

2021年07月17日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

改革持续推进，期待积极变化 买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2,014 | 2,292 | 2,648 | 3,066 |
| 同比（%） | 9.9% | 13.8% | 15.5% | 15.8% |
| 归母净利润（百万元） | 315 | 361 | 423 | 500 |
| 同比（%） | -3.0% | 14.6% | 17.3% | 18.2% |
| 每股收益（元/股） | 0.31 | 0.36 | 0.42 | 0.50 |
| P/E（倍） | 56.02 | 48.87 | 41.67 | 35.25 |

事件：公司持续推进改革，近期我们跟踪行业及渠道，对行业和公司动态进行更新。

投资要点：

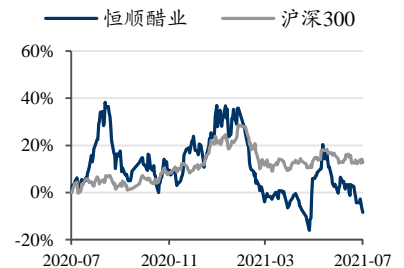
■ **H1 改革持续推进中，渠道、营销均有边际改善。**根据跟踪，公司上半年深化改革持续推进，销售、渠道端，经销商数量如期增长，市场化人才引进、薪酬改革顺利推进，餐饮占比提升较快；产品端，不断推出新品，如5种口味油醋汁，推动品牌年轻化；治理上，公司下属子公司恒顺商场收购恒润，整合营销资源，减少关联交易。整体看，Q2月度环比呈加速态势，改革成效逐步体现，渠道库存目前处正常偏高水平，我们预计步入下半年，整体需求环境改善，销售及库存均将进一步向好。成本端，上半年原料成本上行，其中公司提前锁定主要原料价格，同时通过产品结构提升对冲成本上行。

■ **公司处于深化改革期，期待积极变化。**21年公司目标收入/扣非净利润分别为22.8亿/3.2亿，实现双13%增长，整体目标积极。新董事长上任以来，公司改革稳步推进，20年成立战区，提升薪酬激励，21年继续深化改革，圆满完成董事会换届，公司治理进一步提升，同时公司回购股票拟用于股权激励，机制改善有望更进一步。未来公司将继续推进，1) 营销变革：包括薪酬提升、加大费用投入等；2) 产品梳理：加大香陈白米果的全醋品类布局，提升产品结构，精简SKU，资源投放聚焦等；3) 区域拓展：精耕华东成熟区域，华中、华南等地区进一步完善渠道，提升渗透率；4) 产能建设：推进醋、料酒、酱油、川调等各约10万吨产能项目，公司预计在21-22年逐步落地。期待公司在深化改革下，增长驶入快车道，站上发展新阶段。

■ **盈利预测与投资评级：成本承压不改利润，资产渠道优化效能。公司持续积极应对变革，维持“买入”评级。**我们给予21-23年EPS预测为0.36/0.42/0.50元，当前股价对应PE分别为49/42/35倍，考虑公司改革释放活力，竞争力进一步提升，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，销售不达预期等。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 17.58 |
| 一年最低/最高价 | 15.82/27.34 |
| 市净率(倍) | 7.13 |
| 流通A股市值(百万元) | 17631.97 |

基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元) | 2.47 |
| 资产负债率(%) | 21.18 |
| 总股本(百万股) | 1002.96 |
| 流通A股(百万股) | 1002.96 |

相关研究

- 1、《恒顺醋业（600305）：改革途中，静待花开》2020-10-28
- 2、《恒顺醋业（600305）：收入增长环比提速，改革引领长期发展》2020-08-18
- 3、《恒顺醋业（600305）：积极应对疫情，相信改革力量》2020-04-28

恒顺醋业三大财务预测表

| 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 | 1,360 | 1,633 | 1,784 | 2,151 | 营业收入 | 2,014 | 2,292 | 2,648 | 3,066 |
| 现金 | 197 | 331 | 480 | 685 | 减:营业成本 | 1,193 | 1,364 | 1,562 | 1,794 |
| 应收账款 | 94 | 115 | 126 | 153 | 营业税金及附加 | 25 | 28 | 32 | 38 |
| 存货 | 289 | 397 | 389 | 514 | 营业费用 | 268 | 322 | 363 | 402 |
| 其他流动资产 | 780 | 789 | 788 | 798 | 管理费用 | 118 | 134 | 155 | 180 |
| 非流动资产 | 1,871 | 1,934 | 2,019 | 2,131 | 研发费用 | 58 | 66 | 76 | 88 |
| 长期股权投资 | 133 | 125 | 117 | 108 | 财务费用 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 固定资产 | 949 | 1,041 | 1,159 | 1,291 | 资产减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 44 | 45 | 46 | 47 | 加:投资净收益 | 1 | 9 | 8 | 6 |
| 无形资产 | 92 | 70 | 43 | 31 | 其他收益 | 11 | 16 | 16 | 13 |
| 其他非流动资产 | 654 | 654 | 654 | 654 | 资产处置收益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3,231 | 3,567 | 3,803 | 4,281 | 营业利润 | 385 | 432 | 510 | 607 |
| 流动负债 | 549 | 700 | 686 | 839 | 加:营业外净收支 | 4 | 6 | 7 | 5 |
| 短期借款 | 54 | 54 | 54 | 54 | 利润总额 | 389 | 438 | 517 | 612 |
| 应付账款 | 225 | 251 | 294 | 331 | 减:所得税费用 | 69 | 75 | 90 | 105 |
| 其他流动负债 | 271 | 396 | 338 | 454 | 少数股东损益 | 5 | 3 | 4 | 6 |
| 非流动负债 | 193 | 172 | 151 | 130 | 归属母公司净利润 | 315 | 361 | 423 | 500 |
| 长期借款 | 116 | 95 | 74 | 53 | EBIT | 394 | 437 | 511 | 600 |
| 其他非流动负债 | 77 | 77 | 77 | 77 | EBITDA | 469 | 516 | 602 | 707 |
| 负债合计 | 742 | 872 | 837 | 969 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 94 | 96 | 101 | 107 | 每股收益(元) | 0.31 | 0.36 | 0.42 | 0.50 |
| 归属母公司股东权益 | 2,395 | 2,599 | 2,865 | 3,205 | 每股净资产(元) | 2.39 | 2.59 | 2.86 | 3.20 |
| 负债和股东权益 | 3,231 | 3,567 | 3,803 | 4,281 | 发行在外股份(百万股) | 1003 | 1003 | 1003 | 1003 |
| | | | | | ROIC(%) | 36.7% | 37.9% | 39.7% | 41.9% |
| | | | | | ROE(%) | 12.9% | 13.5% | 14.4% | 15.3% |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 毛利率(%) | 40.8% | 40.5% | 41.0% | 41.5% |
| 经营活动现金流 | 364 | 399 | 468 | 576 | 销售净利率(%) | 15.6% | 15.7% | 16.0% | 16.3% |
| 投资活动现金流 | -376 | -98 | -136 | -185 | 资产负债率(%) | 23.0% | 24.4% | 22.0% | 22.6% |
| 筹资活动现金流 | -55 | -166 | -183 | -186 | 收入增长率(%) | 9.9% | 13.8% | 15.5% | 15.8% |
| 现金净增加额 | -66 | 135 | 149 | 205 | 净利润增长率(%) | -3.1% | 13.5% | 17.6% | 18.6% |
| 折旧和摊销 | 76 | 79 | 91 | 107 | P/E | 56.02 | 48.87 | 41.67 | 35.25 |
| 资本开支 | 151 | 70 | 93 | 120 | P/B | 7.36 | 6.78 | 6.15 | 5.50 |
| 营运资本变动 | -11 | -5 | -16 | -10 | EV/EBITDA | 36.19 | 32.67 | 27.70 | 23.28 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>