

中炬高新 (600872.SH)

买入 (维持评级)

经营改革初显成效，业绩改善未来可期

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,519	4,200	4,790	5,233	5,763
增长率 yoy (%)	7.4	-23.9	14.1	9.2	10.1
归母净利润 (百万元)	893	537	681	762	859
增长率 yoy (%)	-47.4	-39.9	26.8	11.9	12.8
ROE (%)	16.6	9.0	10.8	11.4	11.9
EPS 最新摊薄 (元)	1.15	0.69	0.87	0.98	1.10
P/E (倍)	17.0	28.3	22.3	20.0	17.7
P/B (倍)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布公告，2025 年实现营收 42.0 亿元，同比减少 23.9%；归母净利润 5.4 亿元，同比减少 39.9%；扣非归母净利润 5.4 亿元，同比减少 20.1%。2026Q1 实现营收 13.2 亿元，同比增长 19.9%；归母净利润 2.6 亿元，同比增长 45.1%。

公司调整初显成效，26Q1 营收表现亮眼。2025 年公司营收同比减少 23.9%，主要由于公司基于长期发展目标主动调整出货节奏、优化经销商结构。分产品看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别同比-16.3%/-20.3%/-49.0%/-4.7%。从销售模式上看，公司分销收入同比减少 21.0%，直销模式同比增长 30.5%。2026 年一季度，公司营收同比增长 19.9%，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别同比+13.1%/+25.8%/+113.0%/-10.5%，分销/直销模式收入分别+16.3%/-6.6%。分区域看，东部/南部/中西部/北部地区收入分别+38.2%/+5.1%/+27.5%/-2.2%，收入显著改善。

毛利率改善费用率优化，盈利能力显著提升。2025 年公司毛利率为 39.2%，同比减少 0.6pct，归母净利率 12.8%，同比减少 3.4pct，主要由于高毛利的征地收入占比减少；公司主营的调味品主业毛利率为 40.1%，同比增加 2.8pct，主要由于原材料采购单价下降及降本增效综合影响。费用端，销售费用率为 12.8%，同比增长 3.6pct，主要由于本期人工成本及广告宣传费用支出增加；管理费用率为 8.0%，同比增长 1.1pct，主要由于整体收入规模下降减少摊薄效应；财务费用率为 0.2%，同比增长 0.1pct，主要由于本年票据贴现手续费增加。2026Q1，公司毛利率为 42.4%，同比增长 3.7pct，归母净利率为 19.9%，同比增长 3.5pct，盈利能力持续改善。费用端，销售/管理/财务费用率分别为 8.6%/8.0%/0.2%，同比基本持平。

公司集中调整经营战略，改革多管齐下未来增长可期。2025 年，公司面对外部环境的不确定性与消费市场的调整，主动调整节奏、优化结构、积蓄动能，为新一轮高质量发展奠定了基础。营销端，公司积极推进管理模式转型，将过往以经验为主的管理方式，转向从终端出发、数据驱动的渠道精细化管理。渠道端，公司主动调整出货节奏、优化经销商结构、创新厂商协作机制，2025 年净增经销商 270 个，经销商数量达到 2824 个，区县开发率达到 76.55%，地级市开发率达到 94.16%。投资并购方面，2026 年公司完成对四川味滋美食品股份有限公司的战

股票信息

行业	食品饮料
2026 年 04 月 23 日收盘价(元)	21.20
总市值 (百万元)	16,504.40
流通市值 (百万元)	16,344.94
总股本 (百万股)	778.51
流通股本 (百万股)	770.99
近 3 月日均成交额(百万元)	273.15

作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

相关研究

略性并购，通过控股川式复合调味品赛道标杆企业，以火锅底料为切入点，进军更具成长性的复合调味品市场，补强了公司在 B 端餐饮渠道的定制化服务能力。

投资建议：公司 2025 年在营销、渠道、管理等多维度调整节奏、积蓄动能，2026 年一季度实现营收、利润双重增长，预期后续公司改革红利将进一步释放。我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入 47.9 亿元、52.3 亿元、57.6 亿元，归母净利润 6.8 亿元、7.6 亿元、8.6 亿元，2026 年 4 月 22 日股价对应的 PE 倍数分别为 22.3X、20.0X、17.7X，维持“买入”评级。

风险提示：成本上行的风险，竞争加剧的风险，消费需求下行的风险，食品安全及监管政策风险，国际贸易风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5195	5149	5906	6168	7227
现金	693	534	567	994	1542
应收票据及应收账款	416	253	294	402	306
其他应收款	9	10	12	13	15
预付账款	26	34	13	47	13
存货	1531	1438	1946	1729	2314
其他流动资产	2521	2881	3074	2983	3036
非流动资产	3041	2913	2985	2983	2995
长期股权投资	4	4	3	3	3
固定资产	2004	2018	2104	2121	2151
无形资产	169	167	154	140	126
其他非流动资产	864	724	725	719	715
资产总计	8237	8062	8892	9151	10222
流动负债	2244	1845	2353	2088	2594
短期借款	620	610	615	613	614
应付票据及应付账款	538	374	613	484	708
其他流动负债	1086	861	1125	991	1272
非流动负债	223	226	212	202	194
长期借款	50	50	41	31	21
其他非流动负债	173	176	171	171	173
负债合计	2467	2070	2565	2290	2787
少数股东权益	156	164	169	189	211
股本	783	779	779	779	779
资本公积	424	424	424	424	424
留存收益	4661	4812	5148	5475	5875
归属母公司股东权益	5614	5828	6158	6673	7223
负债和股东权益	8237	8062	8892	9151	10222

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1088	643	602	855	1059
净利润	959	539	685	781	882
折旧摊销	188	197	185	198	216
财务费用	6	10	27	19	4
投资损失	-57	-64	-59	-48	-39
营运资金变动	-267	-69	-238	-107	-21
其他经营现金流	259	31	1	11	16
投资活动现金流	-1239	-420	-198	-148	-190
资本支出	305	148	261	196	226
长期投资	-979	-332	0	0	0
其他投资现金流	44	60	63	49	36
筹资活动现金流	338	-407	-370	-280	-321
短期借款	520	-10	5	-3	1
长期借款	50	0	-9	-10	-10
普通股增加	-2	-5	0	0	0
资本公积增加	420	1	0	0	0
其他筹资现金流	-650	-392	-366	-268	-313
现金净增加额	187	-184	34	427	548

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5519	4200	4790	5233	5763
营业成本	3323	2555	2911	3162	3479
营业税金及附加	58	44	59	59	65
销售费用	504	536	575	623	680
管理费用	382	336	374	406	444
研发费用	165	133	153	162	173
财务费用	6	10	27	19	4
资产和信用减值损失	-28	-22	-11	-15	-19
其他收益	35	22	30	20	16
公允价值变动收益	3	10	4	4	5
投资净收益	57	64	59	48	39
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1147	661	772	860	960
营业外收入	3	2	1	1	1
营业外支出	9	13	12	11	12
利润总额	1140	649	761	849	948
所得税	181	110	76	68	66
净利润	959	539	685	781	882
少数股东损益	66	1	5	20	23
归属母公司净利润	893	537	681	762	859
EBITDA	1333	855	971	1066	1168
EPS (元/股)	1.15	0.69	0.87	0.98	1.10

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	7.4	-23.9	14.1	9.2	10.1
营业利润 (%)	81.2	-42.4	16.9	11.4	11.6
归属母公司净利润 (%)	-47.4	-39.9	26.8	11.9	12.8
获利能力					
毛利率 (%)	39.8	39.2	39.2	39.6	39.6
净利率 (%)	17.4	12.8	14.3	14.9	15.3
ROE (%)	16.6	9.0	10.8	11.4	11.9
ROIC (%)	15.1	8.3	10.3	10.8	11.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.9	25.7	28.8	25.0	27.3
净负债比率 (%)	0.9	3.3	2.7	-4.0	-11.1
流动比率	2.3	2.8	2.5	3.0	2.8
速动比率	0.6	0.9	0.7	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	22.5	12.6	17.5	15.0	16.3
应付账款周转率	6.3	5.9	6.1	6.0	6.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.15	0.69	0.87	0.98	1.10
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.40	0.83	0.77	1.10	1.36
每股净资产 (最新摊薄)	7.21	7.49	7.91	8.57	9.28
估值比率					
P/E	17.0	28.3	22.3	20.0	17.7
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.5	17.2	15.1	13.4	11.7

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686