中炬高新（600872.SH）2025 年半年报点评

收入降幅环比收窄，期待调整效果显现

2025 年 08 月 31 日

推荐 维持评级

当前价格： 19.12 元

分析师 王言海
执业证书：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@glms.com.cn
分析师 张玲玉
执业证书：S0100522090002
邮箱：zhanglingyu@glms.com.cn
研究助理 范锡蒙
执业证书：S0100123090030
邮箱：fanximeng@glms.com.cn

相关研究

1.中炬高新（600872.SH）2025 年一季报点评：经营短期承压，调整在途静待改善-2025/04/30

2.中炬高新（600872.SH）2024 年年报点评：Q4 营收提速，期待改革成效-2025/04/12

3.中炬高新（600872.SH）2024 年三季报点评：改革稳步推进，经营环比改善-2024/10/27

4.中炬高新（600872.SH）2024 年中报点评：Q2 表现承压，期待改革成效-2024/08/09

5.中炬高新（600872.SH）2023 年业绩预告点评：诉讼和解增厚利润，改革蓄力中长期发展-2024/02/02

➢ **事件：**公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营业收入 21.3 亿元，同比-18.6%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比-26.6%；实现扣非净利润 2.6 亿元，同比-22.5%。单季度看，25Q2 实现营业收入 10.3 亿元，同比-9.1%；归母净利润 0.8 亿元，同比-31.6%；扣非净利润 0.8 亿元，同比-19.5%。

➢ **经营调整在途，Q2 收入降幅环比收窄。**25 年上半年公司主动优化供货策略，针对销量领先的经销商实施去库存措施，收入短期承压，Q2 以来降幅环比有所收窄。分产品看，25H1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现营收 13.0/2.6/1.1/3.3 亿元，同比-16.7%/-22.0%/-49.4%/-3.2%。分渠道看，25H1 分销/直销分别实现收入 18.9/1.0 亿元，同比-20.1%/+35.7%，其中线上业务核心品类增速超 60%；经销商数量上，25 年上半年净增 245 个达 2,799 个，区县开发率达到 86%，地级市开发率达到 97.9%。分区域看，25H1 东部/南部/中西部/北部分别实现营收 4.4/8.1/4.3/3.2 亿元，同比-28.6%/-16.3%/-16.1%/-9.6%。

➢ **成本优化、费投增加，盈利短期承压。**25H1 公司毛利率为 39.1%，同比+2.4pcts（Q2 同比+3.2pcts），主因原材料采购单价下降。25H1 四费同比+4.1pcts（Q2 同比+4.3pcts），其中销售费用率 13.6%，同比+2.8pcts（Q2 同比+4.1pcts），主因薪酬支出、渠道改造、加大费用投入力度，此外收入规模下降影响费用摊薄；管理费用率 8.1%，同比+1.1pcts（Q2 同比+0.4pcts）；研发费用率 3.3%，同比+0.1pcts（Q2 同比+0.04pcts）；财务费用率 0.2%，同比+0.2pcts（Q2 同比-0.2pcts）。25H1/25Q2 实现归母净利率 12.1%/7.4%，同比-1.3/-2.4pcts；扣非净利率 12.3%/8.0%，同比-0.6/-1.0pcts。

➢ **主动纠偏积极调整，期待后续效果显现。**展望下半年，公司将保持战略定力，努力提升内部管理，夯实营销基础，持续通过主动快速的调整纠偏以及积极推进变革，围绕“强基、多元、高效”的管理主题，恢复业务基本盘的同时，释放增长潜力。营销上主动调整营销及渠道管理策略，夯实业务增长基本盘，通过主动策略调整，进行包括大单品政策管控、经销商分级管理，以及进行二批管理等一系列动作，建立更有效稳定的营销及渠道管理体系，期待后续调整效果逐步显现。

➢ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 49.5/53.8/57.7 亿元，同比-10.3%/+8.6%/+7.4%；归母净利润分别为 7.4/8.5/9.4 亿元，同比-17.5%/+15.9%/+10.6%，当前股价对应当前股价对 P/E 分别为 20/17/16x，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**原材料价格大幅上涨，改革推进不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,519	4,950	5,377	5,772
增长率（%）	7.4	-10.3	8.6	7.4
归属母公司股东净利润（百万元）	893	737	853	944
增长率（%）	-47.4	-17.5	15.9	10.6
每股收益（元）	1.15	0.95	1.10	1.21
PE	17	20	17	16
PB	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**5,519**	**4,950**	**5,377**	**5,772**
营业成本	3,323	2,982	3,235	3,471
营业税金及附加	58	54	59	63
销售费用	504	544	565	577
管理费用	382	396	403	433
研发费用	165	158	161	173
EBIT	1,093	843	986	1,090
财务费用	6	6	13	17
资产减值损失	-5	-3	-3	0
投资收益	57	49	54	58
营业利润	**1,147**	**884**	**1,023**	**1,130**
营业外收支	-7	-7	-7	-7
利润总额	**1,140**	**877**	**1,016**	**1,123**
所得税	181	140	163	180
净利润	959	737	853	944
归属于母公司净利润	**893**	**737**	**853**	**944**
EBITDA	1,282	1,035	1,182	1,282

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	693	1,088	1,657	2,405
应收账款及票据	416	137	149	160
预付款项	26	18	19	21
存货	1,531	1,364	1,480	1,591
其他流动资产	2,530	2,556	2,559	2,537
流动资产合计	**5,195**	**5,163**	**5,865**	**6,713**
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2,004	2,004	2,004	2,004
无形资产	169	174	174	174
非流动资产合计	**3,041**	**3,058**	**3,054**	**3,058**
资产合计	**8,237**	**8,221**	**8,919**	**9,771**
短期借款	620	620	620	620
应付账款及票据	538	514	557	598
其他流动负债	1,086	744	814	993
流动负债合计	**2,244**	**1,878**	**1,991**	**2,210**
长期借款	50	50	50	50
其他长期负债	173	175	175	175
非流动负债合计	**223**	**225**	**225**	**225**
负债合计	**2,467**	**2,102**	**2,215**	**2,435**
股本	783	779	779	779
少数股东权益	156	156	156	156
股东权益合计	**5,770**	**6,119**	**6,704**	**7,336**
负债和股东权益合计	**8,237**	**8,221**	**8,919**	**9,771**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	7.39	-10.31	8.63	7.36
EBIT 增长率	80.56	-22.80	16.85	10.56
净利润增长率	-47.37	-17.52	15.86	10.57
盈利能力（%）				
毛利率	39.78	39.75	39.84	39.88
净利润率	16.18	14.88	15.87	16.35
总资产收益率 ROA	10.84	8.96	9.57	9.66
净资产收益率 ROE	15.91	12.35	13.03	13.14
偿债能力				
流动比率	2.32	2.75	2.95	3.04
速动比率	0.56	0.74	0.99	1.23
现金比率	0.31	0.58	0.83	1.09
资产负债率（%）	29.95	25.57	24.84	24.92
经营效率				
应收账款周转天数	16.01	20.11	9.58	9.65
存货周转天数	170.56	174.74	158.24	159.24
总资产周转率	0.74	0.60	0.63	0.62
每股指标（元）				
每股收益	1.15	0.95	1.10	1.21
每股净资产	7.21	7.65	8.41	9.22
每股经营现金流	1.40	1.24	1.29	1.58
每股股利	0.42	0.34	0.40	0.44
估值分析				
PE	17	20	17	16
PB	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.58	14.34	12.56	11.58
股息收益率（%）	2.20	1.80	2.09	2.31

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	959	737	853	944
折旧和摊销	190	192	196	193
营运资金变动	-249	59	-23	119
经营活动现金流	**1,088**	**967**	**1,008**	**1,229**
资本开支	-282	-200	-197	-201
投资	-979	0	0	0
投资活动现金流	**-1,239**	**-151**	**-143**	**-143**
股权募资	0	-4	0	0
债务募资	563	0	0	0
筹资活动现金流	**338**	**-421**	**-296**	**-338**
现金净流量	**187**	**395**	**569**	**748**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048