

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

此次提价对利润表有积极影响

——恒顺醋业(600305)产品提价点评

证券研究报告-公司点评报告

买入(调升)

市场数据(2019-01-09)

发布日期: 2019年01月11日

收盘价(元)	10.78
一年内最高/最低(元)	14.10/8.25
沪深300指数	3078.48
市净率(倍)	4.69
流通市值(亿元)	84.47

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	2.47
每股经营现金流(元)	0.38
毛利率(%)	41.45
净资产收益率_摊薄(%)	11.29
资产负债率(%)	25.27
总股本/流通股(万股)	78355.94/78355.94
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《恒顺醋业(600305)2018年中报点评: 公司醋酱主业发力增长》 2018-08-30
- 2 《恒顺醋业(600305)公司深度分析: 去多元去杠杆, 公司迎来做强拐点》 2018-08-07

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **事件:** 公司于2019年1月1日起, 对产品中的五个核心品种进行提价: 恒顺香醋系列产品平均提价幅度为15.04%, 对应2018年销售额约0.97亿元; 恒顺陈醋系列产品平均提价幅度15.04%, 对应2018年销售额约0.49亿元; 恒顺料酒系列产品平均提价幅度10%, 对应2018年销售额约0.44亿元; 镇江香醋系列产品平均提价幅度为10%, 对应2018年销售额约0.37亿元; 镇江香醋(金恒顺)系列产品平均提价幅度6.45%, 对应2018年销售额约0.1亿元。此次提价于2019年1月1日起执行。
- **相比酱油, 食醋仍有提价空间。** 据我们测算, 高档酱油目前的吨价接近8000元, 而香醋的吨价大致在7300至7400元区间, 后者仍停留在前者于2014年的价格水平。此外, 香醋的主要成本高于酱油。香醋的主要原料是糯米, 而酱油的主要原料是大豆: 截至2018年12月31日, 糯米吨价是4800元, 国产大豆吨价是3280元, 二者在产品中的占比都是20%, 主要原料的价格悬殊造成了成本差异, 即香醋的主要成本高于酱油。在价格较低而成本较高的情况下, 公司香醋的毛利率仍维持在40%以上, 说明公司的成本控制和生产效率水平较高。叠加潜在的提价和升级空间, 公司的醋酱毛利率仍可以提升。
- **公司上一次提价仅覆盖了2017年成本的大幅上涨, 并没有达到增厚盈利的效果。** 公司上一次直接提价是在2016年第三季度: 公司对经典醋系列中的19个单品提价, 提价幅度为9%, 对应的销售收入约为5亿元。提价后, 自2016年9月至2017年12月期间, 公司包材成本大幅上涨: 其中, 箱板纸价格上涨48.47%、玻璃价格上涨16.77%、糯米的价格上涨8.28%。可见, 2016年的提价主要用来覆盖了2017年成本的大幅上涨。由于当期成本上涨过甚, 尽管提价幅度高达9%, 但是2017年公司的食醋毛利率仍然较2016年有所下滑。
- **2018年是各项成本高位回落的一年, 且有望延续到2019年。故, 公司此次提价可增厚2019年的盈利。** 2018年, 公司产品的各项成本自高位回落: 包材中的箱板纸价格下降2.65%、玻璃下降9.37%、主要原料糯米的价格下降了3.19%。考虑到PPI、PMI等宏观数据的目前走势, 我们认为, 公司的各项成本在2019年仍会继续下行。故而, 此次提价将会对公司2019年的利润表产生积极影响。鉴于2019年生产成本回落并趋稳, 叠加产品结构的升级, 公司的主要产品食醋和料酒的盈利水平平均可在2018、2019年得到稳步提高。
- **我们维持之前的盈利预测。** 由于此次提价所对应的产品在整个产品收

入结构中占比较小，我们核算：此次提价的平均幅度大概在 2%至 3% 区间。公司对 2019 年的经济环境有所忧虑，故对提价心存谨慎。我们之前的盈利预测已经反映了吨价的合理上涨，故维持前期的盈利预测，即：公司食醋毛利率 2018 年达到 42.5%、2019 年达到 43%；公司料酒的毛利率 2018 年达到 42%、2019 年达到 43%。

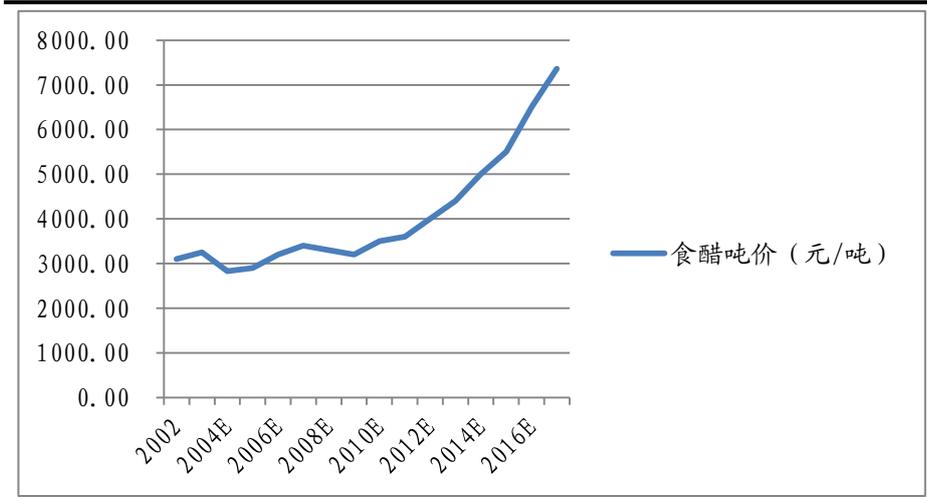
- **此次提价，通过公司努力，杜绝了事前囤货的行为，保持渠道库存的良性水平，有助于提价之后的市场动销。**公司的渠道存货一直保持低位，产品动销良好。市场对调味品的提价接受能力较好，将不会对销售产生负面作用。
- **投资评级：**我们预测，公司 2018、2019、2020 年扣非后的 EPS 分别为 0.28、0.39 和 0.50 元，按照 1 月 9 日收盘价，股价对应的市盈率分别为 38.2、27.9 和 21.6 倍，2019、2020 年的对应 PEG 为 0.76 和 0.74。我们调升公司评级从“增持”至“买入”，未来 6 个月目标价 12.4 元。

风险提示：食醋市场相对小，不利于企业实现高增长，市场过高的增长预期一旦落空，将会对公司股价造成压力；宏观经济将会以影响餐饮消费的方式影响调味品市场，因而系统风险仍需要考虑；食品安全等“黑天鹅”事件所引发的风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1447.3	1541.6	1705.3	2066.5	2487.3
增长比率	10.9%	6.5%	10.6%	21.2%	20.4%
净利润(百万元)	170.4	280.9	221.2	302.5	390.7
增长比率	-28.9%	64.8%	-21.2%	36.7%	29.2%
每股收益(元)	0.22	0.36	0.28	0.39	0.50
市盈率(倍)	49.6	30.1	38.2	27.9	21.6

资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 食醋出厂吨价推算



资料来源: 中原证券

图 2: 国内糯米市场批发价

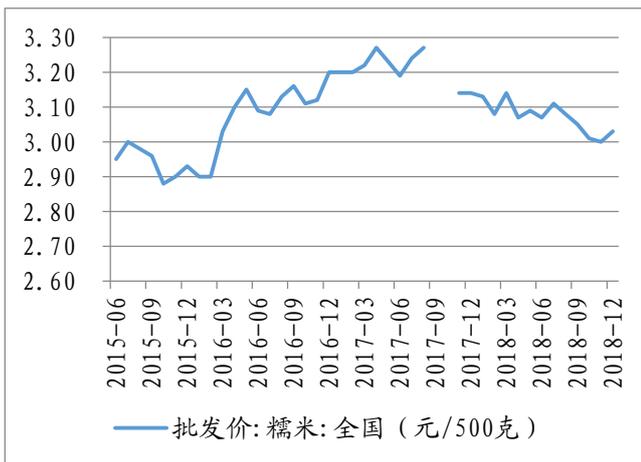


图 3: 国产大豆收购价



资料来源: 中原证券 WIND

图 4: 国内箱板纸市场价格

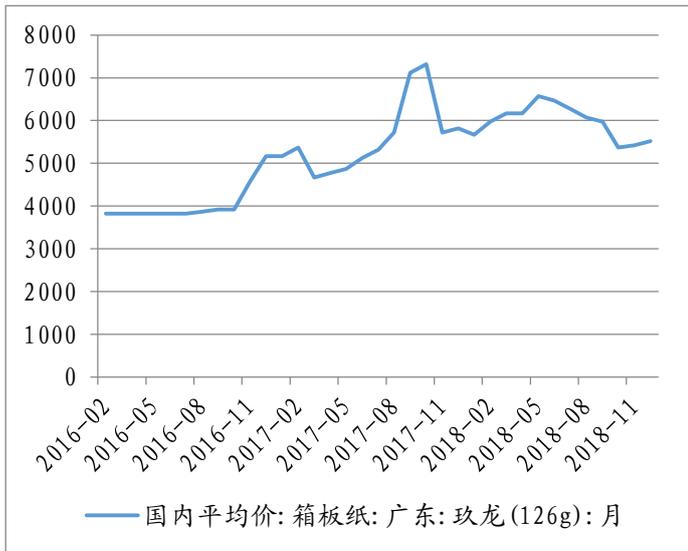
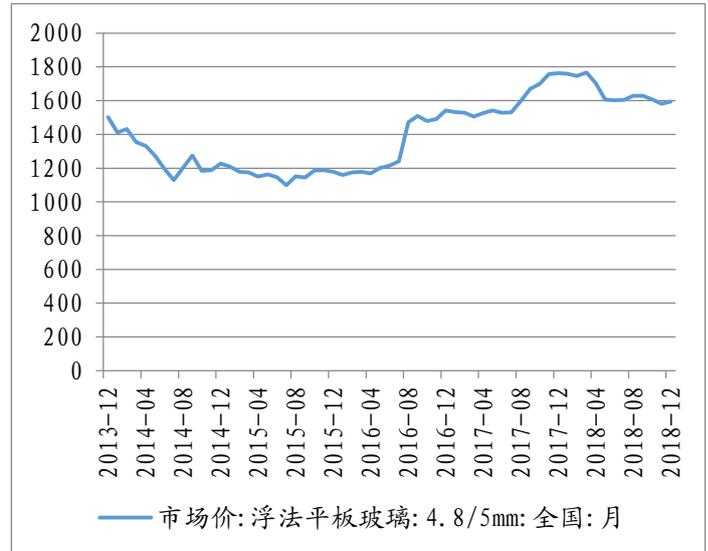


图 5: 国内玻璃市场价格



资料来源: 中原证券 WIND

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1447.3	1541.6	1705.3	2066.5	2487.3	成长性					
减: 营业成本	850.3	916.3	1,026.7	1,226.2	1,460.8	营业收入增长率	10.9%	6.5%	10.6%	21.2%	20.4%
营业税费	25.1	26.2	25.6	26.0	29.8	营业利润增长率	-32.3%	74.9%	-21.0%	37.1%	29.4%
销售费用	221.4	233.7	243.9	289.3	343.2	净利润增长率	-28.9%	64.8%	-21.2%	36.7%	29.2%
管理费用	155.3	147.8	162.0	192.2	223.9	EBITDA 增长率	-23.4%	33.3%	-1.5%	26.3%	22.5%
财务费用	6.0	8.4	-2.1	-11.3	-18.8	EBIT 增长率	-33.2%	38.6%	-4.1%	33.9%	28.2%
资产减值损失	1.1	3.9	0.9	1.0	1.2	NOPLAT 增长率	-35.4%	79.8%	-23.8%	33.9%	28.2%
加: 公允价值变动收益	1.2	44.5	-	-	-	投资资本增长率	9.6%	25.5%	-1.2%	5.8%	-9.2%
投资和汇兑收益	-0.9	11.2	12.0	14.0	15.0	净资产增长率	6.4%	13.4%	17.9%	9.6%	11.3%
营业利润	188.4	329.5	260.4	357.1	462.1	利润率					
加: 营业外净收支	18.2	3.0	3.0	3.0	3.0	毛利率	41.2%	40.6%	39.8%	40.7%	41.3%
利润总额	206.6	332.5	263.4	360.1	465.1	营业利润率	13.0%	21.4%	15.3%	17.3%	18.6%
减: 所得税	38.3	52.4	42.1	57.6	74.4	净利润率	11.8%	18.2%	13.0%	14.6%	15.7%
净利润	170.4	280.9	221.2	302.5	390.7	EBITDA/营业收入	18.4%	23.0%	20.5%	21.3%	21.7%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	13.4%	17.5%	15.1%	16.7%	17.8%
货币资金	149.5	135.9	347.9	477.2	890.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	192	207	196	159	123
应收帐款	117.8	147.5	127.2	182.7	176.5	流动营业资本周转天数	6	47	76	72	66
应收票据	0.0	0.4	-	-	-	流动资产周转天数	169	190	227	233	250
预付帐款	19.6	13.9	14.6	19.5	21.1	应收帐款周转天数	29	31	29	27	26
存货	309.8	305.1	265.3	415.9	395.7	存货周转天数	79	72	60	59	59
其他流动资产	36.9	388.2	400.0	420.0	450.0	总资产周转天数	563	564	554	492	455
可供出售金融资产	40.9	31.9	31.9	31.9	31.9	投资资本周转天数	274	304	304	256	209
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	47.7	48.9	48.9	48.9	48.9	ROE	10.8%	15.6%	10.4%	12.9%	14.9%
投资性房地产	298.9	343.4	343.4	343.4	343.4	ROA	7.4%	10.9%	8.3%	10.2%	11.8%
固定资产	854.5	920.1	936.3	886.5	809.1	ROIC	15.0%	24.7%	15.0%	20.3%	24.6%
在建工程	93.4	74.8	11.0	-	4.0	费用率					
无形资产	188.8	95.0	91.7	88.4	85.1	销售费用率	15.3%	15.2%	14.3%	14.0%	13.8%
其他非流动资产	106.4	63.8	60.9	60.7	60.7	管理费用率	10.7%	9.6%	9.5%	9.3%	9.0%
资产总额	2,264.1	2,568.9	2,679.1	2,975.1	3,317.0	财务费用率	0.4%	0.5%	-0.1%	-0.5%	-0.8%
短期债务	61.0	84.0	-	-	-	三费/营业收入	26.4%	25.3%	23.7%	22.8%	22.0%
应付帐款	285.8	287.5	328.5	407.2	469.3	偿债能力					
应付票据	-	-	5.7	1.1	7.0	资产负债率	26.8%	26.9%	17.4%	18.5%	18.6%
其他流动负债	177.1	197.1	131.4	141.7	142.1	负债权益比	36.7%	36.8%	21.0%	22.7%	22.9%
长期借款	25.4	53.1	-	-	-	流动比率	1.21	1.74	2.48	2.76	3.13
其他非流动负债	58.2	69.5	-	-	-	速动比率	0.62	1.21	1.91	2.00	2.49
负债总额	607.5	691.2	465.7	549.9	618.4	利息保障倍数	32.51	31.89	-121.88	-30.47	-23.57
少数股东权益	85.1	77.6	77.6	77.6	77.6	分红指标					
股本	602.7	602.7	784.0	784.0	784.0	DPS(元)	0.07	0.11	0.08	0.12	0.15
留存收益	968.7	1,197.4	1,352.3	1,564.0	1,837.5	分红比率	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,656.5	1,877.7	2,213.4	2,425.1	2,698.6	股息收益率	0.6%	1.0%	0.8%	1.1%	1.4%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	168.3	280.1	221.2	302.5	390.7	EPS(元)	0.22	0.36	0.28	0.39	0.50
加: 折旧和摊销	72.4	85.7	90.8	95.0	96.6	BVPS(元)	2.01	2.30	2.73	3.00	3.35
资产减值准备	-1.9	-8.0	-	-	-	PE(X)	49.6	30.1	38.2	27.9	21.6
公允价值变动损失	-1.2	-44.5	-	-	-	PB(X)	5.4	4.7	4.0	3.6	3.2
财务费用	6.6	8.4	-2.1	-11.3	-18.8	P/FCF	-196.3	216.1	89.3	38.4	15.9
投资收益	0.9	-11.2	-12.0	-14.0	-15.0	P/S	5.8	5.5	5.0	4.1	3.4
少数股东损益	-2.2	-0.8	-	-	-	EV/EBITDA	22.9	17.3	22.2	17.3	13.3
营运资金的变动	92.3	-250.7	-31.0	-146.5	63.5	CAGR(%)	21.6%	11.7%	-2.4%	21.6%	11.7%
经营活动产生现金流量	314.0	310.9	267.0	225.6	517.0	PEG	2.3	2.6	-16.2	1.3	1.8
投资活动产生现金流量	-223.0	-290.9	-27.9	-17.0	-5.0	ROIC/WACC	1.4	2.4	1.4	1.9	2.3
融资活动产生现金流量	-188.1	-33.6	-27.1	-79.4	-98.6	REP	3.7	1.8	3.8	2.6	2.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

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

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。