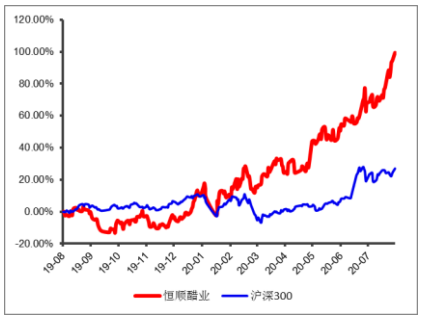
食品饮料 恒顺醋业（600305.SH） 维持评级

报告原因：三季报点评 **调味品主业稳健增长，期待改革释放红利** **买入**

2020 年 10 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 27 日

收盘价(元)：21.56

年内最高/最低（元）：27.58/11.53

流通 A 股/总股本（亿）： 10.03/10.03

流通 A 股市值（亿）：216

总市值（亿）：216

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：0.41

每股净资产(元)：2.87

净资产收益率：15.14 %

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

事件描述

- 公司前三季度实现营业收入 14.46 亿元，同比增长 7.98%；归属于上市公司股东的净利润 2.31 亿元，同比下降 8.85%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.06 亿元，同比增长 10.87%；基本每股收益 0.23 元。

事件点评

- **调味品主业稳健增长，华东、华北环比加速增长。**公司 2020 前三季度实现营业收入 14.46 亿元，同比+7.98%；归母净利润 2.31 亿元，同比下降 8.85%，扣非后归母净利润为 2.06 亿元，同比+10.87%。单 Q3 实现营业总收入 4.93 亿元，同比增长 9.14%，归母净利润为 0.81 亿元，同比减少 25.34%，扣非后归母净利润为 0.73 亿元，同比+10.33%。1）分产品来看，调味品业务环比加速增长：食醋收入呈现加速增长，料酒维持高增长趋势。2020 前三季度食醋实现收入 9.60 亿元，同比+6.06%，其中 Q3 食醋收入 3.10 亿元，同比+8.29%；2020 前三季度料酒收入 2.44 亿元，同比+27.33%，其中单 Q3 料酒收入 0.95 亿元，同比+27.81%。2）分区域来看，三季度华北和华东环比加速增长。公司 2020 年三季度华东/华南/华中/西部/华北营业收入增速分别同比+11.77%/+17.13%/+6.22%/+0.89%/+10.35%。3）分渠道来看，线下销售环比加速。 2020 前三季度线上销售 1.00 亿元，同比+38.82%，其中 Q3 收入 0.33 亿元，同比+28.50%，线下销售收入 12.67 亿元，同比+7.47%，其中 Q3 收入 4.39 亿元，同比+9.39%。
- **运费调整影响毛利，资产处置收益影响净利率。**公司 2020 前三季度销售净利率为 16.3%，同比减少 2.79pct，其中 Q3 归母净利率为 16.81%，同比下降 7.65pct，主要在于 19Q3 存在 0.42 亿的非流动资产处置受益，基数较高。具体来看，公司 2020 前三季度毛利率 41.15%，同比减少 2.9pct，主要在于今年起运输费用从销售费用划入营业成本，对毛利率和销售费用影响较大；销售期间费用率为 22.57%，同比减少 3.5pct，其中销售费用率为 13.44%，同比减少 2.91 pct；管理费用率为 8.8%，同比减少 0.58 pct，主要在于本期人工成本及折旧摊销减少所致；财务费用率 0.33%，和去年相比处于持平状态。
- **强基固本，深化改革，公司有望持续增长。**公司不断深化改革，创新

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

求变：一是实施传统渠道营销体系变革，实行战区制，将现有 36 个片区重新整合划分成八大战区，同时整合海外渠道，强化市场统筹规划的作战意识；二是实施智慧零售改革，将现有电商渠道、博物馆零售渠道和恒顺商场资源进行整合；三是实施运营管理机制改革，不断规范运营管理的标准化、制度化、流程化和透明化。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

- 2020 年公司经营目标主营调味品业务销售超 12%增长，扣除非经常性损益净利润实现 12%增长。前三季度调味品主业稳健增长，公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，有望完成全年目标。中长期看，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。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.46/0.55/0.64 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 46X/39X/34X，维持 “买入”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

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,185	1,557	1,784	2,005
现金	263	800	1,161	1,763
应收账款	99	157	172	182
其他应收款	10	15	15	17
预付账款	12	9	6	6
存货	344	392	444	504
其他流动资产	458	185	(16)	(467)
非流动资产	1,797	1,739	1,869	2,073
长期投资	137	78	87	101
固定资产	907	849	792	735
无形资产	84	78	73	68
其他非流动资产	669	734	917	1,170
资产总计	2,982	3,297	3,653	4,078
流动负债	560	614	662	718
短期借款	28	25	21	13
应付账款	191	223	255	290
其他流动负债	340	366	387	416
非流动负债	74	60	52	48
长期借款	3	3	3	3
其他非流动负债	71	58	49	45
负债合计	634	675	714	766
少数股东权益	96	98	101	105
股本	784	784	784	784
资本公积	280	280	280	280
留存收益	1,189	1,461	1,775	2,143
归属母公司股东权益	2,252	2,524	2,838	3,206
负债和股东权益	2,982	3,297	3,653	4,078

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	429	229	538	810
净利润	330	363	432	504
折旧摊销	83	63	63	62
财务费用	6	(6)	(13)	(21)
投资损失	(6)	(14)	(14)	(11)
营运资金变动	474	(210)	55	255
其他经营现金流	(459)	33	15	20
投资活动现金流	(124)	399	(50)	(75)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(90)	59	(10)	(13)
其他投资现金流	(34)	340	(40)	(61)

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,832	2,070	2,366	2,698
营业成本	1,002	1,193	1,351	1,532
营业税金及附加	25	33	38	43
销售费用	317	327	364	405
管理费用	116	124	137	154
财务费用	5	(6)	(13)	(21)
资产减值损失	0	12	3	6
公允价值变动收益	21	20	10	10
投资净收益	6	14	14	11
营业利润	393	422	511	600
营业外收入	6	21	17	17
营业外支出	3	4	4	4
利润总额	397	439	524	613
所得税	67	75	89	104
净利润	330	364	435	509
少数股东损益	6	1	3	5
归属母公司净利润	325	363	432	504
EBITDA	483	479	560	641
EPS（元）	0.32	0.46	0.55	0.64

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	8.18%	13.00%	14.30%	14.00%
营业利润	10.33%	7.30%	20.94%	17.55%
归属于母公司净利润	6.55%	11.85%	18.94%	16.78%
获利能力				
毛利率(%)	45.32%	42.40%	42.90%	43.20%
净利率(%)	17.71%	17.53%	18.25%	18.69%
ROE(%)	14.06%	13.90%	14.78%	15.37%
ROIC(%)	19.78%	34.48%	35.12%	52.01%
偿债能力				
资产负债率(%)	21.25%	20.46%	19.55%	18.79%
净负债比率(%)	12.37%	-8.16%	-18.05%	-32.97%
流动比率	2.12	2.54	2.69	2.79
速动比率	1.50	1.90	2.02	2.09
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.66	0.68	0.70
应收账款周转率	16.06	17.88	15.83	16.73
应付账款周转率	9.76	9.99	9.89	9.91
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(208)	(88)	(105)	(125)	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.46	0.55	0.64
短期借款	(98)	(3)	(4)	(7)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.23	0.54	0.81
长期借款	(18)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.52	2.83	3.20
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	(24)	0	0	0	P/E	66.6	46.5	39.1	33.5
其他筹资现金流	(68)	(85)	(101)	(117)	P/B	9.6	8.6	7.6	6.7
现金净增加额	97	540	383	610	EV/EBITDA	22.25	32.54	26.80	21.97

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而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、地位和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 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——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“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。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，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所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所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本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，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我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》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我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》规定特此告知我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