2020-08-17
公司点评报告
增持/维持

恒顺醋业(600305)

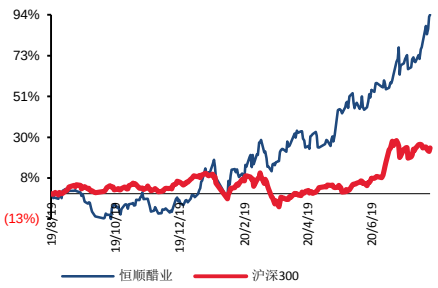
目标价：27

昨收盘：23.09

日常消费 食品、饮料与烟草

恒顺醋业中报点评：环比改善，看好长期

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,003/1,003
总市值/流通(百万元)	23,158/23,158
12 个月最高/最低(元)	23.50/13.32

相关研究报告：

恒顺醋业（600305）《恒顺醋业一季报点评：短期受疫情影响，长期预期不改》--2020/04/27

恒顺醋业（600305）《恒顺醋业年报点评：收入目标顺利完成，新体系展望新恒顺》--2020/04/21

恒顺醋业（600305）《恒顺醋业动态点评：人事调动新契机，内部改革望加速》--2020/01/15

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

点评事件：公司发布 2020 年中报，上半年营收、归母净利润、归母扣非分别为 9.53 亿元、1.49 亿元、1.33 亿元，分别同增 7.39%、3.63%、11.44%；单二季度营收、归母净利润、归母扣非 4.87 亿元、0.73 亿元、0.65 亿元，分别同比增长 15.12%、3.58%、15.38%（增速均为考虑收购恒顺商场后的增速）。收入、利润增速符合预期。

收入分析：环比改善，料酒高增，剔除新收入准则因素，毛利率大幅提升

环比改善，料酒高增。上半年公司实现营收 9.53 亿元，同比增长 7.39%（Q1：+0.35%/调整前；Q2：+15.12%）。分产品来看，上半年调味品实现收入 8.98 亿元，同比增长 8.64%，表现良好，其中醋销售 6.51 亿元，同比+5.03%（Q1：+0.18%；Q2：+11.35%），料酒销售 1.49 亿元，同比+27.03%（Q1:+26.96%;Q2:+29.17%），料酒增速大超调味品增速，主要得益于行业的快速增长。此外，无论食醋还是料酒，Q2 增速均环比改善明显。

会计准则调整，毛利率异常。上半年公司毛利率 40.82%，同比下滑 3.04pct，主要是新会计准则下，运费从费用转至成本，按同口径计算，调味品毛利率同比提升 1.97pct，主要得益于料酒规模优势逐步凸显，毛利率有较大提升。

收入分析：线上增速亮眼，华南、华中高增

受益疫情，线上增速亮眼。分渠道来看，上半年线上销售 0.68 亿元，占比 8%，同比+44.33%（Q1：+38.16%；Q2：+48.62%），主要是上半年受益于疫情，线上消费增长较快，线下增速与公司增速基本持平。

华中、华南增长迅猛。分市场来看，上半年公司大本营华东大区销售额 4.62 亿元，同比+6.70%，表现稳健，华南、华中大区增长迅猛，实现销售 1.47 亿元、1.55 亿元，分别同比增长 18.79%和 11.03%。西部、华北环比改善明显，Q2 增速均由负转正。

利润分析：会计准则影响报表，促销力度加强，相关费用增加

执业资格证书编码：S1190517050002
证券分析师：李鑫鑫
电话：021-58502206
E-MAIL：lixx@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190519100001

上半年期间费用率 22.66%，同比下滑 3.85pct，其中销售费用率下滑 2.09pct，主要运费重分类转至成本，运杂费率下降 4.94pct，此外促销费、广告费、人员费均有所上升，分别同比提升 1.1pct、0.81pct、0.71pct，我们预计此为公司加大市场投入，积极参与市场竞争，相关费用有所提升，这也为后续收入提供一定保障。管理费用率 5.50%，同比下滑 1.80pct，其中折旧费和长期资产摊销费用率下降较多。公司净利率为 15.66%，同比下滑 0.46pct。

未来展望：长期稳扎稳打，短期目标可期

长期来看，公司产品力、品牌力、渠道力等继续加强，核心竞争力有望持续提升。新董事长上任后，内部改革有望加速，企业活力将不断激活。我们认为公司未来将：**1）产品上：**凝心聚力，聚焦主业。未来围绕“做深醋业、做高酒业（黄酒、料酒）、做宽酱业（酱油、酱菜、酱料）”三大主业；**2）渠道上：**做强全渠道。通过深耕传统渠道、精耕商超渠道、强攻电商渠道、全力切入餐饮渠道和开发大客户渠道，巩固和提升食醋的销售规模和市占率、做料酒的“数一数二”和酱类产品的“销冠单品”。**3）品牌上：**一方面加强与媒体的合作，另一方面加大百年文化内涵挖掘，再一方面推进博物馆、品牌终端门店等建设，进一步提升公司品牌力。**4）机制上：**未来公司将继续深化改革，推进营销体系变革（片区转战区）、智慧零售变革、运营管理机制改革等，公司活力有望不断释放。

短期来看，新董事长上任后，公司机制逐步理顺，上半年促销广告费用投放力度加强，有望带来下半年收入高增，我们认为公司有望实现 2020 年调味品双 12%的收入/归母扣非净利润目标。

盈利预测与评级：维持“增持”评级

2020 年上半年公司表现受疫情影响，新董事长上任后，经过半年，公司内部机制已逐步理顺有望加速，未来随着产品、营销、考核、品牌建设体系的落地，全年目标有望实现实现，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.46 元、0.54 元、0.62 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1832	2039	2289	2594
增长率（%）	8%	11%	12%	13%
净利润(百万元)	325	364	419	487
增长率（%）	6%	12%	15%	16%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.46	0.54	0.62

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。