

## 恒顺醋业 (600305.SH)

## 调味发酵品行业

评级：买入 维持评级

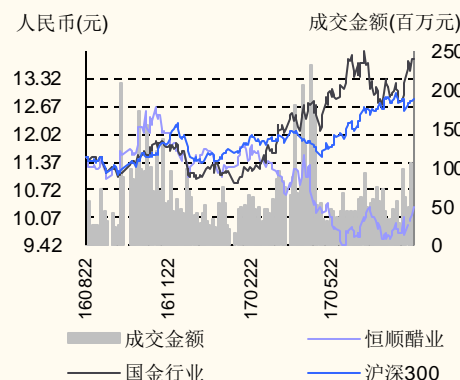
公司点评

市场价格 (人民币): 10.30 元  
目标价格 (人民币): 12.00-12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 602.74  
总市值(百万元) 6,208.20  
年内股价最高最低(元) 12.66/9.42  
沪深 300 指数 3740.99  
上证指数 3286.91



## 相关报告

1.《营销举措积极, 静待业绩改善兑现-恒顺醋业公司点评》, 2016.8.23

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006  
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

## 收入降速不改公司缓步改善判断

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.795	0.283	0.356	0.393	0.432
每股净资产(元)	4.89	2.61	2.88	3.19	3.52
每股经营性现金流(元)	0.93	0.52	0.25	0.54	0.64
市盈率(倍)	32.28	41.31	28.90	26.21	23.85
行业优化市盈率(倍)	23.81	23.81	23.81	23.81	23.81
净利润增长率(%)	220.41%	-28.89%	26.05%	10.27%	9.91%
净资产收益率(%)	16.26%	10.84%	12.36%	12.33%	12.28%
总股本(百万股)	301.37	602.74	602.74	602.74	602.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评:

■ 2017H1 公司共实现营业收入 7.34 亿元, 同比增长 5.67% (Q1 同比增长 2.85%, Q2 同比增长 8.69%, 二季度收入增长提速); 归属上市公司净利润 0.94 亿元, 同比增长 23.55%, 折合 EPS0.16 元/股, 利润端符合我们此前预期。

## 经营分析:

■ 行业费用投放波及公司营收增长。今年上半年公司录得营收 7.34 亿元 (+yoy5.67%), 其中核心业务酱醋调味品实现收入 6.67 亿元 (+yoy3.25%), 毛利率也出现微幅下滑 0.18 个百分点, 至 41.80%。本期公司的整体销售收入增速有所下滑, 我们认为这于整个市场的环境有关。以酱油为主的调味品行业在 2017 上半年以提价为契机展开了新一轮的跑马圈地和价格战, 龙头公司通过费用的方式投入赢得了超过行业平均水平的增长, 而恒顺作为主营醋类的调味品公司因为品类的区隔, 并未收到直接的冲击, 但从本期公司收入表现可以看到, 公司的增速也被波及。同时因费用投放节奏独立于行业, 以及公司自身提价所导致的收入阶段性承压, 使得收入增速下滑的结果被放大。

虽然公司及本期未披露分业务品类的销售数据, 但从公司的子公司情况披露中可以得见一二, 恒顺酒业公司本期应收 5108.91 万元, 实现净利 367.41 万元, 净利较去年同期下滑 19.27%; 恒顺老陈醋有限公司本期实现营收 1183.33 万元, 实现净利 48.36 万元, 净利较去年同期下滑 47.65%。虽然, 因去年同期公司未披露销售收入无法比较, 但从子公司净利下滑的幅度可以推断收入规模下滑明显, 同时, 因这两项业务所代表的料酒及老陈醋业务均非公司核心业务, 而非核心业务停止增长可推演出公司在行业竞争中处于防守的地位。

■ 费用控制良好力保近利润提升: 如上文中所提到的公司本期销售费用投入减少, 本期公司发生销售费用 1.13 亿元, 同比下滑 5.93%, 销售费用率为 15.51% (-1.9ppt), 这与行业龙头海天味业 51.61% 的销售费用增速形成鲜明对比。虽然因为体量的差距, 这样比较或有失偏颇, 但是在费用投放的战场上, 精细化的费用投放控制仍无法弥补在总量上的不足。有我们调研了解到, 恒顺的一线销售人员在费用的投放上的确做到量入为出, 但比之竞争对

手有力的人员、费用支持，则略显无力。从销售费用的拆解来看，公司本期广告费用同比增长 15.24%，人员费用微增 1.47%，而促销费用缺同比下滑 19.07%，这在行业内促销力度大，销售活动频频的情况中显得比较被动。人员紧张以及 KA 渠道费用投放压力的问题我们在渠道端调研时也得到了验证。但在管理费用方面公司本期表现较好，本期管理费用为 7025.40 万元（-yoy0.55%），管理费用率为 9.58%较去年同期下滑 0.6 个百分点，财务费用率下滑 0.03 个百分点达到 0.52%。本期公司销售毛利率为 41.37%，同比下滑 0.16ppt，而受费用控制影响，本期销售净利率为 12.90%，同比增长 1.97ppt。虽然公司本期未披露地产业务的销售数据，但我们认为本期公司地产的销售提升了净利率。

- **收入端短期受限出现波折不改长期看好：**自公司新任管理层履新以来，正逐步带领公司向更加具有市场竞争力的方向前进，这其中包括冗余业务的剥离以及管理层利益的绑定，2016Q1 大股东参与增持、Q2 公司高管持股后，经营动力改善显著。在国内食醋领域，恒顺作为百年品牌具有较强的品牌力。目前华东本土市场依赖度仍然较高，但 2017 年行业费用战烽烟再起的情况下，公司目前略显被动。不过我们坚持认为在公四市场化的步调已经迈开，主旋律基调已经确立的情况下，短期波折不改长期向好的趋势。恒顺醋业作为食醋行业最大的公司，具有 10%的市占率，目前尚无可以撼动行业地位的对手，而醋行业不论是行业规模或是集中度提升方面未来均大有可为，我们不改恒顺已趋势性向好的判断，未来空间广阔。

#### 盈利预测&估值：

- 预计 17-19 年公司营业收入 15.56 亿、17.18 亿元、19.04 亿元，同比增长 7.5%、10.4%、10.9%；归属母公司净利润为 2.15 亿元、2.37 亿元、2.60 亿元，同比增长 26.07%、10.27%、9.91%，对应 EPS0.36/0.39/0.43 元/股，目前股价对应 PE 为 29X/26X/24X。目前股价相比前期高管增持成本（考虑资金成本）仅高约 10%左右，维持“买入”评级。

#### 风险提示：

- 原材料成本波动，食品安全风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,208</b>	<b>1,305</b>	<b>1,447</b>	<b>1,556</b>	<b>1,718</b>	<b>1,904</b>
增长率		8.1%	10.9%	7.5%	10.4%	10.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-728</b>	<b>-787</b>	<b>-850</b>	<b>-918</b>	<b>-1,004</b>	<b>-1,106</b>
%销售收入	60.3%	60.3%	58.8%	59.0%	58.5%	58.1%
<b>毛利</b>	<b>479</b>	<b>519</b>	<b>597</b>	<b>638</b>	<b>713</b>	<b>798</b>
%销售收入	39.7%	39.7%	41.2%	41.0%	41.5%	41.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-29</b>
%销售收入	1.3%	1.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.5%
<b>营业费用</b>	<b>-159</b>	<b>-193</b>	<b>-221</b>	<b>-209</b>	<b>-240</b>	<b>-271</b>
%销售收入	13.2%	14.8%	15.3%	13.4%	14.0%	14.2%
<b>管理费用</b>	<b>-112</b>	<b>-141</b>	<b>-155</b>	<b>-144</b>	<b>-168</b>	<b>-189</b>
%销售收入	9.2%	10.8%	10.7%	9.3%	9.8%	9.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>193</b>	<b>169</b>	<b>195</b>	<b>264</b>	<b>281</b>	<b>309</b>
%销售收入	16.0%	13.0%	13.5%	16.9%	16.3%	16.2%
<b>财务费用</b>	<b>-46</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>
%销售收入	3.8%	1.0%	0.4%	0.2%	0.1%	-0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-9</b>	<b>-25</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
公允价值变动收益	-1	0	1	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>-37</b>	<b>146</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
%税前利润	n.a	51.9%	n.a	1.9%	1.7%	1.6%
<b>营业利润</b>	<b>101</b>	<b>278</b>	<b>188</b>	<b>264</b>	<b>284</b>	<b>315</b>
营业利润率	8.3%	21.3%	13.0%	16.9%	16.5%	16.6%
<b>营业外收支</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>111</b>	<b>282</b>	<b>207</b>	<b>267</b>	<b>287</b>	<b>318</b>
利润率	9.2%	21.6%	14.3%	17.1%	16.7%	16.7%
<b>所得税</b>	<b>-30</b>	<b>-44</b>	<b>-38</b>	<b>-54</b>	<b>-52</b>	<b>-61</b>
所得税率	26.7%	15.7%	18.6%	20.3%	18.2%	19.0%
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>238</b>	<b>168</b>	<b>213</b>	<b>234</b>	<b>258</b>
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>75</b>	<b>240</b>	<b>170</b>	<b>215</b>	<b>237</b>	<b>260</b>
净利率	6.2%	18.4%	11.8%	13.8%	13.8%	13.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>238</b>	<b>168</b>	<b>213</b>	<b>234</b>	<b>258</b>
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3
<b>非现金支出</b>	<b>60</b>	<b>81</b>	<b>73</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>70</b>
非经营收益	96	-136	8	7	-5	-6
营运资金变动	-1	99	68	-136	23	64
<b>经营活动现金净流</b>	<b>236</b>	<b>282</b>	<b>316</b>	<b>152</b>	<b>322</b>	<b>385</b>
<b>资本开支</b>	<b>-140</b>	<b>-242</b>	<b>-197</b>	<b>-186</b>	<b>-106</b>	<b>-307</b>
投资	20	182	-30	-1	0	0
其他	0	14	4	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-119</b>	<b>-47</b>	<b>-223</b>	<b>-182</b>	<b>-101</b>	<b>-302</b>
股权募资	655	26	5	0	0	0
债权募资	-581	-289	-113	-56	-50	1
其他	-245	-44	-80	-55	-58	-62
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-171</b>	<b>-307</b>	<b>-188</b>	<b>-110</b>	<b>-107</b>	<b>-61</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-55</b>	<b>-72</b>	<b>-95</b>	<b>-140</b>	<b>114</b>	<b>22</b>

资料来源：公司公告，国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>322</b>	<b>250</b>	<b>150</b>	<b>10</b>	<b>124</b>	<b>146</b>
<b>应收账款</b>	<b>155</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>151</b>	<b>152</b>	<b>168</b>
<b>存货</b>	<b>350</b>	<b>325</b>	<b>310</b>	<b>399</b>	<b>414</b>	<b>450</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>108</b>	<b>29</b>	<b>56</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>34</b>
<b>流动资产</b>	<b>934</b>	<b>722</b>	<b>634</b>	<b>593</b>	<b>722</b>	<b>798</b>
%总资产	41.9%	31.9%	28.0%	25.6%	29.1%	28.5%
<b>长期投资</b>	<b>386</b>	<b>387</b>	<b>387</b>	<b>388</b>	<b>387</b>	<b>387</b>
<b>固定资产</b>	<b>686</b>	<b>866</b>	<b>971</b>	<b>1,134</b>	<b>1,167</b>	<b>1,400</b>
%总资产	30.7%	38.3%	42.9%	49.0%	47.0%	50.0%
<b>无形资产</b>	<b>193</b>	<b>189</b>	<b>190</b>	<b>198</b>	<b>206</b>	<b>213</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,298</b>	<b>1,539</b>	<b>1,630</b>	<b>1,723</b>	<b>1,762</b>	<b>2,002</b>
%总资产	58.1%	68.1%	72.0%	74.4%	70.9%	71.5%
<b>资产总计</b>	<b>2,232</b>	<b>2,262</b>	<b>2,264</b>	<b>2,315</b>	<b>2,484</b>	<b>2,800</b>
<b>短期借款</b>	<b>494</b>	<b>178</b>	<b>66</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>295</b>	<b>345</b>	<b>319</b>	<b>368</b>	<b>402</b>	<b>435</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>81</b>	<b>103</b>	<b>139</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>140</b>
<b>流动负债</b>	<b>869</b>	<b>625</b>	<b>524</b>	<b>469</b>	<b>458</b>	<b>575</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>916</b>	<b>705</b>	<b>608</b>	<b>495</b>	<b>483</b>	<b>602</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,262</b>	<b>1,473</b>	<b>1,571</b>	<b>1,738</b>	<b>1,921</b>	<b>2,121</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>54</b>	<b>83</b>	<b>85</b>	<b>83</b>	<b>80</b>	<b>78</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,232</b>	<b>2,262</b>	<b>2,264</b>	<b>2,315</b>	<b>2,484</b>	<b>2,800</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.248	0.795	0.283	0.356	0.393	0.432
每股净资产	4.188	4.889	2.607	2.884	3.187	3.518
每股经营现金净流	0.783	0.935	0.524	0.252	0.535	0.639
每股股利	0.075	0.240	0.085	0.080	0.090	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.93%	16.26%	10.84%	12.36%	12.33%	12.28%
总资产收益率	3.35%	10.60%	7.53%	9.28%	9.53%	9.30%
投入资本收益率	7.77%	8.03%	8.99%	11.08%	11.33%	11.26%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	8.70%	8.10%	10.87%	7.53%	10.39%	10.86%
EBIT增长率	28.66%	-12.41%	15.25%	35.04%	6.49%	10.24%
净利润增长率	91.21%	220.41%	-28.89%	26.05%	10.27%	9.91%
总资产增长率	-9.20%	1.36%	0.10%	2.27%	7.29%	12.71%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	27.6	27.0	25.0	26.5	26.1	25.9
存货周转天数	183.2	156.5	136.2	158.6	150.4	148.4
应付账款周转天数	70.7	69.4	68.1	69.4	68.9	68.8
固定资产周转天数	183.3	191.8	215.5	220.3	164.2	154.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	13.05%	-2.92%	-3.49%	3.57%	-4.94%	-5.45%
EBIT利息保障倍数	4.2	13.6	32.6	70.4	140.2	-308.2
资产负债率	41.03%	31.18%	26.83%	21.36%	19.45%	21.49%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	1	2	4	4	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.80	1.80	1.80

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-06-03	买入	21.13	26.00~26.00
2	2016-08-23	买入	11.46	13.00~13.00

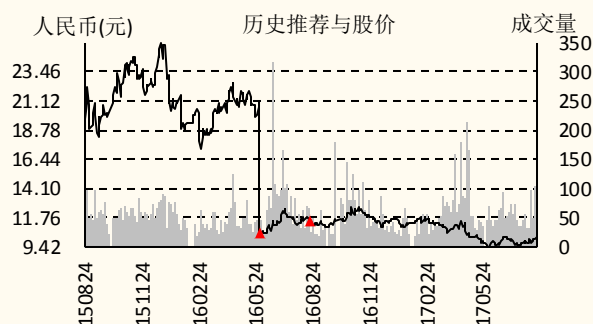
来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限中国大陆地区使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD