

2021 年半年报点评：主业稳健，期待加速 买入（维持）

2021 年 08 月 23 日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

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	335	409	488
同比（%）	-3.0%	6.4%	22.1%	19.3%
每股收益（元/股）	0.31	0.33	0.41	0.49
P/E（倍）	49.51	46.53	38.11	31.94

事件：公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 10.35 亿元，同比+8.59%，归母净利润 1.27 亿元，同比-14.62%，扣非归母净利润 1.15 亿，同比-13.53%，符合市场预期。其中 2021Q2 实现营收 5.18 亿元，同比+6.30%，归母净利润 0.49 亿元，同比-33.78%。

投资要点：

■ **Q2 食醋稳健增长，稳步推进渠道拓展。**分产品看，2021H1 调味品营收 9.96 亿元，同比+10.97%，其中 Q2 调味品营收 5.08 亿元，同比+10.34%。2021H1 醋/料酒营收分别为 7.17/1.50 亿元，分别同比+10.18%/+1.29%，其中 Q2 醋/料酒营收分别为 3.85/0.60 亿元，分别同比+9.94%/-12.14%，料酒增速不佳主要系去年同期基数高，拖累整体增速。**分渠道看**，2021Q2 分销/直销模式分别实现收入 4.63/0.45 亿元，分别同比+15.92%/-26.29%；2021Q2 线上/线下销售渠道分别实现收入 0.54/4.53 亿元，分别同比+31.02%/+8.30%。**分区域看**，2021Q2 华东/华南/华中/西部/华北大区分别实现营收 2.57/0.86/0.86/0.50/0.29 亿元，同比+10.96%/+8.72%/+7.26%/+15.62%/+10.55%，各地区实现稳健增长，华南和华中增速略低于其它地区。Q2 公司经销商新增 159 至 1721 名，新增来自华北/华东/华南/华中/西部大区，分别净增 28/37/32/31/31 名，公司渠道下沉持续推进。

■ **成本上行，结构调整致盈利短期承压。**2021H1 毛利率 38.17%，同比-2.65pct，其中 2021Q2 毛利率为 36.96%，同比-4.16pct，主要系原材料成本增加及低毛利大包装产品占比提升所致。2021H1 销售费用率同比-0.46pct 至 13.85%（21Q2 同比-0.83pct 至 15.23%）；2021H1 管理费用率同比+0.80pct 至 5.85%（21Q2 同比+1.34pct 至 6.18%），主要系本期人工成本及软件服务费增加所致。综上，2021Q2 实现净利率 9.38%，同比-5.68pct，主要系成本上行及费用略微提升所致。

■ **H2 预计逐步改善，中长期期待提速。**下半年随着高基数逐渐消退，餐饮端持续恢复，调味品旺季需求回升，我们预计公司增长加速。公司 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。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：**公司持续深化变革，提升内部效率，配合产能释放，有望推动业绩发展，维持“买入”评级。由于盈利端短期承压，我们下调 21-23 年 EPS 预测为 0.33/0.41/0.49 元（前值为 0.36/0.42/0.50 元），当前股价对应 PE 分别为 46/38/32 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)	15.54
一年最低/最高价	15.33/27.34
市净率(倍)	6.30
流通 A 股市值(百万元)	15585.94

基础数据

每股净资产(元)	2.47
资产负债率(%)	22.64
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）：改革持续推进，期待积极变化》2021-07-17
- 2、《恒顺醋业（600305）：改革途中，静待花开》2020-10-28

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	1,601	1,666	2,044	营业收入	2,014	2,292	2,648	3,066
现金	197	282	380	562	减:营业成本	1,193	1,398	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	415	372	531	营业费用	268	322	385	423
其他流动资产	780	789	788	798	管理费用	118	137	155	180
非流动资产	1,871	1,962	2,078	2,207	研发费用	58	60	69	78
长期股权投资	133	125	117	108	财务费用	6	7	8	9
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	98	103	107	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	3,562	3,744	4,251	营业利润	385	401	493	592
流动负债	549	721	666	860	加:营业外净收支	4	6	7	5
短期借款	54	54	54	54	利润总额	389	407	500	597
应付账款	225	263	282	343	减:所得税费用	69	69	87	103
其他流动负债	271	404	330	463	少数股东损益	5	2	4	6
非流动负债	193	172	152	131	归属母公司净利润	315	335	409	488
长期借款	116	96	76	55	EBIT	394	406	496	588
其他非流动负债	77	77	77	77	EBITDA	469	485	588	697
负债合计	742	893	818	992	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	94	96	100	106	每股收益(元)	0.31	0.33	0.41	0.49
归属母公司股东权益	2,395	2,573	2,825	3,153	每股净资产(元)	2.39	2.57	2.82	3.14
负债和股东权益	3,231	3,562	3,744	4,251	发行在外股份(百万股)	1003	1003	1003	1003
					ROIC(%)	36.7%	34.3%	36.4%	38.7%
					ROE(%)	12.9%	12.6%	14.1%	15.2%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	40.8%	39.0%	41.0%	41.5%
经营活动现金流	364	377	450	575	销售净利率(%)	15.6%	14.6%	15.4%	15.9%
投资活动现金流	-376	-126	-168	-203	资产负债率(%)	23.0%	25.1%	21.9%	23.3%
筹资活动现金流	-55	-166	-184	-190	收入增长率(%)	9.9%	13.8%	15.5%	15.8%
现金净增加额	-66	85	98	182	净利润增长率(%)	-3.1%	5.4%	22.4%	19.7%
折旧和摊销	76	79	92	108	P/E	49.51	46.53	38.11	31.94
资本开支	151	98	125	137	P/B	6.51	6.06	5.52	4.94
营运资本变动	-11	-2	-23	-3	EV/EBITDA	31.83	30.60	25.07	20.88

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>