

增持 (维持)

恒顺醋业 (600305)

调味品收入稳健, 盈利能力稳中略降

2023年4月28日

市场数据

日期	2023-4-27
收盘价(元)	11.29
总股本(百万股)	1,002.96
流通股本(百万股)	1,002.96
净资产(百万元)	2,267.93
总资产(百万元)	2,936.57
每股净资产(元)	2.26

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn
S0190522070009

投资要点

- **事件:** 公司公告 2023 年一季报, 23Q1 公司实现收入 6.13 亿元, 同比+7.15%, 其中调味品收入 6.01 亿元, 同比+7.57%, 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%, 基本 EPS 为 0.07 元。收入、利润均符合预期。
- **渠道改革持续显效, 醋增速重回正轨。** 23Q1 调味品收入同比+7.57%, 收现同比+21.33%, 显著高于收入。分品类看, 23Q1 醋/酒/酱系列收入同比+8.04%/+4.35%/-2.43%, 醋系列增速快于整体收入较快判断主要系老品处理、渠道改革扩张逐步显效, 23Q1 末经销商数量达 1958 家, 较 22 年末净增 44 家可以侧面验证渠道扩张的持续性, 料酒系列增速有所放缓判断主要与大单品推广策略有关, 酱系列同比小幅下滑判断主要系包材采购滞后影响零添加酱油生产所致。此外, O2O 发力持续, 线上收入同比+21.52%, 占比同比+1.25pct 至 10.88%。
- **费用投入收窄部分对冲毛利率压力, 盈利能力同比小幅下降。** 23Q1 归母净利率同比-1.61pct, 扣非归母净利率同比-0.73pct, 毛利率承压为扣非后盈利能力小幅承压主因: 1) 23Q1 毛利率同比-2.82pct, 判断主要系低毛利产品占比提升(醋中的山西醋)所致, 包材等原材料成本压力也有一定影响, 23Q1 毛利率环比提升 3.08pct, 判断主要系毛利率较高的醋系列占比环比提升 3.27pct 所致; 2) 23Q1 总费率为 20.33%, 同比-1.13pct, 其中销售/管理/研发/财务费率同比+0.34pct/-0.87pct/-0.34pct/-0.26pct, 销售费率提升判断主因渠道推广、品牌投入持续加大, 管理费率下降主因管理效率提升; 3) 归母净利与扣非归母净利之间的差值主要来自于非流动资产处置损益同比-154.08 万元(资产处置收益同比+99.70%)、政府补助同比-128.80 万元(其他收益同比-62.28%)、非经中投资收益同比-244.12 万元(公允价值变动同比-37.64%); 4) 此外, 信用减值损失同比+615.24%、所得税同比-26.69%亦对利润造成正向贡献。
- **再设变革元年, 静待激励落地推动改革显效。** 2023 年公司调味品业务同比增长目标不低于 10%, 扣非净利同比增长不低于 20%; 2022 年 7 月公司公告定增获准, 获准批复的有效期为 12 个月, 非公开发行有望在 2023 上半年落地; 公司以 2023 年作为又一变革元年, 配合新品类拓展(零添加、复调等)、新管理赋能(战投引入)、新激励落地三重因素叠加作用下, 既定目标有望实现。
- **盈利预测及投资建议:** 根据 2023 年一季报, 我们略微调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司收入为 24.01/27.58/31.25 亿元, 同比+12.3%/+14.9%/+13.3%, 归母净利润为 1.85/2.61/3.14 亿元, 同比+34.2%/+41.0%/+20.1%, 对应 2023 年 4 月 27 日收盘价, PE 为 61/43/36x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 渠道改革效果不及预期, 复调行业竞争加剧导致品类拓展不及预期, 股权激励进度慢于预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2139	2401	2758	3125
同比增长	13.0%	12.3%	14.9%	13.3%
归母净利润(百万元)	138	185	261	314
同比增长	16.0%	34.2%	41.0%	20.1%
毛利率	34.4%	35.1%	37.1%	37.5%
ROE	6.3%	7.6%	10.1%	11.6%
每股收益(元)	0.14	0.18	0.26	0.31
市盈率	82.1	61.2	43.4	36.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件: 公司公告 2023 年一季报, 23Q1 公司实现收入 6.13 亿元, 同比+7.15%, 其中调味品收入 6.01 亿元, 同比+7.57%, 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%, 基本 EPS 为 0.07 元。收入、利润均符合预期。

渠道改革持续显效, 醋增速重回正轨。 23Q1 调味品收入同比+7.57%, 收现同比+21.33%, 显著高于收入。分品类看, 23Q1 醋/酒/酱系列收入同比+8.04%/+4.35%/-2.43%, 醋系列增速快于整体收入较快判断主要系老品处理、渠道改革扩张逐步显效, 23Q1 末经销商数量达 1958 家, 较 22 年末净增 44 家可以侧面验证渠道扩张的持续性, 料酒系列增速有所放缓判断主要与大单品推广策略有关, 酱系列同比小幅下滑判断主要系包材采购滞后影响零添加酱油生产所致。此外, O2O 发力持续, 线上收入同比+21.52%, 占比同比+1.25pct 至 10.88%。

费用投入收窄部分对冲毛利率压力, 盈利能力同比小幅下降。 23Q1 归母净利率为 11.89%, 同比-1.61pct, 扣非归母净利率为 11.52%, 同比-0.73pct, 毛利率承压为扣非后盈利能力小幅承压主因: 1) 23Q1 毛利率为 35.08%, 同比-2.82pct, 判断主要系低毛利产品占比提升(醋中的山西醋)所致, 包材等原材料成本压力也有一定影响, 23Q1 毛利率环比 22Q4 提升 3.08pct, 判断主要系毛利率较高的醋系列占比环比提升 3.27pct 所致; 2) 23Q1 总费率为 20.33%, 同比-1.13pct, 其中销售/管理/研发/财务费率为 12.41%/4.46%/3.50%/-0.04%, 同比+0.34pct/-0.87pct/-0.34pct/-0.26pct, 销售费率提升判断主因渠道推广、品牌投入持续加大, 管理费率下降主因管理效率提升; 3) 归母净利与扣非归母净利之间的差值主要来自于非流动资产处置损益同比-154.08 万元(资产处置收益同比+99.70%)、政府补助同比-128.80 万元(其他收益同比-62.28%)、非经中投资收益同比-244.12 万元(公允价值变动同比-37.64%); 4) 此外, 信用减值损失同比+615.24%、所得税同比-26.69%亦对利润造成正向贡献。

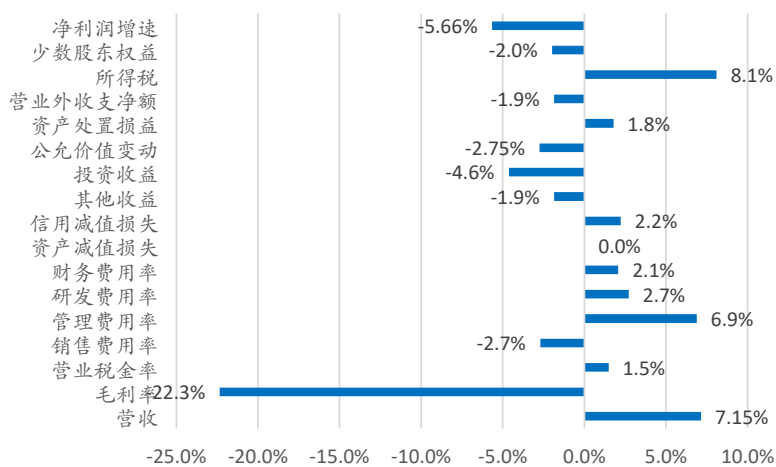
再设变革元年, 静待激励落地推动改革显效。 2023 年公司调味品业务同比增长目标不低于 10%, 扣非净利同比增长不低于 20%; 2022 年 7 月公司公告定增获准, 获准批复的有效期为 12 个月, 非公开发行有望在 2023 上半年落地; 公司以 2023 年作为又一变革元年, 配合新品类拓展(零添加、复调等)、新管理赋能(战投引入)、新激励落地三重因素叠加作用下, 既定目标有望实现。

盈利预测及投资建议: 根据 2023 年一季报, 我们略微调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司收入为 24.01/27.58/31.25 亿元, 同比+12.3%/+14.9%/+13.3%, 归母净利润为 1.85/2.61/3.14 亿元, 同比+34.2%/+41.0%/+20.1%, 对应 2023 年 4 月 27 日收盘价, PE 为 61/43/36x, 维持“增持”评级。

风险提示: 渠道改革效果不及预期, 复调行业竞争加剧导致品类拓展不及预期,

股权激励进度慢于预期。

图 1、2023Q1 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1214	1418	1631	1830
货币资金	348	401	574	701
交易性金融资产	352	416	395	402
应收票据及应收账款	69	90	100	113
预付款项	11	11	12	14
存货	298	390	429	473
其他	136	111	121	127
非流动资产	1754	1712	1639	1566
长期股权投资	101	108	106	106
固定资产	890	896	869	821
在建工程	188	118	76	50
无形资产	121	124	127	127
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	3
其他	452	464	459	459
资产总计	2968	3130	3269	3396
流动负债	626	590	621	655
短期借款	29	52	53	52
应付票据及应付账款	238	287.79	317.87	354.40
其他	359	250	250	249
非流动负债	116	70	50	24
长期借款	0	-20	-43	-70
其他	116	90	93	95
负债合计	742	660	671	679
股本	1003	1003	1003	1003
资本公积	38	38	38	38
未分配利润	1114	1172	1284	1385
少数股东权益	31	27	20	11
股东权益合计	2226	2470	2598	2717
负债及权益合计	2968	3130	3269	3396

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	138	185	261	314
折旧和摊销	85	85	90	94
资产减值准备	1	24	2	3
资产处置损失	11	5	6	6
公允价值变动损失	-13	-10	-9	-10
财务费用	5	-4	-7	-9
投资损失	9	1	3	3
少数股东损益	-9	-4	-7	-9
营运资金的变动	-41	-60	-33	-32
经营活动产生现金流量	192	95	310	360
投资活动产生现金流量	119	-108	4	-27
融资活动产生现金流量	-275	66	-140	-205
现金净变动	36	53	173	128
现金的期初余额	307	348	401	574
现金的期末余额	343	401	574	701

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2139	2401	2758	3125
营业成本	1404	1559	1736	1955
税金及附加	25	29	33	38
销售费用	347	387	441	494
管理费用	116	125	141	156
研发费用	83	96	109	124
财务费用	3	-4	-7	-9
其他收益	10	11	11	11
投资收益	-9	-1	-3	-3
公允价值变动收益	13	10	9	10
信用减值损失	-0	0	-0	-0
资产减值损失	-1	0	-0	-0
资产处置收益	-11	-5	-6	-6
营业利润	164	225	316	379
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	164	224	315	378
所得税	34	43	61	74
净利润	129	181	254	304
少数股东损益	-9	-4	-7	-9
归属母公司净利润	138	185	261	314
EPS(元)	0.14	0.18	0.26	0.31

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	13.0%	12.3%	14.9%	13.3%
营业利润增长率	11.8%	37.6%	40.4%	19.9%
归母净利润增长率	16.0%	34.2%	41.0%	20.1%
盈利能力				
毛利率	34.4%	35.1%	37.1%	37.5%
归母净利率	6.5%	7.7%	9.5%	10.0%
ROE	6.3%	7.6%	10.1%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	21.1%	20.5%	20.0%
流动比率	1.94	2.40	2.63	2.79
速动比率	1.46	1.74	1.93	2.07
营运能力				
资产周转率	69.2%	78.7%	86.2%	93.8%
应收帐款周转率	2365.9%	2456.2%	2370.0%	2393.1%
存货周转率	400.7%	439.1%	402.7%	413.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.14	0.18	0.26	0.31
每股经营现金	0.19	0.09	0.31	0.36
每股净资产	2.19	2.44	2.57	2.70
估值比率(倍)				
PE	82.1	61.2	43.4	36.1
PB	5.2	4.6	4.4	4.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn