



恒顺醋业(600305.SH)

【联讯食饮】恒顺醋业：聚焦高端产品，营收毛利双增长

2019 年 04 月 16 日

投资要点

增持(维持)

当前价：13.28 元

目标价：元

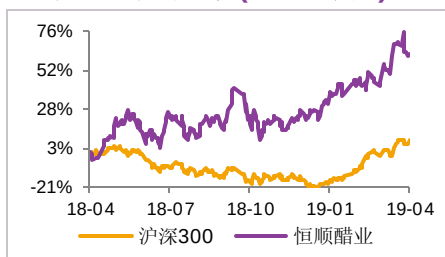
分析师：徐鸿飞

执业编号：S0300518090001

电话：010-66235689

邮箱：xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2018	2019F	2020F	2021F
主营收入	1,694	1,890	2,070	2,230
(+/-)	10%	12%	9%	8%
归母净	305	330	373	415
(+/-)	8%	8%	13%	11%
EPS(元)	0.39	0.42	0.48	0.53
P/F	34.2	31.5	27.9	25.0

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《【联讯食品饮料】恒顺醋业：行业景气 3Q 收入继续提速》2018-10-23

事件

公司发布 2018 年年报：公司实现营业收入 16.94 亿元，同比增长 9.87%；实现归母净利润 3.05 亿元，同比增长 8.44%；扣非后归母净利润 2.19 亿元，同比增长 21.06%；基本每股收益 0.39 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 1.20 元（含税）。

聚焦高端产品，毛利率提升

公司聚焦“恒顺”与“北固山”双品牌运作，持续打造“A 类核心产品”和“高端产品”，高端产品当年收入 2.48 亿元，同比增长 16.8%，其中高端醋收入增长 15.07%。高端产品带动下，全年，醋类收入 11.62 亿元，同比增长 12.49%；销量 15.28 万吨，同比增长 10.21%；单吨收入 0.76 万元，同比增长 3.37%；毛利率提升 2.02 个百分点至 44.03%。

料酒产品产销大幅增长。全年实现销量 4.31 万吨，大幅增长 33.42%；实现收入 1.94 亿元，同比增长 26.84%；由于料酒产品尚处于市场开拓阶段，主打高性价比来抢占市场，单吨价格 0.45 万元，同比下降 4.94%；毛利率 33.19%，下降 6.31 个百分点。

分区域来看，大本营华东市场收入 8.25 亿元，同比增长 20.32%，占调味品收入比重的 53.98%；华南、华中、西部、华北市场营收分别达到 2.39、2.18、1.48、0.98 亿元，均实现两位数增长。

深耕终端树立品牌形象，销售费率上升

公司加大在终端与广告的宣传力度，针对消费升级趋势，树立品牌形象。并深耕市场加强终端建设，年内新增 583 家乡镇超市店，99 家全国大型商超形象店；春耕造林 18000 家农贸店。全年销售费用 2.52 亿元，销售费率 16.5%，上升 1.3 个百分点。

盈利预测

公司 2019 年业绩目标：主营调味品业务收入 17.11 亿元，增长 12%，扣除非经常性损益净利润实现 2.52 亿元，增长 15%。公司于 2019 年 1 月 1 日起对主力产品进行提价，按照 2018 年收入占比计算，此次提价综合幅度 2.3%；预计将在一定程度缓解成本上升压力。

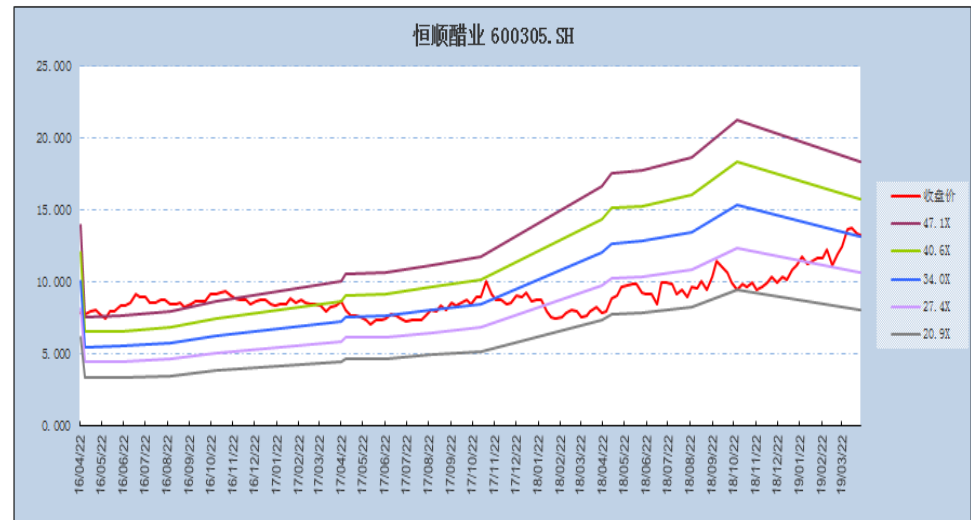
预计 2019-2021 年，营业收入 18.90、20.70、22.30 亿元；归母净利润 3.30、3.73、4.15 亿元；基本每股收益 0.42、0.48、0.53 元，对应 PE 为 31.5x、27.9x、25.0x。维持“增持”评级。

风险提示



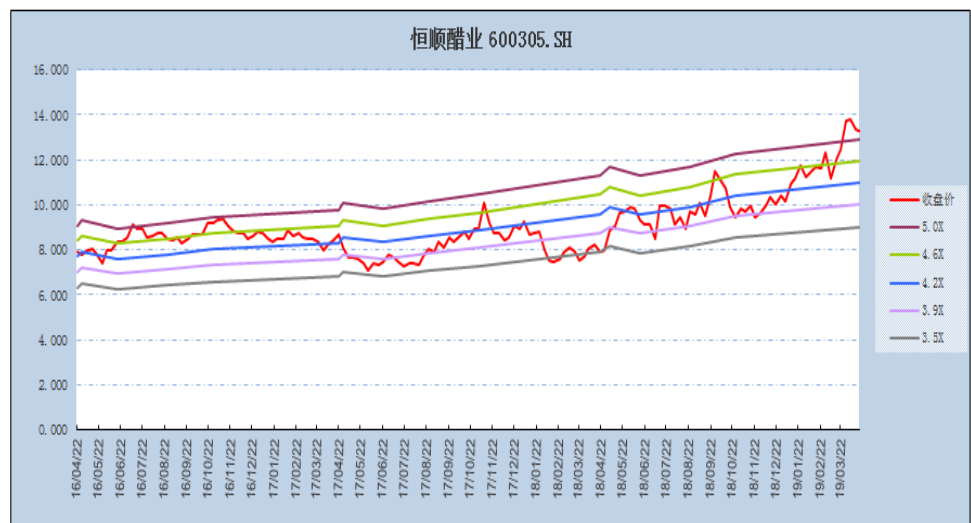
宏观经济增速放缓；消费增长动能不足；餐饮消费需求下滑；食品安全问题；主力产品提价后销售增长不及预期。

图表1: PE Band



资料来源:联讯证券,Wind

图表2: PB Band



资料来源:联讯证券,Wind



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,205	1,410	1,676	1,966	经营活动现金流	376	328	337	387
现金	159	297	463	664	净利润	305	330	373	415
应收账款	140	149	163	175	折旧摊销	91	100	102	103
其它应收款	12	13	14	15	财务费用	10	4	2	-0
预付账款	9	10	11	12	投资损失	-17	-64	-64	-64
存货	304	294	316	335	营运资金变动	-13	-41	-77	-69
其他	581	648	710	765	其它	-1	-2	3	2
非流动资产	1,646	1,660	1,673	1,685	投资活动现金流	-295	-51	-51	-51
长期投资	47	47	47	47	资本支出	-120	-115	-115	-115
固定资产	1,005	1,029	1,050	1,069	其他	-174	64	64	64
无形资产	87	79	71	64					
其他	506	506	506	505	筹资活动现金流	-57	-139	-120	-134
资产总计	2,850	3,070	3,350	3,651	短期借款	-	-	-	-
流动负债	641	641	667	689	长期借款	-	-	-	-
短期借款	126	126	126	126	其他	-57	-139	-120	-134
应付账款	184	200	215	228	现金净增加额	23	137	166	202
其他	331	316	327	336					
非流动负债	85	85	85	85	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	20	20	20	20	成长能力				
其他	65	65	65	65	营业收入	9.9%	11.6%	9.5%	7.8%
负债合计	725	726	752	774	营业利润	8.2%	11.0%	13.6%	11.8%
少数股东权益	90	89	88	87	归属母公司净利润	8.4%	8.3%	13.1%	11.4%
归属母公司股东权益	2,035	2,255	2,509	2,790	获利能力				
负债和股东权益	2,850	3,070	3,350	3,651	毛利率	42.2%	43.9%	44.8%	45.8%
					净利率	17.9%	17.4%	18.0%	18.6%
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	15.0%	14.6%	14.9%	14.9%
营业收入	1,694	1,890	2,070	2,230	ROIC	12.7%	12.8%	13.1%	13.2%
营业成本	979	1,061	1,142	1,209	偿债能力				
营业税金及附加	27	30	33	36	资产负债率	25.4%	23.6%	22.5%	21.2%
营业费用	252	282	308	332	净负债比率	6.0%	4.8%	4.4%	4.0%
管理费用	159	178	195	210	流动比率	1.88	2.20	2.51	2.85
财务费用	9	4	2	-0	速动比率	1.41	1.74	2.04	2.37
资产减值损失	4	4	4	4	营运能力				
公允价值变动收益	49	49	49	49	总资产周转率	0.59	0.62	0.62	0.61
投资净收益	45	15	15	15	应收账款周转率	12	13	13	13
营业利润	357	396	450	503	应付账款周转率	5.56	5.53	5.51	5.47
营业外收入	21	21	21	21	每股指标(元)				
营业外支出	8	8	8	8	每股收益	0.39	0.42	0.48	0.53
利润总额	370	409	463	517	每股经营现金	0.48	0.42	0.43	0.49
所得税	66	80	91	102	每股净资产	2.60	2.88	3.20	3.56
净利润	304	329	372	414	估值比率				
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	P/E	34.2	31.5	27.9	25.0
归属母公司净利润	305	330	373	415	P/B	5.1	4.6	4.1	3.7
EPS（元）	0.39	0.42	0.48	0.53	EV/EBITDA	13.4	12.1	10.9	10.0

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

徐鸿飞，中国人民大学本科，2016 年 7 月加入联讯证券，现任食品饮料分析师，证书编号：S0300518090001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com