

调味品

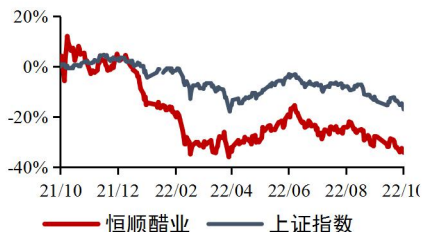
恒顺醋业（600305.SH）

增持-A(维持)

2023年4月28日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月28日

收盘价（元）：	11.39
总股本（亿股）：	10.03
流通股本（亿股）：	10.03
流通市值（亿元）：	114.24

基础数据：2023年3月31日

每股净资产（元）：	2.29
每股资本公积（元）：	0.04
每股未分配利润（元）：	1.18

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述：

公司发布公告，公司2023年一季度实现营业收入6.13亿元，同比增长7.15%；归母净利润为7287.19万元，同比下降5.66%；归母扣非净利润为7063.90万元，同比增长0.73%。

事件点评

调味品收入稳健增长，利润增速略降。公司坚持“醋、酒、酱”主导品类深度发展，大力推进产品梳理整合，同时推出6大系列新品。2023Q1公司实现营收6.13亿元，同比+7.15%，归母净利润为7287.19亿元，同比-5.66%，归母扣非净利润为7063.90万元，同比+0.73%。1）分产品看，2023Q1醋/料酒/酱分别实现营收3.83/1.11/0.65亿元，分别同比+8.04%/+4.35%/-2.43%，醋系列增速较快，主要是做深醋改革效果显现，酱小幅下滑，主要在于包材采购滞后影响生产；2）分区域看，华南、华北地区营收增速较快。23Q1公司华东/华南/华中/西部/华北实现营业收入分别为3.00/1.05/1.01/0.53/0.42亿元，同比+6.71%/+14.87%/+4.19%/+2.43%/+12.13%。3）经销商方面，截至2023年一季度末，公司经销商数量合计1958家，净增加44家，其中华南和华北分别净增加14家、19家。4）线上渠道O2O持续发力，2023Q1线上和线下营收增速分别为21.52%/6.09%。

毛利率下降，费用率整体改善。公司23Q1销售净利率为11.63%，同比减少1.36pct。具体来看，1）公司23Q1毛利率为35.08%，同比减少2.82pct，主要在于原材料成本承压以及低毛利新品推出，展望下半年，随着公司零添加系列收入比重提升，复调自产致OEM比例下降，成本边际改善，预计毛利率逐渐提高；2）销售带动供应链协同、推进降本增效项目制管理等方式促进费用率下降，23Q1销售期间费用率为20.33%，同比减少1.13pct，其中销售费用率为12.41%，同比增加0.34pct；管理费用率为7.96%，同比减少1.21pct；财务费用率-0.04%，同比减少0.26pct。

2023设立变革元年，年度目标有望实现。公司以2023年为变革元年，从五个方面深化变革：以认知之新向未来、以产品之新向未来、以管理之新向未来、以考核之新向未来、以作风之新向未来。此外，2023年主营调味品业务销售不低于两位数增长，扣除非经常性损益净利润实现20%增长以上的年度经营总目标。我们认为公司随着新产品拓展，产能释放、激励落地三重作用下，目标有望实现。

盈利预测、估值分析和投资建议：短期看公司拓品类、拓渠道效果体现，中长期看，公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，通过优化产构以





及提升管理效率有望持续增长。预计 2023-2025 年公司归母净利润 1.89 亿、2.56 亿、3.42 亿，EPS 分别为 0.19/0.25/0.34 元，对应当前股价，2023-2025 年 PE 分别为 69X/51X/38X，维持“增持-A”评级。

风险提示：行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险、疫情反复扰动

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,893	2,139	2,441	2,853	3,358
YoY(%)	-6.0	13.0	14.1	16.9	17.7
净利润(百万元)	119	138	189	256	342
YoY(%)	-62.2	16.0	36.9	35.3	33.8
毛利率(%)	37.6	34.4	36.7	36.9	38.1
EPS(摊薄/元)	0.12	0.14	0.19	0.25	0.34
ROE(%)	5.3	5.8	8.1	10.4	12.8
P/E(倍)	109.5	94.3	68.9	50.9	38.0
P/B(倍)	6.0	5.9	5.7	5.5	5.0
净利率(%)	6.3	6.5	7.7	9.0	10.2

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1482	1214	1395	1388	1665
现金	311	348	346	365	441
应收票据及应收账款	79	69	99	97	134
预付账款	7	11	10	14	14
存货	379	298	447	421	581
其他流动资产	706	489	493	490	495
非流动资产	1730	1754	1829	1942	2086
长期投资	122	101	91	78	64
固定资产	941	890	1006	1148	1311
无形资产	127	121	121	123	127
其他非流动资产	539	642	613	594	584
资产总计	3212	2968	3224	3331	3751
流动负债	776	626	803	798	1007
短期借款	90	29	29	29	29
应付票据及应付账款	243	238	292	325	387
其他流动负债	443	359	482	443	592
非流动负债	187	116	119	122	127
长期借款	105	0	3	6	11
其他非流动负债	82	116	116	116	116
负债合计	963	742	921	920	1135
少数股东权益	78	31	29	25	17
股本	1003	1003	1003	1003	1003
资本公积	38	38	38	38	38
留存收益	1304	1328	1391	1466	1548
归属母公司股东权益	2171	2195	2274	2385	2599
负债和股东权益	3212	2968	3224	3331	3751

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	323	192	234	330	429
净利润	118	129	187	252	334
折旧摊销	85	85	79	95	113
财务费用	6	3	4	6	7
投资损失	3	9	-19	-18	-6
营运资金变动	118	-41	9	20	7
其他经营现金流	-7	6	-25	-25	-25
投资活动现金流	107	119	-111	-165	-225
筹资活动现金流	-320	-275	-126	-145	-129
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.14	0.19	0.25	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.19	0.23	0.33	0.43
每股净资产(最新摊薄)	2.16	2.19	2.27	2.38	2.59

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1893	2139	2441	2853	3358
营业成本	1182	1404	1544	1801	2079
营业税金及附加	24	25	30	35	41
营业费用	344	347	423	481	546
管理费用	125	116	156	151	171
研发费用	79	83	100	114	134
财务费用	6	3	4	6	7
资产减值损失	2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-1	13	25	25	25
投资净收益	-3	-9	19	18	6
营业利润	146	164	228	308	412
营业外收入	2	2	5	5	4
营业外支出	5	2	4	5	4
利润总额	143	164	229	309	411
所得税	25	34	42	57	77
税后利润	118	129	187	252	334
少数股东损益	-1	-9	-2	-4	-8
归属母公司净利润	119	138	189	256	342
EBITDA	231	240	299	395	515

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-6.0	13.0	14.1	16.9	17.7
营业利润(%)	-62.0	11.8	39.2	35.5	33.5
归属于母公司净利润(%)	-62.2	16.0	36.9	35.3	33.8
获利能力					
毛利率(%)	37.6	34.4	36.7	36.9	38.1
净利率(%)	6.3	6.5	7.7	9.0	10.2
ROE(%)	5.3	5.8	8.1	10.4	12.8
ROIC(%)	5.0	5.4	7.7	9.9	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.0	25.0	28.6	27.6	30.3
流动比率	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7
速动比率	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	22.0	29.0	29.0	29.0	29.0
应付账款周转率	5.1	5.8	5.8	5.8	5.8
估值比率					
P/E	109.5	94.3	68.9	50.9	38.0
P/B	6.0	5.9	5.7	5.5	5.0
EV/EBITDA	54.1	51.7	41.5	31.4	24.0

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

