

恒顺醋业（600305）2019年三季度报点评

料酒增速亮眼，盈利稳步提升

- 19Q3 业绩基本符合预期。**2019 年前三季度收入 13.3 亿元，同比+7.62%，其中调味品收入 12.0 亿元，同比+11.1%；归母净利 2.51 亿元，同比+14.81%；扣非净利润 1.83 亿元，同比+15.20%；经营性现金流净额 2.91 亿元，同比-2.59%。19Q3 收入 4.50 亿元，同比+4.24%，调味品收入 4.11 亿元，同比+10.0%；归母净利 1.09 亿元，同比+14.21%；扣非净利润 0.66 亿元，同比+16.38%。19Q3 季度毛利率 44.44%，同比+3.7%，净利率 24.44%，同比+2.1%。
- 醋、料酒增速环比改善，重点外埠占比提升。**19Q3 醋、料酒分收入分别 3.05、0.70 亿元，同比+3.91%、+39.06%，年初提价致 Q1 高增长，Q2 备货效应减弱，目前增速环比出现改善，且料酒积极开拓市场录得较高增速；分区域看，本埠 Q3 收入 2.06 亿，同比+3.72%，重点开拓的华南、华中收入同比+23.61%、11.87%，占比提升 2.07pcts/0.69pct，西部、北方地区收入同比+1.55%/+3.10%。
- 提价持续抬升毛利率，积极开拓市场下费用率上行。**产品提价及结构提升支撑毛利同比+3.7%，加强营销和渠道建设下，Q3 销售费用率 16.25%，同比+1.7pcts，同比提升但环比下降，主因 19H1 提价返还渠道致 H1 费用率提高；管理费用率 8.61%，同比+1.16pcts。Q3 非经常损益 0.42 亿元，包括非流动资产损益 0.42 亿元，政府补助 0.04 亿元等。毛利率上行拉升净利率同比+2.1%
- 期待机制改善释放活力。**19 年公司聚焦营销改革及提升效率，包括 1) 深化营销改革：如重点打造上海、杭州、武汉等区域样板市场；优化产品结构，加大料酒、酱油、酱菜、麻油等拓展力度；2) 提升运营效率：推动香醋醇酿中心、高端醋存贮、大包装生产线、醋糟等项目建设，推进制酒、酱菜、灌装、环保、能源等技改，降本增效，同时完善内部激励机制。
- 盈利预测、估值及投资评级：**公司调味品业务保持稳健增长，盈利能力持续提升，年初主力产品提价提升盈利，营销渠道改善渐有成效，期待后续机制改革推进带动经营活力更充分释放。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 预测为 0.43/0.50/0.60 元，对应 PE 为 34/29/24 倍，考虑到公司作为龙头，具备强品牌及产品力，维持目标价 17.5 元，对应明年 35X 估值，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**市场拓展不及预期，营销改革效果不及预期等。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	1,694	1,885	2,134	2,435
同比增速(%)	9.9%	11.3%	13.2%	14.1%
净利润(百万)	305	336	392	468
同比增速(%)	8.4%	10.3%	16.8%	19.4%
每股盈利(元)	0.39	0.43	0.50	0.60
市盈率(倍)	37	34	29	24
市净率(倍)	6	5	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 28 日收盘价

推荐（维持）

目标价：17.50 元

当前价：14.46 元

华创证券研究所

证券分析师：方振

 邮箱：fangzhen@hcyjs.com
 执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

 电话：021-20572598
 邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
 执业编号：S0360518040001

证券分析师：于芝欢

 邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com
 执业编号：S0360519090001

公司基本数据

总股本(万股)	78,356
已上市流通股(万股)	78,356
总市值(亿元)	113.3
流通市值(亿元)	113.3
资产负债率(%)	19.0
每股净资产(元)	2.8
12 个月内最高/最低价	19.81/8.58

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《恒顺醋业（600305）2018 年报点评：调味品增长稳健，盈利能力稳步提升》

2019-04-16

《恒顺醋业（600305）2019 年一季报点评：提价致量价齐升，19 年业绩稳增可期》

2019-04-29

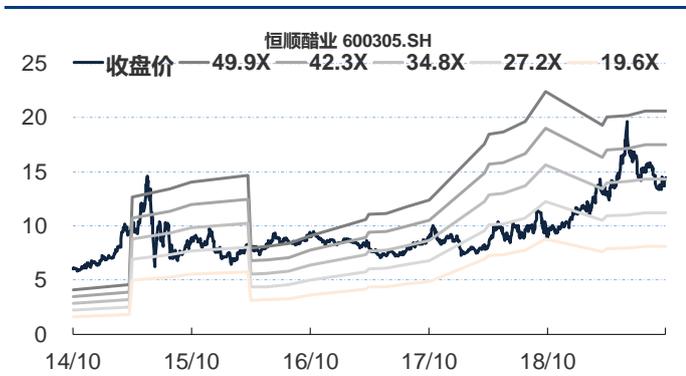
《恒顺醋业（600305）2019 年中报点评：备货效应减弱，盈利稳步提升》

2019-08-27

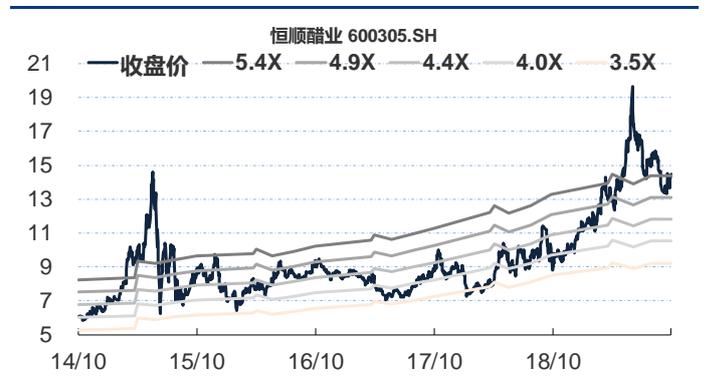
图表 1 分季度业绩拆分表

人民币: 百万元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	YoY	18Q1-Q3	19Q1-Q3	YoY
营业总收入	400	405	431	458	460	420	450	4.2%	1,236	1,330	7.6%
营业收入	400	405	431	458	460	420	450	4.2%	1,236	1,330	7.6%
营业成本	239	229	256	255	259	236	250	-2.3%	724	744	2.8%
营业税金及附加	7	6	7	7	7	6	6	-8.6%	20	18	-7.0%
毛利	161	176	176	202	201	185	200	13.8%	512	586	14.4%
销售费用	60	56	63	73	75	69	73	16.4%	180	217	21.1%
管理费用	32	48	32	47	43	43	39	20.6%	112	125	11.3%
财务费用	2	2	3	2	2	1	2	-36.9%	7	5	-31.8%
投资收益	0	3	6	7	8	12	4	-42.2%	10	23	127.8%
其他收益	9	13	6	3	3	2	4	-30.7%	27	9	-67.1%
营业利润	69	81	94	113	85	83	130	37.7%	244	298	22.4%
利润总额	71	78	121	99	85	86	130	7.3%	271	302	11.3%
所得税	13	15	13	26	13	15	20	53.0%	40	48	17.7%
净利润	59	64	95	86	72	70	109	14.2%	218	251	14.8%
每股收益 (元)	0.08	0.08	0.12	0.11	0.09	0.09	0.14	14.2%	0.28	0.32	14.8%
毛利率	40.2%	43.4%	40.7%	44.2%	43.8%	44.0%	44.4%	3.7pct	41.5%	44.1%	2.6pct
销售费用率	15.1%	13.9%	14.6%	15.9%	16.4%	16.4%	16.3%	1.7pct	14.5%	16.3%	1.8pct
管理费用率	8.0%	11.8%	7.4%	10.3%	9.3%	10.3%	8.6%	1.2pct	9.1%	9.4%	0.3pct
财务费用率	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	-0.2pct	0.5%	0.3%	-0.2pct
营业利润率	17.2%	19.9%	21.9%	24.7%	18.5%	19.8%	28.9%	7pct	19.7%	22.4%	2.7pct
有效税率	17.5%	18.8%	10.9%	25.9%	14.7%	17.1%	15.6%	4.7pct	14.9%	15.8%	0.9pct
净利润率	14.8%	15.8%	22.1%	18.9%	15.7%	16.6%	24.2%	2.1pct	17.7%	18.8%	1.2pct

资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 2 恒顺醋业 PE Band


资料来源: wind, 华创证券

图表 3 恒顺醋业 PB Band


资料来源: wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	159	400	729	1,107
应收票据	1	1	2	2
应收账款	138	137	144	164
预付账款	9	10	10	11
存货	304	304	281	306
其他流动资产	594	655	736	792
流动资产合计	1,205	1,507	1,902	2,382
其他长期投资	424	424	424	424
长期股权投资	47	47	47	47
固定资产	1,005	1,084	1,155	1,220
在建工程	17	17	17	17
无形资产	87	79	71	64
其他非流动资产	65	65	65	64
非流动资产合计	1,645	1,716	1,779	1,836
资产合计	2,850	3,223	3,681	4,218
短期借款	126	126	126	126
应付票据	0	0	0	0
应付账款	184	204	245	306
预收款项	66	74	83	95
其他应付款	113	113	113	113
一年内到期的非流动负债	26	26	26	26
其他流动负债	125	234	345	457
流动负债合计	640	777	938	1,123
长期借款	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	65	60	60	60
非流动负债合计	85	80	80	80
负债合计	725	857	1,018	1,203
归属母公司所有者权益	2,035	2,277	2,575	2,928
少数股东权益	90	89	88	87
所有者权益合计	2,125	2,366	2,663	3,015
负债和股东权益	2,850	3,223	3,681	4,218

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	375	412	458	532
现金收益	404	441	502	582
存货影响	1	0	23	-24
经营性应收影响	-6	-4	-10	-26
经营性应付影响	33	27	50	73
其他影响	-58	-53	-107	-73
投资活动现金流	-295	-170	-170	-170
资本支出	-111	-170	-170	-170
股权投资	19	0	0	0
其他长期资产变化	-203	0	0	0
融资活动现金流	-57	-1	41	16
借款增加	28	0	0	0
财务费用	-95	-100	-115	-138
股东融资	3	3	3	3
其他长期负债变化	7	96	153	151

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,694	1,885	2,134	2,435
营业成本	979	1,085	1,223	1,389
税金及附加	27	30	34	39
销售费用	252	275	303	336
管理费用	112	123	132	141
财务费用	9	5	4	3
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	49	30	30	30
投资收益	17	5	5	5
其他收益	30	0	0	0
营业利润	357	398	469	559
营业外收入	21	10	10	10
营业外支出	8	5	5	5
利润总额	370	403	474	564
所得税	66	68	83	97
净利润	304	335	391	467
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	305	336	392	468
NOPLAT	311	340	395	470
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.43	0.50	0.60

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	9.9%	11.3%	13.2%	14.1%
EBIT 增长率	11.2%	7.7%	17.0%	18.5%
归母净利润增长率	8.4%	10.3%	16.8%	19.4%
获利能力				
毛利率	42.2%	42.4%	42.7%	43.0%
净利率	17.9%	17.8%	18.3%	19.2%
ROE	14.3%	14.2%	14.7%	15.5%
ROIC	18.3%	17.5%	17.5%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	25.4%	26.6%	27.6%	28.5%
债务权益比	11.1%	9.8%	8.7%	7.7%
流动比率	188.3%	194.0%	202.8%	212.1%
速动比率	140.8%	154.8%	172.8%	184.9%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转天数	29	26	24	23
应付帐款周转天数	65	64	66	71
存货周转天数	112	101	86	76
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.43	0.50	0.60
每股经营现金流	0.48	0.53	0.58	0.68
每股净资产	2.60	2.91	3.29	3.74
估值比率				
P/E	37	34	29	24
P/B	6	5	4	4
EV/EBITDA	16	15	13	11

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500