

2022年06月14日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 恒顺醋业 (600305): 改革稳步推进, 定增扩产能助力长期发展

推荐 (维持)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

联系人: 何宇航

执业证书编号: S1050122010030

邮箱: heyh1@cfsc.com.cn

2022年06月13日上午, 公司在镇江举行2021年度股东大会。

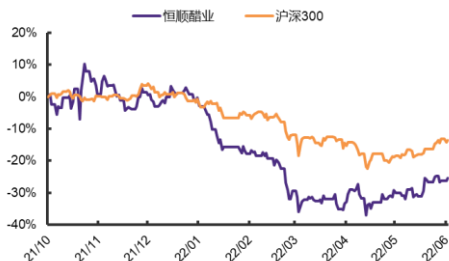
## 投资要点

### 基本数据

2022-06-14

当前股价 (元)	11.74
总市值 (亿元)	117.7
总股本 (百万股)	1,003.0
流通股本 (百万股)	1,003.0
52周价格范围 (元)	9.85-20.68
日均成交额 (百万元)	207.8

### 市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

### 相关研究

《恒顺醋业 (600305): 疫情短期扰动, 改革稳步推进》2022-04-26

### ■ 多项改革稳步推进, 市场化机制激发经营活力

新董事长上任后, 对公司进行多角度全方面的改革: 营销上积极引入外部人才, 外部聘请张冰为公司营销总监, 构建全方位、全渠道构建品牌营销体系。渠道上从八大战区升级为九大战区, 聚焦农贸渠道和KA、MA渠道的陈列打造, 大力推进流通渠道、商超渠道、餐饮渠道、特通渠道和新零售渠道等多方面发展。激励上以业绩为导向, 提高一线销售人员的基本工资和绩效奖励; 并于2021年8月完成回购1002万股, 拟用于股权激励, 有望激发员工积极性。

### ■ 聚焦醋酒酱, 定增扩产能奠定长期发展基础

围绕“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”, 布局豆瓣、复合调味品等新品类。今年推出新品油醋汁、蚝汁酱油、复合调味料等, 有望拓宽新领域。2021年11月公布定增计划, 拟募资不超过20亿元, 新建43.5万吨调味品产能, 其中包括食醋、料酒、复合调味品12.5/10/13万吨, 完善公司品类布局, 奠定长期发展基础。

### ■ 盈利预测

我们看好公司改革带来的经营活力以及聚焦醋酒做宽酱带来的业绩增长, 在2021年低基数下实现恢复性发展。暂不考虑增发对公司业绩影响, 预计2022-2024年EPS为0.12/0.18/0.22元, 当前股价对应PE分别为94/65/53倍, 维持“推荐”投资评级。

### ■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、产能扩张不及预期、企业改革不及预期、非公开发行进展不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入 (百万元)	1,893	2,085	2,401	2,760
增长率 (%)	-6.0%	10.1%	15.2%	14.9%
归母净利润 (百万元)	119	125	180	222
增长率 (%)	-62.2%	5.4%	43.8%	23.0%
摊薄每股收益 (元)	0.12	0.12	0.18	0.22
ROE (%)	5.3%	5.4%	7.5%	8.8%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,893</b>	<b>2,085</b>	<b>2,401</b>	<b>2,760</b>
现金及现金等价物	311	619	787	1,030	营业成本	1,182	1,294	1,463	1,647
应收款	85	91	86	106	营业税金及附加	24	27	31	39
存货	379	362	409	370	销售费用	344	387	432	497
其他流动资产	707	594	610	625	管理费用	125	146	168	208
流动资产合计	1,482	1,667	1,892	2,130	财务费用	6	-7	-10	-16
<b>非流动资产：</b>					研发费用	79	87	100	115
金融类资产	543	553	562	570	费用合计	553	612	690	804
固定资产	941	920	875	823	资产减值损失	2	0	0	0
在建工程	68	27	11	4	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	127	121	114	108	投资收益	-3	0	0	0
长期股权投资	122	122	122	122	<b>营业利润</b>	<b>146</b>	<b>151</b>	<b>217</b>	<b>270</b>
其他非流动资产	471	471	471	471	加：营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	1,730	1,660	1,593	1,528	减：营业外支出	5	2	2	2
资产总计	3,212	3,327	3,485	3,658	<b>利润总额</b>	<b>143</b>	<b>151</b>	<b>217</b>	<b>270</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	25	26	37	49
短期借款	90	130	160	180	<b>净利润</b>	<b>118</b>	<b>125</b>	<b>180</b>	<b>222</b>
应付账款、票据	243	253	287	323	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	442	442	442	442	<b>归母净利润</b>	<b>119</b>	<b>125</b>	<b>180</b>	<b>222</b>
流动负债合计	776	826	889	946					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	105	105	105	105	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	82	82	82	82	营业收入增长率	-6.0%	10.1%	15.2%	14.9%
非流动负债合计	187	187	187	187	归母净利润增长率	-62.2%	5.4%	43.8%	23.0%
负债合计	963	1,013	1,076	1,133	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	37.6%	37.9%	39.1%	40.3%
股本	1,003	1,003	1,003	1,003	四项费用/营收	29.2%	29.4%	28.7%	29.1%
股东权益	2,249	2,314	2,409	2,526	净利率	6.2%	6.0%	7.5%	8.0%
负债和所有者权益	3,212	3,327	3,485	3,658	ROE	5.3%	5.4%	7.5%	8.8%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	30.0%	30.4%	30.9%	31.0%
净利润	118	125	180	222	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	-1	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
折旧摊销	84	69	67	64	应收账款周转率	22.3	22.8	28.1	26.1
公允价值变动	-1	0	0	0	存货周转率	3.1	3.7	3.7	4.6
营运资金变动	122	143	-15	49	<b>每股数据（元/股）</b>				
经营活动现金净流量	323	338	233	335	EPS	0.12	0.12	0.18	0.22
投资活动现金净流量	107	53	52	50	P/E	99.0	94.0	65.4	53.2
筹资活动现金净流量	-122	-20	-56	-85	P/S	6.2	5.6	4.9	4.3
现金流量净额	308	370	230	300	P/B	5.4	5.3	5.1	4.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**何宇航：**山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。