

经营仍处过渡期，盈利能力改善

——2023 年半年报点评

恒顺醋业(600305)

谨慎推荐(维持)

核心观点:

- **事件:** 8 月 28 日, 公司发布 2023 年半年度报告, 23H1 实现收入 11.4 亿元 (同比-3.7%, 下同); 归母净利润 1.2 亿元 (-3.4%); 扣非归母净利润 1.2 亿元 (+1.1%); 23Q2 实现收入 5.3 亿元 (-13.9%); 归母净利润 0.5 亿元 (-0.03%); 扣非归母净利润 0.5 亿元 (+1.6%)。
- **食醋业务所受冲击相对较小, 新零售渠道占比快速提升。** 总体看, 公司二季度营收下滑, 预计主要归因于 C 端基数较高叠加终端需求复苏较慢。分产品看, 23Q2 醋系列收入 3.5 亿元 (-2.9%), 酒系列收入 0.43 亿元 (-37.3%), 酱系列收入 0.45 亿元 (-35.1%), 主业食醋表现相对稳健, 复调业务保持较快增长, 酒与酱下滑较大或主要系行业竞争加剧。分区域看, 华东大区收入 2.8 亿元 (1.2%), 华南大区收入 0.8 亿元 (-15%), 华中大区收入 0.9 亿元 (-3.4%), 西部大区收入 0.5 亿元 (9.5%), 华北大区收入 0.3 亿元 (-5.5%), 核心华东市场表现相对平稳, 外围西部市场实现稳健增长。分渠道看, 23Q2 经销收入 4.8 亿元 (+1.0%), 直销收入 0.3 亿元 (-29.3%); 一方面, 公司在华北、西部等外围市场持续推进渠道下沉, 23Q2 末公司经销商 1997 家, 环比+2%; 另一方面, 积极开拓社区团购, 新零售渠道占比由 5% 提升至 20%。
- **产品结构变化叠加部分成本下降, 调味品主业盈利能力改善。归母净利率:** 23H1/23Q2 分别为 10.8%/9.6%, 同比+0.03/1.3pcts, 剔除政府补助与投资收益等因素后, 23Q2 扣非归母净利率为 9.0%, 同比+1.4pcts, 反映主业盈利能力略有改善, 主要归因于成本端与费用端的共同推动。具体拆分, **毛利率:** 23H1/23Q2 分别为 35.7%/36.5%, 同比+0.2/3.2pcts, 主要得益于包材与能源价格下降, 叠加酒系列与酱系列等低毛利率产品占比下降。**销售费用率:** 23H1/23Q2 分别为 14.2%/16.2%, 同比+0.3/0.7pcts, 虽然广告费用减少, 但促销费用与销售费用保持正增长。**管理费用率:** 23H1/23Q2 分别为 4.4%/4.3%, 同比-0.4/+0.02pcts, 整体保持相对稳定。
- **23H1 经营仍处过渡期, 23H2 趋势有望向好。** 预计 23H2 公司基本面有望改善, 主要得益于: 1) 宏观经济复苏推动需求改善; 2) 公司加快新零售渠道、餐饮渠道扩张; 3) 零添加系列、国潮老陈醋系列、复调系列等新品贡献收入; 4) 包材成本压力缓和+品牌费用减少推动盈利能力改善; 5) 公司新聘请前海天营销公司副总经理何春阳总担任公司总经理, 有望在渠道与营销层面为公司注入新的活力。
- **投资建议:** 根据中报, 我们小幅调整盈利预测, 预计 2023~2025 年营收分别为 23.8/27.4/31.8 亿元, 同比+11.3%/15.1%/16.0%; 归母净利润分别为 1.9/2.7/3.3 亿元, 同比+41.1%/36.6%/25.0%, 对应 EPS 为 0.18/0.24/0.30 元, 对应 PE 为 59/43/34X, 考虑到公司 23 年 PE 高于调味品可比公司平均水平, 叠加内部变革红利释放节奏存在不确定性, 维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 终端动销不及预期, 内部变革效果不及预期, 渠道扩张不及预期等。

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

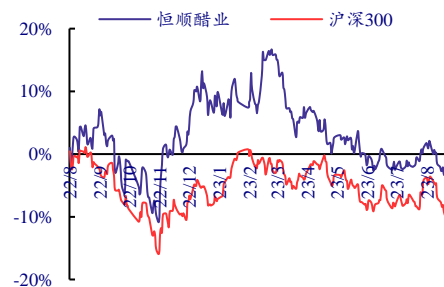
分析师登记编号: S0130522070002

市场数据

2023-08-28

A 股收盘价(元)	10.3
股票代码	600305
A 股一年内最高价/最低价(元)	13.18/9.84
上证指数	3098.64
总股本/实际流通 A 股(亿股)	11.13/10.03
流通 A 股市值(亿元)	103

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】恒顺醋业 2023 年一季报点评: 收入稳健增长, 关注改革进展

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2139.02	2380.50	2739.56	3178.58
增长率	12.98%	11.29%	15.08%	16.03%
净利润(百万元)	137.99	194.77	266.06	332.68
增长率	16.04%	41.14%	36.60%	25.04%
摊薄 EPS(元)	0.12	0.18	0.24	0.30
PE	99.28	58.86	43.09	34.46

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2139.02	2380.50	2739.56	3178.58	流动资产	1213.95	1375.40	1360.27	1573.25
营业成本	1403.87	1528.28	1712.22	1954.83	现金	348.30	391.16	360.02	471.70
营业税金及附加	24.87	29.12	33.49	38.23	应收账款	69.02	76.81	88.40	102.56
营业费用	346.93	342.79	399.98	473.61	其它应收款	3.59	3.99	4.60	5.33
管理费用	115.72	138.07	153.55	178.00	预付账款	10.53	11.47	12.85	14.67
财务费用	3.35	-0.79	-2.35	-4.15	存货	297.53	406.99	409.43	494.01
资产减值损失	-0.90	0.00	0.00	0.00	其他	484.98	484.98	484.98	484.98
公允价值变动收益	12.96	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1753.76	1810.85	1870.53	1928.91
投资净收益	-8.53	-9.49	-10.92	-12.67	长期投资	101.13	101.13	101.13	101.13
营业利润	163.54	236.62	323.04	398.55	固定资产	889.55	860.06	819.36	784.26
营业外收入	1.87	0.00	0.00	0.00	无形资产	120.72	134.86	138.80	147.84
营业外支出	1.77	0.00	0.00	0.00	其他	642.35	714.80	811.24	895.68
利润总额	163.64	236.62	323.04	398.55	资产总计	2967.70	3186.26	3230.80	3502.17
所得税	34.17	45.22	64.59	77.93	流动负债	625.74	812.89	768.98	899.73
净利润	129.48	191.40	258.45	320.62	短期借款	29.04	61.95	0.00	0.00
少数股东损益	-8.52	-3.37	-7.61	-12.06	应付账款	237.72	286.73	305.59	357.82
归属母公司净利润	137.99	194.77	266.06	332.68	其他	358.98	464.21	463.40	541.91
EBITDA	252.42	307.33	395.24	470.46	非流动负债	116.00	116.00	116.00	116.00
EPS (元)	0.12	0.18	0.24	0.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他	116.00	116.00	116.00	116.00
					负债合计	741.74	928.89	884.98	1015.73
					少数股东权益	30.90	27.53	19.92	7.86
					归母股东权益	2195.06	2229.83	2325.89	2478.57
					负债和股东权益	2967.70	3186.26	3230.80	3502.17
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	191.72	313.39	351.34	442.80	营业收入	12.98%	11.29%	15.08%	16.03%
净利润	129.48	191.40	258.45	320.62	营业利润	11.84%	44.69%	36.52%	23.38%
折旧摊销	88.03	62.70	64.51	63.60	归母净利润	16.04%	41.14%	36.60%	25.04%
财务费用	4.80	1.82	1.24	0.00	毛利率	34.37%	35.80%	37.50%	38.50%
投资损失	8.53	9.49	10.92	12.67	净利率	6.45%	8.18%	9.71%	10.47%
营运资金变动	-41.32	35.65	2.04	29.44	ROE	6.29%	8.73%	11.44%	13.42%
其它	2.21	12.33	14.19	16.46	ROIC	5.72%	8.46%	11.19%	13.06%
投资活动现金流	118.85	-141.61	-149.29	-151.12	资产负债率	24.99%	29.15%	27.39%	29.00%
资本支出	-186.77	-132.12	-138.37	-138.45	每股收益	0.12	0.18	0.24	0.30
长期投资	256.14	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.17	0.28	0.32	0.40
其他	49.48	-9.49	-10.92	-12.67	每股净资产	1.97	2.00	2.09	2.23
筹资活动现金流	-274.52	-128.92	-233.19	-180.00	P/E	99.28	58.86	43.09	34.46
短期借款	-61.05	32.90	-61.95	0.00	P/B	6.24	5.14	4.93	4.63
长期借款	-105.16	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	47.73	32.61	25.28	21.00
其他	-108.30	-161.82	-171.24	-180.00	PS	4.83	4.34	3.77	3.25
现金净增加额	36.03	42.86	-31.14	111.68					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn