

22Q1 业绩环比改善，期待变革红利释放

——2021 年报与 2022 年一季报点评报告

核心观点：

- **事件：**4 月 25 日公司发布公告，2021 全年，营收/归母净利润分别为 18.93/1.19 亿元，同比-6.5%/-62.3%；22Q1 单季度，营收/归母净利润分别为 5.72/0.77 亿元，同比+10.4%/-0.8%。
- **基本面延续改善趋势，逆境下变革稳步推进。**2021 年实现营收 18.93 亿元，同比-6.5%，接近此前预告下限，其中 21Q4 收入同比-6.7%，降幅环比显著收窄，主要系提价刺激备货+华东市场需求修复。22Q1 实现营收 5.72 亿元，同比+10.4%，其中调味品主业同比+14.1%，延续环比改善趋势，预计主要得益于春节动销平稳以及渠道在低库存状态下积极备货。
分产品看，2021 年，食醋/料酒收入同比-10.3%/+1.2%，主业食醋下滑幅度较大，拖累整体表现，预计主要受产品结构调整影响。22Q1 单季度，食醋/料酒收入同比+6.6%/17.5%，料酒实现高增预计主要得益于产品结构升级以及行业处于快速放量阶段。
分区域看，2021 年，华东/华北大区收入同比-4.0%/+1.9%，华东核心市场下滑主要受南京疫情影响但表现仍优于整体，华南/华中/西部收入同比-9.7%/-5.6%，下滑幅度较大预计主要系行业需求疲软，公司外围市场渠道阶段性收缩。22Q1 单季度，华东/华中收入同比+10.1%/13.5%，华南/西部/华北收入同比 18.3%/33.0%/14.7%，外围市场重回高速拓展通道。
渠道方面，2021 年，公司经销商数量为 1820 家，同比 26%，新增经销商主要集中在华东、华中、西部地区；22Q1 单季度，公司经销商数量为 1829 家，环比新增 9 家，侧面验证尽管公司短期经营有所承压，但内部变革与渠道扩张的脚步并未停下，包括从外部引进营销总监，整合新零售渠道资源。
- **成本压力叠加费用投放，盈利能力持续承压。**1) **毛利率：**2021 年毛利率为 37.6%，同比-3.2pct，主要系成本压力以及产品结构调整，其中 21Q4 同比-6.4pct，10 月提价难以完全对冲成本压力，22Q1 同比-1.5pct，成本持续承压。2) **费用率：**2021 年销售费用率 18.2%，同比+4.9pct，其中 21Q4 同比+10.3pct，主要系渠道变革以及下半年广告投放增加所致，22Q1 同比-0.4pct，基本维持稳定。3) **净利率：**2021 年净利率为 6.3%，同比-9.4pct，主要系成本压力以及费用投放力度加大，其中 21Q4 同比-17.8pct，亦受理财产品收益扰动，22Q1 净利率同比-1.8pct，主要归因于成本端压力。
- **持续关注内部变革与需求恢复推动的公司基本面改善。****内部变革：**公司 21 年在逆境下仍持续推进变革，一方面完成股票回购，用于股权激励（或在 22 年及之后推出相关计划），绑定员工中长期利益；另一方面，公司在 21 年进行董事会换届选举，并从外部引进数名快消品行业人才，有望推动本轮变革深化落地。**需求恢复：**预计 22Q2 渠道将有补库存动作，弥补华东疫情对市场的冲击，同时宏观需求在 22H2 稳步修复将进一步带动需求改善。
- **投资建议：**预计 2022-2024 年归母净利润为 1.27/1.50/1.76 亿元，同比+7.2%/18.1%/16.7%，对应 EPS 为 0.13/0.15/0.18 元，对应 PE 为 78/66/57X，考虑到公司持续变革叠加需求恢复预期，首次覆盖，予以“谨慎推荐”评级。

恒顺醋业(600305)

谨慎推荐(首次评级)

分析师

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

研究助理

刘光意

☎: 021-20252650

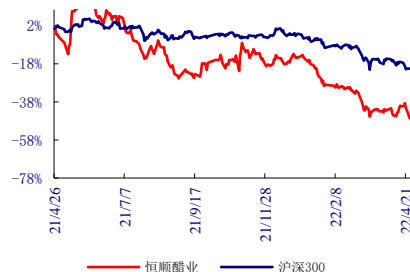
✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-04-25

A 股收盘价(元)	9.93
股票代码	600305
A 股一年内最高价(元)	23.29
A 股一年内最低价(元)	9.93
上证指数	2,928.51
市盈率	58.7
总股本(万股)	100,296
实际流通 A 股(万股)	100,296
流通 A 股市值(亿元)	100

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】行业月度动态报告：白酒蓄力谋长远，大众品反转可期

【银河食品饮料】行业月度动态报告：成本压力超预期，大众品持续分化

风险提示：内部变革效果不及预期，渠道扩张不及预期，食品安全问题等。

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1893.35	2086.47	2342.06	2648.87
增长率	-6.45%	10.20%	12.25%	13.10%
归母净利润（百万元）	118.92	127.45	150.54	175.67
增长率	-62.28%	7.17%	18.12%	16.69%
摊薄 EPS(元)	0.12	0.13	0.15	0.18
PE	134.52	78.14	66.16	56.69

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表					资产负债表				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1893.35	2086.47	2342.06	2648.87	流动资产	1481.93	1409.94	1335.10	1339.92
营业成本	1181.90	1322.82	1475.50	1666.14	现金	311.16	235.27	76.57	24.98
营业税金及附加	24.27	27.07	29.70	33.97	应收账款	78.60	86.61	97.22	109.96
营业费用	343.64	369.31	416.89	471.50	其它应收款	6.26	6.90	7.75	8.76
管理费用	125.19	130.13	150.46	167.69	预付账款	7.48	8.37	9.34	10.54
财务费用	5.67	6.13	4.70	2.19	存货	379.01	373.33	444.79	486.24
资产减值损失	1.82	0.00	0.00	0.00	其他	699.42	699.46	699.44	699.44
公允价值变动收益	-1.23	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1729.57	1780.26	1831.58	1882.58
投资净收益	-2.81	-3.10	-3.48	-3.93	长期投资	121.75	121.75	121.75	121.75
营业利润	146.22	156.01	183.69	213.70	固定资产	941.48	958.81	963.94	975.18
营业外收入	2.18	0.00	0.00	0.00	无形资产	126.97	148.70	176.83	201.76
营业外支出	5.25	0.00	0.00	0.00	其他	539.37	551.01	569.06	583.90
利润总额	143.16	156.01	183.69	213.70	资产总计	3211.50	3190.20	3166.68	3222.51
所得税	24.83	27.26	31.98	37.27	流动负债	775.97	785.92	780.68	840.08
净利润	118.33	128.75	151.71	176.43	短期借款	90.10	123.00	0.00	0.00
少数股东损益	-0.59	1.30	1.17	0.76	应付账款	243.36	260.61	297.25	331.95
归属母公司净利润	118.92	127.45	150.54	175.67	其他	442.51	402.31	483.43	508.13
EBITDA	226.47	212.99	236.06	262.24	非流动负债	186.69	186.69	186.69	186.69
EPS (元)	0.12	0.13	0.15	0.18	长期借款	105.16	105.16	105.16	105.16
					其他	81.53	81.53	81.53	81.53
					负债合计	1667.28	962.65	972.61	967.37
					少数股东权益	78.30	79.60	80.77	81.52
					归母股东权益	2170.55	2138.00	2118.55	2114.22
					负债和股东权益	3211.50	3190.20	3166.68	3222.51
现金流量表					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	322.70	172.36	253.20	245.19	营业收入 yoy	-6.45%	10.20%	12.25%	13.10%
净利润	118.33	128.75	151.71	176.43	营业利润 yoy	-62.07%	6.69%	17.74%	16.34%
折旧摊销	86.67	61.39	60.23	60.81	归母净利润 yoy	-62.28%	7.17%	18.12%	16.69%
财务费用	6.82	8.47	6.67	4.21	毛利率	37.58%	36.60%	37.00%	37.10%
投资损失	-2.66	3.10	3.48	3.93	净利率	6.28%	6.11%	6.43%	6.63%
营运资金变动	118.02	-26.85	33.91	2.98	ROE	5.48%	5.96%	7.11%	8.31%
其它	-4.49	-2.50	-2.80	-3.17	ROIC	4.71%	5.10%	6.28%	7.20%
投资活动现金流	106.85	-112.69	-112.22	-112.58	资产负债率	29.98%	30.49%	30.55%	31.86%
资本支出	-137.84	-109.59	-108.75	-108.65	总资产周转率	0.59	0.65	0.74	0.82
长期投资	207.65	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.12	0.13	0.15	0.18
其他	37.05	-3.10	-3.48	-3.93	每股净资产	2.16	2.13	2.11	2.11
筹资活动现金流	-319.80	-135.56	-299.67	-184.21	P/E	134.52	78.14	66.16	56.69
短期借款	36.02	32.90	-123.00	0.00	P/B	7.37	4.66	4.70	4.71
长期借款	-10.91	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	70.17	46.77	42.35	38.32
其他	-344.91	-168.47	-176.67	-184.21	PS	5.26	4.77	4.25	3.76
现金净增加额	109.72	-75.89	-158.70	-51.60					

数据来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

周颖：清华大学本硕，2007 年进入证券行业，2011 年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn