

# 积蓄势能，轻装上阵，重启增长

## 核心观点

2025年公司全面调整经营策略，控制出货节奏，重点去库存、稳价盘，渠道健康度稳步提升，2026年厨邦轻装上阵。26Q1公司收入、归母净利润分别同比增长19.88%、45.11%，改革成果显现。展望2026年，主销区恢复份额，非主销区积蓄势能，传统渠道信心增强，推进下沉、拓sku，新兴渠道全面发力（电商、团餐、定制），完成味滋美并表拓展复调与B端业务，我们看好公司全年业绩高速增长。

## 事件

### 公司公布2025年年度报告&2026年一季度报告：

2025年，公司实现营收42.00亿元，同比-23.9%；归母净利润5.37亿元，同比-39.86%；扣非归母净利润5.36亿元，同比-20.08%。

25Q4单季，公司实现营收10.43亿元，同比-33.65%；归母净利润1.57亿元，同比-50.4%；扣非归母净利润1.52亿元，同比+28.21%。

26Q1单季，公司实现营收13.2亿元，同比+19.88%；归母净利润2.63亿元，同比+45.11%；扣非归母净利润2.39亿元，同比+32.49%。

## 简评

### 2025年经营调整梳理市场，26Q1重拾增长

2025年，美味鲜实现收入41.30亿元，同比-18.61%，占公司总收入的98.34%，其中25Q4收入10.23亿元（-17.49%）；2026Q1美味鲜收入12.40亿元，同比+14.60%。2025年，中炬应对市场需求持续走弱和2024年逆势增长所遗留的渠道压力，公司卸下增长包袱，主动调整经营节奏，在核心区域全面推动产品动销以去库存，稳定产品价格保证渠道合理利润，减少经销商销售压力，全年收入出现较大幅度的下滑，目前渠道库存已恢复至良性水平，产品价格问题基本得到修正。在市场运营方面，公司在2025年下半年全面推进经销商“两套表”，成立全国市场联盟管理委员会，与核心经销商形成市场共建联盟。在业务层面，启动健康团餐，逐步发力定制业务（已定制沃极鲜），非主销区与厨师合作推广，经营策略更加务实，渠道信心逐步回升。2026年一季度，公司轻装上阵，重拾增长势头，表现亮眼。

## 中炬高新(600872.SH)

调升

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026年04月19日

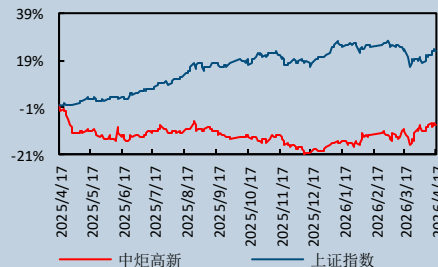
当前股价：19.52元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	2.47/3.28	8.08/9.32	-8.87/-32.54
12月最高/最低价(元)			21.76/16.90
总股本(万股)			77,850.92
流通A股(万股)			77,098.80
总市值(亿元)			151.97
流通市值(亿元)			150.50
近3月日均成交量(万)			1090.16
主要股东			
中山火炬集团有限公司			14.01%

### 股价表现



分产品看，2025 年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 24.97 亿元、5.38 亿元、2.89 亿元、6.02 亿元，分别同比-16.26%、-20.29%、-8.99%、-4.66%，其中酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品销量同比分别为-15.89%/-21.38%/-46.81%/-13.86%，吨价同比分别为-0.45%/+1.38%/-4.09%/+10.68%。2026Q1，公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 7.33 亿元、1.63 亿元、1.08 亿元、1.78 亿元，分别同比+13.10%、+25.77%、+112.99%、-10.46%。

分渠道看，2025 年分销/直销渠道收入分别为 36.96 亿元、2.29 亿元，分别同比-21.00%、+30.47%。2026Q1，分销/直销渠道收入分别为 11.29 亿元、0.52 亿元，分别同比+16.31%、-6.57%。传统渠道进一步下沉，区县开发率达到 76.55%，地级市开发率达到 94.16%。餐饮渠道与专业厨师合作，工业渠道探索健康团餐赛道，25 年电商渠道逆势增长 49%至 2.00 亿元。

分区域看，2025 年东部/南部/中西部/北部区域收入分别为 8.75 亿元、16.31 亿元、8.61 亿元、5.58 亿元，分别同比-26.00%、-19.82%、-14.59%、-11.29%。2026Q1，东部/南部/中西部/北部区域收入分别为 2.69 亿元、4.40 亿元、2.93 亿元、1.79 亿元，分别同比+38.19%、+5.06%、+27.48%、-2.18%。主要系 2025 年重点梳理东部、南部核心区域产品库存、价格，推动大本营市场恢复健康度，全年收入下降较多，而 26Q1 东部区域率先发力增长。

### 25 年增强投入利润率下降，26Q1 盈利能力重启提升

2025 年公司毛利率 39.17%，同比-0.61pcts，归母净利率 12.79%，同比-3.39pcts；25Q4 毛利率 39.07%，同比-6.77pcts，归母净利率 15.06%，同比-5.08pcts；26Q1 毛利率 42.42%，同比+3.7pcts，归母净利率 19.9%，同比+3.46pcts。

毛利率方面，主要受房地产业务盈利能力大幅下滑影响，园区及房地产开发运营业务毛利率同比下滑 12.29pcts 至 6.62%。而调味品业务得益于原料价格低位与生产降本增量，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品毛利率分别提升 3.37pcts、4.27pcts、2.84pcts、26.46pcts。

费用方面，公司 2025 年销售费用率为 12.76%，同比+3.62pcts，管理费用率为 7.99%，同比+1.07pcts；2026Q1 销售费用率为 8.63%，同比+0.01pcts，管理费用率为 7.96%，同比-0.12pcts。销售费用方面，2025 年为提升终端动销与消化渠道库存，增加市场费用支出，引入品牌形象代言人，全年广告宣传费增加 25.52%。此外销售人员数量相对稳定，但提升人员薪资激励。

现金流方面，2025 年经营性净现金流为 6.43 亿元，同比-40.88%。26Q1 经营性净现金流为 3.44 亿元，同比+192.16%。

**盈利预测：**我们预计 2026-2028 年公司实现收入 52.21、57.65、63.69 亿元，实现归母净利润 6.82、8.00、9.22 亿元，对应 PE 为 22.30x、19.00x、16.49x。

**风险提示：**1) **大豆等原材料价格上涨风险：**调味品行业生产成本中直接材料占比较高，大豆等大宗农产品价格近年来波动较大，对公司盈利造成较大影响，若后续原料价格出现超预期上行，将对公司业绩带来不利影响。2) **食品安全风险：**调味品在生产生活中使用频次高，使用范围广，直接关系人们的饮食健康，若出现相关食品安全事件，将降低公众对公司产品的信任度，对公司业务经营造成重大不利影响。3) **需求恢复不及预期风险：**当前公司经营节奏仍受制于下游需求的恢复进程，若终端需求恢复不及预期，短期内公司经营业绩仍将面临一定压力。

**重要财务指标**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,518.76	4,199.94	5,220.61	5,764.70	6,368.65
YoY(%)	7.39	-23.90	24.30	10.42	10.48
净利润(百万元)	893.07	537.07	681.54	799.87	921.76
YoY(%)	-47.37	-39.86	26.90	17.36	15.24
毛利率(%)	39.78	39.17	40.00	40.18	40.33
销售净利率(%)	16.18	12.79	13.05	13.88	14.47
ROE(%)	15.91	9.22	10.67	11.36	11.83
EPS(摊薄/元)	1.15	0.69	0.88	1.03	1.18
P/E(倍)	17.02	28.30	22.30	19.00	16.49
P/B(倍)	2.71	2.61	2.38	2.16	1.95

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

### 夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csc.hk