

增持

——维持

恒顺醋业 (600305)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期：2020年04月22日

行业：食品饮料



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518070002

### 基本数据 (2020.4.21)

报告日股价 (元)	18.99
12mth A 股价格区间 (元)	12.36-20.46
总股本 (百万股)	783.56
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	148.8
每股净资产 (元)	2.87
PBR (X)	6.61

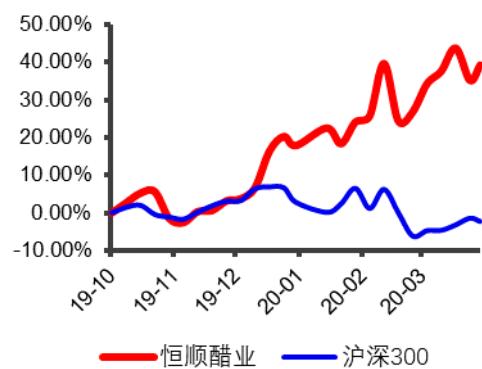
### 主要股东 (2019)

恒顺集团	44.63%
社保基金一零三	2.04%
香港中央结算有限公司	1.22%

### 收入结构 (2019)

醋	67.25%
料酒	13.37%
其他	19.38%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



### 相关报告：

《恒顺醋业 (600305) 2018 年报点评：醋毛利改善，料酒放量增长，扣非盈利提升》

# 20 年目标稳健，改革焕新可期

## ■ 公司动态事项

公司发布2019年年报，全年实现营收18.32亿元，同增7.51%，归属净利润为3.25亿元，同增5.68%，EPS为0.41元/股。公司拟每10股转增2.8股并派现2.07元。

## ■ 事项点评

### 调味品稳定增长，加大外埠渠道扩张

分品类看，公司醋/料酒收入分别为12.32/2.45亿元，同增6.01%/26.60%，其中黑醋/白醋收入同增5.76%/7.58%，此外酱油收入增长超25%。从量价看，醋销量15.99万吨/+4.65%，均价7705元/吨/+1.23%，均价提高有年初提价影响；料酒销量5.75万吨/+33.41%，放量增长，均价4261元/吨/-4.85%，均价下降受吨成本下行影响。从区域看，华东/华南/华中/西部/华北收入分别为9.18/2.59/2.77/1.59/1.07亿元，同增11.33%/18.38%/16.01%/7.74%/8.88%，期末全国经销商数量净增65家至1254家，主要分布在华东以外区域，公司加大了外埠的渠道扩张。分销售模式看，公司经销/直销收入分别为14.91/2.29亿元，同比+14.96%/-0.94%。公司线上低基数高增长，19年线上销售收入9961万元，同增79.63%，收入占比提高2.10pct至5.29%。

### 毛利率提升、营销投入加大，现金流继续改善

公司综合毛利率为45.31%，同比提高3.10pct，其中醋/料酒的毛利率分别为46.55%/36.36%，同比提高2.52pct/3.17pct，主要系吨成本分别下降3.26%/9.35%，预计跟部分原材料价格下降及公司规模效应扩大有关。公司销售费用率为17.28%/+2.13pct，主要是促销费、员工薪酬和运杂费增加，但毛销差提高0.67pct；管理和研发费用率分别为6.32%/-0.23pct、2.89%/+0.06pct，基本保持稳定；财务费用率为0.29%/-0.25pct，主要系偿还到期银行借款致利息费用减少。公司本期收到拆迁补偿款，带来资产处置收益4195.61万元。公司实现归属净利润3.25亿元，同增5.68%，归属净利率为17.74%，利润率水平较为稳定。公司经营活动现金流净流入4.29亿元，同增13.2%，净现比从18年的1.24提高至1.32，现金流继续改善。

## 20 年目标稳健，关注改革红利

公司去年进行了主要领导调整，杭祝鸿成为新任董事长。新董事长履历优秀，上任后带领公司进行改革创新：一是品牌建设体系改革，推进品牌终端门店标准化体系建设，打造旗舰店、改造恒顺商场；二是产品体系改革，公司持续推动大单品策略、打造中高端产品，加强餐饮渠道产品大包装规格的研发，引入新产品开发的“IPD产品开发流程”，构建以市场需求为导向的应用型产品研发体系；三是营销体系改革，将现有36个片区划分为4大战区（华东、北方、南方、本部），整合特通部为大客户部，主攻团购、大客户、定制等商务渠道，开拓电子商务和海外渠道；四是考核与监督体系改革，构建全新考核体系、激发内生动力，完善内部审计监督体系、降低三费，规范招投标管理。公司将在新领导班子的带领下，不断做强醋、做深酒（黄酒、料酒）、做宽酱（酱油、酱菜、酱料），实现醋业龙头地位稳固、料酒数一数二、酱类快速拓展的目标。Q1受疫情影响，公司原料、包材成本有所上升，料将通过调整产品结构缓解压力，下游餐饮消费量减少，

但公司目前餐饮产品占比相对较低，预计影响相对有限。公司20年主营调味品目标收入19.26亿元、同增12%，扣非归属净利润2.84亿元，同增12%，深化改革背景下保持稳健发展。

### ■ 投资建议

我们预计公司2020-2022年归属净利润分别为3.51/4.32/5.12亿元，对应EPS分别为0.45/0.55/0.65元/股，对应PE分别为42/34/29倍（按2020/4/21收盘价18.99元/股计算）。20年主流调味品可比公司预期平均估值约为49倍，高于公司预期估值水平，考虑到公司醋业为主、未来改革焕新带来的增长提速预期，我们给予公司20年48倍PE估值，对应合理价值为21.60元/股，距离当前股价涨幅约14%，维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

食品安全风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险等。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1832.19	2022.81	2325.47	2667.76
年增长率		10.40%	14.96%	14.72%
归属于母公司的净利润	324.56	351.06	432.47	512.00
年增长率		8.17%	23.19%	18.39%
每股收益 (元)	0.41	0.45	0.55	0.65
PER (X)	45.85	42.39	34.41	29.06

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2020/4/21收盘价）

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	263	506	743	1147
应收和预付款项	113	189	156	239
存货	311	355	394	454
其他流动资产	498	498	498	498
长期股权投资	137	137	137	137
投资性房地产	394	394	394	394
固定资产和在建工程	952	1015	1070	1096
无形资产和开发支出	84	84	84	84
其他非流动资产	230	209	209	207
<b>资产总计</b>	<b>2982</b>	<b>3385</b>	<b>3685</b>	<b>4256</b>
短期借款	28	177	0	0
应付和预收款项	442	406	441	491
长期借款	3	3	3	3
其他负债	161	94	94	94
<b>负债合计</b>	<b>634</b>	<b>679</b>	<b>537</b>	<b>587</b>
股本	784	784	784	784
资本公积	280	280	280	280
留存收益	1188	1540	1972	2484
归属母公司股东权益	2252	2603	3035	3547
少数股东权益	96	103	112	122
<b>股东权益合计</b>	<b>2348</b>	<b>2706</b>	<b>3147</b>	<b>3669</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2982</b>	<b>3385</b>	<b>3685</b>	<b>4256</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1832	2023	2325	2668
营业成本	1002	1084	1219	1381
营业税金及附加	25	28	32	37
营业费用	317	344	391	448
管理&研发费用	168	178	200	229
财务费用	5	0	-5	-13
资产处置收益	43	0	0	0
投资&其他收益	14	14	14	14
公允价值变动净收益	21	21	21	21
<b>营业利润</b>	<b>393</b>	<b>424</b>	<b>523</b>	<b>621</b>
营业外收支净额	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>397</b>	<b>427</b>	<b>527</b>	<b>625</b>
所得税	67	69	86	103
<b>净利润</b>	<b>330</b>	<b>358</b>	<b>441</b>	<b>522</b>
少数股东损益	6	7	9	10
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>325</b>	<b>351</b>	<b>432</b>	<b>512</b>

**财务比率分析**

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	45.32%	46.39%	47.58%	48.25%
EBIT/销售收入	19.14%	21.09%	22.43%	22.89%
销售净利率	16.17%	17.70%	18.96%	19.57%
ROE	12.90%	13.49%	14.25%	14.43%
资产负债率	18.40%	21.07%	15.26%	14.34%
流动比率	2.19	2.30	3.37	4.02
速动比率	1.53	1.76	2.61	3.23
总资产周转率	0.68	0.63	0.66	0.65
应收账款周转率	20.39	12.36	18.20	12.91
存货周转率	3.22	3.06	3.09	3.04

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。