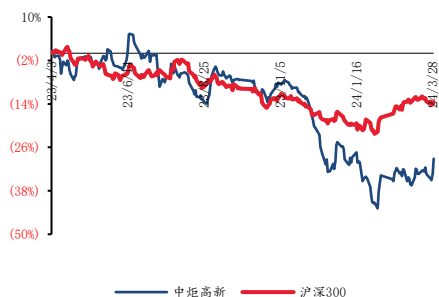


## 全年业绩符合预期，三年规划及股权激励目标展望积极

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	7.85/7.85
总市值/流通(亿元)	207.26/207.26
12个月内最高/最低价(元)	40.39/20.5

### 相关研究报告

- <<中炬高新：新管理层变更落地，改善在途>>--2023-10-24
- <<中炬高新：需求疲软收入承压，成本上行利润承压>>--2021-09-01
- <<中炬高新一季报点评：成本上涨短期承压，期待长期激励落地>>--2021-04-28

### 证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

**事件：**1、公司发布2023年年报，2023年实现营收51.4亿元，同比-3.8%，归母净利润17.0亿元，同比+386.5%，扣非净利润5.2亿元，同比-5.8%。2023Q4实现营收11.9亿元，同比-14.4%，归母净利润2.97亿元，同比+393.7%，扣非净利润0.6亿元，同比-60.0%。2、公司公布限制性股票激励（草案），拟授予329名员工不超过1438.8万股股票，占公司总股本的1.83%，授予价格为14.19元/股。

**积极调整以蓄长远发展，全年业绩符合预期。**美味鲜子公司实现收入49.32亿元，同比-0.45%，Q4受到春节错期以及内部改革调整的影响，Q4美味鲜子公司收入同比-13.4%，Q4拖累导致全年收入略有下滑。全年整体稳中求进，符合此前预期。分产品来看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入30.3/6.8/4.5/7.2亿元，分别同比+0.1%/+13.4%/-10.6%/-6.8%，销量分别同比+1.9%/+15.7%/-9.6%/-6.6%，吨价分别同比-1.7%/-2.0%/-1.1%/-0.2%；2023Q4酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品营收分别同比-17.3%/+18.1%/-18.7%/-21.1%。分区域看，2023年东部/南部/中西部/北部分别实现收入11.6/20.3/10.8/6.4亿元，分别同比-1.5%/+0.3%/+7.4%/-10.3%，其中Q4收入分别同比-15.5%/-6.1%/-6.2%/-43.9%。全年经销商净增长81家至2084家，区县开发率提升4.1pct至72.24%。

**内部调整推进有条不紊，盈利能力逐步提升。**2023年公司毛利率同比提升1.0pct至32.7%，其中Q4毛利率同比提升1.5pct至33.1%，毛利率提升主因原材料成本下降，以及低毛利食用油产品占比下降。费用方面，2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为8.9%/7.3%/3.5%/-0.1%，销售及财务费用率同比持平，研发费用率同比+0.2pct，管理费用率同比+1.3pct，2023年公司积极优化内部管理架构，员工解除劳动关系补偿支出增加导致管理费用率有所上升。同时，公司与工业联合实现诉讼和解与撤诉，转回自前一年以来计提的预计负债，2023年净利率同比提升44.1pct至33.0%。

**三年规划以及股权激励靴子落地，目标展望积极。**近期公司公告未来三年发展规划，目标至2026年美味鲜子公司实现营收100亿元，实现营业利润15亿元，收入年复合增速为25%。同时，公司颁布新一轮限制性股票激励方案，拟授予329名员工不超过1438.8万股股票，占公司总股本的1.83%，授予价格为14.19元/股。授予对象包含董事长、总经理在内的新任管理层以及中层、核心骨干等员工，业绩考核目标为：1)以2023年为基数，2024-2026年营收增长率分别不低于

12%/32%/95%，即 2024-2026 年营收分别同比增长 12%/18%/47%，预计该目标包含并购盈利，2024-2025 年近两年收入复合增速为 15%。  
 2) 2024-2026 年营业利润率达 15%/16.5%/18%，测算 2025-2026 年营业利润分别同比增长约 30%/61%。3) 2024-2026 年分别实现 ROE 为 14%/15.5%/20%。

**盈利预测：**公司三年规划及股权激励方案落地时点符合预期，收入及利润锚定高目标，充分反应公司对高速稳健发展的信心，未来将从品牌营销、研发创新、营运优化以及投资并购四个方面确保目标的达成。今年为公司调整第一年，业绩目标规划较稳健，可关注后续调整以及行业需求恢复进度。我们预计 2024-2026 年公司实现收入 57.6/67.1/79.1 亿元，同比增长 12.0%/16.5%/18.0%，实现归母净利润 7.5/9.4/11.5 亿元，同比-56%/+25.9%/+22.1%，剔除房地产业务后对应 PE 为 25/20/17X。我们按照 2024 年业绩给调味品主业 30 倍 PE，一年目标价 32.3 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；内部调整不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,139	5,756	6,705	7,912
营业收入增长率(%)	-3.78%	12.00%	16.50%	18.00%
归母净利（百万元）	1,697	746	940	1,148
净利润增长率(%)	386.53%	-56.01%	25.93%	22.13%
摊薄每股收益（元）	2.20	0.95	1.20	1.46
市盈率（PE）	12.77	29.53	23.45	19.20

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	628	500	1,168	2,083	3,227
应收和预付款项	68	90	82	101	120
存货	1,670	1,618	1,803	2,062	2,428
其他流动资产	871	1,525	1,530	1,532	1,537
流动资产合计	3,237	3,733	4,584	5,779	7,312
长期股权投资	4	4	3	3	2
投资性房地产	513	487	462	434	407
固定资产	1,609	1,906	2,026	2,146	2,265
在建工程	497	242	195	121	26
无形资产开发支出	188	182	176	170	164
长期待摊费用	30	23	23	23	23
其他非流动资产	3,382	3,876	4,726	5,920	7,452
资产总计	6,223	6,719	7,611	8,817	10,340
短期借款	0	100	90	118	146
应付和预收款项	751	544	741	809	945
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	2,007	875	916	1,036	1,187
负债合计	2,759	1,518	1,747	1,963	2,278
股本	785	785	785	785	785
资本公积	3	3	3	3	3
留存收益	2,804	4,501	5,247	6,187	7,336
归母公司股东权益	3,009	4,705	5,351	6,291	7,439
少数股东权益	456	496	513	563	623
股东权益合计	3,465	5,201	5,864	6,854	8,062
负债和股东权益	6,223	6,719	7,611	8,817	10,340

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	678	842	976	1,061	1,278
投资性现金流	-353	-877	-197	-175	-161
融资性现金流	-173	-5	-111	28	27
现金增加额	152	-40	668	915	1,144

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,341	5,139	5,756	6,705	7,912
营业成本	3,648	3,458	3,833	4,412	5,183
营业税金及附加	88	61	87	96	112
销售费用	473	457	503	557	633
管理费用	324	377	345	382	443
财务费用	-4	-6	0	0	0
资产减值损失	0	-33	-7	-8	-9
投资收益	32	38	40	46	55
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	706	633	859	1,125	1,373
其他非经营损益	-1,180	1,169	0	0	0
利润总额	-474	1,802	859	1,125	1,373
所得税	80	65	94	135	165
净利润	-555	1,737	764	990	1,209
少数股东损益	38	40	18	49	60
归母股东净利润	-592	1,697	746	940	1,148

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.70%	32.71%	33.40%	34.20%	34.50%
销售净利率	-11.09%	33.02%	12.97%	14.02%	14.51%
销售收入增长率	4.41%	-3.78%	12.00%	16.50%	18.00%
EBIT 增长率	-22.19%	-9.59%	41.89%	30.97%	22.13%
净利润增长率	-179.82%	386.53%	-56.01%	25.93%	22.13%
ROE	-19.68%	36.07%	13.95%	14.94%	15.43%
ROA	-9.52%	25.26%	9.81%	10.66%	11.10%
ROIC	22.56%	11.01%	12.83%	14.19%	14.72%
EPS (X)	-0.77	2.20	0.95	1.20	1.46
PE (X)	—	12.77	29.53	23.45	19.20
PB (X)	9.62	4.69	4.12	3.50	2.96
PS (X)	5.42	4.29	3.83	3.29	2.79
EV/EBITDA (X)	33.37	27.27	20.01	15.13	11.92

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。