

信义山证汇通天下

证券研究报告

调味品

季报点评

2023 年 11 月 1 日

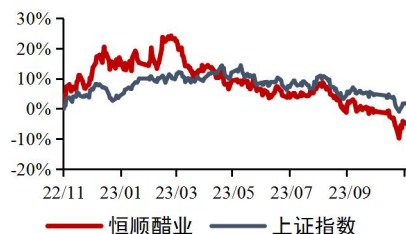
恒顺醋业（600305.SH）

Q3 业绩短期承压，期待改革深化

增持-A(维持)

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 10 月 31 日

| | |
|-----------|-------|
| 收盘价（元）： | 9.90 |
| 总股本（亿股）： | 11.13 |
| 流通股本（亿股）： | 10.03 |
| 流通市值（亿元）： | 99.29 |

基础数据：2023 年 9 月 30 日

| | |
|-------------|------|
| 每股净资产（元）： | 3.04 |
| 每股资本公积（元）： | 0.94 |
| 每股未分配利润（元）： | 1.03 |

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述：

➤ 公司发布三季度业绩报告，2023 年前三季度营收 16.38 亿元，同比减少 2.6%；归母净利润 1.38 亿元，同比减少 10.5%；基本每股收益 0.13 元，同比减少 15.69%。

事件点评

➤ **Q3 收入同比持平，利润低于市场预期。**公司 23 年前三季度实现营业收入为 16.38 亿元，同比-2.6%，归母净利润 1.38 亿元，同比-10.5%；其中单 Q3 公司实现营业收入 4.99 亿元，同比+0.03%；实现归母净利润 0.15 亿元，同比-44.6%；扣非净利润 0.14 亿元，同比-40.04%，利润低于市场预期，主要在于产品销售结构变化导致毛利率降低所致。具体来看：1）分产品看，2023 年前三季度醋系列/酒系列/酱系列营收分别为 10.30/2.58/1.51 亿元，分别同比+1.78%/-11.88%/-18.46%，其中 2023Q3 醋系列/酒系列/酱系列营收分别为 2.94/1.04/0.42 亿元，分别同比+0.07%/-11.79%/-16.93%。2）分区域看，公司前三季度华东/华南/华中/西部/华北营收分别为 8.22/2.73/2.67/1.49/1.05 亿元，分别同比+1.39%/+3.02%/+1.20%/+5.74%/+3.95%。单 2023Q3 华东/华南/华中/西部/华北实现营业收入分别为 2.47/0.91/0.81/0.46/0.32 亿元，分别同比-4.21%/+9.75%/+2.63%/+5.68%/+4.19%。

➤ **毛利率下降导致利润承压，费用管控见效。**公司 23 年前三季度销售净利率为 8.11%，同比减少 0.72pct。具体来看，1）公司 23 年前三季度毛利率为 32.80%，同比减少 2.21pct，其中公司单 Q3 毛利率 26.14%，同比-7.7pcts，环比-10.32pcts，可能源于一是市场竞争激烈，加大料酒等产品促销力度；二是主动缩减低盈利、低效率 SKU，导致一些原材料等低价出售、搭赠。2）成本管控初见成效，23 年前三季度销售期间费用率为 21.98%，同比减少 1.55pct，其中销售费用率为 13.75%，同比减少 1.13pct；管理费用率为 8.39%，同比减少 0.17pct；财务费用率-0.16%，同比减少 0.25pct。

➤ **公司经营仍处过渡期，静待改革凸显成效。**公司正处于改革创新、转型发展的关键时期。受各种因素影响，市场竞争激烈、成本上升的压力大、外贸业务下滑、外围市场薄弱等问题仍然突出；新产品的推广、新渠道的拓展、新模式的探索还有一个过程。因此目前经营仍处于过度期，股权激励尚未落地，公司市场化改革、现代企业治理结构亟需加快推进。此外根据公司公告，公司聘任何春阳总为公司总经理，何总曾任海天味业营销公司副总经理，我们认为公司中长期随着新产品拓展、产能释放、激励落地、引进营销人才激发团队战斗力等作用下，公司经营业绩有望改善。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



盈利预测、估值分析和投资建议：短期看行业竞争加剧以及消费需求疲软，公司业绩承压。中长期看，公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，通过优化产品结构、渠道建设以及提升管理效率，业绩有望改善。下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 1.64 亿、2.13 亿、2.32 亿，EPS 分别为 0.15/0.19/0.21 元，对应当前股价，2023-2025 年 PE 分别为 67X/52X/48X，维持“增持-A”评级。

风险提示：行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险

财务数据与估值：

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,893 | 2,139 | 2,178 | 2,467 | 2,803 |
| YoY(%) | -6.0 | 13.0 | 1.8 | 13.3 | 13.6 |
| 净利润(百万元) | 119 | 138 | 164 | 213 | 232 |
| YoY(%) | -62.2 | 16.0 | 18.6 | 29.9 | 8.9 |
| 毛利率(%) | 37.6 | 34.4 | 32.0 | 31.4 | 31.0 |
| EPS(摊薄/元) | 0.11 | 0.12 | 0.15 | 0.19 | 0.21 |
| ROE(%) | 5.3 | 5.8 | 7.1 | 9.0 | 9.4 |
| P/E(倍) | 92.7 | 79.9 | 67.4 | 51.9 | 47.6 |
| P/B(倍) | 5.1 | 5.0 | 4.9 | 4.8 | 4.6 |
| 净利率(%) | 6.3 | 6.5 | 7.5 | 8.6 | 8.3 |

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1482 | 1214 | 2573 | 2574 | 2754 |
| 现金 | 311 | 348 | 1577 | 1582 | 1614 |
| 应收票据及应收账款 | 79 | 69 | 81 | 89 | 104 |
| 预付账款 | 7 | 11 | 8 | 13 | 11 |
| 存货 | 379 | 298 | 416 | 399 | 532 |
| 其他流动资产 | 706 | 489 | 491 | 490 | 493 |
| 非流动资产 | 1730 | 1754 | 1695 | 1757 | 1831 |
| 长期投资 | 122 | 101 | 91 | 78 | 64 |
| 固定资产 | 941 | 890 | 879 | 973 | 1071 |
| 无形资产 | 127 | 121 | 121 | 123 | 127 |
| 其他非流动资产 | 539 | 642 | 605 | 583 | 569 |
| 资产总计 | 3212 | 2968 | 4268 | 4331 | 4585 |
| 流动负债 | 776 | 626 | 753 | 764 | 932 |
| 短期借款 | 90 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 应付票据及应付账款 | 243 | 238 | 270 | 310 | 352 |
| 其他流动负债 | 443 | 359 | 455 | 425 | 551 |
| 非流动负债 | 187 | 116 | 116 | 119 | 122 |
| 长期借款 | 105 | 0 | 0 | 3 | 6 |
| 其他非流动负债 | 82 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 负债合计 | 963 | 742 | 869 | 883 | 1054 |
| 少数股东权益 | 78 | 31 | 29 | 26 | 21 |
| 股本 | 1003 | 1003 | 1113 | 1113 | 1113 |
| 资本公积 | 38 | 38 | 1049 | 1049 | 1049 |
| 留存收益 | 1304 | 1328 | 1383 | 1445 | 1500 |
| 归属母公司股东权益 | 2171 | 2195 | 3369 | 3422 | 3511 |
| 负债和股东权益 | 3212 | 2968 | 4268 | 4331 | 4585 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 323 | 192 | 190 | 230 | 277 |
| 净利润 | 118 | 129 | 162 | 209 | 226 |
| 折旧摊销 | 85 | 85 | 74 | 83 | 96 |
| 财务费用 | 6 | 3 | -16 | -33 | -32 |
| 投资损失 | 3 | 9 | -19 | -18 | -6 |
| 营运资金变动 | 118 | -41 | 15 | 13 | 18 |
| 其他经营现金流 | -7 | 6 | -25 | -25 | -25 |
| 投资活动现金流 | 107 | 119 | 29 | -102 | -138 |
| 筹资活动现金流 | -320 | -275 | 1009 | -122 | -107 |

每股指标 (元)

| | | | | | |
|---------------|------|------|------|------|------|
| 每股收益(最新摊薄) | 0.11 | 0.12 | 0.15 | 0.19 | 0.21 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.29 | 0.17 | 0.17 | 0.21 | 0.25 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.95 | 1.97 | 2.02 | 2.07 | 2.15 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1893 | 2139 | 2178 | 2467 | 2803 |
| 营业成本 | 1182 | 1404 | 1480 | 1692 | 1933 |
| 营业税金及附加 | 24 | 25 | 27 | 30 | 34 |
| 营业费用 | 344 | 347 | 305 | 334 | 364 |
| 管理费用 | 125 | 116 | 139 | 131 | 143 |
| 研发费用 | 79 | 83 | 89 | 99 | 112 |
| 财务费用 | 6 | 3 | -16 | -33 | -32 |
| 资产减值损失 | 2 | -1 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动收益 | -1 | 13 | 25 | 25 | 25 |
| 投资净收益 | -3 | -9 | 19 | 18 | 6 |
| 营业利润 | 146 | 164 | 197 | 256 | 279 |
| 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 | 198 | 257 | 278 |
| 所得税 | 25 | 34 | 36 | 48 | 52 |
| 税后利润 | 118 | 129 | 162 | 209 | 226 |
| 少数股东损益 | -1 | -9 | -1 | -3 | -5 |
| 归属母公司净利润 | 119 | 138 | 164 | 213 | 232 |
| EBITDA | 231 | 240 | 245 | 294 | 328 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -6.0 | 13.0 | 1.8 | 13.3 | 13.6 |
| 营业利润(%) | -62.0 | 11.8 | 20.4 | 30.1 | 8.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | -62.2 | 16.0 | 18.6 | 29.9 | 8.9 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 37.6 | 34.4 | 32.0 | 31.4 | 31.0 |
| 净利率(%) | 6.3 | 6.5 | 7.5 | 8.6 | 8.3 |
| ROE(%) | 5.3 | 5.8 | 7.1 | 9.0 | 9.4 |
| ROIC(%) | 5.0 | 5.4 | 6.0 | 7.2 | 7.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 30.0 | 25.0 | 20.4 | 20.4 | 23.0 |
| 流动比率 | 1.9 | 1.9 | 3.4 | 3.4 | 3.0 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.2 | 2.7 | 2.7 | 2.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 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 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 92.7 | 79.9 | 67.4 | 51.9 | 47.6 |
| P/B | 5.1 | 5.0 | 4.9 | 4.8 | 4.6 |
| EV/EBITDA | 45.5 | 43.5 | 37.5 | 31.3 | 28.0 |

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

