	298	333	EBITDA	1282	845	949	1085
长期借款	50	80	110	140	EPS (元)	1.14	0.72	0.82	0.96
其他非流动负债	173	183	188	193					
<b>负债合计</b>	2467	2158	2056	2279					
少数股东权益	156	158	160	162					
股本	783	783	783	783					
资本公积	424	424	424	424					
留存收益	4407	4704	5110	5583					
归属母公司股东权益	5614	5911	6316	6789					
<b>负债和股东权益</b>	8237	8227	8532	9230					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	1088	542	346	760	<b>成长能力</b>				
净利润	959	561	640	746	营业收入	7.4%	-18.3%	9.8%	10.6%
折旧摊销	190	174	186	194	营业利润	81.2%	-41.0%	13.7%	16.2%
财务费用	10	11	13	15	归属于母公司净利	-47.4%	-37.4%	14.2%	16.6%
投资损失	-57	-54	-50	-55	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-249	-145	-443	-138	毛利率 (%)	39.8%	38.8%	38.4%	38.4%
其他经营现金流	1443	701	1082	881	净利率 (%)	16.2%	12.4%	12.9%	13.6%
<b>投资活动现金流</b>	-1239	-47	-43	-36	ROE (%)	15.9%	9.5%	10.1%	11.0%
资本支出	-282	-89	-87	-86	ROIC (%)	14.3%	8.2%	8.7%	9.3%
长期投资	-979	-4	-4	-4	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	22	46	49	54	资产负债率 (%)	29.9%	26.2%	24.1%	24.7%
<b>筹资活动现金流</b>	338	-146	-111	-151	净负债比率 (%)	42.8%	35.6%	31.8%	32.8%
短期借款	520	100	100	100	流动比率	2.32	2.77	3.22	3.32
长期借款	50	30	30	30	速动比率	0.56	0.81	1.00	1.22
普通股增加	-2	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	420	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.55	0.59	0.62
其他筹资现金流	-650	-276	-241	-281	应收账款周转率	22.48	11.86	13.82	14.14
<b>现金净增加额</b>	187	349	193	573	应付账款周转率	6.27	5.88	6.94	7.07

每股指标 (元)				
每股收益	1.14	0.72	0.82	0.96
每股经营现金流(薄)	1.40	0.70	0.44	0.98
每股净资产	7.17	7.59	8.11	8.72

估值比率				
P/E	19.25	25.63	22.45	19.25
P/B	3.07	2.42	2.27	2.11
EV/EBITDA	13.44	16.68	14.79	12.54

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：**周韵，南开大学金融学学士，华威大学金融学硕士，5年消费行业研究经验

## 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达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。