

恒顺醋业 (600305.SH) 低基数下业绩高增，期待管理进一步改善

2022 年 10 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

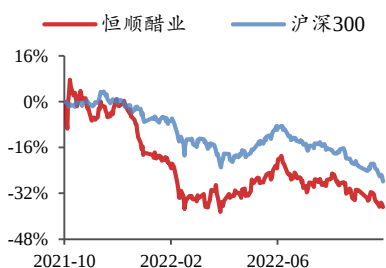
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2022/10/28
当前股价(元)	10.12
一年最高最低(元)	17.42/9.85
总市值(亿元)	101.50
流通市值(亿元)	101.50
总股本(亿股)	10.03
流通股本(亿股)	10.03
近 3 个月换手率(%)	49.06

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩承压，期待改善——公司信息更新报告》-2022.8.23

《利润持续承压，2022 年波动中前行——公司信息更新报告》-2022.4.26

● 三季度业绩高增长，长期前景乐观展望

恒顺醋业公布 2022 年三季报，2022 年 Q1-Q3 实现营收 16.8 亿元，同比增 23.7%；归母净利 1.5 亿元，同比增 14.7%。2022Q3 收入 5.0 亿元，同比增 53.9%；归母净利润 0.27 亿元，同比增 236.1%。我们暂维持盈利预测不变，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.7、2.0、2.4 亿元，EPS 分别为 0.17、0.20、0.24 元，同比增 42.3%、18.0%、20.6%，当前股价对应 PE 为 61.0、51.7、42.8 倍。我们对公司长期前景持乐观态度，维持“增持”评级。

● 低基数背景下三季度实现高增长

公司业绩符合预期，三季度实现营收 53.8% 的加速增长，主因在于同期基数较低（2021Q3 营收下滑 35%）。从绝对值来看三季度表现基本平稳。分品类看 2022Q3 醋类增长 82.6%，承担主要增量；料酒同比增 52.8%，仍处于快速增长阶段。分区域来看，2022Q3 华东市场增 81.0%，是营收主要增长区域；华中、华北市场竞争激烈叠加疫情影响，分别增 12.0% 与 9.5%，拖累整体增速。总体来看主销品仍需夯实基础，随着消费逐渐复苏，预计全年总营收应可实现双位数增长。

● 费用率下降推动利润高增长

2022Q3 毛利率 33.9%，同比下降 8.7pct，主要源于原料成本价格提升。三季度销售费用率同比降 6.2pct，主要是同期广告宣传费用增加导致费用基数较高。管理费用率同比降 3.3pct，主要是同期信息化系统摊销导致管理费用基数较高。四季度低基数下（2021Q4 亏损），预计利润扭亏并大幅增长。往 2023 年展望，考虑到成本可能改善，利润情况应持续好转。

● 渠道改革初见成效，期待更多改善措施落地

恒顺醋业渠道改革已看到初步成效，一是员工激励机制更加市场化；二是市场管控更具有系统性，市场秩序更加规范。产品端积极扩张食醋全品类同时布局复合调味品；渠道上开拓省外市场，渠道精细化管理。公司定增方案已经获批，为后续提升提供助力支持。期待更多改善措施落地。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,014	1,893	2,160	2,470	2,862
YOY(%)	9.9	-6.5	14.1	14.4	15.9
归母净利润(百万元)	315	119	169	200	241
YOY(%)	-3.0	-62.3	42.3	18.0	20.6
毛利率(%)	40.8	37.6	37.1	37.7	38.0
净利率(%)	15.6	6.3	7.8	8.1	8.4
ROE(%)	12.9	5.3	7.3	8.5	9.8
EPS(摊薄/元)	0.31	0.12	0.17	0.20	0.24
P/E(倍)	32.8	86.8	61.0	51.7	42.8
P/B(倍)	4.3	4.8	4.6	4.5	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1360	1482	1567	1586	1731
现金	197	311	335	279	324
应收票据及应收账款	94	79	118	107	154
其他应收款	11	6	14	9	17
预付账款	9	7	11	10	15
存货	289	379	389	481	523
其他流动资产	760	699	699	699	699
非流动资产	1871	1730	1775	1843	1934
长期投资	133	122	105	87	69
固定资产	949	941	1027	1118	1230
无形资产	92	127	109	108	108
其他非流动资产	698	539	534	529	527
资产总计	3231	3212	3342	3428	3665
流动负债	549	776	858	907	1073
短期借款	54	90	90	94	160
应付票据及应付账款	225	243	295	314	388
其他流动负债	271	443	473	499	525
非流动负债	193	187	168	150	132
长期借款	116	105	87	68	51
其他非流动负债	77	82	82	82	82
负债合计	742	963	1026	1057	1206
少数股东权益	94	78	78	80	81
股本	1003	1003	1003	1003	1003
资本公积	51	38	38	38	38
留存收益	1341	1304	1382	1463	1554
归属母公司股东权益	2395	2171	2238	2291	2379
负债和股东权益	3231	3212	3342	3428	3665

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	364	323	262	280	367
净利润	320	118	169	201	242
折旧摊销	76	85	80	92	107
财务费用	6	6	12	19	23
投资损失	-1	3	-1	-0	1
营运资金变动	-11	118	4	-29	-3
其他经营现金流	-25	-7	-2	-3	-3
投资活动现金流	-376	107	-123	-157	-196
资本支出	151	142	62	85	110
长期投资	-255	192	17	19	19
其他投资现金流	-479	440	-44	-53	-67
筹资活动现金流	-55	-320	-115	-183	-193
短期借款	26	36	0	0	0
长期借款	114	-11	-19	-18	-18
普通股增加	219	0	0	0	0
资本公积增加	-228	-13	0	0	0
其他筹资现金流	-185	-332	-96	-165	-175
现金净增加额	-66	110	24	-60	-22

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2014	1893	2160	2470	2862
营业成本	1193	1182	1359	1539	1775
营业税金及附加	25	24	28	32	37
营业费用	268	344	378	440	507
管理费用	118	125	125	148	166
研发费用	58	79	65	64	74
财务费用	6	6	12	19	23
资产减值损失	2	2	0	0	0
其他收益	11	12	11	12	11
公允价值变动收益	23	-1	1	2	2
投资净收益	1	-3	1	0	-1
资产处置收益	-1	2	1	1	1
营业利润	385	146	207	243	294
营业外收入	11	2	2	5	5
营业外支出	7	5	6	5	6
利润总额	389	143	204	243	293
所得税	69	25	35	42	51
净利润	320	118	169	201	242
少数股东损益	5	-1	0	1	1
归属母公司净利润	315	119	169	200	241
EBITDA	469	231	283	334	401
EPS(元)	0.31	0.12	0.17	0.20	0.24

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.9	-6.5	14.1	14.4	15.9
营业利润(%)	-2.3	-62.1	41.9	17.1	21.0
归属于母公司净利润(%)	-3.0	-62.3	42.3	18.0	20.6
获利能力					
毛利率(%)	40.8	37.6	37.1	37.7	38.0
净利率(%)	15.6	6.3	7.8	8.1	8.4
ROE(%)	12.9	5.3	7.3	8.5	9.8
ROIC(%)	12.5	5.0	6.8	8.0	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.0	30.0	30.7	30.8	32.9
净负债比率(%)	0.3	-3.4	-4.4	-2.6	-2.2
流动比率	2.5	1.9	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.9	1.2	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	21.9	22.0	22.0	22.0	22.0
应付账款周转率	5.7	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.12	0.17	0.20	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.32	0.26	0.28	0.37
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.16	2.23	2.28	2.37
估值比率					
P/E	32.8	86.8	61.0	51.7	42.8
P/B	4.3	4.8	4.6	4.5	4.3
EV/EBITDA	20.6	42.4	34.5	29.3	24.5

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16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