

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

去多元去杠杆, 公司迎来做强拐点

——恒顺醋业(600305)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(首次)

市场数据(2018-08-03)

发布日期: 2018年08月07日

收盘价(元)	9.12
一年内最高/最低(元)	14.10/8.25
沪深300指数	3315.28
市净率(倍)	3.97
流通市值(亿元)	71.46

基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	3.08
每股经营现金流(元)	0.17
毛利率(%)	40.24
净资产收益率-摊薄(%)	3.19
资产负债率(%)	26.74
总股本/流通股(万股)	60273.8/60273.8
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

投资要点:

- **调味品消费将长期增长。**调味品消费与经济总量的上升长期保持一致, 随着经济的发展, 调味品消费将长期扩容、势头不减, 二者之间的传导或通过消费升级, 或通过包括餐饮在内的生活方式的改变。未来增长空间主要在于: 市场兼并整合; 品类扩容; 餐饮行业的快速发展; 以及乡村市场的消费升级。目前, 国内食醋市场约为 250 万吨, 公司作为食醋行业的规模龙头, 在市场中的占有率也仅有 5.6%, 可见, 食醋市场留给参与者的整合空间很大。
- **2002 年至 2012 年, 公司经历了快速发展的阶段:** 期间, 香醋产销量的年均增速达到 12.2%, 于 2012 年达到 20 万吨的历史峰值。2013 至 2016 年, 公司的主业经营陷入急速下降的困境。
- **2017 年对于公司的发展具有划时代的意义:** 自 2017 年始, 公司的发展战略转向于“聚焦主业、做大做强”。2017 年, 公司继而清偿了房地产开发遗留下的巨额债务, 使得公司的财务和现金回归稳健, 为聚焦主业成功地卸下了历史包袱。
- **2018 年开始, 公司的业绩改善将会表现在如下几点:** 公司的存货周转率将会提升, 加强运营效率; 资产减值的风险将会减少; 财务费用率高位回落; 净资产收益率将大幅提升。公司的基本面已经发生了根本性改变, 各项经营数据都显示出业绩反转迹象。
- **公司主业增长一直较快。**2017 年, 恒顺食醋的收入规模达到 12 亿元, 仅是同期海天酱油收入规模的 13.64%。但是, 恒顺食醋的收入增速并不低: 2006 至 2017 年, 恒顺食醋的收入年均增长 12%, 同期, 海天酱油的收入年均增长 13.63%, 二者的增长水平相差不多。2018 年公司的销售势头良好: 一季度, 公司的销售商品现金同比增长 18.54%, 经营性现金流净额同比增长 2.06 倍。
- **给予“买入”评级。**我们预测公司 2018、2019、2020 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.33 元和 0.42 元, 对应 8 月 3 日收盘价 9.12 元, 公司的市盈率分别为 35.1 倍、27.6 倍和 21.7 倍。我们对公司首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 食品安全隐患; 原材料价格持续上涨。

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1447.3	1541.6	1612.8	1875.7	2199.1
增长比率	10.9%	6.5%	4.6%	16.3%	17.2%
净利润(百万元)	170.4	280.9	204.7	260.7	326.9
增长比率	-28.9%	64.8%	-27.1%	27.4%	25.4%
每股收益(元)	0.22	0.36	0.26	0.33	0.42
市盈率(倍)	41.9	25.4	35.1	27.6	21.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 食醋行业

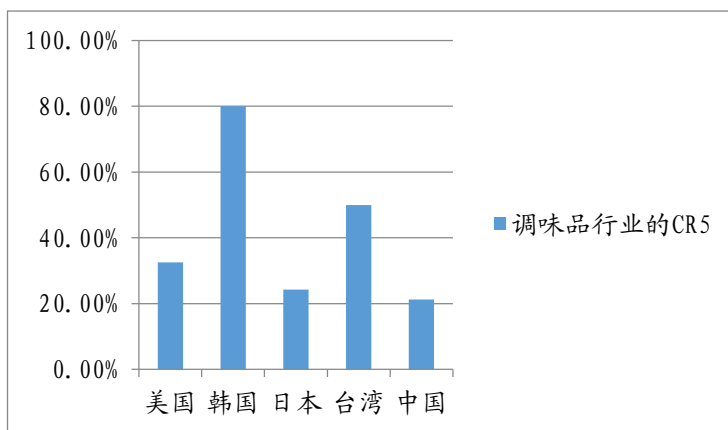
国内的食醋主要包括四大类：江西香醋、山西老醋、四川保宁醋和福建永春醋。其中，香醋以糯米为原材料，采取固态分层的酿造方法，酸度高、不易变质。

酱油是调味品中最大的品类，相比而言，食醋市场较小。目前，国内食醋的产销量约为 250 万吨，酱油约为 1000 万吨，因而，从产量口径看，食醋市场仅占酱油市场的 25%。食醋市场较小，一是由中餐的饮食习惯所致，二是醋的种类过少，未来新功能、新包装和新种类的开发将有效扩大食醋消费市场。

与酱油市场相同的是，国内的食醋市场也极为分散，有待集中。据调研，国内食醋企业 6000 余家，其中仅 30% 是品牌企业，而 70% 都是手工作坊，市场分散经营，低质低价的杂牌产品仍然充斥市场。食醋市场的兼并预期为资本带来了投资机遇。

目前，除了恒顺这样的老牌酿醋企业，海天、中炬、千禾等全国性品牌企业也通过扩产制造或贴牌外包纷纷介入食醋市场。此外，一些区域性品牌的生命力仍然旺盛，如上海宝鼎、四川保宁、北京龙门、山西紫林和水塔等，短时期内区域品牌的市场地位很难被撼动。第三，市场中尚存大量低质低价的小企业，依靠占有低端市场而存活，但是，随着生活质量的提升以及地方环保压力加大，这类企业将会被加速淘汰。最后，外资企业如日本的龟甲万和味滋康、美国的亨氏、欧洲的雀巢，对国内调味品市场关注密切，时时寻找兼并机会，区域品牌往往会成为它们现实的并购标的。全国企业、区域企业和外资企业构成了食醋市场兼并发展、最终形成垄断竞争格局的共同推手。在各种力量的推动下，国内调味品企业中最终会涌现出国内甚至国际寡头企业。

图 1：主要发达国家调味品市场的集中度

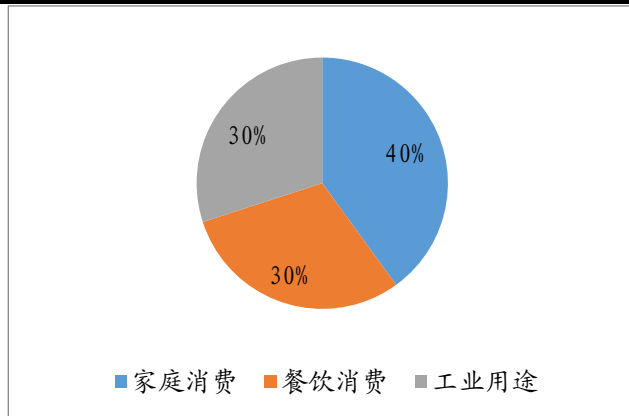


资料来源：中原证券 WIND

食醋的用途主要包括：家庭消费、餐饮消费和工业用途，占比各为 40%、30% 和 30%。家庭和工业消费相对稳定，但是，近年来餐饮消费的快速增长大幅带动了调味品需求。2000 年以来，国内餐饮生产总值以 12% 的年均水平增长，尽管在高基数之上增速放缓，但是随着各种外卖平台、订餐平台等互联网手段的兴起，餐饮行业的兴起对调味品的拉动仍然十分可观。

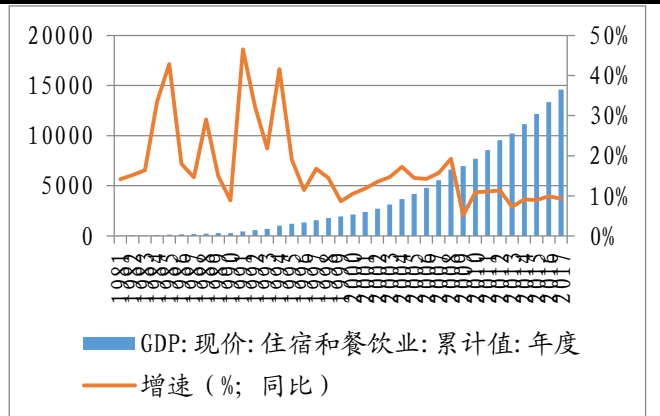
此外，食醋品类的扩谱也迫在眉睫：比如，从功能上，食醋的保健功能还没有得到充分的培育；从风味上，食醋的饮品功能有待开发；从包装上，小包装和异类包装的想象空间还很大。如果比照软饮料当前“百花齐放”的发展态势，食醋品类的长足发展是可以预见的。

图 2：食醋的消费终端



资料来源：中原证券 WIND

图 3：餐饮业保持较高增长

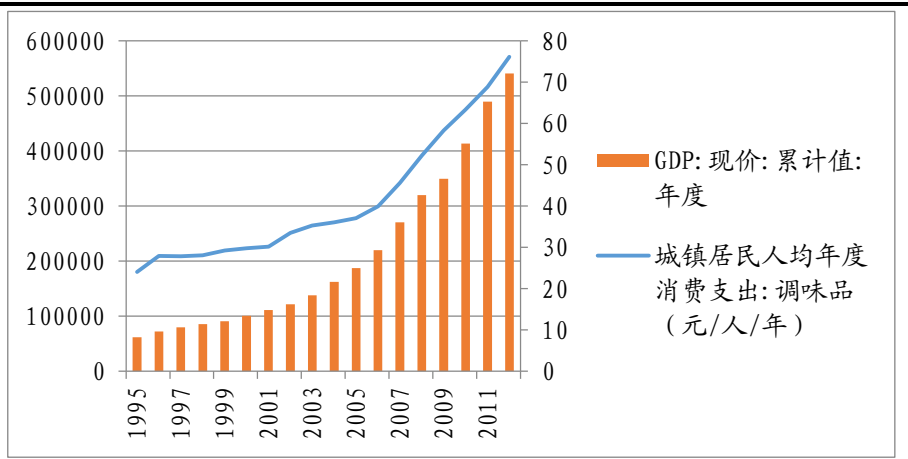


资料来源：中原证券 WIND

食醋以及调味品的消费特征有这么几点：

调味品消费将长期增长，消费升势远没有触及“天花板”。我们看到，调味品消费与经济总量的上升长期保持一致，随着经济的发展，调味品消费将长期扩容、势头不减，二者之间的传导或通过消费升级，或通过包括餐饮在内的生活方式的改变。与日本的人均消费量相比，中国人的食醋消费量仍有三倍的增长空间。

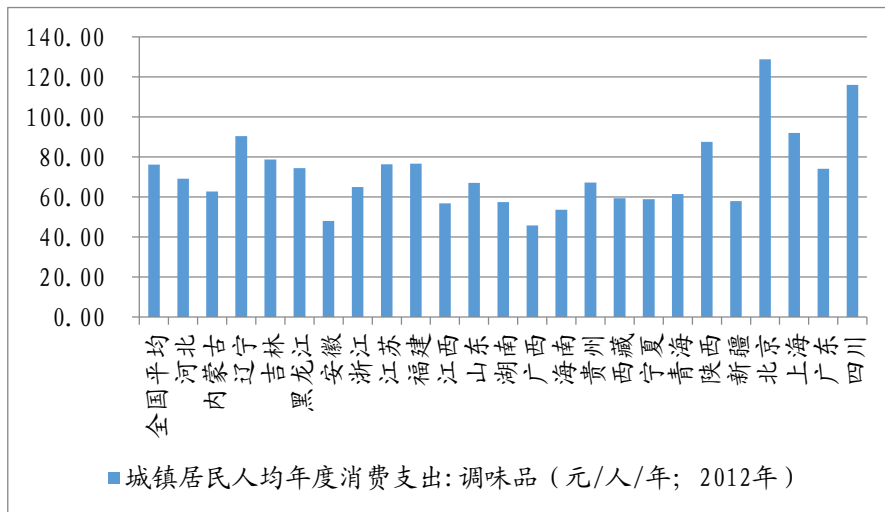
图 4：调味品消费与经济增长保持一致



资料来源：中原证券 WIND

调味品消费对价格不敏感，消费差异主要源于地区的饮食习惯，而非区域的经济实力。由此，我们看到，发达地区的调味品消费可能会低于欠发达地区，反之亦然。但是，北上广的调味品消费明显较大，这可能与当地的餐饮业尤其发达有关。

图 5: 调味品消费的区域差别



资料来源: 中原证券 WIND

综上, 食醋和调味品行业的未来增长空间主要在于: 市场兼并整合; 品类扩容; 餐饮行业的快速发展; 以及乡村市场的消费升级。

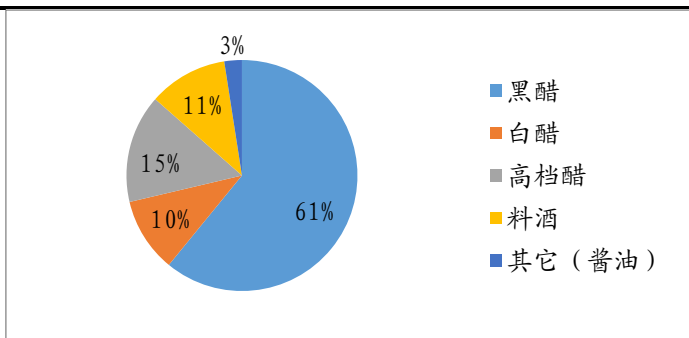
2 公司的基本面

2.1 公司的概况

公司位于江苏镇江, 主产香醋, 是镇江香醋的领袖型企业, 并且是国内最大的食醋制造商, 其产销量长期位居全国首位。公司的主打品牌是“恒顺”和“北固山”, 产品包括香醋、米醋和白醋, 占调味品收入的 70%。另外, 料酒也是公司的明星产品。除料酒外, 公司还承担少量酱油和酱菜的生产。公司在江苏省内有万亩食醋专用粮食种植基地, 公司采用向基地和农户定向采购的模式, 在原料的供应和安全方面具有保障。

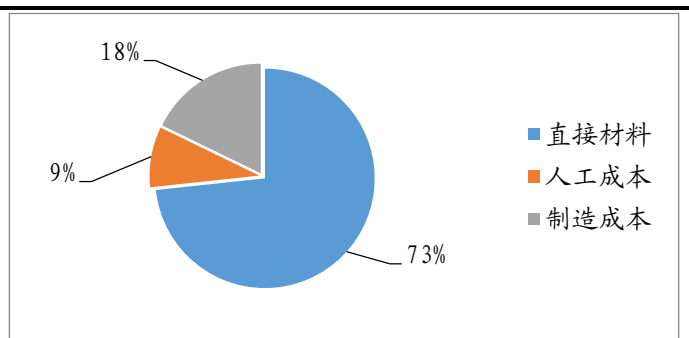
按照 2017 年的收入口径, 在公司的产品结构中, 黑醋占 61%、高档醋占 15%、白醋占 10%、料酒占 11%, 酱油和其他占 3%。

图 6: 公司的产品结构



资料来源: 中原证券 WIND

图 7: 公司的营业成本



具体地, 公司的产品包括 12 个系列、400 余款。近年来, 公司顺应市场的需求, 在传统香

醋基础上开发了新品，如：蜂蜜养生醋、宴会香醋、饺子醋、御宴醋、珍品醋、康乐醋等，以及开发了食醋衍生品，如：醋胶囊、奶醋、果醋、醋食等。公司优势产品比重持续增大，产品结构提升很快：据我们测算，公司 2017 年的出厂均价较 2002 年提高了 1.37 倍。

目前，国内食醋市场约为 250 万吨，按照公司 2017 年食醋销量 14 万吨计算，公司作为食醋行业的规模龙头，在市场中的占有率也仅有 5.6%，可见，食醋市场留给参与者的整合空间很大。

完成对市场的整合需要两个基本前提：一是产能扩张；二是营销网络扩张。

2007 年，公司扩产之前的产能预计为 20 万吨，于 2007 年公司实施了 20 万吨香醋产能的扩建项目，项目于 2010 年全面达产，故，公司目前的合计产能应该是 40 万吨左右。假设未来满产，公司的市场占有率将达到 16%，较目前增长 2.7 倍。

公司的营销中心下设 30 个全国办事处和 60 万个销售终端，此外在天猫等平台有旗舰店和官方店面。2017 年，公司着力于打造农贸市场终端，累计已打造 2 万个标准化农贸市场终端。公司的营销网络铺设全国市场，产品铺货率高，渠道利润高，经销商队伍稳定。因此，公司所拥有的渠道价值，与它的品牌一起，大大增厚了公司的无形资产。

2002 年至 2012 年，公司经历了快速发展的阶段：期间，香醋产销量的年均增速达到 12.2%，于 2012 年达到 20 万吨的历史峰值。2013 至 2016 年，公司的主业经营陷入急速下降的困境，可能的原因是：受业务多元化的拖累，财务费用和资产减值等因素损害了公司主营业务的价值。

2017 年对于公司的发展具有划时代的意义：自 2017 年始，公司的发展战略转向于“聚焦主业、做大做强”。2017 年之前，公司在多元化经营中泥足深陷，辅业延伸至房产开发和光伏产品。2003 年，公司收储第一宗土地，于此开始涉足房地产开发业务；直到 2016 年，公司在销售资金全面回笼后，退出了房地产市场；2017 年，公司继而清偿了房地产开发遗留下的巨额债务，使得公司的财务和现金回归稳健，为聚焦主业成功地卸下了历史包袱。此外，公司还曾一度涉足光伏发电领域，但是在 2008 年全面剥离了光伏业务。公司的多元化经营道路历时 14 年，收获了无数的经验和教训。

2.2 多元化经营的泥沼

2003 年后，公司长期致力于业务多元化，寻求主业之外的利润增长点。公司于 2002、2003 年先后介入光伏产品和房地产领域，并于 2008、2015 年彻底退出两大业务，目前调味品是公司唯一的经营领域。

展业期间，公司在光伏和房地产业务上录得的平均毛利率分别为 21.07%和 20.58%，而同期，调味品主业为公司贡献的毛利率平均高达 37.43%。此外，展业期间，调味品主业的盈利能力持续稳步上升，而光伏和房地产业务则呈现出极大的波动性，诠释了消费品和周期品在股东回报方面的迥异特征。

图 8: 公司的房地产业务

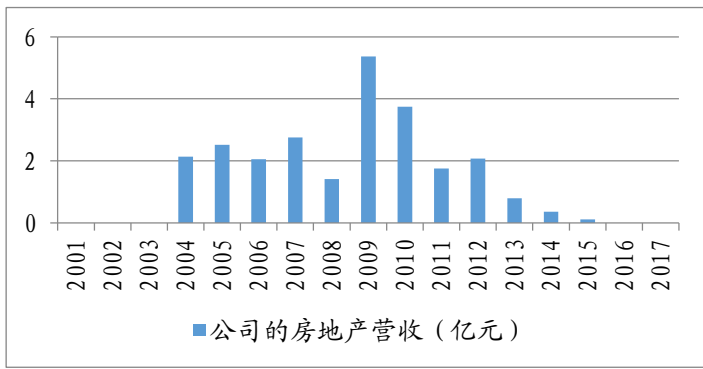
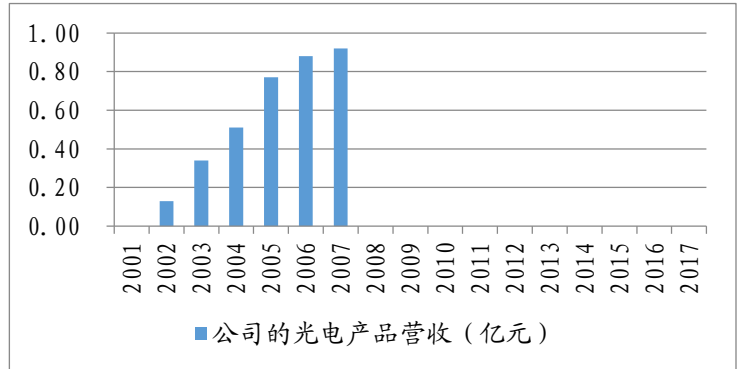


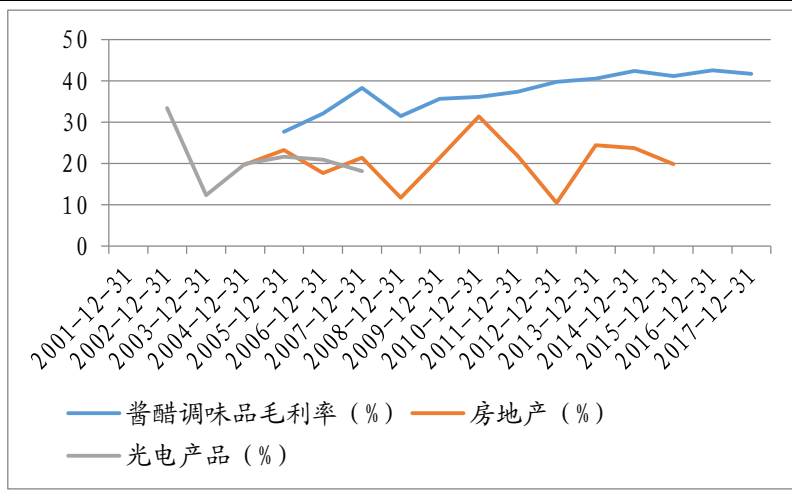
图 9: 公司的光电业务



资料来源: 中原证券 WIND

注: 公司的房地产业务始于 2003 年; 2016 年, 公司对房地产业务彻底清盘; 2017 年, 房地产开发招致的巨额债务得以清偿。公司于 2002 年涉足光电业务, 2008 年退出该领域。

图 10: 主业、辅业盈利能力比较



资料来源: 中原证券 WIND

注: 调味品毛利率稳步持续上升, 而房地产和光伏业务的盈利波动极大。

企业推行业务多元化一直是一个有着颇多争议的课题。理论上, 业务多元化能够帮助企业分散经营风险, 捕捉到更多的利润增长点。但是, 许多事实证明: 业务多元化为企业招致的弊端和损失远远大于其好处。这些弊端包括:

大大地消耗企业现金流;

潜在的高杠杆需求带来债务风险;

如果高杠杆成立, 则财务费用支出加大, 直接减少股东净利润;

由于收购新的资产, 潜在的资产减值计提风险加大;

存货可能攀升, 从而将导致企业运营效率降低, 以及降低净资产收益率。

上述种种弊端都是折损股东回报率的潜在因素。

公司作为一个多元化样板，证实了上述弊端。另外，房地产和光伏领域都要求巨大的投资要素驱动，业务自身的现金流较差，故加剧了上述弊端。

第一，导致公司的经营性现金流净额波动很大，多数年份为负值。2003至2013年期间有一半年份，公司的经营性现金流净额为负值，且波动很大，不符合消费品上市公司“现金奶牛”的经营特征。

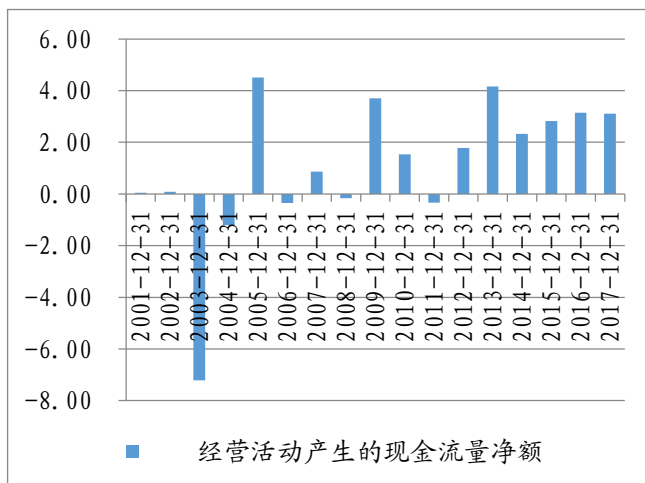
第二，导致举债和高杠杆经营成为常态。2003至2013年期间，由于多元化需要，公司频频举债，以至于债台高筑。但是，2014年迄今，公司专注于偿债和去杠杆，效果显著。

第三，疲于“借新还旧”，财务压力大。2003至2013年期间，公司的资产负债率飙升，最高时超过80%，不符合消费品公司低杠杆经营的特征。高杠杆下，公司的借债压力和财务费用大大增加，从筹资性现金流可以看出：公司多年来忙于“借新还旧”，短期借款最高时接近14亿元，年均财务费用达到0.6亿元。

第四，导致存货高企，资产运营效率低下。2003至2013年期间，公司存货高企，其中主要是房地产库存，使得公司的存货周转率从2002年的4.3%降至2013年的1.7%。

上述情况损害了股东利益，表现为公司ROE指标的大幅下降：2003至2013年期间，公司的年均ROE仅2.9%；而同期，调味发酵板块上市公司的均值为3.6%，房地产开发板块的均值为11%。这就意味着，公司既没有搞好主业，也没有搞好辅业。作为样本，公司的经营历史暗示了多元化经营的危害远远甚于它的益处。

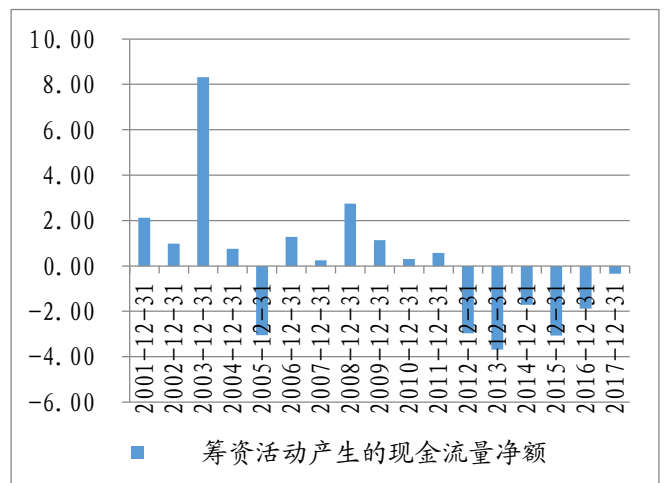
图 11: 公司的经营性现金流净额 (2001-2017)



资料来源：中原证券 WIND

注：2014年之前，公司的经营性现金流净额波动很大，多个年份中经营支出大于经营流入。2014年后恢复正常攀升态势。

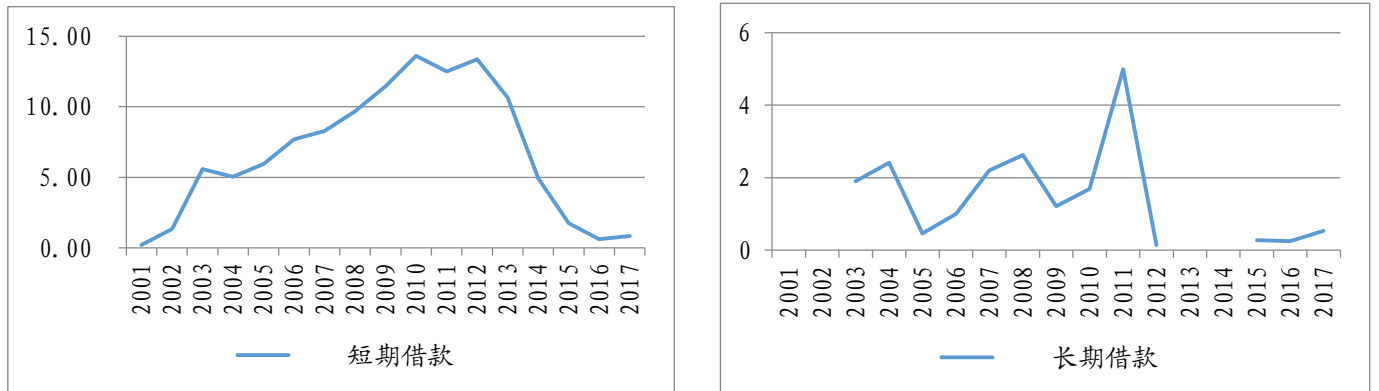
图 12: 公司的筹资现金流净额 (2001-2017)



资料来源：中原证券 WIND

注：2003至2013年期间，由于多元化需要，公司举债成为常态；2014年迄今，公司专注于偿债和去杠杆，效果显著。

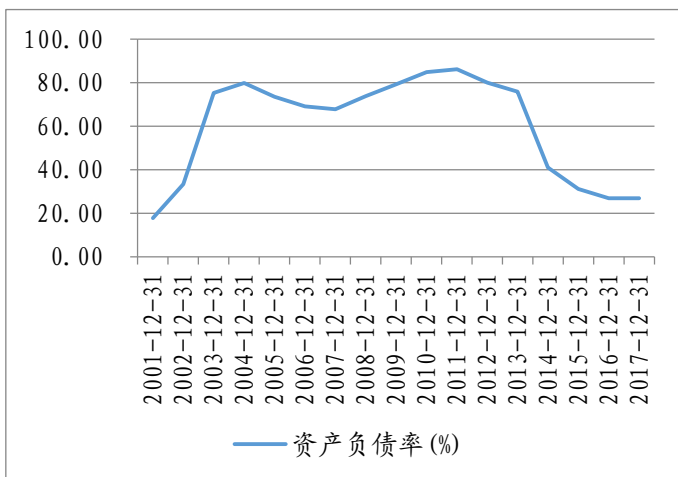
图 13: 多元化经营下债务杠杆突增 (亿元)



资料来源: 中原证券 WIND

注: 公司的短期借款在 2003 年后明显飙升, 2010 至 2012 年期间短期借款接近 14 亿元, 2014 年后归于正常水平。

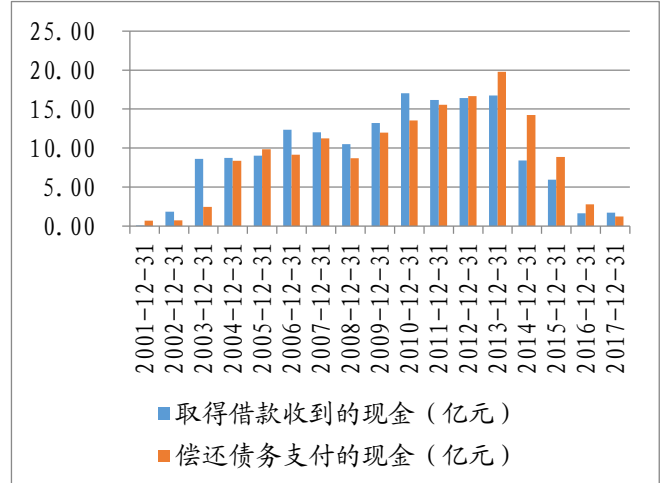
图 14: 公司的资产负债率



资料来源: 中原证券 WIND

注: 2002 年时, 公司的资产负债率从之前的 20% 左右升至 75%, 2003 年升至 80%, 当时公司为了收储土地和开发房地产而债台高筑。2013 年之后, 公司的资产负债率逐渐恢复至 2002 年之前的正常水平。2017 年, 公司的资产负债率降至 26.91%

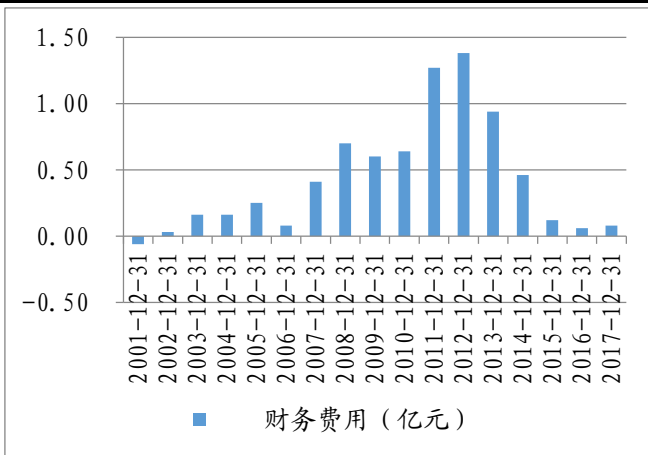
图 15: 公司的借偿情况



资料来源: 中原证券 WIND

注: 公司的借偿压力开始于 2003 年, 通过收缩房地产业务和去杠杆, 2015 年时借偿压力大幅纾解。

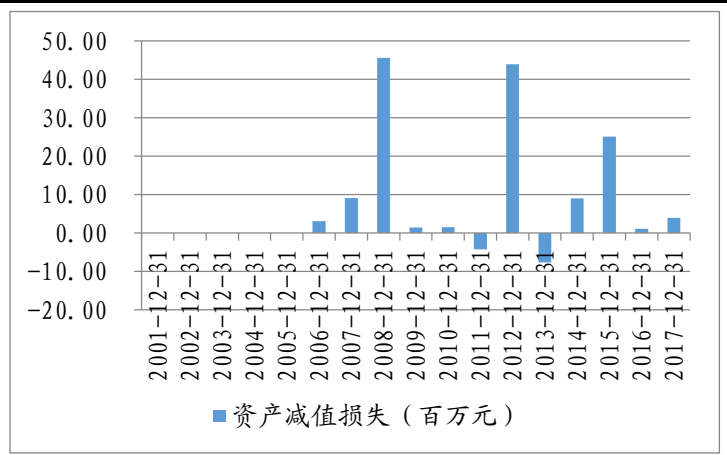
图 16: 公司的财务费用



资料来源: 中原证券 WIND

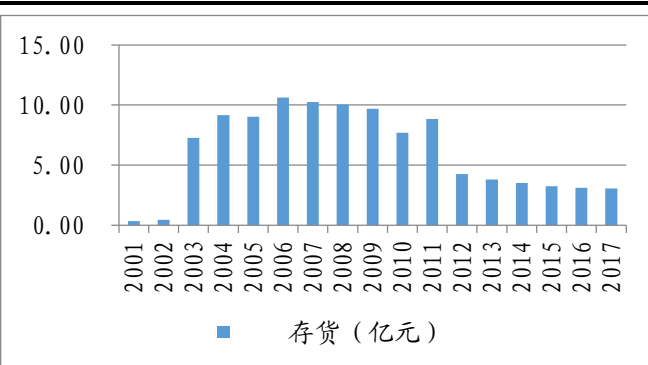
注: 2007 至 2014 年期间, 公司的财务费用连年高企, 远高于业务单一的消费品上市公司。财务费用直接减少了股东净利润。

图 17: 公司的资产减值计提



资料来源: 中原证券 WIND

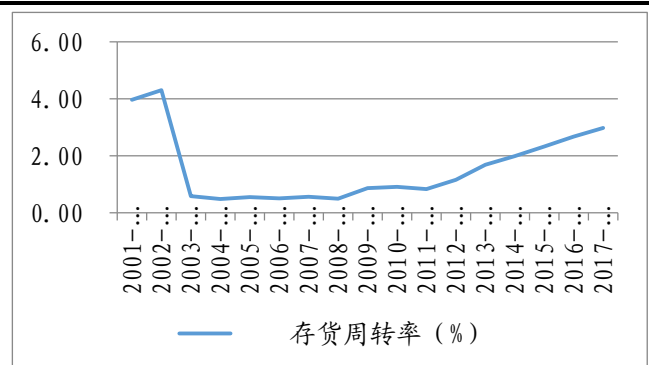
图 18: 公司的存货水平



资料来源: 中原证券 WIND

注: 公司存货情况与房地产营收一致, 说明 2004 至 2011 年间的高存货是房地产存货所致。2012 年以后, 公司的存货开始逐渐趋向行业正常水平。

图 19: 公司的存货周转率



资料来源: 中原证券 WIND

注: 2016 年公司出清房地产业务之后, 存货周转率明显上升, 并且有望继续回升。

2.3 剥离辅业, 聚焦主业

公司于 2008、2015 年先后退出了光伏和房地产市场, 并在 2017 年清偿了遗留债务。因而, 2018 年应是公司发展中的重要拐点, 自此, 公司摆脱了多元化经营的负面影响, 从而聚拢各项资源专注于发展调味品主业。

2018 年开始, 公司的业绩改善将会表现在如下几点:

公司的存货周转率将会提升, 并带动资产周转率提升, 从而加强运营效率。调味品是快消品, 存货周转率相对高: 2017 年, 调味品板块的存货周转率为 4.25%, 而公司仅有 2.98%, 相比平均水准还有待提升。

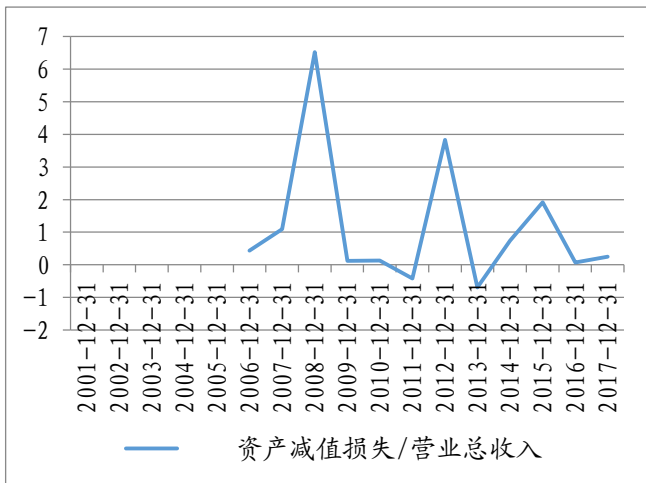
资产减值的风险将会减少:公司前期的跌价计提风险较大是由房地产市场价格波动所导致。而对于调味品,只要不发生食品安全问题,由于具有易贮性和快销性,其跌价风险其实比较小。

财务费用率高位回落,将显著增厚股东回报。2017年,公司的财务费用率从2012年12%的高点回落至0.55%,对业绩的边际改善效果非常显著。

净资产收益率将大幅提升。2017年,公司的净资产收益率升至15.6%,达到了2001年以来最高水准,较2001至2017年的期间均值5.55%提升了10个百分点。但是,考虑到2017年调味品板块的整体ROE为20.39%,公司距整体水平相差了近5个百分点,所以持续提升的空间仍然很大。

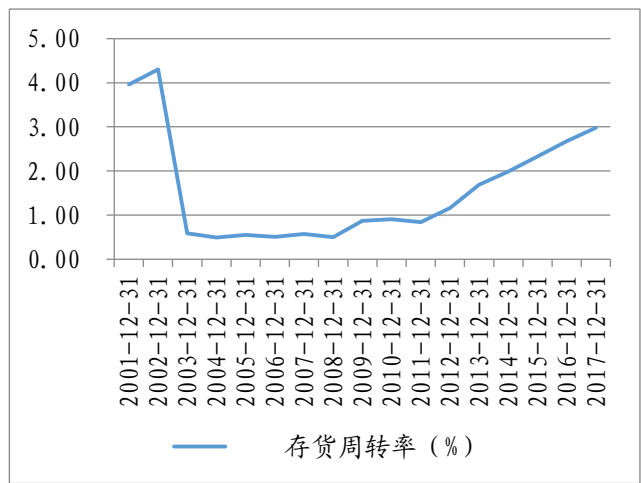
综上,由于成功地清退了辅业,并且清偿了债务,公司的基本面已经发生了根本性改变,各项经营数据都显示出业绩反转迹象。

图 20: 公司的资产减值损失回落



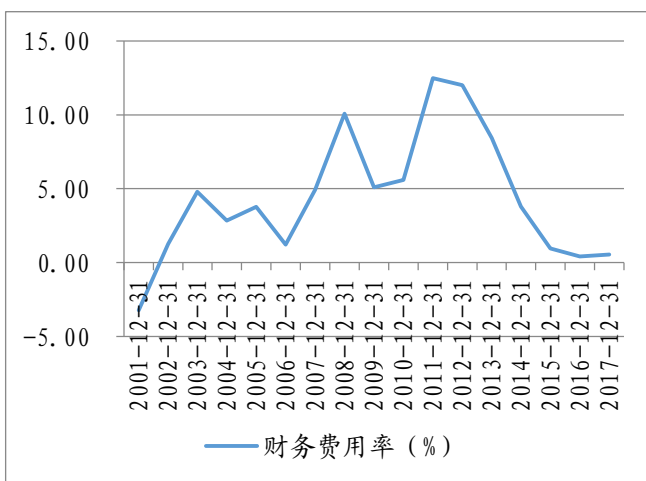
资料来源: 中原证券 WIND

图 21: 公司的存货周转率上升



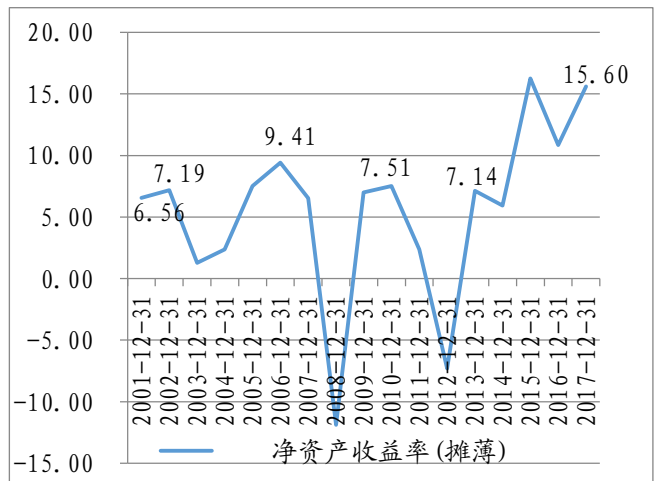
资料来源: 中原证券 WIND

图 22: 公司的财务费用率



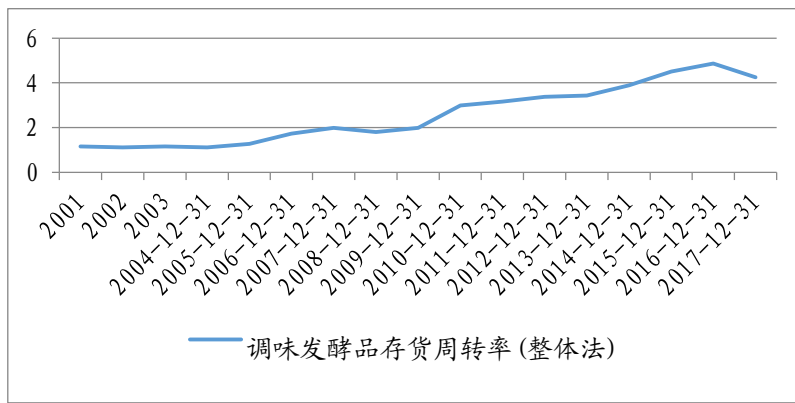
资料来源: 中原证券 WIND

图 23: 公司的 ROE



资料来源: 中原证券 WIND

图 24: 调味品板块的存货周转率



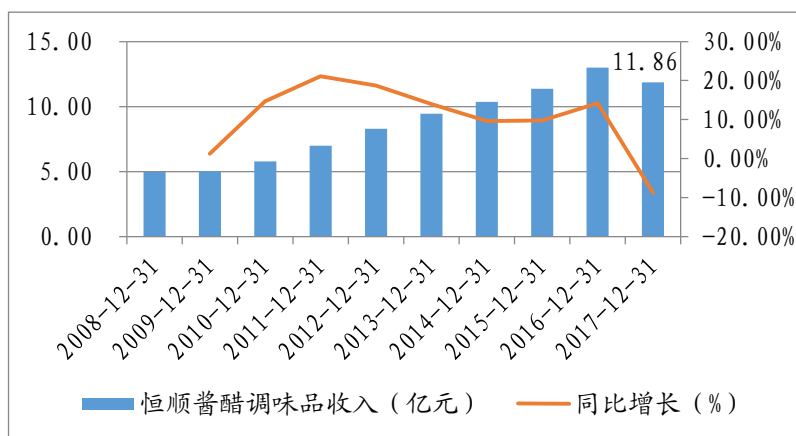
资料来源: 中原证券 WIND

2.4 公司主业始终良好

2.4.1 收入

2017 年, 恒顺食醋的收入规模达到 12 亿元, 仅是同期海天酱油收入规模的 13.64%。但是, 恒顺食醋的收入增速并不低: 2006 至 2017 年, 恒顺食醋的收入年均增长 12%, 同期, 海天酱油的收入年均增长 13.63%, 二者的增长水平相差并不多。区别是, 二十年以来, 海天味业专注酱油主业, 持续勤勉地深耕酱油市场, 直至达到今日竞品公司难以企及的高度。海天和恒顺分别是酱油和食醋领域的龙头企业, 如果用海天作为标准, 公司以 60% 以上的增长速度, 历时 10 年, 方可在收入规模上赶上海天酱油。追赶的可能性是有的, 但是取决于管理团队的拼搏精神和公司内部合理的激励机制的建立。

图 25: 公司调味品收入及增速



资料来源: 中原证券 WIND

注: 2017 年食醋收入基数较低, 为 2018 年的较高增长提供条件。

此外, 我们认为: 公司对于收入的确认较为严谨保守。根据我们的测算, 2003 至 2017 年, 公司食醋销量的年均增速达到 10% 上下, 价格提升的年均幅度约 5%-6%, 因此, 量价结合之下, 我们认为期间收入的增速偏低。

我们看好公司未来两至三年的销售增长，在保持传统稳健的增速之外，不排除超常规增长的可能。在各个行业纷纷回归主业、聚焦发展的时代趋势下，在经济生活呼吁新消费的背景下，公司的超常规增长将有着“追回黄金年代”的补涨意味。我们看到，2018年公司的销售势头良好：2018年一季度，公司的销售商品现金同比增长18.54%，经营性现金流净额同比增长2.06倍，从两项销售数据看，公司全年的收入有望保持高增长。此外，我们看到，公司历年的销售商品现金都多于营业收入，较为严谨的收入确认政策能够保证即期收入的稳健增长。

公司的销售费用率在竞品公司中是比较高的，2017年达到了15.16%，仅次于千禾味业。公司的销售投入从2011年后开始加速增加，这不是个体现象——整个调味品板块的销售费用率都在2011年后陡然上升。2011年后，调味品行业的竞争加剧，促使行业对市场加大投入，而竞争主要表现在对市场终端的争夺。

图 26: 公司的销售费用率

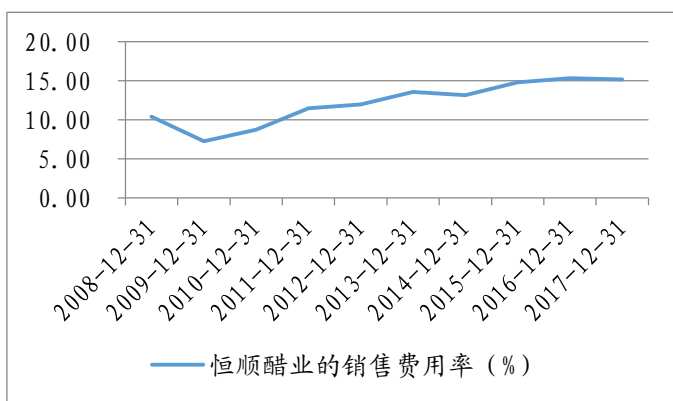
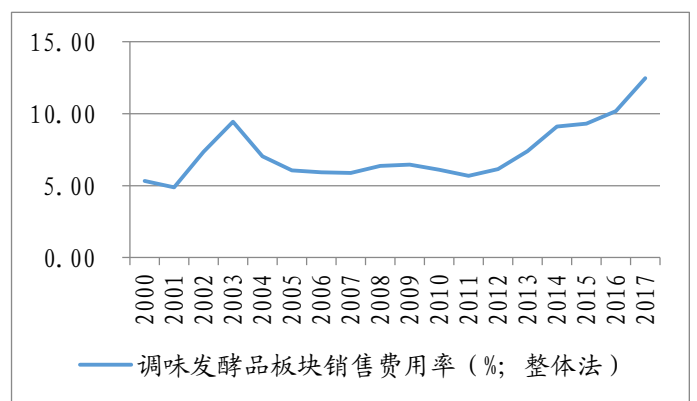


图 27: 调味品板块的销售费用率



资料来源：中原证券 WIND

图 28: 公司历年一季度的销售商品现金

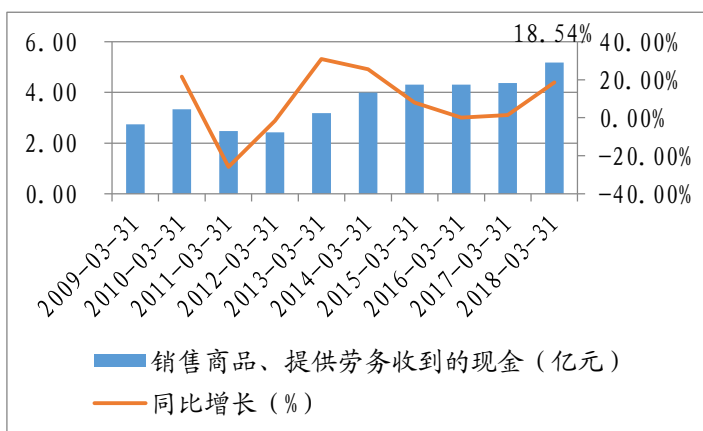
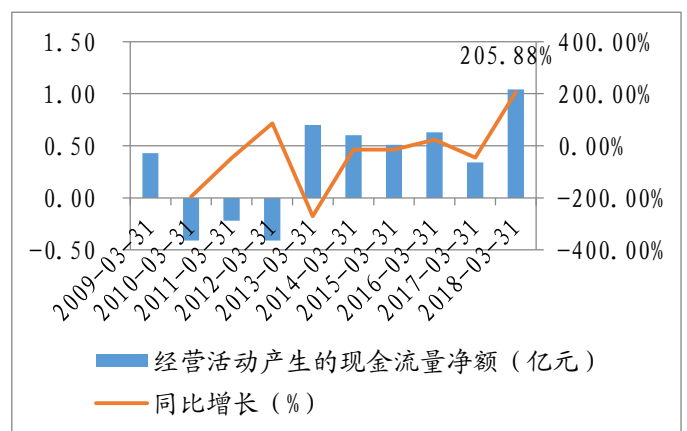


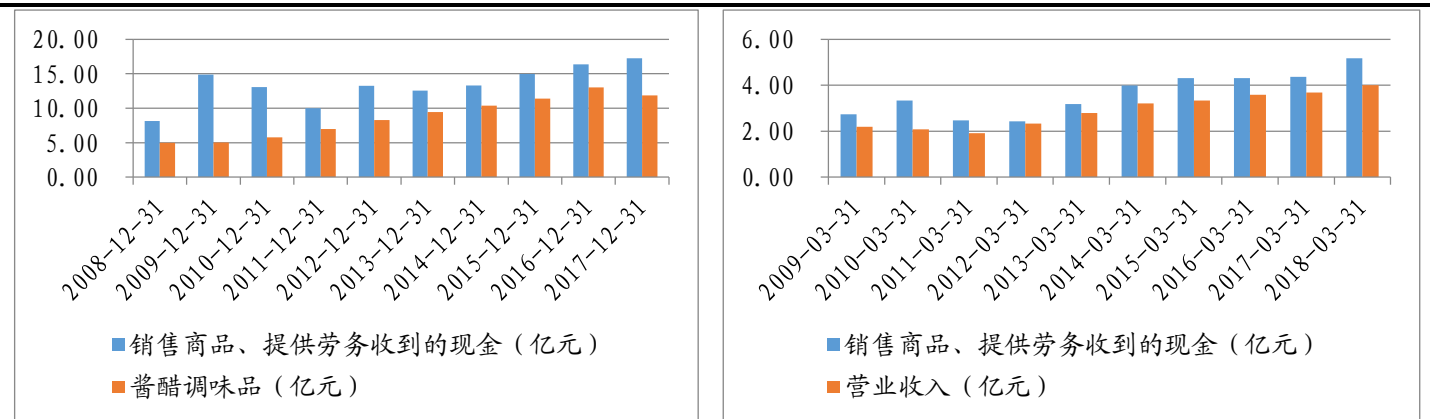
图 29: 公司历年一季度的经营现金流净额



资料来源：中原证券 WIND

注：2018年一季度，公司的销售商品现金同比增长18.54%，经营性现金流净额同比增长2.06倍，从两项销售数据看，公司2018年的销售势头较好。

图 30: 公司的销售商品现金和营业收入对比



资料来源: 中原证券 WIND

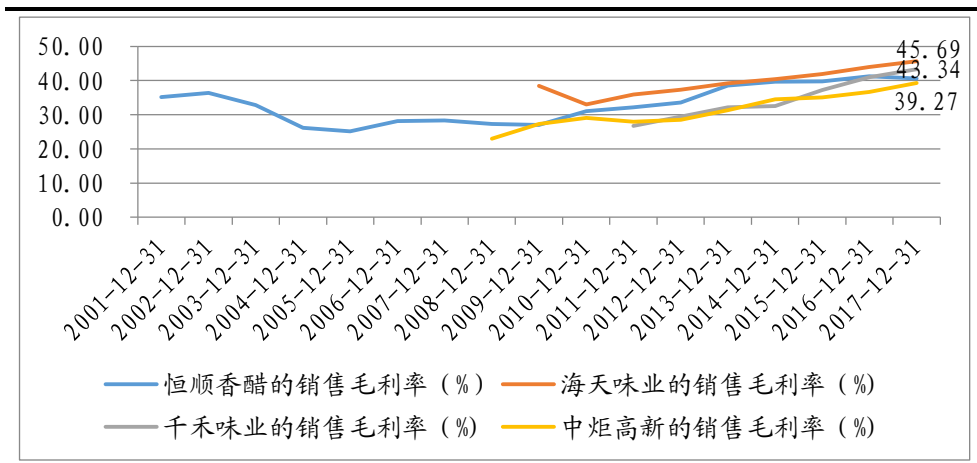
注: 公司的销售商品现金多于营业收入, 保证了未来收入的稳健增长。

2.4.2 盈利

恒顺食醋作为香醋中最具盛名的品牌, 其 2017 年的毛利率为 41.68%, 而同期千禾窖醋的毛利率为 50.97%, 恒顺香醋较竞品低了 9.29 个百分点。千禾窖醋是千禾味业新开发的高档醋, 定位和起点比较高; 而恒顺是传统香醋, 在传统定价的基础上提价或升级或开发衍生品, 阻力都会比较大, 但是, 贵在恒顺有品牌力和既有市场的支持, 恒顺香醋的盈利水平还有待提升。

就产品整体看, 四家调味品上市公司的综合毛利率彼此相差不大: 恒顺为 40.56%, 海天为 45.69%, 千禾为 43.34%, 中炬为 39.27%。在产品 and 成本结构趋同的情况下, 综合毛利率是行业上市公司的共同水准, 很难分出高低上下。此外, 消费升级是行业共同努力的结果, 只有竞品公司一致预期和行动, 才能保证升级的完成。

图 31: 调味品上市公司的毛利率对比



资料来源: 中原证券 WIND

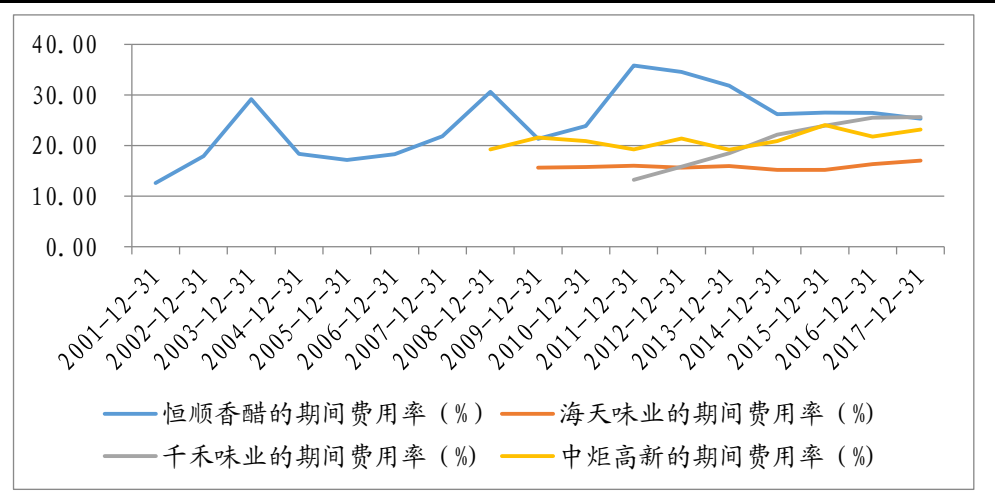
公司的费用率与千禾趋同: 2017 年, 公司的期间费用率是 25.3%, 千禾为 25.65%。考虑到千禾味业属于成长期的公司, 由于各方面的资源投入大, 费用率高是成长期的必然特点; 但是, 公司属于成熟期公司, 市场渠道、品牌力已经很稳定, 故费用率还有下降空间。

通过拆解三项费用，我们发现：公司的管理费用率和财务费用率分别高出千禾味业 2.59 和 0.42 个百分点，导致了整体费用率比竞品公司高；但是，公司销售费用率却比千禾味业低 3.36 个百分点。

公司的财务费用率高主要是因为：2017 年公司还在偿债，随着债务的清偿，公司 2018 年的财务费用率还会继续下降。公司的管理费用率高主要是由折旧摊销金额较大所导致，而竞品公司的这部分费用非常低。

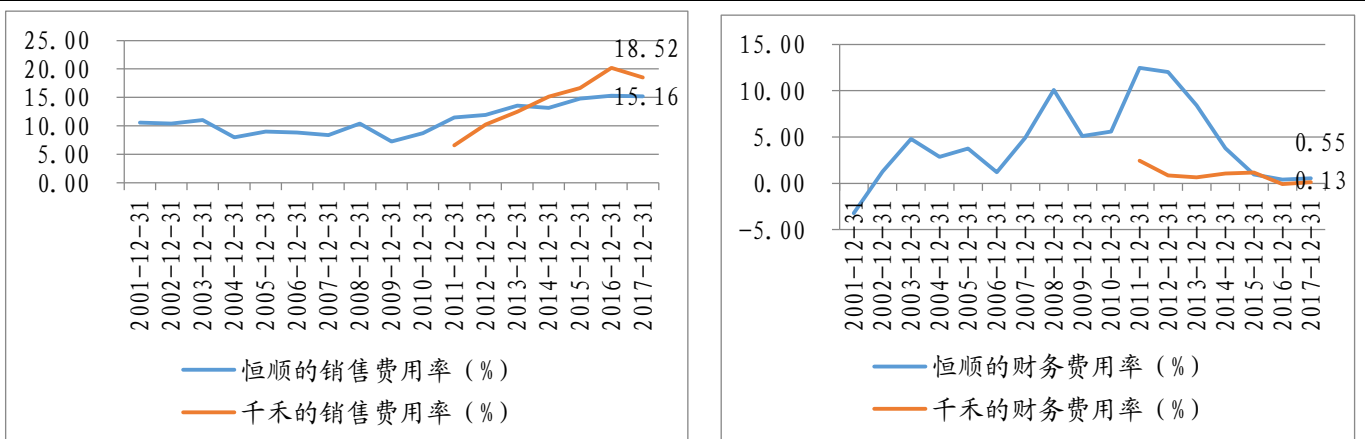
从公司三项费用率的趋势上看，公司的内部控制正在加强，表现在管理和财务费用率的下降；同时，公司的市场投入在加大，表现在销售费用率的提高。

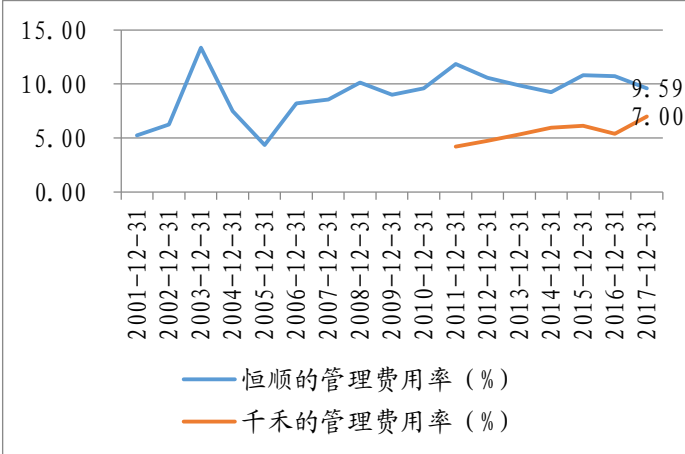
图 32：调味品上市公司的期间费用率对比



资料来源：中原证券 WIND

图 33：公司的三项费用率

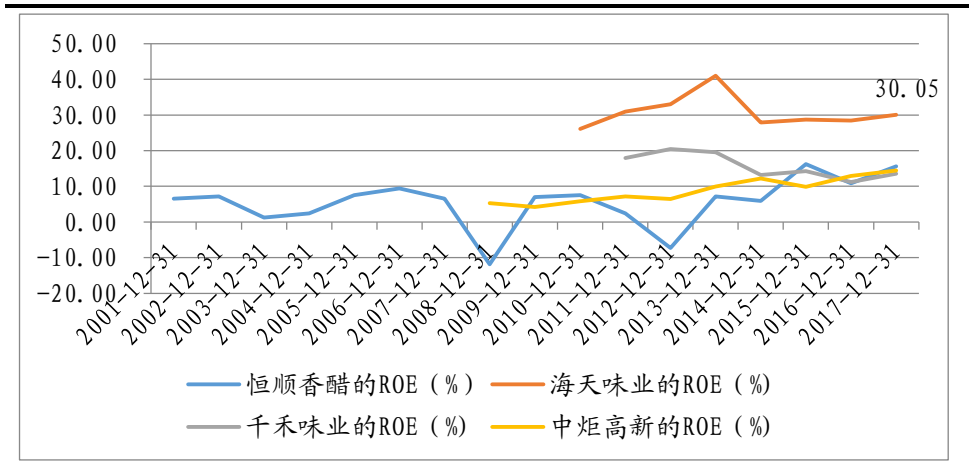




资料来源：中原证券 WIND

注：除销售费用率外，财务和管理费用率都在下降。

图 34：调味品上市公司的 ROE 对比



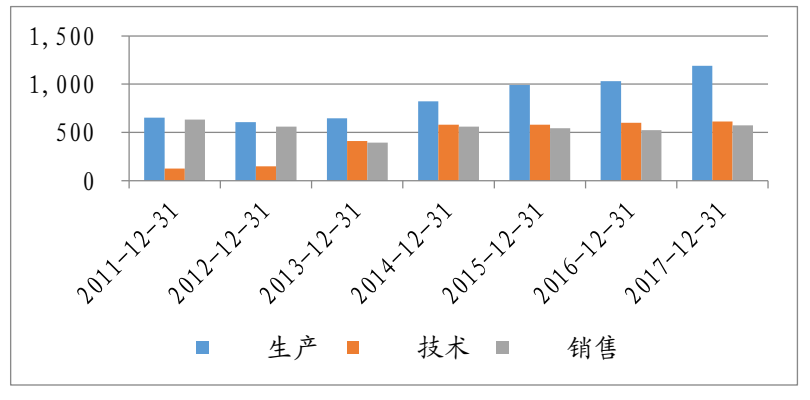
资料来源：中原证券 WIND

2.4.3 效率

公司对技术相对比较重视：近些年来，公司的技术和生产人员大体都在增加，而销售人员却在减少。在公司的人员结构中，技术人员占比 23%，而海天味业仅 12%。

但是，公司的人均创收水平低下，而且多年来没有提升，这可能与公司治理中激励机制的缺失有关。2012 年以来，公司人员薪酬的年均增幅为 1.53%，而同期海天味业是 21.24%

图 35: 公司的人员增长情况



资料来源：中原证券 WIND

注：公司的生产和技术人员大体都在增加，而销售人员却在减少。

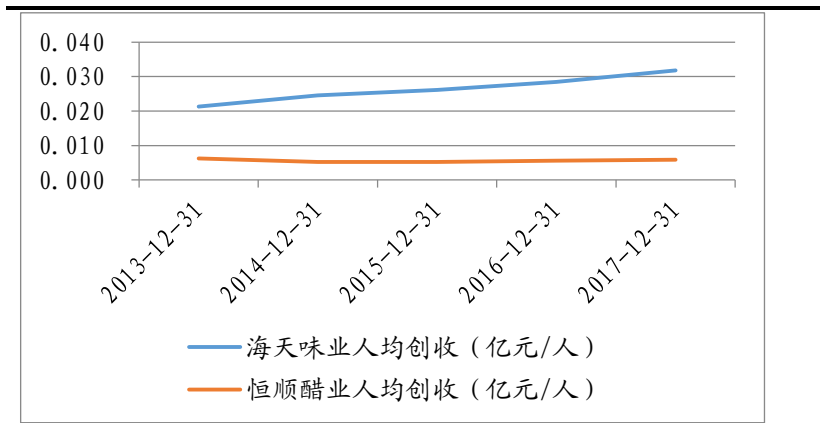
图 36: 公司和海天味业的人员占比情况

2017 年	恒顺醋业	海天味业
生产人员占比	45%	38%
技术人员占比	23%	12%
销售人员占比	22%	39%

资料来源：中原证券 WIND

注：公司的生产和技术人员占比达 68%，海天味业的生产和技术人员占比为 50%；公司的销售人员占比为 22%，而海天味业的销售人员占比达到 39%。公司在研发、技术和生产方面的重视程度较高，而在销售方面的投入相对小。相比民营企业，公司作为老国企，其竞争意识和手段仍显温吞。

图 37: 公司的人均创收



资料来源: 中原证券 WIND

注: 作为国企, 公司的人员负担重、社会责任重, 导致人均效率和经营效率低下。公司体制整改的空间很大, 业绩对体制改善的敏感度很大。

图 38: 公司的薪酬增长较慢

	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
恒顺工资薪酬(亿元)	0.61	0.47	0.51	0.52	0.57	0.63
同比增长 (%)		-22.95%	8.51%	1.96%	9.62%	10.53%
海天工资薪酬(亿元)	0.47	0.66	0.66	0.86	0.97	1.19
同比增长 (%)		40.43%	0.00%	30.30%	12.79%	22.68%

资料来源: 中原证券 WIND

2.4.3 持股情况

除了大股东, 公司的机构持股比例接近 10%, 其中约 7% 是一季度的新晋或加仓的机构资金。此外, 2017 年 5 月以来, 每逢公司股价下跌, 沪深港通资金就会增加持股, 截至 7 月 12 日, 沪深港通资金对公司的持股比例是 0.72%。

图 39: 公司的股权结构

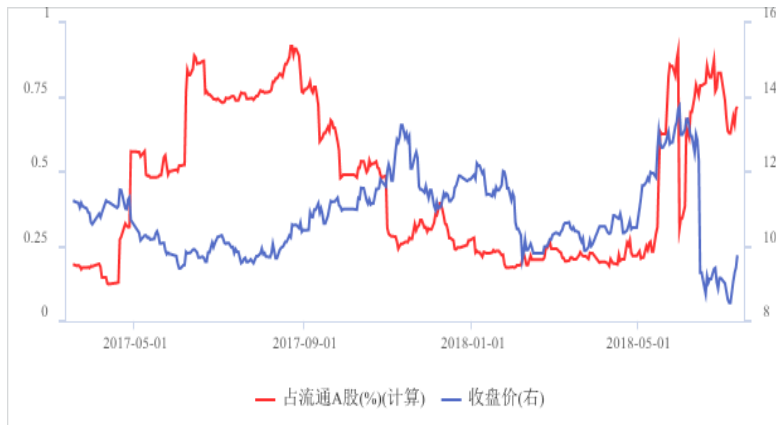
2018 一季报

排名	股东名称	方向	占总股本比例 (%)	股本性质
1	江苏恒顺集团有限公司	-	44.63	A 股流通股
2	全国社保基金一一五组合	比上期增加	1.24	A 股流通股
3	兴业国际信托有限公司-兴福悦众 1 号集合资金信托计划	新进	1.07	A 股流通股
4	乔晓辉	-	1.06	A 股流通股
5	中国建设银行股份有限公司-华安科技动力混合型证券投资基金	新进	1.00	A 股流通股
6	兴业国际信托有限公司-兴福悦众 2 号集合资金信托计划	新进	0.99	A 股流通股
7	中国农业银行股份有限公司-汇添富逆向投资混合型证券投资基金	-	0.99	A 股流通股
8	陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·悦众价值成长 2 期(民生智盈 3 号)证券投资集合资金信托计划	比上期增加	0.89	A 股流通股

9	陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·悦众价值成长1期(民生智盈2号)证券投资集合资金信托计划	-	0.81	A股流通股
10	上海高毅资产管理合伙企业(有限合伙)-高毅晓峰2号致信基金	新进	0.67	A股流通股
合 计		-	53.35	

资料来源：中原证券 WIND

图 40: 沪深港通资金持股比例 (红线)



资料来源：中原证券 WIND

2.4 投资评级和风险提示

我们预测公司 2018、2019、2020 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.33 元和 0.42 元，对应 8 月 3 日收盘价 9.12 元，公司的市盈率分别为 35.1 倍、27.6 倍和 21.7 倍。公司是食醋市场的龙头企业，长期的经营不善导致企业基本面不佳，但是在公司清理辅业和清偿债务之后，2018 是公司业绩的一个重要拐点，自此，公司将能够专注于主营业务，聚焦调味品做大做强。我们对公司首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 食品安全隐患；原材料价格持续上涨。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1447.3	1541.6	1612.8	1875.7	2199.1	成长性					
减: 营业成本	850.3	916.3	970.1	1,112.8	1,292.1	营业收入增长率	10.9%	6.5%	4.6%	16.3%	17.2%
营业税费	25.1	26.2	18.5	22.5	26.4	营业利润增长率	-32.3%	74.9%	-27.0%	27.6%	25.6%
销售费用	221.4	233.7	241.9	278.7	322.2	净利润增长率	-28.9%	64.8%	-32.3%	27.3%	25.4%
管理费用	155.3	147.8	154.8	178.2	204.5	EBITDA 增长率	-23.4%	33.3%	-7.1%	18.9%	18.9%
财务费用	6.0	8.4	-2.0	-10.6	-16.9	EBIT 增长率	-33.2%	38.6%	-11.4%	24.3%	24.4%
资产减值损失	1.1	3.9	0.8	0.9	1.1	NOPLAT 增长率	-35.4%	79.8%	-29.6%	24.3%	24.4%
加: 公允价值变动收益	1.2	44.5	-	-	-	投资资本增长率	9.6%	25.5%	-1.8%	5.9%	-9.9%
投资和汇兑收益	-0.9	11.2	12.0	14.0	16.0	净资产增长率	6.4%	13.4%	17.0%	8.0%	9.3%
营业利润	188.4	329.5	240.6	307.1	385.8	利润率					
加: 营业外净收支	18.2	3.0	3.0	3.0	3.0	毛利率	41.2%	40.6%	39.9%	40.7%	41.2%
利润总额	206.6	332.5	243.6	310.1	388.8	营业利润率	13.0%	21.4%	14.9%	16.4%	17.5%
减: 所得税	38.3	52.4	39.0	49.6	62.2	净利润率	11.8%	18.2%	11.8%	12.9%	13.8%
净利润	170.4	280.9	204.7	260.7	326.9	EBITDA/营业收入	18.4%	23.0%	20.4%	20.9%	21.2%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	13.4%	17.5%	14.8%	15.8%	16.8%
货币资金	149.5	135.9	340.1	431.9	800.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	192	207	207	175	139
应收帐款	117.8	147.5	112.3	169.0	148.6	流动营业资本周转天数	6	47	79	78	73
应收票据	0.0	0.4	-	-	-	流动资产周转天数	169	190	233	242	260
预付帐款	19.6	13.9	13.0	17.9	18.0	应收帐款周转天数	29	31	29	27	26
存货	309.8	305.1	233.9	384.4	333.5	存货周转天数	79	72	60	59	59
其他流动资产	36.9	388.2	400.0	420.0	450.0	总资产周转天数	563	564	580	528	492
可供出售金融资产	40.9	31.9	31.9	31.9	31.9	投资资本周转天数	274	304	320	281	234
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	47.7	48.9	48.9	48.9	48.9	ROE	10.8%	15.6%	9.0%	10.7%	12.3%
投资性房地产	298.9	343.4	343.4	343.4	343.4	ROA	7.4%	10.9%	7.8%	9.0%	10.4%
固定资产	854.5	920.1	936.3	886.5	809.1	ROIC	15.0%	24.7%	13.9%	17.5%	20.6%
在建工程	93.4	74.8	11.0	-	4.0	费用率					
无形资产	188.8	95.0	91.7	88.4	85.1	销售费用率	15.3%	15.2%	15.0%	14.9%	14.7%
其他非流动资产	106.4	63.8	60.9	60.7	60.7	管理费用率	10.7%	9.6%	9.6%	9.5%	9.3%
资产总额	2,264.1	2,568.9	2,623.3	2,882.9	3,133.7	财务费用率	0.4%	0.5%	-0.1%	-0.6%	-0.8%
短期债务	61.0	84.0	-	-	-	三费/营业收入	26.4%	25.3%	24.5%	23.8%	23.2%
应付帐款	285.8	287.5	294.6	373.1	402.2	偿债能力					
应付票据	-	-	5.4	0.8	6.4	资产负债率	26.8%	26.9%	16.3%	17.7%	17.3%
其他流动负债	177.1	197.1	126.8	136.7	132.6	负债权益比	36.7%	36.8%	19.4%	21.5%	20.9%
长期借款	25.4	53.1	-	-	-	流动比率	1.21	1.74	2.58	2.79	3.23
其他非流动负债	58.2	69.5	-	-	-	速动比率	0.62	1.21	2.03	2.03	2.62
负债总额	607.5	691.2	426.8	510.6	541.2	利息保障倍数	32.51	31.89	-118.62	-27.93	-21.76
少数股东权益	85.1	77.6	91.9	110.1	133.0	分红指标					
股本	602.7	602.7	784.0	784.0	784.0	DPS (元)	0.07	0.11	0.09	0.11	0.14
留存收益	968.7	1,197.4	1,321.1	1,478.6	1,676.0	分红比率	30.1%	30.0%	35.0%	35.0%	35.0%
股东权益	1,656.5	1,877.7	2,196.6	2,372.3	2,592.5	股息收益率	0.7%	1.2%	0.9%	1.2%	1.5%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	168.3	280.1	190.3	242.3	303.7	EPS (元)	0.22	0.36	0.26	0.33	0.42
加: 折旧和摊销	72.4	85.7	90.8	95.0	96.6	BVPS (元)	2.01	2.30	2.69	2.89	3.14
资产减值准备	-1.9	-8.0	-	-	-	PE (X)	41.9	25.4	35.1	28	21.7
公允价值变动损失	-1.2	-44.5	-	-	-	PB (X)	4.5	4.0	3.4	3.2	2.9
财务费用	6.6	8.4	-2.0	-10.6	-16.9	P/FCF	-166.1	182.8	98.3	45.2	15.8
投资收益	0.9	-11.2	-12.0	-14.0	-16.0	P/S	4.9	4.6	4.4	3.8	3.2
少数股东损益	-2.2	-0.8	14.3	18.2	22.9	EV/EBITDA	19.1	14.5	19.6	16.3	13.0
营运资金的变动	92.3	-250.7	-22.0	-148.0	71.8	CAGR (%)	15.7%	5.3%	-27.8%	26.9%	27.3%
经营活动产生现金流量	314.0	310.9	259.5	182.9	462.1	PEG	2.7	4.8	-7.7	1.9	4.5
投资活动产生现金流量	-223.0	-290.9	-27.9	-17.0	-4.0	ROIC/WACC	1.4	2.4	1.3	1.7	2.0
融资活动产生现金流量	-188.1	-33.6	-27.4	-74.2	-89.5	REP	3.1	1.5	3.4	2.5	2.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。