恒顺醋业（600305）

改革途中，静待花开

买入（维持）

2020 年 10 月 28 日

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,832	2,040	2,392	2,805
同比（%）	8.2%	11.4%	17.2%	17.3%
归母净利润（百万元）	325	340	416	500
同比（%）	6.6%	4.7%	22.5%	20.2%
每股收益（元/股）	0.32	0.34	0.41	0.50
P/E（倍）	66.63	63.65	51.97	43.23

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 14.46 亿元（+7.98%），归母净利 2.31 亿元（-8.85%），扣非净利 2.06 亿元（+10.87%）。20Q3 实现营收 4.93 亿元 （+9.14%），归母净利 0.81 亿元（-25.34%）

投资要点

- **料酒维持高增，经销商招募提速。**20Q1-Q3 实现营收 14.46 亿元（+7.98%），其中 20Q3 实现营收 4.93 亿元 （+9.14%）。1）**分产品看，**Q3 醋类产品营收 3.1 亿元，同比+8%，保持稳健增长；料酒强势扩张，20Q3 实现营收 0.95 亿元，同比+28%。2）**分渠道看，**线上/线下分别实现收入 0.3/4.4 亿元，同比增长 29/9%，分销/直销分别实现收入 4.2/0.55 亿元，同比增长 10/11%。3）**分地区看**，华东/华南/华中/西部/华北 Q3 分别实现营收 2.42/0.80/0.81/0.41/0.28 亿元，同比+12/17/6/1/10%。20Q1-3 公司经销商净增加 16/24/35 家，其中 Q3 华东/华南/华中/西部/华北分别增加 2/12/4/14/3 家，经销商开拓加速，华南、西部等地力度明显加大。

- **人事更替将加速营销改革，静待花开。**20Q1-Q3 毛利率 41.15%(-3.20pct)，其中 20Q3 毛利率 41.78%(-2.93pct)，预计与会计政策调整，要求将原本计入销售费用的运输费（19 年运输费用率为 4.5%）纳入营业成本，则加回计算后公司依靠产品升级+提价滞后释放红利，使得毛利率实质提升 2pct；因 7.14 日才重新委任李总（现任总经理，曾任公司研究所副所长、生产部副经理）为公司营销总监，部分营销活动节奏有所调整，Q3 销售费用率（加回运输费用后）基本同比持平。整体来看，公司营销改革决心已现，招商力度加强、经销商激励加大，预计中期将加大渠道投入，支撑长期增长。20Q3 人工成本及折旧摊销减少，管理/研发费用率分别同比增加 0.94/0.82pct，预计主要是 SAP 系统导入，咨询投入等，公司借力提高经营效率，未来有望释放更多潜能。19Q3 处置中山西路资产带来资产处置收益 0.42 亿元，非经常项目基数较高，导致 Q3 归母净利同比下降 25.34%至 0.81 亿元，Q3 扣非净利 0.73 亿元（+9.82%）。

- **改善循序渐进，改革激发活力。**公司改革动力充足，多措并举激发活力，1）产品：做深醋业、做高酒业、做宽酱业；2）营销：新营销总上任，力求理顺营销体系管理，提高营销效率。公司将现有 36 个片区重新整合划分成八大战区，强化市场统筹意识，战区间展开 pk，多劳多得，强化激励。样板城市由 19 年的 3 个增加到 8 个，强化营销拉动；实施智慧零售改革，整合电商、博物馆、恒顺商场等渠道资源。3）管理：公司将不断规范运营管理的标准化、制度化、流程化和透明化，全力推进整合清理或退出非核心主业。

- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司净利增速+5/23/20%，对应 EPS 分别为 0.34/0.41/0.5 元，PE 为 64/52/43X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.56
一年最低/最高价	10.48/27.58
市净率(倍)	9.32
流通 A 股市值(百万元)	21623.73

基础数据

每股净资产(元)	2.31
资产负债率(%)	22.23
总股本(百万股)	1002.96
流通 A 股(百万股)	1002.96

相关研究

1、《恒顺醋业（600305）：收入增长环比提速，改革引领长期发展》2020-08-18

2、《恒顺醋业（600305）：积极应对疫情，相信改革力量》2020-04-28

3、《恒顺醋业（600305）：19 年平稳收官，20 年革新可期》2020-04-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恒顺醋业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1185**	**1273**	**1530**	**1724**
现金	263	177	433	428
应收账款	90	164	134	216
存货	311	418	436	560
其他流动资产	521	514	527	521
非流动资产	**1797**	**1872**	**2032**	**2210**
长期股权投资	137	162	193	227
固定资产	907	967	1101	1251
在建工程	45	45	47	50
无形资产	84	75	67	59
其他非流动资产	624	623	623	623
资产总计	**2982**	**3145**	**3561**	**3934**
流动负债	**560**	**539**	**668**	**683**
短期借款	28	28	28	28
应付账款	191	254	267	340
其他流动负债	340	257	373	315
非流动负债	**74**	**74**	**76**	**77**
长期借款	3	3	4	6
其他非流动负债	71	71	71	71
负债合计	**634**	**613**	**744**	**760**
少数股东权益	96	102	110	119
归属母公司股东权益	2252	2429	2707	3056
负债和股东权益	**2982**	**3145**	**3561**	**3934**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	429	218	598	387
投资活动现金流	-124	-118	-203	-241
筹资活动现金流	-208	-186	-139	-151
现金净增加额	97	-86	256	-6
折旧和摊销	83	74	85	102
资本开支	139	51	128	145
营运资本变动	80	-178	128	-186

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1832**	**2040**	**2392**	**2805**
减:营业成本	1002	1187	1389	1621
营业税金及附加	25	28	30	31
营业费用	317	305	360	415
管理费用	116	130	143	160
财务费用	5	8	3	1
资产减值损失	0	2	0	0
加:投资净收益	6	3	6	5
其他收益	21	29	36	34
营业利润	**393**	**412**	**509**	**616**
加:营业外净收支	4	10	7	5
利润总额	**397**	**422**	**516**	**621**
减:所得税费用	67	76	93	112
少数股东损益	6	6	7	9
归属母公司净利润	**325**	**340**	**416**	**500**
EBIT	391	417	509	610
EBITDA	474	491	594	711

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.32	0.34	0.41	0.50
每股净资产(元)	2.25	2.42	2.70	3.05
发行在外股份(百万股)	784	1003	1003	1003
ROIC(%)	14.0%	13.8%	15.1%	16.0%
ROE(%)	14.1%	13.7%	15.0%	16.0%
毛利率(%)	45.3%	41.8%	41.9%	42.2%
销售净利率(%)	17.7%	16.7%	17.4%	17.8%
资产负债率(%)	21.2%	19.5%	20.9%	19.3%
收入增长率(%)	7.5%	11.4%	17.2%	17.3%
净利润增长率(%)	6.7%	4.7%	22.5%	20.2%
P/E	66.63	63.65	51.97	43.23
P/B	9.60	8.90	7.99	7.08
EV/EBITDA	44.36	43.04	35.12	29.36

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn