

## 收入稳健增长，关注改革进展

### ——2023 年一季报点评

恒顺醋业(600305)

谨慎推荐(维持)

#### 核心观点:

**事件:** 4月27日, 公司发布2023年一季报。

**23Q1 营收增速稳健, 华南与华北市场发力。**23Q1 年营收 6.1 亿元, 同比+7.2%。总体看, 公司 23Q1 营收增速略有回落, 预计主要系终端需求复苏但供给不足, 反映为 23Q1 末合同负债约 0.4 亿元, 同比+15.7%; 但总体仍保持稳健增长, 主要得益于春节前后终端动销有所修复。**分产品看,** 23Q1 醋/酒/酱系列收入同比+8%/4.4%/-2.4%, 第一大业务食醋保持稳健增长。**分区域看,** 23Q1 华东/华南/华中/西部/华北收入同比+6.7%/14.9%/4.2%/2.4%/12.1%, 外围市场华南、华北增速高于整体。**分渠道,** 23Q1 经销/直销/外贸收入同比+7%/26.6%/2.2%, 线上/线下收入同比+21.5%/6.1%; 23Q1 末公司经销商 1958 家, 同比+7.1%, 环比+2.3%, 主要得益于华北、华南地区的招商拓展。

**去库存+成本上涨+产品结构变化, 盈利能力边际承压。**净利率: 23Q1 年归母净利润净利率为 11.9%, 同比-1.6pcts, 剔除非经常性损益扰动后同比-0.7pcts。具体拆分来看, 1) **毛利率:** 23Q1 毛利率为 35.1%, 同比-2.8pcts, 主要系渠道去库存+毛利率较低的山西醋占比提升+糯米等部分原料成本上涨所致。2) **费用率:** 23Q1 销售费用率为 12.4%, 同比+0.3pcts, 整体维持相对稳定; 管理费用率 4.5%, 同比-0.9pcts。

**22 年公司经营触底, 23 年趋势有望向好。**全年维度来看, 预计公司基本面有望改善, 主要得益于: 1) 防疫政策优化后物流恢复正常, 经济复苏推动宏观需求改善; 2) 公司加快餐饮渠道扩张; 3) 零添加系列、国潮老陈醋系列、复调系列等新品贡献收入; 4) 包材成本压力缓和+品牌费用减少推动盈利能力改善。**从节奏来看,** 考虑到宏观经济复苏与公司渠道调整需要一定过程, 预计 23H1 基本面仍处于过渡期, 而随着收入改善推动需求进一步复苏, 叠加内部激励有望优化, 预计 23H2 基本面有望进一步向好。

**投资建议:** 预计 2023~2025 年营收分别为 24.6/28.9/33.8 亿元, 同比+15.1%/17.3%/17.1%; 归母净利润分别为 2.0/3.0/3.5 亿元, 同比+46.0%/47.4%/19.2%, 对应 EPS 为 0.2/0.3/0.35 元, 对应 PE 为 57/38/32X, 公司 23 年 PE 高于调味品可比公司平均水平, 维持“谨慎推荐”评级。

**风险提示:** 终端动销不及预期, 内部变革效果不及预期, 渠道扩张不及预期等。

#### 主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2139.02	2462.01	2886.71	3380.34
增长率	12.98%	15.10%	17.25%	17.10%
归母净利润(百万元)	137.99	201.42	296.96	353.84
增长率	16.04%	45.96%	47.44%	19.15%
摊薄 EPS(元)	0.14	0.20	0.30	0.35
PE	89.47	56.72	38.47	32.28

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

#### 分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

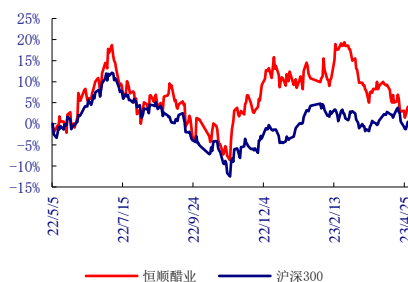
分析师登记编码: S0130522070002

#### 市场数据

2023-04-28

A 股收盘价(元)	11.39
股票代码	600305
A 股一年内最高价(元)	13.07
A 股一年内最低价(元)	10.00
上证指数	3,323.27
市盈率(TTM)	85.5
总股本(万股)	100,296
实际流通 A 股(万股)	100,296
流通 A 股市值(亿元)	114

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河食饮】恒顺醋业 2022 年报点评: 22Q4 基本面触底, 23 年或逐季改善

【银河食饮】恒顺醋业 2022 年三季报点评: 业绩环比改善, 静待变革深化

【银河食饮】恒顺醋业点评报告: 22Q2 渠道持续下沉, 内部变革稳步推进

## 附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2139.02	2462.01	2886.71	3380.34	流动资产	1213.95	1404.36	1425.27	1681.21
营业成本	1403.87	1580.61	1783.99	2078.91	现金	348.30	403.02	402.33	540.52
营业税金及附加	24.87	30.12	35.29	40.66	应收账款	69.02	79.44	93.14	109.07
营业费用	346.93	354.53	421.46	503.67	其它应收款	3.59	4.13	4.84	5.67
管理费用	115.72	142.80	161.80	189.30	预付账款	10.53	11.86	13.39	15.60
财务费用	3.35	-0.79	-2.44	-4.46	存货	297.53	420.93	426.59	525.37
资产减值损失	-0.90	0.00	0.00	0.00	其他	484.98	484.98	484.98	484.98
公允价值变动收益	12.96	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1753.76	1810.85	1870.53	1928.91
投资净收益	-8.53	-9.81	-11.51	-13.48	长期投资	101.13	101.13	101.13	101.13
营业利润	163.54	244.70	360.56	423.90	固定资产	889.55	860.06	819.36	784.26
营业外收入	1.87	0.00	0.00	0.00	无形资产	120.72	134.86	138.80	147.84
营业外支出	1.77	0.00	0.00	0.00	其他	642.35	714.80	811.24	895.68
利润总额	163.64	244.70	360.56	423.90	<b>资产总计</b>	<b>2967.70</b>	<b>3215.21</b>	<b>3295.80</b>	<b>3610.12</b>
所得税	34.17	46.76	72.09	82.88	流动负债	625.74	835.31	797.43	950.74
净利润	129.48	197.93	288.47	341.02	短期借款	29.04	61.95	0.00	0.00
少数股东损益	-8.52	-3.48	-8.49	-12.83	应付账款	237.72	296.55	318.40	380.53
归属母公司净利润	137.99	201.42	296.96	353.84	其他	358.98	476.82	479.04	570.21
EBITDA	252.42	315.71	433.21	496.28	非流动负债	116.00	116.00	116.00	116.00
EPS (元)	0.14	0.20	0.30	0.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他	116.00	116.00	116.00	116.00
					负债合计	741.74	951.31	913.43	1066.74
					少数股东权益	30.90	27.42	18.92	6.10
					归母股东权益	2195.06	2236.48	2363.44	2537.28
					负债和股东权益	2967.70	3215.21	3295.80	3610.12
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
经营活动现金流	191.72	325.99	383.14	471.16	营业收入	12.98%	15.10%	17.25%	17.10%
净利润	129.48	197.93	288.47	341.02	营业利润	11.84%	49.63%	47.35%	17.57%
折旧摊销	88.03	62.70	64.51	63.60	归母净利润	16.04%	45.96%	47.44%	19.15%
财务费用	4.80	1.82	1.24	0.00	毛利率	34.37%	35.80%	38.20%	38.50%
投资损失	8.53	9.81	11.51	13.48	净利率	6.45%	8.18%	10.29%	10.47%
营运资金变动	-41.32	40.98	2.46	35.56	ROE	6.29%	9.01%	12.56%	13.95%
其它	2.21	12.75	14.95	17.51	ROIC	5.72%	8.73%	12.28%	13.58%
投资活动现金流	118.85	-142.36	-150.64	-152.97	资产负债率	24.99%	29.59%	27.72%	29.55%
资本支出	-186.77	-132.54	-139.13	-139.49	每股收益	0.14	0.20	0.30	0.35
长期投资	256.14	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.19	0.33	0.38	0.47
其他	49.48	-9.81	-11.51	-13.48	每股净资产	2.19	2.23	2.36	2.53
筹资活动现金流	-274.52	-128.92	-233.19	-180.00	P/E	89.47	56.72	38.47	32.28
短期借款	-61.05	32.90	-61.95	0.00	P/B	5.62	5.11	4.83	4.50
长期借款	-105.16	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	47.73	35.17	25.49	21.97
其他	-108.30	-161.82	-171.24	-180.00	PS	5.34	4.64	3.96	3.38
现金净增加额	36.03	54.72	-0.69	138.19					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师简介及承诺

**刘光意**，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、休闲食品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程 曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)