

2021年08月23日

证券研究报告·2021年半年报点评

恒顺醋业 (600305) 食品饮料

持有 (维持)

当前价: 15.54元

目标价: 18元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

食醋主业增长平稳，渠道下沉持续推进

投资要点

- 事件: 公司发布 2021 年半年报, 实现营收 10.4 亿元, 同比增长 8.6%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比下降 14.6%。其中 21Q2 实现营收 5.2 亿元, 同比增加 6.3%, 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比下降 33.7%, Q2 表现低于市场预期。
- 食醋主业维持平稳增长, 渠道下沉稳步推进。21H1 食醋实现收入 7.2 亿元, 同比增长 10.2%; 主业食醋二季度表现良好, 仍然维持过往较高增速。料酒实现收入 1.5 亿元, 同比增长 1.3%, 受制于: 1) 去年同期疫情影响下高基数; 2) 二季度整体餐饮需求疲软; 3) 社区团购带来低价竞争及传统渠道客源流失; 4) 行业竞争加剧, 料酒业务增速有所放缓。“八大战区”渠道体系改革成效初显, 21H1 公司五大区域增速均维持在 10% 以上, 其中大本营华东 Q2 仍有双位数以上增速, 全国化扩张正有条不紊推进中。受益于渠道下沉的稳步推进, 经销商队伍实现加速扩充, 21H1 经销商净增加 282 家, 相较 20 年末大幅提升 19.6%。渠道持续精耕叠加战区体系改革, 助力公司业绩实现稳定增长。
- 原材料成本和费用大幅上升, Q2 利润端承压明显。21H1 公司毛利率为 38.2%, 同比下降 2.7pp, 其中 Q2 毛利率 36.9%, 同比下降 4.2%。成本端压力主要系 1) 玻璃、包材等原材料价格上涨; 2) 社区团购全面兴起, 低价位大容量产品占比增加所致。销售费用率 13.9%, 同比下降 0.5pp, 主要由于本期促销广告费用投放仍然维持较强度; 内部管理机制持续优化, SAP 信息化系统成本摊销与人工成本增加带动管理费用率同比上升 0.8pp 至 5.9%。原材料成本与费用双双承压明显, 致使 21H1 整体净利率下降 3.7pp 至 12.4%。
- 短期行业需求端有望回暖, 中长期管理体系改革红利将持续释放。短期来看, 公司下半年业绩确定性较高: 1) 渠道反馈情况来看, 二季度末零售端需求疲软态势已有所改善, 疫情得到有效控制后餐饮端持续回暖叠加去年同期高基数压力减轻, 21H2 业绩有望实现恢复性增长; 2) 社区团购趋向规范化, 超低价竞争对营收压制难以长期持续。中长期来看, 公司内部管理体系改革持续深化: 1) 营销改革方面, 自 20 年 8 月八大战区体系建立以来, 渠道渗透率稳步提升; 同时营销薪酬体系改革持续, 收入结构优化与业绩考核改革加持下, 人均薪资水平有望达到行业中上水平; 2) 21 年 5 月公司开启股票回购计划, 主要用于股权激励; 3) SAP 等智能化系统上线优化供应链效率, 内部管理体系市场化程度加深激发管理层活力, 中长期改革红利释放将为公司长期业绩增长保驾护航。
- 盈利预测与投资建议。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.32 元、0.37 元、0.42 元, 对应动态 PE 分别为 49 倍、42 倍、37 倍, 维持“持有”评级。
- 风险提示: 原材料价格波动风险, 行业竞争格局恶化风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2014.31	2294.50	2647.06	3057.13
增长率	9.94%	13.91%	15.37%	15.49%
归属母公司净利润 (百万元)	314.77	319.65	367.72	424.04
增长率	-3.01%	1.55%	15.04%	15.32%
每股收益 EPS (元)	0.31	0.32	0.37	0.42
净资产收益率 ROE	12.86%	12.53%	13.63%	14.78%
PE	50	49	42	37
PB	6.51	6.25	5.91	5.56

数据来源: Wind, 西南证券

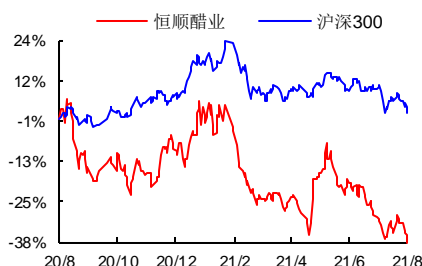
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
 电话: 023-63786049
 邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 夏霖
 电话: 021-58351959
 邮箱: xialj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.03
流通 A 股(亿股)	10.03
52 周内股价区间(元)	15.54-26.75
总市值(亿元)	155.86
总资产(亿元)	33.22
每股净资产(元)	2.47

相关研究

1. 恒顺醋业 (600305): 主业稳健增长, 期待变革成效 (2021-04-29)
2. 恒顺醋业 (600305): 改革激发活力, 期待未来加速 (2021-03-31)
3. 恒顺醋业 (600305): Q3 增速稳健, 期待改革加速 (2020-10-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2014.31	2294.50	2647.06	3057.13	净利润	320.08	325.04	373.92	431.19
营业成本	1193.29	1361.95	1572.84	1818.45	折旧与摊销	75.55	108.65	123.14	144.64
营业税金及附加	24.69	25.24	29.12	33.63	财务费用	5.88	10.25	14.02	20.15
销售费用	267.68	355.65	403.68	461.63	资产减值损失	2.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	117.98	185.85	208.59	235.40	经营营运资本变动	4.93	-38.08	9.53	0.29
财务费用	5.88	10.25	14.02	20.15	其他	-44.75	-28.81	-57.18	-16.03
资产减值损失	2.44	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	364.12	377.05	463.43	580.23
投资收益	1.42	5.62	4.33	4.28	资本支出	-39.77	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	23.28	26.85	24.74	25.20	其他	-336.07	32.47	29.07	29.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-375.84	-267.53	-370.93	-470.52
营业利润	384.53	388.03	447.88	517.35	短期借款	26.06	44.56	162.90	188.35
其他非经营损益	4.10	5.47	4.69	4.85	长期借款	113.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	388.63	393.50	452.57	522.20	股权融资	-9.08	0.00	0.00	0.00
所得税	68.55	68.47	78.65	91.01	支付股利	-162.20	-220.34	-223.75	-257.40
净利润	320.08	325.04	373.92	431.19	其他	-23.14	-15.55	-14.02	-20.15
少数股东损益	5.31	5.39	6.20	7.15	筹资活动现金流净额	-54.77	-191.33	-74.87	-89.20
归属母公司股东净利润	314.77	319.65	367.72	424.04	现金流量净额	-66.49	-81.81	17.63	20.50
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	196.53	114.73	132.35	152.86	成长能力				
应收和预付款项	113.71	147.24	161.04	187.48	销售收入增长率	9.94%	13.91%	15.37%	15.49%
存货	289.27	330.23	414.14	465.68	营业利润增长率	-2.25%	0.91%	15.42%	15.51%
其他流动资产	760.47	761.55	762.91	764.50	净利润增长率	-3.09%	1.55%	15.04%	15.32%
长期股权投资	132.52	132.52	132.52	132.52	EBITDA 增长率	-3.36%	8.79%	15.41%	16.59%
投资性房地产	411.78	411.78	411.78	411.78	获利能力				
固定资产和在建工程	992.04	1186.37	1466.20	1824.54	毛利率	40.76%	40.64%	40.58%	40.52%
无形资产和开发支出	92.45	89.58	86.71	83.85	三费率	19.44%	24.05%	23.66%	23.46%
其他非流动资产	242.45	242.34	242.23	242.12	净利率	15.89%	14.17%	14.13%	14.10%
资产总计	3231.23	3416.34	3809.89	4265.32	ROE	12.86%	12.53%	13.63%	14.78%
短期借款	54.08	98.64	261.54	449.89	ROA	9.91%	9.51%	9.81%	10.11%
应付和预收款项	280.01	333.43	383.31	440.98	ROIC	32.05%	28.60%	26.74%	25.15%
长期借款	116.07	116.07	116.07	116.07	EBITDA/销售收入	23.13%	22.09%	22.10%	22.31%
其他负债	291.90	274.34	304.93	340.57	营运能力				
负债合计	742.06	822.48	1065.86	1347.51	总资产周转率	0.65	0.69	0.73	0.76
股本	1002.96	1002.96	1002.96	1002.96	固定资产周转率	2.17	2.34	2.41	2.34
资本公积	51.22	51.22	51.22	51.22	应收账款周转率	21.96	21.26	20.74	21.24
留存收益	1341.13	1440.44	1584.41	1751.04	存货周转率	3.62	4.03	4.05	4.05
归属母公司股东权益	2395.31	2494.62	2638.59	2805.22	销售商品提供劳务收到现金营业收入	110.46%	—	—	—
少数股东权益	93.86	99.24	105.44	112.59	资本结构				
股东权益合计	2489.17	2593.86	2744.03	2917.81	资产负债率	22.97%	24.07%	27.98%	31.59%
负债和股东权益合计	3231.23	3416.34	3809.89	4265.32	带息债务/总负债	22.93%	26.11%	35.43%	42.00%
					流动比率	2.48	2.15	1.68	1.36
					速动比率	1.95	1.63	1.21	0.96
					股利支付率	51.53%	68.93%	60.85%	60.70%
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	465.97	506.93	585.05	682.13	每股收益	0.31	0.32	0.37	0.42
PE	49.51	48.76	42.39	36.76	每股净资产	2.39	2.49	2.63	2.80
PB	6.51	6.25	5.91	5.56	每股经营现金	0.36	0.38	0.46	0.58
PS	7.74	6.79	5.89	5.10	每股股利	0.16	0.22	0.22	0.26
EV/EBITDA	28.62	26.55	23.25	20.19					
股息率	1.04%	1.41%	1.44%	1.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn