消费升级与娱乐研究中心

恒顺醋业 (600305.SH) 买入（维持评级）

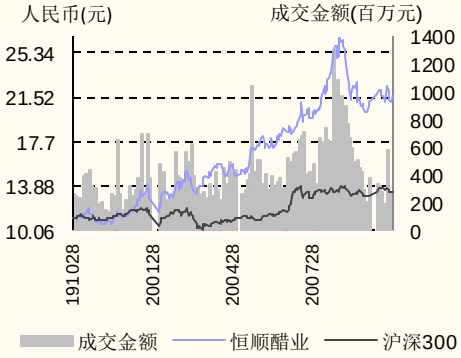
公司点评

市场价格（人民币）： 21.56 元

料酒持续高增，扣非后利润端增速较好

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	10.03
已上市流通 A 股(亿股)	10.03
总市值(亿元)	216.24
年内股价最高最低(元)	22.51/20.33
沪深 300 指数	4699
上证指数	3254



相关报告

1.《调味品主业稳健增长，改革潜力待释放-恒顺醋业点评报告》，2020.4.21

2.《食醋稳健+料酒高增，龙头潜力待释放-恒顺醋业三季报点评》，2019.10.29

公司基本情况(人民币)

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,694	1,832	2,035	2,289	2,605
营业收入增长率	9.87%	8.18%	11.07%	12.48%	13.81%
归母净利润(百万元)	305	325	298	341	394
归母净利润增长率	8.44%	6.55%	-8.26%	14.40%	15.79%
摊薄每股收益(元)	0.389	0.414	0.297	0.340	0.393
每股经营性现金流净额	0.51	0.55	0.31	0.49	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.97%	14.41%	12.52%	13.51%	14.62%
P/E	26.75	36.82	71.31	62.34	53.84
P/B	4.00	5.31	8.93	8.42	7.87

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年三季报，2020 年 1-9 月公司实现营业收入 14.46 亿元，同比+7.98%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比-8.85%，实现扣非归母净利润 2.06 亿元，同比+10.87%；其中，Q3 公司实现营业收入 4.93 亿元，同比+9.14%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比-25.34%，实现扣非归母净利润 0.73 亿元，同比+10.33%。

经营分析

- **Q3 增速放缓，料酒持续高增。**公司 2020Q1/Q2/Q3 营收增速分别为 0.35%/15.12%/9.14%，Q3 增速环比放缓。其中，醋和料酒前三季度分别实现营收 9.60 亿元和 2.44 亿元，同比+6.06%和+27.33%；Q3 分别实现营收 3.10 亿元和 0.95 亿元，同比+ 8.29%和 27.81%。料酒持续维持较高增速，截至 2020 年 9 月底，占比达到 20.25%，较年初提升 4.25pct。
- **扣非利润增速优于营收，费用率降低。**公司 2020Q1/Q2/Q3 扣非归母净利增速分别 9.91%/17.43%/10.33%，略优于营收端增速，主要系费用端改善。今年前三季度毛利率为 41.15%，相比 19 年下降 4.17pct，毛利率变动的主要原因是新收入准则将运费分类至营业成本。销售费用率为 13.44%，相比 19 年下降 3.84pct；管理费用率为 5.75%，相比 19 年下降 0.57pct。
- **改革持续落地，产能扩建稳步推进。**自 19 年新董事长上任后，开启内部机制改革，提升销售人员薪酬，加大渠道返点力度，更换营销总监等；此外公司开启数字化重塑项目，引入 SAP 企业管理平台，推动企业数字化转型突破发展瓶颈，看好公司积极改革带来的经营效率的改善。香醋和料酒的扩产项目预计 2022 年投入使用，建成后将加快实现料酒产能翻番目标。

投资建议

- 疫情后公司业绩迅速恢复，持续推进内部改革，但由于逐步剥离房地产等副业，净利润有所下滑，预计 2020-22 年净利润分别为 2.98/3.41/3.94 亿元，与上次预测相比分别下调-19.09% -19.48%/-19.84%，对应 EPS 为 0.30/0.34/0.39 元，当前股价对应 PE 为 71/62/54 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧；食品安全问题；原材料价格变动。

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,542**	**1,694**	**1,832**	**2,035**	**2,289**	**2,605**
增长率		9.9%	8.2%	11.1%	12.5%	13.8%
主营业务成本	-916	-979	-1,002	-1,197	-1,339	-1,516
%销售收入	59.4%	57.8%	54.7%	58.8%	58.5%	58.2%
毛利	625	715	830	838	950	1,089
%销售收入	40.6%	42.2%	45.3%	41.2%	41.5%	41.8%
营业税金及附加	-26	-27	-25	-27	-31	-35
%销售收入	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-234	-252	-317	-295	-332	-378
%销售收入	15.2%	14.9%	17.3%	14.5%	14.5%	14.5%
管理费用	-148	-112	-116	-112	-137	-156
%销售收入	9.6%	6.6%	6.3%	5.5%	6.0%	6.0%
研发费用	0	-48	-53	-59	-66	-76
%销售收入	0.0%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润（EBIT）	218	276	320	345	383	444
%销售收入	14.1%	16.3%	17.4%	17.0%	16.8%	17.1%
财务费用	-8	-9	-5	5	6	10
%销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-4	-4	0	0	0	0
公允价值变动收益	45	49	21	0	0	0
投资收益	11	17	6	3	3	3
%税前利润	3.4%	4.6%	1.6%	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	329	357	393	365	405	469
营业利润率	21.4%	21.1%	21.5%	17.9%	17.7%	18.0%
营业外收支	3	13	4	-2	3	3
税前利润	333	370	397	363	408	472
利润率	21.6%	21.8%	21.7%	17.8%	17.8%	18.1%
所得税	-52	-66	-67	-60	-67	-78
所得税率	15.8%	17.9%	16.8%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	280	304	330	303	341	394
少数股东损益	-1	-1	6	5	0	0
归属于母公司的净利润	**281**	**305**	**325**	**298**	**341**	**394**
净利率	18.2%	18.0%	17.7%	14.6%	14.9%	15.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	280	304	330	303	341	394
少数股东损益	-1	-1	6	5	0	0
非现金支出	90	95	83	69	73	77
非经营收益	-85	-32	-59	-26	-6	-6
营运资金变动	38	32	80	-100	-23	-4
经营活动现金净流	**323**	**399**	**434**	**246**	**385**	**462**
资本开支	38	-120	-74	-115	-127	43
投资	-336	-194	-90	136	0	0
其他	7	19	40	3	3	3
投资活动现金净流	**-291**	**-295**	**-124**	**24**	**-124**	**46**
股权募资	0	3	0	0	0	0
债权募资	52	28	-124	-70	0	0
其他	-86	-89	-84	-173	-196	-220
筹资活动现金净流	**-34**	**-57**	**-208**	**-243**	**-196**	**-220**
现金净流量	**-2**	**47**	**103**	**26**	**65**	**289**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	136	159	263	289	355	643
应收款项	148	151	101	123	138	157
存货	305	304	311	328	367	415
其他流动资产	402	590	510	512	513	515
流动资产	991	1,205	1,185	1,251	1,373	1,731
%总资产	38.6%	42.3%	39.7%	42.6%	44.1%	51.6%
长期投资	424	471	694	558	558	558
固定资产	1,018	1,045	952	1,045	1,104	989
%总资产	39.6%	36.7%	31.9%	35.6%	35.5%	29.5%
无形资产	96	89	85	81	79	77
非流动资产	1,578	1,646	1,797	1,684	1,741	1,623
%总资产	61.4%	57.7%	60.3%	57.4%	55.9%	48.4%
资产总计	**2,569**	**2,850**	**2,982**	**2,935**	**3,113**	**3,354**
短期借款	90	152	46	0	0	0
应付款项	289	300	303	324	364	412
其他流动负债	189	189	211	130	123	141
流动负债	569	641	560	454	487	553
长期贷款	53	20	3	3	3	3
其他长期负债	69	65	71	0	0	0
负债	691	725	634	457	490	556
普通股股东权益	**1,800**	**2,035**	**2,252**	**2,377**	**2,522**	**2,697**
其中：股本	603	784	784	784	784	784
未分配利润	621	814	1,025	1,151	1,295	1,470
少数股东权益	78	90	96	101	101	101
负债股东权益合计	**2,569**	**2,850**	**2,982**	**2,935**	**3,113**	**3,354**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.466	0.389	0.414	0.297	0.340	0.393
每股净资产	2.987	2.597	2.874	2.370	2.514	2.689
每股经营现金净流	0.536	0.509	0.554	0.314	0.492	0.590
每股股利	0.140	0.120	0.210	0.220	0.250	0.280
回报率						
净资产收益率	15.60%	14.97%	14.41%	12.52%	13.51%	14.62%
总资产收益率	10.93%	10.69%	10.88%	10.14%	10.94%	11.76%
投入资本收益率	8.93%	9.67%	10.88%	11.61%	12.19%	13.24%
增长率						
主营业务收入增长率	6.52%	9.87%	8.18%	11.07%	12.48%	13.81%
EBIT增长率	11.49%	26.78%	15.87%	7.92%	11.15%	15.84%
净利润增长率	64.84%	8.44%	6.55%	-8.26%	14.40%	15.79%
总资产增长率	13.47%	10.96%	4.61%	-1.55%	6.05%	7.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.7	29.2	22.7	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	122.5	113.5	112.1	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	64.7	65.6	68.4	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	217.9	221.6	180.7	165.1	145.0	123.9
偿债能力						
净负债/股东权益	0.41%	0.58%	-29.96%	-31.28%	-32.04%	-40.35%
EBIT利息保障倍数	25.8	30.1	59.5	-74.6	-59.1	-43.7
资产负债率	26.91%	25.45%	21.25%	15.56%	15.73%	16.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH