

2025 年 10 月 28 日

改革阵痛期业绩承压，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:	24.60/18.00
目标价格:		总市值(亿)	140.37
最新收盘价:	18.02	自由流通市值(亿)	138.92
		自由流通股数(百万)	770.99

事件概述

公司前三季度实现营业收入31.56 亿元，同比-20.01%；归母净利润3.8 亿元，同比-34.07%；扣非归母净利润3.84 亿元，同比-30.45%。

公司三季度实现营业收入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%。

分析判断:

► 坚持改革调整，短期经营承压

三季度公司各项工作稳步推进，调味品主业坚持推动经销商库存优化及夯实基础体系，但仍处改革调整期，收入同比下降22.84%至10.25亿元。

分产品来看，三季度酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别实现收入5.99/1.37/0.89/1.34亿元，分别同比下降19%/24%/32%/9%，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，三季度分销/直销分别实现营业收入8.88/0.72亿元，同比-23%/+57%，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，前三季度净增经销商344个，经销商格局不断优化。

分地区来看，三季度东部/南部/中西部/北部地区分别实现营业收入2.14/4.20/2.09/1.17亿元，分别同比-27%/-20%/-12%/-20%，公司改革调整期，各地区均有所承压。

► 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，三季度公司毛利率同比提升0.71pct至39.53%，我们认为主要系原材料黄豆、添加剂等采购价格下降带动。费用端来看，三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为14.33%/8.95%/3.22%/0.39%，分别同比+8.1/+1.9/+0.4/+0.3pct，销售费用率增加较多，主要系公司强化渠道建设并加大市场推广，市场推广费用增加，同时提升品牌影响力而增加的宣传投入带动了广告宣传费用增加；综合费用率上升亦受收入规模下降影响。虽然成本下行，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30.45%至3.84亿元，相应的净利率同比下降6.93pct至12.01%。

► 改革阵痛期全面承压，静待经营好转

改革之路并不是一帆风顺的，公司积极调整应对，坚持推动经销商库存优化及夯实基础体系，随着调整不断到位，经营改善可期。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。

投资建议

参考最新业绩报告，我们下调公司25-27年营业收入49.67/55.13/59.82亿元的预测至45.25/48.87/52.30亿元；下调25-27年EPS的0.92/1.08/1.31元的预测至0.70/0.83/0.94元；对应2025年10月28日18.02元的估值分别为27/23/20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	4,525	4,887	5,230
YoY（%）	-3.8%	7.4%	-18.0%	8.0%	7.0%
归母净利润（百万元）	1,697	893	549	644	729
YoY（%）	386.5%	-47.4%	-38.5%	17.3%	13.3%
毛利率（%）	32.7%	39.8%	40.0%	40.2%	40.5%
每股收益（元）	2.20	1.14	0.70	0.83	0.94
ROE	36.1%	15.9%	9.4%	10.0%	10.1%
市盈率	8.69	16.72	27.14	23.14	20.43

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	4,525	4,887	5,230	净利润	959	549	644	729
YoY (%)	7.4%	-18.0%	8.0%	7.0%	折旧和摊销	190	184	188	202
营业成本	3,323	2,715	2,923	3,112	营运资金变动	-249	27	-5	-34
营业税金及附加	58	51	53	58	经营活动现金流	1,088	739	808	886
销售费用	504	615	635	654	资本开支	-282	-137	-120	-129
管理费用	382	407	440	450	投资	-979	-44	-73	-58
财务费用	6	3	-1	6	投资活动现金流	-1,239	-142	-146	-139
研发费用	165	147	152	167	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	40	47	48	筹资活动现金流	338	-64	391	331
营业利润	1,147	646	757	858	现金净流量	187	534	1,053	1,078
营业外收支	-7	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	1,140	646	757	858	成长能力 (%)				
所得税	181	97	114	129	营业收入增长率	7.4%	-18.0%	8.0%	7.0%
净利润	959	549	644	729	净利润增长率	-47.4%	-38.5%	17.3%	13.3%
归属于母公司净利润	893	549	644	729	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-47.4%	-38.5%	17.3%	13.3%	毛利率	39.8%	40.0%	40.2%	40.5%
每股收益	1.14	0.70	0.83	0.94	净利率	16.2%	12.1%	13.2%	13.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	10.8%	6.6%	6.8%	6.8%
货币资金	693	1,226	2,279	3,357	净资产收益率 ROE	15.9%	9.4%	10.0%	10.1%
预付款项	26	16	20	20	偿债能力 (%)				
存货	1,531	1,261	1,352	1,442	流动比率	2.32	2.51	2.41	2.47
其他流动资产	2,946	2,735	2,825	2,807	速动比率	0.56	0.75	1.01	1.22
流动资产合计	5,195	5,239	6,476	7,626	现金比率	0.31	0.59	0.85	1.09
长期股权投资	4	3	3	3	资产负债率	29.9%	28.0%	30.6%	31.1%
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	0.55	0.55	0.52
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	8,282	9,521	10,651	每股收益	1.14	0.70	0.83	0.94
短期借款	620	930	1,345	1,708	每股净资产	7.17	7.46	8.29	9.22
应付账款及票据	538	433	470	498	每股经营现金流	1.39	0.95	1.04	1.14
其他流动负债	1,086	727	870	880	每股股利	0.42	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,244	2,091	2,685	3,086	估值分析				
长期借款	50	50	50	50	PE	16.72	27.14	23.14	20.43
其他长期负债	173	175	175	175	PB	3.07	2.56	2.31	2.07
非流动负债合计	223	225	225	225					
负债合计	2,467	2,315	2,910	3,310					
股本	783	779	779	779					
少数股东权益	156	156	156	156					
股东权益合计	5,770	5,967	6,611	7,340					
负债和股东权益合计	8,237	8,282	9,521	10,651					

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跨部门、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。