

食品饮料

2017年08月22日

恒顺醋业 (600305)

——收入增速环比改善，渠道库存逐步消化

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月21日

收盘价(元)	10.3
一年内最高/最低(元)	12.83/9.17
市净率	3.8
息率(分红/股价)	0.83
流通A股市值(百万元)	6208
上证指数/深证成指	3286.91 / 10689.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	2.68
资产负债率%	28.90
总股本/流通A股(百万)	603/603
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《恒顺醋业(600305)点评：提价效果显现 单三季度净利润增长超预期》2016/10/28
《恒顺醋业(600305)点评：加大营销投入 赞助央视核心节目》2016/10/10

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
张喆 A0230517080002
zhangzhe@swsresearch.com

联系人

张喆
(8621)23297818×转
zhangzhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**恒顺醋业发布2017年半年报，2017年上半年公司实现营业收入7.34亿元，同比增长5.67%；实现归属上市公司净利润9388.47万元，同比增长23.55%。其中2017Q2实现营业收入3.64亿元，同比增长8.69%；实现归属上市公司净利润4931.47万元，同比增长24.35%。
- **投资评级与估值：**公司上半年业绩符合预期，我们小幅上调2017-19年EPS预测至0.34、0.41、0.49元（前次17-18年分别为0.31、0.38元）。最新收盘价对应17-18年分别为30、25xPE，已具备配置价值，维持增持评级。
- **渠道库存回归正常，17Q2收入增速改善明显：**受经销商备货周期的影响，公司2017Q1收入仅同比小幅增长2.85%，随着渠道库存的逐步消化，公司二季度收入端改善明显，2017Q2收入8.69%的增长相较于2017Q1环比提高近6%。分品类来看，预计主力香醋产品略有增长，高端香醋产品同比增长4%-5%，其中3年陈和6年陈产品同比增长15%以上；而白醋和料酒产品分别同比增长7%和20%左右。我们预计下半年公司的收入增速有望持续改善，预计7月份公司收入仍保持高个位数左右的增长。
- **盈利能力相对稳定，经营活动现金流大幅改善：**2017Q2公司的销售净利率13.54%，同比提高1.7%。其中2017Q2的销售毛利率为41.73%，同比提高0.09%，16年6月公司对收入占比40%以上的19个单品平均提价9%，但是由于原材料成本的影响，提价效应并未完全体现在毛利率上。同时2017Q2公司的整体期间费用率为24.74%，同比下降3.14%；其中销售费用率为15.05%，同比下降1.26%，主要受到季度间的费用确认因素的影响，预计全年的销售费用率仍能保持平稳。管理费用率为9.08%，同比下降1.98%，是费用性税金调整会计科目所致。2017H1公司的现金流表现稳定，经营活动产生的现金流净额为1.6亿元，同比提高6.08%，和上半年的收入增速已经基本匹配。
- **渠道深耕和品牌建设同步推进，期待管理机制进一步改善：**公司2016年下半年以来加大新品推广及包装升级，品牌建设力度进一步提升。同时渠道建设工作持续推进，在年初制定的12000家“春耕造林”终端建设的目标上，上半年已实近15000家的打造。但是公司的国企体制限制企业经营灵活性和积极性，管理层持股计划的激励力度相对有限，期待进一步的激励落地改善公司经营效率。
- **股价表现的催化剂：调味品业务增速超预期、国企改革有所进展**
- **核心假设风险：业绩低于预期、食品安全事件**

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,447	734	1,546	1,690	1,846
同比增长率(%)	10.87	5.67	6.82	9.31	9.23
净利润(百万元)	170	94	208	248	295
同比增长率(%)	-28.89	23.54	22.06	19.23	18.95
每股收益(元/股)	0.28	0.16	0.34	0.41	0.49
毛利率(%)	41.3	41.4	41.9	43.0	43.4
ROE(%)	10.8	5.8	12.0	13.0	13.8
市盈率	36		30	25	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,208	1,305	1,447	1,546	1,690	1,846
营业收入同比增长率 (yoy)	8.70%	8.10%	10.87%	6.90%	9.30%	9.20%
减: 营业成本	728	787	850	898	964	1,044
毛利率 (%)	39.69%	39.72%	41.25%	41.90%	43.00%	43.40%
减: 营业税金及附加	16	15	25	20	20	22
主营业务利润	464	503	572	628	706	780
主营业务利润率 (%)	38.41%	38.55%	39.51%	40.62%	41.78%	42.25%
减: 销售费用	159	193	221	234	242	260
减: 管理费用	112	141	155	150	161	172
减: 财务费用	46	12	6	8	8	4
经营性利润	148	157	189	236	295	344
经营性利润同比增长率 (yoy)	160.60%	6.29%	20.56%	24.75%	25.00%	16.61%
经营性利润率 (%)	12.23%	12.02%	13.07%	15.27%	17.46%	18.63%
减: 资产减值损失	9	25	1	-6	5	-1
加: 投资收益及其他	-37	146	-1	-1	-1	-1
营业利润	101	278	188	241	290	345
加: 营业外净收入	10	4	18	11	11	13
利润总额	111	282	207	252	301	358
减: 所得税	30	44	38	47	56	66
净利润	81	238	168	205	245	292
少数股东损益	6	-2	-2	-3	-3	-4
归属于母公司所有者的净利润	75	240	170	208	248	295
净利润同比增长率 (yoy)	91.21%	220.41%	-28.89%	22.00%	19.30%	19.10%
全面摊薄总股本	301	301	603	603	603	603
每股收益 (元)	0.26	0.80	0.28	0.34	0.41	0.49
归属母公司所有者净利润率 (%)	6.19%	18.36%	11.77%	-	-	-
ROE	5.93%	16.27%	10.84%	12.00%	13.00%	13.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。