



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月29日

基础数据

08月27日收盘价(元)	19.53
总市值(亿元)	152.14
总股本(亿股)	7.79

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】中炬高新: 渠道调整为主, 静待下半年显效-2025.04.30

【兴证食饮】中炬高新: 土地征收贡献额外收入, 美味鲜业绩符合预期-2025.04.09

分析师: 沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 林佳雯

S0190522070009
linjiawen95@xyzq.com.cn

中炬高新(600872.SH) 主销区调整持续, 静待改革显效

投资要点:

事件: 公司公告 25H1 财报, 25H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 21.32/2.57/2.63 亿元, 同比-18.58%/-26.56%/-22.53%。25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 10.30/0.76/0.83 亿元, 同比-9.11%/-31.57%/-19.46%, 其中美味鲜收入/归母净利润 10.2/0.7 亿元, 同比-7.2%/-34.0%, 调整仍在进行中。

25H1 改革调整为主旋律, 25Q2 主销区调整持续。25H1 收入同比-18.58%, 其中美味鲜收入同比-17.91%, 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入同比-16.68%/-21.98%/-49.39%/-3.23%, 主要系公司为了调整主销区价盘, 主动调整控货所致。25Q2 收入同比-9.11%, 其中美味鲜收入同比-7.2%, 调味品业务收入同比-3.29%, 与去年同期低基数有关, 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入同比+6.39%/-13.73%/-48.84%/+2.84%, 美味鲜非调味品业务收入同比-47.7%; 25Q2 未经销商数量共 2799 家, 25Q2 环比 25Q1 净增 127 家, 虽经销商数量环比持续增长, 但 25Q2 南部收入同比-12.36%, 主销区调整去库仍在进行中。

成本红利下毛利率提升, 渠道去库调整费投加大, 盈利能力承压。25H1 归母净利率 12.05%, 同比-1.31pct, 美味鲜归母净利率 11.8%, 同比-1.9pct, 主要系渠道调整下的费投加大, 25H1 美味鲜毛利率为 39.4%, 同比+2.3pct, 与成本红利有关, 25H1 总费率 25.16%, 同比+4.12pct, 销售/管理/研发/财务费率 13.58%/8.10%/3.29%/0.20%, 同比+2.77pct/+1.13pct/+0.06pct/+0.16pct, 销售费率提升与薪酬提升、渠道费投改造力度加大有关。25Q2 归母净利率 7.35%, 同比-2.41pct, 美味鲜归母净利率为 6.9%, 同比-2.8pct, 渠道调整背景下费投加大仍是盈利能力承压主因, 25Q2 美味鲜毛利率为 39.8%, 同比+3.0pct, 成本红利贡献毛利弹性, 25Q2 总费率 30.79%, 同比+4.27pct, 销售/管理/研发/财务费率 18.88%/8.12%/3.74%/0.05%, 同比+4.05pct/+0.37pct/+0.04pct/-0.18pct, 渠道调整投入预计维持较大力度。

盈利预测与投资建议: 暂不考虑土地征收带来的额外收入贡献、后续收购增厚业绩的可能, 但考虑股权激励费用的影响, 我们根据最新财报, 调整了盈利预测, 预计公司 2025-2027 年收入为 52.14/57.62/63.42 亿元, 同比-5.5%/+10.5%/+10.1%, 实现归母净利润 7.14/8.01/9.00 亿元, 同比-20.0%/+12.1%/+12.4%, 对应 2025 年 8 月 27 日收盘价, PE 估值为 21/19/17x, 维持“增持”评级。

风险提示: 渠道改革扩张效果低于预期; 新团队调整幅度较大、磨合时间较长。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5519	5214	5762	6342
同比增长	7.4%	-5.5%	10.5%	10.1%
归母净利润(百万元)	893	714	801	900
同比增长	-47.4%	-20.0%	12.1%	12.4%
毛利率	39.8%	36.0%	36.0%	35.8%
ROE	15.9%	12.4%	13.6%	14.9%
每股收益(元)	1.14	0.92	1.03	1.16
市盈率	17	21	19	17

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 25H1 财报，25H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 21.32/2.57/2.63 亿元，同比-18.58%/-26.56%/-22.53%。25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 10.30/0.76/0.83 亿元，同比-9.11%/-31.57%/-19.46%，其中美味鲜收入/归母净利润 10.2/0.7 亿元，同比-7.2%/-34.0%，调整仍在进行中。

点评

25H1 改革调整为主旋律，25Q2 主销区调整持续。25H1 收入同比-18.58%，其中美味鲜收入同比-17.91%，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入同比-16.68%/-21.98%/-49.39%/-3.23%，主要系公司为了调整主销区价盘，主动调整控货所致。25Q2 收入同比-9.11%，其中美味鲜收入同比-7.2%，调味品业务收入同比-3.29%，与去年同期低基数有关，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入同比+6.39%/-13.73%/-48.84%/+2.84%，美味鲜非调味品业务收入同比-47.7%；25Q2 末经销商数量共 2799 家，25Q2 环比 25Q1 净增 127 家，虽经销商数量环比持续增长，但 25Q2 南部收入同比-12.36%，主销区调整去库仍在进行中。

成本红利下毛利率提升，渠道去库调整费投加大，盈利能力承压。25H1 归母净利率 12.05%，同比-1.31pct，美味鲜归母净利率 11.8%，同比-1.9pct，主要系渠道调整下的费投加大，25H1 美味鲜毛利率为 39.4%，同比+2.3pct，与成本红利有关，25H1 总费率 25.16%，同比+4.12pct，销售/管理/研发/财务费率 13.58%/8.10%/3.29%/0.20%，同比+2.77pct/+1.13pct/+0.06pct/+0.16pct，销售费率提升与薪酬提升、渠道费投改造力度加大有关。25Q2 归母净利率 7.35%，同比-2.41pct，美味鲜归母净利率为 6.9%，同比-2.8pct，渠道调整背景下费投加大仍是盈利能力承压主因，25Q2 美味鲜毛利率为 39.8%，同比+3.0pct，成本红利贡献毛利弹性，25Q2 总费率 30.79%，同比+4.27pct，销售/管理/研发/财务费率 18.88%/8.12%/3.74%/0.05%，同比+4.05pct/+0.37pct/+0.04pct/-0.18pct，渠道调整投入预计维持较大力度。

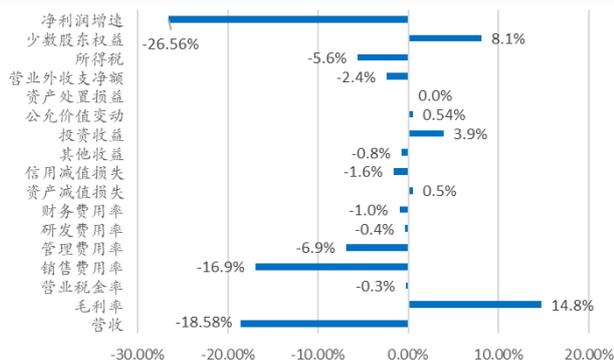
激励靴子落地，美味鲜三年剑指百亿。公司发布针对新管理班子团队的激励方案，计划授予不超过 1438.80 万股，占总股本比重 1.84%，股票来源为公司回购账户，授予价格 14.19 元/股，激励对象包括中高层管理、核心骨干等 329 人，认购资金由激励对象自筹。考核三期，考核条件为：1) 24-26 年收入同比增长不低于 12.0%/17.9%/47.7%；2) 24-26 年营业利润率不低于 15.0%/16.5%/18.0%；3) 24-26 年净资产收益率不低于 14.0%/15.5%/20%。同时，公司公告美味鲜三年战

略方案，2026 年美味鲜营业收入目标 100 亿元，营业利润目标 15 亿元。战略方案的设定均较有进取意识，其中 2026 年业绩指标较高，暗含收并购可能性，结合激励方案的同步推进，预计新管理团队动力较为充足，期待 2026 年的百亿厨邦。

盈利预测与投资建议：暂不考虑土地征收带来的额外收入贡献、后续收并购增厚业绩的可能，但考虑股权激励费用的影响，我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 52.14/57.62/63.42 亿元，同比 -5.5%/+10.5%/+10.1%，实现归母净利润 7.14/8.01/9.00 亿元，同比 -20.0%/+12.1%/+12.4%，对应 2025 年 8 月 27 日收盘价，PE 估值为 21/19/17x，维持“增持”评级。

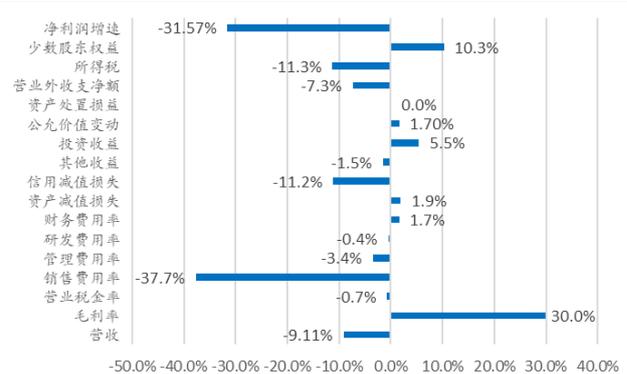
风险提示：渠道改革扩张效果低于预期；新团队调整幅度较大、磨合时间较长。

图1、25H1 归母净利润同比增速贡献分析



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、25Q2 归母净利润同比增速贡献分析



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5195	4388	4828	4492
货币资金	693	1583	1585	1607
交易性金融资产	134	177	156	166
应收票据及应收账款	416	19	109	18
预付款项	26	9	19	9
存货	1531	1249	1482	1061
其他	2396	1351	1477	1631
非流动资产	3041	3123	3352	3504
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2004	2104	2323	2456
在建工程	142	150	157	165
无形资产	169	154	138	122
商誉	2	2	2	2
其他	720	711	729	757
资产总计	8237	7511	8180	7996
流动负债	2244	1375	1883	1525
短期借款	620	180	225	281
应付票据及应付账款	538	415	638	447
其他	1086	780	1020	797
非流动负债	223	234	246	255
长期借款	50	50	50	50
其他	173	183	196	205
负债合计	2467	1609	2130	1780
股本	783	779	779	779
未分配利润	4644	4700	4764	4836
少数股东权益	156	160	164	168
股东权益合计	5770	5902	6050	6216
负债及权益合计	8237	7511	8180	7996

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	893	714	801	900
折旧和摊销	190	129	140	151
营运资金的变动	-267	503	-47	323
经营活动产生现金流量	1088	668	129	508
资本支出	-282	-97	-218	-131
长期投资	-979	82	-24	-1
投资活动产生现金流量	-1239	771	755	310
债券融资	563	-441	45	56
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	338	139	696	784
现金净变动	187	890	3	21

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5519	5214	5762	6342
营业成本	3323	3336	3687	4069
税金及附加	58	68	68	75
销售费用	504	467	519	573
管理费用	382	372	405	412
研发费用	165	169	180	202
财务费用	6	1	-2	-3
投资收益	57	42	46	48
公允价值变动收益	3	2	3	2
信用减值损失	-23	-18	-20	-19
资产减值损失	-5	-13	-17	-12
营业利润	1147	848	950	1067
营业外收支	-7	-6	-6	-6
利润总额	1140	843	943	1061
所得税	181	126	142	159
净利润	959	716	802	902
少数股东损益	66	2	1	2
归属母公司净利润	893	714	801	900
EPS (元)	1.14	0.92	1.03	1.16

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	7.4%	-5.5%	10.5%	10.1%
营业利润增长率	81.2%	-26.0%	12.0%	12.4%
归母净利润增长率	-47.4%	-20.0%	12.1%	12.4%
盈利能力				
毛利率	39.8%	36.0%	36.0%	35.8%
归母净利率	16.2%	13.7%	13.9%	14.2%
ROE	15.9%	12.4%	13.6%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	29.9%	21.4%	26.0%	22.3%
流动比率	2.32	3.19	2.56	2.95
速动比率	1.63	2.28	1.78	2.25
营运能力				
资产周转率	0.74	0.66	0.73	0.78
每股资料 (元)				
每股收益	1.14	0.92	1.03	1.16
每股经营现金	1.39	0.86	0.17	0.65
估值比率 (倍)				
PE	17	21	19	17
PB	2.7	2.6	2.5	2.4

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn