恒顺醋业（600305.SH）

2023 年 03 月 01 日

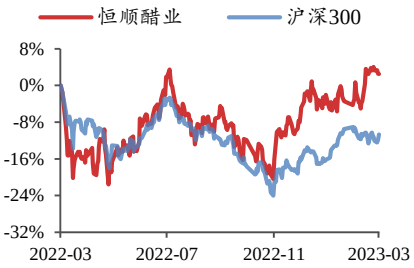
四季度业绩承压，期待改革成效释放

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2023/3/1
当前股价(元)	12.88
一年最高最低(元)	13.30/9.85
总市值(亿元)	129.18
流通市值(亿元)	129.18
总股本(亿股)	10.03
流通股本(亿股)	10.03
近 3 个月换手率(%)	78.47

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《低基数下业绩高增，期待管理进一步改善—公司信息更新报告》-2022.10.28

《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

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

● 四季度业绩低于预期，长期前景乐观展望

恒顺醋业公布 2022 年年报，公司 2022 年实现营收 21.4 亿元，同比增 13.0%；归母净利 1.4 亿元，同比增 16%。其中 2022Q4 实现营收 4.6 亿元，同比降 14.3%；净利亏 0.16 亿元，同比略有增亏。我们维持 2023-2024 盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利为 2.0、2.4、2.9 亿元，EPS 分别为 0.20、0.24、0.29 元，同比增 44.8%、20.6%、21.0%，当前股价对应 PE 为 64.7、53.6、44.3 倍。考虑到公司持续深化改革，我们长期持乐观态度，维持“增持”评级。

● 疫情扰动拖累，四季度营收低于预期

2022Q4 营收同比降 14.3%，主因在于四季度疫情拖累。全年调味品业务营收增长 10.0%，基本完成既定目标。分品类来看，2022 年实现醋类营收增长 6.0%，主要得益于市场拓张以及食醋全品类投放；酒系列营收增长 11.3%，仍然保持快速增长势头。酱类营收增长 44.5%，主要是低基数以及复合调味品贡献。公司在疫情期间调整组织结构，加大渠道执行力度，市场管控更加严格。考虑到改革逐步深化，多品类发展势头不减，预计 2023 年营收可保持双位数增长。

● 毛利率下降叠加非经常损益，四季度亏损

2022Q4 毛利率下滑 1.4pct 至 32.0%，原因应是与成本提升以及产品结构下移（低毛利率的料酒及酱料占比提升）。销售费用率同比下降 2.1pct 至 21.1%，原因一方面疫情期间费用投放客观减少；另一方面 2022 年同期加大广告宣传与促销投入导致费用基数不低。此外四季度计提资产处置收益以及对外投资亏损，也拖累单季度利润。往 2023 年展望，产品结构优化以及成本压力减轻，预计利润率修复是大概率事件。

● 营销改革深化，2023 年复苏前行

恒顺醋业内部机制理顺，确认三大品类（醋、酒、酱）协同发展，以“0 添加”、“年轻化”等为抓手，提升品牌影响力。同时大力拓展市场，完善渠道结构，深化营销改革。随着新冠疫情纳入乙类乙管，餐饮复苏将推动调味品行业回暖，公司抓住时机积极求变，改革效果值得期待。

● 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,893	2,139	2,486	2,840	3,237
YOY(%)	-6.0	13.0	16.2	14.2	14.0
归母净利润(百万元)	119	138	200	241	292
YOY(%)	-62.2	16.0	44.8	20.6	21.0
毛利率(%)	37.6	34.4	36.6	37.4	37.7
净利率(%)	6.3	6.5	8.0	8.5	9.0
ROE(%)	5.3	5.8	8.6	9.9	11.1
EPS(摊薄/元)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.29
P/E(倍)	108.7	93.7	64.7	53.6	44.3
P/B(倍)	6.0	5.9	5.7	5.4	5.1

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1482	1214	1337	1350	1586
现金	311	348	269	359	370
应收票据及应收账款	79	69	103	93	130
其他应收款	6	4	8	5	10
预付账款	7	11	10	14	14
存货	379	298	462	394	577
其他流动资产	699	485	485	485	485
非流动资产	1730	1754	1835	1897	1967
长期投资	122	101	70	37	2
固定资产	941	890	1030	1145	1259
无形资产	127	121	121	123	127
其他非流动资产	539	642	614	593	579
资产总计	3212	2968	3171	3247	3553
流动负债	776	626	736	716	862
短期借款	90	29	29	29	29
应付票据及应付账款	243	238	302	307	384
其他流动负债	443	359	405	381	449
非流动负债	187	116	120	122	125
长期借款	105	0	4	6	9
其他非流动负债	82	116	116	116	116
负债合计	963	742	856	838	987
少数股东权益	78	31	31	28	22
股本	1003	1003	1003	1003	1003
资本公积	38	38	38	38	38
留存收益	1304	1328	1395	1466	1536
归属母公司股东权益	2171	2195	2285	2381	2545
负债和股东权益	3212	2968	3171	3247	3553

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1893	2139	2486	2840	3237
营业成本	1182	1404	1576	1778	2016
营业税金及附加	24	25	29	33	38
营业费用	344	347	435	506	573
管理费用	125	116	144	170	188
研发费用	79	83	75	74	84
财务费用	6	3	3	5	4
资产减值损失	2	-1	0	0	0
其他收益	12	10	11	11	11
公允价值变动收益	-1	13	1	2	2
投资净收益	-3	-9	1	-0	-2
资产处置收益	2	-11	1	1	1
营业利润	146	164	240	287	347
营业外收入	2	2	5	5	4
营业外支出	5	2	4	5	4
利润总额	143	164	241	288	346
所得税	25	34	41	50	61
净利润	118	129	200	238	286
少数股东损益	-1	-9	0	-3	-6
归属母公司净利润	119	138	200	241	292
EBITDA	231	240	313	375	448
EPS(元)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.29

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-6.0	13.0	16.2	14.2	14.0
营业利润(%)	-62.0	11.8	46.5	19.8	20.7
归属于母公司净利润(%)	-62.2	16.0	44.8	20.6	21.0
获利能力					
毛利率(%)	37.6	34.4	36.6	37.4	37.7
净利率(%)	6.3	6.5	8.0	8.5	9.0
ROE(%)	5.3	5.8	8.6	9.9	11.1
ROIC(%)	5.0	5.4	8.2	9.4	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	30.0	25.0	27.0	25.8	27.8
净负债比率(%)	-3.4	-11.7	-8.3	-11.5	-11.1
流动比率	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.0	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	22.0	29.0	29.0	29.0	29.0
应付账款周转率	5.1	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.19	0.20	0.39	0.32
每股净资产(最新摊薄)	2.16	2.19	2.28	2.37	2.54
估值比率					
P/E	108.7	93.7	64.7	53.6	44.3
P/B	6.0	5.9	5.7	5.4	5.1
EV/EBITDA	53.7	51.4	39.7	32.8	27.5

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	323	192	202	392	320
净利润	118	129	200	238	286
折旧摊销	85	85	80	95	110
财务费用	6	3	3	5	4
投资损失	3	9	-1	0	2
营运资金变动	118	-41	-77	55	-79
其他经营现金流	-7	6	-2	-3	-3
投资活动现金流	107	119	-157	-156	-180
资本支出	142	206	112	95	105
长期投资	192	245	31	35	35
其他投资现金流	440	570	-14	-25	-40
筹资活动现金流	-320	-275	-124	-146	-129
短期借款	36	-61	0	0	0
长期借款	-11	-105	4	2	3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-13	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-332	-108	-128	-149	-131
现金净增加额	110	36	-79	90	12

数据来源：聚源、开源证券研究所

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9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