

# 2021 年三季报点评：2021Q3 短期承压，关注改革内变 买入（维持）

2021 年 11 月 7 日

证券分析师 于芝欢  
执业证号：S0600521050002  
yuzhihuan@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2020A | 2021E  | 2022E | 2023E |
|------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2,014 | 1,992  | 2,281 | 2,648 |
| 同比（%）      | 9.9%  | -1.1%  | 14.5% | 16.1% |
| 归母净利润（百万元） | 315   | 208    | 258   | 316   |
| 同比（%）      | -3.0% | -33.9% | 24.0% | 22.7% |
| 每股收益（元/股）  | 0.31  | 0.21   | 0.26  | 0.32  |
| P/E（倍）     | 54.14 | 81.92  | 66.08 | 53.88 |

**事件：**2021Q3 业绩略低于市场预期。公司发布 2021 年第三季度报告，2021Q3 实现营收 3.24 亿元，同比-34.97%，归母净利润 720.69 万元，同比-91.19%，扣非归母净利润亏损 236.08 万元。

## 投资要点：

■ **疫情冲击致 2021Q3 收入承压。**2021Q3 营收 3.24 亿元，同比-35.0%，主要系疫情反复降低消费意愿、增加物流难度。分产品看，2021 前三季度，醋/料酒营收同比-8.95%/-7.05%，其中 2021Q3 醋/料酒营收分别为 1.61/0.77 亿元，分别同比-48.66%/-19.94%。分渠道看，2021Q3 经销/直销模式分别实现收入 3.11/0.10 亿元，分别同比-33.49%/+12.91%；2021Q3 线上/线下销售渠道分别实现收入 0.43/2.78 亿元，分别同比+34.13%/-37.45%。分区域看，2021Q3 华东/华南/华中/西部/华北大区分别实现营收 1.43/0.55/0.71/0.25/0.28 亿元，同比-42.56%/-30.34%/-12.41%/-37.97%/-1.54%，2021Q3 江浙地区突发疫情致华东地区下滑较多。2021Q3 公司经销商净增 30 至 1751 名，新增主要来自华东、华中、西部大区，公司渠道下沉持续推进。

■ **费投加大致盈利承压。**2021Q3 毛利率 42.6%，同比+0.8pct，环比+5.62pct，我们预计源于产品结构因素及公司内部效率提升所致。2021Q3 销售费用率 23.5%，同比+11.1pct；管理费用率 8.8%，同比+1.8pct；研发费用率 6.9%，同比+3.7pct，其中销售费用率大幅增加，主要系本期公司加大市场推广、广告投放所致。综上，费投加大致 2021Q3 净利率同比-14pct 至 2.2%。

■ **2021Q4 提价预计对冲部分成本压力，期待改革提升内部效率。**2021Q4 公司对部分产品提价预计贡献对冲部分成本压力。总体来看，公司持续深化改革，加速推进全国化，期待改革带来收入提速。

■ **盈利预测与投资评级：**公司持续深化变革，提升内部效率，配合产能释放，有望推动收入加速，维持“买入”评级。我们下调 2021-2023 年 EPS 预测为 0.21/0.26/0.32 元（前值为 0.33/0.41/0.49 元），当前股价对应 PE 分别为 82/66/54 倍，考虑公司改革释放活力，竞争力进一步提升，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，销售不达预期等。

## 股价走势



## 市场数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元)       | 16.99       |
| 一年最低/最高价     | 15.33/27.34 |
| 市净率(倍)       | 6.30        |
| 流通 A 股市值(亿元) | 170         |

## 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 2.47    |
| 资产负债率(%)    | 22.64   |
| 总股本(百万股)    | 1002.96 |
| 流通 A 股(百万股) | 1002.96 |

## 相关研究

- 1、《恒顺醋业（600305）：改革持续推进，期待积极变化》2021-07-17
- 2、《恒顺醋业（600305）：改革途中，静待花开》2020-10-28

恒顺醋业三大财务预测表

| 资产负债表 (百万<br>元) |       |       |       |       | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |                  | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| <b>流动资产</b>     | 1,360 | 1,529 | 1,604 | 1,723 | <b>营业收入</b>      | 2,014        | 1,992        | 2,281        | 2,648        |
| 现金              | 197   | 341   | 332   | 390   | 减:营业成本           | 1,193        | 1,205        | 1,357        | 1,562        |
| 应收账款            | 94    | 88    | 120   | 121   | 营业税金及附加          | 25           | 24           | 28           | 32           |
| 存货              | 289   | 318   | 366   | 421   | 营业费用             | 268          | 377          | 431          | 476          |
| 其他流动资产          | 780   | 783   | 787   | 791   | 管理费用             | 118          | 129          | 134          | 155          |
| <b>非流动资产</b>    | 1,871 | 1,784 | 1,845 | 1,936 | 研发费用             | 58           | 52           | 59           | 67           |
| 长期股权投资          | 133   | 125   | 117   | 108   | 财务费用             | 6            | 6            | 8            | 12           |
| 固定资产            | 949   | 879   | 945   | 1,033 | 资产减值损失           | 2            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程            | 44    | 37    | 34    | 32    | 加:投资净收益          | 1            | 2            | 1            | 1            |
| 无形资产            | 92    | 89    | 95    | 109   | 其他收益             | 11           | 11           | 11           | 11           |
| 其他非流动资产         | 654   | 654   | 654   | 654   | 资产处置收益           | -1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>     | 3,231 | 3,314 | 3,449 | 3,659 | <b>营业利润</b>      | 385          | 246          | 308          | 382          |
| <b>流动负债</b>     | 549   | 606   | 658   | 729   | 加:营业外净收支         | 4            | 6            | 7            | 5            |
| 短期借款            | 54    | 54    | 54    | 54    | <b>利润总额</b>      | 389          | 252          | 315          | 387          |
| 应付账款            | 225   | 195   | 277   | 267   | 减:所得税费用          | 69           | 43           | 55           | 67           |
| 其他流动负债          | 271   | 356   | 326   | 408   | 少数股东损益           | 5            | 1            | 3            | 4            |
| <b>非流动负债</b>    | 193   | 167   | 146   | 125   | <b>归属母公司净利润</b>  | 315          | 208          | 258          | 316          |
| 长期借款            | 116   | 90    | 69    | 48    | EBIT             | 394          | 251          | 311          | 381          |
| 其他非流动负债         | 77    | 77    | 77    | 77    | EBITDA           | 469          | 324          | 388          | 470          |
| <b>负债合计</b>     | 742   | 772   | 804   | 854   | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 少数股东权益          | 94    | 95    | 98    | 102   | 每股收益(元)          | 0.31         | 0.21         | 0.26         | 0.32         |
| 归属母公司股东权益       | 2,395 | 2,446 | 2,547 | 2,703 | 每股净资产(元)         | 2.39         | 2.44         | 2.54         | 2.70         |
| <b>负债和股东权益</b>  | 3,231 | 3,314 | 3,449 | 3,659 | 发行在外股份(百万股)      | 1003         | 1003         | 1003         | 1003         |
|                 |       |       |       |       | ROIC(%)          | 36.7%        | 26.4%        | 29.0%        | 32.4%        |
|                 |       |       |       |       | ROE(%)           | 12.9%        | 8.2%         | 9.8%         | 11.4%        |
|                 |       |       |       |       |                  | 40.8%        | 39.5%        | 40.5%        | 41.0%        |
| 现金流量表 (百万<br>元) |       |       |       |       | 毛利率(%)           |              |              |              |              |
| 经营活动现金流         | 364   | 265   | 280   | 403   | 销售净利率(%)         | 15.6%        | 10.4%        | 11.3%        | 11.9%        |
| 投资活动现金流         | -376  | 51    | -104  | -152  | 资产负债率(%)         | 23.0%        | 23.3%        | 23.3%        | 23.3%        |
| 筹资活动现金流         | -55   | -171  | -185  | -193  | 收入增长率(%)         | 9.9%         | -1.1%        | 14.5%        | 16.1%        |
| 现金净增加额          | -66   | 145   | -9    | 58    | 净利润增长率(%)        | -3.1%        | -34.5%       | 24.3%        | 23.0%        |
| 折旧和摊销           | 76    | 73    | 77    | 89    | P/E              | 54.14        | 81.92        | 66.08        | 53.88        |
| 资本开支            | 151   | -79   | 68    | 100   | P/B              | 7.11         | 6.97         | 6.69         | 6.30         |
| 营运资本变动          | -11   | 14    | -33   | 10    | EV/EBITDA        | 34.93        | 50.14        | 41.82        | 34.34        |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>