

日期: 2020年08月19日

行业: 食品饮料



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2020.8.18)

报告日股价 (元)	23.71
12mth A 股价格区间 (元)	10.31-23.71
总股本 (百万股)	1002.96
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	237.80
每股净资产 (元)	2.23
PBR (X)	10.62

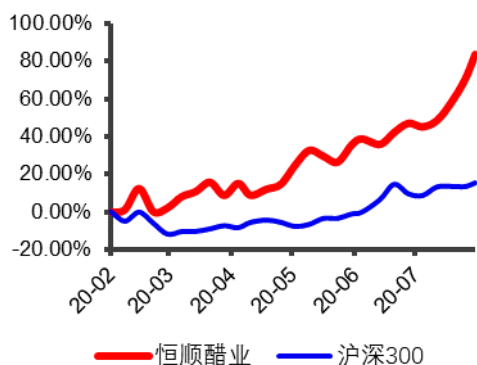
主要股东 (2020H1)

恒顺集团	44.63%
乔晓辉	2.64%
香港中央结算有限公司	1.95%
光大证券股份有限公司	1.20%
全国社保基金一零五组合	1.20%

收入结构 (2020H1)

醋	68.3%
料酒	15.6%
其他	16.1%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《恒顺醋业 (600305) 2019 年报点评: 20 年目标稳健, 改革焕新可期》

《恒顺醋业 (600305) 2020Q1 季报点评: Q1 料酒表现亮眼, 期待改革红利》

Q2 醋销售改善, 料酒持续快速增长

■ 公司动态事项

公司发布2020年中报, 上半年营收9.53亿元, 同比增长7.39%, 归属净利润为1.49亿元, 同比增长3.63%, 扣非归属净利润1.33亿元, 同比增长11.44%。

■ 事项点评

Q2 醋销售改善, 料酒持续快速增长

公司Q2实现营收4.87亿元, 同比增长16.0%, 现金收入5.29亿元, 同比增长13.5%。分产品看, 上半年公司醋收入6.51亿元, 同比增长5.0%, 其中Q1/Q2分别增长0.2%/9.6%, Q2疫情缓和背景下, 公司物流运输及餐饮业务逐渐恢复, 醋销售改善明显; 料酒收入1.49亿元, 同比增长27.0%, 其中Q1/Q2分别增长27.0%/27.1%, 持续地快速增长; 其他调味品收入0.98亿元, 同比增长9.5%。上半年, 调味品合计收入8.98亿元, 占比较去年同期提高0.4pct至94.2%, 公司业务进一步聚焦调味品领域。分区域看, 上半年华东/华南/华中/西部/华北收入分别为4.62/1.47/1.55/0.79/0.55亿元, 同比+6.7%/+18.8%/+11.0%/+4.1%/+1.2%, 其中Q2增速分别为9.2%/32.1%/19.7%/24.5%/31.5%, 各区域环比恢复较快增长。

同口径毛利率上升, 广告促销力度加大

上半年公司调味品毛利率为41.2%, 同比下降3.3pct, 主要系运费重分类至营业成本, 按同口径计算调味品毛利率同比提高2.0pct。其中醋/料酒毛利率分别为44.0%/36.6%, 同比-2.5pct/+2.2pct, 同口径下毛利率均有所上升, 其中料酒和白醋毛利率提升主要系规模效应体现, 黑醋毛利率提升来自家庭消费占比提升。公司销售费用率为14.3%/-2.1pct, 剔除运费影响后同比+2.9pct, 主要系广告费+70.6%、促销费+37.3%、人员费用+17.3%; 管理费用率为5.0%/-1.8pct, 主要系人工成本和折旧摊销减少。公司上半年归属净利润为1.49亿元, 同比增长3.63%, 净利率15.6%/-0.5pct, 其中Q2盈利0.73亿元, 同比增长3.58%, 净利率15.1%/-0.7pct。

聚焦调味品, 积极变革迎新章

公司全年进行了管理层焕新, 开启了内部变革: 一是业务聚焦在调味品板块, 明确“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”目标, 继续收缩非主营业务。调味品定位中高端, 百年恒顺品牌, 产品力突出, 高端醋产品毛利率超过50%; 二是加大产能建设, 香醋扩产项目预计2022年6月投产, 料酒扩产项目预计2022年初投产, 届时料酒产能将翻番; 三是积极营销变革, 公司通过样板市场打造, 树立区域标杆, 深挖渠道潜能, 通过“织网行动”加速空白市场覆盖, 通过特通、电商、产品定制等形式拓展新业务。上半年公司经销商净增24家至1294家, 线上收入0.68亿元, 同比增长44.3%。

■ 投资建议

维持盈利预测, 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0.35/0.43/0.51元/股, 对应PE分别为68/55/46倍 (按2020/8/18收盘价计算)。今年是公司内部经营的变革年, 重心在于打造好产品矩阵、渠道体系等, 为未来业绩释放打基础, 静待改革

成效。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险等。

■ 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)	0.32	0.35	0.43	0.51
PER (X)	73.27	67.74	54.99	46.45

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/8/18 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
资产总计	2982	3385	3685	4256
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
负债合计	634	679	537	587
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
股东权益合计	2348	2706	3147	3669
负债和股东权益合计	2982	3385	3685	4256

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	429	262	460	416
投资活动产生现金流量	-124	-51	-51	-26
融资活动产生现金流量	-208	150	-172	14
现金流量净额	97	361	237	404

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
营业利润	393	424	523	621
营业外收支净额	3	3	3	3
利润总额	397	427	527	625
所得税	67	69	86	103
净利润	330	358	441	522
少数股东损益	6	7	9	10
归属母公司股东净利润	325	351	432	512

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。