

短期业绩有所承压，期待后续经营改善

投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报及2024年一季报，23年实现营收21.1亿元，同比-1.5%；实现归母净利润0.87亿元，同比-37%；其中23Q4实现营收4.7亿元，同比+2.4%，归母净利润为-0.51亿元，去年同期为-0.16亿元；同时，公司拟每10股分配现金0.07元（含税）。24Q1公司实现营收4.6亿元，同比-24.9%；实现归母净利润0.55亿元，同比-24.2%。
- **C端需求持续疲软，2023及24Q1收入承压。**分业务看，23年醋类实现收入12.9亿元，同比增长0.8%，其中全年量价增速分别为+1.6%/-0.8%；23年酒类与酱类业务分别实现收入3.3/1.9亿元，同比分别-8.4%/-23.6%。全年来看醋类凭借品牌优势维持稳健增速；受复调业务拖累酱类业务收入下滑。24Q1公司醋/酒/酱类分别实现收入3.07/0.77/0.33亿元，同比分别-20%/-30.9%/-49.3%，Q1主业承压主要受尾部SKU清理调整及人员变动影响。分渠道看，24Q1公司线上/线下渠道收入增速分别为-2.6%/-29.7%。分区域看，24Q1公司华东/华中/华南/西部/华北大区收入分别同比-32.1%/-25.4%/-21.9%/+4%/-42.8%。截至24Q1，公司经销商数量净增长23家至2067家。
- **受清理尾部SKU影响，23年盈利能力承压。**2023年公司毛利率为33%，同比-1.4pp；24Q1毛利率为41.4%，同比+6.3pp。23年毛利率下滑主要由于公司主动开启尾部SKU清理及促销所致。费用率方面，2023/24Q1年公司销售费用率同比分别+2.4pp/+4.6pp至18.7%/17%，销售费率提升主要系公司加大渠道开拓力度费投增长；2023/24Q1管理费用率同比-0.5pp/+1.7pp至4.9%/6.2%，内部管理降费提效帮助全年管理费用率下行。综合来看，2023/24Q1公司净利率分别为3.8%/11.7%，同比分别-2.3pp/+0.04pp。
- **短期改革阵痛期，期待后续经营改善。**公司未来主要改革发力方向：1) 公司将落实国企改革提升行动，持续优化组织结构并加快薪酬考核体系落地，充分激发人员活力；2) 坚持聚焦大单品策略，推动“醋、酒、酱”三大品类同步发展，扩大主力市场品牌优势，增强全国市场的品牌地位。3) 加大渠道拓展力度，推进餐饮、电商产品规划和渠道建设，依据市场体量匹配专项政策资源赋能发展，增强渠道竞争力。24年公司计划收入端实现双位数增长；短期公司仍处于改革阵痛期，业绩承压在所难免；随着公司改革步伐持续，产品架构及渠道开拓持续理顺，中长期公司经营成果值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为0.16元、0.17元、0.19元，对应动态PE分别为52、47倍、43倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**全国化开拓不及预期风险，市场竞争格局恶化风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2106.41	2195.51	2302.33	2421.93
增长率	-1.52%	4.23%	4.87%	5.19%
归属母公司净利润(百万元)	86.90	176.68	193.07	210.03
增长率	-37.03%	103.31%	9.28%	8.78%
每股收益EPS(元)	0.08	0.16	0.17	0.19
净资产收益率ROE	2.39%	4.73%	5.09%	5.45%
PE	105	52	47	43
PB	2.76	2.68	2.62	2.57

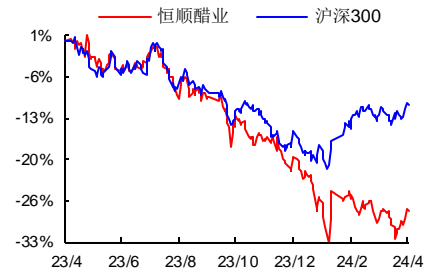
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立
执业证号：S1250523070009
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.13
流通A股(亿股)	11.13
52周内股价区间(元)	7.59-11.5
总市值(亿元)	91.26
总资产(亿元)	39.18
每股净资产(元)	3.01

相关研究

- 恒顺醋业(600305)：Q3短期收入承压，主业改革持续深化(2023-11-01)
- 恒顺醋业(600305)：短期收入承压，期待改革成效(2023-09-02)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着 C 端消费需求持续复苏，公司镇江香醋品牌形象深入人心，叠加公司持续加大对外埠市场的铺货力度，食醋品类有望实现恢复性增长，我们预测 2024-2026 年公司醋类销量增速分别为 2%、1.5%、1%；吨价增速分别为 1%、1%、2%。

假设 2：随着公司不断贯彻“醋、酒、酱”三大品类同步发展战略，叠加公司在宣传方面强化“恒顺等于调味品，但不等于醋”的品牌认知，酒类及酱类产品有望持续放量，我们预测 2024-2026 年公司酒类销量增速分别为-5%、0%、1%；2024-2026 年酱类销量增速分别为 3%、2%、1%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
醋类业务	收入	1294.1	1333.1	1366.7	1408.0
	增速	0.8%	3.0%	2.5%	3.0%
	毛利率	43.1%	43.7%	43.9%	44.5%
酒类业务	收入	327.0	307.5	310.6	316.9
	增速	-8.4%	-5.5%	1.0%	2.0%
	毛利率	25.6%	24.1%	24.9%	24.9%
酱类业务	收入	195.9	221.9	242.2	256.9
	增速	-23.6%	10.2%	9.1%	6.1%
	毛利率	11.1%	18.4%	23.0%	25.9%
其他业务	收入	289.5	332.9	382.8	440.3
	增速	19.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	10.8%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	2106.4	2195.5	2302.3	2421.9
	增速	4.2%	4.2%	4.9%	5.2%
	毛利率	31.3%	34.0%	34.4%	34.6%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2106.41	2195.51	2302.33	2421.93	净利润	79.83	162.30	177.36	192.93
营业成本	1411.62	1448.33	1511.32	1583.97	折旧与摊销	84.72	117.21	131.55	140.30
营业税金及附加	22.87	24.40	25.39	26.78	财务费用	-3.58	-1.68	-2.04	-2.51
销售费用	392.80	403.97	421.33	440.79	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	104.08	109.78	115.12	121.10	经营营运资本变动	129.77	-112.72	1.41	4.13
财务费用	-3.58	-1.68	-2.04	-2.51	其他	-42.27	15.94	2.24	6.33
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	248.45	181.05	310.52	341.18
投资收益	-22.72	-14.67	-16.33	-16.84	资本支出	-265.73	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	11.18	9.71	10.74	10.47	其他	-713.24	-4.97	-5.59	-6.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-978.98	-54.97	-55.59	-56.37
营业利润	103.03	205.74	225.63	245.43	短期借款	-29.04	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.94	-0.95	-0.77	-0.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.09	204.80	224.86	244.57	股权融资	1121.44	0.00	0.00	0.00
所得税	22.26	42.50	47.50	51.64	支付股利	-109.22	-60.83	-123.67	-135.15
净利润	79.83	162.30	177.36	192.93	其他	-16.83	-8.12	2.04	2.51
少数股东损益	-7.07	-14.38	-15.72	-17.10	筹资活动现金流净额	966.34	-68.95	-121.63	-132.64
归属母公司股东净利润	86.90	176.68	193.07	210.03	现金流量净额	236.02	57.13	133.30	152.16
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	584.25	641.39	774.68	926.85	成长能力				
应收和预付款项	58.30	78.61	77.91	81.37	销售收入增长率	-1.52%	4.23%	4.87%	5.19%
存货	278.38	281.45	296.04	309.98	营业利润增长率	-37.00%	99.69%	9.67%	8.78%
其他流动资产	1093.96	1096.77	1100.13	1103.90	净利润增长率	-38.35%	103.31%	9.28%	8.78%
长期股权投资	77.66	77.66	77.66	77.66	EBITDA 增长率	-27.03%	74.45%	10.54%	7.91%
投资性房地产	372.67	372.67	372.67	372.67	获利能力				
固定资产和在建工程	1343.54	1280.49	1203.09	1116.95	毛利率	32.98%	34.03%	34.36%	34.60%
无形资产和开发支出	117.05	113.19	109.32	105.46	三费率	23.42%	23.32%	23.21%	23.10%
其他非流动资产	127.31	127.01	126.72	126.43	净利率	3.79%	7.39%	7.70%	7.97%
资产总计	4053.13	4069.24	4138.24	4221.26	ROE	2.39%	4.73%	5.09%	5.45%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.97%	3.99%	4.29%	4.57%
应付和预收款项	255.61	282.51	288.00	301.92	ROIC	5.99%	11.67%	12.84%	14.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.74%	14.63%	15.43%	15.82%
其他负债	460.21	355.51	365.33	376.66	营运能力				
负债合计	715.82	638.02	653.33	678.58	总资产周转率	0.60	0.54	0.56	0.58
股本	1112.96	1112.96	1112.96	1112.96	固定资产周转率	2.46	2.41	2.27	2.37
资本公积	1049.04	1049.04	1049.04	1049.04	应收账款周转率	31.60	36.56	32.15	33.70
留存收益	1305.67	1421.51	1490.91	1565.79	存货周转率	4.89	5.14	5.18	5.19
归属母公司股东权益	3301.74	3410.02	3479.42	3554.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.67%	—	—	—
少数股东权益	35.58	21.20	5.48	-11.61	资本结构				
股东权益合计	3337.31	3431.22	3484.90	3542.69	资产负债率	17.66%	15.68%	15.79%	16.08%
负债和股东权益合计	4053.13	4069.24	4138.24	4221.26	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.44	4.13	4.29	4.41
					速动比率	2.96	3.57	3.73	3.85
					股利支付率	125.69%	34.43%	64.05%	64.35%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	184.17	321.28	355.14	383.23	每股收益	0.08	0.16	0.17	0.19
PE	105.02	51.66	47.27	43.45	每股净资产	2.97	3.06	3.13	3.19
PB	2.76	2.68	2.62	2.57	每股经营现金	0.22	0.16	0.28	0.31
PS	4.33	4.16	3.96	3.77	每股股利	0.10	0.05	0.11	0.12
EV/EBITDA	34.07	19.34	17.12	15.47					
股息率	1.20%	0.67%	1.36%	1.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
