

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年12月16日**
**市场数据**

目前股价	14.21
总市值（亿元）	111.34
流通市值（亿元）	111.34
总股本（万股）	78,356
流通股本（万股）	78,356
12个月最高/最低	19.81/9.56

**分析师**

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

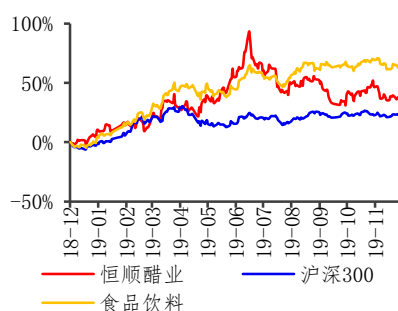
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;调味品略有改善，毛利率稳步提升&gt;&gt;

2019-10-28

&lt;&lt;调味品增速放缓，静待提价效应&gt;&gt;

2019-08-26

&lt;&lt;调味品稳增长，毛利率稳提升&gt;&gt;

2019-04-27

# 人事变动超预期，期望进入新时代

## ——恒顺醋业（600305）公司动态点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	1848	2072	2313
(+/-%)	9.1%	12.2%	11.6%
净利润	355	407	458
(+/-%)	16.4%	14.7%	12.6%
摊薄 EPS	0.45	0.52	0.58
PE	31	27	24

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- **事项：**公司公告董事长变更，提名杭祝鸿同志为恒顺董事长。
- **董事长变更，公司改革预期升温。**公告提名杭祝鸿同志为恒顺董事长，经过股东大会审核通过可正式任职。杭祝鸿此前担任镇江市政府秘书长一职，根据新闻报道，杭祝鸿曾于2019年7月参加镇江市国企改革大会。由工作背景判断，新董事长可以更好的协调各种社会资源，我们猜测后续应该会对恒顺的顶层设计提供帮助。可能标志着公司改革迈进一步。
- **恒顺身处调味品好赛道，自身品牌基础扎实。**恒顺是食醋行业龙头，品牌基础扎实深厚，但市占率约10%处于偏低水平。公司改革预期始终存在，市场一直期望恒顺突破体制束缚。近年来我们看到公司内部机制在逐步完善，比如薪酬、考核、激励等，但与调味品其他龙头企业相比仍有差距。改革如果能在内部激励、市场营销等方面突破，类比山西汾酒的改革效果，恒顺大概率会进入新增长阶段。
- **两大不平衡问题有待解决，恒顺未来发展空间广阔。**恒顺当前面临两大不平衡问题：一是渠道发展不平衡，以KA与传统渠道为主，餐饮渠道占比较低；二是区域发展不平衡，公司过度依赖于华东市场。目前正在着力解决：已经开发大包装产品应用于餐饮市场，同时加强华东以外市场的开发与拓展（新增杭州、武汉样板市场）。如果激励到位，公司采取更加市场化的运作手段，加速渠道与区域扩张，未来业绩可期。
- **盈利预测与投资建议：**公司人事变动后，猜测会有系列动作出台，以推进改革进度。市场潜在预期可能提高，但市场行为的落地仍需不断跟踪。我们暂维持原有盈利预测与评级不变，预计19-21年营收增速分别为9.1%/12.2%/11.6%；净利润增速分别为16.4%/14.7%/12.6%，EPS分别为0.45/0.52/0.58元，维持“推荐”评级
- **风险提示：**改革进度低于预期、省外扩张不及预期，原材料价格波动，食品安全问题

## 1.1 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1541.58	1693.68	1847.53	2072.35	2312.89	<b>成长性</b>					
营业成本	916.33	979.06	1033.91	1147.92	1270.87	营业收入增长	6.5%	9.9%	9.1%	12.2%	11.6%
营业费用	233.70	252.32	295.61	290.13	319.18	营业成本增长	7.8%	6.8%	5.6%	11.0%	10.7%
管理费用	147.81	111.63	121.94	125.58	136.46	营业利润增长	74.9%	8.2%	16.3%	15.1%	13.8%
研发费用	0.00	47.73	49.88	49.74	53.20	利润总额增长	60.9%	11.3%	14.7%	15.2%	13.1%
财务费用	8.45	9.17	8.26	9.28	11.66	净利润增长	64.8%	8.4%	16.4%	14.7%	12.6%
其他收益	16.77	29.96	16.00	16.00	16.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	11.22	16.94	22.37	21.99	22.01	毛利率(%)	40.6%	42.2%	44.0%	44.6%	45.1%
营业利润	329.49	356.57	414.76	477.54	543.21	销售净利率(%)	18.2%	17.9%	19.1%	19.5%	19.7%
营业外收支	3.01	13.45	9.56	11.06	9.27	ROE(%)	14.9%	14.3%	14.8%	15.1%	15.0%
利润总额	332.51	370.02	424.31	488.60	552.48	ROIC(%)	20.5%	19.4%	21.7%	24.4%	26.3%
所得税	52.43	66.17	72.13	84.53	96.68	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-0.82	-0.75	-2.36	-2.52	-2.09	销售费用/营业收入	15.2%	14.9%	16.0%	14.0%	13.8%
净利润	280.90	304.60	354.54	406.59	457.89	管理费用/营业收入	9.6%	6.6%	6.6%	6.1%	5.9%
						研发费用/营业收入	0.0%	2.8%	2.7%	2.4%	2.3%
<b>资产负债表</b>						财务费用/营业收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
					( 百万 )	投资收益/营业利润	3.4%	4.8%	5.4%	4.6%	4.1%
流动资产	991.00	1204.79	1447.77	1765.85	2111.74	所得税/利润总额	15.8%	17.9%	17.0%	17.3%	17.5%
货币资金	135.93	159.31	344.67	603.64	889.53	应收账款周转率	13.14	12.42	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	132.98	139.79	149.86	178.99	185.41	存货周转率	2.98	3.21	3.21	3.21	3.21
其他应收款	14.88	11.59	17.29	15.10	21.05	流动资产周转率	1.90	1.54	1.39	1.29	1.19
存货	305.07	303.99	339.19	374.91	415.68	总资产周转率	0.64	0.63	0.62	0.63	0.64
非流动资产	1577.92	1645.58	1647.51	1681.84	1711.27	<b>偿债能力</b>					
固定资产	943.19	1028.19	1047.76	1104.50	1163.59	资产负债率(%)	26.9%	25.4%	23.0%	22.5%	20.7%
资产总计	2568.93	2850.36	3095.29	3447.68	3823.00	流动比率	1.74	1.88	2.29	2.53	2.95
流动负债	568.58	640.72	631.42	697.58	716.87	速动比率	0.50	0.48	0.81	1.14	1.53
短期借款	84.00	126.00	126.00	126.00	126.00	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
应付账款	167.71	184.20	194.70	222.27	236.38	EPS	0.36	0.39	0.45	0.52	0.58
非流动负债	122.63	84.63	80.70	77.45	73.92	每股净资产	2.30	2.60	2.93	3.30	3.76
长期借款	53.14	20.04	16.11	12.87	9.34	每股经营现金流	-0.09	0.23	0.39	0.59	0.61
负债合计	691.21	725.34	712.11	775.03	790.79	每股经营现金/EPS	-0.25	0.59	0.86	1.13	1.04
股东权益	1877.72	2125.02	2383.17	2672.65	3032.21	<b>估值</b>					
股本	602.74	783.56	783.56	783.56	783.56	P/E	40	37	31	27	24
留存收益	727.08	947.29	1192.80	1474.38	1791.71	PEG	0.78	4.28	1.12	2.11	1.68
少数股东权益	77.57	90.22	87.87	85.35	83.26	P/B	6.19	5.47	4.85	4.30	3.78
负债和股东权益	2568.93	2850.36	3095.29	3447.68	3823.00	EV/EBITDA	26.56	24.20	21.88	18.71	16.11
					( 百万 )	EV/SALES	7.29	6.65	5.98	5.20	4.53
<b>现金流量表</b>						EV/IC	5.74	5.06	4.49	3.92	3.37
经营活动现金流	310.92	375.61	303.54	460.86	477.47	ROIC/WACC	2.00	1.90	2.12	2.37	2.55
其中营运资本减少	-350.58	-179.49	-45.27	6.86	-40.88	REP	2.87	2.66	2.12	1.65	1.32
投资活动现金流	-290.90	-294.82	9.69	-74.97	-80.33						
其中资本支出	120.76	120.47	4.50	37.27	32.37						
融资活动现金流	-33.61	-57.40	-127.86	-126.92	-111.24						
净现金总变化	-13.58	23.38	185.36	258.97	285.89						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>