

21 年业绩承压，静待改革红利释放

恒顺醋业 (600305)

事件

公司发布 2021 年年报&2022 年 Q1 财报：

2021 年，公司实现营收 18.93 亿元，同比下降 6.45%；实现扣非后归母净利润 1.08 亿元，同比下降 62.01%。

Q4 单季，公司实现营收 5.34 亿元，同比下降 6.65%；实现扣非后归母净利润亏损 0.05 亿元，同比由盈转亏。

2022 年 Q1，公司实现营收 5.72 亿元，同比增长 10.43%；实现扣非后归母净利润 0.70 亿元，同比增长 1.16%。

简评

21 年销售承压，22Q1 出现好转

21 年，公司在面临行业需求疲软、渠道剧烈变革的市场环境下，营收端表现总体承压，特别是下半年多地出现疫情反复，对公司的销售和渠道拓展造成影响。分产品来看，核心产品醋（占比 63.96%）实现营收 12.11 亿元，同比下降 10.25%。而料酒（占比 11.38%）实现营收 3.21 亿元，同比增长 1.20%。分区域来看，大本营华东地区（占比 50.98%）营收同比下降 4.00%，其余地区中，除华北地区（占比 6.28%）同比微增 1.90%，华南（占比 15.52%）/华中（占比 16.44%）/西部（占比 8.28%）地区则分别同比下降 9.65%/5.62%/8.64%。销售渠道方面，公司线上销售（占比 9.77%）表现较好，同比增长 34.60%。

22Q1，公司前期针对营销渠道的市场化改革效果逐渐显现，带动收入表现开始回暖。其中，醋（占比 62.03%）和料酒（占比 18.65%）分别同比增长 6.64%和 17.50%。区域层面，华东/华南/华中/西部/华北地区均实现正向增长，对应的增速分别达到了 10.10%/18.28%/13.49%/33.02%/14.71%。渠道渗透率方面，截至 21 年末，公司地级/县级市场渗透率分别达到 89.7%/50.1%，22Q1 末，公司经销商达到 1829 家，公司仍在持续拓展外部市场并加速渠道下沉。

成本上涨+费用投放增加，盈利能力下降

公司 21 年毛利率同比下降 3.34pct，主要原辅料价格的上涨。而费用投放方面，公司销售/管理/研发/财务费率分别为 18.15%/6.61%/4.15%/0.30%，同比增加 4.67/0.75/1.29/0.01pct。公司积极推动营销变革，利用多种传播媒介加强品牌传播，强化

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号：S1440518060003

SFC 中央编号：BOT242

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

18688866096

SAC 执证编号：S1440518100010

SFC 中央编号：BQE111

发布日期：2022 年 04 月 26 日

当前股价：9.93 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.59/2.25	-26.28/-11.58	-47.99/-32.29
12 月最高/最低价 (元)			24.72/9.85
总股本 (万股)			100,295.6
流通 A 股 (万股)			100,295.6
总市值 (亿元)			99.59
流通市值 (亿元)			99.59
近 3 月日均成交量 (万股)			1,154.08
主要股东			
江苏恒顺集团有限公司			44.63%

股价表现



相关研究报告

【中信建投食品饮料】恒顺醋业 (600305):定增立足长远,扩产彰显公司发展信心
21.11.10

自身品牌力，提升曝光度，加大新兴渠道拓展，导致销售费用增加。同时，公司也逐步完善市场化人才引进体系，通过薪酬绩效改革激发员工活力，管理费率小幅上升。此外，研发费率的提升也与公司加大对大单品的研发力度有关。综合下来，公司净利率同比下降 9.61pct，盈利能力出现明显下降。

22Q1 公司毛利率/净利率分别同比下降 1.40/2.18pct，而费用端，销售/管理/研发/财务费率同比变动分别为 -0.57/-0.19/+0.37/-0.24pct，成本压力仍是压制业绩表现的主因。

改革持续推进，静待经营拐点出现

近年来，公司聚焦调味品主业，剥离非主营业务。渠道拓展方面，自 20 年成立八大战区以来，持续推进全国化布局，并通过薪酬制度改革吸引并留住优秀人才。而在产品端，公司聚焦“醋、酒、酱”战略，梳理产品矩阵，推出新品，如油醋汁、复合调料包、火锅底料等，匹配相应的产能建设，并运用数字化技术提升整体运营效率。22 年，公司调味品收入增长目标为 10%以上，调味品净利润增长目标是 5%以上，短期费用预计仍会维持较大投放力度，静待未来公司改革红利释放。

盈利预测：

预计 2022-2023 年公司实现收入 21.08、24.05 亿元，实现归母净利润 1.27、1.99 亿元，对应 EPS 为 0.13、0.20 元/股。

风险提示：

食品安全风险，原材料价格上涨风险，市场竞争格局恶化分析，费用把控力度变弱风险等。

预测和比率

	2020A	2021A	2022F	2023F
营业收入（百万）	2014.31	1,893	2108	2405
营业收入增长率	9.94%	-6.45%	11.32%	14.12%
净利润（百万）	314.77	119	127	199
净利润增长率	-3.01%	-62.28%	7.13%	56.01%
EPS（元）	0.31	0.12	0.13	0.20
P/E	70.54	84.03	78.44	50.28

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

陈语匆：英国阿斯顿大学金融专业硕士，2019 年 11 月加入中信建投食品饮料团队，专注调味品研究，拥有跨行业复合研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk