

中炬高新 (600872.SH)

承压发展，期待新管理改善

美味鲜 25Q2 收入/归母净利润分别同比-7.21%/-34.59%，收入降幅收窄，整体业绩压力仍存，其中酱油业务 Q2 显著改善。25 年看，公司新管理有望继续推进改革，并加大并购与渠道拓展，下半年经营有望逐步走出低谷逐步改善。考虑到上半年经营压力，我们调整 25-26 年公司 eps 分别为 0.91、1.04 元，对应 25 年估值 21X，维持“强烈推荐”评级。

□ 美味鲜 25Q2 收入/归母净利润分别同比-7.21%/-34.59%，收入降幅收窄，整体业绩压力仍存。中炬高新发布 2025 年半年度报告，25H1 公司实现收入 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%。其中，美味鲜 25H1 收入 20.98 亿元，同比-17.92%，收入下降主要系酱油、食用油、鸡精粉销售减少；归母净利润 2.47 亿元，同比-29.55%。单 Q2 看，公司 Q2 实现收入 10.30 亿元，同比-9.11%；归母净利润 0.76 亿元，同比-31.57%；扣非归母净利润 0.83 亿元，同比-19.46%。其中，美味鲜 Q2 收入 10.16 亿元，同比-7.21%；归母净利润 0.70 亿元，同比-34.58%。

□ 酱油业务复苏，鸡精鸡粉及食用油承压。分产品来看，25Q2 公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别收入 6.50/1.26/0.58/1.32 亿元，分别同比 +6.39%/-13.73%/-48.84%/+2.84%，上半年调味品板块整体收入下滑主要系公司主动优化供货策略，针对销量领先的经销商去库存导致的，Q2 酱油业务实现复苏。分地区来看，Q2 公司东部/南部/中西部/北部区域分别收入 2.41/3.88/2.04/1.33 亿元，分别同比+1.11%/-12.36%/+5.61%/+6.79%。截至 25H1，公司共有经销商 2799 家，相比 Q1 增加 127 家。

□ 毛利率费用率提升，净利率承压。25Q2 公司实现毛利率 39.39%，同比 +3.22pcts，其中美味鲜 Q2 毛利率 39.78%，同比+2.93pcts，主要系成本下降及酱油占比提升带动结构改善；销售费用率 18.88%，同比+4.05pcts，主要系薪酬支出、渠道改造、加大费用投入力度影响；管理费用率 8.12%，同比+0.37pct，主要是薪酬福利增加影响；Q2 归母净利率 7.35%，受费用投入力度加大影响，同比-2.41pcts。

□ H2 展望：加速新渠道拓展，业绩有望环比改善。上半年受消费环境影响，公司整体经营承压，其中收入端二季度已有所改善，主要来自公司继续拓展非主销渠道，并加大市场费用投入。下半年看，公司产品端健康化与高端化趋势，渠道端非主销区经销商开拓加速，经销商管理优化，并提升对新零售渠道重视程度，吸纳人才推动业务发展，整体业绩有望继续实现环比改善。7 月公司董事会换届，黎汝雄当选新一任董事长，期待新管理加速改革，带领公司重回经营正轨。

□ 投资建议：承压发展，期待新管理改善，维持“强烈推荐”评级。美味鲜 25Q2 收入/归母净利润分别同比-7.21%/-34.59%，收入降幅收窄，整体业绩压力仍存，其中酱油业务 Q2 显著改善。25 年看，公司新管理有望继续推进改革，并加大并购与渠道拓展，下半年经营有望逐步走出低谷逐步改善。考虑到上半年经营压力，我们调整 25-26 年公司 eps 分别为 0.91、1.04 元，对应 25 年估值 21X，维持“强烈推荐”评级。

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：18.94 元

基础数据

总股本（百万股）	779
已上市流通股（百万股）	771
总市值（十亿元）	14.8
流通市值（十亿元）	14.6
每股净资产（MRQ）	7.1
ROE（TTM）	14.4
资产负债率	30.8%
主要股东	中山火炬集团有限公司
主要股东持股比例	11.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-4	16
相对表现	-9	-19	-21

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中炬高新（600872）—Q1 承压发展，期待改革加速》2025-04-30
- 2、《中炬高新（600872）—美味鲜稳健收官，期待改革动能释放》2025-04-12
- 3、《中炬高新（600872）—改革持续调整中，利润率提升明显》2024-10-28

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

□ 风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、竞争再度恶化

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5139	5519	5017	5410	5933
同比增长	-4%	7%	-9%	8%	10%
营业利润(百万元)	633	1147	862	982	1084
同比增长	-10%	81%	-25%	14%	10%
归母净利润(百万元)	1697	893	713	812	897
同比增长	-387%	-47%	-20%	14%	10%
每股收益(元)	2.16	1.14	0.91	1.04	1.15
PE	8.8	16.6	20.8	18.3	16.5
PB	3.2	2.6	2.5	2.3	2.1

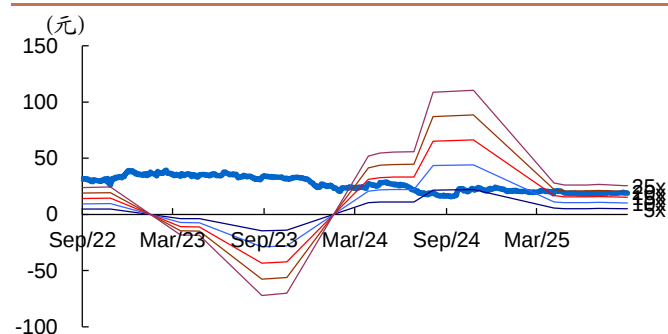
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23FY	24FY
一、营业总收入	1299	1186	1485	1134	1328	1573	1102	1030	5139	5519
二、营业总成本	1104	1154	1202	1024	1041	1200	901	952	4574	4467
其中: 营业成本	859	793	936	724	812	852	675	625	3458	3323
营业税金及附加	16	15	14	12	13	19	10	12	61	58
营业费用	105	126	115	168	83	139	95	195	457	504
管理费用	77	132	94	88	93	106	89	84	377	382
研发费用	46	44	43	42	38	43	32	39	181	165
财务费用	-2	-2	-2	3	1	4	4	1	-6	6
资产减值损失	0	33	0	2	0	3	0	0	33	5
三、其他经营收益	14	26	24	21	22	27	24	25	68	95
公允价值变动收益	5	16	11	8	7	8	7	6	29	35
投资收益	0	0	0	1	1	1	0	3	0	3
其他收益	9	10	13	12	14	18	17	17	38	57
四、营业利润	209	58	307	131	309	400	225	103	633	1147
加: 营业外收入	1	1179	1	0	0	1	1	0	1181	3
减: 营业外支出	1	-1727	2	3	5	-1	1	11	13	9
五、利润总额	209	2964	307	127	304	402	225	92	1802	1140
减: 所得税	27	-10	45	4	53	80	43	16	65	181
六、净利润	182	2975	262	124	252	322	181	76	1737	959
减: 少数股东损益	12	5	23	13	25	5	0	0	40	66
七、归属母公司净利润	170	2969	239	111	226	317	181	76	1697	893
EPS	0.22	3.78	0.30	0.14	0.28	0.40	0.23	0.10	2.13	1.12
主要比率										
毛利率	33.9%	33.1%	37.0%	36.2%	38.8%	45.8%	38.7%	39.4%	32.7%	39.8%
主营税金率	1.2%	1.2%	0.9%	1.1%	1.0%	1.2%	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%
营业费率	8.1%	10.7%	7.7%	14.8%	6.3%	8.8%	8.6%	18.9%	8.9%	9.1%
管理费率	5.9%	11.2%	6.4%	7.8%	7.0%	6.8%	8.1%	8.1%	7.3%	6.9%
营业利润率	16.1%	4.9%	20.7%	11.5%	23.3%	25.4%	20.5%	10.0%	12.3%	20.8%
实际税率	12.7%	-0.4%	14.7%	3.0%	17.4%	19.8%	19.3%	17.4%	3.6%	15.9%
净利率	13.1%	250.3%	16.1%	9.8%	17.1%	20.1%	16.4%	7.4%	33.0%	16.2%
YoY										
收入增长率	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%	2.2%	32.6%	-25.8%	-9.1%	-3.8%	7.4%
营业利润增长率	62.4%	-68.5%	67.1%	-28.1%	47.6%	590.2%	-26.7%	-21.1%	-10.3%	81.2%
净利润增长率	61.3%	-393.7%	59.7%	-107.0%	32.9%	-89.3%	-24.2%	-31.6%	-386.5%	-47.4%

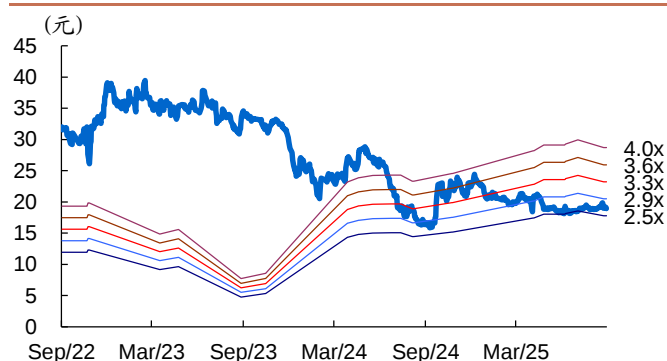
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 中炬高新历史 PEBand



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中炬高新历史 PBBand



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

-
- 1、《中炬高新（600872）—Q1 承压发展，期待改革加速》2025-04-30
 - 2、《中炬高新（600872）—美味鲜稳健收官，期待改革动能释放》
2025-04-12
 - 3、《中炬高新（600872）—改革持续调整中，利润率提升明显》2024-10-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3733	5195	5350	5807	6322
现金	500	693	1283	1426	1542
交易性投资	220	134	134	134	134
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	75	416	361	389	426
其它应收款	16	9	8	9	10
存货	1618	1531	1371	1484	1617
其他	1302	2413	2193	2365	2593
非流动资产	2986	3041	3114	3181	3243
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1906	2004	2097	2182	2260
无形资产商誉	183	171	154	138	124
其他	893	863	860	857	855
资产总计	6719	8237	8465	8989	9566
流动负债	1337	2244	2083	2076	2077
短期借款	100	620	520	470	420
应付账款	544	538	485	524	571
预收账款	108	92	82	89	97
其他	585	994	996	993	988
长期负债	181	223	223	223	223
长期借款	0	50	50	50	50
其他	181	173	173	173	173
负债合计	1518	2467	2306	2299	2300
股本	785	783	783	783	783
资本公积金	(597)	154	154	154	154
留存收益	4516	4677	5061	5588	6160
少数股东权益	496	156	160	164	168
归属于母公司所有者权益	4705	5614	5999	6525	7097
负债及权益合计	6719	8237	8465	8989	9566

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	842	1088	1263	702	709
净利润	1737	959	717	816	901
折旧摊销	188	188	197	203	209
财务费用	(6)	6	15	(3)	(8)
投资收益	(38)	(57)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	(1026)	(10)	381	(273)	(352)
其它	(14)	2	(3)	3	3
投资活动现金流	(877)	(1239)	(226)	(226)	(226)
资本支出	(272)	(305)	(271)	(271)	(271)
其他投资	(605)	(934)	45	45	45
筹资活动现金流	(5)	338	(447)	(332)	(367)
借款变动	1152	(84)	(103)	(50)	(50)
普通股增加	0	(2)	0	0	0
资本公积增加	0	751	0	0	0
股利分配	0	(314)	(329)	(285)	(325)
其他	(1157)	(13)	(15)	3	8
现金净增加额	(40)	187	590	143	116

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5139	5519	5017	5410	5933
营业成本	3458	3323	2992	3239	3528
营业税金及附加	61	58	53	57	63
营业费用	457	504	559	576	631
管理费用	377	382	372	385	444
研发费用	181	165	150	162	177
财务费用	(6)	6	15	(3)	(8)
资产减值损失	(46)	(28)	(58)	(58)	(58)
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
其他收益	29	35	15	15	15
投资收益	38	57	27	27	27
营业利润	633	1147	862	982	1084
营业外收入	1181	3	3	3	3
营业外支出	13	9	9	9	9
利润总额	1802	1140	856	975	1077
所得税	65	181	139	159	176
少数股东损益	40	66	4	4	5
归属于母公司净利润	1697	893	713	812	897

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4%	7%	-9%	8%	10%
营业利润	-10%	81%	-25%	14%	10%
归母净利润	-387%	-47%	-20%	14%	10%
获利能力					
毛利率	32.7%	39.8%	40.4%	40.1%	40.5%
净利率	33.0%	16.2%	14.2%	15.0%	15.1%
ROE	32.6%	15.5%	11.6%	12.1%	12.3%
ROIC	11.4%	14.9%	10.9%	11.3%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	22.6%	29.9%	27.2%	25.6%	24.0%
净负债比率	1.5%	8.2%	6.7%	5.8%	4.9%
流动比率	2.8	2.3	2.6	2.8	3.0
速动比率	1.6	1.6	1.9	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.1	2.1	2.1	2.3	2.3
应收账款周转率	81.5	22.5	12.9	14.4	14.6
应付账款周转率	5.3	6.1	5.9	6.4	6.4
每股资料(元)					
EPS	2.16	1.14	0.91	1.04	1.15
每股经营净现金	1.07	1.39	1.61	0.90	0.90
每股净资产	5.99	7.17	7.66	8.33	9.06
每股股利	0.40	0.42	0.36	0.41	0.46
估值比率					
PE	8.8	16.6	20.8	18.3	16.5
PB	3.2	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	20.7	12.5	15.4	14.0	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。