

增持

——首次覆盖

恒顺醋业 (600305)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2019年04月17日

行业: 食品饮料



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2019.4.15)

报告日股价 (元)	13.17
12mth A 股价格区间 (元)	7.88-14.38
总股本 (百万股)	783.56
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	103.19
每股净资产 (元)	2.60
PBR (X)	5.07

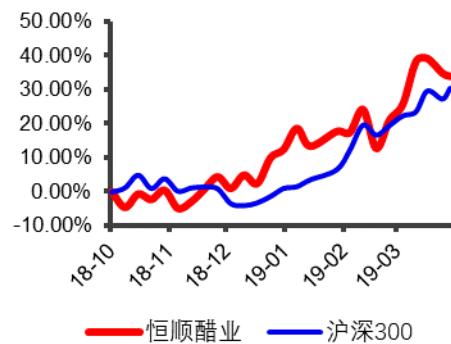
主要股东 (2018)

恒顺集团	44.63%
乔晓辉	2.54%
中欧基金	1.21%
光大证券	1.15%
诺安基金	1.03%

收入结构 (2018)

醋	68.65%
料酒	11.45%
其他	19.90%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



醋毛利改善, 料酒放量增长, 扣非盈利提升

■ 公司动态事项

公司发布2018年年报, 全年实现营收16.94亿元, 同增9.9%; 归属净利润为3.05亿元, 同增8.4%, 扣非归属净利润为2.19亿元, 同增21.1%, EPS为0.39元/股, ROE=15.88%。公司拟每10股派现1.2元。

■ 事项点评

醋酒并举, 醋产品结构持续优化, 料酒放量增长

公司调味品业务合计收入15.28亿元, 同增10.4%。具体看, 醋收入11.63亿元, 同增12.5%, 贡献调味品收入的76%, 增长主要源自黑醋品类, 同比增速9.6%, 估算约为9.2亿元, 其中高端醋增长15.1%, 估算约为2.4亿元, 约占醋总收入的21%; 白醋收入1.63亿元, 同增13.3%。全年醋销量增长8.8%至15.28万吨, 受中高端产品占比提升影响, 醋吨价提高3.45%至7611元/吨; 吨成本下降0.16%至4260元/吨, 其中吨直接材料/直接人工/制造费用分别变化-0.18%/-0.55%/-1.18%。料酒收入1.93亿元, 同增26.6%, 贡献调味品收入的13%, 主要系料酒迎来放量增长, 全年销量增长33.4%至4.31万吨。由于促销推广, 料酒吨价下降5.47%至4478元/吨, 而吨成本上升5.08%至2436元/吨, 其中吨直接材料/直接人工/制造费用分别变化+6.34%/+12.41%/-3.65%。公司以“醋酒并举”高度聚焦两大品类, 以“恒顺+北固山”双品牌运作明晰差异化, 深耕“大单品”策略, 不断提升品牌知名度。

全国范围稳步拓展, 加强餐饮渠道开发

全国五大区均录得较快增长, 其中主阵地华东大区收入8.25亿元, 占比54%, 同增20.3%, 2018H1/H2的同比增速分别为8.7%/32.9%, 下半年增速进一步大幅提升, 主要系加强对华东地区餐饮渠道的开拓叠加产品结构优化。其他区域则实现两位数以上的增长, 华南/华中/西部/华北分别增长12.4%/12.2%/17.5%/12.6%。公司积极开拓餐饮渠道, 以500ml的A产品价格为标杆, 开发了适配餐饮渠道的黑醋、白醋、清香米醋等主流产品规格与价格体系, 并成立餐饮事业部推动渠道开发。通过与全国型和区域型连锁餐饮渠道合作, 公司提供定制产品实现与B端品牌及渠道的强强联合。

毛利率改善, 费用率稳降, 扣非盈利提升

报告期内, 公司综合毛利率止跌回升1.61pct至42.21%, 其中调味品毛利率43.34% (+1.83pct)。具体看, 受益于中高端产品占比提升, 醋毛利率同比提高2.02pct至44.03%; 促销推广降低料酒毛利率6.31pct至33.19%。公司年初对5个产品进行提价, 假设销量保持不变将对醋/料酒吨价均有2个点左右的提升, 吨成本上涨在可控范围内的情况下, 预计调味品毛利率仍将继续改善。费用端, 公司销售/管理/财务费用率分别下降0.26pct/3pct/0.01pct至14.90%/6.59%/0.54%, 研发投入大幅增加致研发费用率提高1.99pct至2.83%, 期间费用率合计下降0.37pct。公司全年归属净利润为3.05亿元, 同增8.4%, 净利率18.0%, 较去年同期略有下降0.2pct, 主要系去年同期存在资产处置收益5170万元, 今年则亏损166万元。扣非后归属净利润为2.19亿元, 同增21.1%, 对应净利率12.9%, 同比提高1.2pct。2019指引调味品收入17.11亿元, 同增12%, 扣非归属净利润2.52亿元, 同增15%。

■ 投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归属净利润分别为 3.36/3.74/4.30 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.48/0.55 元/股，对应 PE 分别为 31/28/24 倍(按 2019/4/15 收盘价计算)。公司是食醋行业龙头，醋产品提价及结构升级有望带动收入端保持较快增长，不断提高市占率；第二大单品料酒放量增长，丰富产品矩阵，贡献成长性。毛利率预期继续改善，叠加管理机制优化提升运营效率使得费用率稳步降低，预期盈利能力仍将提升。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1693.68	1885.05	2064.20	2245.96
年增长率		11.30%	9.50%	8.81%
归属于母公司的净利润	304.6	336.08	374.16	430.35
年增长率		10.34%	11.33%	15.02%
每股收益 (元)	0.39	0.43	0.48	0.55
PER (X)	33.88	30.71	27.58	23.98

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2019/4/15 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	159	170	306	490
应收和预付款项	161	198	195	232
存货	304	362	362	415
其他流动资产	581	581	581	581
长期股权投资	47	47	47	47
投资性房地产	392	392	392	392
固定资产和在建工程	1045	1094	1127	1155
无形资产和开发支出	87	87	87	87
其他非流动资产	74	49	48	48
资产总计	2850	2978	3144	3447
短期借款	126	135	0	0
应付和预收款项	424	369	409	411
长期借款	20	20	20	20
其他负债	155	95	95	95
负债合计	725	619	524	527
股本	784	784	784	784
资本公积	304	304	304	304
留存收益	947	1183	1444	1746
归属母公司股东权益	2035	2270	2532	2833
少数股东权益	90	89	88	87
股东权益合计	2125	2359	2620	2920
负债和股东权益合计	2850	2978	3144	3447

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1694	1885	2064	2246
营业成本	979	1070	1164	1249
营业税金及附加	27	30	33	36
营业费用	252	283	310	326
管理&研发费用	160	177	192	207
财务费用	9	5	1	-4
资产减值损失	4	4	4	4
投资&其他收益	47	20	20	20
公允价值变动净收益	49	48	48	48
营业利润	357	383	429	497
营业外收支净额	13	13	13	13
利润总额	370	396	442	510
所得税	66	61	69	81
净利润	304	335	373	429
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司股东净利润	305	336	374	430

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	42.19%	43.21%	43.63%	44.38%
EBIT/销售收入	20.69%	21.27%	21.44%	22.49%
销售净利率	16.87%	17.78%	18.08%	19.11%
ROE	14.08%	14.81%	14.78%	15.19%
资产负债率	22.16%	20.78%	16.67%	15.28%
流动比率	1.91	2.21	2.89	3.42
速动比率	0.39	0.62	1.00	1.44
总资产周转率	0.62	0.63	0.66	0.65
应收账款周转率	12.12	11.51	12.24	11.63
存货周转率	3.22	2.96	3.21	3.01

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。