恒顺醋业（600305）

收入增长环比提速，改革引领长期发展

买入（维持）

2020 年 08 月 17 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,832	2,057	2,314	2,645
同比（%）	7.5%	12.2%	12.5%	14.3%
归母净利润（百万元）	325	371	430	509
同比（%）	5.7%	14.3%	15.9%	18.2%
每股收益（元/股）	0.32	0.37	0.43	0.51
P/E（倍）	73.24	64.05	55.28	46.79

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 9.53 亿元 （+7%），归母净利 1.49 亿元（+4%），经营活动现金流净额 1.90 亿元（+37%）。20Q2 实现营收 4.87 亿元 （+15%），归母净利 0.73 亿元（+4%），经营活动现金流净额 1.15 亿元（+68%）。

投资要点

- **收入增长提速，拥抱电商迎接新经济。**20H1 实现营收 9.53 亿元（+7%），其中 20Q2 实现营收 4.87 亿元 （+15%）。1）**分产品看，**Q2 醋类产品营收 3.5 亿元，同比+10%，保持稳健增长；料酒业务依托赛道和品牌红利依然保持高速增长，20Q2 实现营收 0.68 亿元，同比+27%。2）**分渠道看，线上渠道得到培育，**低基数高成长实现收入 0.4 亿元，同比+49%，环比提速 11pct；线下实现营收 4.2 亿元，同比+15%，环比改善 16pct。3）**分地区看**，除华东大本营外，外埠区域物流压制解除后补库存需求叠加公司广宣发力，恢复较高增长，其中华中/华南/西部/华北 Q2 分别实现营收 0.8/0.79/0.43/0.26 亿元，同比+20/32/24/31%。20Q2 公司经销商净增加 24 家，其中华东/华中/华南/西部/华北分别增加-8/+6/+7/+13/+6 家，外埠市场开拓力度明显加大。

- **降本增效，加大市场投入。**20Q2 毛利率 41.12%(-2.85pct)，销售费用率 16.07%(-0.36pct)，考虑到会计政策调整，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 1.6pct；因渠道建设力度加大，实际 Q2 销售费用率提升+4pct。20Q2 人工成本及折旧摊销减少，管理费用率（含研发）7.85%(-2.44pct)。综上，公司 Q2 净利率 15.41%(-1.52pct)，归母净利 0.73 亿元（+4%）。

- **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：7 月总经理李国权兼任营销总监，加大对市场营销重视程度，力求理顺营销体系管理，提高营销效率。公司目标构建以市场需求为导向的产品研发体系，提升营销质量水平；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+14/16/18%，对应 EPS 分别为 0.37/0.43/0.51 元，PE 为 64/55/47X，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。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.70
一年最低/最高价	10.16/23.84
市净率(倍)	10.62
流通 A 股市值(百万元)	23770.06

基础数据

每股净资产(元)	2.23
资产负债率(%)	21.89
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）：积极应对疫情，相信改革力量》2020-04-28

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

3、《恒顺醋业（600305）：百年岁月厚积薄发，醋业龙头亟待盘活》2020-01-02

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**	**1500**	**1790**	**2166**
现金	263	446	755	968
应收账款	90	166	122	208
存货	311	365	389	464
其他流动资产	521	522	524	527
非流动资产	**1797**	**1886**	**1988**	**2123**
长期股权投资	137	165	197	232
固定资产	907	977	1056	1163
在建工程	45	45	45	45
无形资产	84	75	67	59
其他非流动资产	624	623	623	623
资产总计	**2982**	**3386**	**3778**	**4290**
流动负债	**560**	**585**	**607**	**668**
短期借款	28	28	28	28
应付账款	191	221	238	282
其他流动负债	340	336	341	358
非流动负债	**74**	**75**	**75**	**76**
长期借款	3	3	4	4
其他非流动负债	71	71	71	71
负债合计	**634**	**660**	**682**	**744**
少数股东权益	96	103	111	119
归属母公司股东权益	2252	2623	2986	3427
负债和股东权益	**2982**	**3386**	**3778**	**4290**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	429	329	512	458
投资活动现金流	-124	-126	-143	-190
筹资活动现金流	-208	-20	-61	-54
现金净增加额	97	183	309	213
折旧和摊销	83	74	84	97
资本开支	139	61	71	100
营运资本变动	80	-89	40	-103

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1832**	**2057**	**2314**	**2645**
减:营业成本	1002	1101	1226	1388
营业税金及附加	25	28	30	31
营业费用	317	380	438	493
管理费用	116	130	143	160
财务费用	5	4	-6	-12
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	6	8	8	8
其他收益	21	29	36	34
营业利润	**393**	**451**	**527**	**626**
加:营业外净收支	4	10	7	5
利润总额	**397**	**461**	**534**	**631**
减:所得税费用	67	83	96	114
少数股东损益	6	7	8	9
归属母公司净利润	**325**	**371**	**430**	**509**
EBIT	391	452	518	607
EBITDA	474	526	602	704

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.32	0.37	0.43	0.51
每股净资产(元)	2.25	2.62	2.96	3.38
发行在外股份(百万股)	784	1003	1003	1003
ROIC(%)	14.0%	13.8%	14.0%	14.5%
ROE(%)	14.1%	13.9%	14.2%	14.7%
毛利率(%)	45.3%	46.5%	47.0%	47.5%
销售净利率(%)	17.7%	18.0%	18.6%	19.2%
资产负债率(%)	21.2%	19.5%	18.1%	17.5%
收入增长率(%)	7.5%	12.2%	12.5%	14.3%
净利润增长率(%)	6.7%	14.3%	15.9%	18.1%
P/E	73.24	64.05	55.28	46.79
P/B	10.56	9.06	8.01	7.02
EV/EBITDA	48.89	43.73	37.76	32.00

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