

主营稳增料酒放量，食醋升级叠加成本下行 业绩增速略超预期

——恒顺醋业（600305）2019年一季度财报点评

2019年04月29日

强烈推荐/维持

恒顺醋业 | 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司19Q1实现营业收入4.6亿元，同比增长15.15%，实现归属母公司的净利润0.72亿元，同比增长21.66%，略高于预期。
- **主营业务稳健增长，料酒增速快。**19Q1食醋产品实现收入3亿元，料酒实现收入6337万元，分别占总收入65.22%及13.77%。料酒收入占比与18年相比上升2.34pct，收入贡献持续提升。18H1恒顺食醋收入5.7亿元料酒收入8757万元，由于公司产品各季度收入基本稳定，对比全年上半年季度均值，19Q1食醋同比增长5-6%，19Q1公司对食醋核心A类产品进行提价，提价消化仍需时间，料酒业务同比增长约45%。料酒增速明显，是19Q1主要增长来源，公司食醋产品结构不断升级，料酒放量增长。
- **成本下行毛利率提升，子公司股权变动投资收益对冲三费上浮影响，净利率略有提升。**公司19Q1整体毛利率达43.77%，同比上升3.53pct。毛利率提升主要系上游成本下降及产品结构持续中高端升级所致。公司食醋产品主要原材料为糯米，占食醋成本约30%，19Q1糯米价格同比下降约3%。同时，纸箱、玻璃等产品主要包材也出现了不同程度的下滑，推动公司Q1毛利率提升。公司19Q1销售/管理/财务费用率分别为16.36%/9.30%/0.42%，同比变动+1.27%/+1.29%/-0.08%，三费总计上浮2.48pct。公司销售费用的增加主要是由于目前公司处于全国化扩张期，销售费用投入增加所致。管理费用的增加则是由于公司不断加大研发投入开发新品所致。19Q1公司子公司恒华彩印发生股权变动，公司从控股地位转变为投资股东，子公司剩余股权按公允价值变动产生773万元投资收益，一定程度上增厚了净利润。综合毛利、三费提升以及投资收益影响，公司19Q1净利率达15.92%，同比提升1.09pct。
- **以恒顺+北固山双品牌为核心、全国化战略稳健推进，19Q1全国净增加13个经销商，西部地区净增加居首。**公司19Q1经销商达1202个，对比期初净增加13个。其中华北/华东/华南/华中/西部地区分别净增加经销商1/4/1/2/5个，主力地区华东以及新兴西部市场经销商数增量最大。公司以恒顺+北固山双品牌为核心，逐步走出华东迈向全国。19Q1华东市场收入贡献达53%，仍是恒顺主场，但与期初相比下降1%，主要是因为华东以外地区逐步发展收入不断上升所致。随着恒顺全国化进程不断推进，华东收入占比会逐步下降，未来地区收入结构将更为均衡。
- **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、21.72亿元、25.07亿元，同比增长12.61%、13.89%、15.42%；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

刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

姜倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

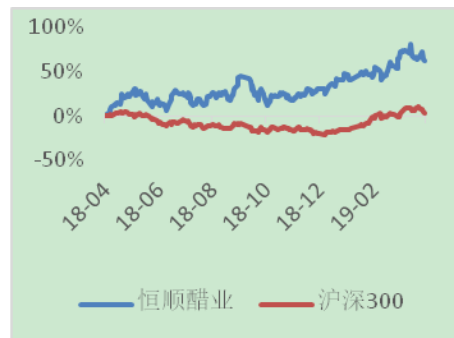
执业证书编号：

S1480519020001

交易数据

52周股价区间(元)	8.25-14.57
总市值(亿元)	101.47
流通市值(亿元)	101.47
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	2.29%

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

- 1、《恒顺醋业（600305）2018年报点评：食醋主业量价齐升，损益影响可控》2019-04-16
- 2、《恒顺醋业（600305）品质取胜，醋业龙头业绩稳增长》2019-01-29
- 2、《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
- 3、《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

公司盈利预测表

资产负债表					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
一年内到期的非流动	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(或股本)	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	归属于母公司净利润	15.27%	8.44%	15.27%	18.36%	20.52%
未分配利润	621	814	906	1022	1157	获利能力					
归属母公司股东权益	1800	2035	2281	2571	2922	毛利率(%)	40.56%	42.19%	42.67%	43.13%	43.65%
负债和所有者权益	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						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		8.54%	10.93%	10.69%	11.14%	
经营活动现金流	311	376	240	290	335	ROE(%)	15.60%	14.97%	15.40%	16.16%	17.14%
净利润	280	304	350	415	500	偿债能力					
折旧摊销	175.10	174.80	0.00	103.13	107.17	资产负债率(%)	27%	25%	25%	21%	20%
财务费用	8	9	8	8	8	流动比率	1.74	1.88	2.07	2.62	3.02
应付帐款的变化	-31	-6	-13	-28	-25	速动比率	1.21	1.41	1.61	2.07	2.46
预收帐款的变化	10	23	27	25	33	营运能力					
投资活动现金流	-291	-295	-107	-36	-16	总资产周转率	0.64	0.63	0.64	0.66	0.70
公允价值变动收益	45	49	36	42	46	应收账款周转率	13	12	13	13	13
长期股权投资减少	-37	-47	-3	2	0	应付账款周转率	9.49	9.63	9.99	10.40	10.63
投资收益	11	17	24	36	46	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-34	-57	-110	-235	-190	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.39	0.45	0.53	0.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.02	0.03	0.03	0.02	0.16
长期借款增加	0	0	7	0	-9	每股净资产(最新摊)	2.99	2.60	2.91	3.28	3.73
普通股增加	0	181	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-1	-166	0	0	0	P/E	28.26	33.88	29.39	24.83	20.60
现金净增加额	-14	23	22	19	129	P/B	4.41	5.07	4.52	4.01	3.53
						EV/EBITDA	15.49	19.11	20.56	17.17	14.41

资料来源：公司公告东兴证券研究所

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。