

恒顺醋业（600305）2023年一季报点评

Q1 平稳开局，更盼变革提速

事项:

- ❖ 公司发布 2023 年一季报，Q1 公司实现收入 6.13 亿元，同比+7.15%；归母净利润 0.73 亿元，同比-5.66%；扣非归母净利润 0.71 亿元，同比+0.73%；净利率 11.89%，同比-1.61pcts，利润略好于预期。

评论:

- ❖ **受益消费环境改善，核心品类醋实现稳增，新品和渠道拓展顺利。**公司 Q1 营收同比+7.2%，其中 Q1 醋/料酒/酱营收分别为 3.83/1.11/0.65 亿，同比+8.04%/+4.35%/-2.43%，醋、料酒的核心品类稳增，而酱类营收下降主要与产能不足无法兑现“零添加”产品需求有关。期内公司发布系列新品，并积极开拓增量渠道，同时围绕经销商的新品进货和终端网点的铺式覆盖，分渠道看线上/线下渠道同比+21.52%/+6.09%，公司聚焦 O2O 渠道发力有所体现。分区域看，华东/华南/华中/西部/华北同比+6.71%/+14.87%/+4.19%/+2.43%/+12.13%，其中西部同比增速较慢与去年同期西安市场经销商开拓数翻倍所致高基数有关，华南/华北地区增速较快预测与经销商开拓较快有关，分别净增 14/19 家，华东/华中/西部分别净增 4/-1/8 家，Q1 整体经销商增加 44 家至 1958 家。

- ❖ **改革和新品投入力度加大，Q1 盈利在高基数下延续承压。**Q1 毛利率 35.08%，同比-2.82pcts，推测推新投入力度加大、产品结构调整要消化冗余产品导致毛利率下降。费用端，销售费用率为 12.41%，同比+0.34pct，预计与渠道扩张和营销活动投入有关，管理/研发/财务费用率为 4.5%/3.5%/0.0%，同比-0.9/-0.3/-0.3pcts，收入加速下费用摊薄增加。综合下，恒顺 Q1 归母净利率 11.9%，同比-1.61pcts。若考虑扣除政府补贴减免退坡等非经常性损益的影响，则公司 23Q1 实现扣非归母净利率 11.5%，同比-0.7pct。

- ❖ **23 年改革意愿和动作增多，期待深层改革破冰和收入加速。**关于公司改革讨论了多年，我们也已反复阐述过对改革方向的建议。本次我们贴近现实并提出三点思考：**第一是改革阻力来源？**核心来自高层利益未理顺，不过今年变化在国企改革风向走强，公司也再提变革元年，包括董事长在内的管理层作为之心增强。**第二是改革成效评价？**先易后难、等待量变到质变。当下公司已在清理低效资产、经销商结构优化、营销市场化和产品体系梳理等工作上努力，但长效激励等深层次问题未解决，短时间内更多依靠加大费投和复调品类红利拉动增长。**第三是质变信号观察？**核心观察在战投引入和股权激励推出，其次是营销改革切实带来效率提升和主业全国化加速。综上我们维持此前判断，23 年需求和改革环境优化下，收入有望实现平稳增长，业绩则在低基数下释放较好弹性，更期待深层改革破冰催化。

- ❖ **投资建议：Q1 平稳开局，更盼变革提速，维持“推荐”评级。**公司渠道拓展和品类优化持续推进，加上外需环境优化，全年报表有望平稳增长，但考虑今年环境优化和求变之心增强，更期待长效改革落地催化收入加速。我们维持 23-25 年 EPS 预测为 0.21/0.30/0.39 元，对应 PE 为 54/38/29 倍，考虑到改革突破后的增长潜力，维持一年目标价 15 元，对应 24 年 50 倍 PE，维持“推荐”评级。

- ❖ **风险提示：**疫情反复；成本压力；改革进度不及预期；市场估值中枢下移等

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	2,139	2,453	2,791	3,138
同比增速(%)	13.0%	14.7%	13.8%	12.4%
归母净利润(百万)	138	213	302	390
同比增速(%)	16.0%	54.4%	41.7%	29.3%
每股盈利(元)	0.14	0.21	0.30	0.39
市盈率(倍)	83	54	38	29
市净率(倍)	5.2	5.0	4.7	4.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

推荐（维持）

目标价：15 元

当前价：11.39 元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：彭俊霖

邮箱：pengjunlin@hcyjs.com

执业编号：S0360521080003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

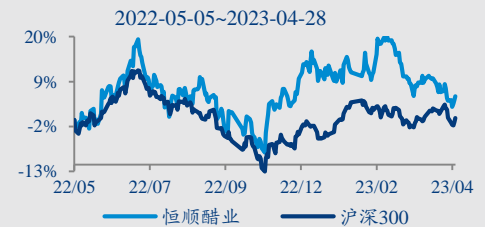
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	100,295.60
已上市流通股(万股)	100,295.60
总市值(亿元)	114.24
流通市值(亿元)	114.24
资产负债率(%)	21.77
每股净资产(元)	2.26
12 个月内最高/最低价	13.07/10.00

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《恒顺醋业（600305）2022 年报点评：再提变革元年，试问路在何方？》

2023-03-01

《恒顺醋业（600305）2022 年三季报点评：Q3 修复红利，仍待改革深化》

2022-10-30

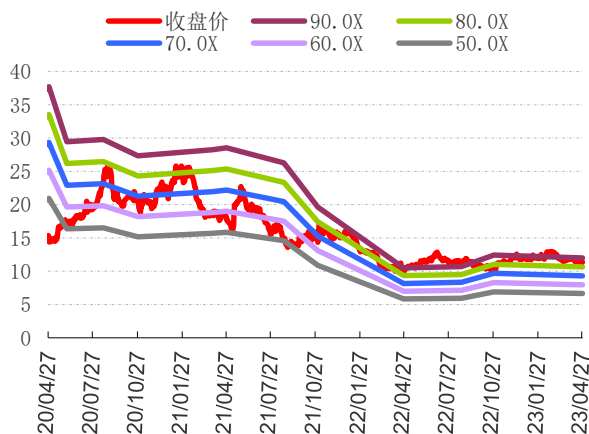
《恒顺醋业（600305）2022 年中报点评：渠道扩张加快，盈利望迎修复》

2022-08-24

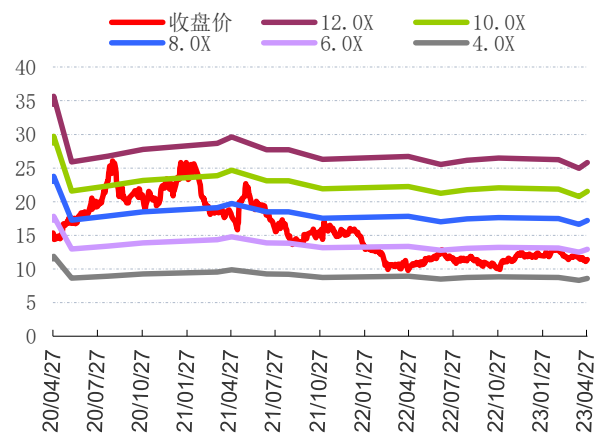
图表 1 公司分季度情况（单位:百万元）

	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021	2022
营业总收入	518	324	534	572	611	498	457	613	1,893	2,139
营业总成本	469	319	535	486	556	468	470	528	1,757	1,979
其中：营业成本	327	186	356	355	408	329	311	398	1,182	1,404
营业税金及附加	7	4	7	7	8	5	5	7	24	25
销售费用	79	76	124	69	95	86	97	76	344	347
管理费用	32	29	36	30	26	28	31	27	125	116
财务费用	0	2	1	1	1	0	2	0	6	3
投资净收益	3	1	-7	1	3	0	-12	-3	-3	-9
其他收益	-2	3	4	2	2	0	6	1	12	10
营业利润	57	15	-21	92	63	34	-26	86	146	164
加：营业外收入	0	1	0	0	0	1	0	0	2	2
减：营业外支出	0	1	2	0	1	2	-1	1	5	2
利润总额	57	15	-23	93	62	33	-24	85	143	164
减：所得税	9	9	-7	18	13	8	-5	14	25	34
净利润	48	6	-16	74	49	25	-19	71	118	129
归母净利润	49	7	-16	77	51	27	-16	73	119	138
EPS	0.05	0.01	-0.02	0.08	0.05	0.03	-0.02	0.07	0.12	0.14
毛利率	37.0%	42.6%	33.4%	37.9%	33.2%	33.9%	32.0%	35.1%	37.6%	34.4%
营业税金率	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%
销售费用率	15.2%	23.5%	23.2%	12.1%	15.6%	17.3%	21.1%	12.4%	18.1%	16.2%
管理费用率	6.2%	8.8%	6.7%	5.3%	4.3%	5.5%	6.8%	4.5%	6.6%	5.4%
营业利润率	10.9%	4.5%	-3.9%	16.2%	10.3%	6.8%	-5.6%	14.0%	7.7%	7.6%
实际税率	15.4%	58.7%	32.3%	19.9%	21.4%	23.2%	21.7%	16.0%	17.3%	20.9%
归母净利率	9.4%	2.2%	-2.9%	13.5%	8.3%	5.3%	-3.6%	11.9%	6.3%	6.5%
收入增长率	6.3%	-34.2%	-6.0%	10.6%	18.0%	53.8%	-14.3%	7.1%	-6.0%	13.0%
营业利润增长率	-35.9%	-85.2%	-120.2%	-3.3%	11.0%	131.7%	24.2%	-7.1%	-62.0%	11.8%
归母净利润增长率	-33.8%	-91.1%	-118.7%	-2.1%	4.3%	268.2%	4.6%	-5.7%	-62.2%	16.0%

资料来源：Wind，华创证券

图表 2 恒顺醋业 PE Band


资料来源：Wind，华创证券

图表 3 恒顺醋业 PB Band


资料来源：Wind，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	348	248	354	440
应收票据	0	0	0	0
应收账款	69	104	113	123
预付账款	11	13	13	15
存货	298	428	468	536
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	488	456	493	541
流动资产合计	1,214	1,249	1,441	1,655
其他长期投资	374	374	374	374
长期股权投资	101	101	101	101
固定资产	890	1,063	1,072	1,120
在建工程	188	178	188	148
无形资产	121	109	98	88
其他非流动资产	80	80	79	80
非流动资产合计	1,754	1,905	1,912	1,911
资产合计	2,968	3,154	3,353	3,566
短期借款	29	29	29	29
应付票据	0	0	0	0
应付账款	238	296	335	376
预收款项	0	1	1	1
合同负债	118	136	154	173
其他应付款	109	109	109	109
一年内到期的非流动负债	16	16	16	16
其他流动负债	116	134	162	187
流动负债合计	626	721	806	891
长期借款	0	0	0	0
应付债券	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	837	922	1,007
归属母公司所有者权益	2,195	2,299	2,432	2,584
少数股东权益	31	18	-1	-25
所有者权益合计	2,226	2,317	2,431	2,559
负债和股东权益	2,968	3,154	3,353	3,566

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	192	245	375	415
现金收益	218	295	391	474
存货影响	81	-131	-40	-68
经营性应收影响	7	-36	-9	-10
经营性应付影响	-35	59	39	41
其他影响	-80	58	-6	-22
投资活动现金流	119	-240	-110	-100
资本支出	-148	-240	-110	-100
股权投资	21	0	0	0
其他长期资产变化	246	0	0	0
融资活动现金流	-275	-105	-159	-229
借款增加	-155	0	0	0
股利及利息支付	-106	-165	-231	-296
股东融资	12	12	12	12
其他影响	-26	48	60	55

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,139	2,453	2,791	3,138
营业成本	1,404	1,569	1,781	1,998
税金及附加	25	29	33	38
销售费用	347	403	387	388
管理费用	116	123	151	165
研发费用	83	78	89	94
财务费用	3	6	5	5
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	13	8	10	10
投资收益	-9	2	5	5
其他收益	10	10	10	10
营业利润	164	253	358	463
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	164	253	358	463
所得税	35	53	75	97
净利润	129	200	283	366
少数股东损益	-9	-13	-19	-24
归属母公司净利润	138	213	302	390
NOPLAT	132	205	287	370
EPS(摊薄) (元)	0.14	0.21	0.30	0.39

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	13.0%	14.7%	13.8%	12.4%
EBIT 增长率	12.2%	54.9%	40.5%	28.8%
归母净利润增长率	16.0%	54.4%	41.7%	29.3%
获利能力				
毛利率	34.4%	36.0%	36.2%	36.3%
净利率	6.0%	8.2%	10.1%	11.7%
ROE	6.3%	9.3%	12.4%	15.1%
ROIC	11.3%	16.4%	21.5%	25.8%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	26.5%	27.5%	28.2%
债务权益比	7.2%	6.9%	6.6%	6.3%
流动比率	1.9	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.1	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	12	13	14	14
应付账款周转天数	62	61	64	64
存货周转天数	87	83	91	90
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.21	0.30	0.39
每股经营现金流	0.19	0.24	0.37	0.41
每股净资产	2.19	2.29	2.42	2.58
估值比率				
P/E	83	54	38	29
P/B	5	5	5	4
EV/EBITDA	46	33	25	20

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522