2020 年 10 月 27 日
证券研究报告•2020 年三季报点评
恒顺醋业（600305）食品饮料

持有（维持）
当前价：21.56 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

Q3 增速稳健，期待改革加速

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 14.5 亿元（+8%），归母净利润 2.3 亿元（-9%），扣非后归母净利润 2.1 亿元（+11%），其中 Q3 单季实现营业收入 4.9 亿元（+9%），归母净利润 8139 万元（-25%），扣非后归母净利润 7279 万元（+10%）。

- **食醋增速稳健，料酒维持高增，区域增速有所分化。**1、分产品看，食醋品类实现营业收入 9.6 亿元，同比+6%（Q3 单季+8%），公司餐饮渠道比重较高，伴随餐饮复苏及物流恢复，食醋品类延续稳健增长态势，黑醋占比仍在 8-9 成；料酒实现营业收入 2.4 亿元，同比+27%（Q3 单季+28%），料酒市场开拓顺利，依旧维持高速增长，料酒作为公司重点发力产品，全年有望延续 20%以上增长。2、分渠道看，线上渠道同比增长 39%，线下渠道同比增长 7%，线上渠道持续发力。3、分区域来看，华东、华南、华中、西部、华北大区增速分别为 8%、18%、9%、3%、4%，区域增速分化明显，华南大区实现双位数增长，在战区制改革下实行更为精细化的管理。

- **会计口径调整毛利率下降，净利率有所下滑。**1、前三季度公司整体毛利率为 41.2%，同比下滑 2.9pp，主要原因为：1）会计政策调整，部分销售费用调整至成本端；2）毛利率略低的料酒增速较快，占比提升。2、费用端，公司前三季度销售费用率为 13.4%，同比下滑 2.9pp；管理费用率（含研发）为 8.8%，同比下降 0.6pp，管理水平持续优化；财务费用率为 0.3%，整体费用率为 22.6%，同比下降 3.5pp。整体净利率下降 2.8pp 至 16.3%。

- **全年任务量 12%增长维持不变，期待公司改革前景。**公司 2020 年目标实现调味品业务营收 19.3 亿元，同比增长 12%，归母净利润 2.8 亿元，同比增长 12%。短期疫情对餐饮端消费影响较为明显，预计公司全年业绩将呈现前高后低态势。1、公司作为食醋行业龙头，品牌优势明显，产品质量领先，食醋行业集中度较低，面临整合契机，公司市占率将逐步提升。2、新董事长上任后，加快理顺内部机制，完善考核体系，内部激励更加到位，激发员工积极性；同时加快推动营销策略，加大市场投入，不断扩大终端市场占有率，业绩有望实现加速增长。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年收入分别为 20.6 亿元、23.5 亿元、27.2 亿元，归母净利润分别为 3.6 亿元、4.2 亿元、4.8 亿元，对应动态估值 60X、52X、45X，维持“持有”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1832.19	2057.44	2352.12	2716.27
增长率	8.18%	12.29%	14.32%	15.48%
归属母公司净利润（百万元）	324.56	363.11	418.37	481.34
增长率	6.55%	11.88%	15.22%	15.05%
每股收益 EPS（元）	0.32	0.36	0.42	0.48
净资产收益率 ROE	14.06%	14.10%	14.49%	14.84%
PE	67	60	52	45
PB	9.21	8.25	7.36	6.55

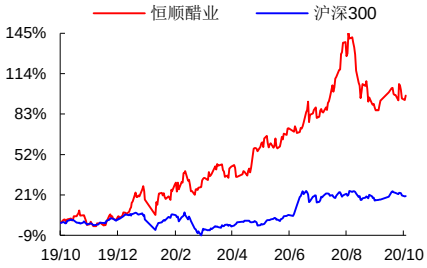
数据来源：Wind，西南证券

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：zhz@swsc.com.cn

联系人：周可为
电话：023-67710114
邮箱：zhkw@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)	13.76-26.75
总市值(亿元)	216.24
总资产(亿元)	31.19
每股净资产(元)	2.31

相关研究

1. 恒顺醋业（600305）：收入增速回暖，看好改革前景 (2020-08-18)
2. 恒顺醋业（600305）：收入增速放缓，期待下半年高增长 (2020-04-28)
3. 恒顺醋业（600305）：调味品增速稳健，提价效应显现毛利率提升 (2020-04-20)
4. 恒顺醋业（600305）：换届新气象，期待恒顺改革加速 (2020-01-12)
5. 恒顺醋业（600305）：业绩环比加速，经营效率持续改善 (2019-10-29)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1832.19	2057.44	2352.12	2716.27
营业成本	1001.84	1189.64	1359.82	1564.15
营业税金及附加	25.36	34.98	39.99	46.18
销售费用	316.58	308.62	341.06	393.86
管理费用	115.85	131.93	150.13	173.64
财务费用	5.37	8.23	8.94	10.32
资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00
投资收益	6.27	20.00	20.00	20.00
公允价值变动损益	21.36	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00
营业利润	393.40	443.05	511.19	587.13
其他非经营损益	3.54	2.07	2.20	3.00
利润总额	396.94	445.11	513.39	590.13
所得税	66.67	75.62	87.65	100.32
净利润	330.27	369.50	425.73	489.82
少数股东损益	5.71	6.39	7.36	8.47
归属母公司股东净利润	324.56	363.11	418.37	481.34

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	330.27	369.50	425.73	489.82
折旧与摊销	83.39	82.39	84.26	85.20
财务费用	5.37	8.23	8.94	10.32
资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00
经营营运资本变动	641.70	-50.47	23.85	25.02
其他	-631.60	-23.20	-31.00	-31.00
经营活动现金流净额	429.12	387.44	512.78	580.35
资本支出	76.73	-50.00	0.00	0.00
其他	-200.66	63.66	20.00	20.00
投资活动现金流净额	-123.93	13.66	20.00	20.00
短期借款	-97.99	-28.01	0.00	0.00
长期借款	-17.54	0.00	0.00	0.00
股权融资	-24.24	0.00	0.00	0.00
支付股利	-94.03	-97.37	-108.93	-125.51
其他	26.02	-20.73	-3.94	-5.32
筹资活动现金流净额	-207.78	-146.11	-112.87	-130.83
现金流量净额	97.41	254.99	419.91	469.52

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	263.03	518.02	937.93	1407.45
应收和预付款项	111.40	162.73	178.26	202.03
存货	311.50	376.37	422.34	476.17
其他流动资产	499.31	500.65	502.40	504.56
长期股权投资	137.11	137.11	137.11	137.11
投资性房地产	393.66	360.00	370.00	380.00
固定资产和在建工程	951.54	922.18	840.94	758.77
无形资产和开发支出	83.50	80.63	77.75	74.87
其他非流动资产	230.76	230.61	230.46	230.31
资产总计	2981.81	3288.29	3697.19	4171.27
短期借款	28.01	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	329.97	370.31	426.13	493.36
长期借款	2.50	2.50	2.50	2.50
其他负债	273.07	295.09	331.37	373.92
负债合计	633.55	667.90	760.00	869.78
股本	783.56	1002.96	1002.96	1002.96
资本公积	279.70	60.30	60.30	60.30
留存收益	1188.56	1454.30	1763.74	2119.57
归属母公司股东权益	2251.82	2517.56	2827.00	3182.83
少数股东权益	96.44	102.83	110.19	118.66
股东权益合计	2348.26	2620.39	2937.19	3301.49
负债和股东权益合计	2981.81	3288.29	3697.19	4171.27

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	8.18%	12.29%	14.32%	15.48%
营业利润增长率	10.33%	12.62%	15.38%	14.86%
净利润增长率	8.70%	11.88%	15.22%	15.05%
EBITDA 增长率	5.47%	10.68%	13.25%	12.95%
获利能力				
毛利率	45.32%	42.18%	42.19%	42.42%
三费率	23.89%	21.81%	21.26%	21.27%
净利率	18.03%	17.96%	18.10%	18.03%
ROE	14.06%	14.10%	14.49%	14.84%
ROA	11.08%	11.24%	11.52%	11.74%
ROIC	23.36%	34.62%	40.91%	50.96%
EBITDA/销售收入	26.32%	25.94%	25.70%	25.13%
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.66	0.67	0.69
固定资产周转率	1.92	2.31	2.78	3.47
应收账款周转率	16.06	18.23	16.56	17.21
存货周转率	2.93	3.13	3.10	3.20
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.21%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	21.25%	20.31%	20.56%	20.85%
带息债务/总负债	4.82%	0.37%	0.33%	0.29%
流动比率	2.12	2.64	3.02	3.32
速动比率	1.56	2.01	2.39	2.71
股利支付率	28.97%	26.81%	26.04%	26.08%
每股指标				
每股收益	0.32	0.36	0.42	0.48
每股净资产	2.34	2.61	2.93	3.29
每股经营现金	0.43	0.39	0.51	0.58
每股股利	0.09	0.10	0.11	0.13

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	482.17	533.66	604.39	682.65
PE	66.63	59.55	51.69	44.92
PB	9.21	8.25	7.36	6.55
PS	11.80	10.51	9.19	7.96
EV/EBITDA	30.65	36.18	31.21	26.90
股息率	0.43%	0.45%	0.50%	0.58%

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
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn