恒顺醋业（600305）

公司研究/点评报告

Q3 业绩稳健增长，静待改革红利持续释放

——恒顺醋业（600305）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 28 日

一、事件概述

10 月 27 日，公司发布 2020 年三季报。报告期内，公司实现营收 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%；20Q3 单季度实现营收 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%。

二、分析与判断

➢ 20Q3 扣非利润稳健增长，经销商数量增加验证营销改革正持续推进

收入端：20Q3 单季度公司实现营收 4.93 亿元，同比+9.14%，增速环比 Q2 有所放缓，但仍延续平稳增长。分产品看，Q3 单季度食醋/料酒业务分别同比+8.29%/27.81%，其中食醋增速保持稳健、未见明显提速，主要系营销改革还处于推进阶段，静待来年红利释放。分区域看，华东/华南/华中/西部/华北 Q3 单季度收入分别同比+11.77%/+17.13%/+6.22%/+0.89%/10.35%，其中华东成熟市场环比提速，维稳基本盘，其他新兴市场增速略有回落。**利润端：**20Q3 单季度实现归母净利润 0.81 亿元，同比-25.34%，利润增速与收入增速不符，主要系 19Q3 资产处置收益导致去年同期利润基数偏高。20Q3 单季度实际扣非归母净利润 0.73 亿元，同比+10.33%，与收入增速基本吻合。**经销商方面，**20Q3 末华东地区以外的经销商数量增加较多（相较 19 年末增加 80 家，相较 20Q2 末增加 33 家），“八大战区”销售体制改革在持续深化分裂下沉。

➢ 会计调整导致毛利率下降，净利率下降系 19Q3 资产处置收益扰动

毛利率：20Q3 公司毛利率为 41.78%，同比-2.93ppt，判断原因一方面是会计原则调整后运输费用计入成本，另一方面是产品结构变化与规模效应。**净利率：**20Q3 公司归母净利率 16.52%，同比-7.36ppt，主要是 19Q3 存在较多资产处置收益导致净利率基数偏高，扣除非经因素后净利率仍处于上升态势。**期间费用率：**20Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-4.83ppt/+0.94ppt/+0.82ppt/-0.05ppt，其中销售费用率大降主要是会计原则调整后运输费用计入成本导致。

➢ 20Q4 收入有望环比提速，长期看好公司改革与产能扩张带来的成长性

短期看，今年前三季度是公司改革措施逐步推进的阶段，预计 20Q4 改革效果有望逐步落地、收入有望环比提速。**长期看，营销体制改革：**公司今年 7 月对销售总监进行调整，8 月三大战区拆分为八大战区（不含本部战区），未来公司将继续挖掘外埠市场潜力，明年后有望正式进入改革红利释放阶段。**渠道建设改革：**一方面收入目标进一步提速，三年再造一个恒顺；另一方面激发销售员工积极性，销售员工薪酬占收入比重由 19H1 的 4.6%提升至 20H1 的 5%。**产能持续扩张：**目前 10 万吨香醋、10 万吨料酒黄酒扩产项目正持续推进，预计 2022 年均能投入使用，将有力支撑公司全国化扩张之路。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入为 20.54 亿元/23.99 亿元/27.66 亿元，同比+12.1%/16.8%/15.3%；实现归母净利润为 3.48 亿元/4.08 亿元/4.82 亿元，同比+7.3%/17.2%/18.0%，折合 EPS 为 0.35 元/0.41 元/0.48 元，对应 PE 为 62X/53X/45X。公司估值略低于 2020 年调味品可比公司预期平均估值的 64 倍（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到改革举措推动公司未来业绩有望持续提速，维持“推荐”评级。

四、风险提示

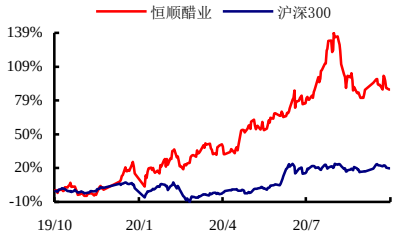
改革效果不及预期、部分原材料价格上涨、食品安全风险等。

推荐　维持评级

当前价格： 21.56 元

交易数据	2020-10-27
近 12 个月最高/最低(元)	26.75/13.76
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）	216
流通市值（亿元）	216

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：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@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）2020 年半年报点评：Q2 业绩提速，看好渠道改革持续释放活力

2.恒顺醋业（600305）2020 年一季报点评：20Q1 多重因素拖累收入增长，长期变革可期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,832	2,054	2,399	2,766
增长率（%）	8.2	12.1	16.8	15.3
归属母公司股东净利润（百万元）	325	348	408	482
增长率（%）	6.6	7.3	17.2	18.0
每股收益（元）	0.41	0.35	0.41	0.48
PE（现价）	52.1	62.1	53.0	44.9
PB	7.5	8.2	7.1	6.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1,832**	**2,054**	**2,399**	**2,766**
营业成本	1,002	1,198	1,371	1,555
营业税金及附加	25	29	34	39
销售费用	317	300	379	456
管理费用	116	99	108	119
研发费用	53	41	43	50
EBIT	320	388	465	547
财务费用	5	(3)	(7)	(17)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6	11	12	10
营业利润	**393**	**409**	**484**	**574**
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	**397**	**416**	**489**	**579**
所得税	67	66	78	92
净利润	330	350	411	487
归属于母公司净利润	**325**	**348**	**408**	**482**
EBITDA	**403**	**470**	**546**	**625**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	263	573	1204	1706
应收账款及票据	90	149	163	175
预付款项	12	15	15	18
存货	311	450	405	566
其他流动资产	10	10	10	10
流动资产合计	**1185**	**1707**	**2298**	**2990**
长期股权投资	137	149	160	170
固定资产	907	924	926	891
无形资产	84	46	30	11
非流动资产合计	**1797**	**1722**	**1623**	**1501**
资产合计	**2982**	**3429**	**3922**	**4491**
短期借款	28	28	28	28
应付账款及票据	191	224	259	294
其他流动负债	72	72	72	72
流动负债合计	**560**	**627**	**708**	**791**
长期借款	3	3	3	3
其他长期负债	68	68	68	68
非流动负债合计	**74**	**74**	**74**	**74**
负债合计	**634**	**701**	**782**	**865**
股本	784	1003	1003	1003
少数股东权益	96	98	101	106
股东权益合计	**2348**	**2728**	**3139**	**3627**
负债和股东权益合计	**2982**	**3429**	**3922**	**4491**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	8.2	12.1	16.8	15.3
EBIT 增长率	15.9	21.3	19.9	17.7
净利润增长率	6.6	7.3	17.2	18.0
盈利能力				
毛利率	45.3	41.7	42.9	43.8
净利润率	17.7	17.0	17.0	17.4
总资产收益率 ROA	10.9	10.2	10.4	10.7
净资产收益率 ROE	14.4	13.2	13.4	13.7
偿债能力				
流动比率	2.1	2.7	3.2	3.8
速动比率	1.6	2.0	2.7	3.1
现金比率	1.3	1.7	2.4	2.8
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	22.4	26.2	25.8	24.8
存货周转天数	110.6	114.4	112.3	112.5
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.9	2.6	3.0	3.5
每股经营现金流	0.5	0.3	0.6	0.4
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	52.1	62.1	53.0	44.9
PB	7.5	8.2	7.1	6.1
EV/EBITDA	47.0	41.3	34.7	29.6
股息收益率	1.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	330	350	411	487
折旧和摊销	79	82	81	78
营运资金变动	80	(145)	121	(107)
经营活动现金流	**430**	**270**	**598**	**445**
资本开支	74	(41)	(35)	(59)
投资	(90)	0	0	0
投资活动现金流	**(124)**	**41**	**35**	**59**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(124)	0	0	0
筹资活动现金流	**(208)**	**(1)**	**(1)**	**(1)**
现金净流量	**98**	**309**	**631**	**502**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

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、肉制品、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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。