

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年10月29日**
**市场数据**

目前股价	14.12
总市值（亿元）	110.64
流通市值（亿元）	110.64
总股本（万股）	78,356
流通股本（万股）	78,356
12个月最高/最低	19.81/8.58

**分析师**

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ 010-88366060

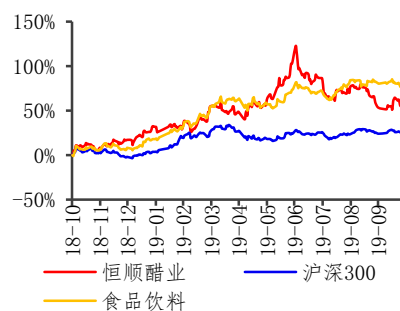
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;调味品增速放缓，静待提价效应&gt;&gt;

2019-08-26

&lt;&lt;调味品稳增长，毛利率稳提升&gt;&gt;

2019-04-27

&lt;&lt;调味品持续改善，19年再上台阶&gt;&gt;

2019-04-16

# 调味品略有改善，毛利率稳步提升

## ——恒顺醋业（600305）公司三季度点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	1848	2072	2313
(+/-%)	9.1%	12.2%	11.6%
净利润	355	407	458
(+/-%)	16.4%	14.7%	12.6%
摊薄 EPS	0.45	0.52	0.58
PE	32	28	25

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事项：**公司发布 2019 年三季报，1-3Q 实现营业总收入 13.3 亿元、同增 7.6%，归母净利润 2.5 亿元、同增 14.8%，扣非归母净利润 1.8 亿元、同增 15.2%，实现每股收益 0.32 元。Q3 实现营业收入 4.5 亿元、同增 4.2%，归母净利润 1.1 亿元、同增 14.2%，扣非归母净利润 0.7 亿元、同增 15.7%。
- Q3 业绩略低于市场预期。**Q3 收入同增 4.2%，增速有所放缓，略低于市场预期；归母净利润同增 14.2%，增速有所加快，主要系毛利率提升、处置中山西路资产所致。
- Q3 调味品略有改善，料酒增长强劲。**Q3 公司收入增速依然放缓，主因在于非调味品业务拖累。观察母公司（主要为调味品业务）增速、醋与料酒合计增速，三季度均较二季度有小幅提升，反映调味品业务略有改善。估计 Q3 调味品增速 8-10%，单三季度增速略低于全年目标：一是去年同期基数较高，二是竞品在部分区域加大竞争，白醋增速放缓，拖累整体业务。其中食醋收入 3.0 亿元、同增 3.9%（主力黑醋增长良好，白醋有所拖累）；料酒收入 0.7 亿元、同增 39.1%，依然保持强劲增长，增长动力主要来自于渠道铺货。分区域来看，Q3 大本营华东地区的调味品实现收入同增 3.7%，华南、华中增速较快，分别为 23.6%、11.9%，华北和西部分别同增 3.1%、1.6%。截至 6 月底，公司拥有 1211 家经销商，净增 70 家。目前渠道库存基本处于良性，预计随着公司渠道不断扩张，提价在终端的接受度逐步提高，全年调味品收入增速有望保持在 10% 左右。
- 毛利率同升 3.7pct，费用率稳中有升。**Q3 公司归母净利润同增 14.2%，主要毛利率提升与获得中山西路资产处置收益 2300 多万。Q3 公司整体毛利率为 44.4%、同比提升 3.7pct，主要受益于 1）年初产品提价，2）增值税下调，3）高毛利的料酒产品占比提升，随着提价效应逐步显现，全年毛利率大概率稳中有升。费用端来看，Q3 期间费用率为 25.2%，较去年同期上升 2.6pct，其中销售费用率为 16.3%、提升 1.7pct，主要系公司将加强渠道推广，以提高市场份额，属于市场拓展过程中的正常费用投放；管理费用率为 8.6%（将研发费用考虑在内）、同升 1.2pct。公司不断提高

经营效率，整体费用率有望稳中有降，加上毛利率稳步提升，预计全年净利润增速高于收入增速。

- **深化产品和渠道策略，逐步迈向全国化。**19年公司继续深化产品和渠道策略，为走向全国化夯实基础。从产品策略来看，一方面公司对食醋进行高中低档分类以提升价格带，同时缩减SKU，产品结构更加清晰；加大新品推广及包装升级，聚焦大单品，产品结构得到优化，毛利率中枢有望上移；另一方面加码白醋、料酒等品类，新消费场景下的发展空间较大。从渠道思路来看，提高传统渠道的网点和产品覆盖率，未来公司重点开发餐饮渠道（目前占比<20%），将先通过经销商拓展华东区餐饮渠道，再逐步向外渗透，预计未来将成为新的增长点。

**盈利预测与投资建议。**食醋行业的区域性显著、品牌众多，格局较为分散。恒顺香醋作为四大醋类之一，品牌知名度较高。目前公司华东以外的市场稳步扩张，新品类持续放量，公司收入有望实现稳定增长；醋类的产品结构不断优化，将推动盈利能力继续改善。考虑到前三季度业绩表现，我们预计公司19-21年营收增速分别为9.1%/12.2%/11.6%；净利润增速分别为16.4%/14.7%/12.6%，EPS分别为0.45/0.52/0.58元，对应PE分别为32/28/25X，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**省外扩张不及预期，原材料价格波动，食品安全问题。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1541.58	1693.68	1847.53	2072.35	2312.89	<b>成长性</b>					
营业成本	916.33	979.06	1033.91	1147.92	1270.87	营业收入增长	6.5%	9.9%	9.1%	12.2%	11.6%
销售费用	233.70	252.32	295.61	290.13	319.18	营业成本增长	7.8%	6.8%	5.6%	11.0%	10.7%
管理费用	147.81	111.63	121.94	125.58	136.46	营业利润增长	74.9%	8.2%	16.3%	15.1%	13.8%
研发费用	0.00	47.73	49.88	49.74	53.20	利润总额增长	60.9%	11.3%	14.7%	15.2%	13.1%
财务费用	8.45	9.17	8.26	9.28	11.66	净利润增长	64.8%	8.4%	16.4%	14.7%	12.6%
其他收益	16.77	29.96	16.00	16.00	16.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	11.22	16.94	22.37	21.99	22.01	毛利率	40.6%	42.2%	44.0%	44.6%	45.1%
营业利润	329.49	356.57	414.76	477.54	543.21	销售净利率	18.2%	17.9%	19.1%	19.5%	19.7%
营业外收支	3.01	13.45	9.56	11.06	9.27	ROE	14.9%	14.3%	14.8%	15.1%	15.0%
利润总额	332.51	370.02	424.31	488.60	552.48	ROIC	20.5%	19.4%	21.7%	24.4%	26.3%
所得税	52.43	66.17	72.13	84.53	96.68	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-0.82	-0.75	-2.36	-2.52	-2.09	销售费用/营业收入	15.2%	14.9%	16.0%	14.0%	13.8%
净利润	280.90	304.60	354.54	406.59	457.89	管理费用/营业收入	9.6%	6.6%	6.6%	6.1%	5.9%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	0.0%	2.8%	2.7%	2.4%	2.3%
					( 百万 )	财务费用/营业收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
流动资产	991.00	1204.79	1447.77	1765.85	2111.74	投资收益/营业利润	3.4%	4.8%	5.4%	4.6%	4.1%
货币资金	135.93	159.31	344.67	603.64	889.53	所得税/利润总额	15.8%	17.9%	17.0%	17.3%	17.5%
应收票据及应收账款合计	132.98	139.79	149.86	178.99	185.41	应收账款周转率	13.14	12.42	0.00	0.00	0.00
其他应收款	14.88	11.59	17.29	15.10	21.05	存货周转率	2.98	3.21	3.21	3.21	3.21
存货	305.07	303.99	339.19	374.91	415.68	流动资产周转率	1.90	1.54	1.39	1.29	1.19
非流动资产	1577.92	1645.58	1647.51	1681.84	1711.27	总资产周转率	0.64	0.63	0.62	0.63	0.64
固定资产	943.19	1028.19	1047.76	1104.50	1163.59	<b>偿债能力</b>					
资产总计	2568.93	2850.36	3095.29	3447.68	3823.00	资产负债率	26.9%	25.4%	23.0%	22.5%	20.7%
流动负债	568.58	640.72	631.42	697.58	716.87	流动比率	1.74	1.88	2.29	2.53	2.95
短期借款	84.00	126.00	126.00	126.00	126.00	速动比率	0.50	0.48	0.81	1.14	1.53
应付款项	167.71	184.20	194.70	222.27	236.38	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
非流动负债	122.63	84.63	80.70	77.45	73.92	EPS	0.36	0.39	0.45	0.52	0.58
长期借款	53.14	20.04	16.11	12.87	9.34	每股净资产	2.30	2.60	2.93	3.30	3.76
负债合计	691.21	725.34	712.11	775.03	790.79	每股经营现金流	-0.09	0.23	0.39	0.59	0.61
股东权益	1877.72	2125.02	2383.17	2672.65	3032.21	每股经营现金/EPS	-0.25	0.59	0.86	1.13	1.04
股本	602.74	783.56	783.56	783.56	783.56	<b>估值</b>					
留存收益	727.08	947.29	1192.80	1474.38	1791.71	PE	40	37	32	28	25
少数股东权益	77.57	90.22	87.87	85.35	83.26	PEG	0.79	4.35	1.14	2.14	1.71
负债和权益总计	2568.93	2850.36	3095.29	3447.68	3823.00	PB	6.29	5.57	4.94	4.38	3.84
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	EV/EBITDA	27.02	24.62	22.27	19.05	16.41
经营活动现金流	310.92	375.61	303.54	460.86	477.47	EV/SALES	7.41	6.76	6.08	5.30	4.62
其中营运资本减少	-350.58	-179.49	-45.27	6.86	-40.88	EV/IC	5.84	5.15	4.57	3.99	3.44
投资活动现金流	-290.90	-294.82	9.69	-74.97	-80.33	ROIC/WACC	2.00	1.90	2.12	2.37	2.55
其中资本支出	120.76	120.47	4.50	37.27	32.37	REP	2.92	2.71	2.16	1.68	1.35
融资活动现金流	-33.61	-57.40	-127.86	-126.92	-111.24						
净现金总变化	-13.58	23.38	185.36	258.97	285.89						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>