

恒顺醋业 (600305.SH)

食醋稳定增长，全国化布局加速

事项：公司发布 2021 年半年度报告。2021 年上半年实现营业收入 10.35 亿元，同比增长 8.59%；归母净利润 1.27 亿元，同比下降 14.62%；其中 Q2 营收 5.18 亿元，同比增长 6.30%；Q2 归母净利润 0.49 亿元，同比下降 33.78%。

食醋稳定增长，全国化布局加速。2021H1 调味品业务销售收入同增 11%，分产品来看，2021H1 食醋、料酒营收同比增速分别为 10.2%、1.2%，其中 2021Q2 营收增速分别为 9.9%、-12.1%，食醋业务保持稳定增长，料酒产能相对饱和，增长略有放缓。分地区看，在餐饮渠道恢复不及预期，C 端销售疲软的大背景下，公司通过渠道织网深耕，上半年新增经销商 282 名，带动各地区营收双位数增长，2021H1 华南、华中、西部及华北大区营收增速分别为 11.2%、10.5%、12.6%、11.6%，华东大本营亦同增 10.7%。

成本上涨致利润承压，费用投放有望加大。2021H1 公司调味品业务综合毛利率为 37.59%，同比下降 3.64pct，主要原因系原材料成本上涨，但从目前采购来看，下半年成本压力有望控制，另外餐饮恢复带来大包装产品占比提升，亦对综合毛利率有一定拉低作用。费用端 2021H1 公司费用率同比增加 0.9pct 至 23.6%，销售/管理/研发/财务费用率分别 -0.46/+0.80/+0.69/-0.13pct，费用加大主要系管理及研发费用增加明显，管理费用提升主要系上线数字化系统运行，2021H1 技术服务费同比增加 678 万元。另公司上半年新增《新相亲大会》广告投放，但费用确认时点集中于下半年，因此从上半年来看，公司广告费用同比下滑 35%，下半年销售费用投放有望加大。综合来看，2021H1 公司净利率同比-3.68pct 至 12.35%。

行业挤压，龙头地位有望稳固。成本上涨对中小企业的冲击将会带来行业层面洗牌，公司在行业需求走弱、竞争加剧的情况下，加速全国化布局进程，实现食醋主业稳定增长。尽管，费用投放加大、成本上涨会对公司短期利润产生一定压力，但公司调动内部积极性、渠道加密多管齐下，对收入增长形成支撑，龙头地位有望加固。

盈利预测：我们预计 21/22/23 年营收分别为 22.7/26.0/29.7 亿元，同比 +12.7%/14.3%/14.5%；归母净利润 3.3/3.8/4.4 亿元，同比 +4.3%/15.1%/16.1%；对应 PE 分别为 48/41/36 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；原材料价格波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,832	2,014	2,270	2,595	2,970
增长率 yoy (%)	8.2	9.9	12.7	14.3	14.5
归母净利润(百万元)	325	315	328	378	439
增长率 yoy (%)	6.6	-3.0	4.3	15.1	16.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.32	0.31	0.33	0.38	0.44
净资产收益率(%)	14.1	12.9	12.5	13.0	13.5
P/E(倍)	48.0	49.5	47.5	41.3	35.5
P/B(倍)	6.9	6.5	6.1	5.5	4.9

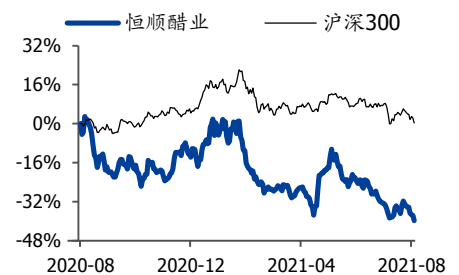
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 20 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
8月20日收盘价(元)	15.54
总市值(百万元)	15,585.94
总股本(百万股)	1,002.96
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	12.08

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 《恒顺醋业 (600305.SH)：食醋料酒发力，营收双位数增长》2021-04-27
- 《恒顺醋业 (600305.SH)：全国化加速推进，主营维持稳定增长》2021-03-30
- 《恒顺醋业 (600305.SH)：百年恒顺，蓄势待发》2020-11-25



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1185	1360	1682	1750	2252
现金	263	197	308	488	702
应收票据及应收账款	90	94	113	123	147
其他应收款	11	11	14	15	18
预付账款	12	9	16	12	20
存货	311	289	471	351	604
其他流动资产	498	760	760	760	760
非流动资产	1797	1871	1918	1989	2070
长期投资	137	133	128	123	119
固定资产	907	949	1005	1084	1174
无形资产	84	92	89	86	82
其他非流动资产	669	698	696	695	696
资产总计	2982	3231	3600	3738	4322
流动负债	560	549	766	642	918
短期借款	28	54	41	48	44
应付票据及应付账款	191	225	272	281	351
其他流动负债	340	271	453	313	522
非流动负债	74	193	171	150	128
长期借款	3	116	94	73	51
其他非流动负债	71	77	77	77	77
负债合计	634	742	937	792	1046
少数股东权益	96	94	97	101	105
股本	784	1003	1003	1003	1003
资本公积	280	51	51	51	51
留存收益	1189	1341	1573	1840	2151
归属母公司股东权益	2252	2395	2566	2845	3171
负债和股东权益	2982	3231	3600	3738	4322

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	429	364	386	423	499
净利润	330	320	332	382	443
折旧摊销	83	76	78	88	101
财务费用	5	6	3	-1	-7
投资损失	-6	-1	-8	-8	-8
营运资金变动	637	-1	0	-18	-10
其他经营现金流	-620	-35	-20	-20	-20
投资活动现金流	-124	-376	-97	-131	-155
资本支出	139	151	52	75	86
长期投资	-90	-255	5	5	5
其他投资现金流	-75	-479	-41	-51	-64
筹资活动现金流	-208	-55	-177	-111	-131
短期借款	-98	26	-13	7	-3
长期借款	-18	114	-22	-21	-22
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	-143	-97	-106
现金净增加额	97	-66	111	181	214

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1832	2014	2270	2595	2970
营业成本	1002	1193	1374	1560	1768
营业税金及附加	25	25	27	31	36
营业费用	317	268	315	358	416
管理费用	116	118	125	153	178
研发费用	53	58	68	78	89
财务费用	5	6	3	-1	-7
资产减值损失	0	2	0	0	0
其他收益	8	11	8	8	8
公允价值变动收益	21	23	20	20	20
投资净收益	6	1	8	8	8
资产处置收益	43	-1	0	0	0
营业利润	393	385	392	452	526
营业外收入	6	11	10	10	10
营业外支出	3	7	5	5	5
利润总额	397	389	397	457	531
所得税	67	69	66	75	88
净利润	330	320	332	382	443
少数股东损益	6	5	3	4	4
归属母公司净利润	325	315	328	378	439
EBITDA	474	469	474	539	619
EPS (元)	0.32	0.31	0.33	0.38	0.44

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	8.2	9.9	12.7	14.3	14.5
营业利润(%)	10.3	-2.3	2.0	15.3	16.3
归属于母公司净利润(%)	6.6	-3.0	4.3	15.1	16.1
获利能力					
毛利率(%)	45.3	40.8	39.4	39.9	40.5
净利率(%)	17.7	15.6	14.5	14.6	14.8
ROE(%)	14.1	12.9	12.5	13.0	13.5
ROIC(%)	14.0	12.5	12.0	12.5	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.2	23.0	26.0	21.2	24.2
净负债比率(%)	-8.1	0.3	-4.5	-10.7	-16.9
流动比率	2.1	2.5	2.2	2.7	2.5
速动比率	1.5	1.9	1.5	2.1	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
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	5.5	5.6	5.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.31	0.33	0.38	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.36	0.38	0.42	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.39	2.56	2.84	3.16
估值比率					
P/E	48.0	49.5	47.5	41.3	35.5
P/B	6.9	6.5	6.1	5.5	4.9
EV/EBITDA	31.6	31.8	31.2	27.1	23.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 20 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com