

食品饮料

营收平稳开局，利润端有所承压

2021年04月28日

——恒顺醋业（600305）2021年一季度报点评

公司评级：增持(维持)

分析师：汤瀚森

执业证书：S1030520080002

电话：0755-83199599

邮箱：tanghs@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、全年目标完成，改革驱动业绩提速  
2021.03.30

2、百年醋业龙头，改革静待花开  
2021.01.15

核心观点：

- 1) 营收增长稳健，业绩略低于预期。2021Q1 公司实现收入 5.17 亿元，同比+10.98%，符合预期。实现归母净利润 0.79 亿元，同比+3.89%；扣非归母净利润 0.69 亿，同比+1.05%，略低于预期；期内现金回款 6.02 亿，同比+8.4%，低于收入增速。
- 2) 食醋、料酒收入双增，利润率有所承压。Q1 公司食醋收入 3.32 亿，同比+10.5%；料酒收入 0.91 亿，同比+12.7%。受原材料成本上行以及低毛利大包装产品放量的影响，公司整体毛利率 39.4%，同比-1.1pct；销售净利率 15.4%，同比-1.3pct。期间费用方面，Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 12.5%/5.5%/3.5%/0.5%。销售费用率同比持平，环比-0.8pct；管理研发费用率同比+0.9pct。预计今年公司将延续去年营销费用策略，加强品牌宣传及营销人员奖励，预计管理费用率会随 SAP 系统上线带来效率提升有所降低。
- 3) 渠道开拓积极，线上销售亮眼。“战区制”营销改革效果持续显现，Q1 全国各地区销售收入均衡稳健增长。华东、华南、华中、西部、华北收入同比增速分别为 10.4%、14%、14%、9.1%、12.6%，其中华南、华中地区增速较快。报告期末总经销数量达 1562 家，净增加经销商 123 家，占去年全年新增数量 66%。公司积极推动多样化渠道拓展，Q1 公司线上销售收入达 0.43 亿元，占营收 8.7%，同比提高 2.6pct。
- 4) 盈利预测与投资评级：预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 3.7 亿元/4.4 亿元/5.3 亿元，增速分别为 16.5%/19.5%/19.9%，EPS 分别为 0.37 元、0.44 元、0.52 元，对应动态 PE 分别为 51 倍/43 倍/36 倍。考虑公司系列改革举措继续细化落地，产品结构升级有望带动业绩逐步提升，全年“双十三”目标顺利达成可期，维持“增持”评级。
- 5) 风险提示：食品安全问题风险、原材料价格波动风险等。

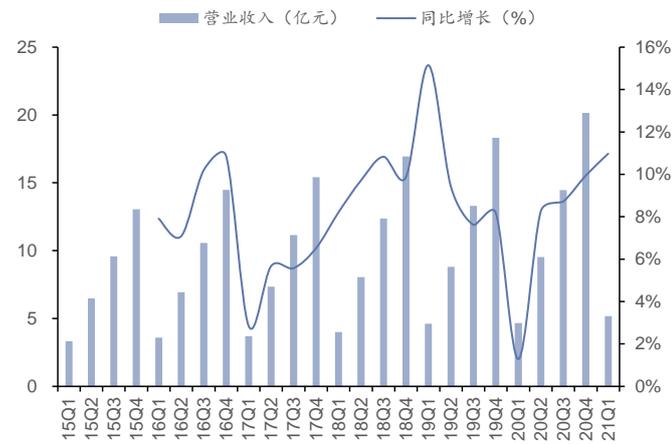
恒顺醋业（600305）与沪深 300 对比表现



| 公司数据             | Wind 资讯    |
|------------------|------------|
| 总市值 (百万)         | 18,745.25  |
| 流通市值 (百万)        | 18,745.25  |
| 总股本 (百万股)        | 1,002.96   |
| 流通股本 (百万股)       | 1,002.96   |
| 日成交额 (百万)        | 126.19     |
| 当日换手率 (%)        | 0.68       |
| 第一大股东            | 江苏恒顺集团有限公司 |
| 请务必阅读文末重要声明及免责条款 |            |

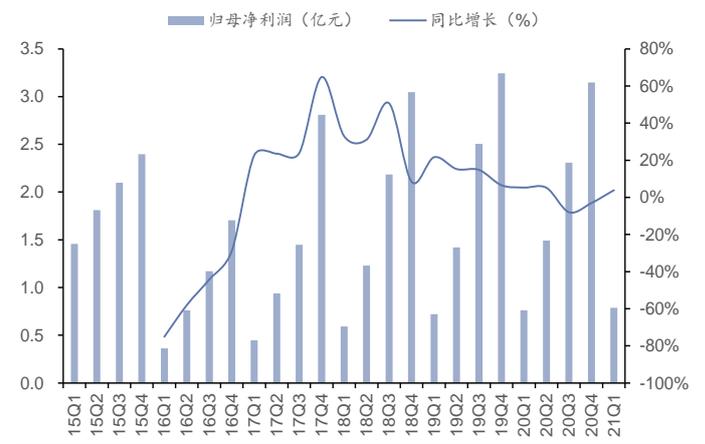
| 预测指标       | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 2014.31 | 2324.83 | 2706.35 | 3190.08 |
| 收入同比       | 9.94%   | 15.42%  | 16.41%  | 17.87%  |
| 净利润 (百万元)  | 314.77  | 366.64  | 438.25  | 525.49  |
| 净利润同比      | -3.0%   | 16.5%   | 19.5%   | 19.9%   |
| 毛利率        | 40.76%  | 40.78%  | 41.20%  | 41.53%  |
| 净利率        | 15.63%  | 15.77%  | 16.19%  | 16.47%  |
| EPS (元)    | 0.31    | 0.37    | 0.44    | 0.52    |
| PE (倍)     | 59.6    | 51.1    | 42.8    | 35.7    |

Figure 1 恒顺醋业营业收入变化



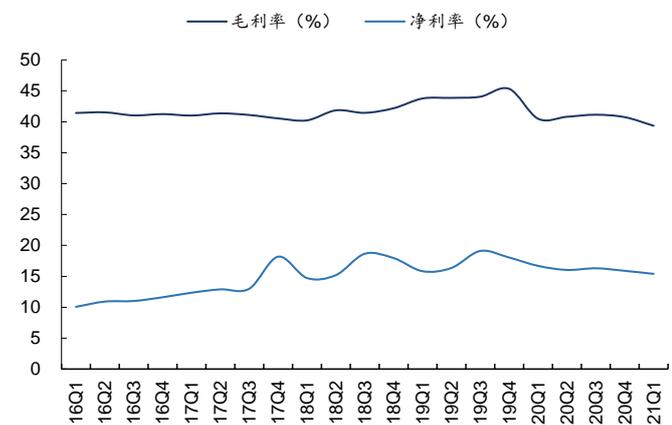
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 恒顺醋业归母净利润变化



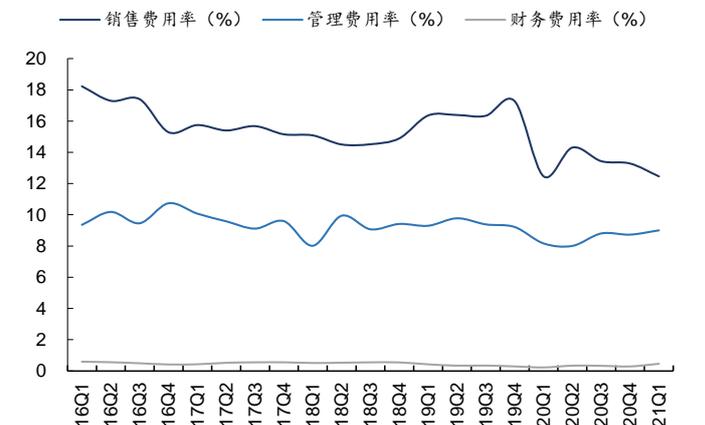
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 恒顺醋业毛利率及净利率变化情况



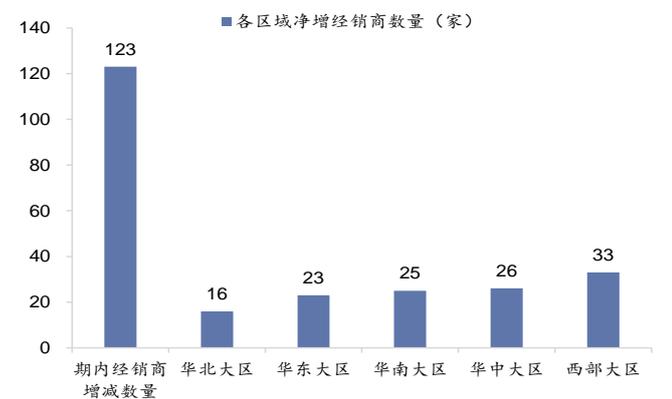
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 恒顺醋业期间费用率变化



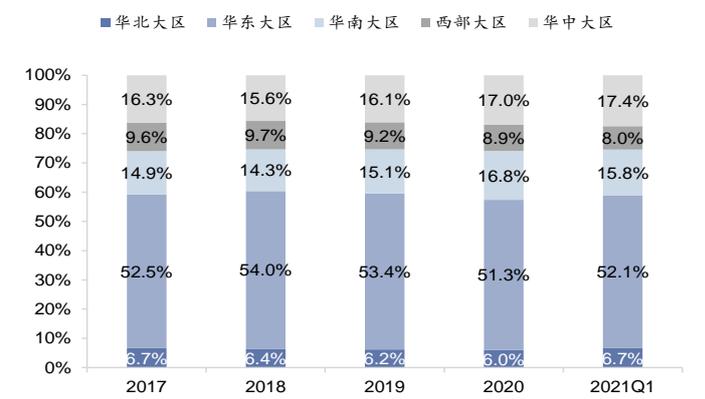
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 2020Q1 各区域经销商净增减情况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 6 2021Q1 华东、华中大区销售收入占比提升



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## 一、盈利预测与投资建议

### 1.1 关键假设

#### (1) 收入假设

**食醋：**预计 2021-2023 年公司食醋产品收入分别增长约 12%、13%、16%。

**料酒：**预计 2021-2023 年料酒收入同比增长 30%、28%、28%，主要由市场份额提升带来的量增贡献。

**其他产品：**预计其他调味品产品仍将保持较快增长态势，2021-23 年营收同比分别增长 18%、20%、15%。

Figure 7 分项收入预测

| 收入成本预测       | 2018A        | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位：百万元       |              |              |              |              |              |              |
| <b>营业收入</b>  | <b>1,694</b> | <b>1,832</b> | <b>2,014</b> | <b>2,325</b> | <b>2,706</b> | <b>3,190</b> |
| yoy, %       | 9.9%         | 8.2%         | 9.9%         | 15.4%        | 16.4%        | 17.9%        |
| <b>调味品</b>   | <b>1,528</b> | <b>1,720</b> | <b>1,939</b> | <b>2,248</b> | <b>2,630</b> | <b>3,114</b> |
| yoy, %       | 10.4%        | 12.5%        | 12.8%        | 15.9%        | 17.0%        | 18.4%        |
| <b>醋</b>     | <b>1,163</b> | <b>1,232</b> | <b>1,342</b> | <b>1,506</b> | <b>1,707</b> | <b>1,986</b> |
| yoy, %       | 12.5%        | 6.0%         | 8.9%         | 12.2%        | 13.3%        | 16.4%        |
| 单价（元/吨）      | 7,608        | 7,710        | 7,553        | <b>7,704</b> | <b>7,935</b> | <b>8,173</b> |
| yoy, %       | 3.4%         | 1.3%         | -2.0%        | 2%           | 3%           | 3%           |
| 销量（吨）        | 152,814      | 159,856      | 177,751      | 195,526      | 215,079      | 243,039      |
| yoy, %       | 8.8%         | 4.6%         | 11.2%        | 10%          | 10%          | 13%          |
| 毛利率          | 44.0%        | 46.6%        | 45.4%        | 45.6%        | 46.5%        | 46.8%        |
| <b>料酒</b>    | <b>194</b>   | <b>245</b>   | <b>315</b>   | <b>410</b>   | <b>524</b>   | <b>668</b>   |
| yoy, %       | 26.8%        | 26.6%        | 28.6%        | 30%          | 28%          | 27.5%        |
| 单价（元/吨）      | 4,495        | 4,263        | 4,163        | 4,163        | 4,163        | 4,246        |
| yoy, %       | -4.9%        | -5.2%        | -2.3%        | 0%           | 0%           | 2%           |
| 销量（吨）        | 43,060       | 57,484       | 75,676       | 98,378       | 125,924      | 157,405      |
| yoy, %       | 33.4%        | 33.5%        | 31.6%        | 30%          | 28%          | 25%          |
| 毛利率          | 33.2%        | 36.4%        | 34.8%        | 34.8%        | 35.0%        | 35.1%        |
| <b>其他调味品</b> | <b>172</b>   | <b>242</b>   | <b>282</b>   | <b>333</b>   | <b>399</b>   | <b>459</b>   |
| yoy, %       | -13.1%       | 40.7%        | 16.4%        | 18%          | 20%          | 15%          |
| <b>其他业务</b>  | <b>166</b>   | <b>113</b>   | <b>75</b>    | <b>76</b>    | <b>76</b>    | <b>76</b>    |
| yoy, %       | 5.0%         | -31.9%       | -33.4%       | 2%           | 0%           | 0%           |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## (2) 费用假设

我们预计 2021-23 年毛利率分别为 40.8%/41.2%/41.5%，销售费用率分别为 13%/12.8%/12.7%，管理费用率分别为 5.7%/5.5%/5.4%，研发费用保持 2.9% 左右水平。

Figure 8 费用率预测

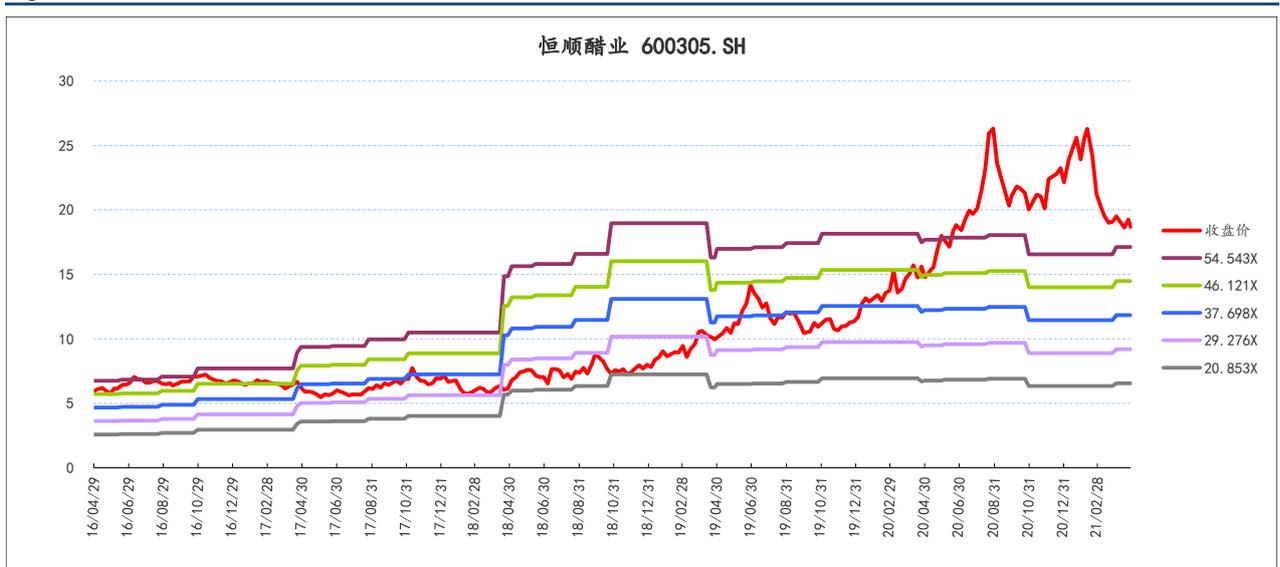
| 费用率假设 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 17.3% | 13.3% | 13.0% | 12.8% | 12.7% |
| 管理费用率 | 6.3%  | 5.9%  | 5.7%  | 5.5%  | 5.4%  |
| 财务费用率 | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  |
| 研发费用率 | 2.9%  | 2.9%  | 2.9%  | 2.8%  | 2.8%  |

资料来源：Wind，世纪证券研究所

## 1.2 盈利预测与投资评级

我们预计 2021-23 年公司营收分别为 23.25 亿/27.06 亿/31.90 亿，营收增速分别为 15.42%/16.41%/17.87%；实现归母净利润分别为 3.66 亿元/4.38 亿元/5.25 亿元，增速分别为 16.5%/19.5%/19.9%；EPS 分别为 0.37 元、0.44 元、0.52 元，对应 PE 分别为 51 倍/43 倍/36 倍。考虑公司系列改革举措继续细化落地，公司业绩有望加速提升，全年“双十三”目标有望顺利达成，维持“增持”评级。

Figure 9 恒顺醋业 P/E (TTM) Band



资料来源：Wind，世纪证券研究所

## 二、风险提示

**改革调整不及预期。**公司目前处于改革关键期，若改革节奏缓慢，营销激励制度无法落实到位，可能会对公司渠道竞争力和长远经营发展造成负面影响，限制公司业绩增速。

**食品安全问题。**食品安全问题是调味品行业的生命线。若由于经营管理不善等因素导致发生食品安全问题，公司品牌和经营活动都会受到明显影响，甚至波动行业整体发展。

## 附：财务预测摘要

| 主要财务指标             | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 利润表 (百万元)          | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |              |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>2014</b>  | <b>2325</b>  | <b>2706</b>  | <b>3190</b>  |
| 每股收益               | 0.31         | 0.37         | 0.44         | 0.52         | 营业成本               | 1193         | 1377         | 1591         | 1865         |
| 每股净资产              | 2.39         | 2.59         | 2.82         | 3.09         | 毛利率%               | 40.8%        | 40.8%        | 41.2%        | 41.5%        |
| 每股经营现金流            | 0.36         | 0.35         | 0.48         | 0.53         | 营业税金及附加            | 25           | 30           | 34           | 41           |
| 每股股利               | 0.21         | 0.16         | 0.21         | 0.25         | 营业税金率%             | 1.2%         | 1.3%         | 1.3%         | 1.3%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |              |              |              |              | 营业费用               | 268          | 302          | 346          | 405          |
| P/E                | 59.55        | 51.13        | 42.77        | 35.67        | 营业费用率%             | 13.3%        | 13.0%        | 12.8%        | 12.7%        |
| P/B                | 7.83         | 7.22         | 6.63         | 6.05         | 管理费用               | 118          | 133          | 149          | 172          |
| P/S                | 9.31         | 8.06         | 6.93         | 5.88         | 管理费用率%             | 5.9%         | 5.7%         | 5.5%         | 5.4%         |
| EV/EBITDA          | 51.78        | 40.68        | 33.19        | 27.30        | 研发费用               | 58           | 67           | 76           | 89           |
| 股息率 (%)            | <b>1.1%</b>  | <b>0.9%</b>  | <b>1.1%</b>  | <b>1.4%</b>  | 研发费用率%             | 2.9%         | 2.9%         | 2.8%         | 2.8%         |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |              |              |              |              | 财务费用               | 6            | 8            | 8            | 8            |
| 毛利率                | 40.8%        | 40.8%        | 41.2%        | 41.5%        | 财务费用率%             | 0.3%         | 0.3%         | 0.3%         | 0.2%         |
| 净利润率               | 15.6%        | 15.8%        | 16.2%        | 16.5%        | 资产减值损失             | 2            | 0            | 0            | 0            |
| 净资产收益率             | 13.1%        | 14.1%        | 15.5%        | 17.0%        | 投资收益               | <b>1</b>     | <b>5</b>     | <b>4</b>     | <b>5</b>     |
| 资产回报率              | 9.7%         | 10.6%        | 11.6%        | 12.7%        | <b>营业利润</b>        | 385          | 449          | 537          | 645          |
| 投资回报率              | 10.9%        | 12.1%        | 13.7%        | 15.2%        | 营业外收支              | <b>4</b>     | <b>4</b>     | <b>4</b>     | <b>4</b>     |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |              |              |              |              | <b>利润总额</b>        | 389          | 453          | 541          | 649          |
| 营业收入增长率            | 9.9%         | 15.4%        | 16.4%        | 17.9%        | 所得税                | 69           | 80           | 95           | 114          |
| EBIT 增长率           | 10.4%        | 17.7%        | 22.6%        | 21.1%        | 有效所得税率%            | 17.6%        | 17.6%        | 17.6%        | 17.6%        |
| 净利润增长率             | -3.0%        | 16.5%        | 19.5%        | 19.9%        | 少数股东损益             | 5            | 6            | 7            | 9            |
| <b>偿债能力指标</b>      |              |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>315</b>   | <b>367</b>   | <b>438</b>   | <b>525</b>   |
| 资产负债率              | 23.0%        | 21.9%        | 22.1%        | 22.5%        |                    |              |              |              |              |
| 流动比率               | 2.48         | 2.85         | 3.06         | 3.20         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 速动比率               | 1.93         | 2.16         | 2.39         | 2.50         | 货币资金               | 197          | 336          | 631          | 928          |
| 现金比率               | 0.36         | 0.60         | 0.99         | 1.25         | 应收款项               | 94           | 108          | 126          | 148          |
| <b>经营效率指标 (%)</b>  |              |              |              |              | 存货                 | 289          | 381          | 413          | 500          |
| 应收帐款周转天数           | 16.98        | 16.98        | 16.98        | 16.98        | 其它流动资产             | 780          | 784          | 788          | 792          |
| 存货周转天数             | 88.48        | 100.98       | 94.73        | 97.86        | 流动资产合计             | 1360         | 1609         | 1957         | 2369         |
| 总资产周转率             | 0.62         | 0.67         | 0.72         | 0.77         | 长期股权投资             | 133          | 133          | 133          | 133          |
| 固定资产周转率            | 2.12         | 2.56         | 3.12         | 3.85         | 固定资产               | 949          | 909          | 869          | 829          |
|                    |              |              |              |              | 在建工程               | 44           | 57           | 63           | 72           |
|                    |              |              |              |              | 无形资产               | 92           | 92           | 92           | 92           |
|                    |              |              |              |              | 非流动资产合计            | 1871         | 1844         | 1810         | 1780         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>3231</b>  | <b>3454</b>  | <b>3768</b>  | <b>4148</b>  |
| 净利润                | 315          | 367          | 438          | 525          | 短期借款               | 54           | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东损益             | 5            | 6            | 7            | 9            | 应付账款               | 225          | 259          | 299          | 351          |
| 非现金支出              | 69           | 40           | 40           | 40           | 预收账款               | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 非经营收益              | -14          | -25          | -24          | -25          | 其它流动负债             | 270          | 305          | 341          | 390          |
| 营运资金变动             | -11          | -41          | 23           | -14          | 流动负债合计             | 549          | 564          | 640          | 741          |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>364</b>   | <b>347</b>   | <b>485</b>   | <b>535</b>   | 长期借款               | 116          | 116          | 116          | 116          |
| 资产                 | -150         | -9           | -2           | -5           | 其它长期负债             | 77           | 77           | 77           | 77           |
| 投资                 | -254         | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 193          | 193          | 193          | 193          |
| 其他                 | 28           | 28           | 27           | 29           | <b>负债总计</b>        | <b>742</b>   | <b>757</b>   | <b>833</b>   | <b>933</b>   |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-376</b>  | <b>19</b>    | <b>25</b>    | <b>23</b>    | 实收资本               | 1003         | 1003         | 1003         | 1003         |
| 债权募资               | 303          | -54          | 0            | 0            | 归属于母公司所有者权益        | 2395         | 2597         | 2827         | 3099         |
| 股权募资               | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 94           | 100          | 107          | 116          |
| 其他                 | -358         | -173         | -216         | -262         | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>3231</b>  | <b>3454</b>  | <b>3768</b>  | <b>4148</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-55</b>   | <b>-227</b>  | <b>-216</b>  | <b>-262</b>  |                    |              |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-66</b>   | <b>140</b>   | <b>295</b>   | <b>297</b>   |                    |              |              |              |              |

数据来源：wind、世纪证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

| 股票投资评级说明：   | 行业投资评级说明：  |
|---|--|
| 报告发布日后的 12 个月内，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： | 报告发布日后的 12 个月内，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： |
| 买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；                               | 强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；                               |
| 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；                         | 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；                         |
| 中 性： 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。                               |
| 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。                               |  |

### 免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。