

信义山证汇通天下

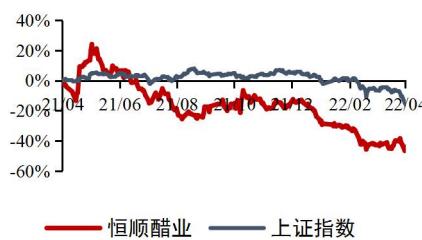
证券研究报告

调味品

报告原因：年报点评

2022年4月26日

公司近一年市场表现



市场数据：2022年4月26日

收盘价（元）：	10.42
总股本（亿股）：	10.03
流通股本（亿股）：	10.03
流通市值（亿元）：	104.51

基础数据：2022年3月31日

每股净资产（元）：	2.23
每股资本公积（元）：	0.03
每股未分配利润（元）：	1.16

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

恒顺醋业 (600305.SH)

增持-A(维持)

21年业绩承压，22Q1环比改善

公司研究/公司快报

事件描述：

- 公司发布2021年年报称，2021年归母净利润为1.19亿元，同比减少62.28%；营业收入18.93亿元，同比减少6.45%；一季度归母净利润为7724.14万元，同比减少0.75%；营业收入5.72亿元，同比增长10.43%。

事件点评

- **原材料上涨叠加费用投放增加，业绩承压。**2021公司实现营业收入18.93亿元，同比减少6.45%；归母净利润7724.14万元，同比减少0.75%，主要在于主营调味品销售收入下降，同时加大广告宣传促销投入及研发投入。公司2021销售净利率为6.25%，同比减少9.64pct，具体来看，1)公司2021毛利率为37.58%，同比减少3.18pct，主要是原材料、包材、设备成本上涨影响；2)销售期间费用率为29.21%，同比增加6.9pct，其中销售费用率为18.15%，同比增加4.86pct，主要系增加广告费及市场促销费投入所致；管理费用率为10.76%，同比增加2.03pct，主要系员工薪酬及折旧费用增加所致；财务费用率0.3%，同比增加0.01pct；研发费用率为4.15%，同比减少1.28pct，主要系加大产品研发投入所致。

- **核心产品醋下滑明显，线上销售亮眼。**2021年调味品实现收入18.46亿元，同比下降5.28%；具体来看，1)分品类，醋下滑比较明显，拖累整体增长。其中醋/料酒分别营收12.11/3.21亿元，分别同比-10.25%/+1.20%，2)分地区看，只有华北地区实现正增长，2021年华东/华南/华中/西部/华北营收9.65/2.94/3.11/1.57/1.19亿元，同比-4.00%/-9.65%/-5.62%/-8.64%/+1.90%。3)分渠道来看，公司利用营销中心下设战区面向全国化布局，同时大力拓展线上业务。经销/直营收入分别17.06、1.40亿元，同比-3.07%/-25.84%；其中线上销售1.85亿元，同比增加34.60%，占比10.02%，同比提升2.97pct；线下销售16.61亿元，同比减少7.81%。

- **2022业绩出现好转，期待改革释放红利。**22Q1实现营收5.72亿元，同比增长10.4%，其中调味品主业同比增长14.1%，业绩出现好转，主要在于春节动销平稳以及渠道在低库存状态下积极备货。根据年报，2022年公司力争实现主营调味品业务销售超10%增长，扣除非经常性损益净利润实现5%增长以上的年度经营总目标，利润增速小于收入，主要在于公司通过九大战区营销策略来实现全国品牌化渠道化，真正的走出苏南、华东，预计2022年销售费用仍比较大。但是2022年是落实国企改革三年行动的重要任务，从营销中心变革、高端人才引进、科研成果转化、内部管理改革等方面按下“快进键”，跑出“加速度”，期待改革释放红利。

盈利预测、估值分析和投资建议：短期利润承压，业绩主要受成本、销售费用、管理费用上涨所拖累。但是中长期看，公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，通过优化产品结构以及提升管理效率有望持续增长。2021-2023 年的盈利预测，EPS 分别为 0.13/0.16/0.18 元，对应当前股价，2021-2023 年 PE 分别为 79X/63X/58X，维持“增持-A”评级。

风险提示：行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,014	1,893	2,083	2,312	2,589
YoY(%)	9.9	-6.0	10.0	11.0	12.0
净利润(百万元)	315	119	133	165	182
YoY(%)	-3.0	-62.2	11.5	24.9	9.8
毛利率(%)	40.8	37.6	36.2	35.8	35.8
EPS(摊薄/元)	0.31	0.12	0.13	0.16	0.18
ROE(%)	12.9	5.3	5.8	7.3	7.8
P/E(倍)	33.2	87.9	78.9	63.2	57.5
P/B(倍)	4.4	4.8	4.7	4.7	4.6
净利率(%)	15.6	6.3	6.4	7.2	7.0

数据来源：聚源数据，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1360	1482	1556	1582	1635	营业收入	2014	1893	2083	2312	2589
现金	197	311	344	299	293	营业成本	1193	1182	1329	1485	1662
应收票据及应收账款	94	79	111	99	136	营业税金及附加	25	24	29	30	34
预付账款	9	7	11	9	13	营业费用	268	344	387	389	433
存货	289	379	373	467	473	管理费用	118	125	138	147	165
其他流动资产	772	706	718	707	719	研发费用	58	79	66	76	87
非流动资产	1871	1730	1730	1754	1790	财务费用	6	6	4	5	6
长期投资	133	122	105	87	69	资产减值损失	2	2	0	0	0
固定资产	949	941	983	1032	1091	公允价值变动收益	23	-1	23	17	15
无形资产	92	127	109	108	108	投资净收益	1	-3	5	3	2
其他非流动资产	698	539	532	526	522	营业利润	385	146	157	200	220
资产总计	3231	3212	3286	3336	3425	营业外收入	11	2	10	8	8
流动负债	549	776	839	888	967	营业外支出	7	5	6	5	6
短期借款	54	90	90	90	109	利润总额	389	143	162	202	221
应付票据及应付账款	225	243	283	305	353	所得税	69	25	28	35	39
其他流动负债	271	443	466	493	505	税后利润	320	118	133	167	183
非流动负债	193	187	166	147	128	少数股东损益	5	-1	1	1	1
长期借款	116	105	85	65	46	归属母公司净利润	315	119	133	165	182
其他非流动负债	77	82	82	82	82	EBITDA	469	231	240	289	320
负债合计	742	963	1005	1034	1094						
少数股东权益	94	78	79	81	82						
股本	1003	1003	1003	1003	1003						
资本公积	51	38	38	38	38						
留存收益	1341	1304	1365	1433	1501						
归属母公司股东权益	2395	2171	2202	2220	2249						
负债和股东权益	3231	3212	3286	3336	3425						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	364	323	194	219	272						
净利润	320	118	133	167	183						
折旧摊销	76	85	80	89	99						
财务费用	6	6	4	5	6						
投资损失	-1	3	-5	-3	-2						
营运资金变动	-11	118	5	-22	1						
其他经营现金流	-25	-7	-23	-17	-15						
投资活动现金流	-376	107	-51	-94	-119						
筹资活动现金流	-55	-320	-109	-171	-178						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.12	0.13	0.16	0.18	P/E	33.2	87.9	78.9	63.2	57.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.32	0.19	0.22	0.27	P/B	4.4	4.8	4.7	4.7	4.6
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.16	2.20	2.21	2.24	EV/EBITDA	20.9	42.9	41.1	34.3	31.0

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未

经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话：010-83496336

