

恒顺醋业 (600305.SH)

战区改革推动业绩提速

投资要点

事件描述: 公司发布 2020 年年报, 实现营业收入 20.14 亿元, 同比增长 9.94%; 归母净利润 3.15 亿元, 同比减少 3.01%; 扣非归母净利润 2.85 亿元, 同比增长 12.20%, EPS 为 0.31 元。

◆ **食醋收入稳步增长, 料酒业务保持较高水平增速上行。** 分产品来看, 2020 年食醋、料酒业务实现营业收入分别为 13.42 亿元、3.15 亿元, 同比分别增长 8.92%、28.57%, 其中料酒保持较高水平增速增长。从产销来看, 食醋、料酒的产量分别为 17.45 万吨、7.71 万吨, 同比增长分别为 9.02%、34.33%; 销量分别为 17.78 万吨、7.57 万吨, 同比增长分别为 11.19%、31.64%。

◆ **战区改革逐步推进, 核心销售区域稳健增长。** 分地区来看, 2020 年华东、华南、华中、西部、华北等五大区分别收入 9.96 亿元、3.25 亿元、3.30 亿元、1.72 亿元、1.17 亿元, 同比分别增长 8.46%、25.78%、19.09%、7.79%、9.11%。其中, 华东地区作为主要销售区域保持较稳健增长, 华南、华中等外围地区增速上行明显, 主要因为公司持续推动“八大战区”改革, 实施全国化布局, 同时引入 SAP 企业管理系统, 辅助战区推动管理和营销变革。

◆ **新会计准则影响毛利, 费用投放稳步加大。** 公司综合毛利率为 40.67%, 同比减少 5.84pct, 主要受新会计准则影响。去除运输费用同口径, 调味品毛利率为 44.78%, 同比下降 1.74pct, 预计下降原因主要因为高端产品的收入占比下滑 (2020 年收入占比为 12.91%, 同比 2019 年下滑 1.5pct)。其中, 食醋、料酒毛利率 (去除运输费用同口径) 分别为 49.52%、38.55%, 同比增加分别为 2.97pct、2.19pct, 保持历年水平, 预计随着终端逐步放量, 2021 年食醋、料酒的毛利率方面会保持上行态势。

费用方面, 销售费用率为 13.29%, 同比减少 3.99pct, 主要是受新会计准则影响。去除掉运输费用调整, 公司销售费用率同比增加 0.47pct, 主要是公司为加大品牌宣传投入, 广告宣传费增加所致; 管理费用率为 5.86%, 同比减少 0.46pct, 主要来自 SAP 系统的数字化运营, 人员费用及折旧费用下降; 研发费用率为 2.87%, 处于较稳定投入态势。财务费用率为 0.29%, 保持上年同期水平。

◆ **投资建议:** 随着营销战区逐步细化, 人员的逐步梳理, 叠加 SAP 系统的深入运用, 公司将进入改革深入阶段, 营收增速有望提升, 预计公司 2021 年主营业务收入增长约为 12%。另外, 公司在保持食醋业务稳定增长的同时, 大力拓展其他调味品, 随着产品结构逐步优化, 利润端增速有望与收入增速匹配。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.35 元、0.39 元、0.43 元, 对应 PE 分别为 55 倍、49 倍、45 倍。公司作为食醋行业龙头, 深耕调味品赛道, 将凭借区域性品牌优势逐步向外扩大辐射范围; 并将持续受益公司改革的逐步深化。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险; 食品安全问题; 产品销售不及预期。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,832	2,014	2,257	2,527	2,828
YoY(%)	8.2	9.9	12.1	12.0	11.9
净利润(百万元)	325	315	352	393	431
YoY(%)	6.6	-3.0	11.8	11.6	9.9
毛利率(%)	45.3	40.8	40.9	40.0	39.2
EPS(摊薄/元)	0.32	0.31	0.35	0.39	0.43
ROE(%)	14.4	13.1	13.3	13.2	13.2
P/E(倍)	59.6	61.5	55.0	49.3	44.9
P/B(倍)	8.6	8.1	7.3	6.5	5.9
净利率(%)	17.7	15.6	15.6	15.5	15.3

资料来源: Wind, 万和证券研究所

投资评级

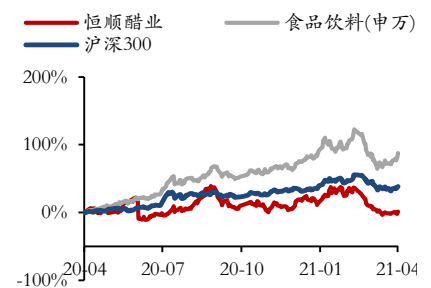
增持

首次评级

基本数据 (2021-04-02)

所属行业	食品饮料 调味发酵品
股价(元)	19.50
总市值(百万元)	19557.64
流通市值(百万元)	19557.64
总股本(百万股)	1002.96
流通股本(百万股)	1002.96
12 个月价格区间(元)	16.87/27.58

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-2.84	-12.82	-8.98
绝对收益	-7.58	-11.88	31.47

资料来源: Wind, 万和证券研究所

作者

沈彦东 分析师
 SAC 执业证书: S0380519100001
 联系电话: 0755-82830333 (197)
 邮箱: shenyd@wanhesec.com

张桥 研究助理
 联系电话: 0755-82830333 (137)
 邮箱: zhangqiao@wanhesec.com

相关报告



正文目录

一、营收稳健增长，新会计准则影响毛利.....	3
(一) 战区改革逐步推进，主营收入稳步上行.....	3
(二) 新会计准则影响毛利，销售费用投放稳定加大.....	4
(三) 周转率逐步攀升，ROE 呈下滑态势.....	5
二、盈利预测和投资建议.....	6
(一) 收入预测及假设.....	6
(二) 投资建议：首次覆盖“增持”.....	7
风险提示.....	7

图表目录

图 1 2016-2020 年恒顺醋业营业收入及增速 (亿元, %)	3
图 2 2016-2020 年恒顺醋业归母净利润及增速 (亿元, %)	3
图 3 2018-2020 年恒顺醋业各业务增速 (%)	4
图 4 2018-2020 年恒顺醋业各业务收入占比 (%)	4
图 5 2016-2020 年恒顺醋业毛利率 (%)	4
图 6 2016-2020 年恒顺醋业净利率 (%)	4
图 7 2016-2020 年恒顺醋业销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)	5
图 8 2016-2020 年恒顺醋业期间费用率 (%)	5
图 9 2018-2020 年恒顺醋业研发费用率 (%)	5
图 10 2016-2020 年恒顺醋业 ROE (%)	5
图 11 2016-2020 年恒顺醋业 ROIC (%)	5
图 12 2016-2020 年恒顺醋业存货周转率 (%)	6
图 13 2016-2020 年恒顺醋业应收账款周转率 (%)	6
表 1 恒顺醋业主营业务收入假设表.....	6

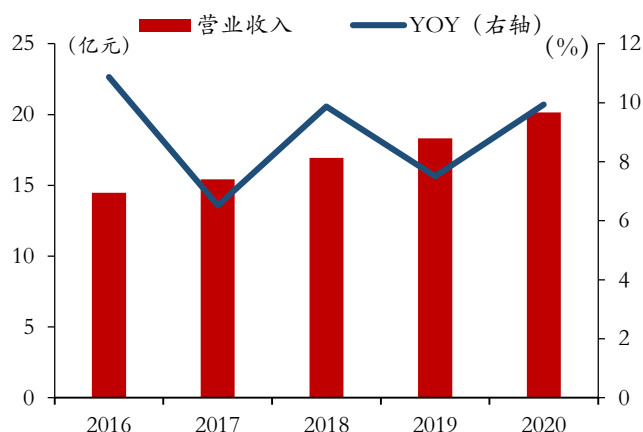
一、营收稳健增长，新会计准则影响毛利

公司前身是成立于 1840 年清朝时期的一家制醋企业，拥有悠久的历史，公司拥有的独特“恒顺香醋酿造技艺”更被列入第一批国家级非物质文化遗产名录。公司于 2001 年在上海交易所上市，目前是中国最大的制醋企业、国家级农业产业化重点龙头企业。同时，公司为中国四大名醋之一镇江香醋的代表，主导产品食醋连续 20 多年产销量全国领先。

(一) 战区改革逐步推进，主营收入稳步上行

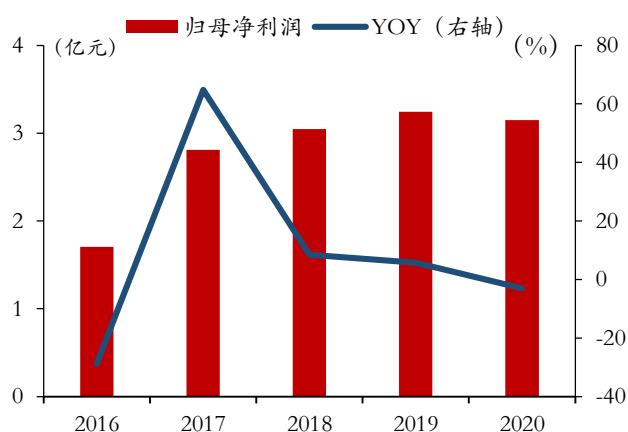
公司 2020 年实现营业收入 20.14 亿元，同比增长 9.94%；归母净利润 3.15 亿元，同比减少 3.01%；扣除非经常性损益的归母净利润 2.85 亿元，同比增加 12.2%。主营业务调味品收入 19.39 亿元，同比增长 12.76%，基本完成年初制定目标。归母净利润下滑主要来自非经常性损益影响(因 2019 年公司的非经常性损益较多，其中资产处置收益较高，使利润基数偏高)。

图 1 2016-2020 年恒顺醋业营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 2 2016-2020 年恒顺醋业归母净利润及增速 (亿元, %)



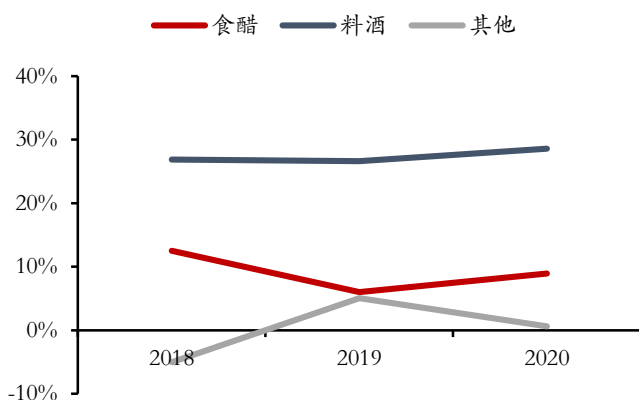
资料来源: Wind, 万和证券研究所

分产品来看，食醋、料酒 2020 年实现营业收入分别为 13.42 亿元、3.15 亿元，同比分别增加 8.92%、28.57%，其中料酒保持较高水平增速增长。从产销来看，食醋、料酒销量分别为 17.78 万吨、7.57 万吨，同比增长 11.19%、31.64%；产量分别为 17.45 万吨、7.71 万吨，同比增加 9.02%、34.33%。

分地区来看，2020 年华东、华南、华中、西部、华北等五大区分别收入 9.96 亿元、3.25 亿元、3.30 亿元、1.72 亿元、1.17 亿元，同比分别增长 8.46%、25.78%、19.09%、7.79%、9.11%，合计上行 12.76%。其中，华东地区作为主要销售区域保持较稳健增长，华南、华中等外围地区增速上行明显，主要因为公司持续推动“八大战区”改革后推动全国化布局，同时实施 SAP 企业管理系统，辅助战区推动管理，创新推动营销变革。

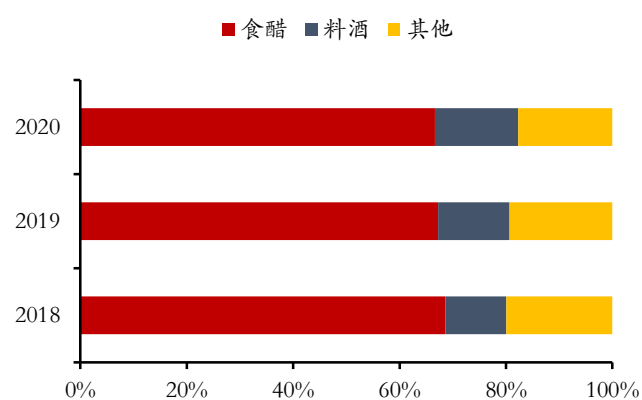
分销售模式看，分销、直销模式分别实现营业收入 17.00 亿元、2.39 亿元，同比分别增长 39.63%、48.08%；分渠道看，公司线上、线下销售实现营收 1.37 亿元、18.02 亿元，同比分别增加 38.01%、11.20%。

图3 2018-2020年恒顺醋业各业务增速(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图4 2018-2020年恒顺醋业各业务收入占比(%)

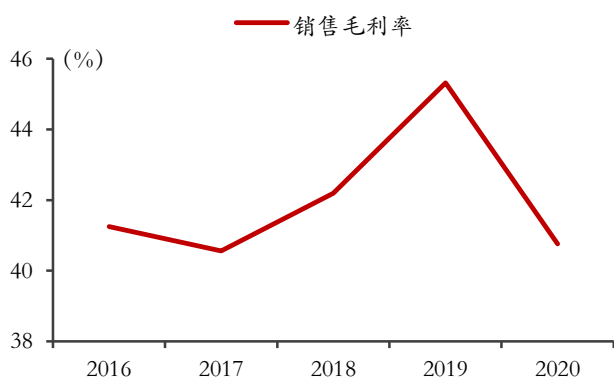


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 新会计准则影响毛利, 销售费用投放稳定加大

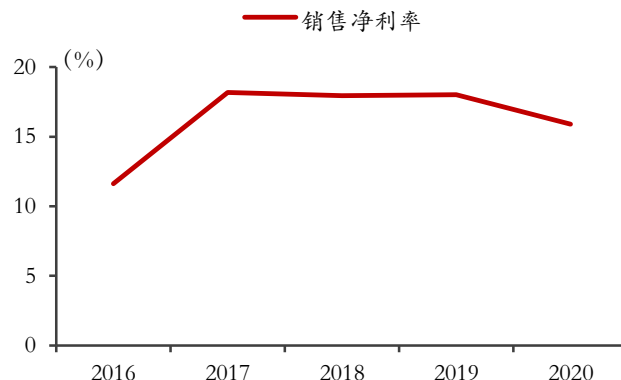
公司综合毛利率为 40.67%，同比减少 5.84pct，主要受新会计准则影响，运输费用归入成本端。去除运输费用同口径，综合毛利率为 44.78%，同比下降 1.74pct，预计下降原因主要为高端产品的收入占比下滑（2020 年收入占比为 12.91%，同比 2019 年下滑 1.5pct）。分品类看，食醋毛利率（去除运输费用同口径）为 49.52%，同比增加 2.97pct；料酒毛利率（去除运输费用同口径）为 38.55%，同比增长 2.19pct。食醋、料酒毛利率分别保持历年水平，预计随着终端逐步放量，2021 年食醋、料酒的毛利率方面会保持上行态势。净利率方面，2020 年公司净利率为 15.89%，同比下滑 2.14pct，主要来自固定资产处置收益减少。

图5 2016-2020年恒顺醋业毛利率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

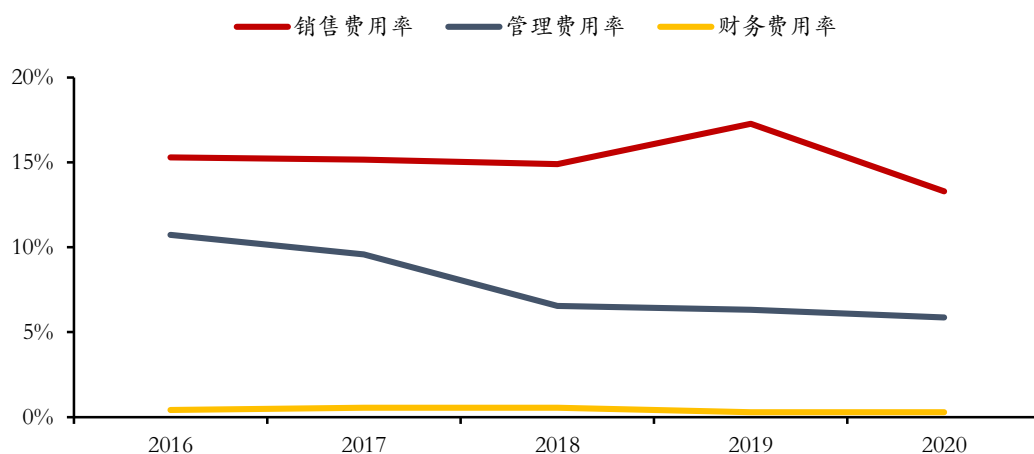
图6 2016-2020年恒顺醋业净利率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

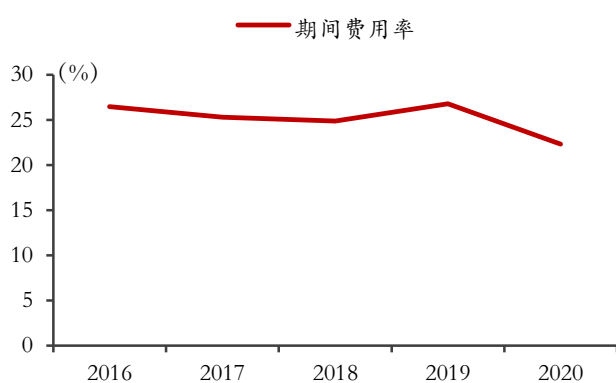
费用方面,公司 2020 年期间费用率为 22.31%，同比下降 4.48pct。其中销售费用率为 13.29%，同比减少 3.99pct，主要是因为按新会计准则，运输费用调至营业成本所致。去除掉运输费用调整，销售费用率同比增加 0.47pct，主要因为公司为加大品牌宣传投入，广告宣传费增加所致。管理费用率为 5.86%，同比减少 0.46pct，主要来自 SAP 系统的数字化运营，人员费用及折旧费用下降；研发费用率为 2.87%，同比减少 0.02pct，整体处于较稳定投入态势。财务费用率为 0.29%，保持上年同期水平。

图 7 2016-2020 年恒顺醋业销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)



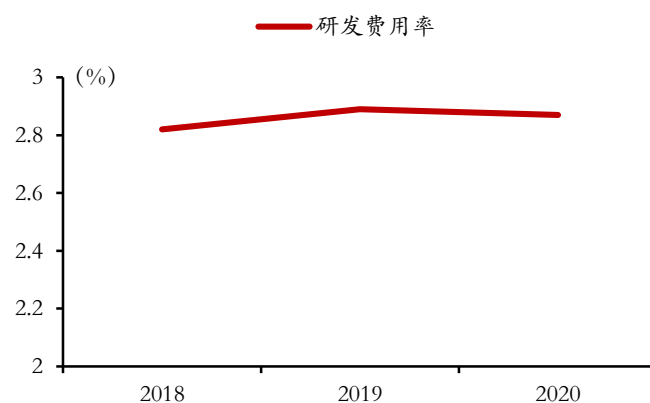
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 8 2016-2020 年恒顺醋业期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 9 2018-2020 年恒顺醋业研发费用率 (%)

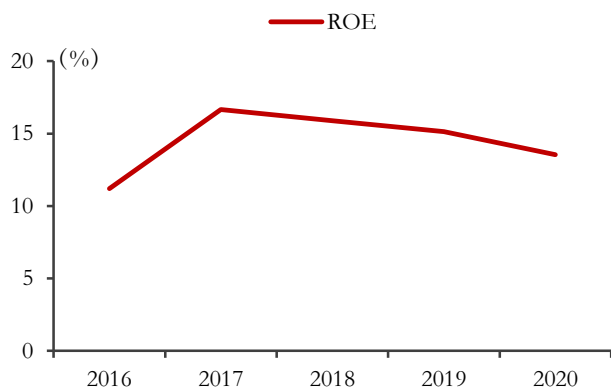


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(三) 周转率逐步攀升, ROE 呈下滑态势

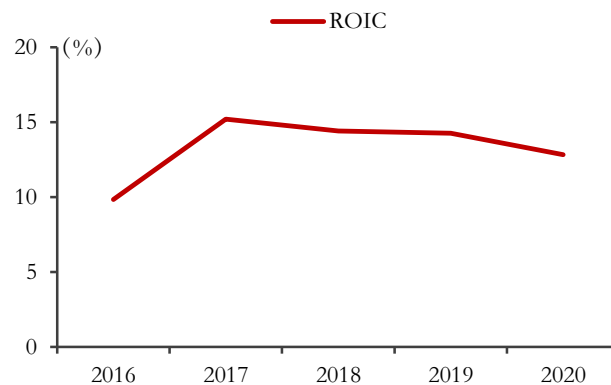
公司 2020 年 ROE 为 13.55%, 较上年下降 1.59pct; ROIC 为 12.82%, 较上年同期下降 1.43pct。存货周转率上行至 3.97 次, 同比上行 14.73%; 应收账款周转率为 11.08 次, 同比上行 14.47%, 周转率近三年保持持续攀升态势。

图 10 2016-2020 年恒顺醋业 ROE (%)



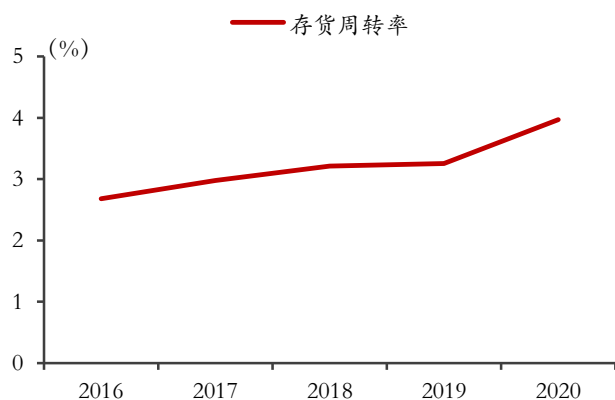
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 11 2016-2020 年恒顺醋业 ROIC (%)



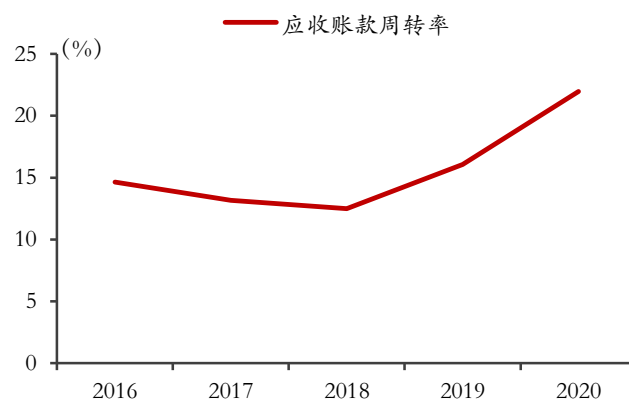
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 12 2016-2020 年恒顺醋业存货周转率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 13 2016-2020 年恒顺醋业应收账款周转率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

二、盈利预测和投资建议

(一) 收入预测及假设

我们对公司 2021-2023 年业务收入假设如下:

1、食醋业务: 目前公司食醋产品具备华东市场高水平竞争优势,同时借助“八大战区”战略部署逐步提升外围市场如华中、华南等地区的市场份额。食醋的刚需性以及目前醋在酸性调味品中较难替代的现状,将助力公司食醋主业稳定上行。预计公司 2021-2023 年食醋业务收入增速分别为 10.00%、9.50%、9.00%,2021 年毛利率保持 46.00%左右。

2、料酒业务: 公司的料酒制作采取国内最先进的双边酿造工艺,工艺上与食醋有一定协同效应。同时,受益公司区域品牌力及渠道,销量快速增长,营收增速上行较快,毛利也保持较好水平。目前相较公司的食醋产品,料酒产品还不具备较高的品牌认知,预计终端均格短期提升不会较大。现阶段料酒业务还处于公司加大宣传推广阶段,产品短期有望持续放量。预计公司 2021-2023 年料酒业务收入增速为 30.00%、28.00%、27.00%,2021 年毛利率保持 35%左右水平。

3.其他业务: 公司近两年持续发力酱腌菜、酱油、酱料及其他复合调味品等业务,拓展多元化渠道。目前复合调味品方面受益餐饮及外卖等渠道需求,有保持较高水平上行趋势。酱油方面因海天味业于市场的品牌力影响,预计公司酱油产品销量会有所承压。预计公司 2021-2023 年其他业务收入增速分别为 4.00%、4.00%、4.00%,2021 年毛利率为 27.00%

表 1 恒顺醋业主营业务收入假设表

分类		2019	2020	2021E	2022E	2023E
食醋	营业收入 (百万元)	1232.50	1342.48	1476.73	1617.02	1762.55
	同比增长	6.01%	8.92%	10.00%	9.50%	9.00%
	毛利率	46.55%	45.41%	46.00%	45.00%	44.00%
	毛利 (百万元)	573.73	609.62	679.29	727.66	775.52
料酒	营业收入 (百万元)	245.04	315.05	409.57	524.24	665.79
	同比增长	26.60%	28.57%	30.00%	28.00%	27.00%
	毛利率	36.36%	34.44%	35.00%	34.00%	34.00%

	毛利 (百万元)	89.10	108.50	143.35	178.24	226.37
其他	营业收入 (百万元)	354.65	356.78	371.05	385.89	399.40
	同比增长	5.07%	0.60%	4.00%	4.00%	3.50%
	毛利率	47.25%	28.85%	27.00%	27.00%	27.00%
	毛利 (百万元)	167.57	102.93	100.18	104.19	107.84
合计	营业收入 (百万元)	1832.19	2014.31	2257.34	2527.15	2827.74
	同比增长	8.18%	9.94%	12.07%	11.95%	11.89%
	毛利率	45.32%	40.76%	40.88%	39.97%	39.24%
	毛利 (百万元)	830.35	821.03	922.83	1010.09	1109.73

资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 投资建议：首次覆盖“增持”

目前公司还处于改革期，随着营销战区逐步细化，人员的逐步梳理，叠加 SAP 系统的深入运用，公司将进入改革深入阶段，营收增速有望提升，预计公司 2021 年主营业务收入增长约为 12%。另外，公司在保持食醋业务稳定增长的同时，大力拓展其他调味品，随着产品结构逐步优化，利润端增速有望与收入增速匹配。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.35 元、0.39 元、0.43 元，对应 PE 分别为 55 倍、49 倍、45 倍。公司作为食醋行业龙头，以全国化为目标，凭借区域性品牌优势逐步向外扩大辐射范围。长期来看，公司深耕调味品赛道，随着改革的逐步深化，将持续受益调味品行业红利。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；食品安全问题；产品销售不及预期。

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1359.99	1752.34	2121.19	2559.70	营业收入	2014.31	2257.44	2527.20	2827.68
现金	196.53	525.79	703.78	1014.67	营业成本	1193.29	1334.60	1517.08	1718.10
应收票据及应收账款					税金及附加	24.69	27.54	30.33	33.08
预付款项	104.80	95.98	128.79	122.70	销售费用	267.68	302.50	328.54	357.98
存货	8.92	18.92	11.24	22.10	管理费用	117.98	128.00	137.23	150.43
其他流动资产	289.27	303.88	370.37	393.23	研发费用	57.77	65.47	73.29	82.00
非流动资产	1871.24	1804.54	1746.51	1672.45	财务费用	5.88	9.03	6.14	4.04
长期投资	132.52	132.52	132.52	132.52	资产减值损失	2.44	2.00	2.00	2.00
固定资产	948.53	887.28	821.64	755.37	信用减值损失	0.37	0.35	0.35	0.35
在建工程	43.51	59.70	74.92	70.42	公允价值变动收益	23.28	25.00	30.00	30.00
无形资产	92.45	91.58	87.71	83.84	投资净收益	1.42	1.42	1.40	1.40
其他非流动资产	225.15	200.00	200.00	200.00	其他收益	10.86	10.00	10.00	10.00
资产总计	3231.23	3556.87	3867.69	4232.15	营业利润	384.53	429.08	478.36	525.79
流动负债	549.24	635.32	668.45	723.39	营业外收入	11.18	10.52	10.52	10.52
短期借款	54.08	50.00	50.00	50.00	营业外支出	7.09	5.99	5.31	5.00
应付票据及应付账款					利润总额	388.63	433.61	483.57	531.31
预收账款	224.55	257.01	286.61	324.77	所得税	68.55	75.88	84.62	92.98
其他流动负债	37.29	75.58	64.82	68.71	税后利润	320.08	357.73	398.94	438.33
非流动负债	192.82	175.00	175.00	175.00	少数股东损益	5.31	5.83	6.38	7.01
长期借款	116.07	100.00	100.00	100.00	归属母公司净利润	314.77	351.90	392.56	431.32
其他非流动负债	76.75	75.00	75.00	75.00	EBITDA	465.82	512.04	558.79	604.47
负债合计	742.06	810.32	843.45	898.39	主要财务比率				
少数股东权益	93.86	99.69	106.07	113.08		2020A	2021E	2022E	2023E
股本	1002.96	1002.96	1002.96	1002.96	成长能力				
资本公积	51.22	56.45	52.97	53.55	营业收入(%)	9.94	12.07	11.95	11.89
留存收益	1341.13	1587.46	1916.18	2218.10	营业利润(%)	-2.25	11.58	11.49	9.92
归属母公司股东权益					归母净利润(%)	-3.01	11.79	11.56	9.87
益	2395.31	2646.87	2972.10	3274.60	获利能力				
负债和股东权益总计	3231.23	3556.87	3921.62	4286.07	毛利率(%)	40.76	40.88	39.97	39.24
					净利率(%)	15.63	15.59	15.53	15.25
					ROE(%)	13.14	13.29	13.21	13.17
					ROIC(%)	31.51	34.06	42.40	43.71
					偿债能力				
					资产负债率(%)	22.97	22.78	21.51	20.96
					流动比率	2.48	2.76	3.17	3.54
					速动比率	1.95	2.28	2.62	2.99
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.63	0.65	0.67
					应收账款周转率	19.73	22.50	22.50	22.50
					应付账款周转率	9.69	9.38	9.30	9.25
					估值比率				
					P/E	61.46	54.98	49.28	44.86
					P/B	8.08	7.31	6.51	5.91
					EV/EBITDA	44.81	34.46	31.09	28.08

资料来源: Wind, 万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以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：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：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。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以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：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>