

2020年04月28日

公司研究•证券研究报告

## 恒顺醋业（600305.SH）

### 20年目标稳健，静待改革红利的逐步释放

**事件：**公司19年报&20Q1相继出炉，19年公司实现营业总收入18.32亿元，同比+7.51%；其中主营调味品实现收入17.20亿元，同比增长12.56%，归母净利润3.25亿元，同比+5.68%，扣非净利润2.54亿元，同比+15.77%，实现每股收益0.41元，业绩完成年初目标。20Q1实现营收4.66亿元，同比+0.35%；归母净利润0.76亿元，同比+3.69%。

#### 投资要点

- ◆ **食醋稳健增长，料酒加速增长。**分产品来看，19年公司主要产品醋、料酒分别实现收入12.32/2.45亿元，同比+6.01%/+26.60%，其中黑醋/白醋分别实现收入10.56/1.76亿元（同比+5.76%/+7.58%）；受益于结构升级和去年年初的部分提价，醋的吨价上升到7710元。料酒四个季度增速为37.07%/27.55%/39.06%/5.76%，Q4增速放缓主要系公司暂将部分资源投放到醋品类上。20Q1料酒继续实现26.96%的高增，食醋实现收入3.01亿元（+0.18%），其中白醋实现超过20%的增速，黑醋增速有所下降，主要系华东区域餐饮端和物流受阻的影响；从区域上来看公司的西部和华北地区收入分别下降12.97%/16.21%，下降较为明显。
- ◆ **产品结构改善提升毛利率，盈利能力总体保持稳定。**19年醋的毛利率46.55%，其中高毛利的高端醋占比提升推动食醋毛利率同比+2.52pcts，料酒毛利率实现36.36%，同比+3.17pcts，主要系原材料相对有所下降和积极开拓市场。费用方面，销售费用率17.28%（+2.13pct），主要系促销费用有所增加。毛利率提升和费用率下降推动净利率小幅提升0.09个pct至18.03%。20Q1毛利率下降3.27pcts，主要系部分运杂费从费用端口径计入了成本端，销售费用率同比下降3.89pcts，管理费用率小幅下降1.13pct，推动净利率同比提升0.87个pct至16.69%，剔除变更影响报告期内盈利能力保持稳定。
- ◆ **稳步推进各类渠道建设，线上渠道高增。**线下渠道以经销为主，目前拥有各地区的经销网点50万个。分渠道来看，农贸渠道利用春耕造林和大包装割箱陈列进行下沉，其中春耕造林打造2.9万家终端，醋类割箱约8000家，料酒割箱约6000家；此外还积极开发餐饮渠道，开发大包装规格产品来并对接全国的连锁餐饮店。同时大力拓展线上业务，19年和20Q1线上业务分别增长83.76%和38.15%。
- ◆ **20年目标稳健，内部改革正在进行时。**19年底新董事长上任，表示坚定不移聚焦主业，将优秀资源整合到调味品主业上，打造恒顺产品三剑客（醋、酱料、料酒），渠道上将36个营销片区整合为4大战区进行营销体系改革和管理，积极打造样本市场，通过聚焦产品、深化营销改革，推动效率提速。20年公司目标调味品业务销售同比增长12%，扣非净利同比增长12%，目标稳健不失积极，期待未来改革效果的逐步显现。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司20-21年的EPS为0.48、0.56，当前对应PE为42X/36X，

### 公司快报

食品饮料 | 调味品 III

投资评级 买入-B(首次)

股价(2020-04-27) 20.36元

#### 交易数据

总市值（百万元）	15,953.27
流通市值（百万元）	15,953.27
总股本（百万股）	783.56
流通股本（百万股）	783.56
12个月价格区间	12.10/20.99元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.88	27.77	67.08
绝对收益	7.44	22.36	58.31

#### 分析师

陈振志  
SAC 执业证书编号：S0910519110001  
chenzhenzhi@huajinsc.cn  
021-20377051

#### 报告联系人

王颖洁  
wangyingjie@huajinsc.cn  
021-20377191

#### 相关报告

给予买入-B 建议。

◆ 风险提示：竞争加剧、市场开拓不及预期、机制改革不及预期

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,694	1,832	2,073	2,378	2,757
YoY(%)	9.9	8.2	13.1	14.7	15.9
净利润(百万元)	305	325	373	436	518
YoY(%)	8.4	6.6	15.0	16.7	19.0
毛利率(%)	42.2	45.3	46.5	47.6	48.6
EPS(摊薄/元)	0.39	0.41	0.48	0.56	0.66
ROE(%)	14.3	14.1	14.6	15.3	16.1
P/E(倍)	51.9	48.7	42.4	36.3	30.5
P/B(倍)	7.8	7.0	6.4	5.7	5.1
净利率(%)	18.0	17.7	18.0	18.3	18.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)								
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产	1205	1185	1385	1474	1770	营业收入	1694	1832	2073	2378	2757		
现金	159	263	278	441	486	营业成本	979	1002	1110	1247	1418		
应收票据及应收账款	140	90	202	113	264	营业税金及附加	27	25	33	37	42		
预付账款	9	12	14	15	19	营业费用	252	317	327	383	455		
存货	304	311	375	394	481	管理费用	112	116	133	152	176		
其他流动资产	592	509	516	511	520	研发费用	48	53	59	68	79		
非流动资产	1646	1797	1934	2094	2278	财务费用	9	5	6	6	3		
长期投资	47	137	225	312	400	资产减值损失	4	0	0	0	0		
固定资产	1028	907	984	1088	1218	公允价值变动收益	49	21	30	27	28		
无形资产	87	84	59	31	-2	投资净收益	17	6	10	9	9		
其他非流动资产	483	669	666	662	662	营业利润	357	393	444	521	622		
资产总计	2850	2982	3319	3568	4047	营业外收入	21	6	11	10	10		
流动负债	641	560	685	635	745	营业外支出	8	3	5	4	4		
短期借款	126	28	91	28	28	利润总额	370	397	451	527	628		
应付票据及应付账款	184	191	225	243	289	所得税	66	67	77	90	107		
其他流动负债	331	340	369	364	428	税后利润	304	330	373	437	521		
非流动负债	85	74	74	75	76	少数股东损益	-1	6	-0	1	2		
长期借款	20	3	3	3	4	归属母公司净利润	305	325	373	436	518		
其他非流动负债	65	71	71	71	71	EBITDA	466	474	521	605	716		
负债合计	725	634	759	710	820	主要财务比率							
少数股东权益	90	96	96	98	100	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
股本	784	784	1003	1003	1003	成长能力							
资本公积	304	280	60	60	60	营业收入(%)	9.9	8.2	13.1	14.7	15.9		
留存收益	947	1189	1399	1636	1922	营业利润(%)	8.2	10.3	12.8	17.4	19.4		
归属母公司股东权益	2035	2252	2463	2760	3127	归属于母公司净利润(%)	8.4	6.6	15.0	16.7	19.0		
负债和股东权益	2850	2982	3319	3568	4047	获利能力							
现金流表(百万元)					毛利率(%)	42.2	45.3	46.5	47.6	48.6			
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E		净利率(%)	18.0	17.7	18.0	18.3	18.8		
经营活动现金流	376	429	306	580	444	ROE(%)	14.3	14.1	14.6	15.3	16.1		
净利润	304	330	373	437	521	ROIC(%)	13.8	14.0	14.3	15.3	16.0		
折旧摊销	91	83	74	85	100	偿债能力							
财务费用	9	5	6	6	3	资产负债率(%)	25.4	21.2	22.9	19.9	20.3		
投资损失	-17	-6	-10	-9	-9	流动比率	1.9	2.1	2.0	2.3	2.4		
营运资金变动	32	80	-106	87	-141	速动比率	0.5	1.5	1.4	1.7	1.7		
其他经营现金流	-44	-63	-32	-26	-29	营运能力							
投资活动现金流	-295	-124	-169	-210	-246	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7		
筹资活动现金流	-57	-208	-185	-144	-153	应收账款周转率	12.4	16.0	14.2	15.1	14.6		
每股指标(元)					应付账款周转率	5.6	5.3	5.3	5.3	5.3			
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.41	0.48	0.56		估值比率							
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.55	0.39	0.74	P/E	51.9	48.7	42.4	36.3	30.5			
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.87	3.14	3.52		P/B	7.8	7.0	6.4	5.7	5.1		
					EV/EBITDA	43.7	41.4	37.8	32.2	27.1			

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)