

全年业绩承压，静候经营拐点

2022 年 02 月 08 日

► **公司公告 2021 年业绩预告：**预计 2021 年全年实现归母净利润 1.15-1.45 亿元，同比 2020 年（重述后，下同）下降 53.9%-63.4%，预计扣非净利润 0.95-1.25 亿元，同比下降 56.2%-66.7%。据此测算，2021 年第四季度预计实现净利润-1965 至 1035 万元，同比下降 87.7%-123.4%。

► **终端消费疲软，营销费用加大，全年业绩承压。**食醋占公司主营收入近 70%，销售区域以华东、华南为主，商超为主要销售渠道。2021 年，商超受疫情及社区团购冲击较大，据木丁数据，公司 2021 年在商超食醋销售额同比下滑 13.46%，销售总额下滑 8.09%，使得公司收入承压。公司加快全国布局、推进营销变革、强化品牌及渠道推广力度，费用投入加大，业绩出现明显下滑。

► **营销改革、产品提价，静候经营拐点。**产品上，公司着力打造醋、料酒、酱“三剑客”，丰富产品种类，逐步摆脱对食醋单一品类的依赖；营销上，公司积极引入外部人才，新聘任营销、运营总监，不断探索构建新模式、新品类、新平台，加速新零售力量的成长和崛起。2021 年 11 月 20 日起，公司对部分产品进行提价，幅度 5%-15% 不等，提价传导及终端落地情况仍需持续观察，静候企业经营拐点。

► **完成回购用于股权激励，定增扩产打开长期发展空间。**2021 年 8 月公司以均价 17.29 元/股完成回购 1002 万股，拟用于股权激励，同时积极推动对控股子公司少数股东权益收购，组织结构及激励机制未来有望持续改善。2021 年 11 月公司发布非公开发行预案，拟募集 20 亿元，用于新增黑醋、白醋、料酒、酱酒、复调等产品产能，打开公司长期发展空间。

► **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 18.03、22.16、26.19 亿元，归母净利润分别为 1.36、2.58、3.72 亿元，暂不考虑非公开发行，EPS 分别为 0.14、0.26、0.37 元，当前股价对应 PE 分别为 97、51、35 倍，考虑公司短期仍面临竞争压力，新增产能释放具有不确定性，下调至“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复影响消费；市场竞争加剧；食品安全事故。

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

13.15 元



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

相关研究

1.恒顺醋业（600305）2021 年非公开发行股票预案点评：拟加码产能布局，助力长期变革扩张

2.恒顺醋业（600305）2021 年三季报点评：去库存与疫情拖累营收，内部变革仍稳步推进

3.恒顺醋业（600305）2021 年半年报点评：主业稳健增长，渠道裂变下沉持续推进

4.恒顺醋业（600305）2021 年一季报点评：收入稳健增长，变革步步为营

5.恒顺醋业（600305）2020 年报点评：Q4 业绩显著提速，改革红利有望持续释放

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,014	1,803	2,216	2,619
增长率（%）	9.9	-10.5	22.9	18.2
归属母公司股东净利润（百万元）	315	136	258	372
增长率（%）	-3.0	-56.7	89.6	44.0
每股收益（元）	0.31	0.14	0.26	0.37
PE	42	97	51	35
PB	9.3	5.2	4.7	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 2 月 7 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,014	1,803	2,216	2,619
营业成本	1,193	1,099	1,289	1,492
营业税金及附加	25	23	29	34
销售费用	268	307	355	393
管理费用	118	126	144	157
研发费用	58	76	84	92
EBIT	361	172	315	451
财务费用	6	8	9	9
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	1	2	2	3
营业利润	385	171	315	453
营业外收支	4	-1	0	0
利润总额	389	170	315	453
所得税	69	31	57	82
净利润	320	139	258	372
归属于母公司净利润	315	136	258	372
EBITDA	437	251	402	547

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	197	170	299	550
应收账款及票据	94	84	103	122
预付款项	9	8	10	11
存货	289	301	353	409
其他流动资产	772	770	773	775
流动资产合计	1,360	1,334	1,537	1,867
长期股权投资	133	133	133	133
固定资产	949	947	987	1,048
无形资产	92	92	92	92
非流动资产合计	1,871	1,961	2,092	2,215
资产合计	3,231	3,295	3,629	4,082
短期借款	54	0	0	0
应付账款及票据	225	211	247	286
其他流动负债	271	258	293	330
流动负债合计	549	469	540	616
长期借款	116	116	116	116
其他长期负债	77	77	77	77
非流动负债合计	193	193	193	193
负债合计	742	661	733	809
股本	1,003	1,003	1,003	1,003
少数股东权益	94	97	97	97
股东权益合计	2,489	2,633	2,896	3,273
负债和股东权益合计	3,231	3,295	3,629	4,082

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.94	-10.48	22.88	18.18
EBIT 增长率	11.85	-52.31	83.05	43.10
净利润增长率	-3.01	-56.73	89.60	43.96
盈利能力 (%)				
毛利率	40.76	39.06	41.84	43.04
净利润率	15.89	7.71	11.66	14.20
总资产收益率 ROA	9.74	4.13	7.12	9.11
净资产收益率 ROE	13.14	5.37	9.22	11.70
偿债能力				
流动比率	2.48	2.85	2.85	3.03
速动比率	1.93	2.19	2.17	2.35
现金比率	0.36	0.36	0.55	0.89
资产负债率 (%)	22.97	20.08	20.20	19.81
经营效率				
应收账款周转天数	16.98	16.98	16.98	16.98
存货周转天数	88.48	100.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.62	0.55	0.61	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.14	0.26	0.37
每股净资产	2.39	2.53	2.79	3.17
每股经营现金流	0.36	0.20	0.35	0.47
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	42	97	51	35
PB	9.3	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA	50.78	52.37	32.35	23.34
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	320	139	258	372
折旧和摊销	76	79	87	95
营运资金变动	-11	-27	-3	-2
经营活动现金流	364	203	351	474
资本开支	-150	-151	-200	-200
投资	-254	-18	-18	-18
投资活动现金流	-376	-167	-216	-216
股权募资	0	0	0	0
债务募资	127	-54	0	0
筹资活动现金流	-55	-62	-7	-7
现金净流量	-66	-26	129	252

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001