

恒顺醋业 (600305)

公司研究/点评报告

拟加码产能布局，助力长期变革扩张

—恒顺醋业 (600305) 非公开发行股票预案点评

点评报告/食品饮料

2021年11月11日

一、事件概述

11月10日，公司发布非公开发行股票预案，拟发行股票不超过1.3亿股，募集资金不超过20亿元，主要投向调味品产能（43.5万吨）、智能立体库建设项目及补充流动资金。

二、分析与判断

➤ 拟募资20亿元扩产，“醋酒酱”战略布局长远

本次增发股票价格不低于定价基准日前20个交易日均价80%，锁定期为6个月，项目投资总额/拟用募集资金分别为24/20亿。其中，43.5万吨调味品产能/智能立体库建设项目/补充流动资金使用资金占比分别为74.4%/2.7%/22.9%，具体产能情况如下：

- 1) 恒顺香醋扩产续建项目（二期），投资额2.16亿元，黑醋/白醋产能为4/2万吨；
- 2) 3万吨酿造食醋扩产项目，投资额1.53亿元，食醋产能为3万吨；
- 3) 10万吨黄酒、料酒建设项目（扩建），投资额2.1亿元，黄酒/料酒产能为4/6万吨；
- 4) 徐州4.5万吨原酿酱油醋项目，投资额3.5亿元，酱油/米醋产能为4/0.5万吨；
- 5) 重庆10万吨调味品建设项目，投资额5.52亿元，复调/豆瓣/食醋产能为3/4/3万吨；
- 6) 年产10万吨复调建设项目，投资额3.08亿元，复调产能10万吨。

总体看，本次扩产一方面有利于巩固公司食醋“龙头”地位，完善“香陈白米果”全品类布局，另一方面寻找酒/酱等新品类增长点，逐渐从单一的醋业公司拓展为味业平台。此外，扩产地区主要集中在江苏、重庆、山西，将匹配公司渠道扩张与营销大区变革，助力全国化战略推进。

➤ 行业长期发展空间仍较大，内部变革推动业绩加快增长

1) 长期看，调味品“赛道”常青，行业规模与集中度均有较大提升空间。根据欧睿数据，2020年国内调味品行业规模1450亿元，预计2025年达到1848亿元，市场容量仍然广阔。2020年调味品行业CR5为15%，随着头部企业加强产品创新和品牌营销，小企业生存空间受到挤压，行业集中度有望稳步提升。2) 中短期看，变革稳步推进，基本面逐步向好。公司5月开始回购股票，主要用于股权激励，反映本轮变革已从营销层面传导至管理层面，同时进行董事会换届选举，董事尹总曾在联合利华等公司有二十余年经验，有望推动本轮变革更好地落地执行。此外，我们预计未来疫情整体可控，零售端与餐饮端需求稳步复苏，公司基本面有望环比改善。

三、投资建议

由于本次增发存在不确定性，我们暂不考虑股本摊薄影响以及募投项目收益。预计2021-2023年归母净利润分别为2.17/2.91/3.42亿元，对应PE为77/57/49X，选取海天味业、天味食品、千禾味业、中炬高新为可比公司，21年平均PE为85X（基于民生盈利预测），维持“推荐”评级。

四、风险提示

需求恢复不及预期，内部变革效果不及预期，渠道扩张不及预期，增发失败的风险等。

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	1,978	2,274	2,622
增长率(%)	9.9%	-1.8%	15.0%	15.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	315	217	291	342
增长率(%)	-3.0%	-31.2%	34.4%	17.7%
每股收益(元)	0.31	0.22	0.29	0.34
PE(现价)	53.05	77.10	57.39	48.78
PB	9.27	6.81	6.49	6.11

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

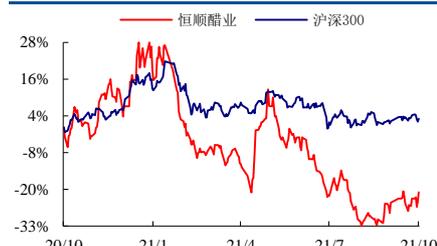
当前价格：16.65元

交易数据

2021-11-10

近12个月最高/最低(元)	26.48/13.85
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)	167
流通市值(亿元)	167

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：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.恒顺醋业(600305)2021年三季度报点评：去库存与疫情拖累营收，内部变革仍稳步推进

2.恒顺醋业(600305)2021年半年报报点评：主业稳健增长，渠道裂变下沉持续推进

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	1,978	2,274	2,622
营业成本	1,193	1,234	1,385	1,594
营业税金及附加	25	28	32	37
销售费用	268	320	355	409
管理费用	118	119	132	149
研发费用	58	44	43	50
EBIT	353	233	327	383
财务费用	6	1	-1	-4
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	1	9	7	7
营业利润	385	259	348	411
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	389	259	348	411
所得税	69	41	55	65
净利润	320	217	293	346
归属于母公司净利润	315	217	291	342
EBITDA	428	283	384	436
资产负债表 (百万元)				
货币资金	197	267	306	469
应收账款及票据	94	117	117	137
预付款项	9	12	13	14
存货	289	356	389	431
其他流动资产	772	779	776	780
流动资产合计	1,360	1,531	1,601	1,831
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	3,390	3,478	3,711
短期借款	54	87	0	0
应付账款及票据	225	233	262	301
其他流动负债	271	330	354	382
流动负债合计	549	650	616	683
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	843	809	876
股本	1,003	1,003	1,003	1,003
少数股东权益	94	95	97	100
股东权益合计	2,489	2,547	2,669	2,835
负债和股东权益合计	3,231	3,390	3,478	3,711

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	9.9%	-1.8%	15.0%	15.3%
EBIT 增长率	10.4%	-33.9%	40.3%	16.9%
净利润增长率	-3.0%	-31.2%	34.4%	17.7%
盈利能力				
毛利率	40.8%	37.6%	39.1%	39.2%
净利润率	15.9%	11.0%	12.9%	13.2%
总资产收益率 ROA	9.7%	6.4%	8.4%	9.2%
净资产收益率 ROE	13.1%	8.8%	11.3%	12.5%
偿债能力				
流动比率	2.48	2.35	2.60	2.68
速动比率	1.93	1.79	1.95	2.03
现金比率	0.36	0.41	0.50	0.69
资产负债率	23.0%	24.9%	23.3%	23.6%
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	0.58	0.65	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.22	0.29	0.34
每股净资产	2.39	2.44	2.57	2.73
每股经营现金流	0.36	0.23	0.37	0.39
每股股利	0.16	0.16	0.17	0.18
估值分析				
PE	53.05	77.10	57.39	48.78
PB	9.27	6.81	6.49	6.11
EV/EBITDA	51.78	58.78	42.99	37.51
股息收益率	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
现金流量表 (百万元)				
净利润	320	217	293	346
折旧和摊销	76	50	57	53
营运资金变动	-11	-33	21	0
经营活动现金流	364	229	367	393
资本开支	-150	-38	-76	-57
投资	-254	0	0	0
投资活动现金流	-376	-29	-69	-50
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	70	39	163

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

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、软饮料、乳制品板块。

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。