

恒顺醋业 (600305.SH) 利润略有承压，改革效果可期

2021 年 04 月 28 日

——公司信息更新报告

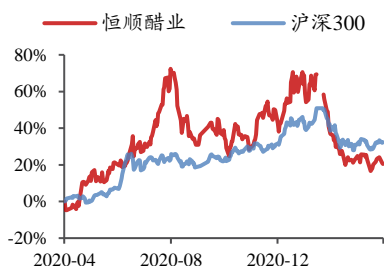
投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2021/4/27
当前股价(元)	18.69
一年最高最低(元)	27.58/16.87
总市值(亿元)	187.45
流通市值(亿元)	187.45
总股本(亿股)	10.03
流通股本(亿股)	10.03
近 3 个月换手率(%)	76.74

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-目标顺利完成，期待改革红利释放》-2021.3.30

《公司首次覆盖报告-吹响改革号角，百年恒顺再起航》-2020.11.17

● 前景乐观展望，维持“增持”评级

恒顺醋业公布 2021 年一季报，2021Q1 营收 5.2 亿元，同比增 11.0%；净利 0.8 亿元，同比增 3.9%；扣非净利 0.7 亿元，同比增 1.1%。我们维持盈利预测不变，预计 2021-2023 年公司净利为 3.6、4.3、5.1 亿元，同比增 15%、18%、20%，EPS 分别为 0.36、0.43、0.51 元，最新股价对应 PE 为 51.6、43.9、36.7 倍。拓品类、扩渠道、做品宣、建样板市场等动作将推动公司营收双位数增长。我们对公司前景持乐观态度，接下来是逐步验证预期兑现过程，维持“增持”评级。

● 2020Q1 营收符合预期

公司一季度面临双重压力：一方面 2021 年春节前局部地区疫情反弹，对餐饮业带来不利影响，调味品行业也相应承压；另一方面公司 2020 年底部分区域库存偏高。在此背景下，一季度调味品仍有 11.6% 增长。分品类看料酒仍保持 12.7% 的较快增速；食醋同比增 10.5%，增速高于 2020 年全年。分区域看，除西部区域增速略低，其余市场均实现 10% 以上增长。随着餐饮逐步复苏，估计调味品全年仍可达到 13% 增长。

● 2021Q1 业绩承压，净利率略有下滑

2021Q1 毛利率同比下降 1.1pct，原因应是与产品结构变化（餐饮产品及料酒占比提升）、原料成本提升有关。销售费用率同比持平，管理费用率微增，利息费用增加导致财务费用同比增 122%。非经常损益项目中，一季度政府补助增加，营业外支出减少（2020 年同期有疫情捐赠支出），导致扣非利润增速 1.1%，低于归母净利 3.9% 的增长。

● 营销改革持续，员工动力提升

公司营销改革持续进行，我们观测到积极变化：一是员工福利水平整体得到提升，激励力度增加；二是费用权下放至战区，市场操作灵活度提升；三是信息系统优化，提升工作效率。产品端进行食醋全品类覆盖，同时积极布局复合调味料等新品类；渠道上积极拓展省外市场，渠道进一步细化精耕。食醋龙头稳扎稳打，改革效果值得期待。

● **风险提示：**食品安全风险，疫情反复影响，原材料涨价风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,832	2,014	2,285	2,625	3,047
YOY(%)	8.2	9.9	13.4	14.9	16.1
归母净利润(百万元)	325	315	363	427	511
YOY(%)	6.6	-3.0	15.4	17.5	19.7
毛利率(%)	45.3	40.8	40.8	41.3	41.8
净利率(%)	17.7	15.6	15.9	16.2	16.8
ROE(%)	14.1	12.9	13.5	14.5	15.5
EPS(摊薄/元)	0.32	0.31	0.36	0.43	0.51
P/E(倍)	57.8	59.6	51.6	43.9	36.7
P/B(倍)	8.3	7.8	7.2	6.5	5.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1185	1360	1630	1792	2166
现金	263	197	335	496	706
应收票据及应收账款	90	94	114	125	153
其他应收款	11	11	14	15	18
预付账款	12	9	15	12	19
存货	311	289	392	384	509
其他流动资产	498	760	760	760	760
非流动资产	1797	1871	1930	2007	2121
长期投资	137	133	125	117	108
固定资产	907	949	1036	1147	1282
无形资产	84	92	70	43	31
其他非流动资产	669	698	698	699	700
资产总计	2982	3231	3560	3799	4287
流动负债	560	549	694	680	833
短期借款	28	54	54	54	54
应付票据及应付账款	191	225	247	290	328
其他流动负债	340	271	393	336	452
非流动负债	74	193	171	150	130
长期借款	3	116	95	74	53
其他非流动负债	71	77	77	77	77
负债合计	634	742	865	831	963
少数股东权益	96	94	94	97	103
股本	784	1003	1003	1003	1003
资本公积	280	51	51	51	51
留存收益	1189	1341	1558	1804	2084
归属母公司股东权益	2252	2395	2601	2871	3221
负债和股东权益	2982	3231	3560	3799	4287

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	429	364	423	492	594
净利润	330	320	363	430	516
折旧摊销	83	76	79	91	107
财务费用	5	6	12	15	11
投资损失	-6	-1	-4	-3	-3
营运资金变动	80	-11	-6	-16	-11
其他经营现金流	-63	-25	-21	-24	-26
投资活动现金流	-124	-376	-112	-140	-192
资本支出	139	151	66	85	123
长期投资	-90	-255	7	9	9
其他投资现金流	-75	-479	-39	-46	-60
筹资活动现金流	-208	-55	-173	-191	-192
短期借款	-98	26	0	0	0
长期借款	-18	114	-21	-21	-21
普通股增加	0	219	0	0	0
资本公积增加	-24	-228	0	0	0
其他筹资现金流	-68	-185	-152	-170	-171
现金净增加额	97	-66	139	160	211

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1832	2014	2285	2625	3047
营业成本	1002	1193	1353	1541	1774
营业税金及附加	25	25	28	32	37
营业费用	317	268	302	347	396
管理费用	116	118	125	147	168
研发费用	53	58	69	68	79
财务费用	5	6	12	15	11
资产减值损失	0	2	0	0	0
其他收益	8	11	9	10	10
公允价值变动收益	21	23	20	23	25
投资净收益	6	1	4	3	3
资产处置收益	43	-1	1	1	1
营业利润	393	385	432	513	620
营业外收入	6	11	12	13	10
营业外支出	3	7	6	6	5
利润总额	397	389	438	520	625
所得税	67	69	74	90	109
净利润	330	320	363	430	516
少数股东损益	6	5	0	3	5
归母净利润	325	315	363	427	511
EBITDA	474	469	515	604	719
EPS(元)	0.32	0.31	0.36	0.43	0.51

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	8.2	9.9	13.4	14.9	16.1
营业利润(%)	10.3	-2.3	12.2	18.9	20.9
归属于母公司净利润(%)	6.6	-3.0	15.4	17.5	19.7
获利能力					
毛利率(%)	45.3	40.8	40.8	41.3	41.8
净利率(%)	17.7	15.6	15.9	16.2	16.8
ROE(%)	14.1	12.9	13.5	14.5	15.5
ROIC(%)	14.0	12.5	12.9	13.9	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.2	23.0	24.3	21.9	22.5
净负债比率(%)	-8.1	0.3	-5.0	-10.6	-16.4
流动比率	2.1	2.5	2.4	2.6	2.6
速动比率	1.5	1.9	1.8	2.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
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	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.31	0.36	0.43	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.36	0.42	0.49	0.59
每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.39	2.59	2.86	3.21
估值比率					
P/E	57.8	59.6	51.6	43.9	36.7
P/B	8.3	7.8	7.2	6.5	5.8
EV/EBITDA	38.3	38.6	34.9	29.4	24.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn