

## 酱类产品实现高增，改革成效值得期待

### 投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报，全年实现收入21.4亿元，同比+13%，实现归母净利润1.4亿元，同比+16%；其中22Q4实现收入4.6亿元，同比-14.3%，归母净利润为-0.16亿元，基本持平；同时，公司拟向全体股东每10股派发现金股利1.10元（含税）。
- 食醋主业平稳增长，酱类产品实现高增。**分产品看，22年全年公司醋类/酒类/酱类产品分别实现收入12.8/3.6/2.6亿元，同比分别+6%/+11.3%/+44.5%；其中22Q4醋酒酱增速分别为-18.2%/-30.9%/+39.7%，Q4受疫情影响较大。2022年奥密克戎疫情在全国范围内持续爆发，对线下商超渠道造成严重冲击，食醋业务全年实现平稳增长难能可贵；22年以红烧肉料包、酸汤肥牛料包为代表的复调产品表现出色，助力酱类产品全年实现高增。分区域看，22年公司全国化进加快，非主力战区增速明显优于全国平均水平，其中华东/华中/华南/西部/华北地区收入分别同比+9.7%/+8.5%/+15.4%/+8.1%/+5.8%。渠道方面，公司持续优化经销商结构，报告期内经销商数量净增长94家至1914家；此外公司发力电商及社区团购等O2O渠道，线上渠道收入同比增长52%至1.8亿元。
- 毛利率有所承压，费用控制表现出色。**2022年公司毛利率为34.3%，同比下降3.2pp，其中22Q4毛利率为32%，同比下降1.4pp。全年毛利率承压主要受制于1)包材等原材料价格上涨；2)低毛利新产品占比增长，部分稀释毛利水平。费用方面，全年销售费用率有所下降，同比减少1.9pp至16.2%，主要得益于总部加强对营销资源统筹管理，提升费用投放准确性；全年管理费用率维持平稳，同比微增0.1pp至6.8%，主要由于技术服务费用减少及部分子公司不再进入合并报表。22Q4受资产处置及投资亏损等非经常项目拖累，利润端有所承压。全年来看，在成本端上行压力下，公司通过精准费用投放以及内部降费提效，净利率同比微降0.2pp至6.1%。
- 改革迈入新篇章，23年经营持续向好。**1)产品端方面，公司将继续贯彻“做深醋、做高酒、做宽酱”的产品战略；其中醋品类将借助零添加及“轻”系列单品带动产品结构持续提升；复调系列将维持推新频率，23年还将继续推出轻火锅、小龙虾系列新品。2)渠道端方面，销售组织结构进一步优化为两个大区+十个战区，管理程度更加细化；此外在发力传统零售渠道之外，公司将加大电商及新零售渠道开拓，构筑全场景营销模式。3)品牌端方面，公司坚持多维度品宣投放，在延续与江苏卫视合作关系的基础上，借助梯媒、明星代言以及抖快等自媒体平台，持续加强恒顺品牌的曝光度。2023年在疫情复苏餐饮渠道回暖大趋势下，恒顺改革理顺机制，业绩高增值得期待。
- 盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为0.20元、0.26元、0.31元，对应动态PE分别为65、50倍、42倍，维持“持有”评级。
- 风险提示：**改革进度不及预期，原材料成本大幅上涨。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2139.02	2449.32	2811.78	3159.47
增长率	12.98%	14.51%	14.80%	12.37%
归属母公司净利润（百万元）	137.99	197.84	256.56	307.43
增长率	16.04%	43.37%	29.68%	19.83%
每股收益EPS（元）	0.14	0.20	0.26	0.31
净资产收益率ROE	5.82%	8.02%	9.96%	11.42%
PE	93	65	50	42
PB	5.83	5.57	5.30	5.03

数据来源：Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：朱会振  
执业证号：S1250513110001  
电话：023-63786049  
邮箱：zhz@swsc.com.cn  
  
联系人：舒尚立  
电话：023-63786049  
邮箱：ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.03
流通A股(亿股)	10.03
52周内股价区间(元)	9.93-13.07
总市值(亿元)	129.18
总资产(亿元)	32.12
每股净资产(元)	2.16

### 相关研究

- 恒顺醋业(600305)：酱类新品快速增长，外围市场拓展见效 (2022-08-24)
- 恒顺醋业(600305)：主营业务收入承压，全国化扩张明显提速 (2022-04-29)
- 恒顺醋业(600305)：剥离非主业资产，聚焦主业决心彰显 (2022-03-20)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2139.02	2449.32	2811.78	3159.47	净利润	129.48	185.62	240.72	288.45
营业成本	1403.87	1594.68	1804.96	2002.56	折旧与摊销	85.50	115.47	133.40	156.62
营业税金及附加	24.87	26.94	30.93	34.75	财务费用	3.35	2.70	7.78	15.18
销售费用	346.93	453.12	506.12	568.71	资产减值损失	-0.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	115.72	146.96	165.89	183.25	经营营运资本变动	36.48	-110.99	-10.90	-11.96
财务费用	3.35	2.70	7.78	15.18	其他	-62.18	7.15	-13.44	-1.00
资产减值损失	-0.90	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	191.72	199.95	357.56	447.30
投资收益	-8.53	-4.96	-5.79	-5.97	资本支出	-107.69	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	12.96	9.95	9.09	10.02	其他	226.53	4.99	3.30	4.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	118.85	-295.01	-396.70	-495.95
<b>营业利润</b>	<b>163.54</b>	<b>229.91</b>	<b>299.39</b>	<b>359.07</b>	短期借款	-61.05	106.66	221.65	278.20
其他非经营损益	0.11	-0.29	-0.62	-0.39	长期借款	-105.16	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>163.64</b>	<b>229.62</b>	<b>298.77</b>	<b>358.69</b>	股权融资	-0.43	0.00	0.00	0.00
所得税	34.17	43.99	58.05	70.24	支付股利	0.00	-96.60	-138.49	-179.59
<b>净利润</b>	<b>129.48</b>	<b>185.62</b>	<b>240.72</b>	<b>288.45</b>	其他	-107.87	-18.37	-7.78	-15.18
少数股东损益	-8.52	-12.21	-15.84	-18.98	筹资活动现金流净额	-274.52	-8.30	75.39	83.42
归属母公司股东净利润	137.99	197.84	256.56	307.43	<b>现金流量净额</b>	36.03	-103.37	36.25	34.77
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
货币资金	348.30	244.93	281.18	315.95	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
应收和预付款项	83.14	110.74	122.95	136.76	成长能力				
存货	297.53	325.83	380.54	419.37	销售收入增长率	12.98%	14.51%	14.80%	12.37%
其他流动资产	484.98	504.22	526.69	548.25	营业利润增长率	11.84%	40.58%	30.22%	19.93%
长期股权投资	101.13	101.13	101.13	101.13	净利润增长率	9.42%	43.37%	29.68%	19.83%
投资性房地产	374.14	374.14	374.14	374.14	EBITDA 增长率	6.76%	37.92%	26.57%	20.50%
固定资产和在建工程	1077.96	1266.49	1537.08	1884.46	获利能力				
无形资产和开发支出	120.72	116.92	113.12	109.32	毛利率	34.37%	34.89%	35.81%	36.62%
其他非流动资产	79.81	79.61	79.41	79.21	三费率	21.79%	24.61%	24.18%	24.28%
<b>资产总计</b>	<b>2967.70</b>	<b>3124.01</b>	<b>3516.23</b>	<b>3968.59</b>	净利润率	6.05%	7.58%	8.56%	9.13%
短期借款	29.04	135.71	357.36	635.55	ROE	5.82%	8.02%	9.96%	11.42%
应付和预收款项	273.76	342.60	382.63	421.32	ROA	4.36%	5.94%	6.85%	7.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.90%	13.55%	14.49%	14.59%
其他负债	438.94	330.71	359.02	385.63	EBITDA/销售收入	11.80%	14.21%	15.67%	16.80%
<b>负债合计</b>	<b>741.74</b>	<b>809.02</b>	<b>1099.01</b>	<b>1442.50</b>	营运能力				
股本	1002.96	1002.96	1002.96	1002.96	总资产周转率	0.69	0.80	0.85	0.84
资本公积	37.61	37.61	37.61	37.61	固定资产周转率	2.34	2.56	2.51	2.35
留存收益	1327.99	1429.23	1547.31	1675.14	应收账款周转率	28.98	30.35	28.82	29.10
归属母公司股东权益	2195.06	2296.30	2414.38	2542.21	存货周转率	4.01	5.02	5.01	4.96
少数股东权益	30.90	18.69	2.85	-16.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.92%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>2225.96</b>	<b>2314.99</b>	<b>2417.23</b>	<b>2526.09</b>	资本结构				
负债和股东权益合计	2967.70	3124.01	3516.23	3968.59	资产负债率	24.99%	25.90%	31.26%	36.35%
					带息债务/总负债	3.92%	16.77%	32.52%	44.06%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	1.94	1.71	1.33	1.07
EBITDA	252.38	348.07	440.57	530.88	速动比率	1.46	1.24	0.95	0.75
PE	92.74	64.69	49.88	41.63	股利支付率	0.00%	48.83%	53.98%	58.42%
PB	5.83	5.57	5.30	5.03	每股指标				
PS	5.98	5.22	4.55	4.05	每股收益	0.14	0.20	0.26	0.31
EV/EBITDA	43.35	31.99	25.70	21.78	每股净资产	2.19	2.29	2.41	2.53
股息率	0.00%	0.75%	1.08%	1.40%	每股经营现金	0.19	0.20	0.36	0.45
					每股股利	0.00	0.10	0.14	0.18

数据来源: Wind, 西南证券

## 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn