

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

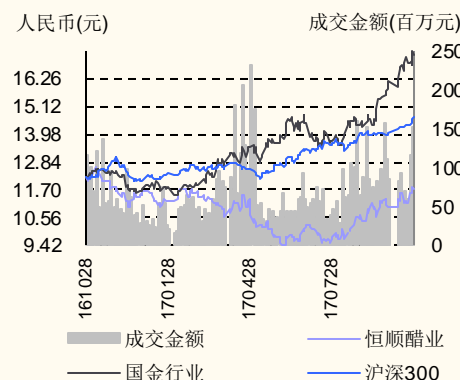
市场价格 (人民币): 11.75 元

高基数下平稳增长，期待来年展现经营魄力

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)	7,082.17
年内股价最高最低(元)	12.66/9.42
沪深 300 指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

1. 《收入降速不改公司缓步改善判断-恒顺醋业公司点评》，2017.8.22

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	0.349	0.407	0.464
每股净资产(元)	4.89	2.61	2.88	3.19	3.56
每股经营性现金流(元)	0.93	0.52	0.24	0.54	0.66
市盈率(倍)	32.28	41.31	33.68	28.86	25.33
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%	23.40%	16.71%	13.92%
净资产收益率(%)	16.26%	10.84%	12.13%	12.75%	13.04%
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

■ 前三季度，恒顺醋业实现营业收入 11.15 亿元，同比+5.58%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比+23.81%。单三季度，恒顺醋业实现营业收入 3.82 亿元，同比+5.39%；实现归母净利润 5099 万元，同比+24.29%。

经营分析

- **收入增速符合预期，16Q3 收入基数较高：**从收入端看，三季度收入增速基本维持了上半年的整体态势，5%左右的收入增速水平也在预期之中。主要因为，去年 6 月份公司主力产品提价 9%，使得 16Q3 的收入基数较高。因此在整体渠道费用投放节奏基本平稳的状态下，收入端增速难有较大弹性。
- **整体费用率依然保持下行态势、推升净利率：**17H1，在整体毛利率保持相对稳定的情况下，期间费用率下滑约 2.5ppt 至 25.50%，其中销售费用是改善主因。17Q3 基本延续了这一态势，单三季度期间费用率为 25.03%，同比继续下降 1.0ppt。在叠加本期毛利率小幅提升约 0.5ppt 以及投资收益贡献约 600 万元（参股公司股权转让及理财收益）之后，共同推动本期净利率提升约 2.0ppt 至 13.2%。不过 17Q4 费用率端存在一定的不确定性，主要是由于 16Q4 公司销售费用率及管理费用率环比 16 年季度波动较大，因此尚难言明 17Q4 费用走向，不过我们趋向于判断 17Q4 的整体期间费用率仍将保持小幅下行态势。
- **提价幅度较大、渠道消化周期较长，加大市场投入迫在眉睫：**理论上而言，宏观经济指标向好、餐饮业增速对酱醋类产品消费的提振是较为明显的，但从实际终端看到的现象确实酱油行业和醋行业呈现“冰火两重天”的态势。因此，宏观大逻辑并不能说明一切问题。从恒顺本身情况而言，由于恒顺定位问题，其产品均价显著高于国内大部分醋企，这也在一定程度上限制了恒顺在餐饮渠道的发力。但依托于流通及 KA 渠道，现有投放力度、决策机制又对销售体系束缚较多。此外，去年的较大幅度提价，幅度之高前所未有，渠道消化周期较长。这一系列问题，是恒顺销售难有较大起色的重要原因。
- **过去几年，受制于整体利润规模及长期的财务费用问题困扰，恒顺的市场投放力度一直较弱。**不过预计今年公司利润规模将达到 2 亿元规模，这也是除 15 年因投资收益贡献、利润达 2.4 亿元之外，历史上公司主业利润规模最高的一年。理论上来说，我们认为恒顺目前已具备了加大市场投放、推动加速发展的物质条件，但尚欠打破制度、思想陈疴的改革决心。明年是一个较为

于杰

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

申晟

分析师 SAC 执业编号：S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

关键的时间节点，期待公司能够展现经营魄力，抓住这一轮消费整体性向好时机。

投资建议

- 预计 17-19 年公司营业收入 15.35 亿元/16.60 亿元/18.30 亿元，同比增长 6.1%/8.1%/10.2%；归属母公司净利润为 2.10 亿元/2.45 亿元/2.80 亿元，同比增长 23.2%/16.7%/14.3%，对应 EPS0.35 元/0.41 元/0.46 元，目前股价对应 PE 为 34X/29X/25X，维持“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧/改革不达预期

图表 1：财务预测

损益表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,208	1,305	1,447	1,535	1,660	1,830
增长率		8.1%	10.9%	6.1%	8.1%	10.2%
主营业务成本	-728	-787	-850	-900	-969	-1,066
% 销售收入	60.3%	60.3%	58.8%	58.6%	58.4%	58.3%
毛利	479	519	597	636	690	764
% 销售收入	39.7%	39.7%	41.2%	41.4%	41.6%	41.8%
营业税金及附加	-16	-15	-25	-26	-28	-31
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-159	-193	-221	-204	-229	-261
% 销售收入	13.2%	14.8%	15.3%	13.3%	13.8%	14.3%
管理费用	-112	-141	-155	-154	-149	-146
% 销售收入	9.2%	10.8%	10.7%	10.0%	9.0%	8.0%
息税前利润（EBIT）	193	169	195	252	284	325
% 销售收入	16.0%	13.0%	13.5%	16.4%	17.1%	17.8%
财务费用	-46	-12	-6	-4	-2	2
% 销售收入	3.8%	1.0%	0.4%	0.2%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-9	-25	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	-1	0	1	0	0	0
投资收益	-37	146	-1	0	0	0
% 税前利润	n.a	51.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	101	278	188	247	282	327
营业利润率	8.3%	21.3%	13.0%	16.1%	17.0%	17.9%
营业外收支	10	4	18	14	15	15
税前利润	111	282	207	261	297	342
利润率	9.2%	21.6%	14.3%	17.0%	17.9%	18.7%
所得税	-30	-44	-38	-53	-54	-65
所得税率	26.7%	15.7%	18.6%	20.3%	18.2%	19.0%
净利润	81	238	168	208	243	277
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3
归属于母公司的净利润	75	240	170	210	245	280
净利率	6.2%	18.4%	11.8%	13.7%	14.8%	15.3%

资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	322	250	150	10	131	171
应收款项	155	118	118	149	147	161
存货	350	325	310	391	399	433
其他流动资产	108	29	56	32	31	32
流动资产	934	722	634	582	708	799
% 总资产	41.9%	31.9%	28.0%	25.3%	28.7%	28.5%
长期投资	386	387	387	388	387	387
固定资产	686	866	971	1,134	1,167	1,400
% 总资产	30.7%	38.3%	42.9%	49.2%	47.2%	50.0%
无形资产	193	189	190	198	206	213
非流动资产	1,298	1,539	1,630	1,723	1,762	2,002
% 总资产	58.1%	68.1%	72.0%	74.7%	71.3%	71.5%
资产总计	2,232	2,262	2,264	2,305	2,471	2,801
短期借款	494	178	66	50	0	0
应付款项	295	345	319	362	386	415
其他流动负债	81	103	139	51	54	138
流动负债	869	625	524	463	440	553
长期贷款	0	27	25	25	25	26
其他长期负债	47	53	58	0	0	0
负债	916	705	608	488	466	579
普通股股东权益	1,262	1,473	1,571	1,734	1,925	2,144
少数股东权益	54	83	85	83	80	78
负债股东权益合计	2,232	2,262	2,264	2,305	2,471	2,801

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.248	0.795	0.283	0.349	0.407	0.464
每股净资产	4.188	4.889	2.607	2.876	3.193	3.557
每股经营现金净流	0.783	0.935	0.524	0.242	0.536	0.657
每股股利	0.075	0.240	0.085	0.080	0.090	0.100
回报率						
净资产收益率	5.93%	16.26%	10.84%	12.13%	12.75%	13.04%
总资产收益率	3.35%	10.60%	7.53%	9.12%	9.93%	9.98%
投入资本收益率	7.77%	8.03%	8.99%	10.61%	11.43%	11.71%
增长率						
主营业务收入增长率	8.70%	8.10%	10.87%	6.07%	8.12%	10.24%
EBIT增长率	28.66%	-12.41%	15.25%	29.00%	12.73%	14.56%
净利润增长率	91.21%	220.41%	-28.89%	23.40%	16.71%	13.92%
总资产增长率	-9.20%	1.36%	0.10%	1.79%	7.20%	13.38%
资产管理能力						
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	223.4	169.9	160.7
偿债能力						
净负债/股东权益	13.05%	-2.92%	-3.49%	3.60%	-5.28%	-6.52%
EBIT利息保障倍数	4.2	13.6	32.6	68.9	162.7	-163.7
资产负债率	41.03%	31.18%	26.83%	21.19%	18.84%	20.68%

来源：公司公告，国金证券研究所

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	1	2	3	8	9
增持	0	1	1	11	13
中性	1	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.60	1.71	1.71

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
3	2017-08-22	买入	10.30	12.00~12.00

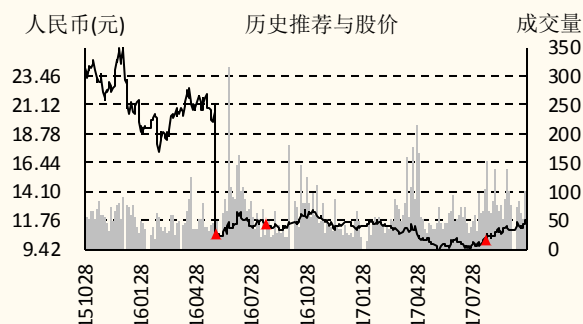
来源：国金证券研究所

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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH