2020 年 08 月 17 日
公司研究●证券研究报告

恒顺醋业（600305.SH）

公司快报

收入逐季改善，期待改革效果显现

事件：公司 2020H1 实现营收 9.53 亿元，同比+7.39%，其中调味品实现收入 8.98 亿元，同比+8.64%；归母公司净利润 1.49 亿元，同比+3.63%；实现归母扣非净利润 1.33 亿元，同比+11.44%。

投资要点

- **食醋恢复增长，季度营收改善明显：**Q1 黑醋受疫情影响增速下降，导致 Q1 食醋业务收入同比+0.18%，二季度随着餐饮端和物流负面影响渐弱，食醋实现 3.50 亿元，同比增长 11.35%；料酒业务上半年实现收入 1.49 亿元，一二季度同比增长 26.96%/29.17%，保持高速增长。区域收入之间季度改善明显，西部和华北地区上半年各增 17 个经销商，收入增长从 Q1 的负增长到 Q2 的+24.49%/31.46%；华南地区 Q2 实现 32.09%的高增。

- **剔除新准则重分类影响，盈利能力保持稳健：**分产品来看，醋实现毛利率 44.04%，相比去年总体毛利率水平下降 2pcts，但其中高端醋的毛利率保持 50%以上，料酒毛利率实现 36.61%，同比上升 0.25pcts，从综合毛利角度毛利率下降 3.34pcts，主要系公司的运杂费计入成本，从而导致成本同比增长 13.81%，扣除该影响，同口径下预计毛利率有所提升。费用率方面，销售费用率实现 14.31%，同比下降 2.1pcts，管理费用率同比下降 1.77pcts，销售促销逐渐正常化，同时控费增效有所提升。综合影响下净利率实现 16.03%，同比小幅下降 0.32pcts，整体盈利能力稳健。

- **强本固基，深化改革：**杭总上任后表示坚定不移聚焦主业，打造恒顺产品三剑客（醋、酱料、料酒），其中香醋和料酒的扩产续建项目仍在进行中，预计 2022 年左右能够投入使用，经过新的扩能后，香醋可增加产能 8 万吨/年，料酒产能实现翻番，切实保障当前销售增长的需求。渠道方面，将现有 36 个片区重新整合划分成八大战区，调动有能力有才干的人来统一管理和领导，给予充分奖励调动积极性；同时进一步优化整体的人才结构，加大力度引进高潜力人才，以期驱动企业的高质量发展。

- **投资建议：**公司改革在途，积极求变，随着后续样板市场的打造，对外收入规模扩大和对内降本提效均可期。我们预计公司 20-21 年 EPS 为 0.37、0.43，ROE 为 14.6%和 15.3%，维持买入-B 评级。

- **风险提示：**竞争加剧、市场开拓不及预期、机制改革不及预期

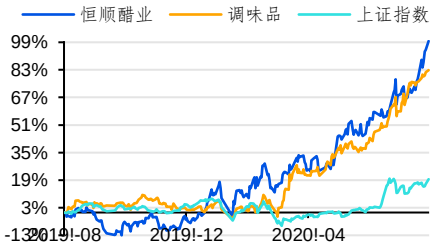
食品饮料 | 调味品 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-08-17)	23.70 元

交易数据

总市值（百万元）	23,770.06
流通市值（百万元）	23,770.06
总股本（百万股）	1,002.96
流通股本（百万股）	1,002.96
12 个月价格区间	13.13/23.84 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.73	32.46	80.47
绝对收益	18.86	52.34	102.25

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

恒顺醋业：20 年目标稳健，静待改革红利的逐步释放 2020-04-28

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,694	1,832	2,073	2,378	2,757
YoY(%)	9.9	8.2	13.1	14.7	15.9
净利润(百万元)	305	325	373	436	518
YoY(%)	8.4	6.6	15.0	16.7	19.0
毛利率(%)	42.2	45.3	46.5	47.6	48.6
EPS(摊薄/元)	0.30	0.32	0.37	0.43	0.52
ROE(%)	14.3	14.1	14.6	15.3	16.1
P/E(倍)	76.0	71.4	62.0	53.2	44.7
P/B(倍)	11.4	10.3	9.4	8.4	7.4
净利率(%)	18.0	17.7	18.0	18.3	18.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1205	1185	1385	1474	1770
现金	159	263	278	441	486
应收票据及应收账款	140	90	202	113	264
预付账款	9	12	14	15	19
存货	304	311	375	394	481
其他流动资产	592	509	516	511	520
非流动资产	1646	1797	1934	2094	2278
长期投资	47	137	225	312	400
固定资产	1028	907	984	1088	1218
无形资产	87	84	59	31	-2
其他非流动资产	483	669	666	662	662
资产总计	2850	2982	3319	3568	4047
流动负债	641	560	685	635	745
短期借款	126	28	91	28	28
应付票据及应付账款	184	191	225	243	289
其他流动负债	331	340	369	364	428
非流动负债	**85**	**74**	**74**	**75**	**76**
长期借款	20	3	3	3	4
其他非流动负债	65	71	71	71	71
负债合计	725	634	759	710	820
少数股东权益	90	96	96	98	100
股本	784	784	1003	1003	1003
资本公积	304	280	60	60	60
留存收益	947	1189	1399	1636	1922
归属母公司股东权益	2035	2252	2463	2760	3127
负债和股东权益	2850	2982	3319	3568	4047

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	376	429	306	580	444
净利润	304	330	373	437	521
折旧摊销	91	83	74	85	100
财务费用	9	5	6	6	3
投资损失	-17	-6	-10	-9	-9
营运资金变动	32	80	-106	87	-141
其他经营现金流	-44	-63	-32	-26	-29
投资活动现金流	-295	-124	-169	-210	-246
筹资活动现金流	-57	-208	-185	-144	-153
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.32	0.37	0.43	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.43	0.31	0.58	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.25	2.46	2.75	3.12

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1694	1832	2073	2378	2757
营业成本	979	1002	1110	1247	1418
营业税金及附加	27	25	33	37	42
营业费用	252	317	327	383	455
管理费用	112	116	133	152	176
研发费用	48	53	59	68	79
财务费用	9	5	6	6	3
资产减值损失	4	0	0	0	0
公允价值变动收益	49	21	30	27	28
投资净收益	17	6	10	9	9
营业利润	357	393	444	521	622
营业外收入	21	6	11	10	10
营业外支出	8	3	5	4	4
利润总额	370	397	451	527	628
所得税	66	67	77	90	107
税后利润	304	330	373	437	521
少数股东损益	-1	6	-0	1	2
归属母公司净利润	305	325	373	436	518
EBITDA	466	474	521	605	716

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.9	8.2	13.1	14.7	15.9
营业利润(%)	8.2	10.3	12.8	17.4	19.4
归属于母公司净利润(%)	8.4	6.6	15.0	16.7	19.0
获利能力					
毛利率(%)	42.2	45.3	46.5	47.6	48.6
净利率(%)	18.0	17.7	18.0	18.3	18.8
ROE(%)	14.3	14.1	14.6	15.3	16.1
ROIC(%)	13.8	14.0	14.3	15.3	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	25.4	21.2	22.9	19.9	20.3
流动比率	1.9	2.1	2.0	2.3	2.4
速动比率	0.5	1.5	1.4	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	12.4	16.0	14.2	15.1	14.6
应付账款周转率	5.6	5.3	5.3	5.3	5.3
估值比率					
P/E	76.0	71.4	62.0	53.2	44.7
P/B	11.4	10.3	9.4	8.4	7.4
EV/EBITDA	50.0	47.6	43.4	37.0	31.2

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn