



中炬高新 (600872.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

内部仍处于调整期，业绩依旧承压

业绩简评

10 月 24 日公司发布三季报，25Q1-Q3 实现营收 31.56 亿元，同比-20.01%；扣非归母净利润 3.84 亿元，同比-30.45%。其中，25Q3 实现营收 10.25 亿元，同比-22.84%；扣非归母净利润 1.21 亿元，同比-43.09%。其中，美味鲜 25Q3 营收 10.09 亿元，同比-19.3%；归母净利润 1.20 亿元，同比-41.9%。

经营分析

Q3 主业依旧承压，去库存稳步推进。1) 分产品来看，Q3 行业竞争加剧叠加消费需求疲软。25Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 5.99/1.37/0.89/1.34 亿元，同比-19.2%/-24.2%/-31.6%/-8.8%。收入降幅较 Q2 扩张，系公司积极推动经销商库存优化、维护价盘稳定、夯实市场基础体系。2) 分地区来看，中西部降幅相对较低，预计系市场竞争相对缓和。Q3 南部/东部/中西部/北部地区收入同比-19.7%/-27.3%/-11.5%/-20.3%。3) 经销商体系持续扩张，Q3 末经销商净增加 99 家，主要集中在南部(+21)、北部(+49)。

成本下行带动毛利率改善，代言等费用投放挤压利润。1) 25Q3 美味鲜毛利率同比、环比均有改善，分别+2.2pct/+0.5pct，主要系黄豆等原材料采购单价下降。2) 为提升品牌影响力、加强渠道建设，广宣费和市场推广费增长显著，25Q3 公司销售/管理/研发费率分别同比+8.07pct/+1.94pct/+0.39pct。3) 25Q3 公司综合毛利率/归母净利率分别为 39.53%/12.01%，同比+0.71/-5.05pct。

产品和渠道仍在调整期，期待经营理顺后重启增长。产品端，以基础调味品为核心，推广减盐产品与清洁标签，驱动产品健康化与高端化升级。渠道端，公司积极推进餐饮、新零售电商渠道建设，拓展市场增量。年初以来公司主动聚焦问题、调整纠偏，期待业务基本盘修复后逐步修复市场地位、提升经营效率。

盈利预测、估值与评级

考虑到 Q3 调整期延续，我们下调 25-27 年业绩 26%/26%/27%，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 5.6/6.5/7.2 亿元，分别同比-37%/+15%/+11%，对应 PE 分别为 27x/23x/21x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

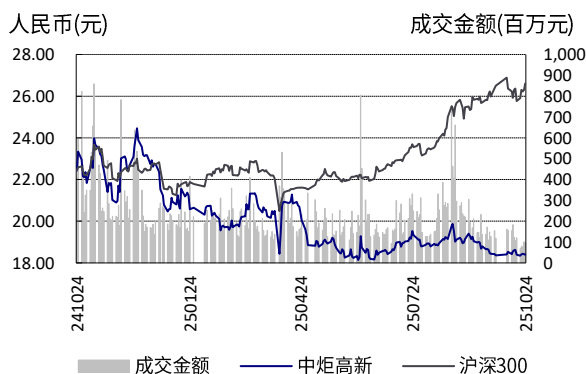
分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：18.39 元

相关报告：

- 《中炬高新公司点评：主销区依旧承压，静待调整成效》，2025.8.28
- 《中炬高新公司点评：收入阶段性承压，利润率持续改善》，2025.4.30
- 《中炬高新公司点评：改革逐步理顺，全年稳健增长》，2025.4.9



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,139	5,519	4,449	4,898	5,403
营业收入增长率	-3.78%	7.39%	-19.38%	10.08%	10.30%
归母净利润(百万元)	1,697	893	562	648	719
归母净利润增长率	-386.5%	-47.37%	-37.04%	15.26%	10.98%
摊薄每股收益(元)	2.161	1.140	0.722	0.832	0.923
每股经营性现金流净额	1.29	1.39	-0.20	0.55	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.07%	15.91%	9.51%	10.44%	11.08%
P/E	NA	19.31	27.06	23.48	21.15
P/B	4.69	3.07	2.57	2.45	2.34

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,341	5,139	5,519	4,449	4,898	5,403
增长率		-3.8%	7.4%	-19.4%	10.1%	10.3%
主营业务成本	-3,648	-3,458	-3,323	-2,680	-2,924	-3,219
%销售收入	68.3%	67.3%	60.2%	60.2%	59.7%	59.6%
毛利	1,693	1,681	2,195	1,769	1,974	2,184
%销售收入	31.7%	32.7%	39.8%	39.8%	40.3%	40.4%
营业税金及附加	-88	-61	-58	-44	-49	-54
%销售收入	1.7%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-473	-457	-504	-623	-676	-729
%销售收入	8.9%	8.9%	9.1%	14.0%	13.8%	13.5%
管理费用	-324	-377	-382	-334	-343	-367
%销售收入	6.1%	7.3%	6.9%	7.5%	7.0%	6.8%
研发费用	-179	-181	-165	-142	-152	-167
%销售收入	3.3%	3.5%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	630	605	1,086	626	754	866
%销售收入	11.8%	11.8%	19.7%	14.1%	15.4%	16.0%
财务费用	4	6	-6	-49	-80	-101
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.1%	1.1%	1.6%	1.9%
资产减值损失	0	-46	-28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0
投资收益	32	38	57	60	60	60
%税前利润	-6.8%	2.1%	5.0%	8.9%	7.7%	7.0%
营业利润	706	633	1,147	672	774	859
营业利润率	13.2%	12.3%	20.8%	15.1%	15.8%	15.9%
营业外收支	-1,180	1,169	-7	0	0	0
税前利润	-474	1,802	1,140	672	774	859
利润率	n.a	35.1%	20.7%	15.1%	15.8%	15.9%
所得税	-80	-65	-181	-107	-124	-137
所得税率	n.a	3.6%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	-555	1,737	959	564	651	722
少数股东损益	38	40	66	2	3	3
归属于母公司的净利润	-592	1,697	893	562	648	719
净利率	n.a	33.0%	16.2%	12.6%	13.2%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-555	1,737	959	564	651	722
少数股东损益	38	40	66	2	3	3
非现金支出	180	242	218	174	191	212
非经营收益	-51	-40	160	-6	28	50
营运资金变动	1,104	-1,090	-249	-889	-438	-314
经营活动现金净流	678	849	1,088	-157	431	671
资本开支	-341	-271	-282	-270	-305	-355
投资	-45	-642	-979	-75	-85	-95
其他	33	36	22	60	60	60
投资活动现金净流	-353	-877	-1,239	-285	-330	-390
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	-2	563	453	372	300
其他	-173	-3	-224	-326	-440	-541
筹资活动现金净流	-173	-5	338	126	-68	-241
现金净流量	152	129	187	-316	33	39

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	628	500	693	376	408	446
应收款项	71	92	425	200	154	140
存货	1,670	1,618	1,531	1,432	1,482	1,631
其他流动资产	868	1,523	2,547	3,139	3,640	3,941
流动资产	3,237	3,733	5,195	5,147	5,684	6,158
%总资产	52.0%	55.6%	63.1%	61.5%	62.4%	62.7%
长期投资	549	511	582	657	742	837
固定资产	2,106	2,148	2,147	2,209	2,324	2,468
%总资产	33.8%	32.0%	26.1%	26.4%	25.5%	25.1%
无形资产	220	206	186	186	180	175
非流动资产	2,986	2,986	3,041	3,225	3,424	3,662
%总资产	48.0%	44.4%	36.9%	38.5%	37.6%	37.3%
资产总计	6,223	6,719	8,237	8,372	9,108	9,820
短期借款	2	101	623	1,091	1,471	1,771
应付款项	1,084	912	1,213	768	852	954
其他流动负债	341	324	408	233	216	237
流动负债	1,427	1,337	2,244	2,093	2,539	2,961
长期贷款	0	0	50	50	50	50
其他长期负债	1,331	181	173	161	152	152
负债	2,759	1,518	2,467	2,304	2,742	3,163
普通股股东权益	3,009	4,705	5,614	5,910	6,206	6,494
其中：股本	785	785	783	783	783	783
未分配利润	2,703	4,213	4,644	4,939	5,235	5,524
少数股东权益	456	496	156	158	161	163
负债股东权益合计	6,223	6,719	8,237	8,372	9,108	9,820

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.754	2.161	1.140	0.722	0.832	0.923
每股净资产	3.831	5.990	7.168	7.587	7.966	8.336
每股经营现金净流	0.863	1.287	1.389	-0.201	0.550	0.856
每股股利	0.280	0.680	0.300	0.340	0.450	0.550
回报率						
净资产收益率	-19.68%	36.07%	15.91%	9.51%	10.44%	11.08%
总资产收益率	-9.52%	25.26%	10.84%	6.72%	7.12%	7.32%
投入资本收益率	20.75%	10.80%	13.98%	7.19%	7.93%	8.48%
增长率						
主营业务收入增长率	4.41%	-3.78%	7.39%	-19.38%	10.08%	10.30%
EBIT 增长率	-24.51%	-3.98%	79.64%	-42.39%	20.54%	14.76%
净利润增长率	-179.8%	-386.53%	-47.37%	N/A	15.26%	10.98%
总资产增长率	5.17%	7.96%	22.59%	1.64%	8.79%	7.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.7	4.4	16.2	15.0	10.0	8.0
存货周转天数	167.5	173.5	172.9	195.0	185.0	185.0
应付账款周转天数	64.1	63.0	58.2	58.0	60.0	62.0
固定资产周转天数	109.9	135.4	132.6	165.4	155.2	147.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.09%	-11.93%	-2.67%	10.40%	15.39%	18.63%
EBIT 利息保障倍数	-150.3	-100.1	190.1	12.8	9.5	8.6
资产负债率	44.33%	22.60%	29.95%	27.52%	30.10%	32.21%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	25	29	65
增持	0	0	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.14	1.15	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-03-18	买入	24.85	33.51~33.51
2	2024-03-30	买入	26.39	N/A
3	2024-04-24	买入	27.55	N/A
4	2024-08-09	买入	19.80	N/A
5	2024-10-26	买入	23.87	N/A
6	2025-04-09	买入	19.89	N/A
7	2025-04-30	买入	19.77	N/A
8	2025-08-28	买入	19.53	N/A

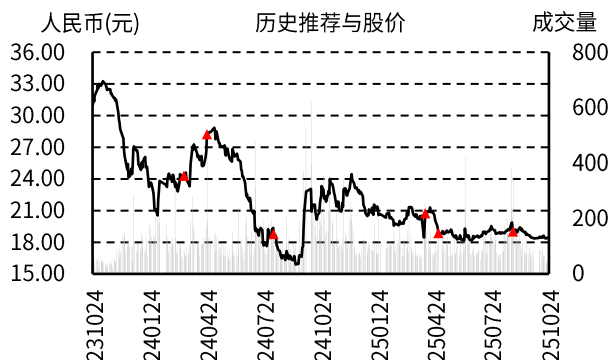
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究