

恒顺醋业（600305.SH）/食品加工

证券研究报告/公司点评

2024年5月1日

评级：买入（维持）

市场价格：8.20

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxiw@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

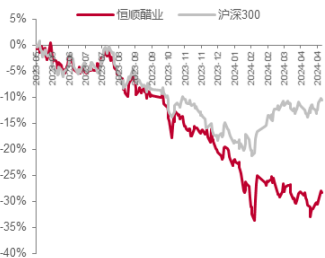
执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,113
流通股本(百万股)	1,113
市价(元)	8.20
市值(百万元)	9,126
流通市值(百万元)	9,126

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 恒顺醋业(600305.SH)_点评报告：经营短期承压，改革持续深入
- 恒顺醋业(600305.SH)_点评报告：短期盈利能力承压，静待改革成效显现
- 恒顺醋业(600305.SH)_点评报告：低基数下实现高增，持续聚焦三大品类

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,139	2,106	2,214	2,412	2,621
增长率 yoy%	13%	-2%	5%	9%	9%
净利润(百万元)	138	87	172	207	234
增长率 yoy%	16%	-37%	97%	20%	13%
每股收益(元)	0.12	0.08	0.15	0.19	0.21
每股现金流量	0.17	0.22	0.18	0.24	0.26
净资产收益率	6%	3%	5%	6%	6%
P/E	66.1	105.0	53.2	44.2	38.9
P/B	4.2	2.8	2.7	2.6	2.5

备注：股价选取自2024年4月30日收盘价

投资要点

- 事件：**公司2023年实现收入21.06亿元，同比增长-1.52%；实现归母净利润0.87亿元，同比增长-37.03%；实现扣非后归母净利润0.77亿元，同比增长-37.49%。其中，2023Q4实现收入4.69亿元，同比增长2.44%；实现归母净利润-0.51亿元，上年同期为-0.16亿元；实现扣非后归母净利润-0.55亿元，上年同期为-0.17亿元。2024Q1实现收入4.60亿元，同比增长-24.89%；实现归母净利润0.55亿元，同比增长-24.23%；实现扣非后归母净利润0.45亿元，同比增长-35.71%。
- 2023年平稳收官，2024Q1收入承压。**2023年公司调味品收入为20.78亿元，同比增长2.27%。分品类看，醋系列、酒系列、酱系列分别实现收入12.94、3.27、1.96亿元，同比分别增长0.79%、-8.39%、-23.57%。醋系列销量增长1.57%，均价下降0.77%；酒系列销量下降7.72%，均价下降0.73%；酱系列销量下降13.34%，均价下降11.80%。分地区看，华东、华南、华中、西部、华北大区分别实现收入10.73、3.36、3.38、1.97、1.35亿元，同比分别增长1.29%、-1.07%、0.02%、16.13%、7.01%。2023年公司经销商净增加130个至2044家。2024Q1公司调味品收入为4.40亿元，同比下降26.77%。分品类看，醋系列、酒系列、酱系列分别实现收入3.07、0.77、0.33亿元，同比分别增长-19.96%、-30.86%、-49.25%。分地区看，华东、华南、华中、西部、华北大区分别实现收入2.04、0.82、0.75、0.55、0.24亿元，同比分别增长-32.14%、-21.94%、-25.41%、3.97%、-42.76%。一季度经销商净增加23家至2067家。
- 改革阵痛期，盈利能力承压。**2023年公司调味品毛利率同比下降1.67个pct至32.37%，醋系列、酒系列、酱系列毛利率分别+1.57、-2.38、-4.87个pct至43.11%、25.63%、11.15%。2024Q1公司毛利率同比提升6.30个pct至41.38%。2023年公司销售、管理费用率同比分别+2.43、-0.47个pct至18.65%、4.94%，销售费用率上升主要系市场促销费投入增加。2024Q1销售、管理费用率同比分别+4.61、+1.69个pct至17.02%、6.15%。综合来看，2023年公司净利率同比-2.26个pct至3.79%，2024Q1净利率同比+0.04个pct至11.67%。
- 盈利预测：**公司内部改革持续深化，短期经营面对压力，期待后续改革成效释放。根据公司财报，考虑到改革调整期的波动，我们下调盈利预测，预计公司2024-2026年收入分别为22.14、24.12、26.21亿元（2024-2025年前值为26.23、29.47），归母净利润分别为1.72、2.07、2.34亿元（2024-2025年前值为2.17、2.60），EPS分别为0.15、0.19、0.21元，对应PE为53.2倍、44.2倍、38.9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**食品安全风险；渠道开拓不达预期；原材料成本上涨风险；研报信息更新不及时的风险

图表 1：恒顺醋业三大财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	584	633	765	923	营业收入	2,106	2,214	2,412	2,621
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,412	1,484	1,618	1,757
应收账款	48	83	81	82	税金及附加	23	24	26	28
预付账款	8	8	9	10	销售费用	393	354	374	393
存货	278	293	319	346	管理费用	104	104	109	115
合同资产	0	0	0	0	研发费用	80	82	84	89
其他流动资产	1,097	1,100	1,107	1,114	财务费用	-4	-3	-3	-3
流动资产合计	2,015	2,118	2,281	2,474	信用减值损失	1	0	0	0
其他长期投资	373	373	373	373	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	78	78	78	78	公允价值变动收益	11	20	20	20
固定资产	823	829	834	838	投资收益	-23	-10	0	0
在建工程	520	520	520	520	其他收益	17	30	30	30
无形资产	117	105	95	85	营业利润	103	209	254	291
其他非流动资产	127	129	130	130	营业外收入	1	2	2	2
非流动资产合计	2,038	2,033	2,029	2,025	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	4,053	4,151	4,310	4,499	利润总额	102	209	254	291
短期借款	0	0	0	0	所得税	22	46	55	63
应付票据	0	0	0	0	净利润	80	163	199	228
应付账款	213	224	244	265	少数股东损益	-7	-8	-8	-7
预收款项	0	0	0	1	归属母公司净利润	87	172	207	234
合同负债	108	114	124	135	NOPLAT	77	161	196	225
其他应付款	153	153	153	153	EPS（按最新股本摊薄）	0.08	0.15	0.19	0.21
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	110	113	120	128					
流动负债合计	586	606	644	683					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	130	130	130	130					
非流动负债合计	130	130	130	130					
负债合计	716	736	773	813					
归属母公司所有者权益	3,302	3,388	3,517	3,673					
少数股东权益	36	27	19	13					
所有者权益合计	3,337	3,415	3,536	3,686					
负债和股东权益	4,053	4,151	4,310	4,499					

现金流量表				
单位：百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	248	196	269	294
现金收益	161	247	282	310
存货影响	19	-14	-26	-27
经营性应收影响	24	-36	2	-2
经营性应付影响	20	11	20	21
其他影响	24	-12	-9	-8
投资活动现金流	-979	-72	-62	-62
资本支出	-347	-81	-81	-81
股权投资	23	0	0	0
其他长期资产变化	-655	9	19	19
融资活动现金流	966	-75	-75	-75
借款增加	-42	0	0	0
股利及利息支付	-110	-149	-180	-206
股东融资	1,135	0	0	0
其他影响	-17	74	105	131

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-1.5%	5.1%	9.0%	8.7%
EBIT增长率	-41.0%	108.9%	21.9%	14.7%
归母公司净利润增长率	-37.0%	97.5%	20.4%	13.5%
获利能力				
毛利率	33.0%	33.0%	32.9%	33.0%
净利率	3.8%	7.4%	8.2%	8.7%
ROE	2.6%	5.0%	5.8%	6.4%
ROIC	5.3%	10.6%	12.1%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	17.7%	17.7%	17.9%	18.1%
债务权益比	4.0%	3.9%	3.7%	3.6%
流动比率	3.4	3.5	3.5	3.6
速动比率	3.0	3.0	3.0	3.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	10	11	12	11
应付账款周转天数	57	53	52	52
存货周转天数	73	69	68	68
每股指标（元）				
每股收益	0.08	0.15	0.19	0.21
每股经营现金流	0.22	0.18	0.24	0.26
每股净资产	2.97	3.04	3.16	3.30
估值比率				
P/E	105.0	53.2	44.2	38.9
P/B	3	3	3	2

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。