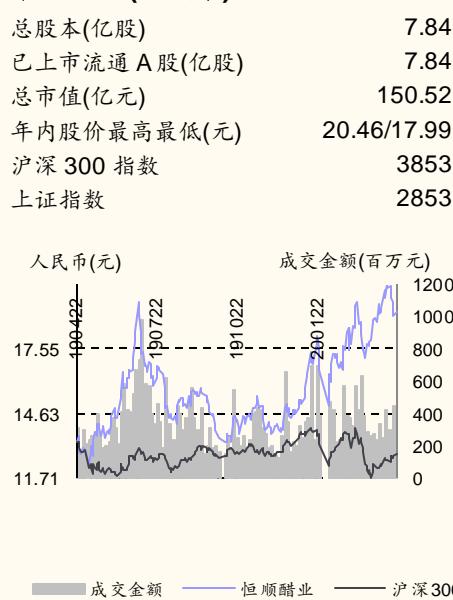


消费升级与娱乐研究中心

恒顺醋业(600305.SH)买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 19.21元

市场数据(人民币)**调味品主业稳健增长，改革潜力待释放****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.39	0.41	0.47	0.54	0.63
每股净资产(元)	2.60	2.87	3.12	3.41	3.76
每股经营性现金流(元)	0.51	0.55	0.24	0.52	0.63
市盈率(倍)	27	37	41	36	31
净利润增长率(%)	8.44%	6.55%	13.38%	14.88%	16.35%
净资产收益率(%)	14.97%	14.41%	15.04%	15.81%	16.69%
总股本(百万股)	783.56	783.56	783.56	783.56	783.56

来源:公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布年报,19年实现收入18.32亿元,同比+7.51%,归母净利润3.25亿元,同比+5.68%,扣非归母净利润2.54亿,同比+15.8%。每10股派2.07元(含税)转增2.8股。

经营分析

- **调味品增长12.56%,食醋稳健+料酒高增:**公司19年调味品业务实现营收17.2亿元,同比+12.56%,维持稳健增长。分产品来看,19年食醋和料酒分别实现收入12.32亿元和2.45亿元,分别同比+6.01%和26.6%;食醋规模稳中有升,其中高端产品实现收入2.64亿元,同比增长8.61%,带动食醋吨价和毛利率提升;料酒业务继续高速增长,在行业格局未定的背景下公司不断实现规模扩张和市场影响力提升;非核心品类实现收入2.4亿,同比+41%,酱油等酱类产品低基数下实现高增长。分地区来看,华东地区(+11.33%)稳健增长,华南(+18.38%)和华中(16.01%)实现高增长,加速推进全国化。
- **毛利率提升+费用率增加,净利率同比微降:**公司19年毛利率和净利率分别为45.32%和17.71%,分别较去年同期+3.13pct和-0.27pct。公司毛利率提升受益于食醋年初提价以及品类高端化和料酒规模扩张提升毛利率。费用端来看,公司19年销售费用率和管理费用率分别为17.28%和6.32%,分别同比+2.38和-0.27pct,销售费用中促销费用增加最为显著,主因公司为推动提价顺利推进和市场竞争加速加大促销费用投放所致;管理费用变化不大。综合来看,公司19年净利率同比微降,归母净利润同比增长5.68%;但扣非归母净利润同比+15.8%,顺利完成年初业绩目标。
- **20年目标依旧稳健,龙头潜力待释放:**公司20年给予调味品主业和扣非归母净利润均为12%的稳健增长目标。虽然今年受到疫情系统性风险的影响,但公司仍在不断深化转型升级,通过聚焦主业、加快实施营销体系和品牌建设体系改革,不断激发改革动力、释放发展潜力。我们长期看好恒顺以时间换空间,巩固行业龙头地位的同时改善盈利能力,实现真正高质量的发展。

盈利预测

- 预计公司20-22年收入分别为20.4亿元/22.9亿元/26.1亿元,同比+11.1%/+12.5%/+13.8%;归母净利润分别为3.68亿元/4.23亿元/4.92亿元,同比+13.4%/+14.9%/+16.4%,考虑公司业绩目标,20年预测较上次提升6.8%;对应EPS分别为0.47/0.54/0.63元;当前股价对应PE分别为41/36/31倍,维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期、原材料价格变动、食品安全问题

卢周伟

联系人

luzhouwei@gjzq.com.cn

刘震倩

分析师 SAC 执业编号:
S1130519110005

liuchenqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,542	1,694	1,832	2,035	2,289	2,605
增长率	9.9%	8.2%	11.1%	12.5%	13.8%	
主营业务成本	-916	-979	-1,002	-1,111	-1,241	-1,407
%销售收入	59.4%	57.8%	54.7%	54.6%	54.2%	54.0%
毛利	625	715	830	924	1,049	1,198
%销售收入	40.6%	42.2%	45.3%	45.4%	45.8%	46.0%
营业税金及附加	-26	-27	-25	-27	-31	-35
%销售收入	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-234	-252	-317	-356	-396	-443
%销售收入	15.2%	14.9%	17.3%	17.5%	17.3%	17.0%
管理费用	-148	-112	-116	-128	-142	-159
%销售收入	9.6%	6.6%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%
研发费用	0	-48	-53	-57	-64	-73
%销售收入	0.0%	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润(EBIT)	218	276	320	355	416	488
%销售收入	14.1%	16.3%	17.4%	17.5%	18.2%	18.8%
财务费用	-8	-9	-5	-1	-4	-3
%销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-4	-4	0	0	0	0
公允价值变动收益	45	49	21	25	30	35
投资收益	11	17	6	10	10	10
%税前利润	3.4%	4.6%	1.6%	2.2%	1.9%	1.7%
营业利润	329	357	393	444	511	596
营业利润率	21.4%	21.1%	21.5%	21.8%	22.3%	22.9%
营业外收支	3	13	4	4	4	4
税前利润	333	370	397	448	515	600
利润率	21.6%	21.8%	21.7%	22.0%	22.5%	23.0%
所得税	-52	-66	-67	-76	-88	-102
所得税率	15.8%	17.9%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	280	304	330	372	428	498
少数股东损益	-1	-1	6	4	5	6
归属于母公司的净利润	281	305	325	368	423	492
净利率	18.2%	18.0%	17.7%	18.1%	18.5%	18.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	280	304	330	372	428	498
少数股东损益	-1	-1	6	4	5	6
非现金支出	90	95	83	52	62	72
非经营收益	-85	-32	-59	-135	-85	-92
营运资金变动	38	32	80	-104	5	13
经营活动现金净流	323	399	434	186	410	491
资本开支	38	-120	-74	-296	-226	-221
投资	-336	-194	-90	43	-90	-85
其他	7	19	40	10	10	10
投资活动现金净流	-291	-295	-124	-243	-306	-296
股权募资	0	3	0	0	0	0
债权募资	52	28	-124	142	125	65
其他	-86	-89	-84	-178	-209	-235
筹资活动现金净流	-231	11	-60	-101	-14	-17
现金净流量	-9	107	112	186	374	562

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	136	159	263	170	190	215
应收账款	148	151	101	134	144	157
存货	305	304	311	347	394	455
其他流动资产	402	590	510	610	713	817
流动资产	991	1,205	1,185	1,261	1,441	1,643
%总资产	38.6%	42.3%	39.7%	38.7%	39.2%	39.9%
长期投资	424	471	694	576	596	616
固定资产	1,018	1,045	952	1,151	1,341	1,521
%总资产	39.6%	36.7%	31.9%	35.4%	36.4%	37.0%
无形资产	96	89	85	103	122	139
非流动资产	1,578	1,646	1,797	1,995	2,238	2,471
%总资产	61.4%	57.7%	60.3%	61.3%	60.8%	60.1%
资产总计	2,569	2,850	2,982	3,256	3,679	4,114
短期借款	90	152	46	131	256	222
应付款项	332	366	370	415	472	551
其他流动负债	146	123	144	63	72	83
流动负债	569	641	560	610	801	856
长期贷款	53	20	3	3	3	3
其他长期负债	69	65	71	95	96	197
负债	691	725	634	708	900	1,055
普通股股东权益	1,800	2,035	2,252	2,447	2,674	2,947
其中：股本	603	784	784	784	784	784
未分配利润	621	814	1,025	1,221	1,448	1,720
少数股东权益	78	90	96	100	105	111
负债股东权益合计	2,569	2,850	2,982	3,256	3,679	4,114

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.466	0.389	0.414	0.470	0.540	0.628
每股净资产	2.987	2.597	2.874	3.123	3.413	3.761
每股经营现金净流	0.536	0.509	0.554	0.237	0.523	0.626
每股股利	0.140	0.120	0.210	0.220	0.250	0.280
回报率						
净资产收益率	15.60%	14.97%	14.41%	15.04%	15.81%	16.69%
总资产收益率	10.93%	10.69%	10.88%	11.30%	11.49%	11.96%
投入资本收益率	8.93%	9.67%	10.88%	10.93%	11.29%	12.29%
增长率						
主营业务收入增长率	6.52%	9.87%	8.18%	11.07%	12.50%	13.80%
EBIT增长率	11.49%	26.78%	15.87%	11.10%	17.01%	17.56%
净利润增长率	64.84%	8.44%	6.55%	13.38%	14.88%	16.35%
总资产增长率	13.47%	10.96%	4.61%	9.20%	13.00%	11.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.7	29.2	22.7	22.0	21.0	20.0
存货周转天数	122.5	113.5	112.1	114.0	116.0	118.0
应付账款周转天数	64.7	65.6	68.4	69.0	70.0	72.0
固定资产周转天数	217.9	221.6	180.7	189.5	190.7	185.7
偿债能力						
净负债/股东权益	0.41%	0.58%	-29.96%	-24.53%	-22.29%	-25.46%
EBIT利息保障倍数	-7.8	-27.2	-29.5	-38.0	-46.6	-7.8
资产负债率	54.07%	55.26%	52.71%	51.08%	50.12%	54.07%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	14
增持	0	0	0	1	25
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	1.64

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH