

恒顺醋业 (600305)

公司研究/点评报告

收入稳健增长，变革步步为营

—恒顺醋业 (600305) 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 04 月 28 日

一、事件概述

4 月 27 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 5.17 亿元，同比+10.98%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比+3.89%；实现扣非归母净利润 0.69 亿元，同比+1.05%。

二、分析与判断

➤ 21Q1 收入稳健增长，本轮变革红利仍在持续释放

21Q1 公司实现营收 5.17 亿元，同比+10.98%，一季度收入增速虽环比 20Q4 有所放缓，但仍为近 5 年来 Q1 收入增速的第二高水平。尽管今年春节过年较晚，理论上渠道备货应主要体现在 21Q1，但由于恒顺今年切换考核周期，21Q1 考核 2020 年 12 月至 2021 年 3 月，因此仍导致部分备货前置至 20Q4。**分产品看**，21Q1 醋&料酒收入同比+10.93%，与整体增速一致，验证公司持续聚焦调味品主业，其中食醋/料酒分别同比+10%/13%。**分区域看**，21Q1 华东/华南/华中/西部/华北分别同比+10%/14%/14%/9%/13%，其中华东与华南相较于去年同期有所提速，但西部与华北受年初“就地过年”政策影响，在 20Q1 低基数基础上提速并不明显。**经销商方面**，21Q1 经销商数量相较 2020 年末净增加 123 家，其中华北/华东/华南/华中/西部分别+16/23/25/26/33 家，外围市场增加较多，主要系“八大战区”改革后持续推动渠道裂变。

➤ 成本上涨与费用小幅扩张导致短期盈利能力承压

21Q1 公司实现归母净利润 0.79 亿元，同比+3.89%，利润端增速明显低于收入端，主要系成本上涨与管理费用增加所致。(1)**毛利率**：21Q1 公司毛利率为 39.37%，同比-1.13ppt，主要系包材等原料价格上涨以及低毛利率的料酒占比提升所致。(2)**净利率**：21Q1 公司归母净利率 15.25%，同比-1.04ppt，与毛利率下降幅度基本一致。(3)**费用率**：21Q1 期间费用率为 21.92%，同比+1.06ppt。其中销售费用率 12.47%，同比-0.01ppt，整体保持稳定；管理费用率 5.52%，同比+0.25ppt，预计主要系 SAP 系统上线导致费用有所增加；财务费用率 0.46%，同比+0.23ppt；研发费用率 3.48%，同比+0.58ppt。

➤ 变革步步为营，2021 年收入与利润均有望持续提速

展望 2021 年：(1)**收入端**，考虑到 20Q2 较高基数与渠道库存，预计 21Q2 收入端弹性仍难以放大，但伴随营销改革持续细化、销售人员薪酬提升，预计 2021 全年收入仍将同比提速。公司 2021 年调味品主业收入增长目标为 13%，预计实际增长将高于这一水平。(2)**利润端**，虽然短期成本有所上涨及变革需投放费用予以配合，但预计公司仍可通过优化产品结构、提升管理效率等措施来对冲成本压力，以实现毛销差及净利率稳定。同时，随着其他业务资产处置接近尾声，预计净利润增速有望与收入端匹配。**长期看**，

(1)**营销改革**：公司 2020 年 7 月对销售总监进行调整，8 月三大战区拆分为八大战区，未来公司将继续挖掘外埠市场潜力，预计 2021-2023 年将进入改革红利持续释放阶段。

(2)**产能扩张**：目前 10 万吨香醋、10 万吨料酒黄酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年能投入使用，同时复合调味品产能也在规划之中，将有力支撑公司全国化扩张之路。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营收为 23.33/27.37/32.35 亿元，同比+15.8%/17.4%/18.2%；实现归母净利润为 3.72/4.41/5.28 亿元，同比+18.3%/18.5%/19.6%，折合 EPS 为 0.37/0.44/0.53 元，对应 PE 为 50/42/36X。公司估值低于 2021 年调味品可比公司平均估值的 55 倍 PE (Wind 一致预期，算术平均法)。考虑到公司变革系列举措有望推动未来业绩持续提速，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

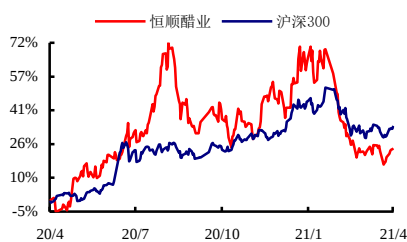
当前价格： 18.69 元

交易数据

2021-4-27

近 12 个月最高/最低(元)	26.75/17.15
总股本(百万股)	1,003
流通股本(百万股)	1,003
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	187
流通市值(亿元)	187

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号： S0100120070033

邮箱： liuguangyi@mszq.com

相关研究

- 1.恒顺醋业 (600305) 2020 年报点评：Q4 业绩显著提速，改革红利有望持续释放
- 2.恒顺醋业 (600305) 动态报告：变革举措持续落地，成长拐点将至

四、风险提示

变革效果不及预期、部分原料价格上涨超预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,014	2,333	2,737	3,235
增长率 (%)	9.9%	15.8%	17.4%	18.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	315	372	441	528
增长率 (%)	-3.0%	18.3%	18.5%	19.6%
每股收益 (元)	0.31	0.37	0.44	0.53
PE (现价)	59.55	50.33	42.46	35.51
PB	9.27	7.19	6.51	5.81

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,014	2,333	2,737	3,235
营业成本	1,193	1,368	1,580	1,871
营业税金及附加	25	33	38	45
销售费用	268	348	427	505
管理费用	118	124	137	152
研发费用	58	47	49	58
EBIT	353	414	506	604
财务费用	6	1	2	1
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	1	11	8	9
营业利润	385	445	528	633
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	389	445	528	633
所得税	69	71	84	101
净利润	320	374	444	533
归属于母公司净利润	315	372	441	528
EBITDA	428	635	613	734
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	197	13	200	378
应收账款及票据	94	138	141	169
预付款项	9	13	15	17
存货	289	395	443	506
其他流动资产	772	782	779	784
流动资产合计	1,360	1,341	1,579	1,854
长期股权投资	133	133	133	133
固定资产	949	1,265	1,351	1,499
无形资产	92	123	135	153
非流动资产合计	1,871	2,233	2,345	2,519
资产合计	3,231	3,574	3,924	4,373
短期借款	54	54	54	54
应付账款及票据	225	259	299	353
其他流动负债	271	365	401	443
流动负债合计	549	678	754	851
长期借款	116	116	116	116
其他长期负债	77	77	77	77
非流动负债合计	193	193	193	193
负债合计	742	871	947	1,043
股本	1,003	1,003	1,003	1,003
少数股东权益	94	95	98	103
股东权益合计	2,489	2,703	2,977	3,330
负债和股东权益合计	3,231	3,574	3,924	4,373

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	9.9%	15.8%	17.4%	18.2%
EBIT 增长率	10.4%	17.3%	22.2%	19.4%
净利润增长率	-3.0%	18.3%	18.5%	19.6%
盈利能力				
毛利率	40.8%	41.4%	42.3%	42.2%
净利润率	15.9%	16.0%	16.2%	16.5%
总资产收益率 ROA	9.7%	10.4%	11.2%	12.1%
净资产收益率 ROE	13.1%	14.3%	15.3%	16.4%
偿债能力				
流动比率	2.48	1.98	2.09	2.18
速动比率	1.93	1.38	1.49	1.57
现金比率	0.36	0.02	0.27	0.44
资产负债率	23.0%	24.4%	24.1%	23.9%
经营效率				
应收账款周转天数	16.98	21.42	18.76	19.06
存货周转天数	88.48	105.33	102.43	98.75
总资产周转率	0.62	0.65	0.70	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.37	0.44	0.53
每股净资产	2.39	2.60	2.87	3.22
每股经营现金流	0.36	0.55	0.57	0.66
每股股利	0.16	0.16	0.17	0.18
估值分析				
PE	59.55	50.33	42.46	35.51
PB	9.27	7.19	6.51	5.81
EV/EBITDA	51.78	29.78	30.55	25.25
股息收益率	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	320	374	444	533
折旧和摊销	76	221	107	130
营运资金变动	-11	-36	25	-1
经营活动现金流	364	551	571	657
资本开支	-150	-583	-220	-306
投资	-254	0	0	0
投资活动现金流	-376	-572	-212	-297
股权募资	0	0	0	0
债务募资	303	0	0	0
筹资活动现金流	-55	-162	-172	-182
现金净流量	-66	-183	187	178

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。