经营能力和潜力的被认可度在增加

恒顺醋业(600305)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	16.58
合理价格区间(元):	19.80~20.24

贺琪 研究员 执业证书编号：S0570515050002
0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 研究员 执业证书编号：S0570516040004
010-63211166
wangnan2@htsc.com

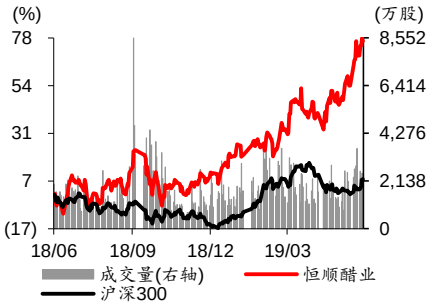
李晴 研究员 执业证书编号：S0570518110003
021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 联系人 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

1《恒顺醋业(600305,增持)：产品提价和结构优化推升收入增速》2019.04
2《恒顺醋业(600305,增持)：食醋盈利改善，料酒快速增长》2019.04
3《恒顺醋业(600305,增持)：提价的覆盖品类谨慎但幅度激进》2019.01

一年内股价走势图



资料来源：Wind

恒顺醋业在食醋行业的经营能力和潜力正在被更多的投资者认可

市场对恒顺醋业在食醋细分领域中的龙头地位认可度一直较高，分歧主要集中在公司的经营能力和未来的扩张潜力。我们认为 2019 年初公司主导的产品提价的终端和渠道商反馈明显优于上轮 2016 年的提价，市场对于公司经营能力的认可度经过此次提价后有明显的提升。另外料酒业务的快速放量也在缓解投资者对于恒顺醋业中长期增长潜力的担忧。我们预计恒顺醋业 2019~2021 年 EPS 分别为 0.44 元，0.51 元和 0.57 元，维持“增持”评级。

更为顺畅的提价历程：市场对恒顺醋业经营能力的认可度在上升

恒顺醋业 2019 年 1 月 5 日公告，基于包装材料等成本上涨因素，为便于进一步聚焦 A 类产品战略，理顺价格体系，公司决定对恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒等 5 个品种的产品进行出厂价格调整，价格调整从 2019 年 1 月 1 日开始实施。提价实施后，2019Q1 恒顺醋业实现收入 4.60 亿元，同比增长 15.15%，实现归母净利 0.72 亿元，同比增长 21.66%，实现扣非归母净利 0.62 亿元，同比增长 25.46%。我们认为本次提价的市场和渠道商反响优于上轮 2016Q3 的产品提价，体现了公司对行业需求良好的判断力和价格调整政策的高效执行力。

料酒业务的持续快速增长：缓解了市场对于公司中长期增长潜力的担忧

由于下游经销商和客户的需求特征，品类扩张是调味品公司的重要增长维度之一。料酒是恒顺醋业在主业食醋之外另一重要发力的调味品细分领域，食醋和料酒在工艺流程层面的高重合度决定了恒顺醋业在生产端具有优势，同时“恒顺”品牌又在料酒的主要消费区域长三角地区具有广泛的市场影响力和号召力，我们认为料酒有望成为恒顺醋业的第二增长极，同时恒顺醋业或将是料酒市场容量扩张和整合的主要受益品牌之一。

恒顺醋业是调味品行业 TOP6（A 股，以 20190621 市值计）中唯一国企

在 A 股调味品上市公司中，截止 2019 年 6 月 21 日恒顺醋业市值排名第 6。市值排名前 6 的调味品企业中恒顺醋业是唯一的国有企业，这也意味着从企业机制的角度而言，恒顺醋业的效率提升空间仍然较大。我们认为未来恒顺醋业潜在的效率提升将体现在两个维度，第一个维度是收入增速的加快，第二个维度是盈利能力的上升。

看好恒顺醋业的发展潜力，维持“增持”评级

我们认为核心产品的顺利提价彰显了恒顺醋业的行业地位，同时新品的良好增长为恒顺醋业中长期的发展打开了天花板。根据盈利预测，我们预计恒顺醋业 2019~2021 年收入将分别达到 19.17 亿元，21.34 亿元和 23.61 亿元；EPS 将分别达到 0.44 元，0.51 元和 0.57 元。可比公司的平均估值水平为 2019 年 46 倍 PE，我们给予恒顺醋业 2019 年 45~46 倍 PE 估值，上调目标价范围至 19.80~20.24 元，维持“增持”评级。

风险提示：产品提价对销售产生负面影响；新品增长不达预期；食品安全。

公司基本资料

总股本 (百万股)	783.56
流通 A 股 (百万股)	783.56
52 周内股价区间 (元)	8.50-16.71
总市值 (百万元)	12,991
总资产 (百万元)	2,824
每股净资产 (元)	2.69

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,542	1,694	1,917	2,134	2,361
+/-%	6.52	9.87	13.21	11.32	10.62
归属母公司净利润 (百万元)	280.90	304.60	346.63	399.13	448.37
+/-%	64.84	8.44	13.80	15.14	12.34
EPS (元，最新摊薄)	0.36	0.39	0.44	0.51	0.57
PE (倍)	46.25	42.65	37.48	32.55	28.97

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

可比公司估值表

图表1：恒顺醋业可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价				EPS			PE		
		元/股	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603288.SH	海天味业	102.14	1.62	1.95	2.32	63	52	44
600872.SH	中炬高新	39.99	0.76	0.94	1.18	53	43	34
603027.SH	千禾味业	20.62	0.52	0.49	0.61	40	42	34
平均							**46**	

资料来源：Wind，华泰证券研究所 收盘价取 2019 年 6 月 21 日，盈利预测取 Wind 一致预期

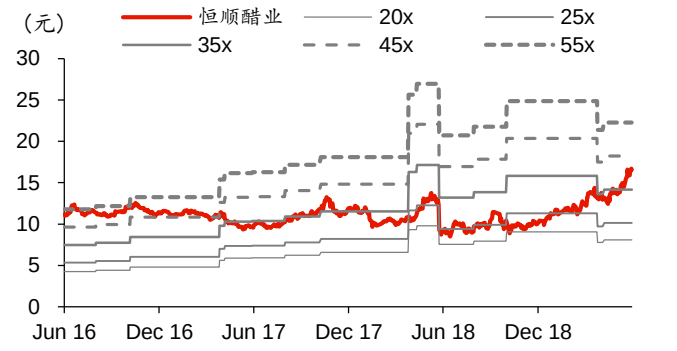
图表2：恒顺醋业是市值 TOP6 调味品企业中唯一的国企（A 股，截止 20190621）

证券代码	证券简称	市值 190621（亿元）	公司属性
603288.SH	海天味业	2,758	民营企业
600872.SH	中炬高新	319	民营企业
300741.SZ	华宝股份	195	外资企业
603317.SH	天味食品	160	民营企业
600873.SH	梅花生物	152	民营企业
600305.SH	恒顺醋业	130	地方国有企业
603027.SH	千禾味业	94	民营企业
002568.SZ	百润股份	82	民营企业
600929.SH	湖南盐业	78	地方国有企业
000639.SZ	西王食品	65	民营企业
002650.SZ	加加食品	42	民营企业
600866.SH	星湖科技	39	地方国有企业
300138.SZ	晨光生物	38	公众企业
002495.SZ	佳隆股份	31	民营企业
603020.SH	爱普股份	27	民营企业
603696.SH	安记食品	24	外资企业
600186.SH	*ST 莲花	16	民营企业

资料来源：Wind，华泰证券研究所

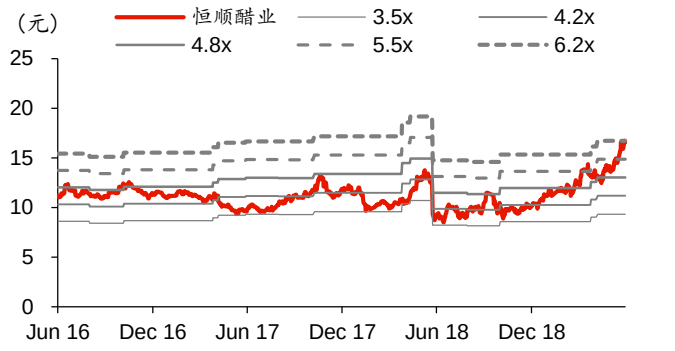
PE/PB - Bands

图表3：恒顺醋业历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：恒顺醋业历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	991.00	1,205	1,620	2,080	2,556
现金	135.93	159.31	730.98	1,038	1,441
应收账款	132.62	138.47	152.04	175.82	191.59
其他应收账款	14.88	11.59	18.06	18.81	19.94
预付账款	13.91	9.38	17.30	16.41	17.45
存货	305.07	303.99	365.35	395.43	434.92
其他流动资产	388.58	582.05	335.85	435.49	451.13
非流动资产	1,578	1,646	1,601	1,561	1,539
长期投资	48.86	46.92	47.82	47.86	47.53
固定投资	943.19	1,028	1,003	992.16	985.38
无形资产	94.95	87.27	49.15	(0.10)	(32.84)
其他非流动资产	490.93	483.19	501.27	520.62	539.39
资产总计	2,569	2,850	3,220	3,641	4,096
流动负债	568.58	640.72	619.19	662.92	702.72
短期借款	84.00	126.00	90.33	100.11	105.48
应付账款	167.71	184.20	201.22	224.42	249.51
其他流动负债	316.87	330.52	327.63	338.39	347.73
非流动负债	122.63	84.63	81.87	81.28	67.50
长期借款	53.14	20.04	17.77	15.22	2.59
其他非流动负债	69.49	64.59	64.09	66.06	64.91
负债合计	691.21	725.34	701.05	744.20	770.21
少数股东权益	77.57	90.22	89.37	88.38	87.27
股本	602.74	783.56	783.56	783.56	783.56
资本公积	470.33	303.94	303.94	303.94	303.94
留存公积	727.08	947.29	1,294	1,624	2,005
归属母公司股东权益	1,800	2,035	2,430	2,808	3,238
负债和股东权益	2,569	2,850	3,220	3,641	4,096

现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	310.92	375.61	644.97	415.33	533.52
净利润	280.07	303.84	345.78	398.14	447.26
折旧摊销	85.68	91.41	89.33	94.54	101.04
财务费用	8.45	9.17	7.12	1.57	(2.01)
投资损失	(11.22)	(16.94)	(16.94)	(16.94)	(16.94)
营运资金变动	37.87	32.05	165.37	(126.15)	(49.81)
其他经营现金	(89.93)	(43.92)	54.32	64.17	53.99
投资活动现金	(290.90)	(294.82)	(14.44)	(46.86)	(61.33)
资本支出	120.76	120.47	107.68	94.88	100.85
长期投资	336.12	194.10	(43.29)	13.33	5.54
其他投资现金	165.97	19.75	49.95	61.34	45.07
筹资活动现金	(33.61)	(57.40)	(58.86)	(61.21)	(69.00)
短期借款	23.00	42.00	(35.67)	9.78	5.37
长期借款	27.72	(33.10)	(2.27)	(2.55)	(12.64)
普通股增加	0.00	180.82	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.98)	(166.39)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(83.35)	(80.74)	(20.92)	(68.43)	(61.73)
现金净增加额	(13.58)	23.38	571.67	307.26	403.20

利润表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,542	1,694	1,917	2,134	2,361
营业成本	916.33	979.06	1,086	1,210	1,339
营业税金及附加	26.16	27.10	32.17	35.39	38.85
营业费用	233.70	252.32	278.02	303.10	330.58
管理费用	134.45	111.63	166.45	170.72	183.16
财务费用	8.45	9.17	7.12	1.57	(2.01)
资产减值损失	3.90	3.88	3.88	3.88	3.88
公允价值变动收益	44.51	48.53	48.53	48.53	48.53
投资净收益	11.22	16.94	16.94	16.94	16.94
营业利润	329.49	356.57	409.67	475.56	533.28
营业外收入	7.59	21.46	16.53	15.19	17.72
营业外支出	4.58	8.01	5.11	5.90	6.34
利润总额	332.51	370.02	421.08	484.85	544.66
所得税	52.43	66.17	75.31	86.71	97.41
净利润	280.07	303.84	345.78	398.14	447.26
少数股东损益	(0.82)	(0.75)	(0.86)	(0.99)	(1.11)
归属母公司净利润	280.90	304.60	346.63	399.13	448.37
EBITDA	423.62	457.15	506.11	571.67	632.31
EPS (元，基本)	0.47	0.39	0.44	0.51	0.57

主要财务比率

会计年度（%）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	6.52	9.87	13.21	11.32	10.62
营业利润	74.51	8.22	14.89	16.08	12.14
归属母公司净利润	64.84	8.44	13.80	15.14	12.34
获利能力（%）					
毛利率	40.56	42.19	43.38	43.32	43.29
净利率	18.22	17.98	18.08	18.70	18.99
ROE	15.60	14.97	14.27	14.21	13.85
ROIC	19.38	17.78	23.29	25.21	27.80
偿债能力					
资产负债率（%）	26.91	25.45	21.77	20.44	18.80
净负债比率（%）	20.78	23.67	17.20	17.49	16.32
流动比率	1.74	1.88	2.62	3.14	3.64
速动比率	1.12	1.35	1.94	2.46	2.93
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.63	0.63	0.62	0.61
应收账款周转率	11.36	11.02	11.63	11.40	11.30
应付账款周转率	5.64	5.56	5.63	5.68	5.65
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.39	0.44	0.51	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.48	0.82	0.53	0.68
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.60	3.10	3.58	4.13
估值比率					
PE (倍)	46.25	42.65	37.48	32.55	28.97
PB (倍)	7.22	6.38	5.35	4.63	4.01
EV_EBITDA (倍)	29.76	27.58	24.91	22.05	19.94

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com