

2025 年 09 月 01 日

大股东增持彰显发展信心，期待公司经营好转

中炬高新(600872)

评级：	买入	股票代码：	600872
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	25.09/15.72
目标价格：		总市值(亿)	148.94
最新收盘价：	19.12	自由流通市值(亿)	148.94
		自由流通股数(百万)	778.99

事件概述

25H1公司实现营业收入21.32亿元，同比-18.58%；归母净利润2.57亿元，同比-26.56%；扣非归母净利润2.63亿元，同比-22.53%。

25Q2公司实现营业收入10.30亿元，同比-9.11%；实现归母净利润0.76亿元，同比-31.57%；实现扣非归母净利润0.83亿元，同比-19.46%。

分析判断：

► 改革期经营调整，静待重回增长

上半年面临多重经营压力，公司积极应对，主动进行经营调整，紧紧围绕战略目标和“强基、多元、高效”的年度管理主题，持续深入推进供应链优化、降本增效、运营优化、组织能力提升等经营变革，上半年各项工作稳步推进，但公司仍处改革调整期，收入同比下降18.6%至21.32亿元。

分产品来看，上半年酱油/鸡精鸡粉/食用油分别实现收入2.98/2.55/1.09亿元，分别同比下降17%/22%/49%，多品类格局逐步形成，营收下降我们认为主要受宏观经济环境、行业竞争加剧等多重因素影响。

分渠道来看，上半年分销/直销分别实现营业收入18.92/1.00亿元，同比-20.0%/+35.27%，公司积极调整打造全方位立体化的多元营销网络，传统渠道通过“渠道下沉战略”，持续拓展经销商，上半年净增经销商245个，区县开发率达到86%，地级市开发率达到97.9%。新兴渠道公司全面推进各类业务拓展，上半年线上业务核心品类增速超60%，同时紧紧抓住即时零售快速增长趋势，积极探索尝试行业内的广泛合作，为公司快速拓展品类进行探索。

Q2公司改革初见成效，降幅环比收窄至9.1%，有望随着公司改革反思调整，收入重回增长。

► 原材料价格下降带动毛利率提升，短期费用投放拖累盈利能力

成本端来看，上半年公司毛利率同比提升2.42pct至39.05%，我们认为主因调味品原材料黄豆、添加剂等采购价格下降、产品结构优化以及生产运营效率提升带动。**费用端来看**，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为13.6%/8.1%/3.3%/0.2%，分别同比+2.8/+1.1/+0.05/+0.2pct，销售费用率增加较多主要系薪酬、广告宣传费、股权激励费用增加以及业务费减少综合影响，综合费用率上升亦受收入规模下降影响。虽然成本下行较为明显，但收入承压+改革期费用投入加大，使得公司利润端承压，归母净利润同比下降26.6%至2.57亿元，相应的净利率同比下降2.65pct至12.07%。

► 控股股东增持，“再造一个厨邦”战略持续落地可期

公司控股股东火炬集团拟自2025年9月1日起12个月内拟增持金额不低于人民币2亿元，不超过人民币4亿元，彰显对公司发展的信心。

改革之路并不是一帆风顺的，短期调整后公司积极反思、痛定思痛，有望下半年走出经营困境，推动长期战略持续落地。我们看好公司持续聚焦调味品主业发展，提升渠道模式效率，重塑厨邦品牌认知，打造大单品，实施价格修复及过程跟进，落实完善促销政策；同时加快塑造组织能力，推动市场化考核机制，业绩成长确定性进一步增强。中长期来看，我们看好公司发展完善调味品业务，并借助调味品行业龙头地位不断向平台化公司发展，全面提升竞争实力。

投资建议

参考最新业绩报告，我们下调公司 25-26 年营业收入 67.95/79.54 亿元的预测至 49.67/55.13 亿元，新增 27 年 59.82 亿元的预测；下调 25-26 年 EPS 的 1.16/1.46 元的预测至 0.92/1.08 元，新增 27 年 1.31 元的预测；对应 2025 年 8 月 29 日 19.12 元的估值分别为 21/18/15 倍，维持买入评级。

风险提示

行业竞争加剧、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,139	5,519	4,967	5,513	5,982
YoY（%）	-3.8%	7.4%	-10.0%	11.0%	8.5%
归母净利润（百万元）	1,697	893	713	841	1,019
YoY（%）	386.5%	-47.4%	-20.2%	18.0%	21.1%
毛利率（%）	32.7%	39.8%	40.0%	40.2%	40.5%
每股收益（元）	2.20	1.14	0.92	1.08	1.31
ROE	36.1%	15.9%	11.9%	12.3%	13.0%
市盈率	8.69	16.72	20.89	17.71	14.62

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,519	4,967	5,513	5,982	净利润	959	713	841	1,019
YoY (%)	7.4%	-10.0%	11.0%	8.5%	折旧和摊销	190	184	188	202
营业成本	3,323	2,980	3,297	3,559	营运资金变动	-249	-6	-16	-45
营业税金及附加	58	56	60	66	经营活动现金流	1,088	866	988	1,158
销售费用	504	596	651	580	资本开支	-282	-137	-120	-129
管理费用	382	397	430	473	投资	-979	-44	-73	-58
财务费用	6	3	-3	0	投资活动现金流	-1,239	-138	-140	-132
研发费用	165	161	172	191	股权募资	0	-26	0	0
资产减值损失	-5	-8	-4	-6	债务募资	563	310	415	363
投资收益	57	44	53	55	筹资活动现金流	338	-64	391	331
营业利润	1,147	839	990	1,199	现金净流量	187	664	1,239	1,357
营业外收支	-7	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	1,140	839	990	1,199	成长能力 (%)				
所得税	181	126	148	180	营业收入增长率	7.4%	-10.0%	11.0%	8.5%
净利润	959	713	841	1,019	净利润增长率	-47.4%	-20.2%	18.0%	21.1%
归属于母公司净利润	893	713	841	1,019	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-47.4%	-20.2%	18.0%	21.1%	毛利率	39.8%	40.0%	40.2%	40.5%
每股收益	1.14	0.92	1.08	1.31	净利率率	16.2%	14.4%	15.3%	17.0%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	10.8%	8.3%	8.4%	8.9%
货币资金	693	1,357	2,596	3,953	净资产收益率 ROE	15.9%	11.9%	12.3%	13.0%
预付款项	26	18	23	23	偿债能力 (%)				
存货	1,531	1,384	1,525	1,649	流动比率	2.32	2.50	2.45	2.58
其他流动资产	2,946	2,756	2,864	2,849	速动比率	0.56	0.78	1.08	1.35
流动资产合计	5,195	5,515	7,007	8,474	现金比率	0.31	0.62	0.91	1.20
长期股权投资	4	3	3	3	资产负债率	29.9%	28.4%	30.6%	30.5%
固定资产	2,004	2,155	2,255	2,365	经营效率 (%)				
无形资产	169	159	148	138	总资产周转率	0.74	0.59	0.59	0.56
非流动资产合计	3,041	3,044	3,045	3,024	每股指标 (元)				
资产合计	8,237	8,558	10,052	11,498	每股收益	1.14	0.92	1.08	1.31
短期借款	620	930	1,345	1,708	每股净资产	7.17	7.67	8.75	10.06
应付账款及票据	538	476	530	570	每股经营现金流	1.39	1.11	1.27	1.49
其他流动负债	1,086	797	980	1,005	每股股利	0.42	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,244	2,202	2,855	3,282	估值分析				
长期借款	50	50	50	50	PE	16.72	20.89	17.71	14.62
其他长期负债	173	175	175	175	PB	3.07	2.49	2.18	1.90
非流动负债合计	223	225	225	225					
负债合计	2,467	2,427	3,079	3,507					
股本	783	779	779	779					
少数股东权益	156	156	156	156					
股东权益合计	5,770	6,132	6,973	7,992					
负债和股东权益合计	8,237	8,558	10,052	11,498					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。