

# 信义山证汇通天下

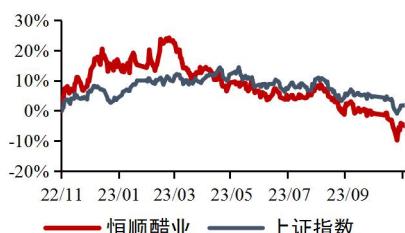
证券研究报告

调味品

三季报点评

2023年11月1日

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

恒顺醋业（600305.SH）

增持-A(维持)

Q3业绩短期承压，期待改革深化

公司研究/公司快报

**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0.72%pct。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)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1482	1214	2573	2574	2754	<b>营业收入</b>	1893	2139	2178	2467	2803
现金	311	348	1577	1582	1614	营业成本	1182	1404	1480	1692	1933
应收票据及应收账款	79	69	81	89	104	营业税金及附加	24	25	27	30	34
预付账款	7	11	8	13	11	营业费用	344	347	305	334	364
存货	379	298	416	399	532	管理费用	125	116	139	131	143
其他流动资产	706	489	491	490	493	研发费用	79	83	89	99	112
<b>非流动资产</b>	1730	1754	1695	1757	1831	财务费用	6	3	-16	-33	-32
长期投资	122	101	91	78	64	资产减值损失	2	-1	1	1	1
固定资产	941	890	879	973	1071	公允价值变动收益	-1	13	25	25	25
无形资产	127	121	121	123	127	投资净收益	-3	-9	19	18	6
其他非流动资产	539	642	605	583	569	<b>营业利润</b>	146	164	197	256	279
<b>资产总计</b>	3212	2968	4268	4331	4585	营业外收入	2	2	5	5	4
<b>流动负债</b>	776	626	753	764	932	营业外支出	5	2	4	5	4
短期借款	90	29	29	29	29	<b>利润总额</b>	143	164	198	257	278
应付票据及应付账款	243	238	270	310	352	所得税	25	34	36	48	52
其他流动负债	443	359	455	425	551	<b>税后利润</b>	118	129	162	209	226
<b>非流动负债</b>	187	116	116	119	122	少数股东损益	-1	-9	-1	-3	-5
长期借款	105	0	0	3	6	<b>归属母公司净利润</b>	119	138	164	213	232
其他非流动负债	82	116	116	116	116	EBITDA	231	240	245	294	328
<b>负债合计</b>	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						
<b>负债和股东权益</b>	3212	2968	4268	4331	4585						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
<b>经营活动现金流</b>	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						
<b>投资活动现金流</b>	107	119	29	-102	-138						
<b>筹资活动现金流</b>	-320	-275	1009	-122	-107						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.12	0.15	0.19	0.21	P/E	92.7	79.9	67.4	51.9	47.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.17	0.17	0.21	0.25	P/B	5.1	5.0	4.9	4.8	4.6
每股净资产(最新摊薄)	1.95	1.97	2.02	2.07	2.15	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形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

