

2024年05月03日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩边际承压，推进品牌打造

—恒顺醋业（600305.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

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

2024年4月29日，恒顺醋业发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

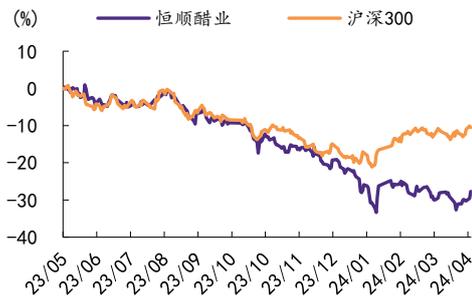
## 投资要点

### 基本数据

2024-04-30

当前股价（元）	8.2
总市值（亿元）	91
总股本（百万股）	1113
流通股本（百万股）	1113
52周价格范围（元）	7.59-11.5
日均成交额（百万元）	49.59

### 市场表现



### 相关研究

- 《恒顺醋业（600305）：业绩短期承压，期待渠道建设成效》2023-10-30
- 《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

### ■ 市场需求承压，盈利能力边际修复

公司2023/2023Q4/2024Q1总营收分别为21.06/4.69/4.60亿元，分别同比-2%/+2%/-25%，归母净利润分别为0.87/-0.51/0.55亿元，分别同减37%/2022Q4为-0.16亿元/同减24%，2023年，公司总营收下降主要系2022年有存量房销售所致，而主营调味品实现营收20.78亿元（同增2%）。**盈利端**，2023年公司毛利率为32.98%（同减1pct），由于公司增加市场促销费投，减少人员办公/修理费，使得销售/管理费用率分别为18.65%/4.94%，分别同比+2pct/-0.5pct，综合导致净利率3.79%（同减2pct）。2024Q1毛利率为41.38%（同增6pct），销售/管理费用率分别为17.02%/6.15%，分别同增5pct/2pct，综合导致净利率为11.67%（同增0.04pct），盈利能力保持稳定。**2024年经营目标**，计划2024年实现主营调味品业务销售收入不低于双位数增长，扣非净利润同增10%以上。

### ■ 推进产品策略落地，夯实品牌地位

**分产品看**，2023年公司醋系列/酒系列/酱系列营收分别为12.94/3.27/1.96亿元，分别同比+1%/-8%/-24%，销量分别为21.00/8.38/2.90万吨，分别同比+2%/-8%/-13%，吨价分别为0.62/0.39/0.67万元/吨，分别同减1%/1%/12%，2024Q1营收分别为3.07/0.77/0.33亿元，分别同减20%/31%/49%，由于市场需求仍处于缓慢修复过程中，主营产品持续承压，公司后续继续聚焦大单品战略，加强产品规划落地。**分渠道看**，2023年，公司经销/直销/外贸模式营收分别为19.32/1.01/0.45亿元，分别同比+4%/-22%/+3%，线上/线下渠道营收分别为2.65/18.13亿元，分别同比-6%/+4%，2024Q1，公司经销/直销/外贸模式营收分别为4.16/0.16/0.07亿元，分别同减27%/27%/7%，截至2024Q1末，公司经销商数量共2067家，较2024年初净增加23家，线上/线下渠道营收分别为0.64/3.76亿元，分别同减3%/30%，后续公司持续推进餐饮、电商产品规划和渠道建

设，增强渠道竞争力。分区域看，2024Q1 公司华东/华南/华中/西部/华北区域营收分别为 2.04/0.82/0.75/0.55/0.24 亿元，分别同比-32%/-22%/-25%/+4%/-43%，公司梳理优化出全国性重点产品 11 个、区域性重点产品 51 个，根据营销战区匹配产品政策资源，建立产品推广落地考核指标，品牌地位有望持续夯实。

### ■ 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，根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.13/0.17/0.20 元，当前股价对应 PE 分别为 63/48/41 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	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	2,106	2,345	2,558	2,742
增长率（%）	-1.5%	11.3%	9.1%	7.2%
归母净利润（百万元）	87	146	190	221
增长率（%）	-37.0%	67.8%	30.2%	16.5%
摊薄每股收益（元）	0.08	0.13	0.17	0.20
ROE（%）	2.6%	4.4%	5.9%	7.0%

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	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,106</b>	<b>2,345</b>	<b>2,558</b>	<b>2,742</b>
现金及现金等价物	584	795	900	1,019	营业成本	1,412	1,533	1,649	1,757
应收款	51	56	61	66	营业税金及附加	23	26	26	27
存货	278	307	330	352	销售费用	393	434	471	502
其他流动资产	1,102	945	906	885	管理费用	104	117	125	132
流动资产合计	2,015	2,103	2,197	2,321	财务费用	-4	-21	-22	-22
<b>非流动资产:</b>					研发费用	80	87	92	96
金融类资产	1,028	828	778	748	费用合计	574	616	666	707
固定资产	823	1,081	1,133	1,108	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	520	208	83	33	公允价值变动	11	8	7	6
无形资产	117	111	105	100	投资收益	-23	-15	-10	-5
长期股权投资	78	78	78	78	<b>营业利润</b>	<b>103</b>	<b>173</b>	<b>223</b>	<b>258</b>
其他非流动资产	500	500	500	500	加:营业外收入	1	1	2	3
非流动资产合计	2,038	1,978	1,900	1,818	减:营业外支出	2	2	1	0
资产总计	4,053	4,081	4,097	4,140	<b>利润总额</b>	<b>102</b>	<b>172</b>	<b>224</b>	<b>261</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	22	37	48	56
短期借款	0	20	70	160	<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>135</b>	<b>176</b>	<b>205</b>
应付账款、票据	213	256	275	293	少数股东损益	-7	-11	-14	-16
其他流动负债	265	265	265	265	<b>归母净利润</b>	<b>87</b>	<b>146</b>	<b>190</b>	<b>221</b>
流动负债合计	586	663	743	861					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	130	130	130	130	营业收入增长率	-1.5%	11.3%	9.1%	7.2%
非流动负债合计	130	130	130	130	归母净利润增长率	-37.0%	67.8%	30.2%	16.5%
负债合计	716	793	873	991	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	33.0%	34.6%	35.6%	35.9%
股本	1,113	1,113	1,113	1,113	四项费用/营收	27.2%	26.3%	26.0%	25.8%
股东权益	3,337	3,288	3,224	3,149	净利率	3.8%	5.8%	6.9%	7.5%
负债和所有者权益	4,053	4,081	4,097	4,140	ROE	2.6%	4.4%	5.9%	7.0%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	17.7%	19.4%	21.3%	23.9%
净利润	80	135	176	205	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	-7	-11	-14	-16	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
折旧摊销	84	61	78	81	应收账款周转率	41.7	41.7	41.7	41.7
公允价值变动	11	8	7	6	存货周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
营运资金变动	81	-21	-8	-8	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	248	172	238	268	EPS	0.08	0.13	0.17	0.20
投资活动现金净流量	-979	255	122	106	P/E	105.0	62.6	48.1	41.3
筹资活动现金净流量	941	-164	-190	-189	P/S	4.3	3.9	3.6	3.3
现金流量净额	210	263	170	184	P/B	2.8	2.8	2.8	2.9

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 年金麒麟新锐分析师称号。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：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**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收到任何形式的补偿。

## ■ 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

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。

## ■ 免责声明

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。