



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

## 基本数据 (2020.11.11)

报告日股价 (元)	21.69
12mth A 股价格区间 (元)	10.65-26.75
总股本 (百万股)	1002.96
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	217.54
每股净资产 (元)	2.23
PBR (X)	9.72

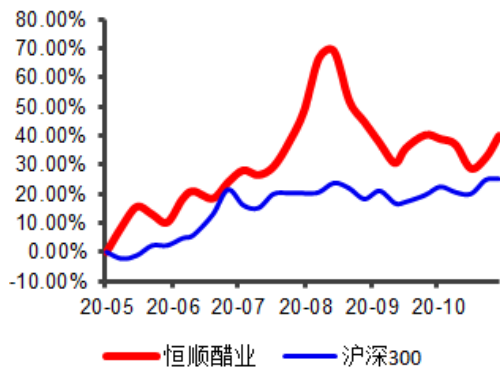
## 主要股东 (2020Q3)

恒顺集团	44.63%
香港中央结算有限公司	2.21%
乔晓辉	1.82%
光大证券股份有限公司	1.60%
全国社保基金一零五组合	1.20%

## 收入结构 (2020Q3)

醋	62.88%
料酒	19.27%
其他	17.85%

## 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》

《恒顺醋业 (600305) 中报点评: Q2 醋销售改善, 料酒持续快速增长》

## Q3 业绩稳增长, 改革持续推进

## ■ 公司动态事项

公司发布2020年三季报, 前三季度实现营收14.46亿元/+7.98%, 归属净利润为2.31亿元/-8.85%, 扣非归属净利润为2.06亿元/+10.87%。其中, Q3营收为4.93亿元/+9.14%, 归属净利润为0.81亿元/-25.34%, 扣非归属净利润0.73亿元/+10.33%。

## ■ 事项点评

## Q3 醋保持高个位数增长, 料酒持续快增长

分产品看, 公司前三季度醋/料酒收入分别为9.60/2.44亿元, 同比+6.06%/+27.33%, 其中Q3收入分别为3.10/0.95亿元, 同比+8.29%/+27.81%, 醋连续两个季度保持高个位数增长, 料酒今年各季度增速均在27%左右、呈快速增长态势。分地区看, 华南大区继续增速领先, 前三季度和Q3收入同比增速分别为18.2%、17.1%, 保持高两位数增长; 华东和华中前三季度收入高个位数增长, 其中华东Q3收入增速回到两位数; 华北和西部前三季度收入低个位数增长, 但华北Q3收入增速约10.4%。

## Q3 毛销差同比扩大, 扣非净利率小幅上升

前三季度公司毛利率为41.15%, 同比下降2.91pct, 销售费用率为13.42%, 同比下降2.90pct, 二者较大幅度变动主要系运费调整至营业成本核算, 综合来看公司前三季度毛销差为27.73%, 基本与去年同期持平, 其中Q3毛销差为30.02%, 同比扩大1.80pct, 整体盈利能力保持稳健。Q3公司归属净利润同比下滑25.69%, 主要系去年同期有较大的资产处置收益, 扣非后归属净利润同比增长10.33%, 扣非净利率为14.81%, 同比小幅上升0.11pct。

## 聚焦调味品, 积极变革迎新章

公司今年积极展开变革, 在产品、营销运营、渠道、管理等多方面发力, 9-10月份公司主营业务增速达18%, 增速环比提升。展望2021年, 公司将继续深化改革, 打造产品力、提升品牌力、助推渠道力。截至三季度末, 公司全国经销商数量为1329家, 年内净增75家、Q3净增35家, 增量主要分布在华南、西部和华北大区, 积极向全国布局。未来公司将深耕传统渠道, 提高地县级的覆盖率; 精耕商超渠道, 相关促销投放预计加大; 强攻电商渠道, 今年前三季度及Q3单季度线上销售增速分别达38.8%和28.5%; 全力切入餐饮渠道、开发大客户渠道。同时, 公司今年建立了八大战区, 相关负责人已到位并进行了薪酬优化, 一线销售人员待遇也明显改善, 未来仍将继续实施人才激励, 从内而外激发公司成长活力。我们认为, 今年是公司改革元年, 从内部产品结构、管理体制到外部经销队伍开拓、品牌宣传等多方面都在发力向上, 明年随着改革效果逐渐显现, 有望推动收入端增长提速。

## ■ 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62/50/42倍 (按2020/11/11收盘价计算)。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)	67.03	61.97	50.30	42.49

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/11/11 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>

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
<b>现金流量净额</b>	<b>97</b>	<b>361</b>	<b>237</b>	<b>404</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1832</b>	<b>2023</b>	<b>2325</b>	<b>2668</b>
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
净利润	330	358	441	522
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 $\pm 10\%$ 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。