

**恒顺醋业 (600305.SH) 短期承压，期待改善**

2023年08月30日

**——公司信息更新报告**
**投资评级：增持（维持）**
**张宇光（分析师）**

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2023/8/29
当前股价(元)	10.56
一年最高最低(元)	13.30/9.93
总市值(亿元)	117.53
流通市值(亿元)	105.91
总股本(亿股)	11.13
流通股本(亿股)	10.03
近3个月换手率(%)	30.35

**● 营收短期仍有压力，长期前景乐观**

公司公布2023年中报，2023H1实现营收11.4亿，同比降3.7%；归母净利1.2亿，同比降3.4%。其中2023Q2实现收入5.3亿，同比降13.9%；净利0.5亿，同比持平。我们维持盈利预测不变，预计2023-2025年归母净利为2.0、2.4、2.9亿，EPS分别为0.20、0.24、0.29元，同比增44.8%、20.6%、21.0%，当前股价对应PE为51.7、42.9、35.4倍。公司长期前景乐观，维持“增持”评级。

**● 行业弱复苏，主销品仍需夯实，小品类增长较快**

公司二季度营收下滑13.9%，更多来自于2022年同期存量房销售业务增长带来的高基数。观测调味品业务2023Q2营收下滑2.0%，主因在于行业需求弱复苏，以及竞争加剧。分品类看，二季度醋系列同比下降2.9%，与整体营收保持同步；酒系列与酱系列分别降37.3%与35.1%，主要与行业竞争加剧有关。其他品类增163%，主要是复调等新品发展较好。公司加快市场开发进度，上半年净新增经销商83家。总体来看主销品仍需夯实基础，年内新品推广以及新渠道拓展仍需要过程，预计全年营收高个位数增长。

**● 二季度净利率同比提升1.2pct，主因在于毛利率提升**

2023Q2公司毛利率36.5%，同比提升3.2pct，主要是2022年同期存量房业务拉低整体毛利率基数。观察上半年调味品毛利率34.9%，同比降0.6pct，基本变化不大。其中食醋毛利率同比增1.1pct，其他品类毛利率略有下滑。二季度销售费用率同比增0.7pct，应是新品推广时投入力度增加；管理费用率与财务费用率分别同比持平与降0.1pct，整体变化不大。往下半年展望，考虑市场逐渐转暖，四季度应会扭亏，利润增速应好于上半年。

**● 聚焦主业，定增落地，稳增长**

公司调味品主业占比持续提升，确认三大品类（醋、酒、酱）协同发展，产品端积极扩张食醋全品类同时布局复合调味品，一方面重点醋类产品增长稳健；另一方面新品表现突出，新品贡献率达5.4%。渠道上开拓省外市场，渠道精细化管理。同时公司定增方案已经落地，将投入新产能建设，为后续提升提供助力支持。

**● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,893	2,139	2,305	2,644	3,072
YOY(%)	-6.0	13.0	7.7	14.7	16.2
归母净利润(百万元)	119	138	200	241	292
YOY(%)	-62.2	16.0	44.8	20.6	21.0
毛利率(%)	37.6	34.4	35.8	36.0	36.8
净利率(%)	6.3	6.5	8.7	9.1	9.5
ROE(%)	5.3	5.8	8.6	9.9	11.1
EPS(摊薄/元)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.29
P/E(倍)	86.9	74.9	51.7	42.9	35.4
P/B(倍)	4.8	4.7	4.5	4.3	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

**股价走势图**

单击或点击此处输入文字。

数据来源：聚源

**相关研究报告**

《主业稳健增长，公司积极求变——公司信息更新报告》-2023.4.29

《四季度业绩承压，期待改革成效释放——公司信息更新报告》-2023.3.1

《低基数下业绩高增，期待管理进一步改善——公司信息更新报告》-2022.10.28

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1482	1214	1377	1448	1611
现金	311	348	371	452	450
应收票据及应收账款	79	69	90	92	120
其他应收款	6	4	7	5	9
预付账款	7	11	9	13	12
存货	379	298	415	401	535
其他流动资产	699	485	485	485	485
<b>非流动资产</b>	1730	1754	1741	1803	1896
长期投资	122	101	70	37	2
固定资产	941	890	941	1055	1190
无形资产	127	121	121	123	127
其他非流动资产	539	642	609	588	576
<b>资产总计</b>	3212	2968	3117	3251	3507
<b>流动负债</b>	776	626	685	722	817
短期借款	90	29	29	29	29
应付票据及应付账款	243	238	269	311	354
其他流动负债	443	359	387	382	433
<b>非流动负债</b>	187	116	117	120	124
长期借款	105	0	1	4	8
其他非流动负债	82	116	116	116	116
<b>负债合计</b>	963	742	802	842	941
少数股东权益	78	31	31	28	22
股本	1003	1003	1003	1003	1003
资本公积	38	38	38	38	38
留存收益	1304	1328	1395	1466	1536
<b>归属母公司股东权益</b>	2171	2195	2285	2381	2544
负债和股东权益	3212	2968	3117	3251	3507

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	323	192	207	371	318
净利润	118	129	200	238	286
折旧摊销	85	85	76	88	104
财务费用	6	3	0	1	1
投资损失	3	9	-1	0	2
营运资金变动	118	-41	-66	46	-71
其他经营现金流	-7	6	-2	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	107	119	-59	-148	-196
资本支出	142	206	18	95	128
长期投资	192	245	31	35	35
其他投资现金流	440	570	-10	-18	-34
<b>筹资活动现金流</b>	-320	-275	-126	-142	-123
短期借款	36	-61	0	0	0
长期借款	-11	-105	1	3	4
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-13	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-332	-108	-126	-145	-128
<b>现金净增加额</b>	110	36	22	81	-1

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1893	2139	2305	2644	3072
营业成本	1182	1404	1479	1693	1942
营业税金及附加	24	25	27	31	36
营业费用	344	347	370	423	508
管理费用	125	116	134	148	170
研发费用	79	83	69	74	80
财务费用	6	3	0	1	1
资产减值损失	2	-1	0	0	0
其他收益	12	10	11	11	11
公允价值变动收益	-1	13	1	2	2
投资净收益	-3	-9	1	-0	-2
资产处置收益	2	-11	1	1	1
<b>营业利润</b>	146	164	240	287	347
营业外收入	2	2	5	5	4
营业外支出	5	2	4	5	4
<b>利润总额</b>	143	164	241	287	346
所得税	25	34	41	50	61
<b>净利润</b>	118	129	200	238	286
少数股东损益	-1	-9	0	-3	-6
<b>归属母公司净利润</b>	119	138	200	241	292
EBITDA	231	240	308	365	438
EPS(元)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.29

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.0	13.0	7.7	14.7	16.2
营业利润(%)	-62.0	11.8	46.5	19.7	20.8
归属于母公司净利润(%)	-62.2	16.0	44.8	20.6	21.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.6	34.4	35.8	36.0	36.8
净利率(%)	6.3	6.5	8.7	9.1	9.5
ROE(%)	5.3	5.8	8.6	9.9	11.1
ROIC(%)	5.0	5.4	8.2	9.3	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.0	25.0	25.7	25.9	26.8
净负债比率(%)	-3.4	-11.7	-12.8	-15.5	-14.3
流动比率	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.19	0.21	0.37	0.32
每股净资产(最新摊薄)	2.16	2.19	2.28	2.37	2.54
<b>估值比率</b>					
P/E	86.9	74.9	51.7	42.9	35.4
P/B	4.8	4.7	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA	42.4	40.5	31.5	26.4	22.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn