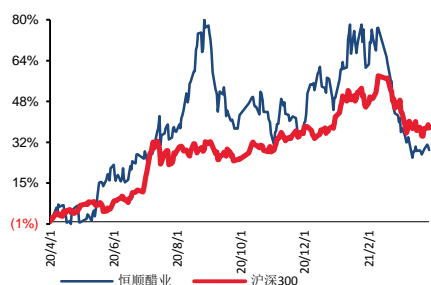


日常消费 食品、饮料与烟草

## 恒顺醋业年报点评：营销改革初见成效，期待公司后续发力

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,003/1,003
总市值/流通(百万元)	19,116/19,116
12个月最高/最低(元)	26.75/17.15

### 相关研究报告:

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业中报点评：环比改善，看好长期》--2020/08/17

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业一季报点评：短期受疫情影响，长期预期不改》--2020/04/27

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业年报点评：收入目标顺利完成，新体系展望新恒顺》--2020/04/21

### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

### 证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

**点评事件：**公司发布 2020 年报，全年实现营收、归母净利润、归母扣非分别为 20.14 亿元、3.15 亿元、2.85 亿元，分别同比+9.94%、-3.01%、+12.20%；Q4 营收、归母净利润、归母扣非 5.68 亿元、0.84 亿元、0.79 亿元，分别同比+13.17%、+13.80%、+11.90%。其中调味品全年收入 19.39 亿元，同比增长 12.76%，完成年初调味品业务、扣非净利润增长双 12% 的目标。

公司制定 2021 年业务目标，力争主营调味品业务销售超 13% 增长，扣非净利润 13%+ 的增长。

### 收入分析：华南华中大区高增，样板市场、营销体系改革初显成效

公司实现营收 20.14 亿元，同比增长 9.94% (Q1: +1.28%; Q2: +15.88%; Q3: +9.64%; Q4: +13.17%)。分产品来看，调味品实现收入 19.39 亿元，同比增长 12.76% (Q1: +1.12%; Q2: +16.91%; Q3: +10.51%; Q4: +19.75%)，分季度来看调味品业务增速呈现 W 型波动，主要是 Q1 疫情影响物流导致部分区域缺货，Q2 物流恢复出现补库存需求，Q3 公司更换营销总监、推进八大战区调整，波动纯属正常，Q4 增速回稳、改革效果初显成效。截至 2020 年底公司共有经销商 1439 个，净增 185 个，其中 Q4 净增 110 个，新经销商的开拓拉动公司收入增长。

分品类来看，食醋销售 13.42 亿元，同比+8.92% (Q1: +0.18%; Q2: +9.59%; Q3: +8.29%; Q4: +22.12%)，料酒销售 3.15 亿元，同比+28.57% (Q1: +26.96%; Q2: +17.12%; Q3: +27.81%; Q4: +21.68%)，料酒增速大超调味品增速 12.76%，主要得益于行业快速增长。

分渠道来看，公司经销 17 亿元，同比+14%，直销 2.39 亿元，同比+4.5%，线上销售 1.37 亿元，同比+38.01%，线下 18 亿元，同比+11%，20 年经销增速良好，主要是受益于公司营销改革，线上增速良好，主要是受益于疫情拉动。

分市场来看，公司大本营华东大区全年销售额 9.96 亿元，同比+8.46%，低于调味品业务增长，今年调整对其有一定影响，华南、华中大区增长迅猛，实现销售 3.25 亿元、3.30 亿元，分别同比增长 25.78% 和

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

19.09%，主要是新样本市场打造。

**利润分析：可比口径醋料酒毛利率大幅提升，促销力度加强费用增加**

公司实现归母净利润 3.15 亿元，同比下滑 3.01% (Q1: +5.31%; Q2: +5.03%; Q3: -25.13%; Q4: +13.80%)，归母扣非净利润 2.85 亿元，同比增长 12.20%(Q1:+9.91%;Q2:+17.43%;Q3:+10.33%;Q4:+11.90%)。

**可比口径食醋、料酒毛利率大幅上行。**公司全年毛利率 40.76%，同比下滑 4.56pct，主要是新会计准则下，运费从费用转至成本，按同口径计算，调味品毛利率 44.78%，同比下滑 0.54pct，主要是醋料酒之外的其他调味品毛利率下降所致，食醋毛利率（去除运输费用同口径）49.52%，同比提升 2.97pct，料酒毛利率（去除运输费用同口径）38.55%，同比提升 2.19pct。

全年期间费用率 22.31%，同比下滑 4.48pct，其中销售费用率 13.29%，同比下滑 3.99pct，主要是会计准备变更运费转至成本，剔除物流费用影响，销售费用率增加 0.47pct，主要是增加市场投放所致。公司归母扣非净利率为 14.15%，基本持平同比提升 0.29pct。

**未来展望：短期目标无虞，长期稳扎稳打**

**展望 21 年**，公司制定 2021 年业务目标，力争主营调味品业务销售超 13% 增长，扣非净利润 13%+ 的增长，公司目标增速略低，我们认为此为保底增速。20 年以来公司改革逐步推进、趋势向好，21 年随着内部机制改善、经销商开拓、酱油及复合调味品等品类扩张，公司收入有望进入快车道，同时考虑到费用投放及成本存在一定压力，利润增速预计与收入增持持平。

**长期来看**，公司产品力、品牌力、渠道力等继续加强，核心竞争力有望持续提升。新董事长上任后，内部改革有望加速，企业活力将不断激活。我们认为公司未来将：**1) 产品上**：凝心聚力，聚焦主业。未来围绕“做深醋业、做高酒业（黄酒、料酒）、做宽酱业（酱油、酱菜、酱料）”三大主业；**2) 渠道上**：做强全渠道。通过深耕传统渠道、精耕商超渠道、强攻电商渠道、全力切入餐饮渠道和开发大客户渠道，巩固和提升食醋的销售规模和市占率、做料酒的“数一数二”和酱类产品的“销冠单品”。**3) 品牌上**：一方面加强与媒体的合作，另一方面加大百年文化内涵挖掘，再一方面推进博物馆、品牌终端门店等建设，进一步提升公司品牌力。**4) 机制上**：未来公司将继续深化改革，推进营销体系变革（片区转战区）、智慧零售变革、运营管

理机制改革等，公司活力有望不断释放。

**盈利预测与评级：维持“增持”评级**

我们预计公司 2021-2023 年收入增速分别为 13%、14%、14%，净利润增速分别为 13%、14%、16%，对应 EPS 分别为 0.36 元、0.40 元、0.47 元，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；

■ **主要财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2014	2284	2608	2982
增长率(%)	10%	13%	14%	14%
净利润(百万元)	315	356	406	468
增长率(%)	-3%	13%	14%	15%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.36	0.40	0.47

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。