

非经常性损益增厚净利润，调味品业务向好发展

投资要点

- **事件:** 公司 2017 年全年实现收入 15.4 亿元, 同比+6.5%, 归母净利润 2.8 亿元, 同比+64.8%, 扣非净利润 1.8 亿元, 同比+15.7%; 其中 17Q4 收入 4.3 亿元, 同比+9.1%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比+155%, 扣非净利润 5135 万元, 同比+6.5%; 同时, 拟每 10 股派发现金红利 1.4 元 (含税), 转增 3 股。
- **酱醋调味品业务低增速下蕴含产品结构和渠道优化, 亮点颇多:** 公司酱醋调味品业务全年同比+6.5% (考虑提价, 量基本未增长), 其中 Q4 预计增长 9%, 延续 Q3 增速提升态势, 库存影响消除完毕后, 整体销售情况回归良性。1、分产品看, 醋类整体销售增长 5%-6% 左右, 占比达 70% 以上, 其中高端醋实现销售 2.1 亿元 (+22.8%), 白醋实现 1.44 亿元 (+16%), 主力香醋增长不明显; 料酒成为公司另一大明星单品, 实现收入 1.53 亿元 (+14.4%), 已成为全国第三大料酒生产企业; 酱油基数较小, 同比增长 27%。公司酱油料酒等多品类快速增长, 醋类占比下降, 产品结构趋于多元化; 2、分渠道看, 传统渠道公司持续加强终端建设, “春耕造林”工程累积打造 20000 家标准化农贸终端店, 推进渠道持续下沉; 一线城市强化 KA 陈列, 有助高端产品实现快速增长; 制定政策拉动餐饮销量, 同比+40%, 效果显著。在现代渠道上, 公司重点打造天猫电商平台, 同时积极探索新销售模式, 和阿里零售通、京东新通路、盒马生鲜等新型电商渠道密切合作, 整个现代渠道实现超两位数增长。3、分区域看, 华东、华南、华中、西部和华北大区分别增长 6.4%、10%、8.3%、5.7%、3.7%, 华南华中地区增长表现较好, 目前华东地区占比已不足 50%, 华东外市场发展势头良好, 全国化进程逐步推进。
- **毛利率略有下降, 非经常性损益增厚全年净利润。** 1、公司酱醋调味品毛利率 41.5%, 同比下降 1.04pct, 主要是料酒、酱油等非醋类调味品拖累以及固定资产的折旧摊销增加所致; 随着毛利率 50% 以上的高端醋占比提升, 整体毛利率水平有望稳步向上。销售费用率 15.2%, 基本持平, 管理费用率下降 1.1pct 至 9.6%, 主要系 16 年计提业绩奖励基金而 17 年末计提; 财务费用率同比提升 0.1pct。整体三费率达 25.3%, 同比下降 1.1pct。2、公司 17 年实现非经常性损益 9971 万元, 同比增长 600%+, 切实增厚全年净利润, 主要来自以下几方面: 1) 收取土地收储补偿款和转让持有的南京消防器材和宁波大红鹰股权, 分别对归母净利润贡献 4300 万和 534 万元; 2) 银行理财收益 387 万元; 3) 政府补助 1677 万元; 4) 投资性房地产评估增值 4450 万元。17 年净利率达 18.2%, 扣非后净利率为 11.7%, 同比略有提升。
- **库存影响已消化到位, 高端醋项目投产倒逼营销改革, 期待公司向好发展。** 1、经过 1 年的调整, 提价备货导致的渠道库存影响已基本消化到位, 公司出货节奏恢复正常水平。2、10 万吨的高端醋项目已于 17 年下半年开始投产, 新产能的释放将倒逼公司在营销上做出调整, 18 年公司对营销人员薪酬进行调整, 加薪极大激发销售积极性, 今年 Q1 市场反馈明显, 考虑到春节错峰影响, Q1 开门红可期。3、国企体制的缺乏灵活性一直是公司短板, 期待体制改革释放红利, 进一步提升公司的生产经营效率。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年收入复合增速为 12.4%, 归母净利润复合增速为 7%, EPS 分别为 0.42、0.50、0.57 元, 对应动态 PE 为 26、22、19 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 销售或不及预期; 食品安全风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1541.58	1742.02	1955.12	2186.35
增长率	6.52%	13.00%	12.23%	11.83%
归属母公司净利润 (百万元)	280.90	251.33	301.75	344.83
增长率	64.84%	-10.53%	20.06%	14.28%
每股收益 EPS (元)	0.47	0.42	0.50	0.57
净资产收益率 ROE	14.92%	12.26%	13.26%	13.63%
PE	23	26	22	19
PB	3.46	3.18	2.86	2.57

数据来源: Wind, 西南证券

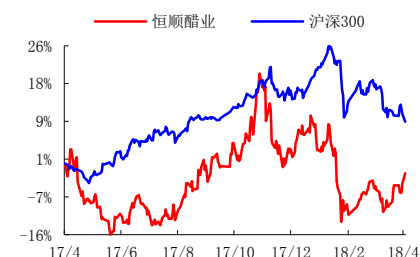
西南证券研究发展中心

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

分析师: 李光歌
 执业证号: S1250517080001
 电话: 021-58351839
 邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
 电话: 0755-23614240
 邮箱: zjfei@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)	9.42-13.25
总市值(亿元)	64.91
总资产(亿元)	24.97
每股净资产(元)	2.76

相关研究

1. 恒顺醋业 (600305): 库存影响消尽, 三季度酱醋主业重回两位数 (2017-10-28)
2. 恒顺醋业 (600305): Q2 收入增长提速, 盈利能力持续改善 (2017-08-21)
3. 恒顺醋业 (600305): 基本面逐步向好, 业绩加速腾飞尚待时日 (2017-08-01)
4. 恒顺醋业 (600305): 聚焦酱醋主业发展迅速, 期待机制改革释放活力 (2017-04-18)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1541.58	1742.02	1955.12	2186.35	净利润	280.07	250.59	300.86	343.82
营业成本	916.33	1009.66	1113.29	1242.78	折旧与摊销	85.68	52.79	55.92	58.81
营业税金及附加	26.16	30.31	34.02	38.04	财务费用	8.45	6.97	7.43	8.31
销售费用	233.70	252.59	277.63	306.09	资产减值损失	3.90	1.00	1.00	1.00
管理费用	147.81	165.49	185.74	203.33	经营营运资本变动	-293.55	-61.06	-46.01	-46.40
财务费用	8.45	6.97	7.43	8.31	其他	226.37	-21.00	-21.00	-21.00
资产减值损失	3.90	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	310.92	229.29	298.21	344.54
投资收益	11.22	10.00	10.00	10.00	资本支出	-52.43	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	44.51	10.00	10.00	10.00	其他	-238.47	3.41	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-290.90	-46.59	-40.00	-40.00
营业利润	329.49	295.99	356.02	406.80	短期借款	23.00	-51.73	-32.27	0.00
其他非经营损益	3.01	4.80	5.13	5.14	长期借款	27.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	332.51	300.79	361.15	411.94	股权融资	-0.98	0.00	0.00	0.00
所得税	52.43	50.20	60.29	68.12	支付股利	0.00	-84.27	-75.40	-90.52
净利润	280.07	250.59	300.86	343.82	其他	-83.35	-8.43	-2.43	-3.31
少数股东损益	-0.82	-0.74	-0.89	-1.01	筹资活动现金流净额	-33.61	-144.43	-110.10	-93.83
归属母公司股东净利润	280.90	251.33	301.75	344.83	现金流量净额	-13.58	38.27	148.11	210.70
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	135.93	174.20	322.31	533.01	成长能力				
应收和预付款项	161.77	174.41	195.73	220.70	销售收入增长率	6.52%	13.00%	12.23%	11.83%
存货	305.07	353.38	378.52	410.12	营业利润增长率	74.92%	-10.17%	20.28%	14.26%
其他流动资产	388.23	438.71	492.38	550.61	净利润增长率	66.45%	-10.53%	20.06%	14.28%
长期股权投资	48.86	48.86	48.86	48.86	EBITDA 增长率	58.79%	-16.02%	17.88%	13.01%
投资性房地产	343.41	360.00	370.00	380.00	获利能力				
固定资产和在建工程	994.97	994.76	991.42	985.19	毛利率	40.56%	42.04%	43.06%	43.16%
无形资产和开发支出	95.68	93.18	90.67	88.16	三费率	25.30%	24.40%	24.08%	23.68%
其他非流动资产	95.01	94.93	94.85	94.78	净利率	18.17%	14.39%	15.39%	15.73%
资产总计	2568.93	2732.43	2984.73	3311.43	ROE	14.92%	12.26%	13.26%	13.63%
短期借款	84.00	32.27	0.00	0.00	ROA	10.90%	9.17%	10.08%	10.38%
应付和预收款项	268.69	297.72	328.16	366.96	ROIC	20.30%	15.88%	18.30%	20.25%
长期借款	53.14	53.14	53.14	53.14	EBITDA/销售收入	27.48%	20.42%	21.45%	21.68%
其他负债	285.38	305.25	333.93	368.53	营运能力				
负债合计	691.21	688.39	715.23	788.63	总资产周转率	0.64	0.66	0.68	0.69
股本	602.74	602.74	602.74	602.74	固定资产周转率	1.74	1.88	2.09	2.34
资本公积	470.33	470.33	470.33	470.33	应收账款周转率	13.16	12.92	13.34	13.18
留存收益	727.08	894.14	1120.49	1374.80	存货周转率	2.73	3.07	3.04	3.15
归属母公司股东权益	1800.15	1967.21	2193.56	2447.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.82%	—	—	—
少数股东权益	77.57	76.83	75.94	74.93	资本结构				
股东权益合计	1877.72	2044.04	2269.50	2522.80	资产负债率	26.91%	25.19%	23.96%	23.82%
负债和股东权益合计	2568.93	2732.43	2984.73	3311.43	带息债务/总负债	19.84%	12.41%	7.43%	6.74%
					流动比率	1.74	2.03	2.38	2.63
					速动比率	1.21	1.40	1.73	2.00
					股利支付率	0.00%	33.53%	24.99%	26.25%
					每股指标				
					每股收益	0.47	0.42	0.50	0.57
					每股净资产	3.12	3.39	3.77	4.19
					每股经营现金	0.52	0.38	0.49	0.57
					每股股利	0.00	0.14	0.13	0.15
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	423.62	355.76	419.37	473.92					
PE	23.11	25.83	21.51	18.83					
PB	3.46	3.18	2.86	2.57					
PS	4.21	3.73	3.32	2.97					
EV/EBITDA	12.69	14.70	11.97	10.08					
股息率	0.00%	1.30%	1.16%	1.39%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn