

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

恒顺醋业 (600305.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

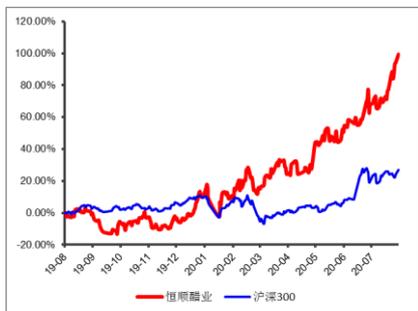
调味品业务稳健增长，完成年初目标

买入

2021年3月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年3月30日

收盘价(元)：19.29

年内最高/最低(元)：27.00/18.23

流通A股/总股本(亿)：10.03/10.03

流通A股市值(亿)：193

总市值(亿)：193

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：0.31

每股净资产(元)：2.39

净资产收益率：13.52%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司晚间披露年报，公司 2020 年营业收入 20.14 亿元，同比增长 9.94%；净利润 3.15 亿元，同比下降 3.01%。每股收益 0.31 元。

事件点评

- Q4 环比加速增长，完成全年目标。**2020 年公司实现营业收入 20.14 亿元，同比+9.94%；归母净利润 3.15 亿元，同比下降 3.01%，扣非后归母净利润为 2.85 亿元，同比+12.20%。单 Q4 实现营业总收入 5.68 亿元，同比增长 15.27%，归母净利润为 0.84 亿元，同比增加 17.62%，扣非后归母净利润为 0.79 亿元，同比+11.90%，环比加速增长。1) 分产品来看，调味品实现收入 19.39 亿元，同比增长 12.76%，公司完成了 2020 年度“调味品收入同比+12%，扣非净利润同比+12%”的目标。其中 2020 年食醋实现收入 13.42 亿元，同比+8.92%；料酒实现收入 3.15 亿元，同比+28.57%。2) 分区域来看，公司建立 8 大战区，加强战区统筹管理，重点开发外围区域，外围市场增速加快，公司 2020 年华东/华南/华中/西部/华北地区营业收入增速分别同比+8.46%/+25.78%/+19.09%/+7.79%/+9.11%。2) 经销商方面，2020 年末华东/华南/华中/西部/华北经销商数量分别同比+18/-2/+65/+33/+71 家，其中外围市场增加较多。
- 运费调整影响毛利，资产处置收益影响净利率。**公司 2020 年销售净利率为 15.89%，同比减少 2.14pct，主要是 2019 年资产处置收益导致利润基数偏高。具体来看，公司 2020 年毛利率 40.76%，同比减少 4.56pct，调味品毛利率（去除运输费用同口径）44.78%，比上年同期减少 1.74 个百分点。主要在于今年起运输费用从销售费用划入营业成本，对毛利率和销售费用影响较大；销售期间费用率为 22.31%，同比减少 4.47pct，其中销售费用率为 13.29%，同比减少 3.99 pct；管理费用率为 8.73%，同比减少 0.48 pct，主要在于本期人工成本及折旧摊销减少所致；财务费用率 0.29%，和去年相比处于持平状态。
- 强基固本，深化改革，公司有望持续增长。**食醋行业从竞争格局来看食醋集中度有较大提升空间，扩张中的老牌醋企，具有品牌沉淀和粘性客户群，先发优势较强。公司紧紧围绕“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”三大核心主业发展，发力主业、提升能力、推动创新，着力



从产业、技术、产品、体制机制、经营模式五个方面加快转型升级。此外，香醋、料酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年均能投入使用。因此，在渠道营销改革与产能扩张的共同驱动下，公司未来有望持续增长。

投资建议

- 2021 年公司经营目标主营调味品业务销售超 13% 增长，扣除非经常性损益净利润实现 13% 以上的增长。公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，有望完成全年目标。中长期看，渠道营销改革与产能扩张的共同驱动下，公司未来有望持续增长。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.37/0.47/0.55 元，对应当前股价，2021-2023 年 PE 分别为 52X/41X/35X，维持“买入”评级。

存在风险

- 行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,360	1,615	1,772	2,036	营业收入	2,014	2,296	2,625	2,992
现金	197	879	1,408	1,882	营业成本	1,193	1,323	1,499	1,700
应收账款	105	171	158	186	营业税金及附加	25	37	42	48
其他应收款	11	13	15	17	销售费用	268	363	404	449
预付账款	9	7	6	4	管理费用	118	138	152	171
存货	289	435	493	559	财务费用	6	2	(8)	(16)
其他流动资产	749	110	(307)	(611)	资产减值损失	2	29	(3)	(4)
非流动资产	1,871	1,910	2,080	2,164	公允价值变动收益	23	20	10	10
长期投资	133	106	125	121	投资净收益	1	14	14	11
固定资产	949	888	828	768	营业利润	385	439	562	666
无形资产	92	86	81	75	营业外收入	11	21	17	17
其他非流动资产	698	829	1,046	1,199	营业外支出	7	4	4	4
资产总计	3,231	3,525	3,852	4,199	利润总额	389	456	575	679
流动负债	549	606	634	651	所得税	69	78	98	115
短期借款	54	51	47	41	净利润	320	379	477	563
应付账款	225	250	284	321	少数股东损益	5	4	7	8
其他流动负债	271	305	304	289	归属母公司净利润	315	375	470	556
非流动负债	193	185	190	192	EBITDA	507	507	620	716
长期借款	116	116	116	116	EPS (元)	0.31	0.37	0.47	0.55
其他非流动负债	77	69	74	76					
负债合计	742	792	824	843	主要财务比率				
少数股东权益	94	98	105	113	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,003	1,003	1,003	1,003	成长能力				
资本公积	51	51	51	51	营业收入	9.94%	14.00%	14.30%	14.00%
留存收益	1,341	1,581	1,868	2,190	营业利润	-2.25%	14.29%	27.91%	18.44%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	-3.01%	19.11%	25.44%	18.12%
益	2,395	2,635	2,923	3,244	获利能力				
负债和股东权益	3,231	3,525	3,852	4,199	毛利率(%)	40.76%	42.40%	42.90%	43.20%
					净利率(%)	15.63%	16.33%	17.92%	18.57%
					ROE(%)	12.86%	13.86%	15.77%	16.78%
					ROIC(%)	31.30%	35.17%	45.10%	116.46%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	22.97%	22.47%	21.40%	20.07%
					净负债比率(%)	15.63%	-11.43%	-26.41%	-36.74%
					流动比率	2.48	2.66	2.79	3.13
					速动比率	1.95	1.95	2.02	2.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.68	0.71	0.74
					应收账款周转率	21.96	18.30	17.45	19.13
					应付账款周转率	9.69	9.68	9.83	9.90
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	364	439	868	719
净利润	320	375	470	556
折旧摊销	76	66	66	65
财务费用	7	2	(8)	(16)
投资损失	(1)	(14)	(14)	(11)
营运资金变动	9	(43)	339	110
其他经营现金流	(46)	53	14	14
投资活动现金流	(376)	380	(143)	(6)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	5	27	(20)	4
其他投资现金流	(380)	353	(124)	(10)



筹资活动现金流	(55)	(129)	(183)	(226)	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.37	0.47	0.55
短期借款	26	(3)	(5)	(6)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.44	0.87	0.72
长期借款	114	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.63	2.91	3.23
普通股增加	219	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(228)	0	0	0	P/E	61.8	51.8	41.3	35.0
其他筹资现金流	(185)	(126)	(178)	(220)	P/B	8.1	7.4	6.7	6.0
现金净增加额	(66)	691	541	487	EV/EBITDA	41.17	35.18	27.39	22.87

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

