

## 食品饮料

2019年10月29日

## 恒顺醋业 (600305)

——收入增长稳定 毛利率改善提升盈利能力

**报告原因：有业绩公布需要点评**  
**增持 (维持)**

市场数据： 2019年10月28日	
收盘价(元)	14.46
一年内最高/最低(元)	19.95/9.23
市净率	5.2
息率(分红/股价)	0.83
流通A股市值(百万元)	11330
上证指数/深证成指	2980.05/9801.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日	
每股净资产(元)	2.8
资产负债率%	18.99
总股本/流通A股(百万)	784/784
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《恒顺醋业(600305)点评：调味品稳健经营，收购恒顺商场完善渠道建设》 2019/10/09

《恒顺醋业(600305)点评：收入端短期承压，盈利能力略有改善》 2019/08/27

## 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

## 联系人

吕昌  
(8621)23297818×010-66500561  
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **事件：**公司发布三季报，前三季度实现营业收入 13.3 亿，同比增长 7.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.51 亿，同比增长 14.81%；扣非净利润 1.83 亿元，同比增长 15.2%，EPS 为 0.32 元。单三季度实现收入 4.5 亿，同比增长 4.24%；实现归属于上市公司股东净利润 1.09 亿，同比增长 14.21%。我们在业绩前瞻中预测 Q3 净利润增长 15%，符合预期。
- **投资评级与估值：**由于三季度确认 4195 万资产处置收益，我们略上调 19 年预测，维持 20-21 年预测，预测 2019-21 年归母净利润为 3.04、3.25、3.70 亿（前次为 2.88、3.25、3.70 亿），分别同比增长-0.2%、6.8%、13.8%，对应 2019-21 年 EPS 为 0.39、0.41、0.47 元（前次为 0.37、0.41、0.47 元），最新收盘价对应 2019-20 年 PE 分别为 37、35 倍，维持增持评级。
- **料酒延续高增长 外埠市场有分化。**三季度收入增长略有提速，分产品看，单三季度食醋 3.05 亿，同比增长 3.91%，料酒 0.7 亿，同比增长 39.06%，环比二季度加速明显。分地区看，公司大本营华东区域单三季度收入 2.06 亿，同比增长 3.72%，继续保持稳健增长。外埠市场仍表现分化，华南、华中区域表现较为突出，单三季度分别增长 23.61%、11.87%，分别占比 15.95%、17.89%，同比提升 2.07pct、0.69pct。西部和华北地区仍然处于调整状态。三季度销售商品和提供劳务收到的现金同比增长 12.18%，快于收入，主因预收款环比增加约 1000 万。
- **毛利率提升改善盈利能力。**盈利能力的改善主要得益于，1) 毛利率的提升，三季度毛利率为 44.43%，同比提升 3.72pct，估计与产品结构调优化及年初提价效果体现有关，2) 资产处置收益 4195 万，同比增加约 3000 万，为处置中山西路资产所得收益所致。单三季度期间费用率为 25.22%，其中销售费用率为 16.25%，同比提高 1.7pct；管理费用率和财务费用率分别达到 8.61%（还原研发费用后的可比口径）和 0.36%，分别同比变化 1.16pct 和 -0.23pct。政府补贴较去年大幅减少近 2700 万。资产处置收益和政府补贴减少基本抵消，盈利能力改善主要来自毛利率提升。
- 股价表现的催化剂：机制体制改革，主力产品提价
- 核心假设风险：业绩低于预期、行业竞争加剧

## 财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,694	1,330	1,864	2,059	2,272
同比增长率(%)	9.9	7.6	10.0	10.5	10.3
归母净利润(百万元)	305	251	304	325	370
同比增长率(%)	8.4	14.8	-0.2	6.8	13.8
每股收益(元/股)	0.39	0.32	0.39	0.41	0.47
毛利率(%)	42.2	44.1	43.3	43.7	44.2
ROE(%)	15.0	11.4	13.0	12.2	12.2
市盈率	37		37	35	31

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,542	1,694	1,864	2,059	2,272
其中: 营业收入	1,542	1,694	1,864	2,059	2,272
减: 营业成本	916	979	1,056	1,160	1,268
减: 税金及附加	26	27	32	35	39
主营业务利润	599	688	776	864	965
减: 销售费用	234	252	283	314	340
减: 管理费用	134	112	122	130	137
减: 研发费用	13	48	53	57	60
减: 财务费用	8	9	4	-1	-1
经营性利润	209	267	314	364	429
减: 资产减值损失	4	4	45	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	11	17	40	15	10
营业利润	329	357	360	394	449
加: 营业外净收入	3	13	11	9	11
利润总额	333	370	371	403	461
减: 所得税	52	66	68	79	92
净利润	280	304	304	324	369
少数股东损益	-1	-1	0	-1	-1
归属于母公司所有者的净利润	281	305	304	325	370
全面摊薄总股本	603	784	784	784	784
每股收益 (元)	0.36	0.39	0.39	0.41	0.47

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、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人作出邀请。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，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。