

信义山证汇通天下

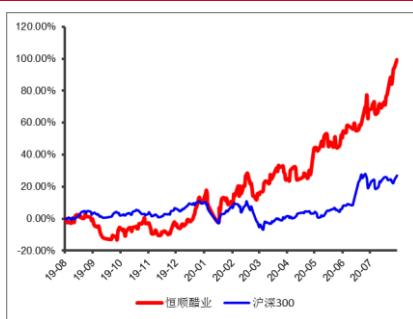
证券研究报告

食品饮料

报告原因：中报点评

2021年8月23日

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月23日

收盘价(元): 14.96

年内最高/最低(元): 26.77/14.72

流通A股/总股本(亿): 10.03/10.03

流通A股市值(亿): 150

总市值(亿): 150

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益: 0.31

每股净资产(元): 2.39

净资产收益率: 13.52%

分析师: 和芳芳

执业登记编码: S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址: 山西省太原市府西街国贸中心 A 座太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

恒顺醋业 (600305.SH)

利润略承压，期待后半年加速

调低评级

增持

公司研究/点评报告

事件描述

➤ 恒顺醋业发布 2021 年半年报，上半年营业收入 10.35 亿元，同比增长 8.59%；净利润 1.27 亿元，同比下滑 14.62%。

事件点评

➤ **调味品业务稳健增长，短期利润承压。**2021H1 公司实现营业收入 10.35 亿元，同比+8.59%；归母净利润 1.27，同比增长 3.89%，其中，主营调味品实现收入 9.96 亿元，同比增长 10.97%，公司的调味品业务稳健增长。公司 2021H1 销售净利率为 12.35%，同比减少 3.68pct，主要是毛利减少和管理费用增加。具体来看，公司 202H1 毛利率为 38.17%，同比减少 2.65pct，主要是原材料、包材、设备成本上涨影响；销售期间费用率为 23.55%，同比增加 0.89pct，其中销售费用率为 13.85%，同比减少 0.46pct；管理费用率为 9.49%，同比增加 1.49pct，主要系本期人工成本及软件服务费增加所致；财务费用率 0.21%，同比减少 0.13pct。

➤ **料酒下滑明显，各区域增速平衡。**2021H1 调味品收入为 9.96 亿元，同比+10.97%；其中 2021Q2 调味品收入 5.08 亿元，同比+10.34%。具体来看，1) 分品类，料酒下滑比较明显，拖累整体增长。2021H1 醋、料酒、其他调味品分别实现收入 7.17/1.50/1.28 亿元，同比分别+10.18%/+1.29%/+30.79%；其中 2021Q2 分别实现收入 3.85/0.60/0.63 亿元，同比分别+9.94%/-12.14%/+50.35%，2) 分地区看，2021H1 华东/华南/华中/西部/华北四大区分别实现收入 5.12/1.63/1.71/0.89/0.61 亿元，同比分别增长 10.70%/11.17%/10.50%/12.63%/11.60%；其中 2021Q2 分别实现收入 2.57、0.86、0.86、0.50、0.29 亿元，同比分别增长 10.96%、8.72%、7.26%、15.62%、10.55%。2021H1 公司经销商数量为 1721 个，净增加 282 个，华北/华东/华南/华中/西部分别净增加 44、60、57、57、64 个。

➤ **强基固本，深化改革，公司有望持续增长。**公司上半年完成了：“外大于内”的董事会治理结构的顶层设计；优先构建了营销中心“市场化”引入、用人体系；完成了围绕“醋、酒、酱”调味品主业的产能扩建项目论证与申报工作；完成了股份回购的决策程序，并用于建立企业发展的中长期激励体系；进一步整合和理顺了公司与大股东的资源整



合，提升了运营效率。未来公司紧紧围绕“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”三大核心主业发展，发力主业、提升能力、推动创新，着力从产业、技术、产品、体制机制、经营模式五个方面加快转型升级。此外，香醋、料酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年均能投入使用。因此，在渠道营销改革与产能扩张的共同驱动下，公司未来有望持续增长。

投资建议

➤ 短期利润承压，业绩主要受成本、管理费用上涨所拖累。上半年调味品行业面临渠道体系变化、成本上涨的压力，公司重点拓展多渠道、多维度、多层次等网络布局。下半年由于疫情反复，需求扰动，短期业绩仍会承压。但是中长期看，公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，通过优化产品结构以及提升管理效率有望持续增长。我们调低 2021-2023 年的盈利预测，EPS 分别为 0.33/0.39/0.46 元，对应当前股价，2021-2023 年 PE 分别为 45X/38X/33X，调低“增持”评级。

存在风险

➤ 行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险



资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,360	1,612	1,735	1,949	营业收入	2,014	2,276	2,579	2,940
现金	197	855	1,314	1,739	营业成本	1,193	1,375	1,552	1,764
应收账款	105	169	155	183	营业税金及附加	25	36	41	47
其他应收款	11	13	14	17	销售费用	268	360	397	441
预付账款	9	7	6	3	管理费用	118	137	150	168
存货	316	452	510	580	财务费用	6	2	(7)	(14)
其他流动资产	723	116	(264)	(572)	资产减值损失	2	17	3	6
非流动资产	1,871	1,900	2,053	2,134	公允价值变动收益	23	20	10	10
长期投资	133	106	125	121	投资净收益	1	14	14	11
固定资产	949	888	828	768	营业利润	385	384	466	549
无形资产	92	86	81	75	营业外收入	11	21	17	17
其他非流动资产	698	819	1,019	1,170	营业外支出	7	4	4	4
资产总计	3,231	3,511	3,788	4,083	利润总额	389	401	479	562
流动负债	549	622	650	670	所得税	69	68	81	96
短期借款	54	51	47	42	净利润	320	333	397	467
应付账款	225	260	294	333	少数股东损益	5	3	6	7
其他流动负债	271	311	309	295	归属母公司净利润	315	330	392	460
非流动负债	193	186	190	192	EBITDA	507	452	525	601
长期借款	116	116	116	116	EPS (元)	0.31	0.33	0.39	0.46
其他非流动负债	77	70	74	76					
负债合计	742	808	840	862					
少数股东权益	94	97	103	110					
股本	1,003	1,003	1,003	1,003					
资本公积	51	51	51	51					
留存收益	1,341	1,552	1,791	2,058					
归属母公司股东权益	2,395	2,606	2,846	3,112					
负债和股东权益	3,231	3,511	3,788	4,083					

现金流量表

单位:百万元

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	364	399	768	631	成长能力				
净利润	320	330	392	460	营业收入	9.94%	13.00%	13.30%	14.00%
折旧摊销	76	66	66	65	营业利润	-2.25%	-0.03%	21.20%	17.90%
财务费用	7	2	(7)	(14)	归属于母公司净利润	-3.01%	4.74%	18.78%	17.52%
投资损失	(1)	(14)	(14)	(11)	盈利能力				
营运资金变动	9	(25)	312	108	毛利率(%)	40.76%	39.60%	39.80%	40.00%
其他经营现金流	(46)	40	19	22	净利率(%)	15.63%	14.48%	15.19%	15.65%
投资活动现金流	(376)	380	(143)	(6)	ROE(%)	12.86%	12.32%	13.48%	14.49%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	31.30%	30.96%	37.40%	88.96%
长期投资	5	27	(20)	4	偿债能力				
其他投资现金流	(380)	353	(124)	(10)	资产负债率(%)	22.97%	23.00%	22.16%	21.10%
					净负债比率(%)	15.63%	-10.65%	-23.39%	-33.38%
					流动比率	2.48	2.59	2.67	2.91
					速动比率	1.90	1.86	1.89	2.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.68	0.71	0.75
					应收账款周转率	21.96	18.24	17.37	19.13
					应付账款周转率	9.69	9.40	9.31	9.38
					每股指标(元)				



筹资活动现金流	(55)	(112)	(153)	(187)	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.33	0.39	0.46
短期借款	26	(3)	(4)	(6)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.40	0.77	0.63
长期借款	114	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.60	2.84	3.10
普通股增加	219	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(228)	0	0	0	P/E	47.7	45.5	38.3	32.6
其他筹资现金流	(185)	(110)	(148)	(182)	P/B	6.3	5.8	5.3	4.8
现金净增加额	(66)	666	472	438	EV/EBITDA	41.17	29.72	24.14	20.14

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20% 以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5% 之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

