

恒顺醋业 (600305)

公司研究/点评报告

提价体现管理层积极意图，2019 年业绩值得期待

——恒顺醋业 (600305) 部分产品提价公告点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 1 月 7 日

一、事件概述

公司 1 月 5 日发布公告，对旗下恒顺香醋系列、恒顺陈醋系列、料酒系列、K 型香醋、金恒顺等系列提价 6%-15% 不等。提价覆盖产品在 2018 年的营收共计约 2.36 亿元，约占公司调味品业务整体收入的 15% 左右。

二、分析与判断

➤ 提价举措凸显管理层对 2019 年业绩的积极意图

从 2018Q3 表现看，公司 2018 年完成收入增长任务的可能性较大，我们预计 2019 年业绩增速目标仍在两位数以上。因此，提价举措在这一节点出台，凸显了恒顺管理层对于 2019 年公司收入端及利润端的双重诉求。收入端，按照 2018 年提价 SKU 收入占比静态估算，将提供约 2% 的收入增长；更核心的是对利润端的提振，静态预估（不考虑营销加大投入）将增厚利润 6-8 个百分点。因此，我们认为提价意味着管理层对 2019 年的收入及主业利润要求更高，甚至有望高过 2018 年。

➤ 此次提价仍遵循旧规矩，有 2~3 个月过渡期

恒顺提价流程与海天、厨邦等企业不同，一般存在 2~3 个月的过渡期。在过渡期内，虽按新价格执行，但完成任务后可返利（返货为主），返利后与提价前价格基本持平。因此，提价后 2~3 个月内，经销商为追求返利会主动加库存，一般而言对恒顺出厂节奏影响不大，真正体现影响要在过渡期后。我们预计，恒顺 2019 年将延续 2018 年以来的渠道宽松政策，将继续配合其他措施保障提价后铺市以及动销的持续。针对 2016 年提价后市场反馈不佳的问题，我们认为公司提价后后续渠道动作匹配不够到位才是当时动销不佳的核心因素，本次提价后自身改善空间巨大足以弥补提价带来的负面效应。

➤ 提价及过渡期对财报的短期影响无需担忧

提价行为短期对公司报表的影响无需担忧。由于 2~3 个月提价过渡期的存在，提价后的第一个季度反而一般是恒顺报表表现较好的时点。同时，根据最新跟踪反馈，公司 2018 年 12 月（2019 销售年首月）销售表现突出，当然存在部分经销商提前备货因素。提价对终端动销是否存在影响，尚需跟踪公司后续配套的铺市及相关营销动作。2018 年以来公司的市场推广力度持续加码，我们对此予以相对乐观预期。总体上，恒顺醋业 2019 年业绩仍然值得期待。

三、盈利预测与投资建议

预计 18-20 年公司实现营业收入 17.27 亿元/19.55 亿元/21.50 亿元，同比增长 12%/13%/10%；预计 18-20 年公司归属母公司净利润为 3.10 亿元/3.26 亿元/3.65 亿元，同比增长 10%/5%/12%，按照最新股本对应 EPS 分别为 0.40 元/0.42 元/0.47 元，目前股价对应 PE 为 26 倍/25 倍/22 倍。公司估值低于行业整体 43 倍，及一线企业海天味业、中炬高新 43/39 倍的估值水平。综上，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

返利过大导致提价幅度不及预期，居民整体消费倾向下降，食品安全问题等。

推荐

首次评级

当前价格：

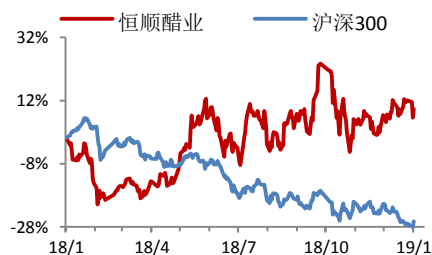
10.15

交易数据

2019-1-2

近 12 个月最高/最低	11.43/7.34
总股本 (百万股)	783.56
流通股本 (百万股)	783.56
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	79.53
流通市值 (亿元)	79.53

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 【民生食品饮料】行业深度报告：高端酒增速换挡，重点关注次高端名酒及优质地产酒
2. 民生食品饮料 2019 年年度策略：关注调味品、啤酒成长机会，精选白酒、大众品个股

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,542	1,727	1,951	2,146
增长率 (%)	6.5%	12.0%	13.0%	10.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	281	307	325	365
增长率 (%)	64.8%	9.3%	5.8%	12.3%
每股收益 (元)	0.47	0.39	0.41	0.47
PE (现价)	21.8	25.9	24.5	21.8
PB	3.4	4.0	3.7	3.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,542	1,727	1,951	2,146
营业成本	916	950	1,059	1,165
营业税金及附加	26	27	32	35
销售费用	234	260	296	325
管理费用	148	179	200	216
EBIT	218	311	364	405
财务费用	8	7	7	7
资产减值损失	4	0	0	0
投资收益	11	52	21	28
营业利润	329	357	378	426
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	333	365	388	433
所得税	52	61	66	71
净利润	280	304	322	362
归属于母公司净利润	281	307	325	365
EBITDA	303	397	460	509

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	136	408	602	860
应收账款及票据	133	127	142	159
预付款项	14	22	22	23
存货	305	360	384	418
其他流动资产	388	388	388	388
流动资产合计	991	1,334	1,563	1,877
长期股权投资	49	49	49	49
固定资产	920	1,025	1,138	1,232
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,578	1,580	1,574	1,510
资产合计	2,569	2,914	3,137	3,387
短期借款	84	84	84	84
应付账款及票据	168	177	194	212
其他流动负债	89	89	89	89
流动负债合计	569	747	807	878
长期借款	53	53	53	53
其他长期负债	69	69	69	69
非流动负债合计	123	123	123	123
负债合计	691	870	930	1,001
股本	603	784	784	784
少数股东权益	78	75	72	69
股东权益合计	1,878	2,045	2,207	2,386
负债和股东权益合计	2,569	2,914	3,137	3,387

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	6.5%	12.0%	13.0%	10.0%
EBIT 增长率	11.5%	42.9%	16.9%	11.4%
净利润增长率	64.8%	9.3%	5.8%	12.3%
盈利能力				
毛利率	40.6%	45.0%	45.7%	45.7%
净利率	18.2%	17.8%	16.7%	17.0%
总资产收益率 ROA	10.9%	10.5%	10.4%	10.8%
净资产收益率 ROE	15.6%	15.6%	15.2%	15.7%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.7
现金比率	0.2	0.5	0.7	1.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	27.7	26.6	26.4	26.9
存货周转天数	122.5	138.4	132.4	131.1
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.4	0.4	0.5
每股净资产	3.0	2.5	2.7	3.0
每股经营现金流	0.5	0.4	0.5	0.5
每股股利	0.1	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	21.8	25.9	24.5	21.8
PB	3.4	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	26.3	19.4	16.3	14.2
股息收益率	1.4%	1.7%	2.0%	2.3%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	280	304	322	362
折旧和摊销	78	86	96	104
营运资金变动	38	(29)	3	(9)
经营活动现金流	311	300	390	422
资本开支	(38)	80	80	34
投资	(336)	0	0	0
投资活动现金流	(291)	(28)	(59)	(6)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	52	0	0	0
筹资活动现金流	(34)	(1)	(137)	(159)
现金净流量	(14)	272	194	258

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。