

信义山证汇通天下

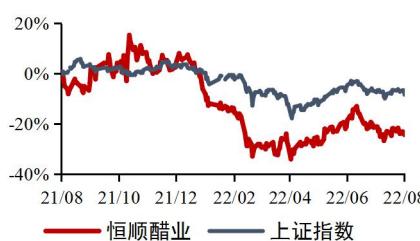
证券研究报告

调味品

报告原因：中报点评

2022年8月24日

公司近一年市场表现



恒顺醋业 (600305.SH)

增持-A(维持)

产品和渠道同时拓展，22Q2 环比改善

公司研究/公司快报

事件描述：

➤ 公司发布半年报称，上半年归属于母公司所有者的净利润 1.28 亿元，同比增长 0.91%；营业收入 11.83 亿元，同比增长 14.26%。

事件点评

➤ 实现逆势增长，新品表现亮眼。2022H1 公司实现营业收入 11.8 亿元，同比增长 14.3%；归母净利润 1.3 亿元，同比增长 0.9%，其中单 Q2 营收是 6.1 亿元，同比增加 18.1%，归母净利润为 0.5 亿元，同比增长 3.6%。2022H1 调味品实现收入 10.89 亿元，同比增长 9.29%；具体来看，1) 分品类，料酒营收增速超过食醋，大力推进“食醋+”战略，其中醋/料酒/其它调味品分别营收 7.2/1.8/1.9 亿元，分别同比+0.14%/+16.3%/+52.2%，而其他调味品保持了高速增长，主要在于积极拓展新产品，复合调味料、油醋汁、蚝汁酱油、“酸甜抱抱”轻醋气泡水等新品稳步增长。2) 分区域来看，全国五大区域营收均实现了稳定增长，全国化布局进程加速，2022H1 华东/华南/华中/西部/华北营收 5.5/1.8/1.9/0.9/0.7 亿元，同比+8.0%/+11.9%/+7.9%/+10.8%/+14.5%。3) 分渠道来看，公司利用营销中心下设战区面向全国化布局，同时大力拓展线上业务。经销/直营收入分别为 10.3/0.6 亿元，同比+11.3%/-18.4%；其中线上销售 1.2 亿元，同比增加 20.9%，线下销售 9.7 亿元，同比增加 8.0%。

➤ 成本上涨，毛利承压。公司 2022H1 销售净利率为 10.4%，同比减少 1.9pct。具体来看，1) 公司 2022H1 毛利率为 35.5%，同比减少 2.7pct，主要是原材料、包材、设备成本上涨影响；2) 销售期间费用率为 22.2%，同比减少 1.3pct，其中销售费用率为 13.9%，同比增加 0.02pct，主要系增加广告费及市场促销费投入所致；管理费用率为 8.2%，同比减少 1.3pct，主要系技术服务费用减少所致；财务费用率 0.16%，同比减少 0.05pct，主要系利息收入增加所致；研发费用率为 3.4%，同比减少 0.3pct。

➤ 2022 业绩出现好转，期待改革释放红利。公司 2022 年上半年收入双位数增长，利润实现正增长，改革效果成效渐显。根据年报，2022 年公司力争实现主营调味品业务销售超 10% 增长，扣除非经常性损益净利润实现 5% 增长以上的年度经营总目标，利润增速小于收入，主要在于公司通过九大战区营销策略来实现全国品牌化渠道化，真正的走出苏南、华东，预计 2022 年销售费用仍比较大。但是 2022 年是落实国企改革三年行动的重要任务，从营销中心变革、高端人才引进、科研成果转化、内部管理改革等方面按下“快进键”，跑出“加速度”，期待改革释放红利。

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



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



长期看，公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，通过优化产品结构以及提升管理效率有望持续增长。2022-2024 年的盈利预测，EPS 分别为 0.17/0.19/0.26 元，对应 8 月 24 日股价，2022-2024 年 PE 分别为 68X/58X/44X，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,014	1,893	2,154	2,501	2,970
YoY(%)	9.9	-6.0	13.8	16.1	18.8
净利润(百万元)	315	119	168	196	261
YoY(%)	-3.0	-62.2	41.3	16.4	33.3
毛利率(%)	40.8	37.6	36.6	36.7	37.9
EPS(摊薄/元)	0.31	0.12	0.17	0.19	0.26
ROE(%)	12.9	5.3	7.3	8.3	10.6
P/E(倍)	36.2	95.7	67.7	58.2	43.7
P/B(倍)	4.8	5.2	5.1	5.0	4.8
净利率(%)	15.6	6.3	7.8	7.8	8.8

数据来源：聚源数据，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)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1360	1482	1479	1614	1770	营业收入	2014	1893	2154	2501	2970
现金	197	311	244	283	336	营业成本	1193	1182	1367	1583	1844
应收票据及应收账款	94	79	117	110	160	营业税金及附加	25	24	26	31	37
预付账款	9	7	11	10	15	营业费用	268	344	395	454	539
存货	289	379	394	501	541	管理费用	118	125	138	142	163
其他流动资产	772	706	713	709	717	研发费用	58	79	88	100	119
非流动资产	1871	1730	1795	1913	2087	财务费用	6	6	3	5	11
长期投资	133	122	105	87	69	资产减值损失	2	2	-11	-3	-3
固定资产	949	941	1025	1142	1304	公允价值变动收益	23	-1	23	17	15
无形资产	92	127	109	108	108	投资净收益	1	-3	5	3	2
其他非流动资产	698	539	555	576	605	营业利润	385	146	175	208	277
资产总计	3231	3212	3274	3527	3857	营业外收入	11	2	10	8	8
流动负债	549	776	788	1007	1243	营业外支出	7	5	6	5	6
短期借款	54	90	119	133	365	利润总额	389	143	180	210	279
应付票据及应付账款	225	243	298	329	401	所得税	69	25	11	13	17
其他流动负债	271	443	371	546	476	税后利润	320	118	169	197	263
非流动负债	193	187	169	152	138	少数股东损益	5	-1	1	2	2
长期借款	116	105	87	71	56	归属母公司净利润	315	119	168	196	261
其他非流动负债	77	82	82	82	82	EBITDA	469	231	263	307	400
负债合计	742	963	957	1160	1380						
少数股东权益	94	78	79	81	83						
股本	1003	1003	1003	1003	1003						
资本公积	51	38	38	38	38						
留存收益	1341	1304	1382	1461	1560						
归属母公司股东权益	2395	2171	2237	2286	2393						
负债和股东权益	3231	3212	3274	3527	3857						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	364	323	126	387	266						
净利润	320	118	169	197	263						
折旧摊销	76	85	81	95	112						
财务费用	6	6	3	5	11						
投资损失	-1	3	-5	-3	-2						
营运资金变动	-11	118	-99	109	-102						
其他经营现金流	-25	-7	-23	-17	-15						
投资活动现金流	-376	107	-118	-194	-269						
筹资活动现金流	-55	-320	-105	-167	-177						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.12	0.17	0.19	0.26	P/E	36.2	95.7	67.7	58.2	43.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.32	0.13	0.39	0.27	P/B	4.8	5.2	5.1	5.0	4.8
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.16	2.23	2.28	2.39	EV/EBITDA	22.9	47.0	41.7	35.5	27.7

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，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形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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

