

恒顺醋业 (600305)

公司研究/点评报告

主业稳健增长，渠道裂变下沉持续推进

——恒顺醋业 (600305) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 23 日

一、事件概述

8 月 22 日公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营收 10.35 亿元，同比+8.59%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比-14.62%；实现扣非归母净利润 1.15 亿元，同比-13.53%。

二、分析与判断

➤ 食醋主业仍实现稳健增长，渠道裂变与下沉持续推进

21H1 公司实现营收 10.35 亿元，同比+8.59%；折合 21Q2 实现营收 5.18 亿元，同比+6.3%。二季度收入增速环比有所放缓，主要归因于：(1) 行业需求承压，现代渠道面临高基数与客流量分散的压力，同时餐饮渠道恢复情况一般；(2) 竞争加剧叠加社区团购冲击渠道价格体系；(3) 公司 20Q2 补库存导致基数偏高。**分产品看**，21H1 食醋/料酒收入分别同比+10%/1%（折合 Q2 为+10%/-12%），其中二季度食醋稳健增长，但料酒同比明显下滑，拖累整体收入增速放缓。**分区域看**，21H1 华东/华南/华中/西部/华北收入分别同比+11%/11%/11%/13%/12%（折合 Q2 为+11%/9%/7%/16%/11%），二季度华东大本营维持双位数稳健增长，华南与华中增速相对较低。**经销商方面**，21H1 经销商数量 1721 家，相较 2020 年末净增加 282 家（对应增速 20%），呈现持续提速态势，其中华北/华东/华南/华中/西部分别净增加 44/60/57/57/64 家，主要得益于“八大战区”改革后持续推动渠道裂变与下沉。

➤ 成本压力、产品结构调整与费用小幅扩张导致盈利显著承压

21H1 公司归母净利润为 1.27 亿元，同比-14.62%；折合 21Q2 归母净利润为 0.49 亿元，同比-33.78%。利润端增速明显低于收入端，主要系成本上涨、产品结构变化以及费用增加所致。**(1) 毛利率**：21H1 公司毛利率为 38.17%，同比-2.65pct(Q2 为 36.96%，同比-4.16pct)，一方面系原料成本上涨在二季度反应，另一方面系产品结构调整所致，低毛利率的大包装产品占比有所提升。**(2) 费用率**：21H1 销售费用率 23.55%，同比+0.90pct(Q2 为 25.19%，同比+0.82pct)，主要系公司增加较多促销费用；管理费用率 5.85%，同比+0.80pct(Q2 为 6.18%，同比+1.34pct)，主要系 SAP 数字化系统成本摊销所致；研发费用率 3.64%，同比+0.69pct(Q2 为 3.80%，同比+0.79pct)；财务费用率 0.21%，同比-0.13pct(Q2 为-0.03%，同比-0.48pct)。**(3) 净利率**：21H1 公司归母净利率为 12.31%，同比-3.35pct(Q2 为 9.38%，同比-5.68pct)，主要系成本端与费用端双重挤压所致。

➤ 管理变革加快落地叠加负面因素有望弱化，期待 21H2 基本面环比改善

短期看，(1) **管理变革加快落地**：公司 5 月开展回购计划，主要用于股权激励，充分体现出本轮变革正处于深化阶段，已从营销体制层面传导至管理层面，有利于长期管理效能的释放。此外，公司 5 月进行董事会换届选举，其中董事尹总曾在联合利华、卡夫有二十余年工作经验，对品牌打造、市场营销有着深刻的认知，有望推动本轮变革更好地落地执行。此外，公司二季度经销商数量显著增加以及 6 月开始冠名《非诚勿扰》，预计下半年对收入端或有提振作用。(2) **下半年负面因素弱化**：预计零售端基数压力缓解以及餐饮端稳健修复，需求的环比改善将是提振基本面的核心因素，社区团购对公司部分产品的价格冲击难以长期持续，此外随着其他业务资产处置接近尾声，非经常性损益对利润端的扰动将逐渐弱化。**中长期看**，(1) **营销改革**：公司 2020 年 7 月对销售总监进行调整，2020 年 8 月三大战区拆分为八大战区，同时对基层销售人员提薪，未来公司将继续挖掘外埠市场潜力，预计 2022-2023 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。

推荐

维持评级

当前价格： 15.54 元

交易数据

2021-8-20

近 12 个月最高/最低(元)	26.75/15.54
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)	156
流通市值(亿元)	156

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) 2021 年一季报点评：收入稳健增长，变革步步为营
2. 恒顺醋业 (600305) 2020 年年报点评：Q4 业绩显著提速，改革红利有望持续释放

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营收为 22.57 /25.94 /29.91 亿元，同比+12.0%/15.0%/15.3%；实现归母净利润为 3.25/3.98/4.76 亿元，同比+3.2%/22.4%/19.8%，折合 EPS 为 0.32/0.40/0.47 元，对应 PE 为 48/39/33X。公司估值略高于 2021 年调味品可比公司平均估值的 43 倍 PE（Wind 一致预期，算数平均法）。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。

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	2,257	2,594	2,991
增长率（%）	9.9%	12.0%	15.0%	15.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	315	325	398	476
增长率（%）	-3.0%	3.2%	22.4%	19.8%
每股收益（元）	0.31	0.32	0.40	0.47
PE（现价）	49.51	47.99	39.19	32.72
PB	9.27	6.09	5.59	5.05

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	2,257	2,594	2,991
营业成本	1,193	1,379	1,533	1,759
营业税金及附加	25	32	36	42
销售费用	268	323	397	458
管理费用	118	120	130	141
研发费用	58	45	47	54
EBIT	353	359	451	538
财务费用	6	1	-2	-5
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	1	11	8	8
营业利润	385	388	476	572
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	389	388	476	572
所得税	69	62	76	91
净利润	320	326	400	481
归属于母公司净利润	315	325	398	476
EBITDA	428	409	508	592
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	197	374	522	819
应收账款及票据	94	133	134	157
预付款项	9	13	15	16
存货	289	398	430	476
其他流动资产	772	782	778	782
流动资产合计	1,360	1,700	1,880	2,250
长期股权投资	133	133	133	133
固定资产	949	920	927	916
无形资产	92	95	101	105
非流动资产合计	1,871	1,859	1,877	1,880
资产合计	3,231	3,559	3,757	4,130
短期借款	54	87	0	0
应付账款及票据	225	261	290	332
其他流动负债	271	363	388	419
流动负债合计	549	711	679	751
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	904	871	944
股本	1,003	1,003	1,003	1,003
少数股东权益	94	95	98	102
股东权益合计	2,489	2,655	2,885	3,186
负债和股东权益合计	3,231	3,559	3,757	4,130

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	9.9%	12.0%	15.0%	15.3%
EBIT 增长率	10.4%	1.7%	25.8%	19.3%
净利润增长率	-3.0%	3.2%	22.4%	19.8%
盈利能力				
毛利率	40.8%	38.9%	40.9%	41.2%
净利润率	15.9%	14.4%	15.4%	16.1%
总资产收益率 ROA	9.7%	9.1%	10.6%	11.5%
净资产收益率 ROE	13.1%	12.7%	14.3%	15.4%
偿债能力				
流动比率	2.48	2.39	2.77	3.00
速动比率	1.93	1.81	2.11	2.34
现金比率	0.36	0.53	0.77	1.09
资产负债率	23.0%	25.4%	23.2%	22.8%
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	0.63	0.69	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.32	0.40	0.47
每股净资产	2.39	2.55	2.78	3.08
每股经营现金流	0.36	0.33	0.47	0.52
每股股利	0.16	0.16	0.17	0.18
估值分析				
PE	49.51	47.99	39.19	32.72
PB	9.27	6.09	5.59	5.05
EV/EBITDA	51.78	37.74	29.88	25.16
股息收益率	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	320	326	400	481
折旧和摊销	76	50	57	53
营运资金变动	-11	-34	24	-1
经营活动现金流	364	335	476	526
资本开支	-150	-38	-76	-57
投资	-254	0	0	0
投资活动现金流	-376	-28	-69	-49
股权募资	0	0	0	0
债务募资	303	33	-87	0
筹资活动现金流	-55	-130	-259	-180
现金净流量	-66	178	148	297

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、乳制品、软饮料板块。

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。