

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）半年报点评： 业绩持续向好，未来成长空间大

行业分类：食品饮料

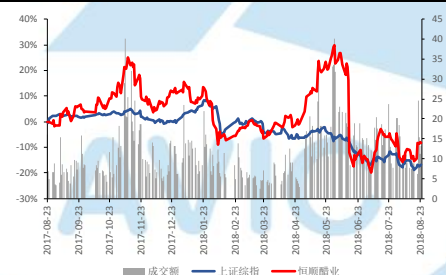
2018 年 8 月 24 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	10.8
当前股价（18.8.24）	9.71

基础数据

上证指数	2729.43
深证综指	1460.33
总股本（亿）	7.84
流通 A 股（亿）	7.84
流通 A 股市值（亿）	76.08
每股净资产（元）	2.35
ROE	6.70%
资产负债率	28.14%
动态市盈率	24.53
市净率	4.14

近一年公司与指数走势对比



资料来源：wind, 中航证券金融研究所

2018 年半年度报告：

- 18年上半年，公司实现收入 8.05 亿元，同比增长 9.71%；其中，酱醋调味品实现收入 7.41 亿元，同比增长 10.99%。酱醋调味品毛利率 42.58%，比上年同期增加 0.78 个百分点。
- 醋类稳，料酒快，各地区均实现增长。分产品看，公司醋产品上半年实现营收5.71 亿元，同比增9.15%，料酒实现营收8757万元，同比增30.05%，料酒产品的增速快于传统的醋类产品。毛利率上，公司18年上半年醋类毛利率44.41%，比上年同期提高 2.92%。17年公司高端醋销售额2.1亿元，占醋类销售额的21.26%，18H1高端醋销售额1.1亿元，约占18H1醋类销售额的19.28%，预计随着下半年销售旺季的到来，公司高端醋销售占比进一步提升，公司醋类毛利率还会进一步提升。18H1料酒毛利率为 31.02%，比上年同期减少7.45%，主要因为公司目前在料酒方面是以提升市占率为战略核心，对收入端更看重。分地区看，公司18年上半年在各地区营收均有所增长，其中华南大区、西部大区和华北大区营收增长达到两位数，分别增长15.56%、14.13%和18.38%，而华东大区和华中大区营收分别增长8.66%和8.92%。从公司在各地区产品销售的毛利率来看，占主营业务收入比例达到50%以上的大本营华东地区最高，达到46.44%，而华南、华中、西部和华北地区毛利率均徘徊在40%附近或低于40%。我们认为公司在非华东区域维持低毛利主要还是为了拓展市场，从18年上半年其他区域高于华东地区的营收增速可以看出公司的战略还起到了一定的效果，尤其是非镇江香醋的传统消费地区的华北地区，营收增速高达18.38%，表现亮眼。
- 盈利能力和对上下游议价能力增强，营收质量高。公司18H1实现扣非归母净利1.02 亿元，同比增22.01%，快于上年同期15.22%的增速和本期总体营收9.71%的增速，表明了公司盈利能力的增强。另一方面，公司18H1经营活动产生的现金流净额达到2.08 亿元，同比增30.12%，快于上年同期6.08%的增速和本期净利润29.21%的增速，表明了公司对上下游议价能力的增强。另一方面，公司18H1销售商品、提供劳务收到的现金9.6亿元，高于公司营业收入的8.05亿元，表明了公司营收质量较高。
- 行业整合，市场开拓，公司未来成长空间大。公司的镇江香醋是中国四大名醋之一，具有较高的品牌价值和历史内涵。根据2016年数据，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，公司作为行业龙头，随着行业的进一步整合以及公司对目前占比相对不高的餐饮行业市场的开拓，未来有望进一步打开成长空间。
- 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 0.36 元、0.39 元和 0.42 元，对应动态市盈率分别为 26.97 倍、24.90 倍和 23.12 倍，18 年给予 30 倍市盈率目标价，对应 10.8 元，继续给予买入评级。

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	276.29	304.01	330.00
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	243.88	268.58	295.12	资产减值损失	3.90	-1.40	-1.40	-1.40
管理费用	147.81	174.20	191.84	210.80	经营营运资本变动	-340.90	309.76	-14.19	-14.32
财务费用	8.45	0.77	0.85	0.94	其他	273.71	-7.60	-7.60	-7.60
资产减值损失	3.90	-1.40	-1.40	-1.40	经营性现金流净额	310.92	651.45	355.67	382.09
投资收益	11.22	8.00	8.00	8.00	资本支出	53.45	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	44.51	1.00	1.00	1.00	其他	-344.35	11.82	32.43	33.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-290.90	-38.18	-17.57	-16.40
营业利润	329.49	319.76	351.09	384.75	短期借款	23.00	-84.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.01	8.26	9.83	7.03	长期借款	27.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	332.51	328.02	360.92	391.78	股权融资	-0.98	180.82	0.00	0.00
所得税	52.43	51.72	56.91	61.78	支付股利	-51.23	-84.45	-83.74	-92.12
净利润	280.07	276.29	304.01	330.00	其他	-32.11	4.83	7.95	8.04
少数股东损益	-0.82	-2.24	-2.41	-2.09	筹资性现金流净额	-33.61	17.20	-75.79	-84.08
归属母公司股东净利润	280.90	278.53	306.42	332.09	现金流量净额	-13.58	630.47	262.30	281.61
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	766.40	1028.70	1310.31	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	331.18	369.52	410.71	营业利润增长率	74.92%	-2.96%	9.80%	9.59%
其他流动资产	388.23	87.10	95.92	105.40	净利润增长率	66.45%	-1.35%	10.03%	8.55%
长期股权投资	48.86	48.86	48.86	48.86	EBITDA 增长率	58.79%	-6.96%	8.06%	8.03%
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%	24.04%	24.04%	24.04%
其他非流动资产	95.01	91.93	68.25	43.40	净利率	18.17%	15.86%	15.85%	15.66%
资产总计	2568.93	2918.18	3198.65	3501.67	ROE	14.92%	12.28%	12.30%	12.18%
短期借款	84.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.90%	9.47%	9.50%	9.42%
应付和预收款项	268.69	293.19	322.88	354.79	ROIC	19.28%	18.31%	22.39%	24.37%
长期借款	53.14	53.14	53.14	53.14	EBITDA/销售收入	27.48%	22.63%	22.20%	21.83%
其他负债	285.38	321.47	351.98	385.22	营运能力				
负债合计	691.21	667.80	728.01	793.14	总资产周转率	0.64	0.63	0.63	0.63
股本	602.74	783.56	783.56	783.56	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	921.16	1143.84	1383.81	存货周转率	2.55	2.69	2.73	2.72
归属母公司股东权益	1800.15	2175.05	2397.73	2637.70	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	75.33	72.91	70.83	资本结构				
股东权益合计	1877.72	2250.38	2470.65	2708.53	资产负债率	26.91%	22.88%	22.76%	22.65%
负债和股东权益合计	2568.93	2918.18	3198.65	3501.67	带息债务/总负债	19.84%	7.96%	7.30%	6.70%
					流动比率	1.74	2.54	2.87	3.17
					速动比率	1.21	1.93	2.25	2.53
					股利支付率	18.24%	30.32%	27.33%	27.74%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	423.62	394.16	425.93	460.16	每股收益	0.47	0.36	0.39	0.42
PE	20.84	27.32	24.83	22.91	每股净资产	3.12	2.87	3.15	3.46
PB	3.12	3.38	3.08	2.81	每股经营现金	0.516	0.831	0.454	0.488
PS	3.80	4.37	3.97	3.61	每股股利	0.085	0.108	0.107	0.118
EV/EBITDA	11.179	14.659	13.007	11.481					
股息率	0.009	0.011	0.011	0.012					

资料来源：wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

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。