

# 中炬高新 (600872.SH)

买入 (维持评级)

## 改革成效初步显现，期待红利持续释放

**事件：**公司披露 2025 年年报及 2026 年一季报。25 年公司实现营收 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%。26Q1 公司实现营收 13.20 亿元，同比+19.88%；归母净利润 2.63 亿元，同比+45.11%。

➤ **调整结束成效初显，26Q1 收入恢复良性增长。**分产品看，公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品 25 年分别实现收入 24.97/5.38/2.89/6.02 亿元，同比 -16.26%/-20.29%/-48.99%/-4.66%；26Q1 分别实现收入 7.33/1.63/1.08/1.78 亿元，同比+13.10%/+25.77%/+112.99%/-10.46%。25 年整体下滑推测主要系公司主动调整出货节奏，维护渠道库存及价盘所致，26Q1 已恢复较好增长。分渠道看，公司分销/直销渠道收入 25 年分别同比 -21.00%/+30.47%；26Q1 则分别同比+16.31%/-6.57%，分销渠道恢复增长拉动整体公司收入扩张。分区域看，公司东部/南部/中西部/北部区域收入 25 年分别同比 -26.00%/-19.82%/-14.59%/-11.29%，26Q1 分别同比 +38.19%/+5.06%/27.48%/-2.18%，东部和中西部恢复表现突出。

➤ **毛利优化费用收窄，26Q1 盈利能力大幅提升。**公司 25 全年/26Q1 分别实现毛利率 39.17%/42.42%，同比-0.61/+3.70pct，25 年整体毛利率小幅下行推测系营收下降规模效应影响，但 26Q1 已实现较好改善趋势。从费用结构看，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%，同比+3.62/+1.07/+0.19/+0.13pct，四费合计同比+5.01pct，我们推测费用率上行一方面受营收规模收缩影响，同时公司主动进行渠道库存价盘调整造成销售费用率上行。26Q1 公司四费同比整体平稳，合计同比-0.34pct，其中销售费用率 8.63%，调整后实现大幅改善。结合以上，公司 25 全年/26Q1 实现归母净利率 12.79%/19.90%，同比 -3.39/+3.46pct，盈利能力大幅修复。

➤ **经营显著改善，改革红利有望持续释放。**25 年公司坚定推进渠道健康化建设，主动控制出货，优化经销商库存。经历短期阵痛后，至 25 年底公司渠道库存已恢复良性水平，产品价格问题基本得到修正，经销商信心修复。26Q1 公司轻装上阵，叠加春节旺季错期，实现业绩大幅改善。我们认为公司牺牲短期业绩换取公司渠道、价盘的健康稳定发展，代表了管理层务实、长远的经营考量。结合公司在营销端积极变革，精细化、模式化、动态化管理渠道，在当前基础上有望持续释放改革红利。此外，公司 2026 年已完成对四川味滋美食品的战略并购，有望在复调品类以及餐饮渠道实现较好资源协同补充，为公司未来成长贡献新增量。

➤ **盈利预测与投资建议：**结合公司业绩，我们下调此前盈利预测，预计公司 2026-27 年归母净利润为 7.01/8.21 亿元（前次为 11.63/12.77 亿元），同比+31%/+17%，并引入 28 年归母净利润预测 9.22 亿元，同比+12%，当前股价对应 26-28 年 PE 分别为 24x/20x/18x，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**食品质量安全风险、需求改善不及预期、原料价格大幅波动、市场竞争加剧。

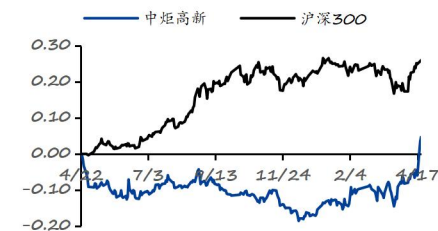
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,519	4,200	5,194	5,734	6,293
增长率	7%	-24%	24%	10%	10%
净利润 (百万元)	893	537	701	821	922
增长率	-47%	-40%	31%	17%	12%
EPS (元/股)	1.16	0.70	0.91	1.07	1.20
市盈率 (P/E)	18.8	31.2	23.9	20.4	18.2
市净率 (P/B)	3.0	2.9	2.6	2.4	2.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2026-04-21
收盘价:	21.73 元
总股本/流通股本(百万股)	778.51/770.99
流通 A 股市值(百万元)	16,753.57
每股净资产(元)	7.63
资产负债率(%)	26.61
一年内最高/最低价(元)	22.21/16.72

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师:	龚源月(S0210526030001)
分析师:	童杰(S0210523050002)
	tj30105@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、全年业绩平稳收官，内生增长与外延扩张双轮驱动——2025.04.09
- 2、Q3 业绩大幅增长，高弹性有望延续——2024.10.26
- 3、Q2 经营面临调整，期待 H2 旺季改革逐步见效——2024.08.09

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	534	1,338	1,192	1,685	营业收入	4,200	5,194	5,734	6,293
应收票据及账款	253	4	4	4	营业成本	2,555	3,263	3,593	3,934
预付账款	34	13	14	16	税金及附加	44	55	60	66
存货	1,438	1,642	1,845	1,873	销售费用	536	519	562	607
合同资产	0	0	0	0	管理费用	336	410	448	488
其他流动资产	2,891	2,912	3,384	3,627	研发费用	133	158	172	186
流动资产合计	5,149	5,909	6,438	7,204	财务费用	10	13	2	-3
长期股权投资	4	4	4	4	信用减值损失	21	0	0	0
固定资产	2,018	2,035	2,051	2,065	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	34	64	84	94	公允价值变动收益	10	5	5	5
无形资产	167	150	135	123	投资收益	64	53	53	53
商誉	2	2	2	2	其他收益	22	29	29	29
其他非流动资产	689	687	657	637	<b>营业利润</b>	<b>661</b>	<b>861</b>	<b>982</b>	<b>1,101</b>
非流动资产合计	2,913	2,941	2,931	2,923	营业外收入	1	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>8,062</b>	<b>8,850</b>	<b>9,369</b>	<b>10,127</b>	营业外支出	13	13	13	13
短期借款	610	400	200	200	<b>利润总额</b>	<b>649</b>	<b>850</b>	<b>971</b>	<b>1,090</b>
应付票据及账款	374	555	647	694	所得税	110	127	145	164
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>539</b>	<b>723</b>	<b>826</b>	<b>926</b>
合同负债	96	130	143	157	少数股东损益	1	22	4	5
其他应付款	535	535	535	535	<b>归属母公司净利润</b>	<b>538</b>	<b>701</b>	<b>821</b>	<b>922</b>
其他流动负债	230	303	325	342	EPS (按最新股本摊薄)	0.70	0.91	1.07	1.20
流动负债合计	1,845	1,923	1,850	1,928					
长期借款	50	50	50	50					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	176	177	177	177					
非流动负债合计	226	227	227	227					
<b>负债合计</b>	<b>2,070</b>	<b>2,150</b>	<b>2,077</b>	<b>2,155</b>					
归属母公司所有者权益	5,828	6,515	7,102	7,778					
少数股东权益	164	186	190	195					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,992</b>	<b>6,701</b>	<b>7,293</b>	<b>7,972</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,062</b>	<b>8,850</b>	<b>9,369</b>	<b>10,127</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>643</b>	<b>1,209</b>	<b>419</b>	<b>873</b>
现金收益	746	938	1,030	1,125
存货影响	93	-204	-203	-29
经营性应收影响	155	269	-1	-1
经营性应付影响	-241	181	92	47
其他影响	-109	25	-499	-269
<b>投资活动现金流</b>	<b>-420</b>	<b>-172</b>	<b>-135</b>	<b>-137</b>
资本支出	-100	-232	-223	-214
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-320	60	88	77
<b>融资活动现金流</b>	<b>-407</b>	<b>-232</b>	<b>-431</b>	<b>-243</b>
借款增加	-10	-210	-200	0
股利及利息支付	-325	-261	-261	-313
股东融资	7	0	0	0
其他影响	-79	239	30	70

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-23.9%	23.7%	10.4%	9.7%
EBIT 增长率	-42.5%	31.1%	12.7%	11.6%
归母公司净利润增长率	-39.9%	30.5%	17.2%	12.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.2%	37.2%	37.3%	37.5%
净利率	12.8%	13.9%	14.4%	14.7%
ROE	9.0%	10.5%	11.3%	11.6%
ROIC	12.6%	15.0%	15.7%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.7%	24.3%	22.2%	21.3%
流动比率	2.8	3.1	3.5	3.7
速动比率	2.0	2.2	2.5	2.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	29	9	0	0
存货周转天数	209	170	175	170
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.70	0.91	1.07	1.20
每股经营现金流	0.83	1.57	0.54	1.13
每股净资产	7.56	8.45	9.21	10.09
<b>估值比率</b>				
P/E	31	24	20	18
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	40	32	29	27

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn