



东兴证券
DONGXING SECURITIES

品质取胜，醋业龙头业绩稳增长

——恒顺醋业（600305）调研简报

2019年01月29日

强烈推荐/维持

恒顺醋业

调研简报

报告摘要：

- **2018 业绩目标稳步完成，未来 3 年收入增速平均 10%，QFII 资金较为青睐。**公司 2018 年业绩目标（归母净利 3.34 亿元，同比 20%）顺利实现，保守估计未来 3 年收入增速保持在 10% 左右，扣费净利增速保持在 15% 左右。近两年公司接待 QFII 基金调研次数猛增，18 年一月以来 QFII 资金陆续进入，香港、台湾、美国投资者尤为多，公司受 QFII 资金青睐主要是因为食醋行业集中度提升、恒顺食醋酿造龙头地位、未来 3 年收入稳定增长、分红每年都有的逻辑叠加。
- **恒顺品质取胜，逐步聚焦，2019 完成全线产品提价。**2018 年调味品增速 10%-12%，其中料酒贡献近 2 亿，增速 25%，料酒毛利高、容易增量、且目前市场无垄断性品牌。作为百年老店，恒顺未来依然以产品品质为核心，主打中高端食醋，恒顺、北固山双品牌齐头并进，继续加大研发力度，研制核心菌种，打造工艺壁垒。2019 年初的提价经销商并没有囤货，其他品类下半年会陆续提价，全线品种 2019 年提价完成。SKU 逐步缩减，2019 年 A 类产品缩减到 15 个品种。
- **华东区域重点拓宽餐饮，华东之外流通渠道为主，加强消费者认知，实现品牌全国化。**目前公司 62% 的收入来自华东区域，其中上海 1 亿、苏州 1 亿、南京 3 亿，而北京和东北分别 3000 万。华东区域恒顺目前的品牌宣传到位，未来主要是靠消费升级&餐饮渠道占比增加，2018 年餐饮渠道收入近 2 亿，增速 15%，走性价比路线；华东之外还是增加传统渠道的销售品类，加强消费者认知。

盈利预测及投资评级。预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.51 元、0.62 元、0.74 元，2019 年给 25 倍 PE，对应目标价 15.5 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：上游原材料价格波动，下游需求不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,447.27	1,541.58	1,718.30	1,929.68	2,184.61
增长率（%）	10.87%	6.52%	11.46%	12.30%	13.21%
净利润（百万元）	168.26	280.07	399.35	483.50	581.73
增长率（%）	-29.18%	66.45%	42.59%	21.07%	20.32%
净资产收益率（%）	10.84%	15.60%	17.34%	17.91%	18.31%
每股收益（元）	0.28	0.47	0.51	0.62	0.74
PE	39.62	24.03	21.93	18.12	15.06
PB	4.30	3.75	3.80	3.25	2.76

资料来源：Wind 东兴证券研究所

分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：姜倩

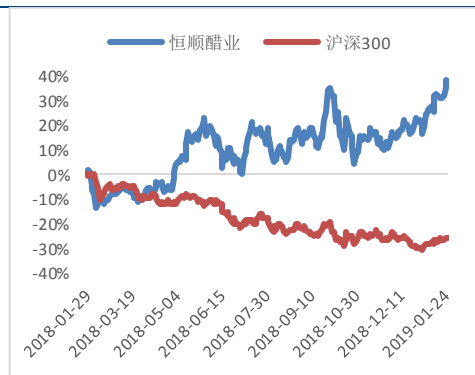
010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	8.25-14.10
总市值（亿元）	93.40
流通市值（亿元）	93.40
总股本/流通 A 股（万股）	78355/78355

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、恒顺醋业（600305）事件点评：战略提价更好聚焦产品，恒顺收入增速拐点临近
- 2、恒顺醋业（600305）业绩点评：三季度财报点评：主营稳增，地产放量，恒顺醋王持续聚变显成效
- 3、恒顺醋业（600305）深度研究：恒顺醋业重振旗鼓，老字号聚变下的新世界

目 录

1.国内醋业绝对龙头，业绩稳定备受海外资金青睐	3
1.1 公司业绩保持高速增长	3
1.2 业绩表现及分红稳定引 QFII 资金关注	3
2.食醋行业格局分散，品质打造龙头地位	4
2.1 食醋行业格局分散：地方醋业强势，酱油企业加入竞争	4
2.2 品质取胜，食品健康是未来关键	5
3.精简 SKU 提高经营效率，研发能力打造核心壁垒	5
3.1 精简 SKU，以醋为核心带动料酒等其他产品	5
3.2 工艺领先行业、研发投入从未减少	6
4.深耕华东重点开拓餐饮渠道，培养健康意识打造全国性品牌	7
4.1 培养消费者健康意识打造品牌全国化	7
4.2 深耕华东地区，积极开拓餐饮渠道	7
5.投资建议	8
6.风险提示	8

表格目录

表 1:四大名醋	4
表 2:主要食醋品牌及辐射地区	5
表 3:恒顺&北固山品牌 SKU 数量	6
表 4:公司盈利预测表	9

插图目录

图 1:2013-2017 年营业收入及增速（亿元）	3
图 2:2013-2017 年净利润及增速（亿元）	3
图 3:2017 年公司各项业务营收占比	3
图 4:2017 年公司各项业务毛利润占比	3
图 5:2013-2017 年现金分红总额及股利支付率	4
图 6:2017 年公司股份走势对比沪深 300 走势	4
图 7:恒顺醋业研发支出及增速	6
图 8:恒顺醋业&海天味业研发支出占比	6
图 9:主打食品健康的恒顺广告	7
图 10:恒顺高铁广告	7
图 11:恒顺醋业各地区收入占比	8
图 12:恒顺醋业各地区毛利占比	8

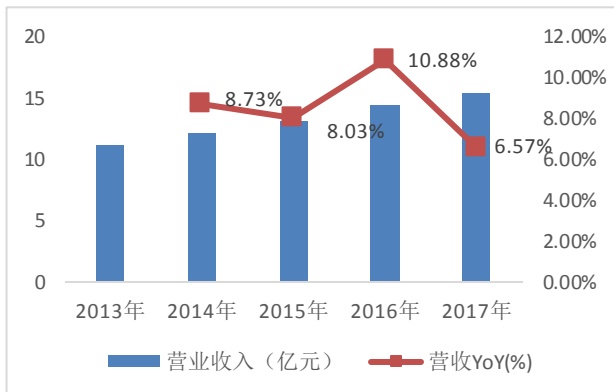
1. 国内醋业绝对龙头, 业绩稳定备受海外资金青睐

1.1 公司业绩保持高速增长

2013 年至 2017 年, 恒顺醋业营业收入复合增长率达 8.54%, 归母净利润复合增速高达 60.9%。公司 2018 年业绩增长平稳, 预计归母净利润同比增长 20% (至 3.34 亿元) 的目标可以顺利达成。目前公司保守计划未来三年收入增速保持在 10% 左右水平, 扣非净利润增速保持在 15% 左右。

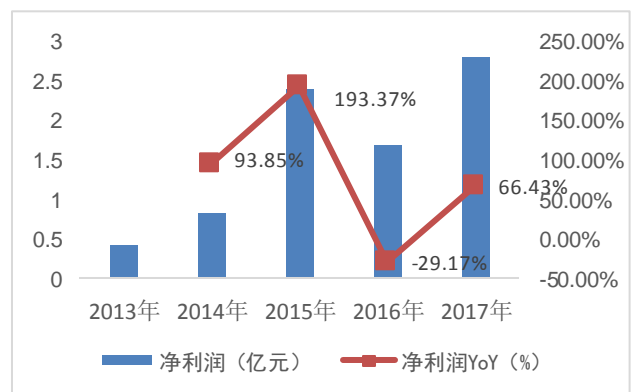
目前公司醋类产品收入占比达 67%, 贡献 10.33 亿元收入及 4.34 亿元毛利润, 毛利率达 42.01%。近年加大投资的料酒产品收入占比达 10%, 贡献 1.53 亿元收入及 0.6 亿元毛利润, 毛利率为 39.50%, 仅次于食醋产品。

图 1: 2013-2017 年营业收入及增速 (亿元)



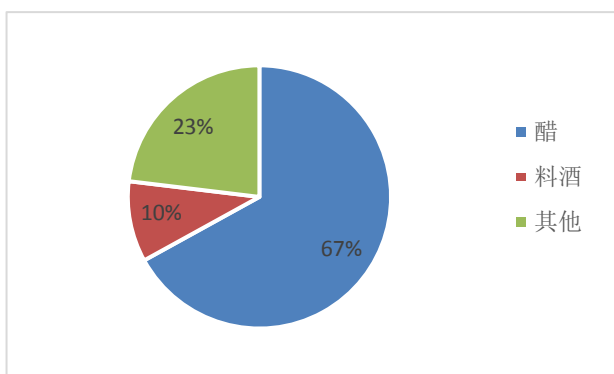
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 2013-2017 年净利润及增速 (亿元)



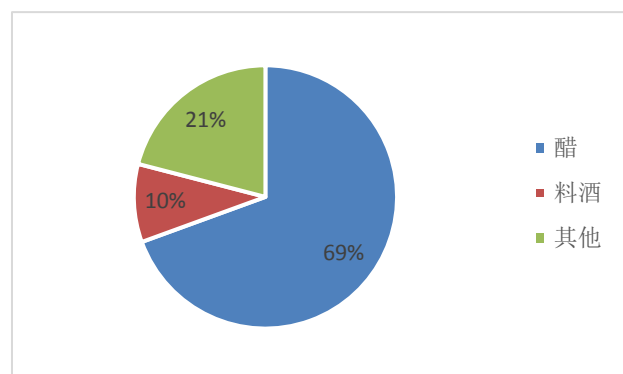
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 2017 年公司各项业务营收占比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 2017 年公司各项业务毛利润占比

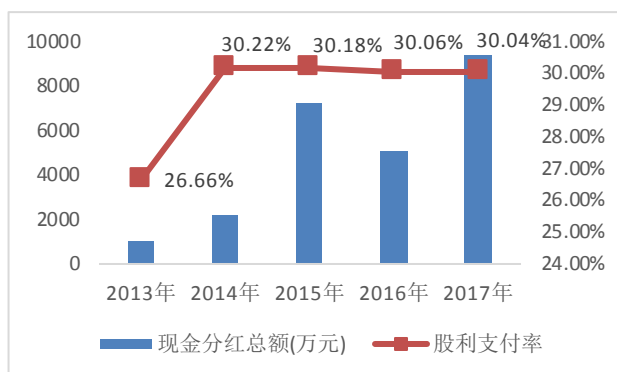


资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2 业绩表现及分红稳定引 QFII 资金关注

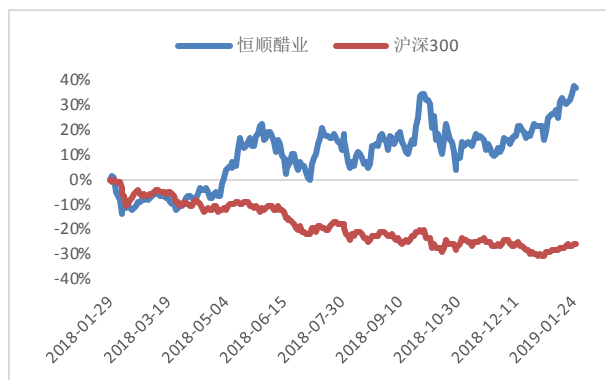
由于公司近年业绩良好, 分红稳定等因素, QFII 资金对公司关注度有所提高。公司 17 年起接待 QFII 基金调研次数猛增, 其中美、日、香港投资者居多。从 18 年一月起, QFII 资金逐渐流入, 推动股价达到近期高位, 同期表现大幅跑赢大市。

图 5：2013-2017 年现金分红总额及股利支付率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 6：2017 年公司股价走势对比沪深 300 走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 食醋行业格局分散，品质打造龙头地位

2.1 食醋行业格局分散：地方醋业强势，酱油企业加入竞争

由于一般的食醋酿造工艺相对简单，行业壁垒较低，目前我国食醋行业高度分散，地域性较强。我国目前四大名醋分别为镇江香醋、山西老陈醋、阆中保宁醋以及福建永春醋，四大名醋割据一方，在当地市场较为强势。同时，以海天为代表的调味品企业近年借助已有的品牌优势试水食醋市场，鉴于其已有的全国品牌知名度及其完善的渠道铺设，在未来一段时间里预计对现有的食醋企业造成冲击。

表 1：四大名醋

四大名醋	主要原料	特点	代表产品
山西老陈醋	优质高粱	色泽黑紫，液体清亮，酸香浓郁，食之绵柔，醇厚小涩。而且小发霉，冬小强冻，越放越香，久放不腐。	
镇江香醋	优质糯米	“酸而小涩，香而微甜、色浓味解”，具有“色、香、味、醇、浓”五大特点，以江南使用该醋为最多。	
保宁醋	麸皮、小麦、大米	色泽黑褐，酸味浓厚。	
永春老醋	优质糯米、红曲、芝麻	色泽棕黑，酸而小涩、酸中带甜，具有一种令人愉快的香气。这种醋特色在于加入了芝麻进行调味调香。	

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

表 2：主要食醋品牌及辐射地区

地区	主要食醋品牌	辐射地区
山西	水塔、东湖、紫林	北京、河北、山西、河南、山东、东三省、内蒙、湖北、湖南、安徽、山西、江苏等
北京	龙门	北京、天津、河北等
江苏	恒顺、苏美	上海、江苏、浙江、安徽等
四川	保宁	四川、云南、贵州、重庆等
福建	永春	福建、浙江、广东、广西等
山东	玉兔、巧媳妇	山东、河南、安徽、河北、江苏、山西、天津、北京、内蒙、东三省等
陕西	岐山天缘、秦嫂子、社金祥	陕西、河北、甘肃、山西等

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.2 品质取胜，食品健康是未来关键

从现阶段看，目前消费者对价格敏感度虽然有所降低，但是健康意识、品牌意识仍在成长阶段。公司预计未来短时间内，依靠营销打造品牌的企业会带来相对更快的增长，但从长期来看产品的品质才是消费者未来最为看重的东西。公司在加大品牌建设投资的同时，重点依然放在产品的研发提升上。

3. 精简 SKU 提高经营效率，研发能力打造核心壁垒

3.1 精简 SKU，以醋为核心带动料酒等其他产品

公司仍然以食醋产品为核心，主力发展恒顺与北固山这两个中高端食醋品牌。目前恒顺与北固山都有中高端食醋产品，未来发展来看，恒顺肯定是继续主打中高吨路线，北固山品牌定位未来如何仍未可知。过去公司的 SKU 一直高于行业平均水平，单醋类产品就有 101 个 SKU，15 年确立精简 SKU 打造大单品的经营方针后，A 类产品已 SKU 减至 15 种，未来会继续削减边际收益差的品种，把整体 SKU 精简到 60-70 种，着力培养大单品。

表 3：恒顺&北固山品牌 SKU 数量

品牌	分类	主要产品	SKU 数
恒顺	经典食醋	恒顺香醋、金优香醋、镇江香醋、恒顺陈醋、酿造白醋	28
	精酿食醋	宴会香醋、香醋王、镇江香醋、镇江陈醋	5
	臻品食醋	珍品醋、御宴醋、贡醋、年份醋、有机白醋、糯米香醋	10
	专用食醋	姜汁醋、饺子醋、凉拌醋、蟹醋	13
	风味食醋	蜂蜜醋、苹果醋、香妃醋、姜蒜香醋	5
	礼盒	六角宴会礼盒、国醋礼盒、合家欢礼盒	26
北固山	经典食醋	镇江香醋、陈醋、白醋	10

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司在继续发展食醋核心品牌外，还加码了料酒、白醋等产品。恒顺 10 亿元左右调味品的收入里，料酒贡献 2 个亿左右的收入，18 年增速在 25% 以上。公司发展料酒主要有两个原因，其一是料酒与食醋同渠道同工艺，公司能有效利用现有的资源，公司不需要投入太多额外的资源，二来是料酒所在的复合调味品品类目前并没有明显龙头，发展空间巨大，而且毛利率未来空间可能比食醋更高，销售量更容易扩张。因此除食醋收入外，料酒收入的贡献也在逐步提升。公司同时也积极开发白醋新产品，看好白醋及白醋衍生品在新的消费场景下的未来发展空间。

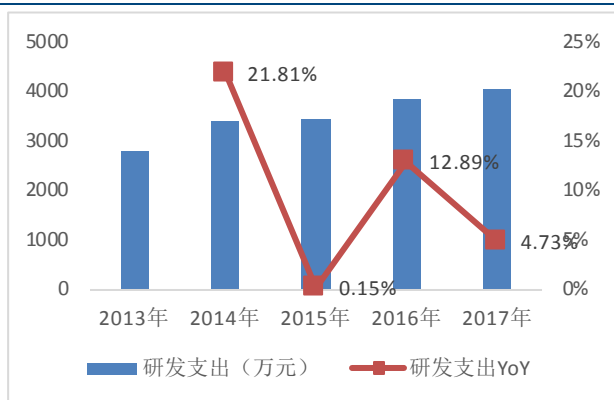
3.2 工艺领先行业、研发投入从未减少

虽然食醋制作工艺入门简单，但在高端层面的发展却需要长时间的积累。恒顺作为百年品牌，其食醋酿造工艺领先全行业 20 年以上。目前业内主要的食醋酿造主要以液态发酵为主，只有恒顺和山西是固态分层发酵，工艺更高。而且，恒顺食醋主要原材料是优质糯米，而且酿造时并不添加任何防腐剂，相对而言更健康，未来公司预计食品健康会越来越受到消费者重视，更健康的恒顺食醋优势会逐渐凸显。

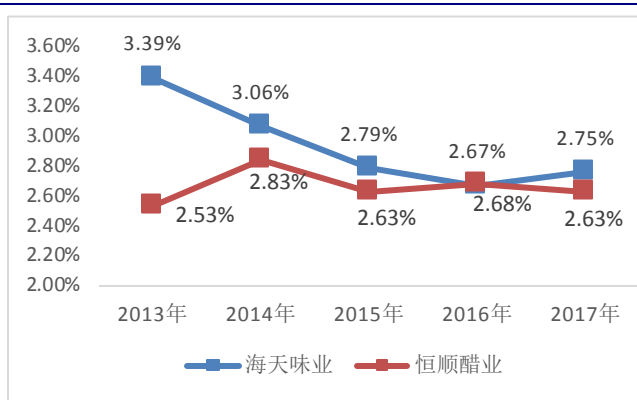
公司对食醋酿造工艺研发的投入从未停止，从 19 年的研究计划来看，公司争取新增香醋酿造相关菌株 100 株，总菌株至少要达到 300 株以上，并且计划申报核心菌种专利 3 件，继续探索蒸酿香醋的特性。由此可以看出公司对工艺的投入。

图 7：恒顺醋业研发支出及增速

图 8：恒顺醋业&海天味业研发支出占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 深耕华东重点开拓餐饮渠道, 培养健康意识打造全国性品牌

4.1 培养消费者健康意识打造品牌全国化

公司已在华东地区建立起品牌优势, 在华东地区销售的投入产出比更好, 未来在地域上还是继续深耕华东地区, 建立壁垒。同时, 公司也将继续把品牌推往全国, 目前公司在华中、华南、华东地区所有的高铁线上都有广告, 也与厨师协会达成了合作, 希望由此拓展恒顺品牌的影响力。公司的销售方针依然是主要是宣传产品质量与口碑, 培养消费者健康意识, 从长远发展看, 不急于短期回报。

图 9: 主打食品健康的恒顺广告



资料来源: 搜狐网, 东兴证券研究所

图 10: 恒顺高铁广告



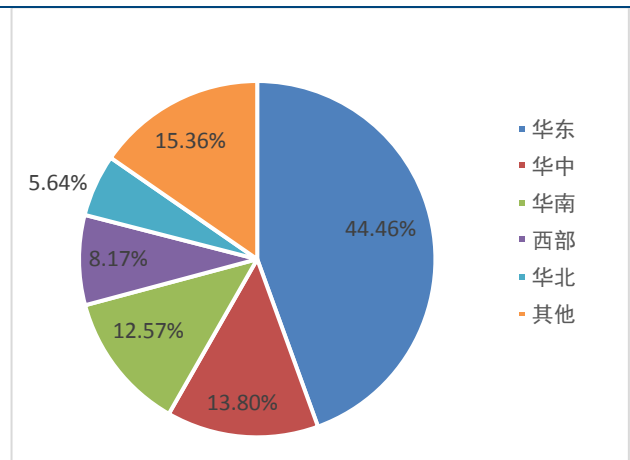
资料来源: 搜狐网, 东兴证券研究所

4.2 深耕华东地区, 积极开拓餐饮渠道

目前公司销售渠道仍以传统经销渠道为主, 但近年逐渐加码餐饮渠道建设。从渠道上看, 2 亿的收入来源于餐饮渠道, 从地域上看 62% 的收入来源为华东地区。公司未来发展主要以升级原有渠道, 开拓餐饮渠道的方向发展。对华东地区来说, 升级原油渠道继续下沉, 对于其他地区来说, 公司目标是增加传统渠道销售及扩大品类, 争取让产品尽量接近消费者, 形成口碑口口相传的效果。目标来看争取毛利率可以做到 50%

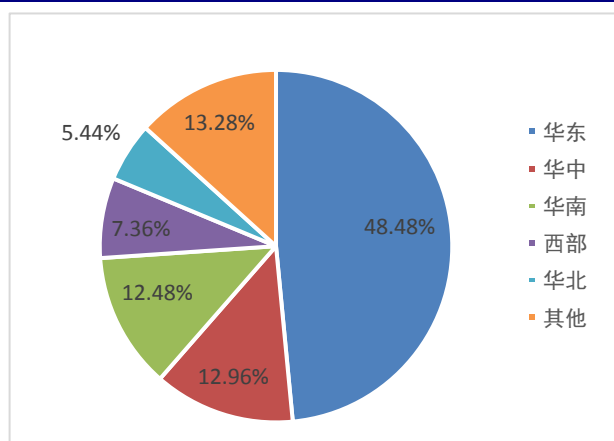
以上，净利率 20%以上。

图 11：恒顺醋业各地区收入占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：恒顺醋业各地区毛利占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

餐饮渠道目前占比不足 20%，远低于行业龙头海天水平，公司将大力发展餐饮渠道，长期目标是以海天为标杆，在餐饮上奋起直追，今年餐饮渠道增速约 15%，初见成效。发展餐饮渠道的逻辑主要是餐饮渠道维护成本较低，量较大，一旦确保就能给公司带来相对稳定的收益。从发展规划上，公司依然以华东地区为主，先拓展华东地区餐饮渠道，再逐步向外扩张，开拓渠道时仍然是经过经销商。

5. 投资建议

公司是 A 股醋业绝对龙头，收入利润增长稳健，随着消费者对食品品质、安全的关注度逐渐上升，公司高品质产品优势渐显，未来成长空间巨大。我们预测恒顺醋业 2018-2020 年公司营收为 17.18 亿元、19.30 亿元、21.85 亿元，归母净利润为 3.99 亿元、4.84 亿元、5.82 亿元，同比增长 43%、21%、20%，EPS 为 0.51 元、0.62 元、0.74 元，对应 PE 为 22X/18X/15X，给予公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

上游原材料价格波动，下游需求不及预期。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		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	1460	1949	2535	营业收入	1447	1542	1718	1930	2185
货币资金	150	136	566	1001	1515	营业成本	850	916	1003	1104	1226
应收账款	102	133	132	150	175	营业税金及附加	25	26	26	32	36
其他应收款	16	15	17	19	21	营业费用	221	234	246	261	275
预付款项	20	14	20	18	17	管理费用	155	148	151	151	153
存货	310	305	318	333	353	财务费用	6	8	6	6	6
其他流动资产	37	388	406	427	453	资产减值损失	1.08	3.90	3.90	2.96	3.59
非流动资产合计	1630	1578	1580	1530	1480	公允价值变动收益	1.17	44.51	36.00	42.00	46.00
长期股权投资	48	49	49	49	49	投资净收益	-0.89	11.22	24.00	36.00	46.00
固定资产	854	920	905	879	847	营业利润	188	329	422	520	629
无形资产	189	95	85	76	66	营业外收入	20.98	7.59	57.00	60.00	68.00
其他非流动资产	52	10	43	35	30	营业外支出	2.75	4.58	2.75	2.75	2.75
资产总计	2264	2569	3040	3479	4015	利润总额	207	333	477	577	694
流动负债合计	524	569	526	553	592	所得税	38	52	77	94	113
短期借款	61	84	0	0	0	净利润	168	280	399	483	582
应付账款	157	168	188	203	226	少数股东损益	-2	-1	-1	-1	-1
预收款项	33	43	61	69	85	归属母公司净利润	170	281	400	484	583
一年内到期的非	5	6	5	5	5	EBITDA	450	513	516	618	729
非流动负债合计	84	123	129	145	167	EPS (元)	0.28	0.47	0.51	0.62	0.74
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	655	699	759	成长能力					
少数股东权益	85	78	77	76	75	营业收入增长	10.87	6.52%	11.46%	12.30%	13.21%
实收资本 (或股	603	603	784	784	784	营业利润增长	-32.32	74.92%	28.20%	23.07%	21.02%
资本公积	471	470	470	470	470	归属于母公司净利	42.46	64.84%	42.46%	21.03%	20.28%
未分配利润	411	621	791	981	1225	获利能力					
归属母公司股东	1571	1800	2308	2704	3181	毛利率(%)	41.25	40.56%	41.65%	42.79%	43.87%
负债和所有者权	2264	2569	3040	3479	4015	净利率(%)	11.63	18.17%	23.24%	25.06%	26.63%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	总资产	7.53%	10.93%	13.16%	13.92%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.84	15.60%	17.34%	17.91%	18.31%
经营活动现金流	314	311	432	481	562	偿债能力					
净利润	168	280	399	483	582	资产负债率(%)	27%	27%	22%	20%	19%
折旧摊销	255.31	175.10	0.00	91.83	93.95	流动比率		1.74	2.78	3.52	4.28
财务费用	6	8	6	6	6	速动比率		1.21	2.17	2.92	3.69
应收账款减少	-6	-31	1	-18	-25	营运能力					
预收帐款增加	-7	10	18	8	15	总资产周转率	0.64	0.64	0.61	0.59	0.58
投资活动现金流	-223	-291	-33	33	44	应收账款周转率	-	13	13	14	13
公允价值变动收	1	45	36	42	46	应付账款周转率	9.13	9.49	9.65	9.87	10.20
长期股权投资减	0	-37	-6	1	1	每股指标 (元)					
投资收益	-1	11	24	36	46	每股收益(最新摊	0.28	0.47	0.51	0.62	0.74
筹资活动现金流	-188	-34	31	-79	-92	每股净现金流(最新	-0.16	-0.02	0.55	0.56	0.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.61	2.99	2.95	3.45	4.06
长期借款增加	0	0	18	15	20	估值比率					
普通股增加	301	0	181	0	0	P/E	39.62	24.03	21.93	18.12	15.06
资本公积增加	-301	-1	0	0	0	P/B	4.30	3.75	3.80	3.25	2.76
现金净增加额	-97	-14	430	435	514	EV/EBITDA	14.88	13.17	16.07	12.73	10.11

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

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，需注明出处为东兴证券研究所，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：

看好：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。