



26Q1 业绩亮眼，改革成效初显

投资要点

- **事件：**公司发布2025年报和2026年一季报，2025年全年实现营收42亿元，同比-23.9%；实现归母净利润5.4亿元，同比-39.9%；实现扣非归母净利润5.4亿元，同比-20.1%。此外，公司拟每10股派发现金红利4.5元（含税）。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全年渠道调整致使主业承压，26Q1收入端明显改善。**25全年美味鲜子公司实现收入41.3亿元，同比-18.6%；26Q1美味鲜实现收入12.4亿元，同比+14.6%。分产品看，25全年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入增速分别为-16.3%/-20.3%/-49%/-4.7%；26Q1对应增速分别为+13.1%/+25.8%/+113%/-10.5%。全年调味品主业承压，主要系公司主动控制出货节奏持续优化渠道库存；26Q1主业受益于春节错期及渠道调整实现良好增长。分渠道看，25全年分销/直销渠道收入增速分别为-21.9%/+19.6%，直销受线上直营拉动实现较快增长。分区域看，25全年东部/南部/中西部/北部收入增速分别为-26%/-19.8%/-14.6%/-11.3%；公司持续加强全国渠道下沉力度，截至报告期末区县开发率达到了76.6%，地级市开发率达到了94.2%。
- **25年毛利率有所承压，26Q1盈利能力持续提升。**25全年公司毛利率为39.2%，同比-0.6pp；26Q1毛利率同比+3.7pp至42.4%。Q1毛利率提升主要得益于主要原材料采购单价下降，叠加供应链优化后带来生产效率提升以及规模效应所致。费用方面，25全年销售费用率同比+3.6pp至12.8%，主要系公司加大广宣费用投放以及分母端收入减少所致；全年管理费用率同比+1.1pp至8%。综合来看，25全年公司扣非净利率同比+0.6pp至12.8%；26Q1扣非净利率为18.1%，同比+1.7pp。
- **改革成效逐步显现，期待后续主业改善。**1) 公司内部持续推动大刀阔斧的组织变革，营销端建立事业部体制，在打破原有销售大区结构的同时，充分放权给一线事业部，增添销售队伍活力。2) 产品层面公司加强趋势品减盐系列和有机系列的推广；通过场景化产品布局、品类结构优化、新品开发等持续推进品牌产品升级；此外26年2月公司通过并购四川味滋美切入复调赛道，持续扩充产品矩阵。3) 目前公司渠道库存已恢复至良性水平，产品价格倒挂情况已基本得到修正，终端市场趋势正持续改善。展望未来，随着内部改革持续理顺，公司将借助业绩调整期进一步做好清理渠道库存、维护市场价格等营销重点工作，后续主业有望持续改善。
- **盈利预测：**预计2026-2028年EPS分别为0.87、1.00元、1.14元，对应动态PE分别为22倍、20倍、17倍。
- **风险提示：**全国化扩张不及预期风险，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4199.9	4909.6	5445.3	5987.4
增长率	-23.90%	16.90%	10.91%	9.96%
归属母公司净利润(百万元)	537.1	679.7	779.0	884.9
增长率	-39.86%	26.55%	14.62%	13.59%
每股收益EPS(元)	0.69	0.87	1.00	1.14
净资产收益率ROE	8.99%	10.96%	11.55%	11.87%
PE	28	22	20	17
PB	2.54	2.32	2.12	1.93

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立

执业证号：S1250523070009

电话：023-63786049

邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.79
流通A股(亿股)	7.71
52周内股价区间(元)	16.9-21.73
总市值(亿元)	162.94
总资产(亿元)	85.20
每股净资产(元)	7.63

相关研究

1. 中炬高新（600872）：渠道调整持续，Q3经营短期承压（2025-11-10）

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司通过场景化产品布局、品类结构优化、新品开发等持续推进品牌产品升级。随着公司持续夯实超市等商超渠道的推广主阵地，传统线下基本盘持续稳固。公司持续构建内容电商，探索高适配性的产品开发及运营模式；开展工业团餐等定制产品开发；此外收购味滋美帮助公司切入复调赛道。我们预测 2026-2028 年公司调味品业务销量增速为 15.1%、9.2%、8.2%；

假设 2：随着公司成立供应链变革小组，围绕销售计划提升、生产管理优化、营运精益、采购模式优化、装备能力提升等环节多方着手开展跨部门协同优化。我们预测 2026-2028 年公司调味品业务毛利率分别为 38.5%、39.4%、39.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
调味品业务	收入	3925.6	4628.4	5156.5	5690.4
	增速	-19.1%	17.9%	11.4%	10.4%
	成本	2350.1	2848.2	3125.8	3423.7
	毛利率	40.1%	38.5%	39.4%	39.8%
非调味品业务	收入	274.3	281.2	288.8	297.1
	增速	-58.7%	2.5%	2.7%	2.9%
	成本	241.4	213.0	217.5	222.6
	毛利率	12.0%	24.3%	24.7%	25.1%
合计	收入	4,199.9	4,909.6	5,445.3	5,987.4
	增速	-23.9%	16.9%	10.9%	10.0%
	成本	2,554.7	3,061.2	3,343.3	3,646.2
	毛利率	39.2%	37.6%	38.6%	39.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4199.94	4909.59	5445.25	5987.45	净利润	538.50	717.65	829.00	934.91
营业成本	2554.74	3061.22	3343.35	3646.22	折旧与摊销	197.11	295.61	293.76	303.91
营业税金及附加	44.27	51.75	57.40	63.12	财务费用	9.91	0.66	0.77	0.86
销售费用	536.01	613.70	696.99	772.38	资产减值损失	-1.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	335.55	378.04	413.84	449.06	经营营运资本变动	246.17	-318.26	-366.15	-337.18
财务费用	9.91	0.66	0.77	0.86	其他	-347.52	-40.95	-28.87	-32.14
资产减值损失	-1.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	643.05	654.71	728.52	870.36
投资收益	64.02	30.00	30.00	30.00	资本支出	102.31	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	10.03	6.26	7.06	7.29	其他	-522.81	34.26	35.06	35.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-420.49	-115.74	-114.94	-114.71
营业利润	660.60	840.48	969.96	1093.10	短期借款	-10.00	40.00	-550.00	0.00
其他非经营损益	-11.77	-6.00	-6.00	-6.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	648.83	834.48	963.96	1087.10	股权融资	-4.13	0.00	0.00	0.00
所得税	110.33	116.83	134.95	152.19	支付股利	-344.79	-161.12	-203.90	-233.70
净利润	538.50	717.65	829.00	934.91	其他	-47.69	-1.45	-0.77	-0.86
少数股东损益	1.43	38.00	50.00	50.00	筹资活动现金流净额	-406.62	-122.57	-754.67	-234.56
归属母公司股东净利润	537.07	679.65	779.00	884.91	现金流量净额	-183.86	416.41	-141.09	521.08
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	533.74	950.14	809.05	1330.13	成长能力				
应收和预付款项	296.63	331.01	388.50	417.85	销售收入增长率	-23.90%	16.90%	10.91%	9.96%
存货	1437.99	1571.40	1744.97	1920.91	营业利润增长率	-42.40%	27.23%	15.40%	12.70%
其他流动资产	2880.60	3218.92	3474.30	3732.79	净利润增长率	-43.85%	33.27%	15.52%	12.77%
长期股权投资	3.53	3.53	3.53	3.53	EBITDA 增长率	-35.27%	31.02%	11.24%	10.55%
投资性房地产	542.31	542.31	542.31	542.31	获利能力				
固定资产和在建工程	2051.89	1924.34	1788.38	1642.27	毛利率	39.17%	37.65%	38.60%	39.10%
无形资产和开发支出	168.53	160.73	152.93	145.13	三费率	20.99%	20.21%	20.41%	20.41%
其他非流动资产	147.01	138.75	140.75	142.75	净利率	12.82%	14.62%	15.22%	15.61%
资产总计	8062.24	8841.14	9044.73	9877.67	ROE	8.99%	10.96%	11.55%	11.87%
短期借款	610.00	650.00	100.00	100.00	ROA	6.68%	8.12%	9.17%	9.46%
应付和预收款项	521.50	678.88	739.49	798.37	ROIC	10.66%	14.16%	15.54%	16.73%
长期借款	50.05	50.05	50.05	50.05	EBITDA/销售收入	20.66%	23.15%	23.22%	23.35%
其他负债	888.79	911.91	979.77	1052.63	营运能力				
负债合计	2070.34	2290.83	1869.32	2001.05	总资产周转率	0.52	0.58	0.61	0.63
股本	778.51	778.51	778.51	778.51	固定资产周转率	2.09	2.55	3.11	3.77
资本公积	424.15	424.15	424.15	424.15	应收账款周转率	11.33	15.88	15.59	15.19
留存收益	4812.03	5330.57	5905.67	6556.88	存货周转率	1.70	2.01	1.99	1.97
归属母公司股东权益	5827.66	6348.07	6923.18	7574.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.15%	—	—	—
少数股东权益	164.24	202.24	252.24	302.24	资本结构				
股东权益合计	5991.89	6550.31	7175.41	7876.62	资产负债率	25.68%	25.91%	20.67%	20.26%
负债和股东权益合计	8062.24	8841.14	9044.73	9877.67	带息债务/总负债	31.88%	30.56%	8.03%	7.50%
					流动比率	2.79	2.94	3.90	4.17
					速动比率	2.01	2.18	2.84	3.09
					股利支付率	64.20%	23.71%	26.17%	26.41%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	867.62	1136.75	1264.49	1397.87	每股收益	0.69	0.87	1.00	1.14
PE	28.30	22.36	19.51	17.17	每股净资产	7.70	8.41	9.22	10.12
PB	2.54	2.32	2.12	1.93	每股经营现金	0.83	0.84	0.94	1.12
PS	3.62	3.10	2.79	2.54	每股股利	0.44	0.21	0.26	0.30
EV/EBITDA	14.62	10.82	9.40	8.13					
股息率	2.27%	1.06%	1.34%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn