

2019年08月27日

证券研究报告·2019 中报点评

恒顺醋业 (600305) 食品饮料

增持 (维持)

当前价: 14.93 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## Q2 营收增速略有放缓, 聚焦主业长期看好

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019 年上半年实现营业收入 8.8 亿元(+9.4%), 归母净利润 1.4 亿元(+15.3%), 归母扣非净利润 1.2 亿元(+15%); 其中 Q2 实现收入 4.2 亿元(+3.8%), 归母净利润 6984 万元(+9.4%), 归母扣非净利润 5509 万元(+5.2%)。
- **Q2 增速略有放缓, 食醋稳健增长, 料酒快速放量。** 1、公司调味品业务上半年收入增速 10.6%, Q1 增速超 15%, 预计 Q2 放缓至 4% 水平, 主要原因是公司年初对部分产品提价且配合相应的促销政策, 经销商 Q1 备货积极。Q2 节奏略有放缓消化市场库存。据市场调研, 7 月调味品业务恢复双位数增长水平。2、分产品来看, 醋类实现收入 6.1 亿(+7.7%), 主要是量增与产品结构优化, 提价效应并未体现, 预计下半年有所表现 (上半年公司并未调整出厂价, 提价产生收益以费用投入方式返还渠道); 料酒实现收入 1.16 亿元(+33%), 料酒作为第二大品类继续放量。其他品类如酱油、酱菜类亦同步增长。3、分区域看, 华东、华南、华中、西部、华北区域分别实现收入 4.3 亿元(+9.9%)、1.2 亿元(+15%)、1.4 亿元(+18%)、7556 万元(+10%)、5442 万元(+8.7%), 呈现均衡增长态势。在营销端, 公司进一步深化营销体系改革, 着重打造上海、杭州、武汉等样板市场, 并向全国市场进行复制, 不断提升产品市场覆盖率及市场占有率, 同时餐饮渠道逐步发力, 收入保持稳步提升。
- **产品结构优化提升毛利率, 配合提价费用投入加大。** 1、公司上半年调味品业务的毛利率为 44.4%, 同比+1.8pp, 其中醋类增加 2pp 至 46.4%, 主要靠产品结构优化, 高端醋占比持续提升, 增值税下降亦有贡献 (提价基本无体现), 料酒类增加 3.2pp 至 34%, 主要系促销力度有所减少。2、费用: 销售费用同比+23.7%, 销售费用率增加 1.9pp 至 16.4%, 公司提价后加大终端促销力度, 因此人员费用、促销费、广告费均有较大幅度提升; 管理费用率 (含研发) 为 9.8%, 同比下降 0.2pp, 财务费用率 0.34%, 整体三费率 26.5%, 同比增加 1.5pp。3、非经常性损益方面, 公司通过政府补贴、处置资产以及银行理财录得收益 2442 万元, 增厚利润, 公司 19H1 利润率 16.35%, 同比提升 1.2pp。
- **聚焦主业, 稳健增长, 机制优化仍有较大提升空间。** 1、公司加快对非调味品业务的处置, 聚焦调味品主业, 深耕渠道, 推进产品高端化和多元化, 调味品主业持续保持在两位数增长, 上升势头明显; 2、品牌和产品一直是恒顺优势所在, 但渠道和机制的短板限制公司发挥最大潜力, 期待公司深化国企改革, 推动体制和机制创新, 不断完善激励机制, 调动员工积极性, 实现业绩的加速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.45 元、0.52 元、0.61 元, 未来三年公司收入保持两位数、归母净利润 16% 的复合增长率, 增长确定性较强, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 食品安全风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1693.68	1896.92	2132.07	2390.06
增长率	9.87%	12.00%	12.40%	12.10%
归属母公司净利润 (百万元)	304.60	352.31	408.94	476.98
增长率	8.44%	15.67%	16.07%	16.64%
每股收益 EPS (元)	0.39	0.45	0.52	0.61
净资产收益率 ROE	14.30%	14.73%	15.18%	15.65%
PE	38	33	29	25
PB	5.51	4.90	4.35	3.85

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

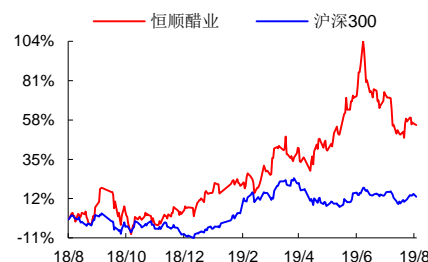
分析师: 周金菲

执业证号: S1250519080002

电话: 0755-23614240

邮箱: zjfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.84
流通 A 股(亿股)	7.84
52 周内股价区间(元)	8.88-19.77
总市值(亿元)	116.99
总资产(亿元)	28.17
每股净资产(元)	2.78

### 相关研究

1. 恒顺醋业 (600305): Q1 亮眼开局, 期待机制优化业绩加速 (2019-04-28)
2. 恒顺醋业 (600305): 目标踏实, 稳健前行 (2019-04-16)
3. 恒顺醋业 (600305): Q3 收入环比加速, 非经常损益增厚业绩 (2018-10-23)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1693.68	1896.92	2132.07	2390.06	净利润	303.84	351.44	407.92	475.80
营业成本	979.06	1062.00	1183.30	1316.60	折旧与摊销	91.41	85.53	86.86	87.52
营业税金及附加	27.10	32.25	36.25	40.63	财务费用	9.17	7.59	8.10	9.08
销售费用	252.32	282.64	302.75	329.83	资产减值损失	3.88	1.00	1.00	1.00
管理费用	111.63	170.72	191.89	203.16	经营营运资本变动	-170.01	-95.18	-72.80	-77.65
财务费用	9.17	7.59	8.10	9.08	其他	137.31	-32.91	-41.00	-41.00
资产减值损失	3.88	1.00	1.00	1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>375.61</b>	<b>317.46</b>	<b>390.08</b>	<b>454.75</b>
投资收益	16.94	15.00	20.00	20.00	资本支出	73.98	-50.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	48.53	20.00	20.00	20.00	其他	-368.81	66.94	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-294.82</b>	<b>16.94</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>356.57</b>	<b>405.72</b>	<b>478.79</b>	<b>559.76</b>	短期借款	42.00	-126.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.45	19.20	14.08	16.00	长期借款	-33.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>370.02</b>	<b>424.92</b>	<b>492.87</b>	<b>575.76</b>	股权融资	14.43	0.00	0.00	0.00
所得税	66.17	73.47	84.95	99.96	支付股利	-84.38	-91.38	-105.69	-122.68
净利润	303.84	351.44	407.92	475.80	其他	3.64	-28.27	-3.10	-4.08
少数股东损益	-0.75	-0.87	-1.01	-1.18	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-57.40</b>	<b>-245.65</b>	<b>-108.80</b>	<b>-126.76</b>
归属母公司股东净利润	304.60	352.31	408.94	476.98	<b>现金流量净额</b>	<b>23.38</b>	<b>88.76</b>	<b>311.29</b>	<b>357.99</b>
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	159.31	248.07	559.35	917.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	160.76	183.90	207.13	231.18	销售收入增长率	9.87%	12.00%	12.40%	12.10%
存货	303.99	331.70	362.32	394.48	营业利润增长率	8.22%	13.78%	18.01%	16.91%
其他流动资产	580.73	650.41	731.04	819.50	净利润增长率	8.49%	15.67%	16.07%	16.64%
长期股权投资	46.92	46.92	46.92	46.92	EBITDA 增长率	7.91%	9.12%	15.02%	14.40%
投资性房地产	391.94	360.00	370.00	380.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1022.32	989.86	906.07	821.61	毛利率	42.19%	44.01%	44.50%	44.91%
无形资产和开发支出	87.27	84.38	81.48	78.58	三费率	22.03%	24.30%	23.58%	22.68%
其他非流动资产	97.13	96.96	96.79	96.61	净利率	17.94%	18.53%	19.13%	19.91%
<b>资产总计</b>	<b>2850.36</b>	<b>2992.19</b>	<b>3361.10</b>	<b>3786.23</b>	ROE	14.30%	14.73%	15.18%	15.65%
短期借款	126.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.66%	11.75%	12.14%	12.57%
应付和预收款项	309.04	322.23	361.61	404.11	ROIC	18.06%	18.90%	21.82%	25.34%
长期借款	20.04	20.04	20.04	20.04	EBITDA/销售收入	26.99%	26.30%	26.91%	27.46%
其他负债	270.27	264.84	292.14	321.65	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>725.34</b>	<b>607.11</b>	<b>673.79</b>	<b>745.80</b>	总资产周转率	0.63	0.65	0.67	0.67
股本	783.56	783.56	783.56	783.56	固定资产周转率	1.76	1.93	2.31	2.81
资本公积	303.94	303.94	303.94	303.94	应收账款周转率	12.50	12.96	12.94	12.89
留存收益	947.29	1208.23	1511.47	1865.77	存货周转率	2.82	2.98	3.06	3.15
归属母公司股东权益	2034.80	2295.73	2598.97	2953.27	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	89.35	88.34	87.16	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2125.02</b>	<b>2385.08</b>	<b>2687.31</b>	<b>3040.43</b>	资产负债率	25.45%	20.29%	20.05%	19.70%
负债和股东权益合计	2850.36	2992.19	3361.10	3786.23	带息债务/总负债	20.13%	3.30%	2.97%	2.69%
					流动比率	1.88	2.73	3.21	3.66
					速动比率	1.41	2.09	2.59	3.05
					股利支付率	27.70%	25.94%	25.85%	25.72%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.39	0.45	0.52	0.61
					每股净资产	2.71	3.04	3.43	3.88
					每股经营现金	0.48	0.41	0.50	0.58
					每股股利	0.11	0.12	0.13	0.16
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	457.15	498.84	573.75	656.37					
PE	38.41	33.20	28.61	24.53					
PB	5.51	4.90	4.35	3.85					
PS	6.91	6.17	5.49	4.89					
EV/EBITDA	22.84	20.64	17.35	14.57					
股息率	0.72%	0.78%	0.90%	1.05%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn