



2021年3月30日

恒顺醋业 (600305) : 收入稳中有升, 料酒表现突出

食品饮料

推荐 (维持) 当前股价: 19.29 元

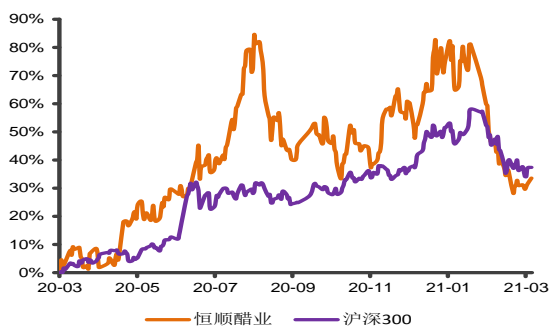
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,014	2,279	2,598	2,988
(+/-)	9.9%	13.1%	14.0%	15.0%
营业利润	385	430	493	584
(+/-)	-2.3%	11.8%	14.7%	18.4%
归属母公司净利润	315	353	406	481
(+/-)	-3.0%	12.1%	14.9%	18.5%
EPS (元)	0.31	0.35	0.40	0.48
市盈率	61.5	54.8	47.7	40.3

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	10.03 / 10.03
流通市值 (亿元)	193
每股净资产 (元)	2.39
资产负债率 (%)	23.0

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司于 3 月 29 日下午发布 2020 年报。报告期内, 公司实现营业收入 20.14 亿元, 同比增长 9.94%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.15 亿元, 同比下降 3.01%; 实现扣非后净利润 2.85 亿元, 同比增长 12.2%; 每股收益 0.31 元。其中 Q4 单季实现营业收入 5.68 亿元, 同比增长 15.27%; 归母净利润 0.84 亿元, 同比增长 17.62%; 每股收益 0.08 元。拟 10 股派发现金红利 1.57 元 (含税)。

● 收入稳中有升, 料酒表现突出。2020 全年公司营业收入同比大幅提升 9.94% 至 20.14 亿元, 主要得益于料酒表现突出。分产品来看, 食醋类 (含白醋) 收入 13.42 亿元, 同比 +8.92%, 销售占比 66.65%, 毛利率 (去除运输费用同口径) 49.52%, 同比 +2.97pct; 料酒收入 3.15 亿元, 同比 +28.57%, 销售占比 15.64%, 毛利率 38.55%, 同比 +2.19pct。调味品业务收入同比 +12.76%, 料酒也成为公司的明星产品, 预计未来 3 年可以保持 20% 左右的增速。分地区来看, 华南 (+25.78%)、华中 (+19.09%) 区域都实现了两位数的增长, 华东 (+8.46%)、西部 (+7.79%)、华北 (+9.11%) 区域都保持了稳定增速。渠道方面, 公司采取以传统渠道 + 现代渠道 “双驱发动” 的销售模式, 线上销售实现收入 1.37 亿元, 同比增 38.01%, 销售占比 7.09%, 毛利率 59.05%。经销商方面, 外围市场增加较多, 主要得益于 “八大战区” 改革落地推动全国化布局。

● 期间费用率控制有效, 非经常性损益减少和毛利率下滑致净利率降低。2020 全年期间费用率 22.31%, 同比下降 4.47pct。销售费用率 13.29%, 同比下降 3.99pct, 主要是产品销售运费调整至营业成本所致; 管理费用率下降 0.46pct 至 5.86%; 财务费用率和研发费用率基本稳定。非经常性损益减少和毛利率下降导致净利润下滑, 净利率从 2019 年的 17.71% 降至 15.63%。



● **公司未来看点。**（1）公司产能持续扩张，在拥有 33 万吨食醋、5 万吨料酒年产能的基础上，还在大力推进新增年产 10 万吨香醋的扩产续建项目和年产 10 万吨的料酒扩产项目。目前香醋项目设计已经正式开始建设，料酒项目预计今年 5 月开工；（2）公司积极推动渠道变革和渠道建设，拥有覆盖各地区的经销网点 50 万个，同时大力拓展线上业务，加速新零售力量的成长和崛起；（3）公司品牌价值巨大，再加上食醋行业发展目前处于品牌化的中前期，随着消费者的品牌意识增强，还有巨大的提升空间，公司费用率有望进一步降低。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 22.79、25.98 和 29.88 亿元，EPS 分别为 0.35、0.40 和 0.48 元，当前股价对应 PE 分别为 54.8、47.7 和 40.3 倍，估值相对同行业具有一定优势，加上未来产能扩张，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动的风险；食品安全问题。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	2,014	2,279	2,598	2,988
货币资金	197	172	178	207	营业成本	1,193	1,345	1,528	1,753
应收款	105	127	144	166	营业税金及附加	25	25	25	25
存货	289	336	382	438	销售费用	268	308	351	394
其他流动资产	769	808	848	891	管理费用	118	134	156	176
流动资产合计	1,360	1,443	1,552	1,702	财务费用	6	9	10	10
非流动资产:					研发费用	58	66	75	87
金融类资产	163	179	197	217	费用合计	449	518	592	667
固定资产+在建工程	992	1,073	1,154	1,235	资产减值损失	3	2	1	1
无形资产+商誉	92	102	112	123	公允价值变动	23	24	26	27
其他非流动资产	624	686	755	831	投资收益	1	1	2	2
非流动资产合计	1,871	2,040	2,217	2,405	营业利润	385	430	493	584
资产总计	3,231	3,483	3,770	4,107	加: 营业外收入	11	12	14	15
流动负债:					减: 营业外支出	7	8	9	9
短期借款	54	57	60	63	利润总额	389	434	498	589
应付账款、票据	225	254	289	331	所得税费用	69	76	87	103
其他流动负债	271	297	326	358	净利润	320	358	411	486
流动负债合计	549	608	675	752	少数股东损益	5	5	6	6
非流动负债:					归母净利润	315	353	406	481
长期借款	116	116	116	116					
其他非流动负债	77	81	85	89					
非流动负债合计	193	197	201	205					
负债合计	742	805	875	957					
所有者权益					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	1,003	1,003	1,003	1,003	成长性				
资本公积金	51	51	51	51	营业收入增长率	9.9%	13.1%	14.0%	15.0%
未分配利润	1,150	1,303	1,478	1,685	营业利润增长率	-2.3%	11.8%	14.7%	18.4%
少数股东权益	94	94	94	94	归母净利润增长率	-3.0%	12.1%	14.9%	18.5%
所有者权益合计	2,489	2,678	2,895	3,150	总资产增长率	8.4%	7.8%	8.2%	8.9%
负债和所有者权益	3,231	3,483	3,770	4,107	盈利能力				
					毛利率	40.8%	41.0%	41.2%	41.3%
					营业利润率	19.1%	18.9%	19.0%	19.5%
					三项费用/营收	22.3%	22.7%	22.8%	22.3%
					EBIT/销售收入	19.7%	19.5%	19.6%	20.1%
					净利润率	15.9%	15.7%	15.8%	16.3%
					ROE	12.9%	13.4%	14.2%	15.4%
					营运能力				
					总资产周转率	62.3%	65.4%	68.9%	72.7%
					资产结构				
					资产负债率	23.0%	23.1%	23.2%	23.3%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.14	0.91	0.95	0.95
					每股数据 (元/股)				
					每股收益	0.31	0.35	0.40	0.48
					每股净资产	2.48	2.67	2.89	3.14

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，工商管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>