

恒顺醋业 (600305.SH) 利润持续承压, 2022 年波动中前行

2022 年 04 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

日期	2022/4/26
当前股价(元)	10.42
一年最高最低(元)	24.72/9.85
总市值(亿元)	104.51
流通市值(亿元)	104.51
总股本(亿股)	10.03
流通股本(亿股)	10.03
近 3 个月换手率(%)	67.97

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩承压, 改善可期》-2021.8.23

《公司信息更新报告-利润略有承压, 改革效果可期》-2021.4.28

● 短期利润承压, 关注复苏机会

恒顺醋业公布 2021 年年报与 2022 年一季报, 2021 年营收 18.9 亿元, 同比降 6.45%; 净利 1.2 亿元, 同比降 62.3%。2021Q4 营收 5.3 亿元, 同比降 6.7%; 净利亏 0.16 亿元。2022Q1 营收 5.7 亿元, 同比增 10.4%; 净利 0.8 亿元, 同比降 0.75%。考虑到疫情影响及成本压力, 下调 2022-2023 年盈利预测, 预计 2022-2024 年净利为 1.25 (-2.65)、1.52 (-3.16)、1.92 亿元, EPS 分别为 0.12 (-0.27)、0.15 (-0.32)、0.19 元, 同比增 5.2%、21.6%、25.9%, 当前股价对应 PE 为 83.5、68.7、54.5 倍。我们对公司长期前景持乐观态度, 维持“增持”评级。

● 年报符合此前预告, 一季报营收符合预期, 业绩略低于预期

2021 年受到社区团购扰动, 全年调味品营收同比降 5.3%, 未完成全年目标。2021Q4 受疫情影响, 营收增速同比下滑至 -6.7%, 2022Q1 营收同比增 10.4%, 其中调味品同比增 14.1%, 但 3 月动销受疫情影响较为明显, 渠道库存也有提升。一季度醋类同比增 6.6%, 料酒同比增速 17.5%, 小调味品类增速更快。华东市场 10.1% 增速较低, 华东以外保持较快增长, 也验证公司扩张市场的战略卓有成效。

● 四季度费用投放增大导致亏损, 一季度利润承压

2021Q4 毛利率下滑 6.4pct 至 33.4%, 应是与原料成本提升以及低毛利率料酒占比提升有关。销售费用率同比升 10.3pct 至 23.2% 是亏损主因, 是公司加大广告宣传与促销投入所致。2022Q1 毛利率仍同比下滑 1.5pct, 仍与原料成本提升以及产品结构变化相关, 节后淡季公司投放费用收敛, 各项费用率变化不大。全年成本提升是行业共性, 叠加疫情下费用投放力度不减, 估计短期利润仍然承压。

● 营销改革持续, 2022 年波动中前行

恒顺醋业内部机制理顺, 从人员变动、激励方式、组织架构等进行改革, 公告拟以回购方式进行股权激励, 完成后员工动力将得到提升。疫情对于短期销量产生负面影响, 公司从品类拓展 (酱油、陈醋、复合调味品等) 以及市场拓展等方面入手, 寻求增长点。我们判断全年业务节奏将跟随疫情防控程度起落, 建议关注疫情后消费复苏的机会。

● 风险提示: 宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,014	1,893	2,087	2,367	2,721
YOY(%)	9.9	-6.5	10.2	13.4	15.0
归母净利润(百万元)	315	119	125	152	192
YOY(%)	-3.0	-62.3	5.2	21.6	25.9
毛利率(%)	40.8	37.6	36.3	37.0	37.4
净利率(%)	15.6	6.3	6.0	6.4	7.0
ROE(%)	12.9	5.3	5.3	6.4	7.8
EPS(摊薄/元)	0.31	0.12	0.12	0.15	0.19
P/E(倍)	33.2	87.9	83.5	68.7	54.5
P/B(倍)	4.4	4.8	4.6	4.5	4.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1360	1482	1645	1656	1712
现金	197	311	437	364	346
应收票据及应收账款	94	79	111	104	144
其他应收款	11	6	13	9	16
预付账款	9	7	11	10	14
存货	289	379	373	469	493
其他流动资产	760	699	699	699	699
非流动资产	1871	1730	1736	1789	1866
长期投资	133	122	105	87	69
固定资产	949	941	989	1067	1164
无形资产	92	127	109	108	108
其他非流动资产	698	539	532	527	525
资产总计	3231	3212	3380	3445	3578
流动负债	549	776	840	891	971
短期借款	54	90	90	90	90
应付票据及应付账款	225	243	283	307	367
其他流动负债	271	443	466	494	513
非流动负债	193	187	167	148	130
长期借款	116	105	85	67	49
其他非流动负债	77	82	82	82	82
负债合计	742	963	1006	1039	1101
少数股东权益	94	78	78	79	80
股本	1003	1003	1003	1003	1003
资本公积	51	38	38	38	38
留存收益	1341	1304	1388	1491	1627
归属母公司股东权益	2395	2171	2296	2326	2396
负债和股东权益	3231	3212	3380	3445	3578

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	364	323	221	221	315
净利润	320	118	125	153	193
折旧摊销	76	85	79	89	102
财务费用	6	6	10	15	18
投资损失	-1	3	-1	-0	1
营运资金变动	-11	118	10	-33	4
其他经营现金流	-25	-7	-2	-2	-3
投资活动现金流	-376	107	-82	-140	-176
资本支出	151	142	23	71	95
长期投资	-255	192	17	19	19
其他投资现金流	-479	440	-42	-49	-62
筹资活动现金流	-55	-320	-13	-154	-157
短期借款	26	36	0	0	0
长期借款	114	-11	-20	-18	-18
普通股增加	219	0	0	0	0
资本公积增加	-228	-13	0	0	0
其他筹资现金流	-185	-332	7	-136	-139
现金净增加额	-66	110	126	-73	-18

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2014	1893	2087	2367	2721
营业成本	1193	1182	1330	1490	1702
营业税金及附加	25	24	27	30	35
营业费用	268	344	380	445	503
管理费用	118	125	138	154	171
研发费用	58	79	63	62	71
财务费用	6	6	10	15	18
资产减值损失	2	2	0	0	0
其他收益	11	12	11	12	11
公允价值变动收益	23	-1	1	2	2
投资净收益	1	-3	1	0	-1
资产处置收益	-1	2	1	1	1
营业利润	385	146	154	185	234
营业外收入	11	2	2	5	5
营业外支出	7	5	6	5	6
利润总额	389	143	151	185	233
所得税	69	25	26	32	41
净利润	320	118	125	153	193
少数股东损益	5	-1	0	1	1
归母净利润	315	119	125	152	192
EBITDA	469	231	227	270	332
EPS(元)	0.31	0.12	0.12	0.15	0.19

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.9	-6.5	10.2	13.4	15.0
营业利润(%)	-2.3	-62.1	5.6	19.9	26.4
归属于母公司净利润(%)	-3.0	-62.3	5.2	21.6	25.9
获利能力					
毛利率(%)	40.8	37.6	36.3	37.0	37.4
净利率(%)	15.6	6.3	6.0	6.4	7.0
ROE(%)	12.9	5.3	5.3	6.4	7.8
ROIC(%)	12.5	5.0	4.9	5.9	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	23.0	30.0	29.8	30.2	30.8
净负债比率(%)	0.3	-3.4	-8.7	-6.3	-6.0
流动比率	2.5	1.9	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.9	1.2	1.3	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	21.9	22.0	22.0	22.0	22.0
应付账款周转率	5.7	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.12	0.12	0.15	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.32	0.22	0.22	0.31
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.16	2.29	2.32	2.39
估值比率					
P/E	33.2	87.9	83.5	68.7	54.5
P/B	4.4	4.8	4.6	4.5	4.4
EV/EBITDA	20.9	42.9	43.1	36.4	29.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn