

中炬高新(600872)

报告日期: 2026年04月23日

25年主动调整, 26年弹性可期

——中炬高新25年报&26一季报点评

事件

25年实现营收/归母净利润42.0/5.4亿元, 同比-23.9%/-39.9%, 其中美味鲜收入41.3亿元(同比-18.6%, 下同); 25Q4实现营收/归母净利润10.4/1.6亿元, 同比-33.7%/-50.4%, 其中美味鲜收入10.2亿元(-19.3%); 26Q1实现营收/归母净利润13.2/2.6亿元, 同比+19.9%/+45.1%, 其中美味鲜收入/归母净利润12.4/2.4亿元, 同比+14.6%/+34.3%。

投资要点

□ 收入: 25年公司主动调整、渠道库存现已降至健康水平, 26Q1基本面向好

公司25年围绕“强基、多样、高效”管理主题开展组织能力、体系、流程及系统建设。25年公司业绩与25年三季度报趋势一致, 业务和市场自下半年起明显好转: 25年末渠道库存2.5倍以下(行业健康线以下); 25年下半年终端销环比改善10%以上, 主要单品在主要区域价格基本恢复, 经销商提货节奏符合预期。

分产品: 25年公司聚焦去库存导致收入承压, 26Q1主要品类均恢复同比正增。酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品25年收入25.0/5.4/2.9/6.0亿元, 同比-16.3%/-20.3%/-49.0%/-4.7%, 销量-15.8%/-21.4%/-46.8%/-10.3%, 吨价-0.5%/+1.4%/-4.1%/+6.3%; 25Q4收入6.0/1.4/0.9/1.4亿元, 同比-12.1%/-12.7%/-58.8%/-3.8%; 26Q1收入7.3/1.6/1.1/1.8亿元, 同比+13.1%/+25.8%/+113.0%/-10.5%。后续公司基础调味品的增长抓手包括: (1)渠道推动: 借助经销商健康体检表工具跟进终端数据, 确保各渠道环节利润持续稳定高于主要竞争对手; (2)终端普查: 公司投入资金协助经销商开展终端普查, 填补因粗放管理造成的终端空白; (3)产品策略优化: 摒弃过往跟随性策略, 强化研发能力, 推出既能满足消费者差异化需求、又能为渠道提供新利润支撑点的新产品。

分渠道: 分销/直营渠道25年收入37.0/2.3亿元, 同比-21.0%/+30.5%; 25Q4收入9.2/0.6亿元, 同比-20.8%/+1.5%; 26Q1收入11.3/0.5亿元, 同比+16.3%/-6.6%。

分地区: 东部/南部/中西部/北部地区25年收入8.8/17.0/8.6/5.6亿元, 同比-26.0%/-16.5%/-14.6%/-11.3%; 25Q4收入2.3/4.7/2.2/1.3亿元, 同比-18.8%/-13.7%/-14.4%/-5.7%; 26Q1收入2.7/4.4/2.9/1.8亿元, 同比+38.2%/+5.1%/+27.5%/-2.2%, 26Q1华东市场因渠道布局合理、经销商隶属关系清晰, 增长较快, 华南市场受价格修复因素影响, 增长速度较华东市场缓慢。

□ 盈利能力: 26Q1调味品板块毛利率达历史最高水平, 费投合理, 合力推动净利率同比大幅提升

25年毛利率/净利率39.2%(-0.6pct)/12.8%(-4.6pct), 销售/管理费用率12.8%(+3.6pcts)/8.0%(+1.1pcts); 其中美味鲜毛利率39.7%(+1.3pct), 净利率13.2%; 25年调味品板块毛利率受益于原料成本红利、产品结构梳理, 同比提升2.8pct。25年销售费用率上升, 主因于24年底高库存问题叠加促销费用未按品类精准投放, 引发价格波动, 公司为维护渠道稳定需投入额外资源。

25Q4毛利率/净利率39.1%(-6.8pct)/15.1%(-5.3pct), 销售/管理费用率9.6%(+0.7pct)/6.8%(+0.1pct);

26Q1毛利率/净利率42.4%(+3.7pct)/20.0%(+3.5pct), 调味品板块毛利率达42%, 为历史最高水平, 销售/管理费用率8.6%(持平)/8.0%(-0.1pct), 26年销售费用率管控将采取总部统筹部分主产品价格稳定机制, 动销费用按产品、分区域精准配置, 26Q1已呈现合理有效的费效比组合。

□ 外延并购: 味滋美助力公司进军复调赛道, 补强公司B端定制化服务能力

投资评级: 买入(维持)

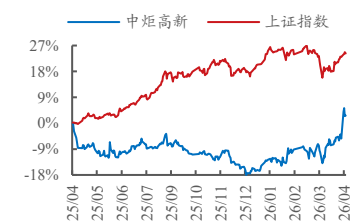
分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230526010001
 zhangxiaolian01@stocke.com.cn

分析师: 孙天一
 执业证书号: S1230521070002
 suntianyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥21.20
总市值(百万元)	16,504.40
总股本(百万股)	778.51

股票走势图



相关报告

- 《Q2收入降幅环比收窄, 大股东增持彰显信心》2025.09.01
- 《董事会换届落地, 有望进一步落实股东战略意图》2025.08.01
- 《Q2阶段性承压, 全年目标不变》2024.08.09

公司于2026年3月1日完成对味滋美的并表。味滋美以川式复合调味料为主营方向，专注于B端餐饮定制化服务。其川式复合调味料与厨邦的基础调味料形成互补，而其B端定制化服务、柔性生产及供应链能力，可有效缩短厨邦切入复合调味料赛道的周期，目前双方正在推进业务协同对接。

❑ 重视投资者回报：股东增持+公司回购+分红比率再提升

2025年下半年，火炬集团合计增持公司股本2.9%，增持金额近4亿元，截至25年底，火炬集团及其一致行动人持股比例达23.7%；2025年底公司宣布3-6亿股份回购计划，截至26年3月底，已累计回购股份823.6万股，支付金额1.5亿元（不含交易费用）；2025年分红比率达64.2%，同比增加27.6pct。

❑ 盈利预测与估值

公司的改革举措兼顾短期与中长期发展考量，26Q1基本面向上修复，低基数下期待26年基本面趋势向好+管理加强+并购多元弹性释放。预计公司2026-2028年公司营业收入为49.5/54.4/58.3亿元，同比+17.8%/+10.0%/+7.1%；归母净利润为7.1/7.9/8.7亿元，同比+31.9%/+11.5%/+9.5%。

❑ 风险提示

食品安全风险；行业竞争风险加剧等

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,200	4,947	5,443	5,832
(+/-) (%)	-23.90%	17.80%	10.02%	7.13%
归母净利润	537	708	789	865
(+/-) (%)	-39.86%	31.86%	11.49%	9.52%
每股收益(元)	0.69	0.91	1.01	1.11
P/E	30.73	23.31	20.91	19.09

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,149	5,733	6,387	7,202
现金	534	404	218	249
交易性金融资产	878	981	1,084	1,187
应收账款	253	270	304	320
其它应收款	10	7	2	4
预付账款	34	29	35	38
存货	1,438	1,520	1,702	1,845
其他	2,002	2,522	3,041	3,561
非流动资产	2,913	2,941	2,940	2,742
金融资产类	3	3	3	3
长期投资	4	4	4	4
固定资产	2,018	2,043	2,046	1,848
无形资产	167	167	167	167
在建工程	34	30	30	30
其他	688	694	691	690
资产总计	8,062	8,674	9,328	9,944
流动负债	1,845	2,187	2,556	2,860
短期借款	610	810	1,010	1,210
应付款项	374	454	498	533
预收账款	0	0	0	0
其他	861	922	1,047	1,117
非流动负债	226	239	239	239
长期借款	50	50	50	50
其他	176	189	189	189
负债合计	2,070	2,426	2,795	3,099
少数股东权益	164	166	168	171
归属母公司股东权益	5,828	6,082	6,364	6,674
负债和股东权益	8,062	8,674	9,328	9,944

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,200	4,947	5,443	5,832
营业成本	2,555	2,963	3,267	3,512
营业税金及附加	44	52	57	61
营业费用	536	594	631	659
管理费用	336	386	419	443
研发费用	133	157	173	185
财务费用	10	30	42	55
资产减值损失	(1)	0	0	0
公允价值变动损益	10	3	3	3
投资净收益	64	75	83	89
其他经营收益	22	26	29	31
营业利润	661	850	948	1,039
营业外收支	(12)	6	6	6
利润总额	649	856	954	1,045
所得税	110	145	162	178
净利润	539	710	792	867
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	537	708	789	865
EBITDA	796	1,080	1,208	1,299
EPS (最新摊薄)	0.69	0.91	1.01	1.11

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-23.90%	17.80%	10.02%	7.13%
营业利润	-42.40%	28.60%	11.57%	9.58%
归属母公司净利润	-39.86%	31.86%	11.49%	9.52%
获利能力				
毛利率	39.17%	40.10%	39.97%	39.77%
净利率	12.79%	14.31%	14.50%	14.83%
ROE	9.22%	11.64%	12.40%	12.96%
ROIC	7.43%	10.34%	10.88%	11.26%
偿债能力				
资产负债率	25.68%	27.97%	29.97%	31.17%
净负债比率	2.18%	7.38%	12.95%	14.85%
流动比率	2.79	2.62	2.50	2.52
速动比率	0.91	0.76	0.63	0.62
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.59	0.60	0.61
应收账款周转率	12.57	18.93	18.95	18.70
应付账款周转率	5.87	7.48	7.15	7.12
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.91	1.01	1.11
每股经营现金	0.83	0.50	0.50	0.58
每股净资产	7.49	7.81	8.17	8.57
估值比率				
P/E	30.73	23.31	20.91	19.09
P/B	2.83	2.71	2.59	2.47
EV/EBITDA	17.33	15.71	14.36	13.48

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	643	385	392	450
净利润	539	710	792	867
折旧摊销	200	194	212	200
财务费用	14	39	49	59
投资损失	(64)	(75)	(83)	(89)
营运资金变动	(68)	(489)	(588)	(577)
其它	24	8	11	(9)
投资活动现金流	(420)	(231)	(222)	(6)
资本支出	(146)	(194)	(194)	6
长期投资	(332)	(111)	(111)	(100)
其他	58	74	82	88
筹资活动现金流	(407)	(285)	(355)	(414)
短期借款	(10)	200	200	200
长期借款	0	0	0	0
其他	(397)	(485)	(555)	(614)
现金净增加额	(184)	(130)	(185)	30

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>