

全年盈利承压，酱系列逆势高增

2023 年 03 月 01 日

► **事件：** 公司发布 2022 年年报，22 年全年公司实现总营收 21.39 亿元 (yoy+12.98%)，归母净利润 1.38 亿元 (yoy+16.04%)，扣非归母净利润 1.22 亿元 (yoy+13.09%)；其中 22Q4 实现总营收 4.57 亿元 (yoy-14.35%)，归母净利润-0.16 亿元 (去年同期亏损 0.16 亿元)，扣非归母净利润-0.17 亿元 (去年同期亏损 0.05 亿元)。

► **Q4 疫情中营收增速承压，酱系列收入实现高成长。** 22 年公司实现总营收 21.39 亿元 (yoy+12.98%)，单 Q4 营收 4.57 亿元 (yoy-14.35%)，疫情扰动下 Q4 增速承压，全年表现较稳健。**分产品看**，22 年调味品整体营收 20.32 亿元 (yoy+10.05%)。其中 (i) 醋营收 12.84 亿元 (yoy+6.03%)，销量为 206.70 千吨 (yoy+17.77%)，平均销售吨价 6211 元/吨 (yoy-9.97%)，预计随零添加系列产品放量，吨价有望持续回升；(ii) 料酒营收 3.57 亿元 (yoy+11.30%)，销量为 90.87 千吨 (yoy+22.12%)，平均销售吨价 3928 元/吨 (yoy-8.86%)；(iii) 酱系列营收 2.56 亿元 (yoy+44.48%)，销量 33.50 千吨 (yoy+9.68%)，平均销售单价 7650 元/吨 (yoy+31.73%)，酱系列产品吨价显著高于醋和酒，预计伴随复合调味料等高吨价产品持续高成长，公司盈利能力有望持续提升。**分区域看**，华东/华南/华中/西部/华北大区营收分别为 10.59/3.39/3.38/1.70/1.26 亿元，分别同比增长 9.74%/15.42%/8.52%/8.13%/5.77%，华南增速亮眼。

► **预计 23 年成本压力减弱，期间费用略收缩。** Q4 公司毛利率 32.00% (yoy-1.40pcts)，主要系原材料成本上涨，预计 23 年原材料价格影响减弱。Q4 公司期间费用率 33.56% (yoy-0.12pcts)，其中销售费用率 21.14% (yoy-2.09pcts)，管理和研发费用率合计 12.02% (yoy+1.80pcts)，财务费用率 0.40% (yoy+0.17pcts)。Q4 公司归母净利率-3.60% (yoy-0.65pcts)。

► **投资建议：** 根据公司 2022 年 5 月发布的《2021 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，公司计划非公开发行不超过 1.3 亿股，募资不超过 17.9 亿元，用于公司食醋、料酒、酱油、复合调味料等业务的扩产建设与配套项目，预计将助力公司从醋企龙头向调味品龙头跨越。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 24.61/27.90/31.19 亿元，同比增长 15.0%/13.4%/11.8%，归母净利润分别为 1.73/2.15/2.62 亿元，同比增长 25.1%/24.5%/21.9%，当前股价（3 月 1 日收盘价）对应 PE 分别为 75/60/49X。看好公司多品类打开成长空间，维持“推荐”评级。

► **风险提示：** 疫情反复影响需求、食品安全事故、原材料价格波动

推荐

维持评级

当前价格：

12.88 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

1. 恒顺醋业：全年业绩承压，静候经营拐点-2022/02/08

2. 恒顺醋业 (600305) 2021 年非公开发行股票预案点评：拟加码产能布局，助力长期变革扩张-2021/11/11

3. 恒顺醋业 (600305) 2021 年三季报点评：去库存与疫情拖累营收，内部变革仍稳步推进-2021/11/01

4. 恒顺醋业 (600305) 2021 年半年报点评：主业稳健增长，渠道裂变下沉持续推进-2021/08/22

5. 恒顺醋业 (600305) 2021 年一季报点评：收入稳健增长，变革步步为营-2021/04/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2139	2461	2790	3119
增长率 (%)	13.0	15.0	13.4	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	138	173	215	262
增长率 (%)	16.0	25.1	24.5	21.9
每股收益 (元)	0.14	0.17	0.21	0.26
PE	94	75	60	49
PB	5.9	5.7	5.6	5.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 1 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2139	2461	2790	3119
营业成本	1404	1601	1796	1986
营业税金及附加	25	30	34	38
销售费用	347	406	463	521
管理费用	116	133	148	162
研发费用	83	90	98	109
EBIT	174	213	265	318
财务费用	3	-3	-3	-4
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	-9	-4	-4	-5
营业利润	164	208	259	316
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	164	208	259	316
所得税	34	39	48	59
净利润	129	170	211	258
归属于母公司净利润	138	173	215	262
EBITDA	262	309	373	439

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	348	369	396	441
应收账款及票据	69	92	105	117
预付款项	11	11	13	14
存货	298	406	455	504
其他流动资产	489	493	494	495
流动资产合计	1214	1372	1464	1571
长期股权投资	101	101	101	101
固定资产	890	932	969	1016
无形资产	121	121	121	121
非流动资产合计	1754	1796	1834	1880
资产合计	2968	3168	3297	3451
短期借款	29	29	29	29
应付账款及票据	238	296	332	367
其他流动负债	359	448	476	518
流动负债合计	626	773	836	914
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	116	116	116	116
非流动负债合计	116	116	116	116
负债合计	742	889	952	1030
股本	1003	1003	1003	1003
少数股东权益	31	28	24	20
股东权益合计	2226	2279	2345	2421
负债和股东权益合计	2968	3168	3297	3451

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.98	15.03	13.37	11.80
EBIT 增长率	12.93	22.73	24.34	20.03
净利润增长率	16.04	25.07	24.51	21.95
盈利能力 (%)				
毛利率	34.37	34.93	35.62	36.31
净利率	6.45	7.01	7.70	8.40
总资产收益率 ROA	4.65	5.45	6.52	7.59
净资产收益率 ROE	6.29	7.67	9.26	10.91
偿债能力				
流动比率	1.94	1.78	1.75	1.72
速动比率	1.24	1.06	1.03	1.01
现金比率	0.56	0.48	0.47	0.48
资产负债率 (%)	24.99	28.06	28.89	29.84
经营效率				
应收账款周转天数	11.78	13.71	13.71	13.71
存货周转天数	77.36	92.52	92.52	92.52
总资产周转率	0.69	0.80	0.86	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.17	0.21	0.26
每股净资产	2.19	2.24	2.31	2.39
每股经营现金流	0.19	0.28	0.34	0.40
每股股利	0.00	0.15	0.18	0.22
估值分析				
PE	94	75	60	49
PB	5.9	5.7	5.6	5.4
EV/EBITDA	48.28	40.81	33.69	28.49
股息收益率 (%)	0.00	1.13	1.40	1.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	129	170	211	258
折旧和摊销	88	96	108	122
营运资金变动	-41	10	15	14
经营活动现金流	192	284	344	400
资本开支	-187	-142	-150	-168
投资	256	0	0	0
投资活动现金流	119	-146	-155	-173
股权募资	12	0	0	0
债务募资	-100	0	-16	0
筹资活动现金流	-275	-118	-162	-182
现金净流量	36	21	27	44

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026