

调味品

恒顺醋业（600305.SH）

增持-A(维持)

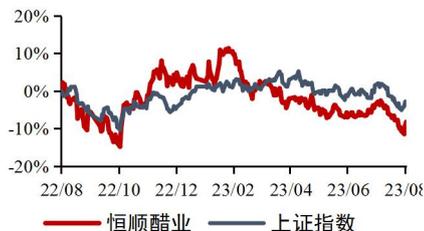
中报点评

Q2 业绩短期承压，期待改革释放势能

2023年8月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月30日

收盘价（元）：	10.67
总股本（亿股）：	11.13
流通股本（亿股）：	10.03
流通市值（亿元）：	107.02

基础数据：2023年6月30日

每股净资产（元）：	3.02
每股资本公积（元）：	0.94
每股未分配利润（元）：	1.01

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述：

➢ 公司发布半年报称，上半年营业收入 11.39 亿元，同比减少 3.71%，归母净利润为 1.24 亿元，同比减少 3.43%；基本每股收益 0.12 元，同比减少 6.83%。

事件点评

➢ **业绩不及预期，持续聚焦主营业务。** 23H1 实现营收 11.39 亿元（同比-3.71%），归母净利润 1.24 亿元（同比-3.43%），扣非净利润 1.18 亿元（同比+1.09%）；其中 23Q2 营收 5.26 亿元（同比-13.88%），归母净利润 0.51 亿元（同比减少 0.03%），扣非净利润 0.47 亿元（同比+1.62%）。营收下降主要系上年同期有存量房及投资性房地产销售所致，但是主营调味品收入占总营收比例逐步提升，23H1 公司主营调味品收入占比相较去年同期由 92.04% 提升至 98.33%。具体来看：1）分产品看，食醋表现相对稳健，23H1 醋/酒/酱系列营收 7.4/1.5/1.1 亿元，同比+2.5%/-11.9%/-19.0%，2）分区域看，华东市场平稳增长，23H1 华东/华南/华中/西部/华北大区营收分别为 5.8/1.8/1.9/1.0/0.7 亿元，同比+4.0%/-0.05%/+0.6%/+5.8%/+3.9%。

➢ **产品结构变化以及费用管控见效，利润率整体改善。** 公司 23H1 销售净利率为 10.53%，同比增加 0.11pct。具体来看，1）公司 23H1 毛利率为 35.72%，同比增加 0.24pct，主要酒与酱等低毛利率产品占比降低；2）成本管控初见成效，23H1 销售期间费用率为 22.15%，同比减少 0.06pct，其中销售费用率为 14.18%，同比增加 0.31pct；管理费用率为 8.04%，同比减少 0.15pct；财务费用率-0.07%，同比减少 0.22pct。

➢ **23H1 经营仍处过渡期，H2 有望改善。** 公司正处于改革创新、转型发展的关键时期。受各种因素影响，成本上升的压力大，外贸业务下滑、外围市场薄弱等问题仍然突出；新产品的推广、新渠道的拓展、新模式的探索还有一个过程。公司目前经营仍处于过渡期，公司市场化改革、现代企业治理结构亟需加快推进。根据公司公告，公司聘任何春阳总为公司总经理，何总曾任海天味业营销公司副总经理，我们认为公司随着新产品拓展、产能释放、激励落地、引进营销人才激发团队战斗力等作用下，公司经营业绩有望改善。

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 2.02 亿、2.83 亿、3.70 亿，EPS 分别为 0.18/0.25/0.33 元，对应当前股价，2023-2025 年 PE 分别为 58X/42X/32X，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



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	202	283	370
YoY(%)	-62.2	16.0	46.4	40.0	30.7
毛利率(%)	37.6	34.4	36.7	36.9	38.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.12	0.18	0.25	0.33
ROE(%)	5.3	5.8	8.6	11.4	13.6
P/E(倍)	98.8	85.2	58.2	41.6	31.8
P/B(倍)	5.4	5.4	5.1	4.9	4.5
净利率(%)	6.3	6.5	8.3	9.9	11.0

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	2528	2532	2820
现金	311	348	1479	1509	1596
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	1831	1944	2088
长期投资	122	101	91	78	64
固定资产	941	890	1007	1149	1313
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	4358	4475	4908
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	16
股本	1003	1003	1113	1113	1113
资本公积	38	38	1049	1049	1049
留存收益	1304	1328	1395	1478	1566
归属母公司股东权益	2171	2195	3408	3530	3757
负债和股东权益	3212	2968	4358	4475	4908

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	230	322	421
净利润	118	129	200	278	361
折旧摊销	85	85	79	95	113
财务费用	6	3	-13	-29	-28
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	-166	-226
筹资活动现金流	-320	-275	1012	-127	-108
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.12	0.18	0.25	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.17	0.21	0.29	0.38
每股净资产(最新摊薄)	1.95	1.97	2.05	2.16	2.37

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	-13	-29	-28
资产减值损失	2	-1	1	1	2
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	243	341	444
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	245	342	444
所得税	25	34	44	63	83
税后利润	118	129	200	278	361
少数股东损益	-1	-9	-2	-4	-9
归属母公司净利润	119	138	202	283	370
EBITDA	231	240	298	394	513

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	48.8	40.1	30.3
归属于母公司净利润(%)	-62.2	16.0	46.4	40.0	30.7
获利能力					
毛利率(%)	37.6	34.4	36.7	36.9	38.1
净利率(%)	6.3	6.5	8.3	9.9	11.0
ROE(%)	5.3	5.8	8.6	11.4	13.6
ROIC(%)	5.0	5.4	7.6	9.8	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	30.0	25.0	21.1	20.6	23.1
流动比率	1.9	1.9	3.1	3.2	2.8
速动比率	1.2	1.2	2.4	2.5	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
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	98.8	85.2	58.2	41.6	31.8
P/B	5.4	5.4	5.1	4.9	4.5
EV/EBITDA	48.6	46.5	33.7	25.4	19.3

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。本报告清晰准确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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

