

食醋主业量价齐升，损益影响可控

——恒顺醋业（600305）2018 年报点评

2019 年 04 月 16 日

强烈推荐/维持
恒顺醋业
财报点评

投资要点：

- 事件：**公司发布 2018 年年度报告，2018 年实现营业收入 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%，扣非归母净利润 2.19 亿元，同比增长 21.06%。其中 18Q4 实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 7.34%，实现归母净利润 0.86 亿元，同比下降 36.56%，扣非归母净利润 0.6 亿元，同比增长 16.97%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.2 元（含税），派发现金红利总额 0.94 亿元。
- 调味品主营稳增，食醋实现量价齐升，料酒加速放量。**18 年调味品业务实现营收 15.28 亿元，同比增长 10.41%，占比 80%，同比提升 3pct，调味品主营持续聚焦。其中食醋业务实现营收 11.62 亿元，同比增长 12.49%，黑醋同比增长 9.59%，白醋同比增长 13.27%，高端醋增长 15.07%，高端醋占比持续提升，量价拆分来看，食醋全年销量 15.28 万吨，同比上升 8.83%，价格同比增长 3%，量增为主，产品结构持续优化，价格稳升。料酒产能释放加速，实现营收 1.94 亿元，同比增长 33.19%，主要由销量增长所致，目前料酒业务收入已占公司总收入 11.43%，预计未来将继续发力，持续贡献收入。公司今年 1 月起旗下 A 类核心醋类产品提价，目前动销情况良好，19 年调味品再上一个新台阶。
- 产品结构升级毛利率持续走高，费用结构调整优化扣非净利稳增。**调味品业务毛利率达 43.34%，同比上升 1.82pct。食醋产品毛利率达 44.03%，同比上升 2.02pct，主要是中高端产品占比提升所致。18 年食醋吨价达 7608 元/吨，同比上涨 3.37%。公司净利率 17.94%，同比下降 0.23pct，主要因为 18 年公司资产处置收益回落所致，扣除非经常性损益后，公司 17/18 年扣非净利率分别为 11.74%/12.93%，18 年扣非净利率同比上升 1.19pct。而公司费用结构在逐渐优化，管理费用占比 6.59%，下降 2.13pct，主要是办公费用以及人员费用缩减所致，研发费用投入加大，占比 2.82%，上升 1.95pct，销售费用占比 14.9%，同比微降 0.26pct，主要是由于公司改变销售策略有关，地面投放力度及促销力度加大，渠道促销方式更为良性。
- 华东渠道逐步下沉，非华东地区商超逐步发力，恒顺全国化策略初显成效。**从地区收入来看，恒顺在华东/华中/华南/西部/华北收入占比分别为 54%/16%/14%/10%/6%。华东地区全年实现收入 8.25 亿元，同比上升 20.32%，主要是流通渠道下沉、餐饮渠道开发及产品结构升级带动，恒顺主场优势显著。公司 18 年起在华东、华中、华南地区高铁线投放广告，华南地区反响良好，实现收入 2.18 亿元，同比增长 12.32%，毛利率同比上升 2.03pct，毛利提升最大。西部地区实现收入 1.48 亿元，同比增长 17.68%，营收增速仅次于华东主场。未来华东还是主力，非华东市场稳步推进。
- “春耕造林”下沉乡镇与消费者零距离接触，拥抱新零售探索网络时代新营销模式。**传统渠道方面，公司 18 年新增 99 家全国大型商超形象店，583 家乡镇超市，18000 家农贸点，品牌全国化与渠道下沉同步推进。现代渠道方面，公司积极与阿里巴巴，京东新通路，美菜网等新型 to B 渠道合作，to C 端则与盒马鲜生，天猫超市等合作，利用大数据优势调整自身销售计划，线下门店拓展至 7 万多家。从销售方式来看，直销模式毛利率高于经销模式近 5.5%，随着线上直营店及线上 to B 新渠道的发展，公司整体盈利能力有望进一步提高。
- 继续瘦身精简 SKU，聚焦恒顺+北固山双品牌，打造大单品提高知名度。**过去公司 SKU 一直高于行业平均水平，醋类产品最高时 SKU 达 101 个，在 15 年公司确立精简 SKU 打造大单品的方针后，A 类产品 SKU 已减至 15 种，今年公司继续淘汰整合 22 个产品，未来将围绕恒顺+北固山双品牌运作，全力打造 A 类核心产品和高端产品，继续精简 SKU 至 60-70 种水平。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 19.07 亿元、21.72 亿、25.07 亿元，同比增长 12.61%、13.89%、15.42%；

刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

姜倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

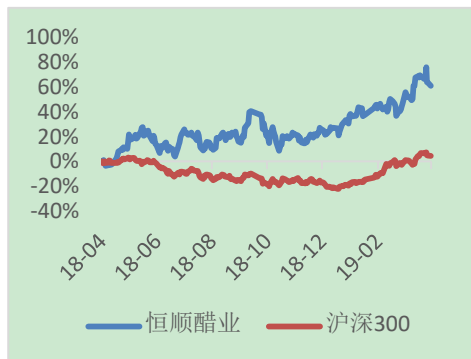
执业证书编号：

S1480519020001

交易数据

52 周股价区间（元）	8.25-14.57
总市值（亿元）	103
流通市值（亿元）	103
总股本/流通 A 股（万股）	78356/78356
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.26%

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 《恒顺醋业（600305）品质取胜，醋业龙头业绩稳增长》2019-01-29
- 《恒顺醋业（600305）战略提价更好聚焦产品，恒顺收入增速拐点临近》2019-01-08
- 《恒顺醋业（600305）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》2018-10-23
- 《恒顺醋业（600305）重整旗鼓，老字号聚变下的新世界》2018-10-08

归母净利润分别为 3.5 亿元、4.14 亿元和 5.00 亿元，同比增长 15.31%、18.40%、20.56%；维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**1、上游原材料价格大幅波动；2、下游需求不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,541.58	1,693.68	1,907.28	2,172.20	2,507.05
增长率（%）	6.52%	9.87%	12.61%	13.89%	15.42%
净利润（百万元）	280.07	303.84	350.35	414.81	500.10
增长率（%）	66.45%	8.49%	15.31%	18.40%	20.56%
净资产收益率（%）	15.60%	14.97%	15.40%	16.16%	17.14%
每股收益(元)	0.47	0.39	0.45	0.53	0.64
PE	28.26	33.88	29.39	24.83	20.60
PB	4.41	5.07	4.52	4.01	3.53

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	991	1205	1435	1665	2052	营业收入	1542	1694	1907	2172	2507
货币资金	136	159	182	201	330	营业成本	916	979	1093	1235	1413
应收账款	133	138	151	179	203	营业税金及附加	26	27	32	36	41
其他应收款	15	12	13	15	17	营业费用	234	252	296	326	376
预付款项	14	9	14	11	10	管理费用	148	112	181	202	221
存货	305	304	323	348	379	财务费用	8	9	8	8	8
其他流动资产	388	581	752	911	1111	资产减值损失	3.90	3.88	3.88	3.89	3.88
非流动资产合计	1578	1646	1716	1723	1718	公允价值变动收益	44.51	48.53	36.00	42.00	46.00
长期股权投资	49	47	47	47	47	投资净收益	11.22	16.94	24.00	36.00	46.00
固定资产	920	1005	1002	1010	1012	营业利润	329	357	398	482	580
无形资产	95	87	78	69	60	营业外收入	7.59	21.46	25.00	18.02	21.49
其他非流动资产	10	15	26	17	19	营业外支出	4.58	8.01	4.58	4.58	4.58
资产总计	2569	2850	3151	3388	3771	利润总额	333	370	418	495	597
流动负债合计	569	641	693	636	679	所得税	52	66	68	80	97
短期借款	84	126	125	23	0	净利润	280	304	350	415	500
应付账款	168	184	198	220	252	少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
预收款项	43	66	93	118	152	归属母公司净利润	281	305	351	416	501
一年内到期的	6	26	12	15	18	EBITDA	513	541	501	593	696
非流动负债合计	123	85	88	91	82	EPS (元)	0.47	0.39	0.45	0.53	0.64
长期借款	53	20	27	27	18	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	691	725	781	727	761	成长能力					
少数股东权益	78	90	89	89	88	营业收入增长	6.52%	9.87%	12.61%	13.89%	15.42%
实收资本(或股)	603	784	784	784	784	营业利润增长	74.92%	8.22%	11.55%	21.10%	20.41%
资本公积	470	304	304	304	304	归属于母公司净利	15.27%	8.44%	15.27%	18.36%	20.52%
未分配利润	621	814	906	1022	1157	获利能力					
归属母公司股	1800	2035	2281	2571	2922	毛利率(%)	40.56%	42.19%	42.67%	43.13%	43.65%
负债和所有者	2569	2850	3151	3388	3771	净利率(%)	18.17%	17.94%	18.37%	19.10%	19.95%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	8.54%	10.93%	10.69%	11.14%	12.27%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	15.60%	14.97%	15.40%	16.16%	17.14%
经营活动现金	311	376	240	290	335	偿债能力					
净利润	280	304	350	415	500	资产负债率(%)	27%	25%	25%	21%	20%
折旧摊销	175.10	174.80	0.00	103.13	107.17	流动比率	1.74	1.88	2.07	2.62	3.02
财务费用	8	9	8	8	8	速动比率	1.21	1.41	1.61	2.07	2.46
应收账款减少	-31	-6	-13	-28	-25	营运能力					
预收帐款增加	10	23	27	25	33	总资产周转率	0.64	0.63	0.64	0.66	0.70
投资活动现金	-291	-295	-107	-36	-16	应收账款周转率	13	12	13	13	13
公允价值变动	45	49	36	42	46	应付账款周转率	9.49	9.63	9.99	10.40	10.63
长期股权投资	-37	-47	-3	2	0	每股指标(元)					
投资收益	11	17	24	36	46	每股收益(最新摊)	0.47	0.39	0.45	0.53	0.64
筹资活动现金	-34	-57	-110	-235	-190	每股净现金流(最)	-0.02	0.03	0.03	0.02	0.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	2.99	2.60	2.91	3.28	3.73
长期借款增加	0	0	7	0	-9	估值比率					
普通股增加	0	181	0	0	0	P/E	28.26	33.88	29.39	24.83	20.60
资本公积增加	-1	-166	0	0	0	P/B	4.41	5.07	4.52	4.01	3.53
现金净增加额	-14	23	22	19	129	EV/EBITDA	15.49	19.11	20.56	17.17	14.41

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、健康食品等研究工作。2018年获得万德wind平台综合影响力第一名，万德wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

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。
此处输入文字。

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。