



主营稳增，地产放量，恒顺醋王持续聚变显成效

2018年10月23日

强烈推荐/维持

恒顺醋业

财报点评

——恒顺醋业（600305）三季度财报点评

刘畅	首席分析师	执业证书编号：
	Tel: 010-66554017 Email: liuchang@dxzq.net.cn	S1480517120001
娄倩	研究助理	
	Tel:010-66554008 Email: louqian@dxzq.net.cn	

事件：

恒顺醋业发布第三季度财务报告：2018Q3 实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 12.98%，归母公司净利润 9518.57 万元，同比增长 86.69%。前三季度总营业收入 12.36 亿元，同比增长 10.83%，归母公司净利润 2.18 亿元，同比增长 50.69%，符合预期。

公司分季度财务指标

指标	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
营业收入（百万元）	369.35	364.21	381.67	426.36	399.66	405.14	431.22
增长率（%）	2.85%	8.69%	5.39%	9.06%	8.21%	11.24%	12.98%
毛利率（%）	41.02%	41.73%	40.59%	39.13%	40.24%	43.44%	40.71%
期间费用率（%）	26.25%	25.50%	25.34%	25.30%	23.61%	24.97%	21.46%
营业利润率（%）	11.33%	24.48%	26.64%	74.51%	44.36%	42.30%	46.86%
净利润（百万元）	46.65	48.99	50.39	135.04	58.86	63.43	108.11
增长率（%）	26.03%	24.73%	24.53%	66.45%	28.92%	29.21%	58.86%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.16	0.24	0.47	0.10	0.16	0.28
资产负债率（%）	26.99%	28.90%	30.06%	26.91%	26.74%	28.14%	25.27%
净资产收益率（%）	2.80%	3.05%	3.11%	7.85%	3.24%	3.45%	5.05%
总资产收益率（%）	1.99%	2.08%	2.06%	5.33%	2.26%	2.39%	4.02%

东兴观点：

- **主营调味品稳步上升，房地产等非主营业务放量。**公司前三季度营收实现 12.36 亿，同比增长 10.83%，归母净利 2.18 亿，同比增长 50.59%，扣非后的归母净利 1.59 亿，同比增长 22.67%。调味品主营稳步增长，房地产尾盘 2018Q3 释放 1000 多万，加之合并子公司的数据，公司非经常性损益金额绝对值达到了近十年最高水平。调味品主营分地区来看，华东仍为主力区域，餐饮端已贡献 2 亿收入，达到 15% 的增速水平，进入了海底捞醋类供应商名单，江西增速达 20%，四川陕西等区域增速达 12% 以上；分产品来看，9°米醋、6°米醋、葱姜料酒仍为主力产品，高端产品贡献 2 亿营收，非醋及料酒类产品贡献 1.4 亿营收。四季度为销售旺季，公司主营持续聚焦放量，2018 全年营收 17.42 亿元

可实现。

- **毛利率费用率环比下滑, 母公司应收账款下降。2018Q3 公司销售毛利率 40.71%, 环比下降 2.73pct, 费用率 21.46%, 环比下降 3.51pct。** 销售毛利率下降的原因主要是由于占原材料 1/3 的包材成本上涨及公司料酒开拓市场毛利率低所致。费用率的下滑主要是由于公司治理提升所致, 引进大量核心人才进行市场化激励, 提高人才效率, 虽仍处于大力开拓市场期, 费用绝对值上升, 但占比下降。另一方面, 公司对下游客户把控逐渐加强, 截止到 2018Q3, 应收账款绝对值比年初少约 2000 万。这都说明市场关注的公司治理层面在逐渐好转, 这也持续印证了我们之前深度报告的观点。
- **公司业务持续聚焦, 长期业绩保持稳步增长。** 恒顺位居醋企龙头, 重整旗鼓, 不断聚变, 我们长期好, 主要基于四个方面:
 - (1) **食醋行业市场空间不断扩容, 处于品牌化初期, 提价空间大。** 2017 年中国食醋消费量较 2010 年增长 21.1%, 我国人均食醋消费额还有 3 倍以上提升空间。未来食醋区域性特征减弱, 品牌化力量加强, 目前市场醋价低于酱油, 而成熟日本市场的醋价高于酱油, 具有很大提价空间;
 - (2) **产品是恒顺金字招牌, 品质过硬、品类健全。** 工业机械+传统工艺+全程质量把控抓品质塑品牌, 现“恒顺+北固山”双品牌运作。公司醋产品包括有香醋、白醋、黑醋、醋饮料、醋胶囊等, 全品类覆盖。原材料方面, 农户基地合作模式(镇江周边 3000 亩, 江苏省近万亩)减小糯米价格变动幅度; 生产力方面, 不断募资扩产, 目前 30 万吨食醋产能位居行业之首。
 - (3) **产品结构精简优化, 渠道加速扩张。** 恒顺持续进行产品升级, 精简产品, 往中高端方向发展。公司未来计划将 101 个 SKU 精简到 60-70 种, 培育核心大单品。恒顺国内的渠道策略是做深做细成熟市场, 做好成长市场, 推广开发市场。恒顺近 60%销售收入来源于华东地区, 江苏最大, 保守估计如果华东其他地区能做到江苏的 50%, 在销售收入上可以有近 30%的提升空间。
 - (4) **产业链不断完善, 持续聚集主业, 财务指标全面向好。** 2014 年管理层换届后剥离房地产, 聚焦调味品主业、加强研发投入、精简费用提高效率, 公司周转率与负债率持续向好, 扣非净利率持续提高。

盈利及风险预测:

食醋行业稳定增长, 公司作为行业优质龙头企业兼具成长性和业绩稳定性, 我们预计公司 2018 年-2020 年营收分别为 17.53 亿、20.03 亿和 23.12 亿, 同比增长 13.74%、14.25% 和 15.43%; 净利分别为 2.87 亿、3.32 亿和 3.88 亿, 同比增长 2.52%、15.75% 和 16.86%, 给予公司 35X 估值, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

市场拓展不达预期, 原材料成本上升, 食品安全等。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	634	991	1562	2271	2821	营业收入	1447	1542	1753	2003	2312			
货币资金	150	136	621	1264	1716	营业成本	850	916	1035	1180	1356			
应收账款	102	133	120	137	158	营业税金及附加	25	26	25	27	29			
其他应收款	16	15	17	19	22	营业费用	221	234	263	290	328			
预付款项	20	14	21	18	17	管理费用	155	148	158	174	194			
存货	310	305	383	420	479	财务费用	6	8	7	8	8			
其他流动资产	37	388	399	411	427	资产减值损失	1.08	3.90	1.08	1.08	1.08			
非流动资产合计	1630	1578	1476	1378	1279	公允价值变动收益	1.17	44.51	0.69	0.70	0.80			
长期股权投资	48	49	48	48	48	投资净收益	-0.89	11.22	110.00	110.00	110.00			
固定资产	854.45	920.14	819.68	718.01	615.74	营业利润	188	329	375	433	507			
无形资产	189	95	95	104	115	营业外收入	20.98	7.59	13.52	14.03	15.00			
其他非流动资产	52	10	43	48	53	营业外支出	2.75	4.58	5.26	4.19	4.00			
资产总计	2264	2569	3038	3649	4100	利润总额	207	333	383	443	518			
流动负债合计	524	569	628	730	861	所得税	38	52	96	111	129			
短期借款	61	84	107	84	92	净利润	168	280	287	332	388			
应付账款	157	168	194	242	279	少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-1			
预收款项	33	43	62	132	220	归属母公司净利润	170	281	289	334	390			
一年内到期的非流动	5	6	5	5	5	EBITDA	6564	8065	502	562	636			
非流动负债合计	84	123	116	353	355	EPS (元)	0.28	0.47	0.48	0.51	0.58			
长期借款	25	53	71	86	106	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
负债合计	608	691	745	1083	1216	成长能力								
少数股东权益	85	78	76	74	73	营业收入增长	10.87%	6.52%	13.74%	14.25%	15.43%			
实收资本(或股本)	603	603	784	784	784	营业利润增长	-32.32%	74.92%	13.69%	15.68%	16.98%			
资本公积	471	470	470	470	470	归属于母公司净利润	2.82%	15.62%	2.82%	15.62%	16.72%			
未分配利润	411	621	756	913	1097	获利能力								
归属母公司股东权益	1571	1800	2218	2492	2811	毛利率(%)	41.25%	40.56%	40.96%	41.09%	41.34%			
负债和所有者权益	2264	2569	3038	3649	4100	净利率(%)	11.63%	18.17%	16.38%	16.59%	16.80%			
现金流量表						总资产净利润(%)	7.53%	10.93%	9.51%	9.15%				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.84%	15.60%	13.02%	13.40%	13.86%			
经营活动现金流	314	311	300	337	371	偿债能力								
净利润	168	280	287	332	388	资产负债率(%)	27%	27%	25%	30%				
折旧摊销	119.00	120.00	121.00	121.16	121.76	流动比率								
财务费用	6	8	7	8	8	速动比率								
应付帐款的变化	0	0	0	0	0	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.64	0.63	0.60	0.60			
投资活动现金流	-223	-291	-300	-330	-310	应收账款周转率	15	13	14	16	16			
公允价值变动收益	1	45	1	1	1	应付账款周转率	9.13	9.49	9.69	9.17	8.87			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	-1	11	11	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.47	0.48	0.51	0.58			
筹资活动现金流	-188	-34	-52	-62	-162	每股净现金流(最新)	-0.16	-0.02	0.51	0.74	0.49			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.61	2.99	2.83	3.18	3.59			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	301	0	181	0	0	P/E	40.50	24.57	24.03	22.26	19.88			
资本公积增加	-301	-1	0	0	0	P/B	4.39	3.83	4.05	3.60	3.19			
现金净增加额	-97	-14	-52	-55	-101	EV/EBITDA	1.04	0.86	17.01	14.02	11.72			

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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，未来也将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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。