

恒顺醋业 (600305.SH)

Q1 平稳过渡，醋主业驱动增长

Q1 公司收入/归母净利润同比+7.15%/-5.66%，业绩符合预期，醋主业驱动增长。公司核心看点在于改革成效下带来的竞争力提升，业绩更高效增长。公司坚持围绕主业发展，在行业复苏大趋势下，期待看到品类加速扩张+长效激励落地利益绑定，改革持续深化。公司品牌质地优良，在做深醋的方向上仍可在多品类、多区域、多渠道上大有可为，并以料酒、复调作为助推，带动业务全面发展。我们预计 23-24 年 EPS 分别为 0.22、0.30 元，对应 23 年估值 50X，建议以更长期视角，关注公司内在变化所驱动的业绩改善，维持“强烈推荐”评级。

- 23Q1 收入增长 7.15%，归母净利润减少 5.66%。公司披露 2023 年一季报，23Q1 实现营业收入 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%，收入、利润符合预期，收入环比加速恢复。23Q1 现金回款 5.92 亿元，同比增长 21.3%，快于收入增速。经营性净现金流净增加 0.97 亿至 0.55 亿，主要系销售产品收到的货款增加所致。
- 醋业务增长环比恢复，渠道加速扩张。分单品看，23Q1 醋/酒/酱系列分别实现收入 3.82 亿/1.11 亿/0.65 亿，同比+8.04%/+4.35%/-2.43%，醋系列、复调产品增长稳健，酱油增长稍显疲软。分销售模式看，公司 Q1 经销/直销/外贸渠道分别实现营业收入 5.71 亿/0.22 亿/0.08 亿，同比+7.02%/+26.58%/+2.22%。分区域看，公司 Q1 华东/华南/华中/西部/华北分别同比+6.71%/+14.87%/+4.19%/+2.43%/+12.13%。截止 23Q1 末，公司经销商数量环比 22 年末净增 44 个，渠道扩张加速。
- 产品结构影响毛利率，Q1 净利率同比下降。23Q1 公司实现毛利率 35.08%，同比-2.82pcts，主要系产品结构影响，23Q1 销售费用率同比+0.34pct 至 12.41%，受益于公司控本降费举措持续推进，管理费用率 4.46%，同比-0.87pct，研发费用率同比-0.34pct，Q1 归母净利率 11.89%，同比-1.61pcts，扣非归母净利率 11.52%，同比-0.73pct。
- 全年展望：全年目标稳健，期待改革抓手落地。23 年公司目标收入双位数以上增长，扣非净利润增长 20%以上，低基数下目标相对稳健。今年公司坚持单品策略，优化 sku 数量，大单品渠道覆盖率 60%以上，并坚持醋酒酱发展战略，坚持费用投入。过去几年公司坚持改革，核心在于营销机制更加市场化运行，引入人才，加强营销动力与竞争。我们认为今年公司看点一方面在于发力零添加、复调等品类，丰富增长推手，另一方面在于更全面有效的激励机制落地，提升公司整体势能，在行业复苏大背景下快速补足短板，强化品牌优势，从更本质层面提升竞争力，实现业绩的高质量增长。
- 投资建议：Q1 平稳过渡，期待加速改革动作，紧跟行业复苏趋势，维持“强烈推荐”评级。Q1 公司收入/归母净利润同比+7.15%/-5.66%，业绩符合预期，醋主业驱动增长。公司核心看点在于改革成效下带来的竞争力提升，业绩更高效增长。公司坚持围绕主业发展，在行业复苏大趋势下，期待看到品类加速扩张+长效激励落地利益绑定，改革持续深化。公司品牌质地优良，在做深醋的方向上仍可在多品类、多区域、多渠道上大有可为，并以料酒、

强烈推荐 (维持)

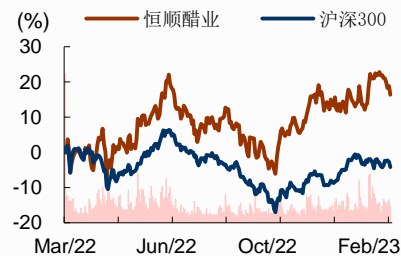
消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 11.39 元

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本 (万股) | 100296 |
| 已上市流通股 (万股) | 100296 |
| 总市值 (亿元) | 114 |
| 流通市值 (亿元) | 114 |
| 每股净资产 (MRQ) | 2.3 |
| ROE (TTM) | 5.9 |
| 资产负债率 | 21.8% |
| 主要股东 | 江苏恒顺集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 44.63% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -3 | 12 | 10 |
| 相对表现 | -4 | -2 | 8 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《恒顺醋业 (600305) 一品类扩张初见成效, 23 年业绩有望改善》2023-03-08
- 《恒顺醋业 (600305) 一醋酒酱主业快速增长, 期待业绩持续改善》2022-10-28
- 《恒顺醋业 (600305) 一新品快速增长, Q3 收入有望提速》2022-08-24

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

复调作为助推，带动业务全面发展。我们预计 23-24 年 EPS 分别为 0.22、0.30 元，对应 23 年估值 50X，建议以更长视角，关注公司内在变化所驱动的业绩改善，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：疫情反复影响，成本上行，行业竞争阶段性加剧等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1893 | 2139 | 2440 | 2858 | 3321 |
| 同比增长 | -6.0% | 13.0% | 14.1% | 17.1% | 16.2% |
| 营业利润(百万元) | 146 | 164 | 260 | 348 | 453 |
| 同比增长 | -62.0% | 11.8% | 59.1% | 33.9% | 30.0% |
| 归母净利润(百万元) | 119 | 138 | 225 | 302 | 392 |
| 同比增长 | -62.2% | 16.0% | 63.3% | 33.9% | 30.0% |
| 每股收益(元) | 0.12 | 0.14 | 0.22 | 0.30 | 0.39 |
| PE | 96.1 | 82.8 | 50.7 | 37.9 | 29.1 |
| PB | 5.3 | 5.2 | 5.0 | 4.5 | 4.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

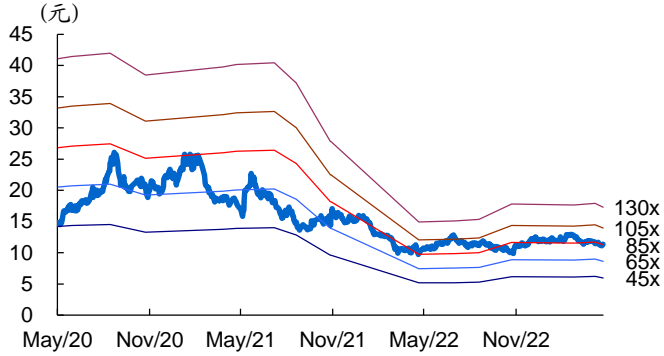
恒顺醋业单季度利润表

| 单位：百万元 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 21FY | 22FY |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入 | 518 | 324 | 534 | 572 | 611 | 498 | 457 | 613 | 1893 | 2139 |
| 二、营业总成本 | 469 | 319 | 535 | 486 | 556 | 468 | 470 | 528 | 1757 | 1979 |
| 其中：营业成本 | 327 | 186 | 356 | 355 | 408 | 329 | 311 | 398 | 1182 | 1404 |
| 营业税金及附加 | 7 | 4 | 7 | 7 | 8 | 5 | 5 | 7 | 24 | 25 |
| 营业费用 | 79 | 76 | 124 | 69 | 95 | 86 | 97 | 76 | 344 | 347 |
| 管理费用 | 32 | 29 | 36 | 30 | 26 | 28 | 31 | 27 | 125 | 116 |
| 研发费用 | 20 | 22 | 19 | 22 | 18 | 20 | 24 | 21 | 79 | 83 |
| 财务费用 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 | 0 | 2 | 0 | 6 | 3 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | -2 | 1 |
| 三、其他经营收益 | 8 | 10 | -20 | 6 | 7 | 3 | -13 | 1 | 10 | 4 |
| 公允价值变动收益 | -2 | 3 | 4 | 2 | 2 | 0 | 6 | 1 | 12 | 10 |
| 投资收益 | 6 | 6 | -19 | 5 | 3 | 2 | 3 | 3 | -1 | 13 |
| 其他收益 | 3 | 1 | -7 | 1 | 3 | 0 | -12 | -3 | -3 | -9 |
| 四、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 |
| 五、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 |
| 六、净利润 | 48 | 6 | -16 | 74 | 49 | 25 | -19 | 71 | 118 | 129 |
| 减：少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | -3 | -2 | -1 | -3 | -2 | -1 | -9 |
| 七、归属母公司净利润 | 49 | 7 | -16 | 77 | 50.7 | 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 |
| 主要比率 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 37.0% | 42.6% | 33.4% | 37.9% | 33.2% | 33.9% | 32.0% | 35.1% | 37.6% | 34.4% |
| 主营税金率 | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.3% | 1.3% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.3% | 1.2% |
| 营业费率 | 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% |
| 净利率 | 9.4% | 2.2% | -2.9% | 13.5% | 8.3% | 5.3% | -3.6% | 11.9% | 6.3% | 6.5% |
| YoY | | | | | | | | | | |
| 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% |
| 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% |

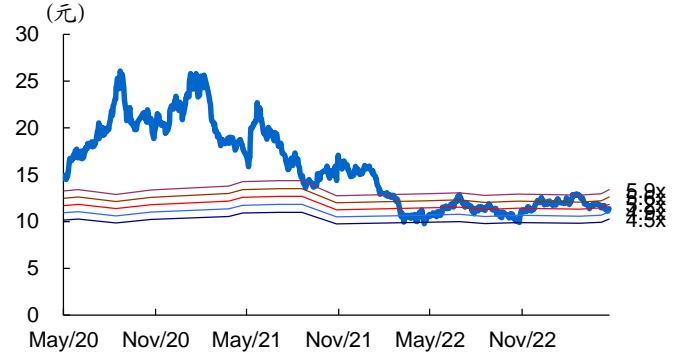
资料来源：公司报表

图 1：恒顺醋业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：恒顺醋业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《恒顺醋业（600305）—品类扩张初见成效，23 年业绩有望改善》2023-03-08
- 2、《恒顺醋业（600305）—新品快速增长，Q3 收入有望提速》2022-08-24
- 3、《恒顺醋业（600305）—21 业绩承压，Q1 动销改善》2022-04-28

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1482 | 1214 | 1318 | 1587 | 1930 |
| 现金 | 311 | 348 | 428 | 611 | 856 |
| 交易性投资 | 543 | 352 | 352 | 352 | 352 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 79 | 69 | 64 | 74 | 86 |
| 其它应收款 | 6 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 存货 | 379 | 298 | 306 | 354 | 408 |
| 其他 | 164 | 143 | 163 | 191 | 222 |
| 非流动资产 | 1730 | 1754 | 1732 | 1754 | 1776 |
| 长期股权投资 | 122 | 101 | 101 | 101 | 101 |
| 固定资产 | 941 | 890 | 959 | 966 | 973 |
| 无形资产商誉 | 127 | 121 | 103 | 93 | 83 |
| 其他 | 539 | 642 | 569 | 594 | 618 |
| 资产总计 | 3212 | 2968 | 3050 | 3341 | 3706 |
| 流动负债 | 776 | 626 | 634 | 710 | 797 |
| 短期借款 | 90 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 243 | 238 | 266 | 308 | 355 |
| 预收账款 | 174 | 118 | 133 | 153 | 177 |
| 其他 | 269 | 241 | 235 | 249 | 265 |
| 长期负债 | 187 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 长期借款 | 105 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 82 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 负债合计 | 963 | 742 | 750 | 826 | 913 |
| 股本 | 1003 | 1003 | 1003 | 1003 | 1003 |
| 资本公积金 | (135) | (136) | (136) | (136) | (136) |
| 留存收益 | 1303 | 1328 | 1416 | 1650 | 1952 |
| 少数股东权益 | 78 | 31 | 17 | (2) | (26) |
| 归属于母公司所有者权益 | 2171 | 2195 | 2283 | 2517 | 2819 |
| 负债及权益合计 | 3212 | 2968 | 3050 | 3341 | 3706 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 323 | 192 | 319 | 337 | 420 |
| 净利润 | 119 | 138 | 225 | 302 | 392 |
| 折旧摊销 | 85 | 85 | 91 | 90 | 90 |
| 财务费用 | 6 | 3 | (7) | (4) | (5) |
| 投资收益 | (3) | 9 | (22) | (22) | (22) |
| 营运资金变动 | 116 | (37) | 30 | (18) | (19) |
| 其它 | (0) | (6) | 2 | (12) | (16) |
| 投资活动现金流 | 107 | 119 | (91) | (91) | (91) |
| 资本支出 | (142) | (206) | (112) | (112) | (112) |
| 其他投资 | 249 | 325 | 22 | 22 | 22 |
| 筹资活动现金流 | (320) | (275) | (148) | (64) | (85) |
| 借款变动 | 166 | 85 | (45) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (187) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (301) | (391) | (110) | (68) | (91) |
| 其他 | 1 | 32 | 7 | 4 | 5 |
| 现金净增加额 | 110 | 36 | 80 | 183 | 244 |

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 1893 | 2139 | 2440 | 2858 | 3321 |
| 营业成本 | 1182 | 1404 | 1573 | 1817 | 2099 |
| 营业税金及附加 | 24 | 25 | 28 | 33 | 39 |
| 营业费用 | 344 | 347 | 384 | 421 | 456 |
| 管理费用 | 125 | 116 | 132 | 160 | 183 |
| 研发费用 | 79 | 83 | 90 | 103 | 119 |
| 财务费用 | 6 | 3 | (7) | (4) | (5) |
| 资产减值损失 | 2 | (1) | (1) | (1) | 0 |
| 公允价值变动收益 | (1) | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 其他收益 | 12 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 投资收益 | (1) | (20) | (2) | (2) | (2) |
| 营业利润 | 146 | 164 | 260 | 348 | 453 |
| 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 143 | 164 | 260 | 348 | 453 |
| 所得税 | 25 | 34 | 49 | 65 | 85 |
| 少数股东损益 | (1) | (9) | (14) | (19) | (24) |
| 归属于母公司净利润 | 119 | 138 | 225 | 302 | 392 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | -6.0% | 13.0% | 14.1% | 17.1% | 16.2% |
| 营业利润 | -62.0% | 11.8% | 59.1% | 33.9% | 30.0% |
| 归母净利润 | -62.2% | 16.0% | 63.3% | 33.9% | 30.0% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 37.6% | 34.4% | 35.5% | 36.4% | 36.8% |
| 净利率 | 6.3% | 6.5% | 9.2% | 10.6% | 11.8% |
| ROE | 5.5% | 6.3% | 9.9% | 12.0% | 13.9% |
| ROIC | 5.1% | 6.0% | 9.0% | 11.1% | 13.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 30.0% | 25.0% | 24.6% | 24.7% | 24.6% |
| 净负债比率 | 6.2% | 1.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 2.4 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 存货周转率 | 3.5 | 4.2 | 5.2 | 5.5 | 5.5 |
| 应收账款周转率 | 22.0 | 29.0 | 36.8 | 41.4 | 41.3 |
| 应付账款周转率 | 5.1 | 5.8 | 6.2 | 6.3 | 6.3 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.12 | 0.14 | 0.22 | 0.30 | 0.39 |
| 每股经营净现金 | 0.32 | 0.19 | 0.32 | 0.34 | 0.42 |
| 每股净资产 | 2.16 | 2.19 | 2.28 | 2.51 | 2.81 |
| 每股股利 | 0.39 | 0.11 | 0.07 | 0.09 | 0.12 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 96.1 | 82.8 | 50.7 | 37.9 | 29.1 |
| PB | 5.3 | 5.2 | 5.0 | 4.5 | 4.1 |
| EV/EBITDA | 51.6 | 45.9 | 34.5 | 27.3 | 22.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。