



恒顺醋业

关注公司内部机制的积极变化

公司动态

公司近况

我们近期调研了恒顺醋业，与公司核心管理团队进行了深入交流。公司内部机制的变化在产品和营销创新上均有体现，值得关注！

评论

内部机制发生积极变化。除可能的混改外，我们认为16年公司内部机制的积极变化更加值得关注。继集团增持之后，16年公司高管实现了上市以来首次增持，董监高团队以自有资金约1,250万元（均价19.45元/股）增持上市公司股份，与公司利益进一步绑定。此外公司已经成功实行了员工业绩激励基金计划，未来亦有望与经销商实现股权绑定，形成更加稳固的战略合作关系。可见公司在内部机制创新上做出了多项积极努力。

重视产品创新和升级。公司募投的国家级食醋研发中心已经建成，标志着公司对产品研发的重视度及创新实力进一步提升。公司近期推出三款健康型的高端功能醋新品（蜂蜜醋/香妃醋/苹果醋，终端零售价20元左右，图片见正文），市调反馈良好。此外，公司对原有产品商标及包装进行了升级换代，新包装对高中低档产品区隔一目了然，产品已于近期全部推向市场，售价较升级前有所提升。高端化将是未来几年公司的重要发展方向，随着年底10万吨高端醋灌装线项目投产，公司高端产品占比将由当前的14%逐步增至20%，带动毛利率的持续提升。

营销定位和投放更加精准。公司对新品的营销定位和投放更加精准，选择性地进入已有良好渠道基础的地域和KA连锁，集中资源做深做透，避免广种薄收。在全国区域扩张上，成熟市场依靠新品类进一步深耕，成长市场依靠销售过亿的主导产品下沉至县级，开发市场则采用1+X的产品战略铺开，目标为依靠多个过亿大单品开发更多销售过亿的区域市场。在渠道拓展的选择上，优先做实KA渠道，继续深耕流通渠道，最后挖掘壁垒较高的餐饮渠道。在营销团队的考核上建立长效机制，能连续2-3年完成销售任务的绩效更高，同时计划进一步梳理价格体系，提升公司与经销商的渠道利润。

估值建议

维持原盈利预测（预计16/17年收入分别为14.72/16.49亿元，合EPS 0.51/0.62元），目标价24.11元（对应16年41倍P/E）和推荐评级。

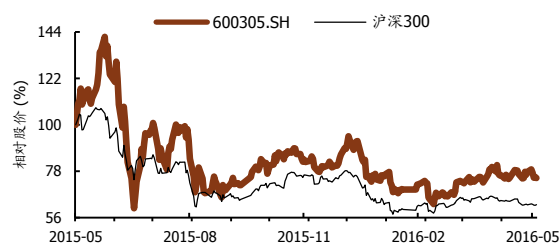
风险

非公开发行的不确定性、调味品行业增速放缓、食品安全事件。

维持推荐

股票代码	600305.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 20.80
目标价	人民币 24.11

52周最高价/最低价	人民币 40.10~16.66
总市值(亿)	人民币 63
30日日均成交额(百万)	人民币 75.72
发行股数(百万)	301
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	3.56
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1,208	1,305	1,472	1,649
增速	8.7%	8.1%	12.7%	12.1%
归属母公司净利润	75	240	152	186
增速	90.5%	220.9%	-36.4%	21.8%
每股净利润	0.25	0.80	0.51	0.62
每股净资产	4.21	4.89	5.15	5.53
每股股利	0.07	0.24	0.24	0.24
每股经营现金流	0.77	0.94	0.60	0.85
市盈率	83.9	26.2	41.1	33.7
市净率	4.9	4.3	4.0	3.8
EV/EBITDA	24.6	27.0	21.2	N.M.
股息收益率	0.4%	1.2%	1.2%	1.2%
平均总资产收益率	3.2%	10.6%	6.6%	7.8%
平均净资产收益率	8.2%	17.5%	10.1%	11.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

吕若晨, CFA

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080514080002

SFC CE Ref: BEE828

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表				
营业收入	1,208	1,305	1,472	1,649
营业成本	728	787	865	946
营业税金及附加	16	15	17	19
营业费用	159	193	217	244
管理费用	112	141	142	171
财务费用	46	12	5	3
其他	-10	-25	-5	-5
营业利润	138	132	220	261
营业外收支	-27	150	-18	-17
利润总额	111	282	202	244
所得税	30	44	50	61
少数股东损益	6	-2	-1	-2
归属母公司净利润	75	240	152	186
EBITDA	244	227	291	0
资产负债表				
货币资金	323	250	203	235
应收账款及票据	155	118	133	149
预付款项	33	25	28	30
存货	350	325	399	439
其他流动资产	75	4	4	4
流动资产合计	935	722	767	857
固定资产及在建工程	698	866	912	946
无形资产及其他长期资产	207	217	212	208
非流动资产合计	1,312	1,539	1,560	1,570
资产合计	2,247	2,262	2,328	2,428
短期借款	0	2	2	2
应付账款及票据	308	349	381	414
其他流动负债	561	276	231	187
流动负债合计	869	625	612	601
长期借款和应付债券	0	27	27	27
非流动负债合计	0	27	27	28
负债合计	916	705	692	681
股东权益合计	1,270	1,473	1,554	1,666
少数股东权益	61	83	82	80
负债及股东权益合计	2,247	2,262	2,328	2,428
现金流量表				
净利润	75	240	152	185
折旧和摊销	51	57	62	65
营运资本变动	-399	119	-55	-20
其他	0	0	0	0
经营活动现金流	233	282	180	256
投资活动现金流入	26	316	0	0
投资活动现金流出	-154	-242	-100	-100
投资活动现金流	-118	-47	-100	-100
股权融资	655	26	0	0
银行借款	840	596	-50	-49
其他	50	0	0	0
筹资活动现金流	-171	-307	-127	-124
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	-57	-72	-47	32

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	8.7%	8.1%	12.7%	12.1%
营业利润	110.4%	-4.1%	66.3%	19.0%
EBITDA	21.3%	-7.2%	28.3%	-100.0%
净利润	90.5%	220.9%	-36.4%	21.8%
盈利能力				
毛利率	39.7%	39.7%	41.2%	42.6%
营业利润率	11.4%	10.1%	14.9%	15.8%
EBITDA 利润率	20.2%	17.4%	19.8%	0.0%
净利率	6.2%	18.4%	10.4%	11.3%
偿债能力				
流动比率	1.08	1.16	1.25	1.43
速动比率	0.67	0.64	0.60	0.70
现金比率	0.37	0.40	0.33	0.39
资产负债率	40.8%	31.2%	29.7%	28.1%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	3.2%	10.6%	6.6%	7.8%
净资产收益率	8.2%	17.5%	10.1%	11.5%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.25	0.80	0.51	0.62
每股净资产 (元)	4.21	4.89	5.15	5.53
每股股利 (元)	0.07	0.24	0.24	0.24
每股经营现金流 (元)	0.77	0.94	0.60	0.85
估值分析				
市盈率	83.9	26.2	41.1	33.7
市净率	4.9	4.3	4.0	3.8
EV/EBITDA	24.6	27.0	21.2	N.M.
股息收益率	0.4%	1.2%	1.2%	1.2%

公司简介

恒顺醋业是中国规模最大醋类生产企业，食醋年销量近 25 万吨。在全国已经拥有 1,300 多家一级经销商，产品覆盖 60 多万个终端销售网点。公司是镇江香醋的发源地，拥有悠久的历史。公司主要生产香醋，酱油，酱菜和色酒等近 200 个品种的系列调味品，被认定为国宴专用产品、中国名牌产品，恒顺商标也被认定为我国酱醋业中首件中国驰名商标。



图表1：恒顺醋业三款功能醋新品展示



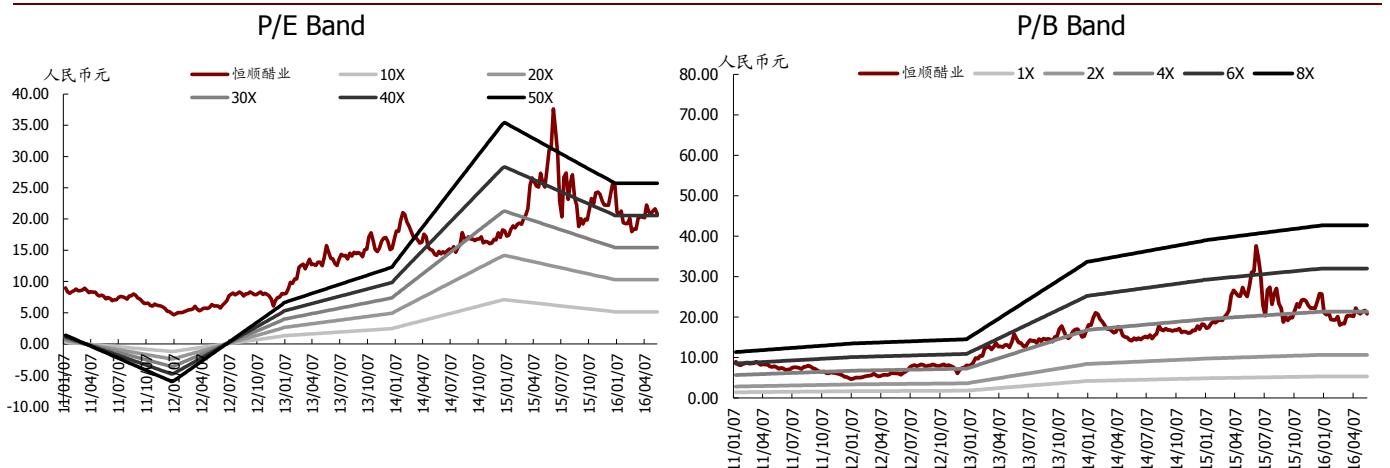
资料来源：恒顺醋业，中金公司研究部

图表2：可比公司估值表

	代码	当前股价 2016/5/22	市值 亿元	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
				2014A	2015A/E	2016E	2014A	2015A/E	2016E	2014A	2015A/E	2016E	2014A	2015A/E	2016E	2014A	2015A/E	2016E
调味品板块																		
海天味业	603288.SH	29.68	803	38.4	32.0	26.9	10.7	9.2	7.9	27.9	28.7	29.5	2.9	2.0	2.2	28.9	23.7	19.7
中炬高新	600872.SH	11.82	94	32.9	38.1	33.5	4.0	3.8	3.5	12.2	9.9	10.4	0.7	0.9	0.9	21.4	20.3	15.6
恒顺醋业	600305.SH	20.80	63	83.9	26.2	41.1	4.9	4.3	4.0	5.9	16.3	9.8	0.4	1.2	1.2	25.1	27.0	21.2
安琪酵母	600298.SH	15.42	127	34.5	18.1	10.9	1.8	1.7	1.5	5.2	9.2	13.5	1.0	1.0	1.7	11.6	9.6	7.9
加加食品	002650.SZ	6.87	79	60.2	53.7	47.8	4.5	4.3	4.0	7.6	8.0	8.4	0.6	0.6	0.7	40.6	34.6	28.3
调味品板块总体平均				50.0	33.6	32.0	5.2	4.6	4.2	11.7	14.4	14.3	1.1	1.1	1.3	25.5	23.0	18.5

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表3：历史估值区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

