中炬高新（600872.SH）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

费率显著优化，Q3 业绩超预期

业绩简评

10 月 27 日公司发布三季报，26Q1-Q3 实现营收 37.18 亿元，同比+17.78%；归母净利润 6.11 亿元，同比+60.72%；扣非归母净利润 5.59 亿元，同比+45.73%。其中，26Q3 实现营收 11.76 亿元，同比+14.76%；归母净利润 1.96 亿元，同比+59.6%;扣非归母净利润 1.93 亿元，同比+59.53%，业绩超预期。

经营分析

动销回暖叠加库存低位，收入端稳步修复。1）分产品，核心品类动销改善，收入端稳步修复，其他品类高增系味滋美并表贡献。26Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 6.4/1.5/1.0/2.0 亿元，同比+6.85%/+11.9%/+14.0%/+50.9%。2）分地区，非主销区增速更快，主销区仍承受较大的竞争压力。Q3 南部/东部/中西部/北部地区收入同比+2.95%/+16.63%/+26.71%/+29.46%。3）经销商数量稳步修复，Q3 末经销商净增长 27 家，主要集中在东部（+20）、中西部（+8）。

毛利率环比有所回落，费率大幅优化增厚盈利。1）原材料成本红利持续释放，26Q3 公司综合毛利率为 40.66%，同比+1.13pct，环比有所回落，主要系原材料价格走高叠加产品结构变动；同比仍有改善系公司强化内部管控、提高生产效率。2）费用投放更加精准高效，费效比持续优化。26Q3 公司销售/管理/研发费率分别为 9.35%/7.72%/3.05%，同比分别变动-4.98pct/-1.23pct/-0.17pct；销售费率同比大幅下降，主要系上年同期品牌代言、大规模市场推广等费用投放基数较高，本期费用投放更趋理性精准。3）最终 26Q3 公司归母净利率为 16.70%，同比+4.69pct。

内生修复与外延并购共振，增长路径逐步清晰。产品端，公司稳固基础调味品基本盘，围绕健康化、功能化升级核心品类，并借助味滋美切入川式复合调味料与 B 端餐饮定制，完善“1+N”产品矩阵。渠道端，持续强化价盘和库存管理，推进重点省份、餐饮团餐、内容电商及海外市场建设。随着渠道秩序改善、复调协同落地和供应链效率提升，公司有望进入新一轮增长阶段。

盈利预测、估值与评级

考虑到 Q3 费率大幅收窄，我们上调 26-28 年利润 9%/10%/9%，预计 26-28 年公司归母净利分别为 7.6/8.8/9.8 亿元，同比+42%/+16%/+11%，对应 PE 为 18x/16x/14x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；市场竞争加剧风险；内部改革不及预期风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.05 元

相关报告：

1.《中炬高新公司点评：经营逐步理顺，Q2 延续修复态势》，2026.8.20

2.《中炬高新点评：内部调整见效，Q1 顺利开门红》，2026.4.18

公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,519	4,200	4,752	5,251	5,746
营业收入增长率	7.39%	-23.90%	13.13%	10.51%	9.43%
归母净利润(百万元)	893	537	761	883	982
归母净利润增长率	-47.37%	-39.86%	41.64%	16.11%	11.23%
摊薄每股收益(元)	1.140	0.690	0.987	1.146	1.274
每股经营性现金流净额	1.29	0.83	0.79	1.30	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.91%	9.22%	12.03%	12.88%	13.26%
P/E	NA	25.44	18.29	15.76	14.17
P/B	3.07	2.34	2.20	2.03	1.88

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**5,139**	**5,519**	**4,200**	**4,752**	**5,251**	**5,746**
增长率		7.4%	-23.9%	13.1%	10.5%	9.4%
主营业务成本	-3,458	-3,323	-2,555	-2,742	-3,030	-3,316
%销售收入	67.3%	60.2%	60.8%	57.7%	57.7%	57.7%
毛利	1,681	2,195	1,645	2,010	2,221	2,431
%销售收入	32.7%	39.8%	39.2%	42.3%	42.3%	42.3%
营业税金及附加	-61	-58	-44	-48	-53	-57
%销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-457	-504	-536	-618	-672	-730
%销售收入	8.9%	9.1%	12.8%	13.0%	12.8%	12.7%
管理费用	-377	-382	-336	-342	-368	-402
%销售收入	7.3%	6.9%	8.0%	7.2%	7.0%	7.0%
研发费用	-181	-165	-133	-133	-131	-144
%销售收入	3.5%	3.0%	3.2%	2.8%	2.5%	2.5%
息税前利润（EBIT）	605	1,086	596	870	998	1,098
%销售收入	11.8%	19.7%	14.2%	18.3%	19.0%	19.1%
财务费用	6	-6	-10	-26	-6	14
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-46	-28	-22	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	10	0	0	0
投资收益	38	57	64	60	60	60
%税前利润	2.1%	5.0%	9.9%	6.5%	5.6%	5.1%
营业利润	633	1,147	661	919	1,067	1,186
营业利润率	12.3%	20.8%	15.7%	19.3%	20.3%	20.6%
营业外收支	1,169	-7	-12	-1	-1	-1
税前利润	1,802	1,140	649	918	1,066	1,185
利润率	35.1%	20.7%	15.4%	19.3%	20.3%	20.6%
所得税	-65	-181	-110	-147	-171	-190
所得税率	3.6%	15.9%	17.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,737	959	539	771	895	995
少数股东损益	40	66	1	10	12	13
归属于母公司的净利润	**1,697**	**893**	**537**	**761**	**883**	**982**
净利率	33.0%	16.2%	12.8%	16.0%	16.8%	17.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,737	959	539	771	895	995
少数股东损益	40	66	1	10	12	13
非现金支出	235	225	222	171	177	180
非经营收益	-40	160	-49	-40	-44	-55
营运资金变动	-1,090	-249	-68	-288	-15	34
经营活动现金净流	**842**	**1,095**	**643**	**614**	**1,013**	**1,155**
资本开支	-271	-282	-146	-185	-106	-106
投资	-642	-979	-332	-75	-85	-95
其他	36	22	58	60	60	60
投资活动现金净流	**-877**	**-1,239**	**-420**	**-200**	**-131**	**-141**
股权募资	0	0	7	0	0	0
债权募资	-2	563	-20	-262	-367	0
其他	-3	-224	-394	-300	-366	-432
筹资活动现金净流	**-5**	**338**	**-407**	**-562**	**-732**	**-432**
现金净流量	**-40**	**110**	**-184**	**-147**	**150**	**582**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	500	693	534	386	535	1,117
应收款项	92	425	263	344	352	338
存货	1,618	1,531	1,438	1,502	1,577	1,681
其他流动资产	1,523	2,547	2,914	2,884	2,884	2,885
流动资产	3,733	5,195	5,149	5,116	5,349	6,020
%总资产	55.6%	63.1%	63.9%	63.0%	63.9%	66.4%
长期投资	511	582	549	624	709	804
固定资产	2,148	2,147	2,052	2,036	1,965	1,889
%总资产	32.0%	26.1%	25.5%	25.1%	23.5%	20.8%
无形资产	206	186	179	180	174	170
非流动资产	2,986	3,041	2,913	3,010	3,023	3,043
%总资产	44.4%	36.9%	36.1%	37.0%	36.1%	33.6%
资产总计	**6,719**	**8,237**	**8,062**	**8,126**	**8,372**	**9,063**
短期借款	101	623	613	360	1	1
应付款项	912	1,213	978	799	880	980
其他流动负债	324	408	254	260	247	271
流动负债	1,337	2,244	1,845	1,419	1,128	1,252
长期贷款	0	50	50	50	50	50
其他长期负债	181	173	176	159	151	151
负债	1,518	2,467	2,070	1,628	1,329	1,453
普通股股东权益	4,705	5,614	5,828	6,324	6,857	7,411
其中：股本	785	783	779	779	779	779
未分配利润	4,213	4,644	4,812	5,308	5,841	6,395
少数股东权益	496	156	164	174	186	199
负债股东权益合计	**6,719**	**8,237**	**8,062**	**8,126**	**8,372**	**9,063**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.161	1.140	0.690	0.987	1.146	1.274
每股净资产	5.990	7.168	7.486	8.202	8.893	9.612
每股经营现金净流	1.072	1.291	0.826	0.788	1.301	1.483
每股股利	0.280	0.680	0.300	0.340	0.450	0.550
回报率						
净资产收益率	36.07%	15.91%	9.22%	12.03%	12.88%	13.26%
总资产收益率	25.26%	10.84%	6.66%	9.36%	10.55%	10.84%
投入资本收益率	10.80%	13.98%	7.32%	10.42%	11.65%	11.88%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.78%	7.39%	-23.90%	13.13%	10.51%	9.43%
EBIT 增长率	-3.98%	79.64%	-45.12%	45.86%	14.74%	10.01%
净利润增长率	-386.5%	-47.37%	-39.86%	41.64%	16.11%	11.23%
总资产增长率	7.96%	22.59%	-2.12%	0.79%	3.03%	8.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.4	16.2	29.0	25.0	23.0	20.0
存货周转天数	173.5	172.9	212.1	200.0	190.0	185.0
应付账款周转天数	63.0	58.2	62.2	60.0	60.0	62.0
固定资产周转天数	135.4	132.6	175.4	150.0	127.3	108.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.93%	-2.67%	-12.51%	-13.15%	-19.34%	-25.54%
EBIT 利息保障倍数	-100.1	190.1	60.1	33.6	171.7	-80.9
资产负债率	22.60%	29.95%	25.68%	20.03%	15.87%	16.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	11	27	48
增持	0	1	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.25**	**1.15**	**1.18**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究