

2023年10月30日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，期待渠道建设成效

—恒顺醋业（600305.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

分析师：孙山山 S1050521110005
 sunss@cfsc.com.cn

基本数据		2023-10-27
当前股价（元）	9.99	
总市值（亿元）	111	
总股本（百万股）	1113	
流通股本（百万股）	1003	
52周价格范围（元）	9.41-13.07	
日均成交额（百万元）	94.87	



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《恒顺醋业（600305）：业绩短期承压，静待改革成效》2023-08-31
- 《恒顺醋业（600305）：长期趋势向好，静待改革成效》2023-04-28
- 《恒顺醋业（600305）：2022年顺利收官，静待改革成效显现》2023-02-28

2023年10月29日，恒顺醋业发布2023年前三季度报告。

投资要点

业绩略低于预期，费投管控良好

2023Q1-Q3 总营收 16.38 亿元（同减 3%），归母净利润 1.38 亿元（同减 11%）；2023Q3 总营收 4.99 亿元（同增 0.03%），归母净利润 0.15 亿元（同减 45%），利润端略承压。盈利端，2023Q1-Q3 毛利率 / 净利率分别为 32.80%/8.11%，分别同比-2pct/-1pct；2023Q3 毛利率/净利率分别为 26.14%/2.58%，分别同比-8pct/-2pct，毛利率下降主要系产品结构变化所致。费用端，2023Q1-Q3 销售费用率 / 管理费用率分别为 13.75%/4.60%，分别同比-1pct/-0.4pct；2023Q3 销售费用率 / 管理费用率分别为 12.77%/5.04%，分别同比-5pct/-1pct。

醋系列重拾增长，经销商开拓稳步推进

分产品看，2023Q1-Q3 醋系列/酒系列/酱系列营收分别为 10.30/2.58/1.51 亿元，分别同比+2%/-12%/-18%。2023Q3 醋系列/酒系列/酱系列营收分别为 2.94/1.04/0.42 亿元，分别同比+0.1%/-12%/-17%，第三季度，醋系列产品收入微增，酒系列与酱系列收入同比承压。分渠道看，2023Q1-Q3 线上/线下营收分别为 1.93/14.24 亿元，分别同比+9%/+1%。2023Q3 线上/线下营收分别为 0.66/4.30 亿元，分别同比+9%/-1%，线上渠道同比增长预计系公司持续开拓社区团购业务所致。分区域看，2023Q1-Q3 华东/华南/华中/西部/华北营收分别为 8.22/2.73/2.67/1.49/1.05 亿元，分别同比+1%/+3%/+1%/+6%/+4%。2023Q3 华东/华南/华中/西部/华北营收分别为 2.47/0.91/0.81/0.46/0.32 亿元，分别同比-4%/+10%/+3%/+6%/+4%，外围市场开拓成效明显，全国化战略进一步推进。分销售模式看，2023Q1-Q3 经销/直销/外贸模式营收分别为 15.07/0.81/0.28 亿元，分别同比+3%/-7%/-14%。2023Q3 经销 / 直销 / 外贸模式营收分别为 4.55/0.32/0.09 亿元，分别同比+1%/+1%/-1%，经销商量质提升，截至 2023Q3 末，总经销商 2038 家，较 2023 年年初净增加 124 家。

盈利预测

公司有序推进营销改革，坚持醋酒酱战略，着力大单品打造，随着产品/渠道端短板不断补齐，我们看好公司长期的超

额收益。根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 0.14/0.18/0.22 元（前值分别为 0.16/0.20/0.24 元），当前股价对应 PE 分别为 70/57/46 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、产能扩张不及预期、企业改革不及预期、区域拓展不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	2,139	2,097	2,394	2,688
增长率（%）	13.0%	-1.9%	14.1%	12.3%
归母净利润（百万元）	138	159	197	242
增长率（%）	16.0%	15.3%	23.6%	23.2%
摊薄每股收益（元）	0.14	0.14	0.18	0.22
ROE（%）	6.2%	7.0%	8.6%	10.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	2,139	2,097	2,394	2,688
现金及现金等价物	348	355	396	448	营业成本	1,404	1,410	1,597	1,775
应收款项	73	71	81	91	营业税金及附加	25	23	24	24
存货	298	304	344	381	销售费用	347	304	345	384
其他流动资产	496	563	643	712	管理费用	116	105	117	129
流动资产合计	1,214	1,293	1,464	1,633	财务费用	3	-10	-10	-11
非流动资产:					研发费用	83	82	93	105
金融类资产	352	422	482	532	费用合计	549	481	545	607
固定资产	890	943	926	882	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	188	75	30	12	公允价值变动	13	8	7	6
无形资产	121	115	109	103	投资收益	-9	-3	-2	-1
长期股权投资	101	101	101	101	营业利润	164	193	237	289
其他非流动资产	454	454	454	454	加: 营业外收入	2	1	2	3
非流动资产合计	1,754	1,688	1,619	1,552	减: 营业外支出	2	2	1	0
资产总计	2,968	2,981	3,083	3,185	利润总额	164	193	238	292
流动负债:					所得税费用	34	39	48	59
短期借款	29	9	24	32	净利润	129	153	189	233
应付账款、票据	238	243	275	305	少数股东损益	-9	-6	-7	-9
其他流动负债	241	241	241	241	归母净利润	138	159	197	242
流动负债合计	626	608	672	726					
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	116	116	116	116					
非流动负债合计	116	116	116	116					
负债合计	742	724	788	842					
所有者权益									
股本	1,003	1,113	1,113	1,113					
股东权益	2,226	2,257	2,296	2,343					
负债和所有者权益	2,968	2,981	3,083	3,185					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	129	153	189	233					
少数股东权益	-9	-6	-7	-9					
折旧摊销	85	65	69	67					
公允价值变动	13	8	7	6					
营运资金变动	-27	1	-22	-21					
经营活动现金净流量	192	221	236	277					
投资活动现金净流量	119	-11	3	12					
筹资活动现金净流量	-303	-142	-136	-178					
现金流量净额	7	69	103	110					

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	13.0%	-1.9%	14.1%	12.3%
归母净利润增长率	16.0%	15.3%	23.6%	23.2%
盈利能力				
毛利率	34.4%	32.8%	33.3%	33.9%
四项费用/营收	25.7%	22.9%	22.8%	22.6%
净利率	6.1%	7.3%	7.9%	8.7%
ROE	6.2%	7.0%	8.6%	10.3%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	24.3%	25.5%	26.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	29.5	29.5	29.5	29.5
存货周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
每股数据(元/股)				
EPS	0.14	0.14	0.18	0.22
P/E	72.6	69.9	56.5	45.9
P/S	4.7	5.3	4.6	4.1
P/B	4.6	5.0	4.9	4.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金融新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

请阅读最后一页重要免责声明

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。