调味品

中炬高新（600872.SH）

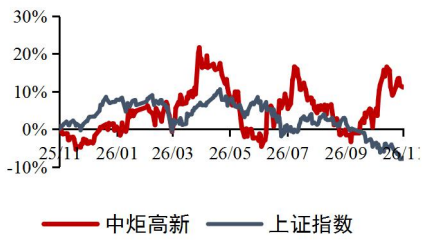
买入-A(首次)

酱油恢复增长，盈利能力改善

2026 年 11 月 26 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 11 月 25 日

收盘价（元/股）：	19.24
年内最高/最低（元/股）：	22.21/16.57
流通 A 股/总股本（亿股）：	7.71/7.71
流通 A 股市值（亿元）：	148.34
总市值（亿元）：	148.34

基础数据：2026 年 9 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	0.80
摊薄每股收益(元/股)：	0.80
每股净资产(元/股)：	7.77
净资产收益率(%)：	10.34

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

- 2026 年第三季度，公司实现营业收入 11.76 亿元，同比增长 14.76%，归母净利润 1.96 亿元，同比增长 59.61%，扣非归母净利润 1.93 亿元，同比增长 59.53%。前三季度营收 37.18 亿元、归母净利润 6.11 亿元、扣非归母净利润 5.59 亿元，分别同比增长 17.78%、60.72%和 45.73%。

事件点评

- **调味品主业恢复，直销增速较快。** 前三季度美味鲜实现营业收入 34.31 亿元，同比增长 10.41%，公司归因于酱油、食用油及鸡精粉销售增加。同期调味品板块主营业务收入 34.10 亿元，同比增长 15.50%。其中酱油、鸡精鸡粉和食用油收入分别同比增长 6.47%、24.12%和 59.40%，分销和直销收入分别同比增长 12.78%和 59.39%，主体业务带动增长势能恢复。
- **单季毛利率改善，销售和管理费用率下降。**单 Q3 毛利率 40.66%，同比提升 1.13 个百分点。销售费用率 9.35%，同比下降 4.99 个百分点，管理费用率 7.72%，同比下降 1.23 个百分点。公司将当季归母净利润增长主要归因于销售收入提升和毛利率改善。
- **销售回款增加，经营现金流改善。**前三季度经营活动现金流净额 8.46 亿元，同比增长 63.88%。同期销售商品、提供劳务收到的现金为 39.72 亿元，同比增长 9.80%。主要系销售收入增长带动回款增加，同时毛利率改善，共同推动经营现金流增长。

投资建议

- 预计 2026－2028 年营业收入分别 49.57、54.57、59.80 亿元，归母净利润分别为 7.31、8.34、9.40 亿元。公司 11 月 25 日股价为 19.24 元，对应 2026-2028 年 PE 为 20.3、17.8、15.8 倍，EPS 为 0.95、1.08、1.22。考虑公司主业收入恢复及单季盈利能力改善，前三季度利润有大幅改善；味滋美已完成并表，酱油收入 Q3 恢复同比增长，首次覆盖，我们给予买入-A 的评级。

风险提示

- 若消费需求及渠道动销恢复慢于预期，调味品收入增速可能放缓。
- 若终端促销加码或原材料涨价，毛利率与费用率的改善幅度有限。
- 征地收益及理财公允价值变动也可能放大归母净利润的季度波动。
- 食品安全风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,519	4,200	4,957	5,457	5,980
YoY(%)	7.4	-23.9	18.0	10.1	9.6
净利润(百万元)	893	537	731	834	940
YoY(%)	-47.4	-39.9	36.2	14.1	12.7
毛利率(%)	39.8	39.2	41.4	41.7	41.9
EPS(摊薄/元)	1.16	0.70	0.95	1.08	1.22
ROE(%)	16.6	9.0	11.6	11.7	11.7
P/E(倍)	16.6	27.6	20.3	17.8	15.8
P/B(倍)	2.6	2.5	2.4	2.1	1.9
净利率(%)	16.2	12.8	14.8	15.3	15.7

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5195	5149	5461	6419	7313
现金	693	534	574	1020	2097
应收票据及应收账款	416	253	110	395	148
预付账款	26	34	13	42	20
存货	1531	1438	1599	1779	1942
其他流动资产	2530	2891	3166	3183	3106
非流动资产	3041	2913	3038	3151	3248
长期投资	4	4	3	3	3
固定资产	2004	2018	2019	2070	2139
无形资产	169	167	159	150	142
其他非流动资产	864	724	857	928	963
资产总计	8237	8062	8499	9570	10561
流动负债	2244	1845	1918	2144	2183
短期借款	620	610	528	571	563
应付票据及应付账款	538	374	639	465	748
其他流动负债	1086	861	750	1109	872
非流动负债	**223**	**226**	**226**	**225**	**225**
长期借款	50	50	50	50	50
其他非流动负债	173	176	176	175	175
负债合计	2467	2070	2143	2369	2409
少数股东权益	156	164	173	183	195
股本	783	779	771	771	771
资本公积	424	424	406	406	406
留存收益	4661	4812	5552	6397	7349
归属母公司股东权益	5614	5828	6183	7017	7957
负债和股东权益	8237	8062	8499	9570	10561

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	1022	643	1319
净利润	959	539	740	845	952
折旧摊销	188	197	175	191	211
财务费用	6	10	15	16	18
投资损失	-57	-64	-50	-42	-42
营运资金变动	-267	-69	147	-368	180
其他经营现金流	259	31	-5	1	0
投资活动现金流	-1239	-420	-513	-221	-216
筹资活动现金流	338	-407	-469	25	-26
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.70	0.95	1.08	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	0.83	1.33	0.83	1.71
每股净资产(最新摊薄)	7.28	7.56	8.02	9.10	10.32

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5519	4200	4957	5457	5980
营业成本	3323	2555	2907	3179	3472
营业税金及附加	58	44	50	55	60
营业费用	504	536	605	655	706
管理费用	382	336	382	404	431
研发费用	165	133	149	164	179
财务费用	6	10	15	16	18
资产减值损失	-28	-22	-20	-22	-24
公允价值变动收益	3	10	0	0	0
投资净收益	57	64	50	42	42
营业利润	1147	661	897	1023	1152
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	9	13	5	5	5
利润总额	1140	649	892	1018	1147
所得税	181	110	152	173	195
税后利润	959	539	740	845	952
少数股东损益	66	1	9	10	11
归属母公司净利润	893	537	731	834	940
EBITDA	1328	846	1067	1209	1358

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	18.0	10.1	9.6
营业利润(%)	81.2	-42.4	35.8	14.0	12.6
归属于母公司净利润(%)	-47.4	-39.9	36.2	14.1	12.7
获利能力					
毛利率(%)	39.8	39.2	41.4	41.7	41.9
净利率(%)	16.2	12.8	14.8	15.3	15.7
ROE(%)	16.6	9.0	11.6	11.7	11.7
ROIC(%)	15.1	8.2	10.8	11.0	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	29.9	25.7	25.2	24.8	22.8
流动比率	2.3	2.8	2.8	3.0	3.3
速动比率	0.6	0.9	1.0	1.2	1.5
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	27.4	21.6	22.0
应付账款周转率	6.1	5.6	5.7	5.8	5.7
估值比率					
P/E	16.6	27.6	20.3	17.8	15.8
P/B	2.6	2.5	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.2	16.9	13.1	11.2	9.3

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

