

恒顺醋业 (600305.SH)

食醋料酒发力，营收双位数增长

事件：公司发布 2021 年一季度报告。2021 年一季度公司实现营业收入 5.17 亿，同比增长 10.98%；归母净利润 0.79 亿，同比增长 3.89%；扣非净利润 0.69 亿，同比增长 1.05%。

食醋、料酒齐发力，营收双位数增长。2021Q1 公司营收同比增长 11.98%，**分品类来看：**食醋品类营收增速约为 10.47%（去年同期食醋营收增速为 0.18%，其中黑醋因物流影响出现负增长，白醋因疫情需求带动实现双位数增长），我们预计黑醋的恢复性增长为支撑 2021Q1 营收双位数增长的主要因素。此外，料酒大包装产品逐步进入餐饮渠道，在 2020Q1 高基数（营收同比+27%）的背景下，今年实现 12.67% 的增长；**分地区来看：**公司建立八大销售战区，2021Q1 华东、华南、华中、西部以及华北大区营收增速分别为 10.44%、14.02%、13.99%、9.05%、12.56%，华东核心市场恢复双位数增长。同时公司 2021Q1 新增经销商 123 人至 1562 人，从人员变动上来看，经销商仅减少 5 人，经销团队保持稳定。

餐饮大包装产品增加，毛利率有所下滑。从盈利能力角度看，2021Q1 公司毛利率同比下滑 1.1pct，主要系餐饮大包装产品占比提升从而带动毛利率有所下行。从费用端来看，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比变动 -0.01pct/+0.25pct/+0.59pct/+0.23pct 至 12.47%/5.52%/3.48%/0.46%，整体费用率同比增加 1.1pct。从净利率角度看，由于 2021Q1 政府补助同比增加约 500 万元，同时营业外支出因捐赠减少同比下降约 194 万元，综合来看公司净利率同比下降 1.0pct 至 15.2%。

改革变革推进中，长期增长可期。根据公司规划，2021 年主营调味品业务营收目标为 21.91 亿元，增速超 13%，扣非归母净利润目标为 3.22 亿元，同比增速约 13%。全年来看，公司有望通过内部积极性调动、外部渠道加密、样板市场打造等多手段，在高基数下有望实现目标冲刺。目前公司全力打造醋、酒、酱“三剑客”产品，产能扩充有望实现规模效应释放，同时助力公司长期发展。

投资建议：预计公司 21/22/23 年营收分别为 22.8/26.0/29.7 亿元，同比+13.1%/14.0%/14.5%；归母净利润 3.6/4.1/4.7 亿元，同比+12.8%/14.7%/16.0%；对应 PE 为 53/46/40 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,832	2,014	2,279	2,597	2,973
增长率 yoy (%)	8.2	9.9	13.1	14.0	14.5
归母净利润（百万元）	325	315	355	407	472
增长率 yoy (%)	6.6	-3.0	12.8	14.7	16.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.32	0.31	0.35	0.41	0.47
净资产收益率 (%)	14.1	12.9	13.3	13.7	14.2
P/E (倍)	57.8	59.6	52.8	46.0	39.7
P/B (倍)	8.3	7.8	7.2	6.5	5.8

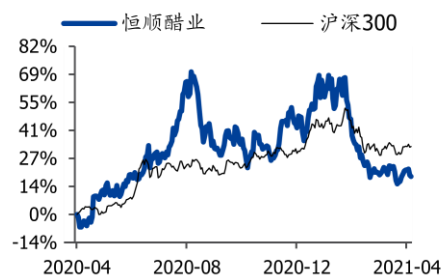
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	18.69
总市值(百万元)	18,745.25
总股本(百万股)	1,002.96
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	7.44

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

1、《恒顺醋业（600305.SH）：全国化加速推进，主营维持稳定增长》2021-03-30

2、《恒顺醋业（600305.SH）：百年恒顺，蓄势待发》2020-11-25



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1185	1360	1685	1792	2300	营业收入	1832	2014	2279	2597	2973
现金	263	197	326	537	770	营业成本	1002	1193	1343	1517	1721
应收票据及应收账款	90	94	114	123	148	营业税金及附加	25	25	30	34	39
其他应收款	11	11	14	15	18	营业费用	317	268	308	358	416
预付账款	12	9	16	12	21	管理费用	116	118	132	153	178
存货	311	289	454	346	583	研发费用	53	58	68	78	89
其他流动资产	498	760	760	760	760	财务费用	5	6	8	3	-3
非流动资产	1797	1871	1923	1989	2071	资产减值损失	0	2	0	0	0
长期投资	137	133	128	123	119	其他收益	8	11	8	8	8
固定资产	907	949	1010	1085	1175	公允价值变动收益	21	23	20	20	20
无形资产	84	92	89	86	82	投资净收益	6	1	8	8	8
其他非流动资产	669	698	696	695	696	资产处置收益	43	-1	0	0	0
资产总计	2982	3231	3607	3781	4372	营业利润	393	385	426	489	568
流动负债	560	549	746	636	894	营业外收入	6	11	10	10	10
短期借款	28	54	41	48	44	营业外支出	3	7	5	5	5
应付票据及应付账款	191	225	261	278	338	利润总额	397	389	431	494	573
其他流动负债	340	271	444	311	511	所得税	67	69	72	83	96
非流动负债	74	193	171	150	128	净利润	330	320	359	411	477
长期借款	3	116	94	73	51	少数股东损益	6	5	4	4	5
其他非流动负债	71	77	77	77	77	归属母公司净利润	325	315	355	407	472
负债合计	634	742	917	786	1022	EBITDA	474	469	508	575	659
少数股东权益	96	94	97	102	106	EPS (元)	0.32	0.31	0.35	0.41	0.47
股本	784	1003	1003	1003	1003	主要财务比率					
资本公积	280	51	51	51	51	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1189	1341	1592	1880	2214	成长能力					
归属母公司股东权益	2252	2395	2593	2894	3244	营业收入(%)	8.2	9.9	13.1	14.0	14.5
负债和股东权益	2982	3231	3607	3781	4372	营业利润(%)	10.3	-2.3	10.8	14.9	16.1
						归属于母公司净利润(%)	6.6	-3.0	12.8	14.7	16.0
						获利能力					
						毛利率(%)	45.3	40.8	41.0	41.6	42.1
						净利率(%)	17.7	15.6	15.6	15.7	15.9
						ROE(%)	14.1	12.9	13.3	13.7	14.2
						ROIC(%)	14.0	12.5	12.9	13.2	13.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.2	23.0	25.4	20.8	23.4
						净负债比率(%)	-8.1	0.3	-5.2	-12.1	-18.6
						流动比率	2.1	2.5	2.3	2.8	2.6
						速动比率	1.5	1.9	1.6	2.2	1.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	16.0	21.9	21.9	21.9	21.9
						应付账款周转率	5.3	5.7	5.5	5.6	5.6
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.32	0.31	0.35	0.41	0.47
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.36	0.41	0.46	0.53
						每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.39	2.59	2.88	3.23
						估值比率					
						P/E	57.8	59.6	52.8	46.0	39.7
						P/B	8.3	7.8	7.2	6.5	5.8
						EV/EBITDA	38.3	38.6	35.3	30.8	26.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com