

Q1 业绩亮眼高增，改革调整重回增长

中炬高新(600872)

评级:	买入	股票代码:	600872
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	21.47/16.72
目标价格:		总市值(亿)	169.17
最新收盘价:	21.73	自由流通市值(亿)	167.53
		自由流通股数(百万)	770.99

事件概述

2025年公司实现营业收入42.00亿元，同比-23.90%；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%。全年拟每10股派发现金红利4.5元（含税）。

2026年Q1公司实现营业收入13.20亿元，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%

分析判断:

► 走出改革阵痛期，主业强势复苏

2025年是公司战略调整与内功夯实关键年，围绕“强基、多元、高效”推进营销变革、渠道优化、组织升级，短期业绩承压但长期根基加固。26Q1公司走出改革调整阵痛期，业绩改善，经营拐点确立。

分产品来看，25年调味品主业贡献98.34%的营收，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别实现收入24.97/5.38/2.89/6.02亿元，同比-16.3%/-20.3%/-49.0%/-4.7%，食用油受行业与需求波动影响较大，酱油、鸡精鸡粉等核心品类韧性较强，多品类矩阵稳固。分渠道来看，25年分销/直销分别实现营收36.96/2.97亿元，同比-21.91%/+19.63%，全年净增经销商270家至2824家，地级市开发率94.16%、区县开发率76.55%，渠道下沉与结构优化推进；线上营收2.00亿元，同比高增，新兴渠道成为增量亮点。公司全年主动控货去库存，渠道库存回归良性，市场秩序修复，为2026年复苏奠定基础。

26Q1公司核心子公司美味鲜实现营收12.40亿元，同比+14.60%，贡献主要增长，调味品主业恢复强劲增长态势。分产品来看，26Q1酱油/鸡精鸡粉/食用油分别同增+13.10%/+25.77%/+112.99%，食用油基数修复+需求回暖带动高增，酱油、鸡精鸡粉稳健增长，多品类矩阵韧性凸显。分渠道来看，分销收入+16.31%，传统渠道下沉与精细化运营见效；直销小幅下滑，整体以分销为核心的渠道结构稳固。分区域来看，东部/中西部高增+38.19%/+27.48%，南部稳健增长+5.06%，北部小幅波动，区域均衡发展，全国化布局提速。

► 毛利率改善+费用优化，Q1 利润大幅提升

成本端来看，25年公司毛利率39.17%，同比下降0.61pct，成本小幅承压。费用端来看，25年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为12.76%/7.99%/3.17%/0.24%，分别同比+3.62%/+1.07%/+0.18%/+0.14%，销售费用增加系人工、品牌宣传投入加大，整体费用投向聚焦长期竞争力打造。综合来看，公司25年实现净利率12.82%，同比下降4.56pct，相应的归母净利润同比-39.86%至5.37亿元，收入规模收缩叠加改革期刚性投入使得利润端短期承压。

26年Q1经营端拆分来看，毛利率同比提升3.69pct至42.42%，主因原材料成本下行、产品结构优化、供应链效率提升三重驱动，盈利水平显著修复；销售/管理/研发/财务费用分别同比+0.01%/-0.11%/-0.12%/-0.12pct至8.63%/7.96%/2.74%/0.23%，改革降本增效落地，规模效应显现。得益于收入增长和费用优化，Q1公司盈利弹性释放，归母净利润同比提升45.11%至2.63亿元，利润增速远超收入增速，相应的净利率同比提升3.53pct至19.99%。

► 改革红利释放，“再造一个厨邦”战略持续落地可期

2026年Q1公司走出改革调整阵痛期，实现收入利润高增，经营拐点确立。展望26年，公司核心品类稳健、新兴品类发力、渠道结构优化、成本优势凸显，叠加复合调味品新增量，全年业绩复苏可期。中长期来

看，公司依托品牌、渠道、供应链核心优势，改革红利持续释放，有望实现业绩稳步修复与长期价值回归，我们看好公司发展完善调味品业务，并借助调味品行业龙头地位不断向平台化公司发展，全面提升竞争实力。

投资建议

参考最新业绩报告，我们调整公司 26-27 年营业收入 48.87/52.30 亿元的预测至 49.70/55.09 亿元，新增 28 年 60.09 亿元的预测；调整 26-27 年 EPS 0.83/0.94 元的预测至 0.90/1.04 元，新增 28 年 1.18 元的预测；对应 2026 年 4 月 21 日 21.73 元的估值分别为 24/21/18 倍，维持买入评级。

风险提示

行业竞争加剧、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,519	4,200	4,970	5,509	6,009
YoY (%)	7.4%	-23.9%	18.3%	10.9%	9.1%
归母净利润(百万元)	893	537	701	807	916
YoY (%)	-47.4%	-39.9%	30.4%	15.3%	13.4%
毛利率(%)	39.8%	39.2%	38.2%	38.5%	38.7%
每股收益(元)	1.14	0.70	0.90	1.04	1.18
ROE	15.9%	9.2%	10.7%	11.0%	11.1%
市盈率	19.00	31.03	24.15	20.95	18.47

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,200	4,970	5,509	6,009	净利润	539	701	807	916
YoY(%)	-23.9%	18.3%	10.9%	9.1%	折旧和摊销	200	182	196	204
营业成本	2,555	3,069	3,388	3,681	营运资金变动	-68	147	-52	-29
营业税金及附加	44	52	58	63	经营活动现金流	643	1,004	927	1,060
销售费用	536	576	617	661	资本开支	-146	-127	-136	-132
管理费用	336	363	397	427	投资	-332	-73	-58	-65
财务费用	10	3	6	0	投资活动现金流	-420	-153	-143	-141
研发费用	133	149	165	180	股权募资	7	-1	0	0
资产减值损失	-1	-4	-6	-5	债务募资	-20	0	0	0
投资收益	64	47	51	56	筹资活动现金流	-407	-6	-13	-13
营业利润	661	831	957	1,084	现金净流量	-184	845	771	906
营业外收支	-12	-7	-7	-7	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	649	824	950	1,077	成长能力 (%)				
所得税	110	124	142	162	营业收入增长率	-23.9%	18.3%	10.9%	9.1%
净利润	539	701	807	916	净利润增长率	-39.9%	30.4%	15.3%	13.4%
归属于母公司净利润	537	701	807	916	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-39.9%	30.4%	15.3%	13.4%	毛利率	39.2%	38.2%	38.5%	38.7%
每股收益	0.70	0.90	1.04	1.18	净利率	12.8%	14.1%	14.7%	15.2%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	6.7%	7.8%	8.2%	8.4%
货币资金	534	1,378	2,149	3,055	净资产收益率 ROE	9.2%	10.7%	11.0%	11.1%
预付款项	34	21	22	25	偿债能力 (%)				
存货	1,438	1,419	1,570	1,704	流动比率	2.79	2.99	3.30	3.55
其他流动资产	3,144	3,190	3,183	3,232	速动比率	0.91	1.28	1.59	1.90
流动资产合计	5,149	6,009	6,924	8,016	现金比率	0.29	0.69	1.02	1.35
长期股权投资	4	3	3	3	资产负债率	25.7%	25.1%	23.8%	22.9%
固定资产	2,018	2,124	2,239	2,334	经营效率 (%)				
无形资产	167	156	146	135	总资产周转率	0.52	0.58	0.59	0.58
非流动资产合计	2,913	2,930	2,915	2,895	每股指标 (元)				
资产合计	8,062	8,939	9,839	10,912	每股收益	0.70	0.90	1.04	1.18
短期借款	610	610	610	610	每股净资产	7.49	8.38	9.42	10.60
应付账款及票据	374	493	543	591	每股经营现金流	0.83	1.29	1.19	1.36
其他流动负债	861	904	947	1,057	每股股利	0.45	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,845	2,008	2,100	2,257	估值分析				
长期借款	50	50	50	50	PE	31.03	24.15	20.95	18.47
其他长期负债	176	189	189	189	PB	2.34	2.56	2.28	2.03
非流动负债合计	226	239	239	239					
负债合计	2,070	2,247	2,339	2,497					
股本	779	779	779	779					
少数股东权益	164	164	164	164					
股东权益合计	5,992	6,692	7,499	8,415					
负债和股东权益合计	8,062	8,939	9,839	10,912					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
		分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
		分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。