

600305.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 18.95

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 恒顺醋业点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	24.4	2.5	29.4	44.9
相对上证指数	34.6	9.9	37.1	53.2

发行股数(百万)	784
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	14,848
3 个月日均交易额(人民币 百万)	321
净负债比率(%) (2020E)	(16)
主要股东(%)	
江苏恒顺集团有限公司	45

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 3 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《恒顺醋业: 调味品稳健增长, 料酒快速放量》
20191101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

恒顺醋业

成长空间较大, 期待改革进一步推进

疫情对恒顺的影响较小。新人新气象, 期望改革进一步推进。过去两年销售团队激励机制已持续改善, 效果初显, 为后续的进一步改革打下基础。恒顺的醋市占率还有较大提升空间, 向其它调味品延伸的难度较小, 符合我们的长期选股逻辑。恒顺值得持续关注, 维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- 疫情对恒顺的影响较小。(1) 根据 19 年 3 季报情况判断, 2019 年醋保持稳健增长, 料酒维持较快增速, 成为重要增长点。(2) 我们判断疫情对恒顺的影响相对较小, 2020 年 1 季度可以实现增长。醋的需求有刚性, 虽然疫情对餐饮冲击较大, 但家庭消费占比可相应提高。公司对市场的反应比较迅速, KA 卖场有望实现较快增长。
- 新人新气象, 期望改革进一步推进。2019 年 12 月杭祝鸿接任董事长, 人事变动显示大股东对恒顺的期望值较高, 我们判断 2020 年销售增速目标有望提速。新董事长上台后, 我们判断营销体系架构调整将会快速推进, 内部人事调整则会循序渐进, 激发现有员工活力。
- 过去两年销售团队激励机制已持续改善, 效果初显, 为后续的进一步改革打下基础。2018 年报提出, 加大营销队伍改革, 释放营销团队活力, 实现了市场营销高质量发展。2019 年中报提出, 加快人才、采供、投资子公司市场化进程和制度建设, 完善内部激励机制, 提升管理效率。从过去两年的业绩来看, 销售团队激励机制改善的效果初显, 为后续的进一步改革打下基础。
- 恒顺醋的市占率还有较大提升空间, 向其它调味品延伸的难度较小, 符合我们的长期选股逻辑。有别于其它调味品, 醋注重历史底蕴, 类似于白酒、黄酒。恒顺是四大名醋之一镇江香醋的代表, 中国醋业第一品牌, 食醋连续 20 多年产销量全国领先, 但市场占有率仅为 10% 左右, 远低于酱油, 也低于乳制品、酵母等食品龙头, 我们认为恒顺醋的市占率还有较大提升空间。另外, 由于恒顺先天资源禀赋好, 公司依托醋的品牌影响力, 向料酒等其它调味品领域延伸的时候, 难度低于竞争对手, 类似于洽洽食品从瓜子到坚果。

估值

- 考虑到高管调整的积极影响, 我们小幅上调 2021 年盈利预测, 预计 2019-21 年 EPS 为 0.41、0.44、0.52 元, 同比增 6%、6%、18%, 预计 2020 年扣非后净利增 17%。短期来看, 当前调味品板块估值总体仍偏高, 恒顺的品牌价值十分突出, 若能够有效推进改革, 业绩成长的不确定性可加强, 且不乏向上的弹性, 值得持续关注。维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧、改革进程低于预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,542	1,694	1,834	2,063	2,366
变动(%)	7	10	8	12	15
净利润(人民币 百万)	281	305	323	342	405
全面摊薄每股收益(人民币)	0.358	0.389	0.412	0.437	0.517
变动(%)	64.8	8.4	5.9	6.1	18.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)					0.507
变动(%)					-1.9
全面摊薄市盈率(倍)	52.9	48.7	46.0	43.4	36.7
价格/每股现金流量(倍)	47.8	39.5	40.0	31.8	32.8
每股现金流量(人民币)	0.40	0.48	0.47	0.60	0.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	49.0	40.4	35.4	31.7	27.0
每股股息(人民币)	0.108	0.120	0.127	0.135	0.160
股息率(%)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,542	1,694	1,834	2,063	2,366
销售成本	916	979	1,023	1,146	1,304
经营费用	190	163	158	168	156
息税折旧前利润	303	367	419	469	550
折旧及摊销	86	91	93	95	97
经营利润(息税前利润)	218	276	326	374	453
净利息收入/(费用)	0	1	0	0	0
其他收益/(损失)	11	17	25	25	25
税前利润	333	370	392	416	492
所得税	52	66	70	74	88
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	281	305	323	342	405
核心净利润	281	305	323	342	405
每股收益(人民币)	0.358	0.389	0.412	0.437	0.517
核心每股收益(人民币)	0.358	0.389	0.412	0.437	0.517
每股股息(人民币)	0.108	0.120	0.127	0.135	0.160
收入增长(%)	7	10	8	12	15
息税前利润增长(%)	11	27	18	15	21
息税折旧前利润增长(%)	13	21	14	12	17
每股收益增长(%)	65	8	6	6	18
核心每股收益增长(%)	65	8	6	6	18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	333	370	392	416	492
折旧与摊销	86	91	93	95	97
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	(2)	32	(44)	30	(49)
税金	(114)	(80)	0	0	0
其他经营现金流	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	311	376	371	466	452
购买固定资产净值	121	120	120	120	120
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(187)	(554)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(291)	(295)	(120)	(120)	(120)
净增权益	52	28	0	0	0
净增债务	52	28	0	0	0
支付股息	(60)	(95)	(94)	(100)	(106)
其他融资现金流	(25)	6	0	0	0
融资活动产生的现金流	(34)	(57)	(94)	(100)	(106)
现金变动	(14)	23	157	246	226
期初现金	150	136	159	316	562
公司自由现金流	186	235	204	319	309
权益自由现金流	230	236	190	305	293

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	136	159	316	562	789
应收帐款	133	140	156	177	205
库存	305	304	333	381	431
其他流动资产	417	602	607	605	612
流动资产总计	991	1,205	1,411	1,725	2,036
固定资产	1,091	1,111	1,139	1,164	1,188
无形资产	1	0	0	0	0
其他长期资产	487	534	534	534	534
长期资产总计	1,578	1,646	1,673	1,699	1,722
总资产	2,569	2,850	3,085	3,423	3,758
应付帐款	168	184	184	228	240
短期债务	84	126	126	126	126
其他流动负债	401	457	463	516	540
流动负债总计	569	641	647	744	780
长期借款	53	20	20	20	20
其他长期负债	69	65	65	65	65
股本	603	784	784	784	784
储备	1,197	1,251	1,480	1,722	2,022
股东权益	1,878	2,125	2,353	2,595	2,893
少数股东权益	78	90	89	89	88
总负债及权益	2,569	2,850	3,085	3,423	3,758
每股帐面价值(人民币)	2.40	2.71	3.00	3.31	3.69
每股有形资产(人民币)	2.40	2.71	3.00	3.31	3.69
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.7	21.7	22.9	22.7	23.2
息税前利润率(%)	14.1	16.3	17.8	18.1	19.1
税前利润率(%)	21.6	21.8	21.4	20.2	20.8
净利率(%)	18.2	18.0	17.6	16.6	17.1
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	2.2	2.3	2.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	0.1	(0.6)	(7.2)	(16.0)	(22.2)
速动比率(倍)	1.2	1.4	1.7	1.8	2.1
估值					
市盈率(倍)	52.9	48.7	46.0	43.4	36.7
核心业务市盈率(倍)	52.9	48.7	46.0	43.4	36.7
市净率(倍)	7.9	7.0	6.3	5.7	5.1
价格/现金流(倍)	47.8	39.5	40.0	31.8	32.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	49.0	40.4	35.4	31.7	27.0
周转率					
存货周转天数	72.8	65.6	63.3	63.1	62.6
应收帐款周转天数	27.8	29.4	29.4	29.4	29.4
应付帐款周转天数	38.5	37.9	36.6	36.5	36.2
回报率					
股息支付率(%)	30.0	30.9	30.9	30.9	30.9
净资产收益率(%)	15.9	15.2	14.4	13.8	14.8
资产收益率(%)	7.7	8.7	9.4	9.8	10.7
已运用资本收益率(%)	11.6	12.9	13.7	14.3	15.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371