

## 主营业务收入承压，全国化扩张明显提速

### 投资要点

- **事件：**公司发布2021年年报及2022年一季报，21年实现营收18.9亿元，同比下降6%；实现归母净利润1.2亿元，同比下降62.2%；其中21Q4实现营收5.3亿元，同比下降6%，实现归母净利润-15.7亿元，20年同期为0.84亿元；同时，公司拟向全体股东每10股派发现金股利1.01元（含税）。22Q1公司实现营收5.7亿元，同比增长10.6%，实现归母净利润0.8亿元，同比下降2.1%。
- **主营业务收入承压，全国化扩张明显提速。**分业务看，21年公司食醋实现收入12.1亿元，同比下降9.8%；料酒实现收入3.2亿元，同比增长1.8%。调味品主业收入承压，主要受制于：1) 全国疫情反复致使公司强势区域华东、华中等受损严重；2) 社区团购等新兴渠道带来低价竞争，冲击传统商超渠道；3) 其他调味品龙头品类扩张加速，挤占公司市场空间。21年其他业务表现出色，实现收入3.2亿元，同比+11.6%，或与公司复调新品红烧肉调料快速放量有关。22Q1公司食醋/料酒收入分别同比+6.6%/+17.5%，业绩改善明显。分渠道看，21年公司线上渠道表现出色，实现收入1.85亿元，同比+34.6%；22Q1线上销售维持高速增长，同比+26.7%。分区域看，21年除华中地区收入同比+1.9%外，其他区域均有不同程度下滑，22Q1公司大本营华东收入同比+10.1%，此外受益于渠道开拓加速，华南/西部地区收入同比+18.3%/+33%。公司持续发力全国化扩张，21全年经销商数量净增长381家至1820家，净增长数为近年来最高水平，21年末公司地级/县级市场覆盖率分别为89.7%/50.1%。
- **原料成本持续上行，盈利能力短期承压。**21年公司毛利率为37.6%，同比下降3.2pp，21Q4/22Q1毛利率分别为33.4%/37.9%，同比分别下降6.4pp/1.5pp。毛利率承压主要受制于1) 包材等原材料价格上涨；2) 为推进全国化扩张，低毛利产品快速放量稀释毛利水平。费用方面，21年因公司加大广告及渠道建设费用，销售费用率同比上升4.9pp至18.2%；22Q1销售费用率为12.1%，同比下降0.4pp；22Q1管理费用率维持平稳，同比下降0.2pp至5.3%。成本端压力持续，致使21年净利率同比下降9.6pp至6.2%；通过控制销售费用，22Q1净利率环比明显改善，同比小幅下降2.4pp至13%。
- **聚焦主业彰显决心，改革落地增添动力。**1) 公司22年3月发布公告，拟剥离旗下最大的非主业资产恒顺商城，彰显公司进一步聚焦调味品主业的决心；公司将坚持“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”三大核心发展战略。2) 内部管理改革持续，原八大战区在战区总换血后升级为九大战区，进一步提升团队战斗力。3) 产品端醋/料酒/复调持续推出新品完善产品矩阵，同时渠道端加大餐饮渠道渗透力度和招商步伐。伴随股权激励等措施落地，管理、营销以及产品端改革持续深化，叠加公司食醋行业龙头地位巩固，长期增长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为0.18元、0.22元、0.27元，对应动态PE分别为60倍、48倍、39倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，新冠疫情反复风险，市场竞争格局恶化风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1893.35	2082.68	2368.56	2727.85
增长率	-6.01%	10.00%	13.73%	15.17%
归属母公司净利润（百万元）	118.92	176.06	216.94	272.31
增长率	-62.22%	48.05%	23.22%	25.52%
每股收益EPS（元）	0.12	0.18	0.22	0.27
净资产收益率ROE	5.26%	7.48%	8.87%	10.61%
PE	88	60	48	39
PB	4.85	4.65	4.46	4.24

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

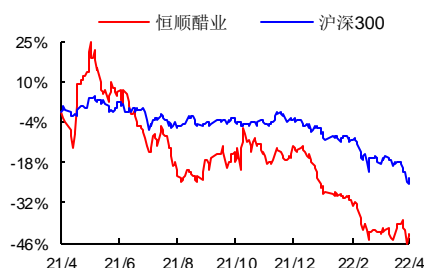
分析师：朱会振  
执业证号：S1250513110001  
电话：023-63786049  
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：舒尚立  
电话：023-63786049  
邮箱：ssl@swsc.com.cn

联系人：王书龙  
电话：023-63786049  
邮箱：wsl@swsc.com.cn

联系人：夏霖  
电话：021-58351959  
邮箱：xiaji@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.03
流通A股(亿股)	10.03
52周内股价区间(元)	9.93-23.29
总市值(亿元)	105.21
总资产(亿元)	28.99
每股净资产(元)	2.19

### 相关研究

1. 恒顺醋业（600305）：剥离非主业资产，聚焦主业决心彰显（2022-03-20）
2. 恒顺醋业（600305）：多项改革短期阵痛，立足长远健康发展（2022-02-06）
3. 恒顺醋业（600305）：业绩短期承压严重，管理改革持续深化（2021-10-31）

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1893.35	2082.68	2368.56	2727.85	净利润	118.33	175.19	215.88	270.97
营业成本	1181.90	1298.01	1477.49	1701.24	折旧与摊销	84.51	112.94	128.01	149.80
营业税金及附加	24.27	22.91	26.05	30.01	财务费用	5.67	11.21	17.22	26.03
销售费用	343.64	381.13	421.60	471.92	资产减值损失	1.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	125.19	168.70	172.90	177.31	经营营运资本变动	-22.29	-193.60	-22.73	-26.79
财务费用	5.67	11.21	17.22	26.03	其他	134.65	-8.23	-31.96	4.44
资产减值损失	1.82	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>322.70</b>	<b>97.50</b>	<b>306.42</b>	<b>424.44</b>
投资收益	-2.81	0.11	-0.64	-0.75	资本支出	-29.12	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	-1.23	10.70	8.82	7.77	其他	135.98	10.82	8.18	7.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>106.85</b>	<b>-289.18</b>	<b>-391.82</b>	<b>-492.98</b>
<b>营业利润</b>	<b>146.22</b>	<b>211.55</b>	<b>261.47</b>	<b>328.37</b>	短期借款	36.02	82.47	240.15	264.39
其他非经营损益	-3.07	0.42	-0.13	-0.43	长期借款	-10.91	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>143.16</b>	<b>211.97</b>	<b>261.34</b>	<b>327.93</b>	股权融资	-13.19	0.00	0.00	0.00
所得税	24.83	36.78	45.46	56.97	支付股利	-157.46	-83.24	-123.24	-151.86
净利润	118.33	175.19	215.88	270.97	其他	-174.26	-14.57	-17.22	-26.03
少数股东损益	-0.59	-0.87	-1.07	-1.34	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-319.80</b>	<b>-15.35</b>	<b>99.70</b>	<b>86.50</b>
归属母公司股东净利润	118.92	176.06	216.94	272.31	<b>现金流量净额</b>	<b>109.72</b>	<b>-207.03</b>	<b>14.29</b>	<b>17.96</b>
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	311.16	104.13	118.43	136.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	92.34	110.32	123.43	141.49	销售收入增长率	-6.01%	10.00%	13.73%	15.17%
存货	379.01	415.94	500.80	565.48	营业利润增长率	-61.97%	44.67%	23.60%	25.59%
其他流动资产	699.42	715.10	738.76	768.51	净利润增长率	-63.03%	48.05%	23.22%	25.52%
长期股权投资	121.75	121.75	121.75	121.75	EBITDA 增长率	-49.27%	42.00%	21.15%	23.97%
投资性房地产	392.18	392.18	392.18	392.18	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1009.46	1200.40	1476.27	1830.35	毛利率	37.58%	37.68%	37.62%	37.63%
无形资产和开发支出	126.97	123.17	119.37	115.58	三费率	25.06%	26.94%	25.83%	24.75%
其他非流动资产	79.21	79.13	79.05	78.97	净利率	6.25%	8.41%	9.11%	9.93%
<b>资产总计</b>	<b>3211.50</b>	<b>3262.12</b>	<b>3670.03</b>	<b>4150.68</b>	ROE	5.26%	7.48%	8.87%	10.61%
短期借款	90.10	172.57	412.72	677.11	ROA	3.68%	5.37%	5.88%	6.53%
应付和预收款项	280.09	310.21	350.66	404.60	ROIC	11.80%	14.26%	13.94%	14.57%
长期借款	105.16	105.16	105.16	105.16	EBITDA/销售收入	12.49%	16.12%	17.17%	18.48%
其他负债	487.31	332.26	366.93	410.15	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>962.65</b>	<b>920.19</b>	<b>1235.47</b>	<b>1597.01</b>	总资产周转率	0.59	0.64	0.68	0.70
股本	1002.96	1002.96	1002.96	1002.96	固定资产周转率	2.00	2.13	2.15	2.08
资本公积	38.03	38.03	38.03	38.03	应收账款周转率	21.97	24.34	24.13	24.49
留存收益	1304.18	1397.00	1490.70	1611.15	存货周转率	3.29	3.08	3.13	3.15
归属母公司股东权益	2170.55	2264.50	2358.20	2478.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.82%	—	—	—
少数股东权益	78.30	77.43	76.36	75.02	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2248.85</b>	<b>2341.93</b>	<b>2434.56</b>	<b>2553.67</b>	资产负债率	29.98%	28.21%	33.66%	38.48%
负债和股东权益合计	3211.50	3262.12	3670.03	4150.68	带息债务/总负债	20.28%	30.18%	41.92%	48.98%
					流动比率	1.91	1.83	1.41	1.14
					速动比率	1.42	1.27	0.94	0.74
					股利支付率	132.41%	47.28%	56.81%	55.77%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.12	0.18	0.22	0.27
					每股净资产	2.16	2.26	2.35	2.47
					每股经营现金	0.32	0.10	0.31	0.42
					每股股利	0.16	0.08	0.12	0.15
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	236.40	335.69	406.69	504.19					
PE	88.47	59.76	48.50	38.64					
PB	4.85	4.65	4.46	4.24					
PS	5.56	5.05	4.44	3.86					
EV/EBITDA	36.43	26.50	22.43	18.58					
股息率	1.50%	0.79%	1.17%	1.44%					

数据来源：Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn