

恒顺醋业 (600305)

公司研究/点评报告

Q4 业绩显著提速，改革红利有望持续释放

——恒顺醋业 (600305) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 30 日

一、事件概述

3 月 29 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 20.14 亿元，同比+9.94%；实现归母净利润 3.15 亿元，同比-3.01%；实现扣非归母净利润 2.85 亿元，同比+12.20%；20Q4 单季度实现营收 5.68 亿元，同比+15.27%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比+17.62%。

二、分析与判断

➤ 20Q4 收入显著提速，外围市场放量验证营销变革成效

2020 年公司实现营收 20.14 亿元，同比+9.94%，其中调味品主业同比+12.76%；20Q4 单季度实现营收 5.68 亿元，同比+15.27%。总体看，调味品主业圆满完成 2020 年初制定的 12% 收入增长目标，同时 20Q4 收入明显提速，为过去 16 个季度最高值，体现本次变革的有效性。分产品看，2020 年食醋/料酒分别同比+9%/29%，折合 20Q4 分别同比+22%/22%，其中食醋在四季度明显提速，主要得益于公司多项变革的持续落地。分区域看，2020 年华东/华南/华中/西部/华北分别同比+8%/+26%/+19%/+8%/9%，折合 20Q4 分别同比+9%/47%/53%/21%/24%，其中华东大本营维持稳健增长，外围市场提速较为明显，验证营销变革成效。经销商方面，2020 年末华东/华南/华中/西部/华北经销商数量相较 2019 年末分别+18/-2/+65/+33/+71 家，其中外围市场增加较多，主要得益于“八大战区”改革后持续推动渠道裂变下沉。

➤ 结构升级推动醋与料酒毛利率提升，内部管理提效带来费用率改善

2020 年公司实现归母净利润 3.15 亿元，同比-3.01%，主要系 2019 年资产处置收益导致利润基数偏高，若不考虑资产处置则 2020 年归母净利润同比+12.14%；20Q4 归母净利润 0.84 亿元，同比+17.62%。2020 年扣非净利润为 2.85 亿元，同比+12.20%，顺利完成 2020 年初制定+12%的目标。(1) 毛利率：2020 年调味品毛利率（按去年同口径，扣除运输费用）为 44.78%，同比-1.74ppt，而食醋毛利率（同上）同比+2.97ppt，料酒毛利率（同上）同比+2.19ppt，因此判断调味品毛利率下降主要系酱油、复调等其他产品拖累所致。(2) 净利率：2020 年归母净利率 15.63%，同比-2.09ppt，主要归因于资产处置收益扰动，若不考虑该因素则 2020 年归母净利率同比+0.31ppt。(3) 费用率：2020 年期间费用率为 22.31%，同比-4.48ppt。其中销售费用率 13.29%，同比-3.99ppt，主要系运输费用调整至成本导致；管理费用率 5.86%，同比-0.47ppt，主要得益于 SAP 系统上线带来内部管理效率提升；研发费用率 2.87%，同比-0.02ppt，整体保持稳定。此外，销售人员数量同比+29%，与“八大战区”的渠道裂变下沉动作相匹配。

➤ 成长拐点已至，预计 2021 年收入与利润进一步提速

展望 2021 年：收入端，我们判断变革将步入深化期，在营销战区进一步细化、渠道激励力度加大、销售人员薪酬提升的共同推动下，公司营收增长将进入提速通道。公司 2021 年调味品主业收入增长目标为 13%，我们预计实际增长有望高于这一水平。**利润端**，虽然变革前期需投放大量费用以进行配合，但我们认为公司仍可通过优化产品结构、提升管理效率等多项措施来对冲费用增加，以实现毛销差及净利率的稳定。同时，随着其他业务资产处置接近尾声，预计净利润增速有望与收入端匹配。**长期看，营销体制改革**：公司去年 7 月对销售总监进行调整，8 月三大战区拆分为八大战区，未来公司将继续挖掘外埠市场潜力，未来 2-3 年将进入改革红利持续释放阶段。**产能持续扩张**：目前 10 万吨香醋、10 万吨料酒黄酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年均能投入使用，将有力支撑公司全国化扩张之路。

推荐

维持评级

当前价格： 19.38 元

交易数据 2021-3-29

| | |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 26.75/17.15 |
| 总股本(百万股) | 1,003 |
| 流通股本(百万股) | 1,003 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 194 |
| 流通市值(亿元) | 194 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号： S0100120070033

邮箱： liuguangyi@mszq.com

相关研究

- 1.恒顺醋业(600305)动态报告：变革举措持续落地，成长拐点将至
- 2.恒顺醋业(600305)2020年三季度点评：Q3业绩稳健增长，静待改革红利持续释放

三、投资建议

我们小幅提升此前盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现营收为 23.33 /27.37 /32.35 亿元，同比 +15.8%/17.4%/18.2%；实现归母净利润为 3.72/4.41/5.28 亿元，同比 +18.3%/18.5%/19.6%，折合 EPS 为 0.37/0.44/0.53 元，对应 PE 为 52/44/37X。公司估值与 2021 年调味品可比公司平均估值的 52 倍 PE (Wind 一致预期，算数平均法) 水平相当。考虑到公司变革系列举措有望推动未来业绩持续提速，维持“推荐”评级。

四、风险提示

变革效果不及预期、部分原料价格上涨超预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2,014 | 2,333 | 2,737 | 3,235 |
| 增长率 (%) | 9.9% | 15.8% | 17.4% | 18.2% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 315 | 372 | 441 | 528 |
| 增长率 (%) | -3.0% | 18.3% | 18.5% | 19.6% |
| 每股收益 (元) | 0.31 | 0.37 | 0.44 | 0.53 |
| PE (现价) | 61.75 | 52.19 | 44.03 | 36.82 |
| PB | 9.27 | 7.45 | 6.75 | 6.02 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2,014 | 2,333 | 2,737 | 3,235 |
| 营业成本 | 1,193 | 1,368 | 1,580 | 1,871 |
| 营业税金及附加 | 25 | 33 | 38 | 45 |
| 销售费用 | 268 | 348 | 427 | 505 |
| 管理费用 | 118 | 124 | 137 | 152 |
| 研发费用 | 58 | 47 | 49 | 58 |
| EBIT | 353 | 414 | 506 | 604 |
| 财务费用 | 6 | 1 | 2 | 1 |
| 资产减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 11 | 8 | 9 |
| 营业利润 | 385 | 445 | 528 | 633 |
| 营业外收支 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 389 | 445 | 528 | 633 |
| 所得税 | 69 | 71 | 84 | 101 |
| 净利润 | 320 | 374 | 444 | 533 |
| 归属于母公司净利润 | 315 | 372 | 441 | 528 |
| EBITDA | 428 | 635 | 613 | 734 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 197 | 13 | 200 | 378 |
| 应收账款及票据 | 94 | 138 | 141 | 169 |
| 预付款项 | 9 | 13 | 15 | 17 |
| 存货 | 289 | 395 | 443 | 506 |
| 其他流动资产 | 772 | 782 | 779 | 784 |
| 流动资产合计 | 1,360 | 1,341 | 1,579 | 1,854 |
| 长期股权投资 | 133 | 133 | 133 | 133 |
| 固定资产 | 949 | 1,265 | 1,351 | 1,499 |
| 无形资产 | 92 | 123 | 135 | 153 |
| 非流动资产合计 | 1,871 | 2,233 | 2,345 | 2,519 |
| 资产合计 | 3,231 | 3,574 | 3,924 | 4,373 |
| 短期借款 | 54 | 54 | 54 | 54 |
| 应付账款及票据 | 225 | 259 | 299 | 353 |
| 其他流动负债 | 271 | 365 | 401 | 443 |
| 流动负债合计 | 549 | 678 | 754 | 851 |
| 长期借款 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 其他长期负债 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 非流动负债合计 | 193 | 193 | 193 | 193 |
| 负债合计 | 742 | 871 | 947 | 1,043 |
| 股本 | 1,003 | 1,003 | 1,003 | 1,003 |
| 少数股东权益 | 94 | 95 | 98 | 103 |
| 股东权益合计 | 2,489 | 2,703 | 2,977 | 3,330 |
| 负债和股东权益合计 | 3,231 | 3,574 | 3,924 | 4,373 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|--------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 9.9% | 15.8% | 17.4% | 18.2% |
| EBIT 增长率 | 10.4% | 17.3% | 22.2% | 19.4% |
| 净利润增长率 | -3.0% | 18.3% | 18.5% | 19.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 40.8% | 41.4% | 42.3% | 42.2% |
| 净利润率 | 15.9% | 16.0% | 16.2% | 16.5% |
| 总资产收益率 ROA | 9.7% | 10.4% | 11.2% | 12.1% |
| 净资产收益率 ROE | 13.1% | 14.3% | 15.3% | 16.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.48 | 1.98 | 2.09 | 2.18 |
| 速动比率 | 1.93 | 1.38 | 1.49 | 1.57 |
| 现金比率 | 0.36 | 0.02 | 0.27 | 0.44 |
| 资产负债率 | 23.0% | 24.4% | 24.1% | 23.9% |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 16.98 | 21.42 | 18.76 | 19.06 |
| 存货周转天数 | 88.48 | 105.33 | 102.43 | 98.75 |
| 总资产周转率 | 0.62 | 0.65 | 0.70 | 0.74 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.31 | 0.37 | 0.44 | 0.53 |
| 每股净资产 | 2.39 | 2.60 | 2.87 | 3.22 |
| 每股经营现金流 | 0.36 | 0.55 | 0.57 | 0.66 |
| 每股股利 | 0.16 | 0.16 | 0.17 | 0.18 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 61.75 | 52.19 | 44.03 | 36.82 |
| PB | 9.27 | 7.45 | 6.75 | 6.02 |
| EV/EBITDA | 51.78 | 30.87 | 31.68 | 26.19 |
| 股息收益率 | 0.8% | 0.8% | 0.9% | 0.9% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 320 | 374 | 444 | 533 |
| 折旧和摊销 | 76 | 221 | 107 | 130 |
| 营运资金变动 | -11 | -36 | 25 | -1 |
| 经营活动现金流 | 364 | 551 | 571 | 657 |
| 资本开支 | -150 | -583 | -220 | -306 |
| 投资 | -254 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -376 | -572 | -212 | -297 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 303 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -55 | -162 | -172 | -182 |
| 现金净流量 | -66 | -183 | 187 | 178 |

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。