中炬高新（600872.SH）

公司首次评级

2026年11月23日

基本信息	
所属行业	消费品
当前股价	19.45
总市值	149.96 亿
PE-TTM	19.53
PB-MRQ	2.64

估值结果		
DDM 估值	价值	167.51 亿
	上行空间	12%
	状态	合理估值
动态估值	价值	168.55 亿
	上行空间	12%
	状态	合理估值

四维评级	
成长空间	★★★☆☆
盈利趋势	★★★½☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★½☆

核心评级结论

中炬高新是酱油行业第二梯队龙头，核心资产是「厨邦」「美味鲜」品牌、高鲜酱油的差异化产品力与华南 / 华东深耕数十年年的经销网络。

公司的成长空间星级处于中等水平，主要因调味品行业已进入成熟期，行业增速显著放缓，公司未来主业的增速预计在个位数的水平；公司的盈利趋势向好，未来依托产品结构升级、费用率优化，利润端具备改善弹性；公司的产业格局较好，酱油行业未来行业集中度提升的趋势不变，公司有望凭借渠道改革、内部治理优化抢占份额；公司的护城河与竞争壁垒处于行业偏上的水平，主要的护城河为品牌力、产品力、渠道力。

我们假设公司后续依靠内生主业修复 + 外延复调并购双轮驱动，叠加管理层优化降本增效，基本面有望持续改善。当前公司处于合理估值。

我们区别于市场的观点

我们对中炬高新短期收入及盈利的判断较市场一致预期更为谨慎。一方面，调味品行业短期需求整体偏弱，公司业绩兑现节奏存在慢于市场预期的风险；另一方面，虽然2026 年前三季度公司毛利率同比提升2.9 个百分点，主要受益于前期成本红利释放，但我们判断，后续原材料涨价压力将在2027 年逐步显现，进而对公司毛利水平形成侵蚀。

风险提示

1）行业竞争加剧；2）消费需求不及预期；3）渠道拓展不及预期；4）原材料价格波动的风险。

内容目录

1. 基本信息 4
2. 业务介绍 4
3. 商业模式 4
3.1 资产强度 4
3.2 营销强度 5
3.3 客户集中度 5
4. 历史经营绩效 5
4.1 历史盈利能力 5
4.2 历史成长能力 5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级 6
4.4 股东回报评级 6
5. 四维评级 6
5.1 成长空间 6
5.2 盈利趋势 7
5.3 产业格局 7
5.4 护城河 7
6. 公司估值 8
6.1 核心假设及逻辑 8
6.2 动态估值 9
6.3 DDM估值 10
6.4 估值确定性 10

图表目录

图1：预测2026年收入占比 4
图2：预测2026年毛利占比 4
图3：近年公司盈利能力趋势图 5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 6
图6：近年股东回报能力趋势图 6

表1：护城河详解表 7
表2：公司整体业绩预测 9
表3：公司分业务业绩预测 9
表4：公司整体及分业务动态估值 9
表5：公司整体及分业务DDM估值 10

1. 基本信息

中炬高新为国家级高新区首家上市企业，核心主业调味食品，同步布局园区运营、城市开发。核心经营主体为全资子公司美味鲜，拥有「厨邦」「美味鲜」双品牌，覆盖酱油、蚝油、复合调料等十余品类。渠道以经销为主、直营为辅，当前以ToC家庭端为主；B端餐饮占比不足25%、线上收入占比5.1%，既是当前短板，亦是后续增量方向。

2. 业务介绍

对于中炬高新公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

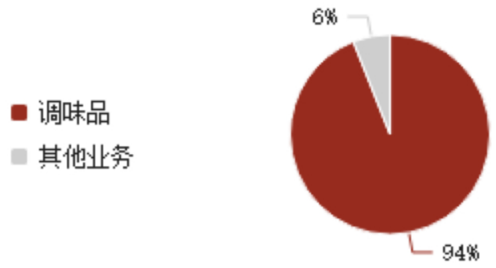
调味品：

调味品业务以酱油为基本盘，2025 年酱油收入占调味品收入的63.6%；其次为鸡精鸡粉（13.7%）、食用油（7.4%）、其他调味品（15.3%）。2026 年3月收购四川味滋美55%股权，布局川式复合调味与餐饮定制赛道。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他业务：

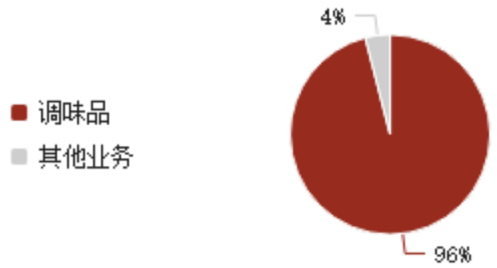
该业务主要包含园区运营，城市及地产开发等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

中炬高新采用以经销模式为主的销售体系。资产强度上，因叠加园区运营、地产业务，资产强度略高于调味品行业可比公司；营销强度偏弱，广告宣传费用占收入比重较低；客户结构分散，面向经销商及C端消费者，客户集中度低。

3.1 资产强度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

公司的资产强度处于中等水平。2026H1 末固定资产+在建工程合计20.69 亿元，占总资产24.0%。公司拥有中山、阳西两大自有调味品生产基地，收购味滋美后新增眉山基地；2025 年调味品总产量60.55 万吨，以及账面持有岐江新城约1600 亩商住土储。

3.2 营销强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

中炬高新的营销强度较低。按品牌投放口径，2026H1 年广告宣传费0.69 亿元，仅占营业收入2.7%、占销售费用20%；销售费用3.44 亿元中职工薪酬与业务费合计80%，属人员与渠道刚性而非品牌投放，增长靠经销网络的终端推力。

3.3 客户集中度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司的客户集中度低。2025 年前五大客户销售额为2.67 亿元，占年度销售额6.4%，无关联方销售，单一客户占比未超50%。下游经2,765 家经销商（2026H1 ）分销至商超、连锁餐饮、食堂团膳与线上零售，集中度分散，不存在大客户依赖。

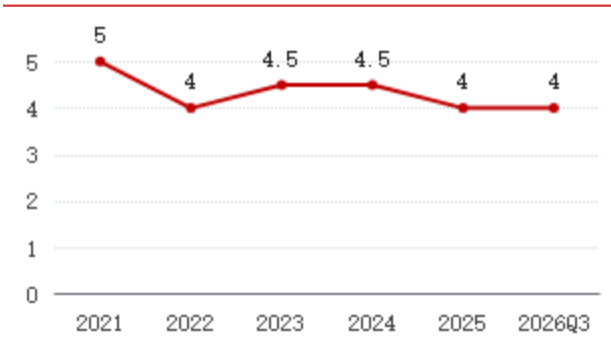
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司的成长能力处于中等水平，盈利能力优秀，业务控制力及股东回报能力较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利基础扎实，毛利、净利表现长期稳健。随着渠道库存回归良性，2026 上半年毛利率42.79%，同比提升3.74 个百分点；扣非净利率14.42%，扣非归母净利润3.66 亿元，同比+39.4%，加权ROE 回升至7.05%。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



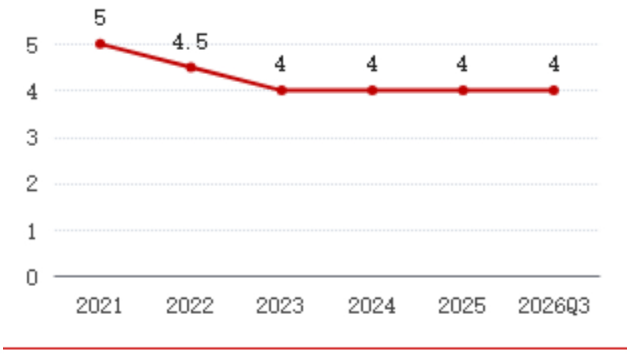
数据来源：公司财报，壹评级

公司近六年经历了一轮治理内耗与主动出清，成长能力星级偏弱。2019 年至2025 年营业收入自46.75 亿元降至42 亿元，治理内耗期间基本停滞；2025 年陷入经营底部、收入同比下降23.9%，系主动去库存、理顺渠道价盘所致，2026 年上半年收入同比增长19.2%，星级自底部回升，体现基本盘修复。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



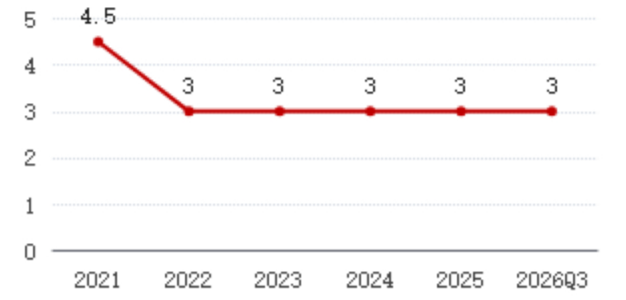
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力近年保持在四星，主要得益于现金流与渠道秩序的同步改善。2026 年上半年经营活动现金流净额6.19 亿元、同比增长129.2 %，占营业收入比重升至24.4 %，上年同期仅12.7 %；资产负债率31.8 %，财务结构稳健。近年来由于渠道库存偏高，公司对经销商的业务控制力一度承压，2025 年主动出清后库存倍数回落至良性区间，价盘与渠道秩序持续改善，较2024 年压货期明显增强。

4.4 股东回报评级

★★★☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力近两年保持在三星。分红率近三年持续提升，2025 年已达63.0 %，现金分红3.39 亿元；叠加截至2026 年10 月已实施回购约3.96 亿元。分红比例抬升系回报意愿提升而非利润下滑的被动结果，公司还明确力争分红比例继续稳步提升、择机推出中期或特别分红。

5. 四维评级

公司的成长空间星级处于中等水平，主要因调味品行业已进入成熟期，公司未来主业的增速预计在个位数的水平；公司的盈利趋势向好，未来依托产品结构升级、费用率优化，利润端具备改善弹性；公司的产业格局较好，酱油行业未来行业集中度提升的趋势不变，公司有望凭借渠道改革、内部治理优化抢占份额；公司的护城河与竞争壁垒处于行业偏上的水平，主要的护城河为品牌力、产品力、渠道力。

5.1 成长空间

★★★☆☆

公司的成长空间星级处于中等水平，主要因调味品行业已进入成熟期，公司未来主业的增速预计在个位数的水平。

调味品(3星):

调味品主业成长空间中等：酱油赛道进入存量博弈，2025 年行业规模约 856 亿元，同比约持平，国内人均消费量 3.5kg，已高于日韩，增长主要依靠行业集中度提升与产品结构升级。复合调味品增速优于基础调味品，驱动来自：1）B 端餐饮连锁化，标准化出餐需求提升；2）家庭小型化，居民追求烹饪便捷。中式复调景气度更高，公司收购味滋美，有望打造第二成长曲线。

5.2 盈利趋势

公司的盈利趋势向好，未来依托产品结构升级、费用率优化，利润端具备改善弹性。

调味品(3.5星):

中炬高新未来的盈利趋势整体向好，内部改革与渠道调整的红利正在持续释放。2026 年前三季度，公司实现归母净利润6.11 亿元，同比大幅增长60.72 %。展望未来，公司的盈利驱动核心正发生实质性边际变化：前期依赖的原材料成本红利逐渐减弱，后续利润弹性将主要由销售费用率的优化以及味滋美并表带来的复合调味品增量来接力支撑。

5.3 产业格局

公司的产业格局较好，酱油行业未来行业集中度提升的趋势不变，公司有望凭借渠道改革、内部治理优化抢占份额。

调味品(4星):

分品类来看：酱油赛道格局较优，上下游集中度偏低，企业具备一定议价能力，同时存在品牌、渠道、规模经济等进入壁垒。公司二线龙头地位有望巩固，依托渠道改革与内部治理优化，市占率存在提升空间。复合调味品赛道竞争更激烈，大量白牌、风味差异化产品参与角逐，但公司可凭借渠道优势、柔性生产能力参与竞争。

5.4 护城河

公司的护城河较优秀，主要依靠其品牌力、产品力以及渠道力的壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
调味品	(3.5星)该业务的护城河宽度为3.5星，其经壹评级调整的ROE及ROIC大约为20%，拥有一定的超额收益；公司的在酱油端的市占达到4%-5%，作为调味品行业的二线龙头，上下游控制力领先竞争者。	(4星)该业务的护城河持续性为4星，核心壁垒为品牌、线下渠道与产品力。品牌端依托厨邦积淀及“晒足 180 天” 的用户心智，同时搭建多品牌矩阵；产品力上以高鲜定位实现差异化竞争，持续推进产品结构升级；线下渠道拥有2700余家经销商，深耕南方基本盘，当前正补足B端及新兴渠道短板。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对中炬高新采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在估值处于合理估值。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：调味品和其他。我们分业务进行盈利预测并估值，主要业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务：调味品

收入假设：

酱油B端：行业规模上，餐饮端酱油渗透率已接近饱和，消费量将跟随餐饮大盘维持1%-2%低速增长，价格端长期有望温和上行。公司通过团餐渠道拓展、厨师 KOL 培育等方式发力餐饮市场，B端市占率具备提升潜力。

酱油C端：家庭端酱油需求步入存量、总量走平阶段。价格层面，在高端化推进、CPI 修复以及需求回暖共同驱动下，提价有望稳步落地，带动价格中枢上移。伴随渠道改革落地、内部治理持续理顺，公司C端库存压力逐步出清、经销商活力修复，有望扭转前期份额下滑态势，实现市占率修复与回升。

鸡精鸡粉：鸡精鸡粉作为公司的第二大品类，未来的核心发力点在于拓展使用场景，我们预计公司该业务未来五年收入CAGR 达到10%。

食用油：食用油赛道已步入成熟阶段。公司通过拓展有效终端网点、提升大单品上架率，有望推动市占率稳步提升；预计该业务未来五年收入CAGR 为高单位数。

其他调味品：假设基础调味品（蚝油、食醋等）精细化运营，叠加收购味滋美后复合调味品业务实现协同增效，将贡献收入增量；预计该板块未来五年收入 CAGR 为13%。

盈利假设：

毛利率：短期来看，大豆、白糖、包材玻璃等原材料存在涨价压力，但公司可通过调价转嫁一部分成本，预计2027 年毛利率同比小幅回落；长期维度，产品结构升级以及人工制造成本的优化将持续支撑盈利水平，远期毛利率有望维持在40%左右。

费用率：对标海天味业，公司销售、管理费用率仍有优化空间。销售端上收区域定价权限、推进品类精细化投放，减少低效促销；管理端持续减员增效，同步落地管理层高绩效占比的年薪与薪酬追索机制，人力与运营效率有望持续改善。

利润端：我们预测公司的归母净利润在2026-2028 年分别为7.0/7.5/8.4 亿元，同比增长30%/8%/11%。

表2：公司整体业绩预测

中炬高新	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	51.4	55.2	42.0	48.7	52.5	56.0	59.8	63.8
归母净利润(亿)	17.0	8.9	5.4	7.0	7.5	8.4	9.2	9.9
归母净利润增速(%)	386.2	-47.4	-39.8	30.2	7.8	11.0	10.0	7.5
经营性净利润(亿)	17.0	9.1	4.8	7.4	8.0	8.9	9.8	10.5
经营性净利润增速(%)	391.6	-46.5	-47.3	55.0	7.8	11.0	10.0	7.5
经营性归母净利润(亿)	16.6	8.5	4.8	7.0	7.5	8.4	9.2	9.9
经营性归母净利润增速(%)	366.7	-49.0	-43.5	46.1	7.8	11.0	10.0	7.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

调味品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	48.7	48.5	39.3	46.0	49.8	53.3	57.1	61.1
收入增速(%)	-0.5	-0.2	-19.1	17.2	8.2	7.0	7.1	7.0
经营性净利润(亿)	15.9	7.0	4.8	7.3	7.8	8.7	9.6	10.3
经营性净利率(%)	32.6	14.4	12.2	15.8	15.7	16.3	16.8	16.8
经营性净利润增速(%)	356.8	-55.9	-31.4	51.0	7.7	11.3	10.0	7.6
其他业务	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	2.7	6.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
收入增速(%)	-39.7	143.0	-58.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	1.1	2.1	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	42.1	31.6	-0.0	6.9	7.8	7.8	8.6	8.6
经营性净利润增速(%)	235.6	82.7	-100.0	32861.6	12.0	0.0	10.8	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
调味品	4.5%	中等-	较好	较强	7.0%	18	9.9
其他业务	0.0%	--	一般	一般	7.5%		0.2
业务	**显性期价值**	**显性期后价值**	**业务价值**	**富余现金**	**少数股东权益价值**	**股权投资价值**	**总价值**
调味品(亿)	23.2	136.3	159.4	10.6	2.2	-	167.8
其他业务(亿)	1.0	-	-	0.7	-	-	0.7
公司整体测算(亿)	24.2	136.3	159.4	11.3	2.2	-	168.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
调味品(亿)	79.4	93.5	172.9	10.6	20.2	-	163.3
其他业务(亿)	2.3	1.2	3.5	0.7	-	-	4.3
公司整体测算(亿)	81.7	94.7	176.4	11.3	20.2	-	167.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性较高。调味品行业已处于成熟期，盈利预测的关键数据比较透明、且公司信息披露较为充分。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1.历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2.历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3.历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4.股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5.资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6.研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7.研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。