

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

营销团队年轻化, 国企改革更下一城

事件: 公司发布公告, 原营销总监高云海因工作调动辞去营销总监职务, 仍为公司董事, 公司决定由李国权兼任营销总监。

点评: 国企改革更下一城, 公司更换营销总监。 公司为进一步推进国企改革, 昨日公告更换营销总监, 公司营销团队更加年轻化。李总历任镇江市调味品研究所副所长、公司生产部经理、江苏恒顺工艺设备部经理、研发部经理, 对调味品非常了解, 对市场需求敏锐。同时李总也十分重视海外市场, 密切关注日本等食醋大国需求, 有利于更好地完善自身产品结构, 发挥公司优势, 进一步拓展海外市场。

新管理层上任, 改革红利有待释放。 公司逐步推进改革, 去年以来集团与股份公司董事长先后换选, 在新董事长的带领下公司改革动力充足: 1) 继续聚焦三剑客, 集中资源发力拳头产品, 另一方面也进一步降低单位采购成本。目前顶层设计已经完成, 预计明年可以看到经销商产品体系的梳理。2) 实行战区制, 营销体系在原来的格局上重新优化, 划分为四大战区, 采取战区长官负责制, 由原先大区经理管理转变为归属董事长直接管理, 进一步提升决策效率及运营效率。3) 考核与监督体系改革, 未来将以绩效作为考核参考, 超额奖金作为激励, 利益绑定激发动力。4) 摔“破罐”护“醋坛”, 继续加速影响效率的子公司的剥离, 进一步提升公司净利润水平。

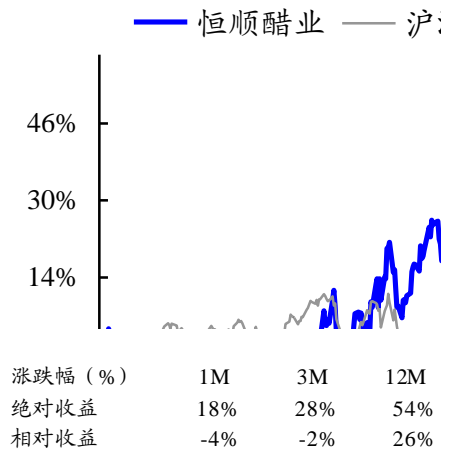
疫情走缓需求扩大, 二季度收入同比双位数增长。 二季度受益于疫情走缓餐饮复苏, 在新领导班子的带领下, 根据草根调研, Q2 预计收入同比增长双位数; 受益于产品结构优化后的毛利率提升 (还原口径), 预计净利润增速快于收入。

盈利预测: 由于公司进一步推进国企改革, 改革红利将逐步释放, 并且公司在六月转增股份股本发生变化, 我们调整盈利预测与目标价。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 21.37、24.57、28.50 亿元, 归母净利润分别为 3.53、4.15、4.60 亿元, EPS 分别为 0.35、0.41、0.46 元, 对应 PE 为 58 倍、49 倍、44 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全问题; 原材料价格波动; 业绩预测和估值判断不及预期。

股票数据	2020/7/13
6个月目标价(元)	24.60
收盘价(元)	20.16
12个月股价区间(元)	13.13~23.79
总市值(百万元)	20,220
总股本(百万股)	1,003
A股(百万股)	1,003
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	33

历史收益率曲线



相关报告

- 《食品饮料行业周报: 优选二季度业绩超预期标的》 --20200710
- 《恒顺醋业 (600305): 2019 年收入增长稳健, 静待改革红利释放》 --20200501
- 《恒顺醋业 (600305): 从行业视角看恒顺竞争优势》 --20200305
- 《恒顺醋业 (600305): 历久弥新, 醋业龙头改革蓄势待发》 --20200221
- 《恒顺醋业 (600305): 新年伊始万象更新, 明确目标, 业绩可期》 --20200114

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,704	1,832	2,137	2,457	2,850
(+/-)%	10.55%	7.51%	16.62%	14.99%	15.99%
归属母公司净利润	307	325	353	415	460
(+/-)%	9.33%	5.68%	8.84%	17.56%	10.88%
每股收益 (元)	0.31	0.32	0.35	0.41	0.46
市盈率	33.97	47.13	57.75	49.12	44.30
市净率	5.07	6.79	7.52	6.41	5.50
净资产收益率 (%)	14.91%	14.41%	13.02%	13.04%	12.42%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.80%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	784	784	1,003	1,003	1,003

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	263	33	83	389	净利润	330	356	418	466
交易性金融资产	488	488	488	488	资产减值准备	-5	0	0	0
应收款项	90	154	160	140	折旧及摊销	83	180	360	540
存货	311	377	418	479	公允价值变动损失	-21	0	0	0
其他流动资产	32	67	93	104	财务费用	6	1	1	1
流动资产合计	1,185	1,119	1,243	1,601	投资损失	-6	-25	-35	-45
可供出售金融资产					运营资本变动	80	-88	-1	37
长期投资净额	137	153	170	186	其他	-37	-51	-28	-30
固定资产	907	966	1,024	1,097	经营活动净现金流量	429	374	715	970
无形资产	84	84	84	84	投资活动净现金流量	-124	-662	-666	-665
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-208	58	1	1
非流动资产合计	1,797	2,406	2,830	3,093	企业自由现金流	200	569	715	884
资产总计	2,982	3,525	4,073	4,694					
短期借款	28	28	28	28	财务与估值指标				
应付款项	191	223	254	292	每股指标				
预收款项	67	77	90	104	每股收益 (元)	0.32	0.35	0.41	0.46
一年内到期的非流动负债	17	17	17	17	每股净资产 (元)	2.25	2.71	3.17	3.70
流动负债合计	560	636	708	798	每股经营性现金流量 (元)	0.43	0.37	0.71	0.97
长期借款	3	3	3	3	成长性指标				
其他长期负债	71	74	76	79	营业收入增长率	7.5%	16.6%	15.0%	16.0%
长期负债合计	74	76	79	81	净利润增长率	5.7%	8.8%	17.6%	10.9%
负债合计	634	712	787	879	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	2,252	2,714	3,184	3,708	毛利率	45.3%	44.7%	45.4%	45.9%
少数股东权益	96	99	101	107	净利率	17.7%	16.5%	16.9%	16.2%
负债和股东权益总计	2,982	3,525	4,073	4,694	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	17.88	26.23	23.64	17.88
					存货周转率 (次)	113.49	116.34	113.75	113.49
					偿债能力指标				
					资产负债率	21.2%	20.2%	19.3%	18.7%
					流动比率	2.12	1.76	1.75	2.01
					速动比率	1.54	1.15	1.14	1.38
					费用率指标				
					销售费用率	17.3%	17.6%	17.9%	19.8%
					管理费用率	6.3%	6.7%	6.2%	5.8%
					财务费用率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	45.9%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	47.13	57.75	49.12	44.30
					P/B (倍)	6.79	7.52	6.41	5.50
					P/S (倍)	8.62	9.46	8.23	7.10
					净资产收益率	14.4%	13.0%	13.0%	12.4%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,832	2,137	2,457	2,850
营业成本	1,002	1,182	1,342	1,541
营业税金及附加	25	34	35	40
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	317	376	441	566
管理费用	116	143	154	164
财务费用	5	1	1	1
公允价值变动净收益	21	0	0	0
投资净收益	6	25	35	45
营业利润	393	422	488	544
营业外收支净额	4	7	8	10
利润总额	397	429	496	554
所得税	67	73	79	87
净利润	330	356	418	466
归属于母公司净利润	325	353	415	460
少数股东损益	6	3	2	6

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历, 荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名, 2019年Wind资讯金牌分析师第5名, 2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名, 2018年投研社最受机构欢迎分析师, 2018年进门财经百佳分析师, 2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名, 2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名, 2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn