

公司研究

改革仍在持续，25Q3 业绩承压

——中炬高新（600872.SH）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：18.39 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：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

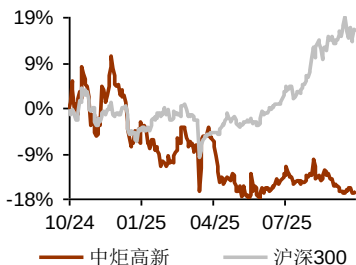
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.79
总市值(亿元):	143.26
一年最低/最高(元):	18.00/24.60
近 3 月换手率:	83.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.70	-16.76	-37.43
绝对	-0.27	-4.07	-19.86

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-08-31）

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）

要点

事件：中炬高新发布 2025 年三季报，25 年前三季度实现营收 31.56 亿元，同比-20.01%；归母净利润 3.80 亿元，同比-34.07%；扣非归母净利润 3.84 亿元，同比-30.45%。其中，25Q3 实现营业收入 10.25 亿元，同比-22.84%；归母净利润 1.23 亿元，同比-45.66%；扣非归母净利润 1.21 亿元，同比-43.09%。25 年前三季度，核心子公司美味鲜实现营收 31.07 亿元，同比-18.40%；实现归母净利润 3.67 亿元，同比-34.13%。其中，25Q3 美味鲜实现营收 10.09 亿元，同比-19.37%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比-41.93%。

Q3 营收降幅环比扩大，渠道仍处于调整阶段：1) 分产品：25 年前三季度，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他的营收分别同比-17.50%/-22.76%/-42.67%/-4.90%，各品类营收同比下滑主要系公司调整出货策略，持续推动经销商库存去化。25Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他的营收分别同比-19.2%/-24.2%/-31.6%/-8.8%，环比 25Q2，除食用油外，其他品类的同比降幅有所扩大（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%），主要系公司仍然处于深度调整期，通过消化渠道库存、稳定终端价格体系建立长期健康的渠道生态体系。

2) 分销售模式：25 年前三季度，分销/直销的营收分别同比-21.06%/+43.99%。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盘维护，直销营收增长主要系公司开拓线上及企业客户取得成果。25Q3 公司分销/直销的营收分别同比-23.07%/+57.44%。

3) 分区域：25 年前三季度，东部/南部/中西部/北部区域的营收分别同比-28.21%/-17.48%/-14.68%/-12.78%，北部区域营收同比下滑幅度较小。25Q3 东部/南部/中西部/北部区域的营收分别同比-27.32%/-19.67%/-11.52%/-20.26%。

25 年前三季度，公司新开经销商 435 个，净增经销商 344 个，经销商总数达 2898 家，东部/南部/中西部/北部经销商分别净增 71/77/39/157 家。公司加大北方市场布局力度。

成本优化助毛利率提升，费用投放聚焦品牌与渠道建设：25 年前三季度，公司毛利率为 39.2%，同比+1.84pcts；美味鲜毛利率为 39.70%，同比+2.26pcts，毛利率提升主要系主要原材料成本红利延续。25 年前三季度，公司期间费用率为 25.7%，同比+6.33pcts。其中，销售/管理/研发费用率分别为 13.8%/8.4%/3.3%，分别同比+4.55%/+1.39%/+0.17pcts。销售费用率同比增长主要系公司强化渠道建设，加大市场推动以及营收规模负效应；管理费用同比增长主要系人工成本增加以及营收规模负效应。25 年前三季度，公司归母净利率为 12.0%，同比-2.57pcts。

25Q3 公司毛利率为 39.5%，同比+0.71pcts，美味鲜毛利率 40.31%，同比+2.17pcts。期间费用率为 26.9%，同比+10.75pcts。

改革尚在进行中，关注经营修复节奏。公司正处于改革深水区，短期业绩承压反映了改革的阵痛。公司通过建立经销商经营健康度追踪体系等数字化工具，逐渐加强对渠道的精细化管理。虽然仍在改革调整期，但公司积极布局长期增长点：1) 渠道端：发力餐饮渠道，推动经销商与餐饮客户建立深度链接。2) 组织端：新任董事长到位后，强调巩固现有改革成果，聚焦增长，提升内部运营效率。后续重点关注公司渠道库存消化情况、价格体系的恢复进程，以及餐饮等客户的拓展节奏。

盈利预测、估值与评级：考虑行业竞争激烈，公司仍处于改革期，我们下调公司 25-27 年的营收与归母净利润预测，预计 25-27 年营收分别为 44.31/47.77/51.23 亿元（较前次预测分别下调 10.5%、12.0%、12.5%），归母净利润分别为 5.57/6.37/7.27 亿元（较前次预测分别下调 19.5%、20.0%、20.6%），折合 25-27 年的 EPS 分别为 0.72、0.82、0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 26、22、20 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	4,431	4,777	5,123
营业收入增长率	-3.78%	7.39%	-19.71%	7.80%	7.25%
归母净利润（百万元）	1,697	893	557	637	727
归母净利润增长率	-386.53%	-47.37%	-37.62%	14.35%	14.08%
EPS（元）	2.16	1.14	0.72	0.82	0.93
ROE（归属母公司）（摊薄）	36.07%	15.91%	9.54%	10.13%	10.69%
P/E	9	16	26	22	20
P/B	3.1	2.6	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 2025-10-24；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	4,431	4,777	5,123
营业成本	3,458	3,323	2,627	2,807	3,000
折旧和摊销	179	180	182	200	232
税金及附加	61	58	47	50	54
销售费用	457	504	582	613	616
管理费用	377	382	328	351	373
研发费用	181	165	160	173	185
财务费用	-6	6	14	-3	-6
投资收益	38	57	28	30	33
营业利润	633	1,147	735	842	963
利润总额	1,802	1,140	745	852	973
所得税	65	181	112	128	146
净利润	1,737	959	633	724	827
少数股东损益	40	66	76	87	100
归属母公司净利润	1,697	893	557	637	727
EPS(元)	2.16	1.14	0.72	0.82	0.93

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	842	1,088	963	963	946
净利润	1,697	893	557	637	727
折旧摊销	179	180	182	200	232
净营运资金增加	568	1,018	-224	-30	116
其他	-1,602	-1,003	448	156	-130
投资活动产生现金流	-877	-1,239	-219	-294	-737
净资本支出	-271	-282	-245	-304	-750
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-610	-961	26	10	13
融资活动现金流	-5	338	-905	-210	-211
股本变化	0	-2	-4	0	0
债务净变化	99	572	-597	-22	0
无息负债变化	-1,339	376	-361	241	102
净现金流	-40	187	-161	459	-3

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.7%	39.8%	40.7%	41.2%	41.4%
EBITDA 率	16.6%	23.8%	20.2%	21.2%	22.6%
EBIT 率	13.0%	20.4%	16.1%	17.0%	18.1%
税前净利润率	35.1%	20.7%	16.8%	17.8%	19.0%
归母净利润率	33.0%	16.2%	12.6%	13.3%	14.2%
ROA	25.9%	11.6%	8.3%	8.7%	9.1%
ROE (摊薄)	36.1%	15.9%	9.5%	10.1%	10.7%
经营性 ROIC	13.7%	16.6%	11.1%	12.3%	12.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	23%	30%	20%	21%	20%
流动比率	2.79	2.32	3.55	3.45	3.34
速动比率	1.58	1.63	2.52	2.51	2.40
归母权益/有息债务	46.72	8.35	77.39	118.54	128.15
有形资产/有息债务	63.57	11.81	97.70	153.27	166.74

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	7,583	8,336	9,047
货币资金	500	693	532	991	988
交易性金融资产	220	134	80	80	80
应收账款	75	416	334	360	386
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	16	9	8	8	9
存货	1,618	1,531	1,314	1,404	1,500
其他流动资产	1,288	2,386	2,223	2,275	2,327
流动资产合计	3,733	5,195	4,511	5,140	5,313
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	2,043	2,138	2,567
在建工程	242	142	147	133	156
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	9	9	9
非流动资产合计	2,986	3,041	3,072	3,196	3,733
总负债	1,518	2,467	1,509	1,727	1,829
短期借款	100	620	22	0	0
应付账款	544	516	408	436	466
应付票据	0	22	18	19	20
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	12	7	9	10
流动负债合计	1,337	2,244	1,270	1,489	1,590
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	109	109	109
非流动负债合计	181	223	239	239	239
股东权益	5,201	5,770	6,074	6,608	7,218
股本	785	783	779	779	779
公积金	291	441	501	565	638
未分配利润	4,213	4,644	4,816	5,199	5,636
归属母公司权益	4,705	5,614	5,842	6,289	6,799
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%	13.14%	12.84%	12.03%
管理费用率	7.34%	6.92%	7.41%	7.36%	7.29%
财务费用率	-0.12%	0.10%	0.31%	-0.06%	-0.12%
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	0.24	0.28	0.32
每股经营现金流	1.07	1.39	1.24	1.24	1.21
每股净资产	5.99	7.17	7.50	8.07	8.73
每股销售收入	6.54	7.05	5.69	6.13	6.58

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	9	16	26	22	20
PB	3.1	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	17.7	11.2	15.9	13.9	12.3
股息率	2.2%	2.3%	1.3%	1.5%	1.7%

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不曾与，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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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