

分析师: 刘冉
 登记编码: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281

渠道拓展见成效, 核心品类高增长

——恒顺醋业(600305)2022 年三季度报点评

证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

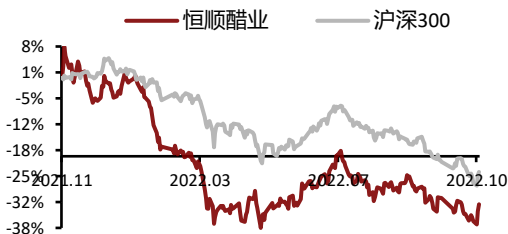
市场数据(2022-11-02)

收盘价(元)	10.82
一年内最高/最低(元)	17.38/9.93
沪深 300 指数	3,677.81
市净率(倍)	4.91
流通市值(亿元)	108.52

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	2.21
每股经营现金流(元)	0.11
毛利率(%)	35.01
净资产收益率_摊薄(%)	6.98
资产负债率(%)	21.68
总股本/流通股(万股)	100,295.60/100,295.60
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《恒顺醋业(600305)公司点评报告: 业绩增长稳定, 预期抬升估值》 2020-08-28

《恒顺醋业(600305)公司点评报告: 产品盈利提升, 量增好于预期》 2019-09-02

《恒顺醋业(600305)调研简报: 基本面与市值均处于历史底部》 2019-06-18

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 公司发布 2022 年三季度报: 2022 年前三季度, 公司实现营收 16.82 亿元, 同比增 23.71%; 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比增 23.61%, EPS0.16 元。
- 渠道铺货初见成效, 调味主业发力, 三季度销售尤为突出。20221-3Q, 公司主业营收 14.9 亿元, 同比增 20.94%。其中, 醋系列营收 10.12 亿元, 同比增 15.26%; 料酒系列营收 2.93 亿元, 同比增 29.07%; 酱系列营收 1.86 亿元, 同比增 46.46%。公司前三季度的销售表现非常突出, 增长较传统调味竞品公司更为强劲。公司前期的渠道拓展和铺货工作已经开展了一个时期, 目前开始落实在销售数据中, 销售增长表现稳健且有亮点。

2022 年三季度当季, 公司的销售增长尤为显著, 渠道放量的迹象已经显现。20223Q, 公司主业营收同比增 68%, 其中: 醋系列营收增 83.13%, 料酒系列增 53.25%, 酱系列增 34.21%。从三季度的情况来看, 核心品类(醋系列)与辅助品类(料酒和酱系列)的市场增长齐头并进, 全面拉动整体销售, 而并非仅仅依靠低基数的小品类。公司食醋的销售额方才突破“十亿元”大单品的门槛, 参照竞品的大单品规模, 醋在未来仍有较大的增长空间。

- 存货下降, 回款加快, 反映出动销情况较好。20221-3Q, 公司存货周转天数降至 74 天, 同比降 25.36%; 应收账款周转天数降至 11 天, 同比降 21.78%。在销售增长较多的情况下, 公司的周转效率同比仍大幅提升, 反映了良好的动销状况。
- 高毛利食醋的销售占比下滑, 低毛利产品的销售占比上升。产品结构调整下, 公司产品的成本上升, 而盈利下滑。20223Q, 公司的营业成本同比增 77.34%, 高出营业收入 23.41 个百分点, 较 20221Q 进一步走阔近 21 个百分点。由于成本较高, 2022 年以来公司的产品毛利率持续下降。20221-3Q 公司的毛利率为 35.01%, 同比降 4.21 个百分点, 较 20221Q 进一步降 2.89 个百分点。关于造成上述情形的原因, 我们认为是产品结构的调整变化。20221-3Q,

高毛利食醋的销售占比进一步下滑至 68%，而其它低毛利小品类的销售占比上升。

- **投资策略** 经过前期渠道拓展和铺货，公司销售有望保持较高增长，并将会进入一个良好的发展期。我们预测公司 2022、2023、2024 年的 EPS 分别为 0.17 元、0.22 元、0.27 元，参照 11 月 2 日收盘价，对应的 PE 分别为 63.8 倍、50.2 倍、40.4 倍，给予公司“买入”评级。

风险提示：公司的核心品类增长放缓；成本下行较慢，盈利修复推延。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2024	1893	2360	2859	3394
增长比率(%)	10.46%	-6.45%	24.64%	21.14%	18.73%
净利润(百万元)	315	119	170	216	269
增长比率(%)	-2.87%	-62.28%	42.95%	27.24%	24.27%
每股收益(元)	0.31	0.12	0.17	0.22	0.27
市盈率(倍)	34.42	91.26	63.84	50.17	40.37

资料来源：中原证券

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1367	1482	1690	2066	2427
现金	197	311	602	772	1193
应收票据及应收账款	92	79	112	114	157
其他应收款	17	6	20	12	26
预付账款	9	7	9	9	11
存货	291	379	248	460	342
其他流动资产	760	699	699	699	699
非流动资产	1872	1730	1626	1603	1592
长期投资	133	122	122	122	122
固定资产	949	941	1274	1458	1536
无形资产	92	127	163	199	235
其他非流动资产	698	539	68	-176	-300
资产总计	3239	3212	3316	3669	4019
流动负债	551	776	808	941	1019
短期借款	54	90	90	90	90
应付票据及应付账款	225	243	258	348	369
其他流动负债	272	443	460	503	560
非流动负债	193	187	187	187	187
长期借款	116	105	105	105	105
其他非流动负债	77	82	82	82	82
负债合计	744	963	995	1128	1206
少数股东权益	96	78	81	84	88
股本	1003	1003	992	992	992
资本公积	53	38	49	49	49
留存收益	1343	1304	1374	1590	1859
归属母公司股东权益	2399	2171	2240	2457	2725
负债和股东权益	3239	3212	3316	3669	4019

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	363	323	422	292	561
净利润	321	118	173	220	273
折旧摊销	76	87	131	141	147
财务费用	7	7	0	0	0
投资损失	-1	-3	0	0	0
营运资金变动	-13	118	109	-79	132
其他经营现金流	-26	-4	10	10	10
投资活动现金流	-376	107	-32	-121	-141
资本支出	-150	-138	-32	-121	-141
长期投资	-254	208	0	0	0
其他投资现金流	28	37	0	0	0
筹资活动现金流	-55	-320	-100	0	0
短期借款	26	36	0	0	0
长期借款	114	-11	0	0	0
普通股增加	219	0	-11	0	0
资本公积增加	-227	-15	11	0	0
其他筹资现金流	-187	-330	-100	0	0
现金净增加额	-67	110	290	170	421

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2024	1893	2360	2859	3394
营业成本	1196	1182	1505	1820	2152
营业税金及附加	25	24	30	36	43
营业费用	273	344	413	495	584
管理费用	119	125	153	186	221
研发费用	58	79	68	83	98
财务费用	6	6	-4	-8	-10
资产减值损失	2	2	-2	-3	-3
其他收益	11	12	7	11	17
公允价值变动收益	23	-1	0	0	0
投资净收益	1	-3	0	0	0
资产处置收益	-1	2	2	3	3
营业利润	386	146	196	254	318
营业外收入	11	2	1	1	1
营业外支出	7	5	5	5	5
利润总额	390	143	192	250	314
所得税	69	25	19	30	41
净利润	321	118	173	220	273
少数股东损益	6	-1	3	3	4
归属母公司净利润	315	119	170	216	269
EBITDA	443	240	335	398	466
EPS (元)	0.31	0.12	0.17	0.22	0.27

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	10.46%	-6.45%	24.64%	21.14%	18.73%
营业利润 (%)	-2.01%	-62.07%	34.01%	29.39%	25.30%
归属母公司净利润 (%)	-2.87%	-62.28%	42.95%	27.24%	24.27%
获利能力					
毛利率 (%)	40.91%	37.58%	36.24%	36.35%	36.59%
净利率 (%)	15.58%	6.28%	7.20%	7.57%	7.92%
ROE (%)	13.14%	5.48%	7.59%	8.81%	9.86%
ROIC	11.34%	5.18%	7.26%	8.25%	9.20%
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.97%	29.98%	30.00%	30.75%	29.99%
净负债比率 (%)	29.82%	42.81%	42.86%	44.40%	42.85%
流动比率	2.48	1.91	2.09	2.19	2.38
速动比率	1.92	1.21	1.58	1.53	1.88
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.59	0.72	0.82	0.88
应收账款周转率	22.24	22.16	24.00	24.00	24.00
应付账款周转率	5.75	5.05	6.00	6.00	6.00
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.12	0.17	0.22	0.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.36	0.32	0.42	0.29	0.56
每股净资产 (最新摊薄)	2.39	2.16	2.23	2.45	2.72
估值比率					
P/E	34.42	91.26	63.84	50.17	40.37
P/B	4.52	5.00	4.84	4.42	3.98
EV/EBITDA	50.05	66.12	31.23	25.83	21.15

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。