

业绩环比改善，静待变革深化

——2022 年三季度报点评

核心观点：

事件：10 月 27 日，公司发布 2022 年第三季度报告。

渠道补库存与新品推出，收入环比显著改善。2022 年前三季度收入 16.82 亿元，同比+23.7%，折合 22Q3 为 4.98 亿元，同比+53.8%。总体看，22Q3 收入环比提速增长，主要得益于：1) 22Q2 华东疫情刺激居家消费，7 月以来疫情好转后 KA 等渠道积极补库存；2) 复调等其他新品贡献部分增量；3) 低基数效应。**分产品看**，22Q3 醋系列/酒系列/酱系列收入同比+82.6%/+52.8%/+35.6%，料酒、酱类高增主要得益于新品类处于快速放量阶段。**分区域看**，22Q3 华东/华南/华中/西部/华北销售收入分别同比+81.0%/+50.1%/+12.0%/+70.6%/+9.5%，外围市场仍处于稳步拓展阶段。**渠道方面**，22Q3 末公司经销商数量为 1936 家，环比-0.2%。

缩减费用对冲成本压力，盈利能力小幅修复。前三季度实现归母净利润 1.54 亿元，同比+14.7%，折合 22Q3 为 0.27 亿元，同比+268.2%。总体看，原料价格上涨导致盈利能力仍短期承压，但同比已小幅修复，主要系减小费用投放力度所致。**毛利率：**22Q3 毛利率为 33.9%，同比-8.7pcts，主要系成本压力以及毛利率较低的料酒占比提升所致。**费用率：**22Q3 销售费用率为 17.3%，同比-6.2pcts，主要得益于公司缩减广告费用；22Q3 管理费用率 5.5%，同比-3.3pcts，预计主要系技术服务费用减少所致。**净利率：**22Q3 净利率为 5.1%，同比+3.2pcts，主要得益于费用缩减。

22Q4 业绩有望延续改善，长期静待变革深化。短期看，预计 22Q4 业绩延续改善趋势：1) 若 22Q4 疫情整体可控，则 B 端需求修复且 C 端动销节奏恢复正常，推动公司收入环比改善；2) 21Q4 低基数效应；3) 2023 年春节备货期前置。**长期看**，静待变革红利释放：1) 公司 2021 年完成股票回购，未来将用于股权激励，绑定员工中长期利益；2) 公司在 2021 年进行董事会换届选举，并从外部引进数名快消品行业人才，有望推动本轮变革深化落地；3) 公司定增方案获证监会批复，未来有望通过加码产能助力公司稳固龙头优势。

投资建议：我们小幅调整盈利预测。预计 22-24 年归母净利润为 1.79/2.47/2.93 亿元，同比+50.8%/37.8%/18.5%，对应 EPS 为 0.18/0.25/0.29 元，对应 PE 为 57/41/35X，考虑到公司短期业绩改善叠加持续变革，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：内部变革效果不及预期，渠道扩张不及预期，食品安全问题等。

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1893.35	2241.00	2560.34	2895.75
增长率	-6.45%	18.36%	14.25%	13.10%
归母净利润(百万元)	118.92	179.37	247.15	292.94
增长率	-62.28%	50.83%	37.79%	18.53%
摊薄 EPS(元)	0.12	0.18	0.25	0.29
PE	134.52	56.59	41.07	34.65

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

恒顺醋业(600305)

谨慎推荐(维持)

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

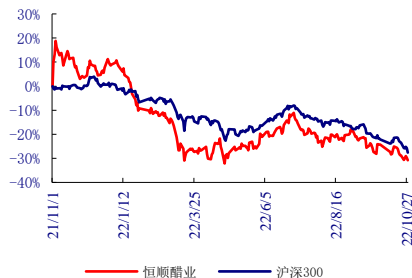
分析师登记编码: S0130511090001

市场数据

2022-10-31

A 股收盘价(元)	10.00
股票代码	600305
A 股一年内最高价(元)	17.38
A 股一年内最低价(元)	9.93
上证指数	2,893.48
市盈率	11.4
总股本(万股)	100,296
实际流通 A 股(万股)	100,296
流通 A 股市值(亿元)	100

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】恒顺醋业点评报告：22Q2 渠道持续下沉，内部变革稳步推进

【银河食品饮料】公司点评报告_恒顺醋业：22Q1 业绩环比改善，期待变革红利释放

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1893.35	2241.00	2560.34	2895.75	流动资产	1481.93	1513.67	1537.39	1659.62
营业成本	1181.90	1443.20	1587.41	1780.88	现金	311.16	297.33	234.63	299.39
营业税金及附加	24.27	29.07	32.47	37.14	应收账款	78.60	93.03	106.28	120.21
营业费用	343.64	322.70	381.49	431.47	其它应收款	6.26	7.41	8.47	9.58
管理费用	125.19	139.77	164.49	186.49	预付账款	7.48	9.13	10.04	11.27
财务费用	5.67	6.13	4.24	1.00	存货	379.01	407.30	478.53	519.73
资产减值损失	1.82	0.00	0.00	0.00	其他	699.42	699.46	699.44	699.44
公允价值变动收益	-1.23	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1729.57	1780.26	1831.58	1882.58
投资净收益	-2.81	-3.33	-3.80	-4.30	长期投资	121.75	121.75	121.75	121.75
营业利润	146.22	219.56	301.57	356.36	固定资产	941.48	958.81	963.94	975.18
营业外收入	2.18	0.00	0.00	0.00	无形资产	126.97	148.70	176.83	201.76
营业外支出	5.25	0.00	0.00	0.00	其他	539.37	551.01	569.06	583.90
利润总额	143.16	219.56	301.57	356.36	资产总计	3211.50	3293.93	3368.97	3542.20
所得税	24.83	38.37	52.50	62.15	流动负债	775.97	837.20	833.17	892.20
净利润	118.33	181.20	249.07	294.20	短期借款	90.10	123.00	0.00	0.00
少数股东损益	-0.59	1.83	1.92	1.26	应付账款	243.36	284.32	319.79	354.81
归属母公司净利润	118.92	179.37	247.15	292.94	其他	442.51	429.87	513.37	537.39
EBITDA	226.47	275.76	352.30	402.36	非流动负债	186.69	186.69	186.69	186.69
EPS (元)	0.12	0.18	0.25	0.29	长期借款	105.16	105.16	105.16	105.16
					其他	81.53	81.53	81.53	81.53
					负债合计	962.65	1023.89	1019.85	1078.88
					少数股东权益	78.30	80.13	82.05	83.31
					归母股东权益	2170.55	2189.92	2267.07	2380.02
					负债和股东权益	3211.50	3293.93	3368.97	3542.20
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	322.70	234.46	349.26	361.62	营业收入 yoy	-6.45%	18.36%	14.25%	13.10%
净利润	118.33	181.20	249.07	294.20	营业利润 yoy	-62.07%	50.16%	37.35%	18.17%
折旧摊销	86.67	61.39	60.23	60.81	归母净利润 yoy	-62.28%	50.83%	37.79%	18.53%
财务费用	6.82	8.47	6.67	4.21	毛利率	37.58%	35.60%	38.00%	38.50%
投资损失	-2.66	3.33	3.80	4.30	净利率	6.28%	8.00%	9.65%	10.12%
营运资金变动	118.02	-17.24	32.55	1.56	ROE	5.48%	8.19%	10.90%	12.31%
其它	-4.49	-2.68	-3.06	-3.47	ROIC	4.71%	7.05%	9.79%	10.94%
投资活动现金流	106.85	-112.73	-112.29	-112.65	资产负债率	29.98%	31.08%	30.27%	30.46%
资本支出	-137.84	-109.40	-108.49	-108.35	总资产周转率	0.59	0.68	0.76	0.82
长期投资	207.65	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.12	0.18	0.25	0.29
其他	37.05	-3.33	-3.80	-4.30	每股净资产	2.16	2.18	2.26	2.37
筹资活动现金流	-319.80	-135.56	-299.67	-184.21	P/E	134.52	56.59	41.07	34.65
短期借款	36.02	32.90	-123.00	0.00	P/B	7.37	4.63	4.48	4.26
长期借款	-10.91	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	70.17	36.59	28.47	24.77
其他	-344.91	-168.47	-176.67	-184.21	PS	5.36	4.53	3.96	3.51
现金净增加额	109.72	-13.83	-62.70	64.76					

数据来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

周颖：清华大学本硕，2007 年进入证券行业，2011 年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，覆盖餐饮供应链、调味品、软饮料、乳制品等行业，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn