

审慎推荐-A (维持)

恒顺醋业 600305.SH

目标估值: 13 元
当前股价: 11.52 元
2017 年 04 月 21 日

业绩符合预期, 寄望混改带来更大弹性

基础数据

上证综指	3172
总股本 (万股)	60274
已上市流通股 (万股)	60274
总市值 (亿元)	69
流通市值 (亿元)	69
每股净资产 (MRQ)	2.6
ROE (TTM)	10.8
资产负债率	26.8%
主要股东	江苏恒顺集团有限公
主要股东持股比例	44.63%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-5	3
相对表现	2	-10	-5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《恒顺醋业 (600305) — 业绩符合预期, 未来仍将延续》2016-08-23
- 2、《恒顺醋业 (600305) — 内外兼修稳步增长, 期待改革更进一步》2016-05-29

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

研究助理

李晓峰

021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn

公司 2016 年收入、扣非净利润分别增长 10.87% 和 38.17%, 符合市场预期, 调味品主营增长 14.2%, 主要品类都保持两位数增长。成本上涨和消费升级推动的行业性提价, 叠加企业管理和营销的改善, 推动终端价格理顺, 今年收入仍将有两位数增长, 未来更大的业绩和估值空间寄望于混改的顺利推进, 维持 17-18 年 0.33 和 0.40 元业绩预测, 对应 13 元目标价, 给予“审慎推荐-A”评级。

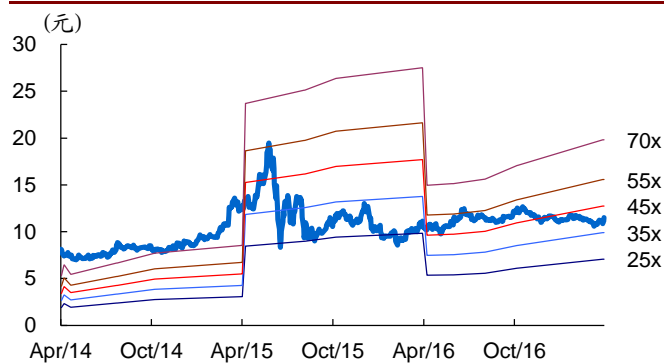
- **全年业绩符合预期, 调味品主业增长加速。**公司 16 年收入、归母净利润和扣非净利润分别为 14.47 亿、1.70 亿和 1.57 亿, 同比增长 10.87%、-28.89% 和 38.17%, 符合市场预期, 净利润下滑主要由于 15 年出售资产带来的一次性收益的高基数原因。其中四季度收入利润 3.91 亿和 0.53 亿, 同比增长 12.73% 和 79.35%, 利润加速在于费用率的下降。调味品主营收入全年增长 14.2% 达到 13 亿, 主要品类都实现两位数增长, 毛利也提升 2.44% 到 41.25%。16 年公司销售和管理费用率变化不大, 财务费用和资产减值损失下降导致扣非利润弹性大于收入增长, 随着公司现金流进一步好转, 财务费用仍有进一步下降空间。
- **行业性提价和营销改善推动价格尽快理顺, 今年仍将保持两位数增长。**公司调味品业务中, 香醋和高端香醋收入合计超 5 亿, 料酒白醋分别到达 1.37 和 1.03 亿, 其中料酒增长 17%, 酱类增长 13%。随着料酒产能不断释放, 之前预计 16 年底投产的高端醋项目 17 年下半年投产, 持续推动主业增长。此外 16 年 6 月底公司对 5 亿产品提价 9%, 完全可以覆盖成本上涨和渠道费用的增长, 公司提价较早, 提价后渠道库存有所增加, 终端价格也有待传导。随着行业整体性的大幅度提价 (一般都在 5% 以上, 部分超过 10%), 渠道和消费者接受程度提高, 加之公司营销的持续强化 (冠名动车组、我要上春晚、终端陈列标准化), 今年提价后量保持稳定增长不存在问题, 对报表业绩而言, 主业将保持两位数增长。
- **行业红利仍在, 寄望混改带来更大弹性。**公司管理层二级市场持股和激励基金设立后, 在管理和营销上的积极举措渐现成效, 团队更为主动、产品结构不断升级、华东市场渠道深化、东北山西分公司也积极布局。随着行业巨头在食醋行业的倾斜 (海天借助自身渠道推广、并购镇江香醋公司等), 粗放式的行业带来的红利正面临终结, 如何赶在之前树立起行业壁垒势必需要在管理和营销上更为灵活, 混改的进展仍然迫切, 如能加快实施对公司的业绩预期和市值空间也将更乐观。
- **维持公司 17-18 年 0.33 和 0.40 元业绩预测, 给予“审慎推荐-A”评级。**公司内部管理和营销的改善渐现成效, 调味品行业在成本推动和消费升级的趋势下纷纷提价, 外部竞争环境仍然良好, 随着料酒、高端醋持续投产, 预计公司调味品主营将保持两位数增长, 产品结构改善和提价带动毛利率稳中略升, 费用率稳中有降, 利润率有望达到 13-14%, 维持 17-18 年 0.33 和 0.40 元 EPS, 给予 17 年 40 倍、18 年 33 倍, 13 元目标价, 维持“审慎推荐-A”评级。**风险提示:** 行业竞争加剧, 终端动销不及预期

表 1、恒顺醋业单季度利润表与半年度利润表

单位: 百万元	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	2015H	2016H	2015	2016
一、营业总收入	310	347	359	335	362	391	648	694	1305	1447
二、营业总成本	277	320	316	294	315	334	576	610	1174	1259
其中: 营业成本	192	213	210	196	217	228	382	406	787	850
营业税金及附加	4	4	5	4	5	12	8	8	15	25
营业费用	54	38	65	55	64	37	102	120	193	221
管理费用	25	60	34	37	29	55	56	71	141	155
财务费用	3	0	2	2	1	1	9	4	12	6
资产减值损失	0	6	0	1	-1	1	19	1	25	1
三、其他经营收益	0	2	0	0	0	0	144	0	147	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
投资收益	0	2	0	0	0	-1	144	0	146	-1
四、营业利润	33	29	43	42	47	57	217	84	278	188
加: 营业外收入	1	4	3	3	8	7	6	6	12	21
减: 营业外支出	0	4	1	0	1	1	4	1	8	3
五、利润总额	34	28	45	45	53	64	219	90	282	207
减: 所得税	5	3	8	5	13	12	36	14	44	38
六、净利润	29	25	36	40	41	52	183	76	238	168
减: 少数股东损益	0	-5	0	0	0	-2	2	0	-2	-2
七、归属母公司净利润	29	30	36	40	41	53	181	76	240	170
EPS	0.10	0.10	0.12	0.13	0.07	0.09	0.60	0.13	0.80	0.28
主要比率										
毛利率	38.1%	38.7%	41.4%	41.6%	40.1%	41.8%	41.1%	41.5%	39.7%	41.2%
主营税金率	1.3%	1.1%	1.3%	1.1%	1.3%	3.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.7%
营业费率	17.3%	10.9%	18.2%	16.3%	17.6%	9.6%	15.7%	17.3%	14.8%	15.3%
管理费率	8.0%	17.3%	9.3%	11.1%	8.1%	14.2%	8.6%	10.2%	10.8%	10.7%
营业利润率	10.7%	8.2%	11.9%	12.4%	12.9%	14.7%	33.4%	12.2%	21.3%	13.0%
实际税率	15.2%	11.5%	18.8%	11.9%	24.0%	18.6%	16.3%	15.3%	15.7%	18.6%
净利率	9.3%	8.6%	10.1%	11.8%	11.3%	13.7%	27.9%	10.9%	18.4%	11.8%
YoY										
收入增长率	12.6%	1.1%	7.9%	6.2%	16.7%	12.7%	10.1%	7.1%	8.1%	10.9%
营业利润增长率	36.1%	13.7%	-74.1%	-19.1%	40.6%	100.8%	324.0%	-61.0%	176.7%	-32.3%
净利润增长率	60.3%	51.4%	-75.1%	12.5%	42.4%	79.4%	387.4%	-58.0%	220.4%	-28.9%

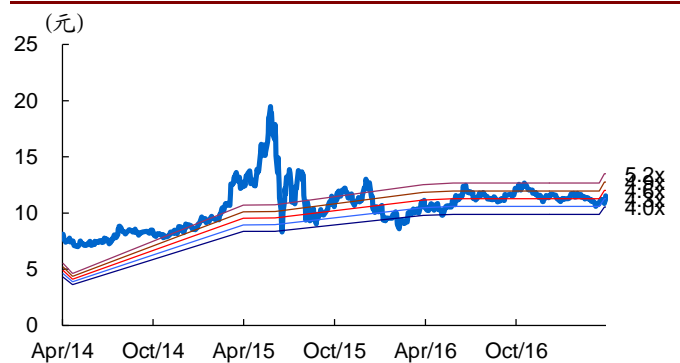
资料来源: 公司报表

图 1: 恒顺醋业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 恒顺醋业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《恒顺醋业（600305）—业绩符合预期，未来仍将延续》2016-08-23
- 2、《恒顺醋业（600305）—内外兼修稳步增长，期待改革更进一步》2016-05-29

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	722	634	805	1014	1248
现金	250	150	288	435	603
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	0	16	18	20
应收款项	96	102	92	103	115
其它应收款	18	16	2	2	2
存货	325	310	344	385	428
其他	29	56	63	71	79
非流动资产	1539	1630	1585	1591	1597
长期股权投资	49	48	48	48	48
固定资产	686	854	872	896	917
无形资产	189	189	170	153	138
其他	616	540	495	495	494
资产总计	2262	2264	2389	2605	2845
流动负债	625	524	546	597	651
短期借款	176	61	50	50	50
应付账款	160	157	175	196	218
预收账款	40	33	56	63	70
其他	250	273	265	288	313
长期负债	80	84	56	59	56
长期借款	27	25	25	25	25
其他	53	58	30	34	30
负债合计	705	608	602	656	706
股本	301	603	603	603	603
资本公积金	773	471	471	471	471
留存收益	399	497	631	795	989
少数股东权益	83	85	83	79	76
归属于母公司所有者权益	1473	1571	1705	1869	2063
负债及权益合计	2262	2264	2389	2605	2845

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	282	314	295	310	347
净利润	240	170	200	242	288
折旧摊销	57	72	93	93	93
财务费用	18	7	(0)	(4)	(7)
投资收益	(146)	1	(7)	(7)	(12)
营运资金变动	125	62	14	(15)	(15)
其它	(11)	1	(5)	1	0
投资活动现金流	(47)	(223)	(55)	(100)	(100)
资本支出	(242)	(199)	(100)	(100)	(100)
其他投资	196	(24)	45	0	0
筹资活动现金流	(307)	(188)	(101)	(64)	(79)
借款变动	(415)	(119)	(16)	0	0
普通股增加	0	301	0	0	0
资本公积增加	(6)	(301)	0	0	0
股利分配	(24)	(66)	(66)	(78)	(94)
其他	138	(2)	(19)	14	15
现金净增加额	(72)	(97)	138	147	168

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1305	1447	1627	1830	2045
营业成本	787	850	944	1057	1177
营业税金及附加	15	25	28	32	36
营业费用	193	221	244	265	286
管理费用	141	155	170	182	195
财务费用	12	6	(0)	(4)	(7)
资产减值损失	25	1	2	2	10
公允价值变动收益	0	1	2	2	2
投资收益	146	(1)	5	5	10
营业利润	278	188	246	303	361
营业外收入	12	21	12	10	10
营业外支出	8	3	2	2	2
利润总额	282	207	256	311	369
所得税	44	38	59	72	84
净利润	238	168	197	239	284
少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	240	170	200	242	288
EPS (元)	0.80	0.28	0.33	0.40	0.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	8%	11%	12%	12%	12%
营业利润	177%	-32%	31%	23%	19%
净利润	220%	-29%	17%	21%	19%
获利能力					
毛利率	39.7%	41.2%	42.0%	42.2%	42.5%
净利率	18.4%	11.8%	12.3%	13.2%	14.1%
ROE	16.3%	10.8%	11.7%	12.9%	14.0%
ROIC	11.1%	9.1%	10.1%	11.3%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	31.2%	26.8%	25.2%	25.2%	24.8%
净负债比率	9.0%	4.0%	3.2%	2.9%	2.7%
流动比率	1.2	1.2	1.5	1.7	1.9
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.1	1.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.3	2.7	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转率	13.5	14.6	16.8	18.8	18.8
应付帐款周转率	5.3	5.4	5.7	5.7	5.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.80	0.28	0.33	0.40	0.48
每股经营现金	0.94	0.52	0.49	0.51	0.58
每股净资产	4.89	2.61	2.83	3.10	3.42
每股股利	0.11	0.11	0.13	0.16	0.19
估值比率					
PE	14.5	40.7	34.7	28.7	24.1
PB	2.4	4.4	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	49.3	64.6	49.8	43.0	37.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中研研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

欧阳予：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。