

恒顺醋业 (600305.SH) 一季度业绩承压，公司积极调整

2024年04月30日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

方一苇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

fangyiwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524030001

日期	2024/4/30
当前股价(元)	8.20
一年最高最低(元)	11.54/7.27
总市值(亿元)	91.26
流通市值(亿元)	91.26
总股本(亿股)	11.13
流通股本(亿股)	11.13
近3个月换手率(%)	31.5

● 年报业绩符合预期，一季度业绩承压

公司公布 2023 年年报及 2024 年一季度报，2023 年营收 21.1 亿元，同比降 1.5%；归母净利润 0.87 亿元，同比降 37%。2023Q4 营收 4.7 亿元，同比增 2.4%；归母净利润亏损 0.51 亿元，同比亏损扩大。2024Q1 营收 4.6 亿元，同比降 24.9%；归母净利润 0.55 亿元，同比降 24.2%。考虑到内部调整影响，我们下调 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 1.4(-1.0)、1.7(-1.2)、2.1 亿元，同比增 61.3%、22.8%、21.9%，当前股价对应 PE 为 65.1、53.0、43.5 倍，维持“增持”评级。

● 2023 年营收符合预期，2024Q1 营收下降较大

2023 年公司调味品业务实现 2.3% 的平稳增长，分品类看，2023 年醋类增长 0.8%，承担主要增量；酒系列与酱系列分别下降 8.4% 与下降 23.6%。分区域来看，西部区域增速 16.1% 增长较快；华南市场竞争激烈下降 1.1%，拖累整体增长。2024Q1 营收下滑，原因在于餐饮市场未完全恢复，行业竞争仍较激烈。一季度醋类增速为 -20.0%；酒系列与酱系列分别下滑 30.9% 与 49.3%。当前库存低位，全年来看，我们预计后续营收逐渐回暖。

● 2023 年利润率下降，2024Q1 利润率略有提升

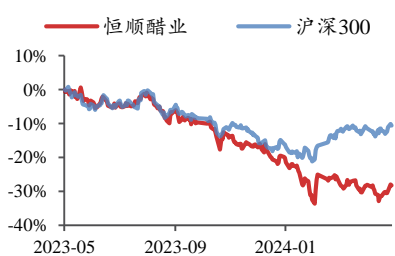
2023 年净利率下降 2.3pct 至 4.1% 水平，主因在于销售费用率提升 2.4pct 至 18.6% 水平，主要是消化老产品市场投放费用增加。2024Q1 公司毛利率提升 6.3pct 至 41.4% 水平，我们认为缩减低毛利率 SKU 以及原料成本下降是主因。一季度销售与管理费用率分别 +4.6pct/+1.7pct，市场投放力度仍在增加。往全年展望，成本下行趋势可能持续，同时销售费用率应较 2023 年有缩减。预计净利率同比持平。

● 公司内部机制仍有优化空间，期待后续改善

公司内部机制仍有优化空间：(1) 三大品类协同发展，梳理明确产品矩阵，聚焦优势资源进行布局；(2) 持续推进品牌战略，加强广告投放的精准性；(3) 加大渠道拓展力度，加强餐饮、电商等渠道布局；(4) 推进产能整合，谋划产能释放。我们认为 2024 年仍是调整年，期待国企改革深化提升行动为公司带来更多活力。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《短期承压，期待改善——公司信息更新报告》-2023.8.30

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,139	2,106	2,253	2,561	2,858
YOY(%)	13.0	-1.5	7.0	13.7	11.6
归母净利润(百万元)	138	87	140	172	210
YOY(%)	16.0	-37.0	61.3	22.8	21.9
毛利率(%)	34.4	33.0	35.4	36.1	36.4
净利率(%)	6.5	4.1	6.2	6.7	7.3
ROE(%)	5.8	2.4	3.8	4.5	5.3
EPS(摊薄/元)	0.12	0.08	0.13	0.15	0.19
P/E(倍)	66.1	105.0	65.1	53.0	43.5
P/B(倍)	4.2	2.8	2.7	2.6	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1214	2015	2127	2236	2390
现金	348	584	625	710	793
应收票据及应收账款	69	48	77	65	94
其他应收款	4	3	4	4	5
预付账款	11	8	12	10	14
存货	298	278	315	352	390
其他流动资产	485	1094	1094	1094	1094
非流动资产	1754	2038	2004	2042	2062
长期投资	101	78	34	-12	-57
固定资产	890	823	928	1072	1182
无形资产	121	117	117	119	121
其他非流动资产	642	1020	925	862	816
资产总计	2968	4053	4131	4277	4452
流动负债	626	586	532	575	603
短期借款	29	0	197	170	233
应付票据及应付账款	238	213	0	0	0
其他流动负债	359	373	334	405	370
非流动负债	116	130	130	133	134
长期借款	0	0	0	3	4
其他非流动负债	116	130	130	130	130
负债合计	742	716	662	708	737
少数股东权益	31	36	27	15	0
股本	1003	1113	1113	1113	1113
资本公积	38	1049	1049	1049	1049
留存收益	1328	1306	1383	1490	1625
归属母公司股东权益	2195	3302	3442	3554	3714
负债和股东权益	2968	4053	4131	4277	4452

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	192	248	-101	318	215
净利润	129	80	131	160	195
折旧摊销	85	85	75	91	107
财务费用	3	-4	4	10	11
投资损失	9	23	15	16	17
营运资金变动	-41	71	-321	47	-108
其他经营现金流	6	-6	-6	-6	-7
投资活动现金流	119	-979	-50	-139	-137
资本支出	206	332	85	174	172
长期投资	245	-658	44	45	45
其他投资现金流	80	11	-9	-10	-10
筹资活动现金流	-275	966	-6	-66	-59
短期借款	-61	-29	197	-27	63
长期借款	-105	0	0	3	1
普通股增加	0	110	0	0	0
资本公积增加	-0	1011	0	0	0
其他筹资现金流	-108	-126	-204	-42	-124
现金净增加额	36	236	-157	113	19

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2139	2106	2253	2561	2858
营业成本	1404	1412	1455	1636	1819
营业税金及附加	25	23	26	30	33
营业费用	347	393	406	456	503
管理费用	116	104	113	131	137
研发费用	83	80	88	99	111
财务费用	3	-4	4	10	11
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	10	17	14	14	14
公允价值变动收益	13	11	10	11	10
投资净收益	-9	-23	-15	-16	-17
资产处置收益	-11	-2	-4	-4	-4
营业利润	164	103	167	204	248
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	164	102	166	203	248
所得税	34	22	34	43	52
净利润	129	80	131	160	195
少数股东损益	-9	-7	-9	-12	-14
归属母公司净利润	138	87	140	172	210
EBITDA	240	169	233	289	348
EPS(元)	0.12	0.08	0.13	0.15	0.19

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.0	-1.5	7.0	13.7	11.6
营业利润(%)	11.8	-37.0	61.8	22.4	21.8
归属于母公司净利润(%)	16.0	-37.0	61.3	22.8	21.9
获利能力					
毛利率(%)	34.4	33.0	35.4	36.1	36.4
净利率(%)	6.5	4.1	6.2	6.7	7.3
ROE(%)	5.8	2.4	3.8	4.5	5.3
ROIC(%)	5.3	2.0	3.4	4.1	4.7
偿债能力					
资产负债率(%)	25.0	17.7	16.0	16.6	16.6
净负债比率(%)	-10.7	-15.0	-9.9	-12.7	-12.7
流动比率	1.9	3.4	4.0	3.9	4.0
速动比率	1.2	2.8	3.3	3.1	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	29.0	36.1	36.1	36.1	36.1
应付账款周转率	5.8	6.3	13.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.08	0.13	0.15	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.22	-0.09	0.29	0.19
每股净资产(最新摊薄)	1.97	2.97	3.09	3.19	3.34
估值比率					
P/E	66.1	105.0	65.1	53.0	43.5
P/B	4.2	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	35.6	45.1	33.4	26.5	21.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn