

Q1 营收稳健增长，期待零添加放量

2023 年 04 月 28 日

► **事件：**公司发布 2023 年一季报，23Q1 公司营收总收入 6.13 亿元 (yoy+7.15%)，归母净利润 0.73 亿元 (yoy-5.66%)，扣非归母净利润 0.71 亿元 (yoy+0.73%)。

► **Q1 营收稳健增长，华南、华北市场加速拓展。**23Q1 公司营业总收入 6.13 亿元 (yoy+7.15%)，增速较稳健。**分产品看**，23Q1 公司 (1) **醋系列产品** 营收 3.83 亿元 (yoy+8.04%)，增速较快主要系公司醋品类产品矩阵不断丰富，以及公司在夯实华东优势区域基础上，积极布局华东以外市场。(2) **酒系列产品** 营收 1.11 亿元 (yoy+4.35%)，增速稳健。(3) **酱系列产品** 营收 0.65 亿元 (yoy-2.43%)，增速承压，我们预计随公司零添加酱油供应链逐步优化，以及复调方面，公司研发上新轻火锅系列、小龙虾系列、冷泡汁等产品等，推动复调业务加速放量，我们预计未来几个季度酱系列有望快速修复。**分销售模式看**，23Q1 公司经销模式收入 5.71 亿元 (yoy+7.02%)，直销模式收入 0.22 亿元 (yoy+26.58%)，外贸模式收入 0.08 亿元 (yoy+2.22%)。**分区域看**，23Q1 公司华东/华南/华中/西部/华北营收分别为 3.00/1.05/1.01/0.53/0.42 亿元，分别同比+6.71%/+14.87%/+4.19%/+2.43%/+12.13%，华南、华北地区营收增速较快。经销商方面，截至 23Q1 末，公司经销商数量合计 1958 家，23Q1 期间净增 44 家，其中华南/华北分别净增 14/19 家，华南、华北经销商数量增长较快。

► **产品结构调整毛利率承压，期间费用率下降。**23Q1 公司实现毛利率 35.08% (yoy-2.82pcts)，主要系公司产品结构持续调整，预计随零添加系列产品放量，公司毛利率有望企稳回升。期间费用率 20.33% (yoy-1.13pcts)，其中销售费用率 12.41% (yoy+0.34pcts)，主要系公司营销力度增强；管理费用率 4.46% (yoy-0.87pcts)，主要系公司经营效率提升，公司已在全国设立 2 个大区 & 10 个战区，精细化管理颗粒度，提升人员管理效率。财务费用率-0.04% (yoy-0.26pcts)。归母净利率 11.89% (yoy-1.61pcts)，盈利承压。

► **投资建议：**产品方面，23 年公司将继续贯彻与执行“做深醋、做高酒、做宽酱”的产品战略，朝“0 零加、便捷化、年轻化”方向打造核心大单品。渠道方面，公司加速非主力区布局，经销商量质同步提升，渠道拓展成效逐步显现。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 24.61/27.91/31.19 亿元，同比增长 15.0%/13.4%/11.8%，归母净利润分别为 1.73/2.16/2.63 亿元，同比增长 25.1%/24.9%/22.0%，当前股价 (4 日 27 收盘价) 对应 PE 分别为 66/53/43X。看好公司多品类打开成长空间，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复影响需求、食品安全事故、原材料价格波动

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2139 | 2461 | 2790 | 3119 |
| 增长率 (%) | 13.0 | 15.0 | 13.4 | 11.8 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 138 | 173 | 216 | 263 |
| 增长率 (%) | 16.0 | 25.1 | 24.9 | 22.0 |
| 每股收益 (元) | 0.14 | 0.17 | 0.21 | 0.26 |
| PE | 82 | 66 | 53 | 43 |
| PB | 5.2 | 5.0 | 4.8 | 4.7 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

11.29 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 恒顺醋业 (600305.SH) 2022 年年报点评：全年盈利承压，酱系列逆势高增-2023/03/01
- 恒顺醋业：全年业绩承压，静候经营拐点-2022/02/08
- 恒顺醋业 (600305) 2021 年非公开发行股票预案点评：拟加码产能布局，助力长期变革扩张-2021/11/11
- 恒顺醋业 (600305) 2021 年三季报点评：去库存与疫情拖累营收，内部变革仍稳步推进-2021/11/01
- 恒顺醋业 (600305) 2021 年半年报点评：主业稳健增长，渠道裂变下沉持续推进-2021/08/22

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2139 | 2461 | 2790 | 3119 |
| 营业成本 | 1404 | 1601 | 1796 | 1986 |
| 营业税金及附加 | 25 | 30 | 34 | 38 |
| 销售费用 | 347 | 406 | 463 | 521 |
| 管理费用 | 116 | 133 | 148 | 162 |
| 研发费用 | 83 | 90 | 98 | 109 |
| EBIT | 174 | 213 | 265 | 318 |
| 财务费用 | 3 | -3 | -4 | -5 |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -9 | -4 | -4 | -5 |
| 营业利润 | 164 | 208 | 260 | 317 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 164 | 208 | 260 | 317 |
| 所得税 | 34 | 39 | 48 | 59 |
| 净利润 | 129 | 170 | 212 | 258 |
| 归属于母公司净利润 | 138 | 173 | 216 | 263 |
| EBITDA | 262 | 309 | 373 | 439 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 348 | 436 | 486 | 542 |
| 应收账款及票据 | 69 | 92 | 105 | 117 |
| 预付款项 | 11 | 11 | 13 | 14 |
| 存货 | 298 | 406 | 455 | 504 |
| 其他流动资产 | 489 | 397 | 398 | 399 |
| 流动资产合计 | 1214 | 1343 | 1457 | 1575 |
| 长期股权投资 | 101 | 101 | 101 | 101 |
| 固定资产 | 890 | 932 | 969 | 1016 |
| 无形资产 | 121 | 121 | 121 | 121 |
| 非流动资产合计 | 1754 | 1799 | 1837 | 1884 |
| 资产合计 | 2968 | 3142 | 3294 | 3459 |
| 短期借款 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 应付账款及票据 | 238 | 296 | 332 | 367 |
| 其他流动负债 | 359 | 397 | 438 | 480 |
| 流动负债合计 | 626 | 722 | 798 | 876 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 116 | 134 | 134 | 134 |
| 非流动负债合计 | 116 | 134 | 134 | 134 |
| 负债合计 | 742 | 856 | 932 | 1010 |
| 股本 | 1003 | 1003 | 1003 | 1003 |
| 少数股东权益 | 31 | 28 | 24 | 20 |
| 股东权益合计 | 2226 | 2286 | 2362 | 2449 |
| 负债和股东权益合计 | 2968 | 3142 | 3294 | 3459 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 12.98 | 15.03 | 13.37 | 11.80 |
| EBIT 增长率 | 12.93 | 22.73 | 24.34 | 20.03 |
| 净利润增长率 | 16.04 | 25.07 | 24.89 | 21.98 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 34.37 | 34.93 | 35.62 | 36.31 |
| 净利润率 | 6.45 | 7.01 | 7.73 | 8.43 |
| 总资产收益率 ROA | 4.65 | 5.49 | 6.54 | 7.60 |
| 净资产收益率 ROE | 6.29 | 7.64 | 9.22 | 10.82 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.94 | 1.86 | 1.82 | 1.80 |
| 速动比率 | 1.24 | 1.23 | 1.19 | 1.17 |
| 现金比率 | 0.56 | 0.60 | 0.61 | 0.62 |
| 资产负债率 (%) | 24.99 | 27.23 | 28.30 | 29.19 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 11.78 | 13.71 | 13.71 | 13.71 |
| 存货周转天数 | 77.36 | 92.52 | 92.52 | 92.52 |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.81 | 0.87 | 0.92 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.14 | 0.17 | 0.21 | 0.26 |
| 每股净资产 | 2.19 | 2.25 | 2.33 | 2.42 |
| 每股经营现金流 | 0.19 | 0.34 | 0.34 | 0.40 |
| 每股股利 | 0.11 | 0.14 | 0.17 | 0.21 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 82 | 66 | 53 | 43 |
| PB | 5.2 | 5.0 | 4.8 | 4.7 |
| EV/EBITDA | 42.15 | 35.36 | 29.15 | 24.61 |
| 股息收益率 (%) | 0.97 | 1.21 | 1.51 | 1.84 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 129 | 170 | 212 | 258 |
| 折旧和摊销 | 88 | 96 | 108 | 122 |
| 营运资金变动 | -41 | 68 | 15 | 14 |
| 经营活动现金流 | 192 | 342 | 345 | 401 |
| 资本开支 | -187 | -142 | -150 | -168 |
| 投资 | 256 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 119 | -149 | -155 | -173 |
| 股权募资 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -100 | -13 | -3 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -275 | -106 | -140 | -172 |
| 现金净流量 | 36 | 88 | 50 | 56 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026