

2021年03月29日

恒顺醋业 (600305.SH)

公司快报

食品饮料 | 调味品 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-03-29)

19.38 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 19,437.29 |
| 流通市值(百万元) | 19,437.29 |
| 总股本(百万股) | 1,002.96 |
| 流通股本(百万股) | 1,002.96 |
| 12个月价格区间 | 16.87/27.58 元 |

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | -6.61 | -10.68 | 8.21 |
| 绝对收益 | -8.71 | -9.57 | 32.13 |

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

报告联系人

王颖洁

 wangyingjie@huajinsec.cn
 021-20377191

相关报告

恒顺醋业: 聚焦调味品业务, 看好后续效率提升 2020-10-28

恒顺醋业: 收入逐季改善, 期待改革效果显现 2020-08-17

恒顺醋业: 20年目标稳健, 静待改革红利的逐步释放 2020-04-28

收入业绩稳健增长, 积极变革提升竞争力

事件: 2020年公司营收 20.14 亿元, 同比+9.94%, 其中调味品收入 19.39 亿元, 同比+12.76%; 实现归母净利润 3.15 亿元, 扣非归母净利润 2.85 亿元, 同比+12.20%。

投资要点

◆ **收入业绩稳健增长, 符合预期:** 公司实现 20.14 亿元, 同比 9.94%, 其中调味品业务收入 19.39 亿元, 同比+12.76%, 实现扣非归母净利润 2.85 亿元, 同比+12.20%, 完成年初管理层制定的双 12 目标。分产品来看, 食醋/料酒全年收入 13.42/3.15 亿元, 同比+8.92%/28.57%, 食醋增长稳健, 料酒连续三年高速增长; 分量价来看, 食醋/料酒全年销量同+11.19%/31.64%, 吨价分别实现 7553 元/吨和 4163 元/吨, 同比-2.04%/-2.34%, 我们预计主要系产销量扩大和向空白渠道的扩张中产品结构变化所致, 2020 年公司的高端产品占比 13.41%, 同比下降 1.94pcts。分区域来看, 华南/华中市场继续保持高增, 实现 3.25/3.30 亿元, 同比+25.78%/19.09%, 我们预计主要系招商数量增加, 空白区域的覆盖率提升所致, 华南/华中经销商分别净增长 65/33 家增至 362 和 310 家, 华东市场实现营收 9.96 亿元, 同比+8.46%, 全年保持稳健。

◆ **非经常损益逐渐减少, 净利率提升:** 调味品的毛利率 40.67%, 同比-5.84pcts, 主要系新收入准则的影响, 公司将运费调制成本端, 若将运费还原, 公司调味品毛利率 44.78%, 同比-1.74pcts, 我们预计主要系高毛利产品的占比下降所致。食醋和料酒的还原毛利率分别为 49.52%和 38.55%, 同比+2.97pcts 和 2.19pcts, 规模持续扩大的过程中, 公司的主营业务产品毛利保持弹性。费用率方面, 期间费用下降 4.47pcts 至 22.31%, 其中主要是销售费用下降较多, 若还原运费, 整体销售费用同比+0.47%。公司实现净利率 15.89%, 同比-2.14pcts, 主要系 2019 年非经常性损益较多, 利润基数较高, 以扣非的净利率来比较公司 14.15%, 同比+0.29pcts。

◆ **积极变革, 增强企业竞争力:** 公司 20 年积极变革: (1) 营销人员的梳理和改革: 上半年给销售人员提薪、传统渠道战区划分配合优渥的薪酬奖励机制, 激发公司员工积极性; 同时积极架设 SAP, 将过去的的数据、费用公开化, 更能辅助战区去做详细的考核。(2) 产能继续推进: 公司着力打造醋、酒、酱“三剑客”, 加快推进 10 万吨香醋、10 万吨料酒、10 万吨酱油酱料和 10 万吨尾料循环利用的四个项目工程。通过产能建设和营销端的改革, 深耕酿造调味品产业, 提升公司产品的竞争力。

◆ **投资建议:** 公司 21 年力争实现主营调味品业务销售超 13% 的增长, 扣非净利润实现 13% 增长以上的年度经营总目标, 总体目标审慎稳健。公司长期稳健增长, 我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 为 0.33/0.37/0.43 元/股, 维持当前买入-B 的投资评级。

◆ **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 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,832 | 2,014 | 2,277 | 2,604 | 3,004 |
| YoY(%) | 8.2 | 9.9 | 13.1 | 14.4 | 15.3 |
| 净利润(百万元) | 325 | 315 | 330 | 370 | 427 |
| YoY(%) | 6.6 | -3.0 | 5.0 | 12.1 | 15.4 |
| 毛利率(%) | 45.3 | 40.8 | 40.9 | 41.0 | 41.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.32 | 0.31 | 0.33 | 0.37 | 0.43 |
| ROE(%) | 14.1 | 12.9 | 11.8 | 12.3 | 13.2 |
| P/E(倍) | 59.0 | 60.8 | 57.9 | 51.7 | 44.8 |
| P/B(倍) | 8.5 | 8.0 | 7.0 | 6.5 | 6.0 |
| 净利率(%) | 17.7 | 15.6 | 14.5 | 14.2 | 14.2 |

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 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 1185 | 1360 | 1862 | 1872 | 2257 | 营业收入 | 1832 | 2014 | 2277 | 2604 | 3004 |
| 现金 | 263 | 197 | 468 | 624 | 657 | 营业成本 | 1002 | 1193 | 1347 | 1537 | 1763 |
| 应收票据及应收账款 | 90 | 94 | 147 | 108 | 197 | 营业税金及附加 | 25 | 25 | 30 | 35 | 41 |
| 预付账款 | 12 | 9 | 16 | 12 | 21 | 营业费用 | 317 | 268 | 310 | 361 | 418 |
| 存货 | 311 | 289 | 456 | 354 | 598 | 管理费用 | 116 | 118 | 141 | 164 | 195 |
| 其他流动资产 | 509 | 772 | 776 | 774 | 784 | 研发费用 | 53 | 58 | 66 | 75 | 86 |
| 非流动资产 | 1797 | 1871 | 1920 | 1986 | 2087 | 财务费用 | 5 | 6 | 2 | 0 | -4 |
| 长期投资 | 137 | 133 | 123 | 113 | 102 | 资产减值损失 | 0 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 固定资产 | 907 | 949 | 1032 | 1135 | 1258 | 公允价值变动收益 | 21 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 无形资产 | 84 | 92 | 70 | 43 | 31 | 投资净收益 | 6 | 1 | -3 | -4 | -3 |
| 其他非流动资产 | 669 | 698 | 696 | 695 | 696 | 营业利润 | 393 | 385 | 399 | 449 | 520 |
| 资产总计 | 2982 | 3231 | 3782 | 3858 | 4344 | 营业外收入 | 6 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 流动负债 | 560 | 549 | 789 | 677 | 936 | 营业外支出 | 3 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| 短期借款 | 28 | 54 | 54 | 54 | 54 | 利润总额 | 397 | 389 | 403 | 453 | 524 |
| 应付票据及应付账款 | 191 | 225 | 245 | 291 | 324 | 所得税 | 67 | 69 | 70 | 79 | 91 |
| 其他流动负债 | 340 | 271 | 490 | 333 | 559 | 税后利润 | 330 | 320 | 333 | 374 | 433 |
| 非流动负债 | 74 | 193 | 171 | 150 | 129 | 少数股东损益 | 6 | 5 | 2 | 4 | 5 |
| 长期借款 | 3 | 116 | 95 | 73 | 52 | 归属母公司净利润 | 325 | 315 | 330 | 370 | 427 |
| 其他非流动负债 | 71 | 77 | 77 | 77 | 77 | EBITDA | 474 | 469 | 478 | 533 | 615 |
| 负债合计 | 634 | 742 | 960 | 827 | 1065 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 96 | 94 | 96 | 100 | 105 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 784 | 1003 | 1003 | 1003 | 1003 | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积 | 280 | 51 | 51 | 51 | 51 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 1189 | 1341 | 1508 | 1694 | 1911 | 营业收入(%) | 8.2 | 9.9 | 13.1 | 14.4 | 15.3 |
| 归属母公司股东权益 | 2252 | 2395 | 2726 | 2931 | 3173 | 营业利润(%) | 10.3 | -2.3 | 3.7 | 12.6 | 15.8 |
| 负债和股东权益 | 2982 | 3231 | 3782 | 3858 | 4344 | 归属于母公司净利润(%) | 6.6 | -3.0 | 5.0 | 12.1 | 15.4 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 45.3 | 40.8 | 40.9 | 41.0 | 41.3 |
| | | | | | | 净利率(%) | 17.7 | 15.6 | 14.5 | 14.2 | 14.2 |
| | | | | | | ROE(%) | 14.1 | 12.9 | 11.8 | 12.3 | 13.2 |
| | | | | | | ROIC(%) | 14.0 | 12.5 | 11.3 | 11.7 | 12.6 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 21.2 | 23.0 | 25.4 | 21.4 | 24.5 |
| | | | | | | 流动比率 | 2.1 | 2.5 | 2.4 | 2.8 | 2.4 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.5 | 1.9 | 1.8 | 2.2 | 1.7 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 16.0 | 21.9 | 19.0 | 20.4 | 19.7 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 5.3 | 5.7 | 5.7 | 5.7 | 5.7 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 59.0 | 60.8 | 57.9 | 51.7 | 44.8 |
| | | | | | | P/B | 8.5 | 8.0 | 7.0 | 6.5 | 6.0 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 39.1 | 39.4 | 38.1 | 33.9 | 29.2 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 429 | 364 | 384 | 479 | 422 |
| 净利润 | 330 | 320 | 333 | 374 | 433 |
| 折旧摊销 | 83 | 76 | 78 | 90 | 105 |
| 财务费用 | 5 | 6 | 2 | 0 | -4 |
| 投资损失 | -6 | -1 | 3 | 4 | 3 |
| 营运资金变动 | 80 | -11 | -9 | 34 | -93 |
| 其他经营现金流 | -63 | -25 | -23 | -23 | -23 |
| 投资活动现金流 | -124 | -376 | -107 | -137 | -186 |
| 筹资活动现金流 | -208 | -55 | -5 | -186 | -202 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.32 | 0.31 | 0.33 | 0.37 | 0.43 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.43 | 0.36 | 0.38 | 0.48 | 0.42 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.25 | 2.39 | 2.72 | 2.92 | 3.16 |

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