

中航证券金融研究所

分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

研究助理：刘庆东

证券执业证书号：S0640117120027

电话：010-64818395

邮箱：penghl@avicsec.com

恒顺醋业（600305）年报点评：

17 年业绩平稳，行业增长和整合下未来光明

行业分类：食品饮料

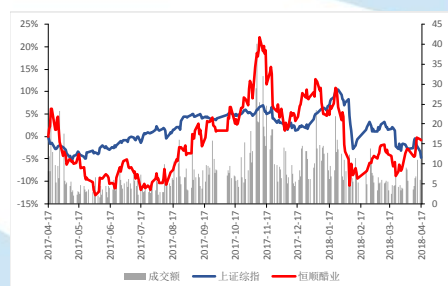
2018 年 4 月 17 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	13.5
当前股价（18.4.17）	10.75

基础数据

上证指数	3066.80
深证综指	1784.56
总股本（亿）	6.03
流通 A 股（亿）	6.03
流通 A 股市值（亿）	64.79
每股净资产（元）	2.99
ROE	15.60%
资产负债率	26.91%
动态市盈率	23.07
市净率	3.60

近一年公司与指数走势对比



资料来源：wind

2017 年年度报告：

- 报告期内，公司实现合并报表收入15.42亿元，同比增长6.52%。其中，酱醋调味品实现收入13.84亿元，毛利率为41.51%。归属于上市公司股东的净利润2.81亿元，同比增长64.84%；扣除非经常性损益后的净利润为1.81亿元，同比增长15.69%。
- 17年进一步聚焦主业，业绩表现平稳。17年公司归母净利润同比大幅上升64.84%，主要系报告期公司延续自14年以来的聚焦主业战略，对与主业不相关的土地使用权进行处理，土地收储补偿对利润的增厚达0.52亿元。扣非后净利润1.81亿元，同比增长15.69%。17年公司酱醋调味品实现营收13.84亿元，增长率6.47%，相比16年的14.20%有所下降，同时本报告期公司醋类产品毛利率42.01%，同比降0.13%，料酒毛利率39.5%，同比降3%，主要系行业发展趋缓和竞争加剧带来的不利影响。未来，随着公司积极采取应对措施，继续推进生产经营和五大转型升级，结合消费升级的趋势，公司营收增速有望回升。同时，随着需求回升下销量增加带来的固定成本进一步摊薄和毛利高的高端产品营收占比的提升，公司醋类产品毛利率大概率迎来回升。另外，料酒在库存大幅减少的情况下毛利下降，可能与公司的料酒产品战略有关。
- 17年渠道建设、品牌建设效果显现。三年来，公司一方面加大市场渠道建设，另一方面不断加强品牌建设。渠道方面，目前，公司营销中心下设的30个办事处布局全国，拥有覆盖各地区的经销网点60万个，同时打造天猫旗舰店拓展线上业务。17年公司华中大区和华南大区营收分别增长8.25%、10.02%，快于传统销售地区华东地区的6.44%，显示了公司渠道建设的积极效果。品牌方面，17年高端醋销售额2.1亿元，约占醋类销售额的21.26%，相比2016年的14.3%进一步提升。未来，随着毛利率高达50%的高端醋在公司醋类产品营收中占比不断提高，公司业绩有望迎来持续提升。
- 食醋龙头，前景光明。由于各地口味差异和调味品工业起步时间晚，目前我国食醋行业的行业集中度很低，呈现出企业数量多、规模小的特点。据中国产业信息网的《2016-2022年中国食醋市场运营态势及行业前景预测报告》，我国食醋行业的CR5不足15%，而日本和德国的食醋行业CR5基本在60%-80%之间。同时，我国人均醋消费仅2.3公斤左右，与我国饮食相近的日本则达到7.9公斤。作为食醋行业的绝对龙头，公司有望在未来享受到行业整体发展和行业整合的双重红利，业绩迎来大幅上升。
- 风险因素：餐饮业景气度下滑，高端食醋销量不及预期，食品安全风险。
- 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.45 元、0.52 元和 0.6 元，对应动态市盈率分别为 24.12 倍、20.88 倍和 18.23 倍，考虑到公司是国内食醋行业绝对龙头和良好的成长前景，18 年给予 30 倍动态市盈率目标价，对应 13.5 元，给予买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

图表一：盈利预测表（单位：百万元）

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1541.58	1741.99	1918.41	2107.97	净利润	280.07	271.10	313.09	358.62
营业成本	916.33	984.22	1083.90	1191.00	折旧与摊销	85.68	73.63	73.99	74.47
营业税金及附加	26.16	29.56	32.55	35.77	财务费用	8.45	0.77	0.85	0.94
销售费用	233.70	264.09	281.24	298.49	资产减值损失	3.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	147.81	167.02	174.38	181.07	经营营运资本变动	-293.55	-38.33	-44.65	-47.05
财务费用	8.45	0.77	0.85	0.94	其他	226.37	-18.00	-18.00	-18.00
资产减值损失	3.90	0.00	0.00	0.00	经营性现金流净额	310.92	289.17	325.29	368.98
投资收益	11.22	9.00	9.00	9.00	资本支出	53.45	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	44.51	9.00	9.00	9.00	其他	-344.35	20.82	41.43	42.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-290.90	-29.18	-8.57	-7.40
营业利润	329.49	314.33	363.48	418.70	短期借款	23.00	-54.99	-29.01	0.00
其他非经营损益	3.01	7.53	8.22	7.06	长期借款	27.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	332.51	321.85	371.71	425.76	股权融资	-0.98	0.00	0.00	0.00
所得税	52.43	50.75	58.61	67.14	支付股利	-51.23	-84.45	-81.74	-94.41
净利润	280.07	271.10	313.09	358.62	其他	-32.11	4.83	7.95	8.04
少数股东损益	-0.82	-0.80	-0.92	-1.06	筹资性现金流净额	-33.61	-134.62	-102.80	-86.36
归属母公司股东净利润	280.90	271.90	314.01	359.68	现金流量净额	-13.58	125.37	213.92	275.21
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	135.93	261.30	475.22	750.43	成长能力				
应收和预付款项	161.77	182.02	200.46	220.26	销售收入增长率	6.52%	13.00%	10.13%	9.88%
存货	305.07	327.68	360.86	396.52	营业利润增长率	74.92%	-4.60%	15.64%	15.19%
其他流动资产	388.23	438.70	483.13	530.87	净利润增长率	66.45%	-3.20%	15.49%	14.54%
长期股权投资	48.86	48.86	48.86	48.86	EBITDA 增长率	58.79%	-8.24%	12.76%	12.72%
投资性房地产	343.41	343.41	343.41	343.41	获利能力				
固定资产和在建工程	994.97	975.07	954.80	934.06	毛利率	40.56%	43.50%	43.50%	43.50%
无形资产和开发支出	95.68	92.21	88.74	85.27	三费率	25.30%	24.79%	23.79%	22.79%
其他非流动资产	95.01	91.93	68.25	43.40	净利率	18.17%	15.56%	16.32%	17.01%
资产总计	2568.93	2761.18	3023.72	3353.07	ROE	14.92%	13.13%	13.64%	14.01%
短期借款	84.00	29.01	0.00	0.00	ROA	10.90%	9.82%	10.35%	10.70%
应付和预收款项	268.69	293.19	322.88	354.79	ROIC	19.28%	16.10%	18.19%	20.45%
长期借款	53.14	53.14	53.14	53.14	EBITDA/销售收入	27.48%	22.32%	22.85%	23.44%
其他负债	285.38	321.47	351.98	385.22	营运能力				
负债合计	691.21	696.81	728.01	793.14	总资产周转率	0.64	0.65	0.66	0.66
股本	602.74	602.74	602.74	602.74	固定资产周转率	1.74	1.96	2.32	2.76
资本公积	470.33	470.33	470.33	470.33	应收账款周转率	13.16	12.33	12.18	12.17
留存收益	727.08	914.53	1146.80	1412.07	存货周转率	2.73	3.11	3.15	3.15
归属母公司股东权益	1800.15	1987.60	2219.87	2485.14	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	76.77	75.85	74.79	资本结构				
股东权益合计	1877.72	2064.37	2295.71	2559.93	资产负债率	26.91%	25.24%	24.08%	23.65%
负债和股东权益合计	2568.93	2761.18	3023.72	3353.07	带息债务/总负债	19.84%	11.79%	7.30%	6.70%
					流动比率	1.74	2.13	2.58	2.94
					速动比率	1.21	1.56	1.96	2.32
					股利支付率	18.24%	31.06%	26.03%	26.25%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	423.62	388.73	438.33	494.11	每股收益	0.47	0.45	0.52	0.60
PE	23.35	24.12	20.88	18.23	每股净资产	3.12	3.42	3.81	4.25
PB	3.49	3.18	2.86	2.56	每股经营现金	0.516	0.480	0.540	0.612
PS	4.25	3.76	3.42	3.11	每股股利	0.085	0.140	0.136	0.157
EV/EBITDA	12.844	13.535	11.505	9.699					
股息率	0.008	0.013	0.012	0.014					

资料来源：wind、中航证券金融研究所

资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所食品饮料行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。