

公司研究

25Q2 经营环比改善，治理结构进一步优化，期待改革成效逐渐释放

——中炬高新（600872.SH）2025 年中报点评

买入（维持）

当前价：19.12 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂雅雅

执业证书编号：S0930522030003

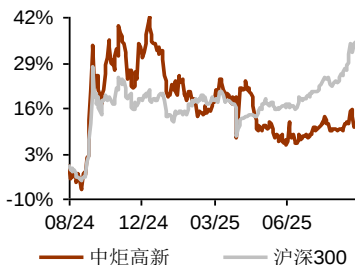
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.79
总市值(亿元):	148.94
一年最低/最高(元):	15.72/25.09
近 3 月换手率:	104.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.32	-12.35	-24.08
绝对	0.00	4.74	11.30

资料来源：Wind

相关研报

25Q1 业绩承压，关注后续经营改善节奏——中炬高新（600872.SH）2025 年一季报点评（2025-05-03）

24 年盈利能力改善，少数股权收回有望增厚 25 年利润——中炬高新（600872.SH）2024 年年报点评（2025-04-11）

要点

事件：中炬高新发布 2025 年半年度报告，25H1 实现营收 21.32 亿元，同比-18.58%；归母净利润 2.57 亿元，同比-26.56%。其中，25Q2 实现营业收入 10.30 亿元，同比-9.1%；归母净利润 0.76 亿元，同比-31.6%。25H1 美味鲜实现营收 20.98 亿元，同比-17.9%，实现净利润 2.47 亿元，同比-36.8%；25Q2 美味鲜实现营收 10.16 亿元，同比-7.21%，实现净利润 0.70 亿元，同比-44.0%。

Q2 营收同比降幅缩窄，新零售表现亮眼：1) 分产品：25H1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他的营收分别同比-16.68%/-21.98%/-49.39%/-3.23%，各品类营收同比下滑主要系行业竞争加剧，公司调整出货策略，消化渠道库存。25Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他的营收分别同比+6.39%/-13.73%/-48.84%/+2.84%，环比 Q1，各品类营收同比降幅收窄（25Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品的营收同比-31.57%/-28.60%/-50.01%/-6.89%）。25Q2，公司在部分区域的产品价盘已实现修复。

2) 分销售模式：25H1 分销/直销的营收分别同比-20.09%/+35.72%。分销渠道营收下滑主要系公司主动进行渠道库存消化和价格体系维护，直销营收增长主要系低基数，以及公司持续开拓线上及企业客户取得一定效果。公司将新零售作为战略重点，25H1 线上业务核心品类增速超 60%。餐饮渠道通过为头部连锁企业提供定制化服务、拓展团膳客户等方式，实现快速发展。25Q2 公司分销/直销的营收分别同比-4.71%/+38.85%。

3) 分区域：25H1 东部/南部/中西部/北部区域的营收分别同比-28.64%/-16.29%/-16.12%/-9.64%，北部区域营收同比下滑幅度较小。25Q2 东部/南部/中西部/北部区域的营收分别同比+1.11%/-12.36%/+5.61%/+6.79%，东部/中西部/北部的营收同比修复。

25Q2 末，公司经销商总数达 2799 家，较 25Q1 末净增 127 家，东部/南部/中西部/北部经销商分别净增 31/42/11/43 家。区县开发率提升至 86%，地级市开发率达 97.9%。公司推行客户分级管理制度，提升渠道管理精细度。

成本优化助毛利率提升，费用投放聚焦品牌与渠道建设：25H1 公司毛利率为 39.05%，同比+2.42pcts；美味鲜毛利率为 39.41%，同比+2.32pcts，毛利率提升主要系主要原材料采购单价下降，及公司持续推行精益管理，进行降本增效。25H1 公司期间费用率为 25.16%，同比+4.12pcts。其中，销售/管理/研发费用率分别为 13.58%/8.10%/3.29%，分别同比+2.77%/+1.13%/+0.06pcts。销售费用率同比增长主要系公司员工薪酬、广告宣传费、股权激励费用增加以及营收规模负效应。25H1 公司归母净利率为 12.05%，同比-1.31pcts。

25Q2 公司毛利率为 39.39%，同比+3.22pcts，美味鲜毛利率 39.78%，同比+2.93pcts。期间费用率为 30.79%，同比+4.27pcts。

治理结构优化，凝聚发展共识：25 年 7 月公司完成董事会换届，新任管理层强调“小步快跑”的激励机制，坚持长期主义的经营理念，有助于统一内外部共识，稳定团队，保障战略执行。25H1 公司主动调整经营节奏，战略性去库存虽导致收入短期下滑，但为价格修复和长期健康发展奠定基础。公司在品牌端签约谢霆锋作为厨邦代言人提升品牌形象；渠道端持续拓展餐饮、新零售，进行经销商分级管理；产品端聚焦健康化与多元化，运营端推动供应链降本增效。后续重点关注公司价格修复的进度、新零售及餐饮渠道的拓展成效。

盈利预测、估值与评级：考虑行业竞争激烈，我们下调公司 25-27 年的归母净利润预测分别为 6.92/ 7.96/9.16 亿元（较前次预测分别下调 22.9%、20.3%、16.7%），折合 25-27 年的 EPS 分别为 0.89、1.02、1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 22、19、16 倍。公司从渠道、产品等多维度持续改革，我们看好公司未来发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；渠道与新品拓展不及预期；内部机制改善情况低于预期；食品安全风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,139	5,519	4,951	5,429	5,853
营业收入增长率	-3.78%	7.39%	-10.28%	9.64%	7.81%
归母净利润（百万元）	1,697	893	692	796	916
归母净利润增长率	-386.53%	-47.37%	-22.50%	15.04%	15.02%
EPS（元）	2.16	1.14	0.89	1.02	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	36.07%	15.91%	11.58%	12.17%	12.73%
P/E	9	17	22	19	16
P/B	3.2	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29；注：23 年/24 年底公司的股本数分别为 7.85/7.83 亿股，25-27 年股本数为 7.79 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,139	5,519	4,951	5,429	5,853
营业成本	3,458	3,323	2,983	3,249	3,487
折旧和摊销	179	180	183	203	236
税金及附加	61	58	52	57	62
销售费用	457	504	547	583	581
管理费用	377	382	342	372	397
研发费用	181	165	178	197	212
财务费用	-6	6	18	3	-4
投资收益	38	57	28	30	33
营业利润	633	1,147	893	1,029	1,185
利润总额	1,802	1,140	903	1,039	1,195
所得税	65	181	136	156	179
净利润	1,737	959	768	883	1,016
少数股东损益	40	66	76	87	100
归属母公司净利润	1,697	893	692	796	916
EPS(元)	2.16	1.14	0.89	1.02	1.18

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	842	1,088	894	1,079	1,111
净利润	1,697	893	692	796	916
折旧摊销	179	180	183	203	236
净营运资金增加	568	1,018	47	38	154
其他	-1,602	-1,003	-28	42	-194
投资活动产生现金流	-877	-1,239	-248	-330	-737
净资本支出	-271	-282	-273	-340	-750
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-610	-961	25	10	13
融资活动现金流	-5	338	-744	-437	-261
股本变化	0	-2	-4	0	0
债务净变化	99	572	-416	-204	0
无息负债变化	-1,339	376	-287	263	113
净现金流	-40	187	-98	311	113

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.7%	39.8%	39.7%	40.1%	40.4%
EBITDA 率	16.6%	23.8%	21.5%	22.2%	23.7%
EBIT 率	13.0%	20.4%	17.8%	18.5%	19.7%
税前净利润率	35.1%	20.7%	18.2%	19.1%	20.4%
归母净利润率	33.0%	16.2%	14.0%	14.7%	15.6%
ROA	25.9%	11.6%	9.6%	10.2%	10.6%
ROE (摊薄)	36.1%	15.9%	11.6%	12.2%	12.7%
经营性 ROIC	13.7%	16.6%	12.9%	14.2%	14.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	23%	30%	22%	21%	20%
流动比率	2.79	2.32	3.16	3.39	3.36
速动比率	1.58	1.63	2.19	2.38	2.34
归母权益/有息债务	46.72	8.35	23.24	123.33	135.59
有形资产/有息债务	63.57	11.81	30.20	159.86	176.22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,719	8,237	7,973	8,685	9,550
货币资金	500	693	594	906	1,019
交易性金融资产	220	134	80	80	80
应收账款	75	416	373	409	441
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	16	9	8	9	10
存货	1,618	1,531	1,492	1,625	1,743
其他流动资产	1,288	2,386	2,301	2,373	2,437
流动资产合计	3,733	5,195	4,872	5,427	5,757
其他权益工具	20	20	54	54	54
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1,906	2,004	2,066	2,188	2,615
在建工程	242	142	149	138	159
无形资产	182	169	166	162	159
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	8	11	10	10	10
非流动资产合计	2,986	3,041	3,101	3,258	3,793
总负债	1,518	2,467	1,764	1,823	1,936
短期借款	100	620	204	0	0
应付账款	544	516	463	504	541
应付票据	0	22	20	22	23
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	12	9	12	14
流动负债合计	1,337	2,244	1,542	1,601	1,714
长期借款	0	50	50	50	50
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	86	74	92	92	92
非流动负债合计	181	223	222	222	222
股东权益	5,201	5,770	6,209	6,862	7,613
股本	785	783	779	779	779
公积金	291	441	515	594	686
未分配利润	4,213	4,644	4,938	5,424	5,983
归属母公司权益	4,705	5,614	5,977	6,543	7,194
少数股东权益	496	156	232	319	419

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.90%	9.14%	11.04%	10.74%	9.93%
管理费用率	7.34%	6.92%	6.91%	6.86%	6.79%
财务费用率	-0.12%	0.10%	0.36%	0.05%	-0.07%
研发费用率	3.52%	2.99%	3.60%	3.62%	3.62%
所得税率	4%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.40	0.42	0.30	0.34	0.39
每股经营现金流	1.07	1.39	1.15	1.38	1.43
每股净资产	5.99	7.17	7.67	8.40	9.23
每股销售收入	6.54	7.05	6.36	6.97	7.51

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	9	17	22	19	16
PB	3.2	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	18.3	11.7	14.1	12.2	10.8
股息率	2.1%	2.2%	1.5%	1.8%	2.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP