

## 聚焦酱醋主业发展迅速，期待机制改革释放活力

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2016 年年报，全年实现营业收入 14.5 亿元，同比+10.9%，归母净利润 1.7 亿元，同比-28.9%，扣非后归母净利润 1.6 亿元，同比+38.2%。其中 Q4 单季实现收入 3.9 亿元，同比+12.7%，归母净利润 5340 万元，同比+79.3%。同时公司公布利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.85 元（含税）。
- **聚焦酱醋主业，产品结构持续优化，提价助力收入加速增长。**公司逐步剥离房地产业务，聚焦酱醋主业，调味品业务快速发展，实现收入 13 亿元，同比+14.2%。  
 1、从产品结构来看：醋类产品收入占比达 80%以上，同比+12%，其中香醋主力 4.35 亿元（+12.3%）、高端香醋 1.71 亿元（+9.3%）、白醋 1.03 亿元（+8%）；料酒收入 1.37 亿（+17%），属于快速放量的明星产品；酱油和酱类基数较低，发展稳健，同比+13%。公司产品进一步多元化，10 万吨高端醋项目完成后将大幅提升中高端产品占比，产品结构持续优化。  
 2、在价格方面，公司 6 月对主力产品经典醋系列 19 个单品提价，平均提价幅度 9%，受益产品的收入规模约 5 亿。提价效应在 Q4 开始显现，16 下半年增速达 14.6%，较 16 上半年 7.1% 增速明显加快。目前食醋均价依旧较低，未来持续提价空间加大。  
 3、在渠道建设上，公司立足华东市场，精耕终端陈列建设，加速渠道下沉，从传统 KA 渠道向餐饮和流通渠道拓展，并逐步向外埠市场突破。16 年华东区域外市场增速达两位数，北上广等一线城市表现较好，全国化步伐稳步推进。消费升级和行业集中度提升趋势下，公司作为龙头企业有望迎来量价齐升，业绩加速增长。
- **毛利率提升，三费率稳定，实际扣非后盈利能力持续改善。**受益产品结构升级和主力产品提价，公司调味品整体毛利率达 42.6%，同比提升 1.38pct；销售费用率提升 0.5pct，主要系公司加大市场投入（促销费用）；管理费用保持稳定；财务费用同比-51.9%，主要系房地产业务剥离后银行借款减少，整体三费率变化不大。营业税由于费用性税金调整会计科目，同比+64%。归母净利润同比下滑较多主要是投资收益同比下降 100.6%，15 年转让百盛商城股权产生收入影响当期利润。实际扣非后净利率提升 2.1pct 至 10.8%，两年提升一倍，盈利能力持续改善。
- **机制僵化仍是主要问题，期待国企改革进度加快释放活力。**与行业龙头海天相比，两者毛利率相当但净利率却相差一倍。高毛利低净利暴露公司国企体制下内部激励不足效率低下的问题。公司积极探索体制改革，深化营销体制改革，完善营销人员考核体系，绑定经销商利益，同时建立中长期激励机制。目前已成立 600 万元的业绩激励基金，增强管理层积极性，未来大概率将推行员工持股计划和引入战投。目前公司改革仍未进入实质阶段，期待国企改革进程加快打破体制僵局，释放公司活力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.33 元、0.40 元、0.48 元，对应 PE 分别为 33 倍、27 倍、23 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；食品安全风险。

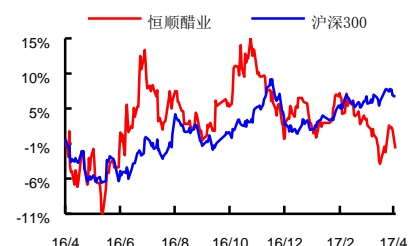
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1447.27	1660.72	1893.29	2142.76
增长率	10.87%	14.75%	14.00%	13.18%
归属母公司净利润（百万元）	170.41	200.28	241.08	289.07
增长率	-28.89%	17.53%	20.37%	19.91%
每股收益 EPS（元）	0.28	0.33	0.40	0.48
净资产收益率 ROE	10.16%	10.97%	12.02%	13.01%
PE	38	33	27	23
PB	3.95	3.63	3.30	2.98

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：朱会振  
 执业证号：S1250513110001  
 电话：023-63786049  
 邮箱：zhz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.03
流通 A 股(亿股)	6.03
52 周内股价区间(元)	10.6-22.51
总市值(亿元)	65.40
总资产(亿元)	22.65
每股净资产(元)	2.52

### 相关研究

### 关键假设：

1、假设 10 万吨高端醋项目达产后产品结构进一步优化，调味品业务毛利率稳步提升，分别为 43.0%、43.5%、44.0%；

2、假设公司管理机制改善，三费率控制得当并逐渐走低。

表 1：恒顺醋业各类产品收入整体预测表（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	1,447	1,661	1,893	2,143
yoy	10.9%	14.8%	14.0%	13.2%
营业成本	850	968	1,093	1,226
毛利率	41.2%	41.7%	42.2%	42.8%
<b>酱醋调味品</b>				
营业收入	1,300	1508	1734	1977
yoy	14.2%	16.0%	15.0%	14.0%
营业成本	747	860	980	1,107
毛利率	42.5%	43.0%	43.5%	44.0%
<b>其他（房地产等）</b>				
营业收入	122	128	134	141
yoy	-13.8%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	99	104	109	114
毛利率	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>其他业务收入</b>				
收入	26	25	25	25
yoy	-1.1%	-2.4%	0.0%	0.0%
成本	5	5	5	5
毛利率	80.3%	80.0%	80.0%	80.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1447.27	1660.72	1893.29	2142.76	净利润	168.26	197.76	238.04	285.43
营业成本	850.32	968.06	1093.49	1226.20	折旧与摊销	72.44	71.95	81.35	91.54
营业税金及附加	25.13	28.90	32.94	37.28	财务费用	5.98	6.64	7.19	8.14
销售费用	221.36	252.43	289.67	325.70	资产减值损失	1.08	1.00	1.00	1.00
管理费用	155.31	166.07	185.54	203.56	经营营运资本变动	56.91	8.80	13.85	7.86
财务费用	5.98	6.64	7.19	8.14	其他	9.32	-1.52	-1.68	-1.71
资产减值损失	1.08	1.00	1.00	1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>313.99</b>	<b>284.62</b>	<b>339.76</b>	<b>392.26</b>
投资收益	-0.89	0.00	0.00	0.00	资本支出	-106.79	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	1.17	0.52	0.68	0.71	其他	-116.16	2.48	0.23	0.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-222.96</b>	<b>-147.52</b>	<b>-149.77</b>	<b>-149.53</b>
<b>营业利润</b>	<b>188.37</b>	<b>238.14</b>	<b>284.13</b>	<b>341.58</b>	短期借款	-114.50	-61.00	0.00	0.00
其他非经营损益	18.23	5.88	7.17	8.87	长期借款	-1.42	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>206.60</b>	<b>244.02</b>	<b>291.30</b>	<b>350.45</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	38.34	46.26	53.26	65.02	支付股利	0.00	-51.12	-60.09	-72.33
净利润	168.26	197.76	238.04	285.43	其他	-72.16	-6.84	-2.19	-3.14
少数股东损益	-2.15	-2.53	-3.04	-3.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-188.08</b>	<b>-118.97</b>	<b>-62.28</b>	<b>-75.47</b>
归属母公司股东净利润	170.41	200.28	241.08	289.07	<b>现金流量净额</b>	<b>-97.04</b>	<b>18.14</b>	<b>127.71</b>	<b>167.27</b>
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	149.51	167.64	295.35	462.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	137.39	175.49	192.06	218.00	销售收入增长率	10.87%	14.75%	14.00%	13.18%
存货	309.79	338.82	371.79	404.65	营业利润增长率	-32.32%	26.42%	19.31%	20.22%
其他流动资产	36.89	42.33	48.26	54.62	净利润增长率	-29.18%	17.53%	20.37%	19.91%
长期股权投资	47.68	47.68	47.68	47.68	EBITDA 增长率	-23.37%	18.72%	17.67%	18.40%
投资性房地产	298.90	296.94	297.40	297.63	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	947.82	1030.93	1104.63	1168.15	毛利率	41.25%	41.71%	42.24%	42.77%
无形资产和开发支出	189.52	184.54	179.56	174.58	三费率	26.44%	25.60%	25.48%	25.08%
其他非流动资产	146.54	146.47	146.39	146.31	净利率	11.63%	11.91%	12.57%	13.32%
<b>资产总计</b>	<b>2264.05</b>	<b>2430.85</b>	<b>2683.12</b>	<b>2974.25</b>	ROE	10.16%	10.97%	12.02%	13.01%
短期借款	61.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.43%	8.14%	8.87%	9.60%
应付和预收款项	236.72	287.49	324.20	362.74	ROIC	13.27%	15.33%	17.34%	19.71%
长期借款	25.42	25.42	25.42	25.42	EBITDA/销售收入	18.43%	19.07%	19.68%	20.59%
其他负债	284.39	314.79	352.39	391.88	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>607.53</b>	<b>627.70</b>	<b>702.01</b>	<b>780.03</b>	总资产周转率	0.64	0.71	0.74	0.76
股本	602.74	602.74	602.74	602.74	固定资产周转率	1.88	1.88	2.02	2.15
资本公积	471.31	471.31	471.31	471.31	应收账款周转率	14.63	14.89	14.67	14.71
留存收益	497.42	646.58	827.57	1044.32	存货周转率	2.45	2.99	3.08	3.16
归属母公司股东权益	1571.46	1720.63	1901.62	2118.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.17%	—	—	—
少数股东权益	85.06	82.53	79.49	75.84	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1656.52</b>	<b>1803.15</b>	<b>1981.11</b>	<b>2194.21</b>	资产负债率	26.83%	25.82%	26.16%	26.23%
负债和股东权益合计	2264.05	2430.85	2683.12	2974.25	带息债务/总负债	14.22%	4.05%	3.62%	3.26%
					流动比率	1.21	1.34	1.49	1.67
					速动比率	0.62	0.72	0.88	1.08
					股利支付率	0.00%	25.53%	24.92%	25.02%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.28	0.33	0.40	0.48
					每股净资产	2.75	2.99	3.29	3.64
					每股经营现金	0.52	0.47	0.56	0.65
					每股股利	0.00	0.08	0.10	0.12
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	266.79	316.72	372.68	441.26					
PE	38.38	32.65	27.13	22.62					
PB	3.95	3.63	3.30	2.98					
PS	4.52	3.94	3.45	3.05					
EV/EBITDA	20.39	16.93	14.04	11.48					
股息率	0.00%	0.78%	0.92%	1.11%					

数据来源：Wind，西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn