

公司研究

改革初见成效，26Q1 业绩同比改善

——中炬高新（600872.SH）2025 年年报与 26 年一季报点评

买入（维持）

当前价：21.47 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)	7.79
总市值(亿元):	167.15
一年最低/最高(元):	16.72/21.47
近3月换手率:	89.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.34	19.89	-23.03
绝对	21.03	20.62	2.66

资料来源：Wind

相关研报

改革仍在持续，25Q3 业绩承压——中炬高新（600872.SH）2025 年三季报点评（2025-10-27）

25Q2 经营环比改善，治理结构进一步优化，期待改革成效逐渐释放——中炬高新（600872.SH）2025 年中报点评（2025-08-31）

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（2025-05-03）

要点

事件：中炬高新发布 2025 年年报与 26 年一季报，25 年实现营收 42.0 亿元，同比-23.9%；归母净利润 5.4 亿元，同比-39.9%。其中，25Q4 实现营业收入 10.4 亿元，同比-33.7%；归母净利润 1.6 亿元，同比-50.4%。26Q1 实现营收 13.2 亿元，同比+19.9%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比+45.1%。

25 年聚焦改革，26Q1 实现开门红：25 年美味鲜营收 41.3 亿元，净利润 5.5 亿元，分别同比-18.6%/-29.4%。26Q1 美味鲜营收 12.4 亿元，净利润 2.4 亿元，分别同比+14.6%/+34.3%。**1) 分产品：**25 年，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他的营收分别同比-16.26%/-20.29%/-48.99%/-4.66%，各品类营收同比下滑主要系公司主动控制出厂端出货，推动经销商库存优化。26Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他的营收分别同比+13.10%/+25.77%/+112.99%/-10.46%，主要系春节错期、低基数以及公司 25 年聚焦渠道、组织等方面的改革取得一定成效。截至 25 年末，公司渠道库存已恢复良性，产品价格问题基本得以修正。

2) 分销售模式：25 年分销/直销的营收分别同比-21.00%/+30.47%。分销渠道营收下滑主要系公司推进渠道优化，直销营收增长主要系公司开拓线上及企业客户取得成果，25 年线上销售收入达到 2.0 亿元，同比+49.0%。26Q1 公司分销/直销的营收分别同比+16.31%/-6.57%。

3) 分区域：25 年东部/南部/中西部/北部区域的营收分别同比-26.00%/-19.82%/-14.59%/-11.29%，北部区域营收同比下滑幅度较小。26Q1 东部/南部/中西部/北部区域的营收分别同比+38.19%/+5.06%/+27.48%/-2.18%。除北部外，其他区域营收均实现增长。

26Q1 公司经销商达到 2750 个，东部/南部/中西部/北部经销商分别净减少 14/35/5/20 家，公司持续提升经销商单体质量和运营效率。

受益于规模效应，26Q1 盈利能力同比提升：25 年公司毛利率为 39.2%，同比-0.6pcts，毛利率下滑主要系营收规模负效应。25 年公司期间费用率为 24.2%，同比+5.0pcts。其中，销售/管理/研发费用率分别为 12.8%/8.0%/3.2%，分别同比+3.6%/+1.1%/+0.2pcts。销售费用率同比增长主要系人工成本、广告宣传费增加。25 年公司归母净利率为 12.8%，同比-3.4pcts。

26Q1 公司毛利率为 42.4%，同比+3.7pcts，毛利率上升主要系规模效应。期间费用率为 19.6%，同比-0.3pcts。公司归母净利率为 19.9%，同比+3.5pcts。

改革成效初步显现，通过并购布局复调赛道：2025 年是公司战略调整与内功夯实的关键之年。公司完成管理层换届，并进行了一系列组织变革，包括优化组织架构、引入市场化人才、研发从“技术导向”转向“用户导向”、推进品牌年轻化与高端化等，为未来发展奠定组织基础。在渠道方面，公司主打探索与厨师合作，打造大众化餐饮产品，并且积极布局团餐业务。2026 年 2 月，公司战略性并购四川味滋美食品股份有限公司 55% 股权，切入川式复合调味品赛道，以火锅底料为突破口，补强产品矩阵，加强公司在餐饮渠道的定制化服务能力。

盈利预测、估值与评级：考虑公司持续精进组织改革，我们上调公司 26-27 年归母净利润预测，预计 26-27 年归母净利润分别为 7.07/8.10 亿元（较前次预测分别上调 11.0%、11.4%），新增 28 年归母净利润为 9.10 亿元，折合 26-28 年的 EPS 分别为 0.91、1.04、1.17 元，当前股价对应 PE 分别为 24、21、18 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,519	4,200	4,913	5,445	6,020
营业收入增长率	7.39%	-23.90%	16.97%	10.84%	10.55%
归母净利润 (百万元)	893	537	707	810	910
归母净利润增长率	-47.37%	-39.86%	31.58%	14.57%	12.42%
EPS (元)	1.14	0.69	0.91	1.04	1.17
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.91%	9.22%	11.43%	11.94%	12.22%
P/E	19	31	24	21	18
P/B	3.0	2.9	2.7	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-20。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,519	4,200	4,913	5,445	6,020
营业成本	3,323	2,555	2,929	3,229	3,556
折旧和摊销	180	190	180	193	222
税金及附加	58	44	52	57	63
销售费用	504	536	626	694	768
管理费用	382	336	368	406	449
研发费用	165	133	156	173	191
财务费用	6	10	17	3	-2
投资收益	57	64	32	33	37
营业利润	1,147	661	823	945	1,063
利润总额	1,140	649	833	955	1,073
所得税	181	110	125	143	161
净利润	959	539	708	812	912
少数股东损益	66	1	2	2	2
归属母公司净利润	893	537	707	810	910
EPS(元)	1.14	0.69	0.91	1.04	1.17

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,088	643	778	880	926
净利润	893	537	707	810	910
折旧摊销	180	190	180	193	222
净营运资金增加	1,018	-401	235	157	238
其他	-1,003	317	-343	-279	-445
投资活动产生现金流	-1,239	-420	62	-219	-733
净资本支出	-282	-146	-173	-232	-750
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-961	-278	236	13	17
融资活动现金流	338	-407	-785	-403	-241
股本变化	-2	-5	0	0	0
债务净变化	572	-10	-421	-188	0
无息负债变化	376	-387	8	174	120
净现金流	187	-184	56	258	-49

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	39.8%	39.2%	40.4%	40.7%	40.9%
EBITDA 率	23.8%	19.4%	20.1%	20.3%	20.7%
EBIT 率	20.4%	14.7%	16.5%	16.8%	17.0%
税前净利润率	20.7%	15.4%	17.0%	17.5%	17.8%
归母净利润率	16.2%	12.8%	14.4%	14.9%	15.1%
ROA	11.6%	6.7%	8.8%	9.4%	9.7%
ROE (摊薄)	15.9%	9.2%	11.4%	11.9%	12.2%
经营性 ROIC	16.6%	9.9%	12.7%	13.7%	13.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	30%	26%	21%	19%	19%
流动比率	2.32	2.79	3.51	3.91	3.76
速动比率	1.63	2.01	2.50	2.79	2.62
归母权益/有息债务	8.35	8.79	25.63	127.82	140.38
有形资产/有息债务	11.81	11.73	32.34	158.15	173.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	8,237	8,062	8,007	8,592	9,381
货币资金	693	534	590	848	799
交易性金融资产	134	878	600	600	600
应收账款	416	253	296	328	362
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	10	12	14	15
存货	1,531	1,438	1,464	1,615	1,778
其他流动资产	2,386	2,002	2,109	2,189	2,275
流动资产合计	5,195	5,149	5,109	5,635	5,876
其他权益工具	20	3	54	54	54
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	2,004	2,018	1,988	2,005	2,425
在建工程	142	34	45	51	94
无形资产	169	167	164	160	157
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	11	18	19	19	19
非流动资产合计	3,041	2,913	2,898	2,957	3,505
总负债	2,467	2,070	1,657	1,643	1,763
短期借款	620	610	188	0	0
应付账款	516	355	407	449	494
应付票据	22	19	22	24	26
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	11	14	17	20
流动负债合计	2,244	1,845	1,456	1,443	1,563
长期借款	50	50	50	50	50
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	74	67	71	71	71
非流动负债合计	223	226	201	201	201
股东权益	5,770	5,992	6,350	6,949	7,618
股本	783	779	779	779	779
公积金	441	424	495	576	667
未分配利润	4,644	4,812	5,098	5,614	6,190
归属母公司权益	5,614	5,828	6,184	6,781	7,448
少数股东权益	156	164	166	168	170

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	9.14%	12.76%	12.75%	12.75%	12.75%
管理费用率	6.92%	7.99%	7.48%	7.46%	7.46%
财务费用率	0.10%	0.24%	0.35%	0.05%	-0.03%
研发费用率	2.99%	3.17%	3.17%	3.17%	3.17%
所得税率	16%	17%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.42	0.45	0.27	0.31	0.35
每股经营现金流	1.39	0.83	1.00	1.13	1.19
每股净资产	7.17	7.49	7.94	8.71	9.57
每股销售收入	7.05	5.39	6.31	6.99	7.73

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	19	31	24	21	18
PB	3.0	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	13.1	20.1	16.4	14.3	12.8
股息率	2.0%	2.1%	1.3%	1.5%	1.6%

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所载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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼