

恒顺醋业（600305.SH）/食品加工

证券研究报告/公司点评

2024年8月30日

评级：买入（维持）

市场价格：7.20

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

电话：021-20315733

Email: xiongxw@zts.com.cn

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

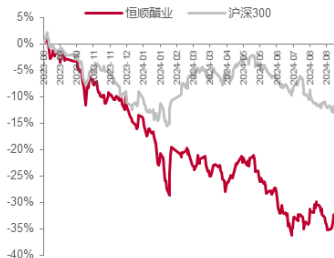
执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,113
流通股本(百万股)	1,107
市价(元)	7.20
市值(百万元)	8,013
流通市值(百万元)	7,971

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 恒顺醋业(600305.SH)_点评报告：短期经营承压，期待改革成效
- 恒顺醋业(600305.SH)_点评报告：经营短期承压，改革持续深入
- 恒顺醋业(600305.SH)_点评报告：短期盈利能力承压，静待改革成效显现

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,139	2,106	2,000	2,228	2,436
增长率 yoy%	13%	-2%	-5%	11%	9%
净利润(百万元)	138	87	131	156	179
增长率 yoy%	16%	-37%	50%	20%	15%
每股收益(元)	0.12	0.08	0.12	0.14	0.16
每股现金流量	0.17	0.22	0.16	0.20	0.21
净资产收益率	6%	3%	4%	5%	5%
P/E	58.1	92.2	61.3	51.3	44.8
P/B	3.7	2.4	2.4	2.3	2.3

备注：股价选取自2024年8月30日收盘价

投资要点

- 事件：**公司2024H1实现收入10.04亿元，同比增长-11.83%；实现归母净利润0.94亿元，同比增长-24.16%；实现扣非后归母净利润0.81亿元，同比增长-30.85%。其中，2024Q2实现收入5.44亿元，同比增长3.36%；实现归母净利润0.38亿元，同比增长-24.06%；实现扣非后归母净利润0.36亿元，同比增长-23.57%。
- 二季度收入回暖，三大品类恢复正增长。**2024H1醋系列、酒系列、酱系列分别实现收入6.84、1.60、0.83亿元，同比分别增长-7.14%、3.49%、-24.19%。2024Q2醋系列、酒系列、酱系列分别实现收入3.77、0.83、0.50亿元，同比分别增长6.79%、92.72%、12.14%。分渠道看，上半年线上、线下分别实现收入1.28、8.51亿元，同比分别增长0.58%、-14.33%。第二季度线上、线下分别实现收入0.64、4.75亿元，同比分别增长3.92%、3.65%。分地区看，上半年华东、华南、华中、西部、华北大区分别实现收入4.78、1.69、1.71、1.01、0.59亿元，同比分别增长-16.89%、-7.03%、-8.03%、-2.86%、-18.76%。第二季度华东、华南、华中、西部、华北大区分别实现收入2.75、0.87、0.96、0.46、0.35亿元，同比分别增长-0.29%、13.24%、12.46%、-10.03%、13.44%。分战区看，上半年北部、东部、苏北、苏南、西南、中部战区分别实现收入0.88、2.47、1.20、2.80、1.41、1.03亿元，同比分别增长-16.55%、-12.73%、-20.79%、-13.35%、2.58%、-14.21%。第二季度北部、东部、苏北、苏南、西南、中部战区分别实现收入0.49、1.38、0.74、1.53、0.66、0.60亿元，同比分别增长1.91%、10.79%、3.76%、-3.59%、1.61%、12.88%。
- 二季度毛利率承压，上半年销售费用率上升。**2024H1公司毛利率同比提升0.83个pct至36.55%，2024Q2毛利率同比下降4.00个pct至32.46%。2024H1公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别+2.46、+0.85、+0.61、-0.10个pct至16.64%、5.26%、4.24%、-0.17%。第二季度销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.08、+0.15、-0.01、-0.06个pct至16.32%、4.50%、3.78%、-0.17%。2024H1归母净利率同比下降1.51个pct至9.33%，2024Q2归母净利率同比下降2.55个pct至7.07%。
- 盈利预测：**公司内部改革持续深化，短期经营面对压力，期待后续改革成效释放。根据公司半年报，考虑到需求疲软及改革调整的波动，我们下调盈利预测，预计公司2024-2026年收入分别为20.00、22.28、24.36亿元（前值为22.14、24.12、26.21亿元），归母净利润分别为1.31、1.56、1.79亿元（前值为1.72、2.07、2.34亿元），EPS分别0.12、0.14、0.16元，对应PE为61.3倍、51.3倍、44.8倍，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**食品安全风险；原材料成本上涨风险；研报信息更新不及时的风险

图表 1：恒顺醋业三大财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	584	614	694	795	营业收入	2,106	2,000	2,228	2,436
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,412	1,316	1,473	1,611
应收账款	48	60	61	65	税金及附加	23	22	24	26
预付账款	8	7	8	9	销售费用	393	360	390	414
存货	278	260	290	318	管理费用	104	100	107	112
合同资产	0	0	0	0	研发费用	80	76	85	93
其他流动资产	1,097	1,093	1,101	1,108	财务费用	-4	-3	-3	-3
流动资产合计	2,015	2,034	2,155	2,294	信用减值损失	1	0	0	0
其他长期投资	373	373	373	373	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	78	78	78	78	公允价值变动收益	11	20	20	20
固定资产	823	829	834	838	投资收益	-23	-10	0	0
在建工程	520	520	520	520	其他收益	17	20	20	20
无形资产	117	105	95	85	营业利润	103	159	192	222
其他非流动资产	127	129	130	130	营业外收入	1	2	2	2
非流动资产合计	2,038	2,033	2,029	2,025	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	4,053	4,067	4,183	4,319	利润总额	102	159	192	222
短期借款	0	0	0	0	所得税	22	35	42	48
应付票据	0	0	0	0	净利润	80	124	150	174
应付账款	213	199	222	243	少数股东损益	-7	-6	-6	-5
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	87	131	156	179
合同负债	108	103	114	125	NOPLAT	77	122	148	171
其他应付款	153	153	153	153	EPS (按最新股本摊薄)	0.08	0.12	0.14	0.16
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	110	104	113	121					
流动负债合计	586	561	605	644					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	130	130	130	130					
非流动负债合计	130	130	130	130					
负债合计	716	691	735	774					
归属母公司所有者权益	3,302	3,347	3,425	3,526					
少数股东权益	36	29	23	18					
所有者权益合计	3,337	3,376	3,449	3,545					
负债和股东权益	4,053	4,067	4,183	4,319					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	248	176	218	238
现金收益	161	208	233	257
存货影响	19	19	-31	-27
经营性应收影响	24	-12	-2	-5
经营性应付影响	20	-14	24	21
其他影响	24	-25	-6	-8
投资活动现金流	-979	-72	-62	-62
资本支出	-347	-81	-81	-81
股权投资	23	0	0	0
其他长期资产变化	-655	9	19	19
融资活动现金流	966	-75	-75	-75
借款增加	-42	0	0	0
股利及利息支付	-110	-114	-137	-158
股东融资	1,135	0	0	0
其他影响	-17	39	62	83

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-1.5%	-5.0%	11.4%	9.3%
EBIT增长率	-41.0%	58.4%	21.1%	16.0%
归母公司净利润增长率	-37.0%	50.4%	19.5%	14.6%
获利能力				
毛利率	33.0%	34.2%	33.9%	33.9%
净利率	3.8%	6.2%	6.7%	7.1%
ROE	2.6%	3.9%	4.5%	5.1%
ROIC	5.3%	8.2%	9.5%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	17.7%	17.0%	17.6%	17.9%
债务权益比	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%
流动比率	3.4	3.6	3.6	3.6
速动比率	3.0	3.2	3.1	3.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	10	10	10	9
应付账款周转天数	57	56	51	52
存货周转天数	73	74	67	68
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.12	0.14	0.16
每股经营现金流	0.22	0.16	0.20	0.21
每股净资产	2.97	3.01	3.08	3.17
估值比率				
P/E	92.2	61.3	51.3	44.8
P/B	2	2	2	2

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。