

2022年08月22日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润实现正增长，下半年有望提速

—恒顺醋业（600305.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
 sunss@cfsc.com.cn
 联系人：何宇航 S1050122010030
 heyh1@cfsc.com.cn

恒顺醋业发布公告：2022H1 营收 11.8 亿元 (+14.3%)，归母净利润 1.3 亿元 (+0.91%)。

基本数据

2022-08-22

当前股价 (元)	11.49
总市值 (亿元)	115
总股本 (百万股)	1003
流通股本 (百万股)	1003
52 周价格范围 (元)	9.93-17.38
日均成交额 (百万元)	192.96

市场表现



相关研究

《恒顺醋业(600305)：定增落地，静待改革成效凸显》2022-07-04

《恒顺醋业(600305)公司深度报告：百年醋企焕新生，多方改革静待验证》2022-06-29

《恒顺醋业(600305)：改革稳步推进，定增扩产能助力长期发展》2022-06-14

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

投资要点

收入双位数增长，原材料成本增长致利润率下降

2022Q2 营收 6.1 亿元 (+18.1%)，归母净利润 0.5 亿元 (+3.6%)，收入增长主要系调味品和存量房销售增长所致。2022H1 毛利率 35.5% (-2.7pct)，其中 2022Q2 毛利率 33.2% (-3.8pct)；2022H1 净利率 10.4% (-1.9pct)，其中 2022Q2 净利率 8.0% (-1.3pct)。二季度利润率下降主要系结构调整及原料等成本增加。2022Q2 销售费用率 15.6% (+0.3pct)；管理费用率 7.3% (-2.7pct)，主要系技术服务费用减少；财务费用率 0.1% (+0.1pct)。

经销商持续增长，线上实现较高增长

2022Q2：醋/料酒营收 3.6/0.7 亿元，同比-5.5%/+14.4%。华东/华南/华中/西部/华北营收 2.7/0.9/0.9/0.5/0.3 亿元，同比+6.0%/6.1%/2.4%/-6.8%/+14.2%。线上销售 0.6 亿元 (+16.6%)。2 季度净新增 111 家经销商至 1940 家。

盈利预测

根据中报，我们略调整 2022-2024 年 EPS 为 0.17/0.21/0.27 元（前值分别为 0.12/0.18/0.22 元），当前股价对应 PE 分别为 68/54/43 倍，维持“买入”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、区域拓展不及预期等。

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	170	214	268
增长率 (%)	-62.2%	42.7%	26.4%	24.9%
摊薄每股收益 (元)	0.12	0.17	0.21	0.27
ROE (%)	5.3%	7.8%	10.2%	13.4%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	311	290	241	165
应收款	85	93	108	124
存货	379	424	479	540
其他流动资产	707	724	751	782
流动资产合计	1,482	1,531	1,579	1,610
非流动资产:				
金融类资产	543	543	543	543
固定资产	941	920	875	823
在建工程	68	27	11	4
无形资产	127	121	114	108
长期股权投资	122	122	122	122
其他非流动资产	471	471	471	471
非流动资产合计	1,730	1,660	1,593	1,528
资产总计	3,212	3,191	3,172	3,139
流动负债:				
短期借款	90	90	90	90
应付账款、票据	243	272	308	346
其他流动负债	270	270	270	270
流动负债合计	776	822	887	958
非流动负债:				
长期借款	105	105	105	105
其他非流动负债	82	82	82	82
非流动负债合计	187	187	187	187
负债合计	963	1,009	1,073	1,145
所有者权益				
股本	1,003	1,003	1,003	1,003
股东权益	2,249	2,182	2,099	1,994
负债和所有者权益	3,212	3,191	3,172	3,139

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	118	169	213	267
少数股东权益	-1	-1	-1	-1
折旧摊销	84	69	67	64
公允价值变动	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	122	-24	-33	-36
经营活动现金净流量	323	212	246	292
投资活动现金净流量	107	63	61	58
筹资活动现金净流量	-451	-235	-297	-371
现金流量净额	-21	40	10	-21

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,893	2,085	2,401	2,760
营业成本	1,182	1,294	1,463	1,647
营业税金及附加	24	27	31	35
销售费用	344	344	396	461
管理费用	125	136	158	182
财务费用	6	0	2	4
研发费用	79	86	100	114
费用合计	553	566	656	761
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	-1	-1	-1	-1
投资收益	-3	-3	-3	-3
营业利润	146	207	261	326
加:营业外收入	2	2	2	2
减:营业外支出	5	5	5	5
利润总额	143	204	258	323
所得税费用	25	35	45	56
净利润	118	169	213	267
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归母净利润	119	170	214	268

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	-6.0%	10.1%	15.2%	14.9%
归母净利润增长率	-62.2%	42.7%	26.4%	24.9%
盈利能力				
毛利率	37.6%	37.9%	39.1%	40.3%
四项费用/营收	29.2%	27.2%	27.3%	27.6%
净利率	6.2%	8.1%	8.9%	9.7%
ROE	5.3%	7.8%	10.2%	13.4%
偿债能力				
资产负债率	30.0%	31.6%	33.8%	36.5%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	22.3	22.3	22.3	22.3
存货周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.12	0.17	0.21	0.27
P/E	96.9	67.9	53.7	43.0
P/S	6.1	5.5	4.8	4.2
P/B	5.3	5.5	5.7	6.0

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5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，2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	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

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。