

中航证券金融研究所  
 分析师：彭海兰  
 证券执业证书号：S0640517080001  
 研究助理：刘庆东  
 证券执业证书号：S0640117120027  
 电话：010-59562517  
 邮箱：liuqd@avicsec.com

## 恒顺醋业(600305)18 年年报及 19 年 1 季报点评： 食醋量价齐升、料酒放量，控费增效效果明显，19 年业绩可期

行业分类：食品饮料

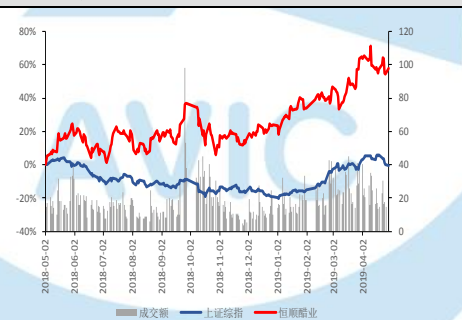
2019 年 4 月 29 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	—
当前股价 (19.04.29)	13.22

### 基础数据

上证指数	3062.50
深证成指	9622.49
总股本 (亿)	7.84
流通 A 股 (亿)	7.84
流通 A 股市值 (亿)	103.59
每股净资产 (元)	2.69
ROE (平均)	3.48%
资产负债率	22.10%
动态市盈率	32.63
市净率	4.92

### 近一年公司与指数走势对比



资料来源：wind, 中航证券金融研究所

### 18 年年报及 19 年 1 季报：

- 18 年，公司实现营收 16.94 亿元，同比增 9.87%；其中，主营调味品业务实现收入 15.28 亿元，同比增 10.41%；扣非归母净利 2.19 亿元，同比增 21.06%。19 年 Q1，公司实现营收 4.60 亿，同比增 15.15%，扣非归母净利 0.62 亿元，同比增 25.46%。
- 18 年食醋量价齐升，料酒放量为主。公司主营的调味品业务 18 年实现营收 15.28 亿元，同比增 10.41%。分产品看，公司醋和料酒 18 年分别实现营收 11.63 亿元和 1.94 亿元，同比分别增长 12.49% 和 26.84%，二者合计营业收入 13.56 亿元，占调味品营业收入的 88.74%，占总营收的 80.05%。对食醋进行量价拆分，18 年公司销售食醋 15.28 万吨，同比增 8.83%，每吨食醋单价 7607.85 元，同比增 3.37%，可见公司醋类 18 年实现量价齐升，并且量的增长大于价的增长，我们判断量的增长源于公司品牌宣传和渠道拓展，价的增长源于公司高端单品的占比进一步提升（18 年高端醋营收同比增 15.07%，快于公司醋类整体营收增速）；对料酒进行量价拆分，18 年公司销售料酒 4.32 万吨，同比增 33.42%，而公司 18 年每吨料酒单价 4494.92 元，同比降 4.94%，可见公司料酒在 18 年实现的 26.84% 的营收增长完全是因为销量的扩张，我们判断这主要是因为公司 18 年以提升市占率为主要目的战略。
- 18 年各地区营收均实现营收增长和毛利提升，华东传统市场表现亮眼。18 年，公司在华东、华南、华中、西部和华北五个市场分别实现营业收入 8.25 亿元、2.18 亿元、2.39 亿元、1.48 亿元和 0.98 亿元，同比分别增 20.32%、12.32%、12.31%、17.68% 和 13.22%，分别实现毛利率 46.24%、42.29%、39.11%、37.82% 和 39.81%，分别较 17 年提升 2.02 个、2.03 个、1.04 个、1.43 个和 0.75 个百分点。整体来看，各地区市场均有不错表现，但华东地区表现较为突出，反应了公司对传统市场的深耕能力。从占公司各区域合并主营业务收入比例来看，华东地区 18 年占比为 53.98%，较 2017 年有所提升。
- 18 年主营业务单位销售额成本和费用同步降低。18 年公司酱醋调味品主业亿元销售额直接材料、直接人工和制造费用分别为 0.42 亿元、0.052 亿元和 0.099 亿元，同比分别增加 -3.09%、0.05% 和 -4.77%，三项成本加总同比增加 -3.11%，公司主营业务单位销售额的成本总体上有所降低。费用方面，公司 18 年亿元销售额对应销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 0.15 亿元、0.07 亿元、0.028 亿元和 0.005 亿元，同比分别增加 -1.72%、-24.42%、225.30% 和 -1.18%，加总来看，单位销售额费用同比增加 -1.76%。公司主营业务单位销售额成本和公司总营业收入单位费用的降低，表明公司 18 年经营效率有所提升。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 楼  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：0755-83692635  
 传真：0755-83688539

- **19年一季度业绩暂时超19年全年目标，华东地区占比较2018年全年有所下降。**19年一季度，公司营收4.60亿，扣非归母净利0.62亿，分别同比增15.15%和25.46%，归母净利增速暂时超过公司制定的19年全年15%的目标。而2019年第一季度，华东地区实现营收2.17亿元，占公司一季度各区域合计销售收入的50.57%，这一比例低于18年全年华东地区占比。公司表示19年要坚持聚焦主业、剥离辅业、深化改革、瘦身强体，保持高于行业增速的发展水平，巩固中国醋业龙头地位；力争实现主营调味品业务销售12%增长，扣除非经常性损益净利润实现15%增长的年度经营总目标。19年，随着公司10万吨高端醋产品灌装生产线建设项目、5万吨料酒灌装生产线及配套等项目的持续推进，考虑到公司目前良好的态势，我们对公司能够实现其年度目标表示谨慎认可。
- **风险因素：**餐饮业景气度下滑，高端食醋销量不及预期，食品安全风险。
- 我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.43元、0.48元和0.53元，对应动态市盈率分别为31倍、28倍和25倍，继续给予买入评级。



**图表一：盈利预测表 (单位：百万元)**

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1693.68	1896.93	2115.07	2347.73	净利润	303.84	334.39	372.14	411.79
营业成本	979.06	1071.76	1195.02	1326.47	折旧与摊销	91.41	89.35	90.60	92.37
营业税金及附加	27.10	30.35	33.84	37.57	财务费用	9.17	0.55	0.61	0.68
销售费用	252.32	275.05	306.69	340.42	资产减值损失	3.88	2.00	2.00	2.00
管理费用	111.63	123.30	137.48	152.60	经营营运资本变动	-133.09	219.27	-174.13	-70.12
财务费用	9.17	0.55	0.61	0.68	其他	100.40	-12.09	-15.42	-15.82
资产减值损失	3.88	2.00	2.00	2.00	<b>经营性现金流净额</b>	375.61	633.48	275.81	420.91
投资收益	16.94	9.09	12.42	12.82	资本支出	-20.67	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	48.53	1.00	1.00	1.00	其他	-274.15	33.85	38.46	31.36
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资性现金流净额</b>	-294.82	-36.15	-31.54	-38.64
<b>营业利润</b>	356.57	404.00	452.85	501.81	短期借款	42.00	-126.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.45	3.23	0.33	-0.34	长期借款	-33.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	370.02	407.22	453.18	501.47	股权融资	14.43	0.00	0.00	0.00
所得税	66.17	72.83	81.05	89.68	支付股利	-84.38	-91.50	-100.83	-112.07
净利润	303.84	334.39	372.14	411.79	其他	3.64	-9.92	5.22	2.91
少数股东损益	-0.75	-1.24	-0.94	-0.98	<b>筹资性现金流净额</b>	-57.40	-227.42	-95.61	-109.16
归属母公司股东净利润	304.60	335.64	373.08	412.77	<b>现金流量净额</b>	23.38	369.91	148.65	273.10
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	159.31	529.22	677.88	950.98	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	160.76	179.82	200.50	222.55	销售收入增长率	9.87%	12.00%	11.50%	11.00%
存货	303.99	332.77	371.04	411.85	营业利润增长率	8.22%	13.30%	12.09%	10.81%
其他流动资产	580.73	392.16	565.04	639.18	净利润增长率	8.49%	10.05%	11.29%	10.66%
长期股权投资	46.92	46.92	46.92	46.92	EBITDA 增长率	7.91%	8.04%	10.16%	9.34%
投资性房地产	391.94	391.94	391.94	391.94	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1022.32	1006.83	990.09	971.59	毛利率	42.19%	43.50%	43.50%	43.50%
无形资产和开发支出	87.27	83.98	80.69	77.40	三费率	22.03%	21.03%	21.03%	21.03%
其他非流动资产	97.13	72.79	47.18	29.06	净利率	17.94%	17.63%	17.59%	17.54%
<b>资产总计</b>	2850.36	3036.43	3371.27	3741.47	ROE	14.30%	14.12%	14.10%	14.01%
短期借款	126.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.66%	11.01%	11.04%	11.01%
应付和预收款项	309.04	340.98	380.20	422.02	ROIC	17.22%	18.97%	21.43%	22.06%
长期借款	20.04	20.04	20.04	20.04	EBITDA/销售收入	26.99%	26.04%	25.72%	25.34%
其他负债	270.27	307.50	331.81	360.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	725.34	668.52	732.05	802.53	总资产周转率	0.63	0.64	0.66	0.66
股本	783.56	783.56	783.56	783.56	固定资产周转率	1.76	1.95	2.33	2.75
资本公积	303.94	303.94	303.94	303.94	应收账款周转率	12.50	12.92	12.90	12.87
留存收益	947.29	1191.43	1463.68	1764.37	存货周转率	2.98	3.37	3.40	3.39
归属母公司股东权益	2034.80	2278.93	2551.18	2851.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.82%	—	—	—
少数股东权益	90.22	88.98	88.04	87.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2125.02	2367.91	2639.22	2938.94	资产负债率	25.45%	22.02%	21.71%	21.45%
负债和股东权益合计	2850.36	3036.43	3371.27	3741.47	带息债务/总负债	20.13%	3.00%	2.74%	2.50%
					流动比率	1.88	2.47	2.83	3.13
					速动比率	1.41	1.90	2.25	2.55
					股利支付率	27.70%	27.26%	27.03%	27.15%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	457.15	493.90	544.07	594.86	每股收益	0.39	0.43	0.48	0.53
PE	34.01	30.86	27.77	25.10	每股净资产	2.71	3.02	3.37	3.75
PB	4.87	4.37	3.92	3.52	每股经营现金	0.479	0.808	0.352	0.537
PS	6.12	5.46	4.90	4.41	每股股利	0.108	0.117	0.129	0.143
EV/EBITDA	19.906	17.442	15.611	13.853					
股息率	0.008	0.009	0.010	0.011					

资料来源：wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所食品饮料行业分析师。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。