

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

恒顺醋业(600305.SH)

维持评级

报告原因：中报点评

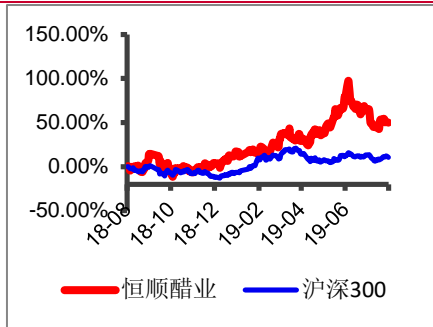
短期收入增速有所放缓，但有望完成全年目标

买入

2019年8月27日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月26日

收盘价(元)：14.93

年内最高/最低(元)：/32.30

流通A股/总股本(亿)：7.84/7.84

流通A股市值(亿)：120

总市值(亿)：120

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益：0.39

每股净资产(元)：2.60

净资产收益率：15.89%

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

E-mail: caolingyan@sxzq.com

研究助理：和芳芳

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司晚间披露半年报，公司 2019 年上半年实现营业收入 8.81 亿元，同比增长 9.43%；归母净利润 1.42 亿元，同比增长 15.28%；每股收益 0.18 元。

事件点评

- **二季度增速有所放缓，有望完成全年目标。**公司 2019H1 实现营业收入 8.81 亿元，同比+9.43%；归母净利润 1.42 亿元，同比+15.28%，单 Q2 实现营收 4.20 亿元，同比+3.79%，归母净利润 6984 万元，同比+9.37%，二季度增速有所放缓。2019 年初公司对五个品类产品进行提价，提价幅度在 6.45%-15.04%，但是出厂价并无调整，因此导致一季度提价经销商积极备货，对 Q2 量的增长有一定挤压，同时消费终端价格上涨，需要一定的消化期，所以二季度增速放缓。但是，公司下半年将继续贯彻落实年度经营计划，进一步深化“五大转型”升级，全力推进企业高质量发展，争取完成全年经营目标，即调味品业务 12% 增长、扣除非经常性损益净利润 15% 增长的年度目标。
- **料酒维持快速增长，华中和华东受益样板市场。**分产品来看，2019H1 公司调味品实现收入 8.19 亿元，同比增长 10.58%，其中醋实现收入 6.15 亿元，同比增长 7.71%；料酒维持快速增长，2019H1 实现收入 1.16 亿元，增长 32.58%。分渠道来看，公司进一步深化营销体系市场化改革，激发营销团队活力和潜力；进一步抓好重点产品和品牌建设，着重打造上海、杭州、武汉等重点区域的样板市场，并向不同区域进行复制，华中和华东市场收益样板市场，二季度增速较快，上半年华中/华南/西部/华东/华北大区收入分别增长 17.54%、14.71%、10.26%、9.94%、8.73%，单二季度华中、华南、华东、西部、华北大区收入增速分别为 13.43%、8.73%、6.93%、-0.63%、-3.53%。
- **产品结构升级利好毛利率，销售净利率不断提高。**2019H1 年公司销售净利率为 16.35%，同比增加 1.16pct，主要在于毛利率提高。2019H1 年公司销售毛利率为 43.86%，同比增加 2.01pct，主要在于产品结构升级带动毛利率上升。销售期间费用率为 26.51%，同增加 1.54pct，其中销售费用率为 16.40%，同比增加 1.89pct，主要在于市场促销费用增加所致；管理费用率为 9.77%，同比减少 0.16pct。另外，公司上半年投

资收益 0.19 亿元，同比增长 396.78%，对销售净利率影响也明显。

投资建议

- 公司这几年都在加快非核心资产处置，围绕做强做优做大主业，围绕以香醋为核心的多品类发展，实施“醋酒并举”战略，并在此基础上，加大酱油、酱菜、麻油等复合调味品产品升级及市场拓展力度，增强企业发展后劲，调味品主业有望持续保持在两位数增长。另外，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。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.45/0.51/0.58 元，对应公司 8 月 26 日收盘价 14.93 元，2019-2021 年 PE 分别为 34X/29X/26X，维持“买入”评级。

存在风险

- 行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,205	1,643	2,126	2,595	营业收入	1,694	1,904	2,119	2,352
现金	159	235	170	188	营业成本	979	1,085	1,201	1,317
应收账款	150	148	185	199	营业税金及附加	27	30	34	38
其他应收款	12	18	18	19	销售费用	252	272	301	334
预付账款	9	3	(4)	(11)	管理费用	112	114	123	129
存货	341	357	395	433	财务费用	9	5	6	8
其他流动资产	534	882	1,362	1,766	资产减值损失	4	10	2	3
非流动资产	1,646	1,441	1,345	1,255	公允价值变动收益	49	0	0	0
长期投资	47	48	48	48	投资净收益	17	14	14	11
固定资产	1,005	941	878	814	营业利润	357	401	466	533
无形资产	87	81	76	71	营业外收入	21	21	17	17
其他非流动资产	506	370	343	322	营业外支出	8	4	4	4
资产总计	2,850	3,084	3,471	3,850	利润总额	370	418	479	546
流动负债	641	683	782	847	所得税	66	71	81	93
短期借款	126	126	184	204	净利润	304	347	397	453
应付账款	184	201	223	245	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	331	357	376	397	归属母公司净利润	305	349	399	455
非流动负债	85	63	55	40	EBITDA	476	475	541	610
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.39	0.45	0.51	0.58
其他非流动负债	65	43	35	20					
负债合计	725	747	837	887	主要财务比率				
少数股东权益	90	88	87	85	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	784	784	784	784	成长能力				
资本公积	304	272	272	272	营业收入	9.87%	12.40%	11.30%	11.00%
留存收益	947	1,193	1,492	1,822	营业利润	8.22%	12.38%	16.24%	14.47%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	8.44%	14.52%	14.37%	14.11%
益	2,035	2,249	2,548	2,878	获利能力				
负债和股东权益	2,850	3,084	3,471	3,850	毛利率(%)	42.19%	43.00%	43.30%	44.00%
					净利率(%)	17.98%	18.32%	18.83%	19.36%
					ROE(%)	14.30%	14.84%	15.09%	15.30%
					ROIC(%)	20.88%	20.66%	19.27%	18.01%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	25.45%	24.21%	24.12%	23.04%
					净负债比率(%)	18.27%	13.62%	15.91%	14.53%
					流动比率	1.88	2.40	2.72	3.06
					速动比率	1.35	1.88	2.21	2.55
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.64	0.65	0.64
					应收账款周转率	12.50	14.16	14.26	13.58
					应付账款周转率	9.63	9.88	9.99	10.04

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	376	114	(19)	122
净利润	304	349	399	455
折旧摊销	91	69	69	69
财务费用	10	5	6	8
投资损失	(17)	(14)	(14)	(11)
营运资金变动	(189)	(303)	(479)	(400)
其他经营现金流	177	8	1	2
投资活动现金流	(295)	45	14	11
资本支出	0	0	0	0
长期投资	2	(1)	(0)	0



其他投资现金流	(297)	46	14	11	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(57)	(153)	(46)	(110)	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.45	0.51	0.58
短期借款	42	(0)	58	21	每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.15	(0.02)	0.16
长期借款	(33)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.87	3.25	3.67
普通股增加	181	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(166)	(32)	0	0	P/E	38.4	33.5	29.3	25.7
其他筹资现金流	(81)	(121)	(104)	(130)	P/B	5.7	5.2	4.6	4.1
现金净增加额	23	6	(50)	24	EV/EBITDA	16.41	24.30	21.65	19.25

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。