

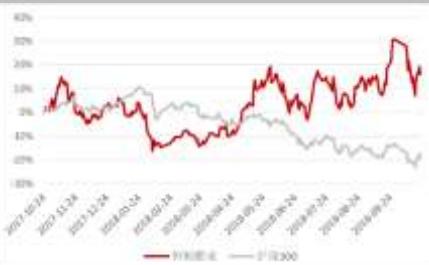
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价（元）	10.16
52周最高（元）	11.76
52周最低（元）	7.31
总市值（亿元）	79.65
流通市值（亿元）	79.65
总股本（亿股）	7.84
流通股本（亿股）	7.84

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏

SAC执业证书编号:S1340511010001

Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺

SAC执业证书编号: S1340118070002

Email: gaohe@postoa.com.cn

电话: 010-67017788-9510

相关研究报告

恒顺醋业 (600305.SH):

三季度营收增长提速，期间费用率改善

事件：

公司公告第三季度报告。前三季度实现营收12.36亿元，同比增长10.9%；归母净利润2.18亿元，同比增长51.0%；扣非后归母净利润1.59亿元，同比增长22.7%。Q3单季度实现营收4.31亿元，同比增长12.8%；归母净利润0.95亿元，同比增长86.3%；扣非后归母净利润0.57亿元，同比增长23.9%。

点评：

● 营收增长提速，华南、华北等地销售向好

从三季度的财务数据上看，公司经营状况较好。2018年三季度，公司营收增速创二年来最高，同比提升7.59个百分点，环比提升1.74个百分点。

公司经营香醋、白醋、料酒、酱油等调味品，主要产品镇江香醋是中国四大名醋之一，公司实际控制人为镇江市国资委。醋、料酒的市场集中度不如酱油、鸡精等，品牌较多，恒顺醋业作为行业内知名品牌，若未来市场集中度提升，公司将受益。

分地区来看，公司营业收入超一半来自于江苏、上海等华东地区，华南、华北营收占比虽然不高，但增速超过整体水平。公司产品在主销地华东地区外正逐步受到消费者认可

● 期间费用率降低，非经常性损益增厚本期利润

今年三季度，公司毛利率较去年同期持平，环比下降了2.73个百分点，处于正常水平。三季度期间费用率22.59%，同比下降了2.4个百分点，主要为销售费用、管理费用增长慢于营业收入增长，体现了公司的规模效应。

三季度，公司资产处置收益1078万元，其他收益（政府补助）578万元，营业外科目2711万元，合计4367万元，比同期增加了4366万元。本期净利润中资产处置收益等非经常性损益科目占比较高，故利润增速大幅高于收入增速。

### ● 盈利预测与投资评级

公司经营的产品为老字号镇江香醋，产品销售稳定，随着销售规模扩大，公司规模效应显现。目前醋调味品市场集中度较低，公司存在较大成长空间。我们预计公司 2018–2020 年 EPS 分别为 0.35 元、0.40 元和 0.45 元，对应的动态市盈率分别为 28.44 倍、25.06 倍和 22.35 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

### ● 风险提示

食品安全问题；原材料价格上涨。

#### 盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	1542	1713	1889	2061
增长率	6.52%	11.09%	10.32%	9.11%
归母净利润（百万）	281	276	313	351
增长率	64.84%	-1.81%	13.55%	12.07%
EPS（元）	0.36	0.35	0.40	0.45
PE	27.92	28.44	25.04	22.34

数据来源：恒顺醋业公告、中邮证券研发部

### 财务预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	136	158	153	145	营业总收入	1542	1713	1889	2061
应收账款及预付款	147	163	180	196	营业总成本	1336	1448	1589	1723
存货	305	339	374	408	营业成本	916	1003	1105	1204
其他流动资产	403	544	544	544	税金及附加	26	27	30	33
金融资产	32	32	32	32	销售费用	234	249	271	291
长期应收款	0	0	0	0	管理费用	148	161	174	186
长期股权投资	49	48	48	48	财务费用	8	8	9	9
固定资产、无形资产	1113	1100	1089	1083	资产减值损失	4	-1	0	0
其他非流动资产	384	382	632	912	其他经营收益	124	52	60	57
<b>资产合计</b>	<b>2569</b>	<b>2765</b>	<b>3052</b>	<b>3368</b>	投资净收益	11	14	28	21
短期借款	84	123	123	123	其他收益	17	27	32	36
应付票据及应付账款	168	186	206	224	<b>营业利润</b>	<b>329</b>	<b>292</b>	<b>332</b>	<b>374</b>
预收款项及合同负债	43	48	52	57	加：营业外收	8	38	42	46
其他应付款	179	127	126	127	减：营业外支	5	5	5	6
一年内到期债务及其他流动负债	95	82	82	82	<b>利润总额</b>	<b>333</b>	<b>325</b>	<b>369</b>	<b>415</b>
金融负债	0	0	0	0	减：所得税	52	49	55	62
长期借款和应付债券	53	48	48	48	<b>净利润</b>	<b>280</b>	<b>277</b>	<b>314</b>	<b>353</b>
其他长期负债	69	52	52	52	减：少数股东	-1	1	1	2
<b>负债合计</b>	<b>691</b>	<b>666</b>	<b>689</b>	<b>714</b>	<b>归母净利润</b>	<b>281</b>	<b>276</b>	<b>313</b>	<b>351</b>
股本	603	784	784	784					
资本公积	470	290	290	290					
留存收益	727	948	1209	1500					
归属于母公司所有者权益	1800	2021	2283	2573					
少数股东权益	78	79	80	82					
<b>权益合计</b>	<b>1878</b>	<b>2099</b>	<b>2362</b>	<b>2655</b>					
<b>负债权益合计</b>	<b>2569</b>	<b>2765</b>	<b>3052</b>	<b>3368</b>					
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E					
净利润	280	277	314	353					
资产减值、折旧、摊销	77	86	86	85					
资产处置损失、投资损失、利息支	-99	-15	-18	-11					
存货、经营性项目净减少	52	-27	-28	-27					
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>310</b>	<b>321</b>	<b>355</b>	<b>401</b>					
固定资产、无形资产净投资	-38	73	76	79					
投资净支出	336	127	250	280					
投资收益收到的现金	7	14	28	21					
其他投资现金净流入	0	-69	0	0					
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>-291</b>	<b>-255</b>	<b>-298</b>	<b>-338</b>					
分配股利、偿还利息支出	60	65	63	70	EPS	0.36	0.35	0.40	0.45
其他净流入	27	21	0	0	每股经营性现金流	0.51	0.41	0.45	0.51
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>-34</b>	<b>-43</b>	<b>-63</b>	<b>-70</b>	每股净资产	2.99	2.58	2.91	3.28
<b>现金净增加额</b>	<b>-14</b>	<b>22</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	PE	27.92	28.44	25.04	22.34
					PB	4.36	3.88	3.44	3.05

数据来源：wind、恒顺醋业公告、中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；  
中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；  
中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；  
中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。