

2026 年 05 月 06 日

中炬高新 (600872. SH)

投资评级：买入（首次）

——Q1 基本面边际改善，内生+外延双轮驱动成长

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
周翔
SAC: S1350525070003
zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 05 月 06 日

收盘价 (元)	20.95
一年内最高/最低 (元)	22.21/16.72
总市值 (百万元)	16,309.77
流通市值 (百万元)	16,152.20
总股本 (百万股)	778.51
资产负债率 (%)	26.61
每股净资产 (元/股)	7.63

资料来源：聚源数据

投资要点：

公司公告：公司 2025 年实现营收 42 亿，同比-23.9%，归母净利润 5.37 亿元，同比-39.86%；其中 25Q4/26Q1 分别实现收入 10.43/13.2 亿元，分别同比-33.65%/+19.88%，分别实现归母净利润 1.57/2.63 亿元，分别同比-50.4%/+45.11%。整体来看，公司 Q1 基本面迎来边际改善。

Q1 酱油主业收入恢复两位数增长，华东区域主业显著修复。分产品看：2026 年 Q1 公司酱油、鸡精鸡粉、食用油及其他调味品营收分别同比+13.1%/+25.77%/+112.99%/-10.46%。分渠道看，Q1 公司主业分销、直销模式营收分别同比+16.31%/-6.57%，其中分销渠道快增，我们分析，或得益于春节经销商备货错期，叠加公司针对价盘、库存等经营梳理见效。分区域看，Q1 主业东部、南部、中西部、北部营收分别同比+38.19%/+5.06%/+27.48%/-2.18%，对应地，上述区域经销商数量分别同比-14/-35/-5/-20 家；其中，华东区域市场表现较好，主要系渠道布局合理、经销商隶属关系清晰，公司经营调整较快。

公司并购味滋美，进一步发力复调赛道，为“再造一个厨邦”战略奠定基础。在主业边际复苏的同时，公司 26 年初通过并购味滋美完成了复调产品及生产平台的落地；具体而言，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。

Q1 公司盈利能力显著改善。盈利端，公司 26 年 Q1 毛利率为 42.42%，同比+3.69pcts，其中调味品板块毛利率达 42%，达到历史最高水平。费用方面，公司 26 年 Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别对比同期+0.01/-0.11/-0.12/-0.12pct，同期四项费用率合计同比-0.34pct，预计后续或随规模效应而优化。总体来看，26 年 Q1 公司归母净利率同比+3.46pct 至 19.9%。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.14/8.13/9.04 亿元，同比分别为+33%/+14%/+11%，当前股价对应的 PE 分别为 23/20/18 倍。我们选取海天味业、千禾味业、天味食品作为可比公司，考虑到公司基本盘边际改善，内生、外延双轮驱动成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,519	4,200	4,892	5,379	5,877
同比增长率 (%)	7.39%	-23.90%	16.47%	9.95%	9.26%
归母净利润 (百万元)	893	537	714	813	904
同比增长率 (%)	-47.37%	-39.86%	32.96%	13.82%	11.20%
每股收益 (元/股)	1.15	0.69	0.92	1.04	1.16
ROE (%)	15.91%	9.22%	11.41%	12.05%	12.40%
市盈率 (P/E)	18.26	30.37	22.84	20.07	18.05

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	534	662	1,069	1,532
应收票据及账款	253	245	269	294
预付账款	34	25	28	31
其他应收款	10	12	13	14
存货	1,438	1,441	1,585	1,732
其他流动资产	2,881	2,769	2,957	3,150
流动资产总计	5,149	5,155	5,921	6,753
长期股权投资	4	3	3	3
固定资产	2,023	1,898	1,791	1,661
在建工程	34	42	21	21
无形资产	167	162	159	156
长期待摊费用	10	9	6	3
其他非流动资产	676	664	650	635
非流动资产合计	2,913	2,779	2,631	2,479
资产总计	8,062	7,934	8,552	9,232
短期借款	610	0	0	0
应付票据及账款	374	450	495	541
其他流动负债	861	840	923	1,009
流动负债合计	1,845	1,290	1,418	1,550
长期借款	52	41	31	21
其他非流动负债	174	174	174	174
非流动负债合计	226	215	205	194
负债合计	2,070	1,505	1,623	1,744
股本	779	779	779	779
资本公积	424	424	424	424
留存收益	4,625	5,053	5,541	6,083
归属母公司权益	5,828	6,256	6,744	7,286
少数股东权益	164	173	185	202
股东权益合计	5,992	6,429	6,929	7,488
负债和股东权益合计	8,062	7,934	8,552	9,232

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	539	672	777	872
折旧与摊销	200	194	198	201
财务费用	10	13	-2	-4
投资损失	-64	-53	-53	-53
营运资金变动	-69	177	-231	-237
其他经营现金流	28	61	59	59
经营性现金净流量	643	1,065	748	839
投资性现金净流量	-420	-18	-7	-7
筹资性现金净流量	-407	-919	-334	-368
现金流量净额	-184	128	407	464

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,200	4,892	5,379	5,877
营业成本	2,555	2,900	3,187	3,484
税金及附加	44	54	59	65
销售费用	536	528	559	588
管理费用	336	382	409	441
研发费用	133	154	172	188
财务费用	10	13	-2	-4
资产减值损失	-1	-13	-14	-15
信用减值损失	-21	-24	-27	-29
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	64	53	53	53
公允价值变动损益	10	1	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	22	20	18	18
营业利润	661	899	1,024	1,142
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	13	13	13	13
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	649	887	1,012	1,131
所得税	110	164	187	210
净利润	539	723	825	920
少数股东损益	1	9	12	17
归属母公司股东净利润	537	714	813	904
EPS(元)	0.69	0.92	1.04	1.16

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-23.90%	16.47%	9.95%	9.26%
营业利润增长率	-42.40%	36.02%	13.99%	11.54%
归母净利润增长率	-39.86%	32.96%	13.82%	11.20%
经营现金流增长率	-40.88%	65.57%	-29.76%	12.15%
盈利能力				
毛利率	39.17%	40.73%	40.74%	40.72%
净利率	12.82%	14.77%	15.34%	15.66%
ROE	9.22%	11.41%	12.05%	12.40%
ROA	6.66%	9.00%	9.50%	9.79%
估值倍数				
P/E	30.37	22.84	20.07	18.05
P/S	3.88	3.33	3.03	2.78
P/B	2.80	2.61	2.42	2.24
股息率	0.00%	1.75%	1.99%	2.22%
EV/EBITDA	16	14	12	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。