

恒顺醋业 (600305)

证券研究报告

2019年12月16日

借力减税降费春风，深化技术创新改革

餐饮、新零售成渠道重点，海外销售增长 18.6%

恒顺全面推动传统渠道+现代渠道的双并进渠道模式，注重餐饮和新零售渠道，强化精准营销。在大数据和数字营销帮助下提升终端渠道覆盖率、渗透率及资源配给率，全面把控渠道和终端。同时借助产品定位与消费群体锁定手段，对线上消费者进行精准营销。恒顺在开发团购和特通渠道的同时，还建立了餐饮事业部，通过特殊化产品定制与全国型、区域型连锁餐饮渠道加深合作。目前，恒顺的产品已出口 37 个国家和地区，2018 年出口贸易总额超过 700 万美元，海外销售增长 18.6%，五年内已增长 54.4%。

减税降费优化经营环境，江苏国企改革加速推动技术创新

借力国家减税降费春风，赋能企业创新发展。明年经济工作要点如下：一、逆周期调节加力，金融风险攻坚战收官；二、基建补短板托底经济，新基建孕育新功能；三、国企改革再出发，利率市场化加快。2019 年受益于增值税税率降低，公司全年预计减税总额约 1000 万元。目前制醋的 40 余道工序已完成智能化改造，一条每小时 24000 瓶的罐装生产线刚刚投入使用。明年公司将引进华为 IPD 产品集成开发技术，把减税降费的新增资金投入产品研发和团队培养之中，减税降费不但为恒顺提供资金支持和持续优化的经营环境，更是公司投入科研的坚实后盾，加速了公司研发规划的推进。

公司 2019 年 12 月 13 日公告，根据中共镇江市委决定，杭祝鸿同志任江苏恒顺集团有限公司党委书记职务，提名杭祝鸿同志为江苏恒顺集团有限公司董事长人选，并履行相关程序。

产品聚焦，“醋酒并举”，全年食醋产能提升 11.88%

恒顺自 2014 年开始剥离非主营业务，着力打造“A 产品”和“高端产品”，持续推动“大单品”战略。目前食醋行业集中度低，提升空间大，公司通过醋和料酒产品的高度聚焦，打造中高端产品、实现销量与利润的双高速增长。近年来，恒顺升级转型步伐加快，公司已进行资源整合，加快食醋营养保健品的研发，推动恒顺由传统调味品向绿色健康营养牌升级，拓展新型产业链。其中料酒明显发力，成为暨香醋后又一火爆单品，Q3 增长 39%，带动主业重回 9%的合理增速区间。

盈利预测与估值

我们预计 2019/2020 整体收入为 19/21.6 亿元，净利润为 3.4/4 亿元。纯调味品 19/20/21 年收入为 17.3/19.9/23.5 亿元，净利润 2.6/3.1/3.8 亿元，对应 EPS0.33/0.40/0.48 元/股；给予 2020 年纯调味品部分 55 倍估值，2020 年整体目标价为 20 元，“买入”评级。

风险提示：食品安全问题，渠道扩张效果不及预期，行业竞争加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,541.58	1,693.68	1,900.31	2,160.66	2,523.65
增长率(%)	6.52	9.87	12.20	13.70	16.80
EBITDA(百万元)	394.97	475.87	449.08	517.98	607.03
净利润(百万元)	280.90	304.60	339.72	398.66	479.42
增长率(%)	64.84	8.44	11.53	17.35	20.26
EPS(元/股)	0.36	0.39	0.43	0.51	0.61
市盈率(P/E)	39.64	36.55	32.78	27.93	23.22
市净率(P/B)	6.19	5.47	4.90	4.37	3.86
市销率(P/S)	7.22	6.57	5.86	5.15	4.41
EV/EBITDA	17.16	16.36	23.13	19.39	16.43

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.21 元
目标价格	20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	783.56
流通 A 股股本(百万股)	783.56
A 股总市值(百万元)	11,134.38
流通 A 股市值(百万元)	11,134.38
每股净资产(元)	2.80
资产负债率(%)	18.99
一年内最高/最低(元)	19.95/9.63

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《恒顺醋业-季报点评:整体业绩稳健, 应收减少、预收回升, 财务状况向好》2019-10-30
- 《恒顺醋业-半年报点评:半年报点评: 业绩整体符合预期, 料酒增速亮眼》2019-08-28
- 《恒顺醋业-季报点评:季报点评——内外部管控+渠道拓展, 恒顺提速继续》2019-04-28

1. 餐饮、新零售成渠道重点，海外销售增长 18.6%

恒顺全面推动传统渠道+现代渠道的双并进渠道模式，注重餐饮和新零售渠道，强化精准营销。在 2B 端，恒顺醋业积极与京东新通路、阿里巴巴零售通、美菜网等新型电商渠道进行创新实践，加强差异性产品、个性化产品的合作；在 2C 端，更是和天猫超市、京东超市、盒马鲜生等生鲜和社区电商全面合作，在大数据和数字营销帮助下提升终端渠道覆盖率、渗透率及资源配给率，全面把控渠道和终端。同时借助产品定位与消费群体锁定手段，对线上消费者进行精准营销，让更多年轻消费者爱上镇江传统味道。此外，恒顺在开发团购和特通渠道的同时，还建立了餐饮事业部，通过特殊化产品定制与全国型、区域型连锁餐饮渠道加深合作。2018 年，恒顺持续推进“春耕造林”工程，强化产品的终端生动化建设，提升“恒顺香醋”品牌知名度。目前，恒顺的产品已出口 37 个国家和地区，2018 年出口贸易总额超过 700 万美元，海外销售增长 18.6%，五年内已增长 54.4%。

2. 减税降费优化经营环境，江苏国企改革加速推动技术创新

借力国家减税降费春风，赋能企业创新发展。中央经济会议已于本周召开，面对国内外经济挑战增大的 2020 年，中央采取“宽货币，紧信用，松财政”的组合拳，着力于国企改革、利率市场化改革、户籍制度改革等方面。明年经济工作要点如下：一、逆周期调节加力，金融风险攻坚战收官；二、基建补短板托底经济，新基建孕育新功能；三、国企改革再出发，利率市场化加快。恒顺醋业近五年产量翻倍，但一线工人数几乎不变，走的就是传统企业的升级转型之路。香醋文化是镇江的一张闪亮城市名片，恒顺醋业是中国制醋业的领军企业，2019 年受益于增值税税率降低，公司全年预计减税总额约 1000 万元。目前制醋的 40 余道工序已完成智能化改造，一条每小时 24000 瓶的罐装生产线刚刚投入使用。明年公司将引进华为 IPD 产品集成开发技术，把减税降费的新增资金投入产品研发和团队培养之中，减税降费不但为恒顺提供资金支持和持续优化的经营环境，更是公司投入科研的坚实后盾，加速了公司研发规划的推进。

公司 2019 年 12 月 13 日公告，根据中共镇江市委决定，杭祝鸿同志任江苏恒顺集团有限公司党委书记职务，提名杭祝鸿同志为江苏恒顺集团有限公司董事长人选，并履行相关程序。张玉宏同志不再担任江苏恒顺集团有限公司党委书记、董事长职务。近几年恒顺集团充分发挥了把握方向、管控大局的作用，坚持传承与创新并进的路线，聚焦改革、大力创新、聚力主业，领跑食醋行业。

3. 产品聚焦，“醋酒并举”，全年食醋产能提升 11.88%

恒顺自 2014 年开始剥离非主营业务，着力打造“A 产品”和“高端产品”，持续推动“大单品”战略。目前食醋行业集中度低，提升空间大，公司通过醋和料酒产品的高度聚焦，打造中高端产品、实现销量与利润的双高速增长。推动“恒顺+北固山”双品牌运作与产品品类结构优化，明确系列产品之间的差异化和卖点突出，开发调味品新产品，迎合消费者的口味，比如蟹醋、苹果醋等。恒顺醋业 2018 年上市 6 款新产品，储备 11 款新产品，升级改进了 12 各老产品配方和工艺，全年食醋生产能力比去年同期提升 11.88%，其中 80% 的产品实现了可追溯，礼盒和出口类产品的追溯率更是达到 100%。近年来，恒顺升级转型步伐加快，公司已进行资源整合，加快食醋营养保健品的研发，推动恒顺由传统调味品向绿色健康营养牌升级，拓展新型产业链。其中料酒明显发力，成为蟹香醋后又一火爆单品，Q3 增长 39%，带动主业重回 9% 的合理增速区间。

4. 盈利预测与估值

图 1：调味品龙头营收及估值对比

	恒顺醋业	海天味业	中炬高新
2018 年营业收入(亿元)	16.94	170.34	42.67
2018 年全年收入增速	9.87%	16.80%	15.46%
估值 PE (TTM)	33	57	46

资料来源: wind, 天风证券研究所

根据可比公司估值法,选择业务相近的恒顺醋业、海天味业和中炬高新三个公司横向比较。恒顺营收位列第三,增速也不及海天和中炬,然而作为食醋行业龙头的恒顺市场集中度只有 10%左右,远远低于酱油,未来集中率提升空间较大。核心产品的顺利提价彰显了恒顺的行业地位,产品的升级与创新为公司中长期高速发展奠定基础。我们预计 2019/2020 整体收入为 19/21.6 亿元,净利润为 3.4/4 亿元。纯调味品 19/20/21 年收入为 17.3/19.9/23.5 亿元,净利润 2.6/3.1/3.8 亿元,对应 EPS0.33/0.40/0.48 元/股;给予 2020 年纯调味品部分 55 倍估值,2020 年整体目标价为 20 元,“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	135.93	159.31	389.53	744.34	812.73	营业收入	1,541.58	1,693.68	1,900.31	2,160.66	2,523.65
应收票据及应收账款	132.98	139.79	146.92	67.35	182.92	营业成本	916.33	979.06	1,064.17	1,188.36	1,362.77
预付账款	13.91	9.38	30.70	8.13	34.63	营业税金及附加	26.16	27.10	31.88	30.25	35.33
存货	305.07	303.99	419.50	362.02	558.41	营业费用	233.70	252.32	257.04	292.25	341.35
其他	403.11	592.31	361.30	448.69	481.66	管理费用	107.31	111.63	115.92	137.69	160.82
流动资产合计	991.00	1,204.79	1,347.96	1,630.54	2,070.36	研发费用	40.50	47.73	57.01	64.82	89.67
长期股权投资	48.86	46.92	46.92	46.92	46.92	财务费用	8.45	9.17	3.34	(3.87)	(5.84)
固定资产	943.19	1,028.19	1,010.36	1,009.65	1,006.22	资产减值损失	3.90	3.88	2.96	3.58	3.47
在建工程	74.83	17.17	46.30	75.78	75.47	公允价值变动收益	44.51	48.53	0.00	0.00	0.00
无形资产	94.95	87.27	84.23	81.19	78.14	投资净收益	11.22	16.94	26.00	20.00	20.00
其他	416.10	466.03	478.45	468.38	470.13	其他	(179.99)	(159.24)	(52.00)	(40.00)	(40.00)
非流动资产合计	1,577.92	1,645.58	1,666.25	1,681.92	1,676.88	营业利润	329.49	356.57	394.00	467.58	556.08
资产总计	2,568.93	2,850.36	3,014.21	3,312.46	3,747.24	营业外收入	7.59	21.46	12.00	20.00	20.00
短期借款	84.00	126.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.58	8.01	5.11	5.90	6.34
应付票据及应付账款	167.71	184.20	202.79	224.12	267.53	利润总额	332.51	370.02	400.88	481.68	569.74
其他	316.87	330.52	367.56	366.57	428.00	所得税	52.43	66.17	63.22	84.53	92.30
流动负债合计	568.58	640.72	570.35	590.70	695.53	净利润	280.07	303.84	337.67	397.14	477.45
长期借款	53.14	20.04	20.00	20.00	20.00	少数股东损益	(0.82)	(0.75)	(2.05)	(1.52)	(1.97)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	280.90	304.60	339.72	398.66	479.42
其他	69.49	64.59	64.09	66.06	64.91	每股收益(元)	0.36	0.39	0.43	0.51	0.61
非流动负债合计	122.63	84.63	84.09	86.06	84.91						
负债合计	691.21	725.34	654.44	676.75	780.44	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	77.57	90.22	88.28	86.78	84.85	成长能力					
股本	602.74	783.56	783.56	783.56	783.56	营业收入	6.52%	9.87%	12.20%	13.70%	16.80%
资本公积	470.33	303.94	303.94	303.94	303.94	营业利润	74.92%	8.22%	10.50%	18.68%	18.93%
留存收益	1,197.41	1,251.24	1,487.94	1,765.36	2,098.39	归属于母公司净利润	64.84%	8.44%	11.53%	17.35%	20.26%
其他	(470.33)	(303.94)	(303.94)	(303.94)	(303.94)	获利能力					
股东权益合计	1,877.72	2,125.02	2,359.77	2,635.70	2,966.80	毛利率	40.56%	42.19%	44.00%	45.00%	46.00%
负债和股东权益总	2,568.93	2,850.36	3,014.21	3,312.46	3,747.24	净利率	18.22%	17.98%	17.88%	18.45%	19.00%
						ROE	15.60%	14.97%	14.96%	15.64%	16.64%
						ROIC	24.20%	20.43%	20.02%	25.08%	31.63%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	26.91%	25.45%	21.71%	20.43%	20.83%
净利润	280.07	303.84	339.72	398.66	479.42	净负债率	0.41%	0.58%	-15.13%	-26.92%	-26.12%
折旧摊销	85.68	91.41	51.75	54.27	56.79	流动比率	1.74	1.88	2.36	2.76	2.98
财务费用	8.39	10.06	3.34	(3.87)	(5.84)	速动比率	1.21	1.41	1.63	2.15	2.17
投资损失	(11.22)	(16.94)	(26.00)	(20.00)	(20.00)	营运能力					
营运资金变动	(251.18)	(189.62)	142.99	102.20	(272.30)	应收账款周转率	13.14	12.42	13.26	20.17	20.17
其它	199.18	176.85	(2.05)	(1.52)	(1.97)	存货周转率	5.01	5.56	5.25	5.53	5.48
经营活动现金流	310.92	375.61	509.75	529.74	236.09	总资产周转率	0.64	0.63	0.65	0.68	0.71
资本支出	28.28	112.60	60.49	78.04	51.14	每股指标(元)					
长期投资	1.18	(1.94)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.36	0.39	0.43	0.51	0.61
其他	(320.35)	(405.48)	(94.49)	(138.04)	(81.14)	每股经营现金流	0.40	0.48	0.65	0.68	0.30
投资活动现金流	(290.90)	(294.82)	(34.00)	(60.00)	(30.00)	每股净资产	2.30	2.60	2.90	3.25	3.68
债权融资	143.60	171.72	32.45	34.86	37.66	估值比率					
股权融资	(7.85)	6.84	(1.76)	5.45	7.42	市盈率	39.64	36.55	32.78	27.93	23.22
其他	(169.35)	(235.96)	(276.21)	(155.24)	(182.79)	市净率	6.19	5.47	4.90	4.37	3.86
筹资活动现金流	(33.61)	(57.40)	(245.53)	(114.93)	(137.70)	EV/EBITDA	17.16	16.36	23.13	19.39	16.43
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	21.87	20.21	26.14	21.66	18.13
现金净增加额	(13.58)	23.38	230.22	354.81	68.39						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com