

食品饮料

全年目标完成，改革驱动业绩提速

2021年03月30日

——恒顺醋业（600305）年报点评

公司评级：增持(维持)

分析师：汤瀚森

执业证书：S1030520080002

电话：0755-83199599

邮箱：tanghs@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、百年醋业龙头，改革静待花开
2021.01.15

核心观点：

- 1) **年度目标完成，Q4业绩环比提速显著。**2020年公司营收20.14亿元，同比+9.94%；归母净利润3.15亿元，同比-3.01%；扣非净利润2.85亿元，同比+12.2%，增速复合预期。两项利润增速差异主要系19年非流动资产处置收益导致归母净利高基数。调味品主业收入19.39亿，同比+12.76%，“双十二”目标顺利完成。Q4单季营收5.68亿元，同比+15.27%；归母净利润0.84亿元，同比+17.62%，为2020年单季度最高，较Q3环比+3.3pct。公司拟每10股派现金股利1.57元(含税)。
- 2) **改革红利释放，醋、酒品类毛利率改善。**调味品综合毛利率40.76%，同比-5.84pct，主要系运费调整至成本核算。高端产品收入2.6亿元，占比13.4%(-2.9pct)，主要源于醋酒产品吨价下降。醋收入13.42亿，同比+8.9%(量+11.2%/价-2%)；料酒收入3.15亿，同比+28.6%(量+31.6%/价-2.3%)。可比口径下调味品/醋类/料酒毛利率44.8%/49.5%/38.6%，同比+1.7pct/+2.97pct/+2.19pct。销售费用率因运费重分类同比-4pct至13.3%；管理费用率同比-0.46pct至5.86%。随着SAP等核心应用系统落地，公司运营效率有望持续改善。
- 3) **战区制成效初现，渠道拓展顺利。**分地区看，华东/华南/华中/华北/西部区域销售收入增速分别为+8.5%/+25.8%/+19.1%/+7.8%/+9.1%，外埠区域提速明显。渠道端，公司经销商数量净增185家，除华东区域外其他区域同比均净增加。渠道结构优化，线上收入达1.4亿，同比+38%。
- 4) **2021年目标增长“双十三”。**展望今年，公司改革进入深水区，品牌、营销、管理等改革措施有望进一步细化，营销渠道短板将逐步补齐，带动运营效率和盈利能力提升。公司全年目标积极，力争调味品主业收入、扣非净利润超13%增长。
- 5) **风险提示：**食品安全问题风险、原材料价格波动风险等。

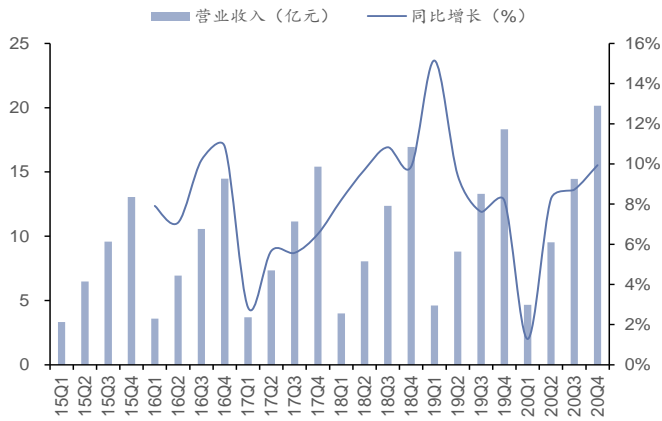
恒顺醋业（600305）与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值(百万)	19,437.29
流通市值(百万)	19,437.29
总股本(百万股)	1,002.96
流通股本(百万股)	1,002.96
日成交额(百万)	180.88
当日换手率(%)	0.93
第一大股东	江苏恒顺集团
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

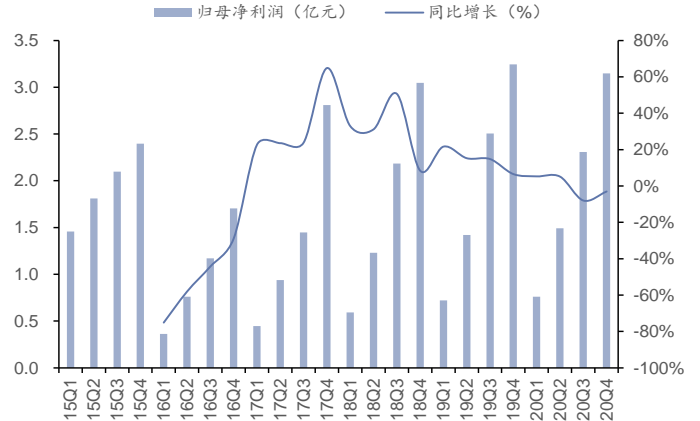
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2014.31	2324.83	2706.35	3190.08
收入同比	9.94%	15.42%	16.41%	17.87%
净利润(百万元)	314.77	366.64	438.25	525.49
净利润同比	-3.0%	16.5%	19.5%	19.9%
毛利率	40.76%	40.78%	41.20%	41.53%
净利率	15.63%	15.77%	16.19%	16.47%
EPS(元)	0.31	0.37	0.44	0.52
PE(倍)	61.8	53.0	44.4	37.0

Figure 1 恒顺醋业营业收入变化



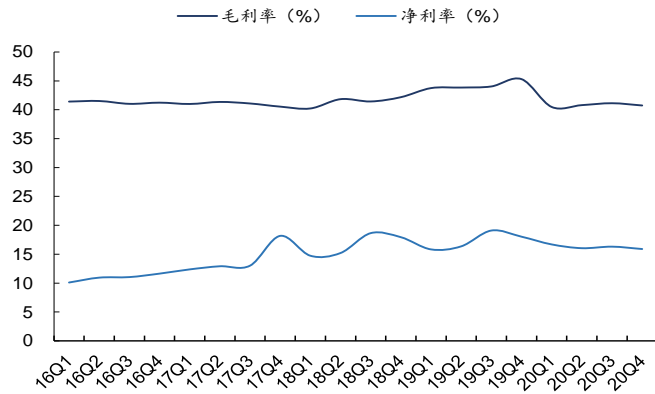
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 恒顺醋业归母净利润变化



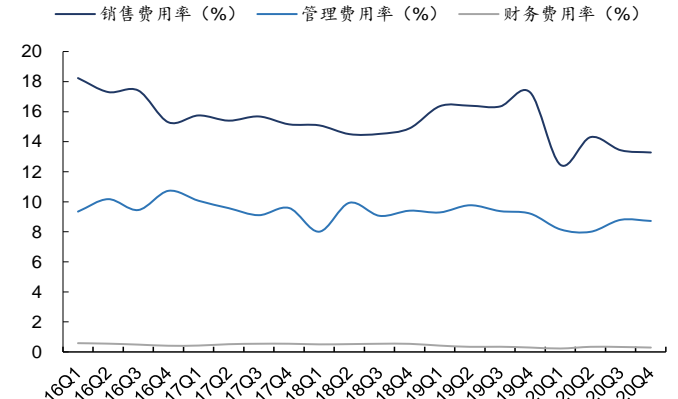
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率及净利率变化情况



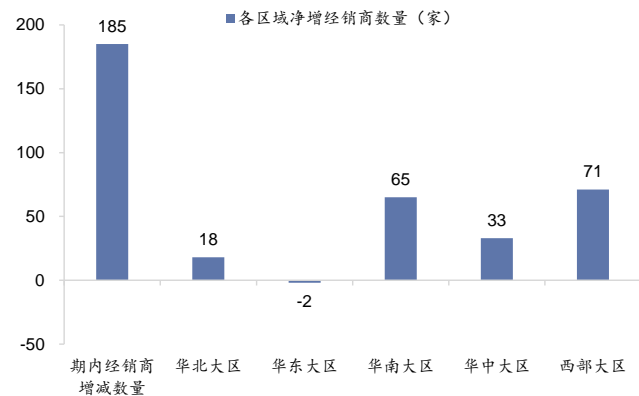
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 恒顺醋业期间费用率变化



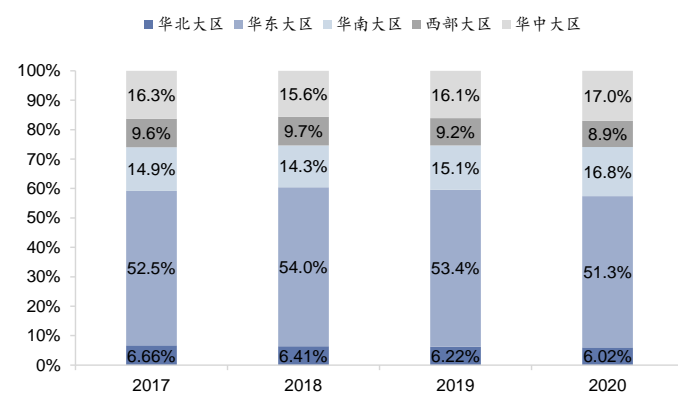
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 2020年华东以外各区经销商数量均呈净增长



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 6 2020年华南、华中大区销售收入占比提升显著



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资建议

1.1 关键假设

(1) 收入假设

食醋: 预计2021年公司食醋产品收入增长12.2%，其中量增10%，价增2%。22-23年收入增长16.4%、17.9%。

料酒: 预计2021-23年料酒收入同比增长30%、28%、28%，主要由市场份额提升带来的量增贡献。

其他产品: 预计其他调味品产品将保持较快增长态势，2021-23年营收同比分别增长18%、20%、15%。

Figure 7 收入预测

收入成本预测	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
单位: 百万元						
营业收入	1,694	1,832	2,014	2,325	2,706	3,190
yoy, %	9.9%	8.2%	9.9%	15.4%	16.4%	17.9%
调味品	1,528	1,720	1,939	2,248	2,630	3,114
yoy, %	10.4%	12.5%	12.8%	15.9%	17.0%	18.4%
醋	1,163	1,232	1,342	1,506	1,707	1,986
yoy, %	12.5%	6.0%	8.9%	12.2%	13.3%	16.4%
单价 (元/吨)	7,608	7,710	7,553	7,704	7,935	8,173
yoy, %	3.4%	1.3%	-2.0%	2%	3%	3%
销量 (吨)	152,814	159,856	177,751	195,526	215,079	243,039
yoy, %	8.8%	4.6%	11.2%	10%	10%	13%
毛利率	44.0%	46.6%	45.4%	45.6%	46.5%	46.8%
料酒	194	245	315	410	524	668
yoy, %	26.8%	26.6%	28.6%	30%	28%	27.5%
单价 (元/吨)	4,495	4,263	4,163	4,163	4,163	4,246
yoy, %	-4.9%	-5.2%	-2.3%	0%	0%	2%
销量 (吨)	43,060	57,484	75,676	98,378	125,924	157,405
yoy, %	33.4%	33.5%	31.6%	30%	28%	25%
毛利率	33.2%	36.4%	34.8%	34.8%	35.0%	35.1%
其他调味品	172	242	282	333	399	459
yoy, %	-13.1%	40.7%	16.4%	18%	20%	15%
其他业务	166	113	75	76	76	76
yoy, %	5.0%	-31.9%	-33.4%	2%	0%	0%

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

(2) 费用假设

2020年起公司将运费计入成本,导致毛利率水平下降,销售费用率对应下降。我们预计2021-23年毛利率分别为40.8%/41.2%/41.5%,销售费用率分别为13%/12.8%/12.7%,管理费用率分别为5.7%/5.5%/5.4%,研发费用保持2.9%左右水平。

Figure 8 费用率预测

费用率假设	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	17.3%	13.3%	13.0%	12.8%	12.7%
管理费用率	6.3%	5.9%	5.7%	5.5%	5.4%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用率	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%

资料来源: Wind, 世纪证券研究所

1.2 盈利预测与投资评级

我们预计2021-23年公司营收分别为23.25亿/27.06亿/31.90亿,营收增速为15.42%/16.41%/17.87%;实现归母净利润分别为3.66亿元/4.38亿元/5.25亿元,增速分别为16.5%/19.5%/19.9%,EPS分别为0.37元、0.44元、0.52元;对应PE分别为53X/44X/37X。考虑公司系列改革举措不断细化,2021年起公司业绩有望加速提升,长期经营趋势向好,维持“增持”评级。

Figure 9 恒顺醋业历史PE估值分析



资料来源: Wind、世纪证券研究所

二、风险提示

改革调整不及预期。公司目前处于改革关键期,若改革节奏缓慢,营销激励制度无法落实到位,可能会对公司渠道竞争力和长远经营发展造成负面影响,限制公司业绩增速。

食品安全问题。食品安全问题是调味品行业的生命线。若由于经营管理不善等因素导致发生食品安全问题，公司品牌和经营活动都会受到明显影响，甚至波动行业整体发展。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	2014	2325	2706	3190
每股收益	0.31	0.37	0.44	0.52	营业成本	1193	1377	1591	1865
每股净资产	2.39	2.59	2.82	3.09	毛利率%	40.8%	40.8%	41.2%	41.5%
每股经营现金流	0.36	0.35	0.48	0.53	营业税金及附加	25	30	34	41
每股股利	0.21	0.16	0.21	0.25	营业税金率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	268	302	346	405
P/E	61.75	53.01	44.35	36.99	营业费用率%	13.3%	13.0%	12.8%	12.7%
P/B	124.02	122.89	119.68	117.65	管理费用	118	133	149	172
P/S	9.65	8.36	7.18	6.09	管理费用率%	5.9%	5.7%	5.5%	5.4%
EV/EBITDA	51.78	42.20	34.45	28.35	研发费用	58	67	76	89
股息率 (%)	1.1%	0.8%	1.1%	1.3%	研发费用率%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%
盈利能力指标 (%)					财务费用	6	8	8	8
毛利率	40.8%	40.8%	41.2%	41.5%	财务费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
净利润率	15.6%	15.8%	16.2%	16.5%	资产减值损失	2	0	0	0
净资产收益率	13.1%	14.1%	15.5%	17.0%	投资收益	1	5	4	5
资产回报率	9.7%	10.6%	11.6%	12.7%	营业利润	385	449	537	645
投资回报率	10.9%	12.1%	13.7%	15.2%	营业外收支	4	4	4	4
盈利增长 (%)					利润总额	389	453	541	649
营业收入增长率	9.9%	15.4%	16.4%	17.9%	所得税	69	80	95	114
EBIT 增长率	10.4%	17.7%	22.6%	21.1%	有效所得税率%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
净利润增长率	-3.0%	16.5%	19.5%	19.9%	少数股东损益	5	6	7	9
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	315	367	438	525
资产负债率	23.0%	21.9%	22.1%	22.5%					
流动比率	2.48	2.85	3.06	3.20	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.93	2.16	2.39	2.50	货币资金	197	336	631	928
现金比率	0.36	0.60	0.99	1.25	应收款项	94	108	126	148
经营效率指标 (%)					存货	289	381	413	500
应收帐款周转天数	16.98	16.98	16.98	16.98	其它流动资产	780	784	788	792
存货周转天数	88.48	100.98	94.73	97.86	流动资产合计	1360	1609	1957	2369
总资产周转率	0.62	0.67	0.72	0.77	长期股权投资	133	133	133	133
固定资产周转率	2.12	2.56	3.12	3.85	固定资产	949	909	869	829
					在建工程	44	57	63	72
					无形资产	92	92	92	92
					非流动资产合计	1871	1844	1810	1780
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产总计	3231	3454	3768	4148
净利润	315	367	438	525	短期借款	54	0	0	0
少数股东损益	5	6	7	9	应付账款	225	259	299	351
非现金支出	69	40	40	40	预收账款	1	0	0	0
非经营收益	-14	-25	-24	-25	其它流动负债	270	305	341	390
营运资金变动	-11	-41	23	-14	流动负债合计	549	564	640	741
经营活动现金流	364	347	485	535	长期借款	116	116	116	116
资产	-150	-9	-2	-5	其它长期负债	77	77	77	77
投资	-254	0	0	0	非流动负债合计	193	193	193	193
其他	28	28	27	29	负债总计	742	757	833	933
投资活动现金流	-376	19	25	23	实收资本	1003	1003	1003	1003
债权募资	303	-54	0	0	归属于母公司所有者权益	2395	2597	2827	3099
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	94	100	107	116
其他	-358	-173	-216	-262	负债和所有者权益合计	3231	3454	3768	4148
融资活动现金流	-55	-227	-216	-262					
现金净流量	-66	140	295	297					

数据来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。