

谨慎推荐（首次）

业绩增长平稳，20 年目标稳健

风险评级：中风险

恒顺醋业（600305）2019 年报点评

2020 年 4 月 24 日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

主要数据

2020 年 4 月 23 日

收盘价(元)	20.08
总市值(亿元)	157.34
总股本(亿股)	7.84
流通股本(亿股)	7.84
ROE(TTM)	14.41%
12 月最高价(元)	20.46
12 月最低价(元)	12.02

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

事件：恒顺醋业发布2019年报，实现营业收入18.32亿元，同比增长7.51%；归母净利润3.25亿元，同比增长5.68%；扣非后净利润2.54亿元，同比增长15.77%；拟每10股转增2.8股派现2.07元。

点评：

■ **调味品收入稳定增长，渠道扩张稳健。**2019年公司营收实现稳定增长，分产品看，主营调味品实现收入17.2亿元，同比增长12.56%；高端产品实现收入2.64亿元，同比增长8.61%。食醋类产品收入12.32亿元，同比增长6.01%，占调味品收入比重72%；其中白醋产品收入1.76亿元，同比增长7.58%。此外，料酒产品实现收入2.45亿元，同比增长26.6%。分地区看，华东、华南、华中、西部、华北分别收入9.18亿元、2.59亿元、2.77亿元、1.59亿元、1.07亿元，增速分别为11.33%、18.38%、16.01%、7.74%、8.88%。分模式看，经销收入14.91亿元，同比增长14.96%，直销收入2.29亿元，同比下降0.94%；线上销售收入约1亿元，由于基数低，同比增长84%。

■ **毛利率提升，销售费用增幅大，净利率基本稳定。**调味品毛利率46.52%，同比上升3.18个百分点；食醋类产品毛利率46.55%，同比上升2.52个百分点，吨价从2018年的7608.25元/吨上升至7706.91元/吨，同比提升1.3%；料酒产品毛利率36.36%，同比上升3.17个百分点，吨价从2018年的4495.19元/吨下降至4262.73元/吨，同比下降5.17%。期间费用率26.78%，同比上升1.93个百分点，主要系销售费用同比增加22.59%，销售费用率17.28%，同比上升2.38个百分点，而管理费用率和财务费用率均有所下降。净利率18.03%，同比略上升0.09个百分点。

■ **20年经营目标稳健。**公司目前餐饮渠道销量尚小，受疫情影响有限。管理层表示20年力争实现主营调味品业务销售超12%增长，扣非后净利润实现12%以上增长的经营目标。

■ **食醋行业集中度有待提高，国内人均消费量提升空间大。**目前国内食醋行业CR5约22.3%，公司作为龙头市占率约10%左右。参考日本经验，上世纪90年代CR5食醋企业市占率已达68%。随着居民消费升级和国家对食品安全监管力度增强，行业集中度有待提高。另外，和日本相比，我国人均食醋消费量还有3倍以上的提升空间。公司作为具有品牌优势的老牌醋企发展空间较大。

■ **投资建议：给予谨慎推荐评级。**预计公司2020-2021年EPS分别为0.43元、0.47元，对应PE分别为47倍、43倍，给予谨慎推荐评级。

■ **风险提示。**食品安全风险、原材料涨价风险、市场竞争加剧。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E
营业总收入	1,693.68	1832.19	2028.11	2235.33
营业总成本	1,430.89	1517.94	1704.97	1871.19
营业成本	979.06	1001.84	1149.80	1261.09
营业税金及附加	25.36	25.36	26.37	27.94
销售费用	252	316.58	344.78	380.01
管理费用	112	115.85	126.76	139.71
研发费用	48	53	58	64
财务费用	9.17	5.37	-0.53	-1.27
其他经营收益	94	78.81	82.62	82.62
公允价值变动净收益	49	21.36	21.36	21.36
投资净收益	17	6.27	6.27	6.27
营业利润	356.57	393.06	405.76	446.76
加 营业外收入	21.46	6.40	5.00	5.00
减 营业外支出	8.01	2.86	0.00	0.00
利润总额	370.02	396.60	410.76	451.76
减 所得税	66.17	66.67	69.05	75.95
净利润	303.84	329.93	341.71	375.82
减 少数股东损益	-0.75	5.71	5.92	6.51
归母公司所有者的净利润	304.60	324.56	335.79	369.31
基本每股收益(元)	0.39	0.41	0.43	0.47

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn