

公司点评报告
恒顺醋业 (600305)
调味发酵品
主业稳健，分享行业增长
2016 年报点评

报告日期:	2017-04-18
评级:	推荐
上次评级:	推荐
合理区间:	12.9-13.76 元
上次预测:	

当前价格 (元)	10.85
52 周价格区间 (元)	10.6-22.51
总市值 (百万)	6539.71
流通市值 (百万)	6539.71
总股本 (万股)	60273.80
流通股 (万股)	60273.80
公司网址	www.zjhengshun.com

一年期收益率比较

\${一年期收益率比较} ERROR

表现%	1m	3m	12m
恒顺醋业	-3.38	-2.86	-11.07
上证综指	-0.47	3.65	4.68

财富证券研究发展中心
刘雪晴

0731-84779556

liuxq@cfzq.com

S0530210080001

相关研究报告:

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	1447.27	1649.89	1884.18
净利润 (百万元)	170.41	208.94	256.35
每股收益 (元)	0.28	0.35	0.43
每股净资产 (元)	2.61	2.88	3.21
市盈率	38.38	31.30	25.51
P/B	4.16	3.77	3.38

资料来源: 财富证券

事件: 公司公布 2016 年年报, 全年实现营业收入 14.47 亿元, 同比增长 10.87%, 实现归属于母公司股东的净利润 1.70 亿元, 同比下滑 28.89%; EPS0.28 元。分配预案为每 10 股派发现金股利 0.85 元 (含税)。

投资要点

- 主业稳健增长。**公司营业收入 14.47 亿元, 同比增长 10.87%, 增速较上年同期提升 2.77 个百分点。其中, 主业酱醋调味品实现收入 13 亿元, 同比增长 14.2%。细分来看, 醋类产品同比增长 12%, 其中香醋主力产品销售 4.35 亿元, 约占年销售额的 33%, 高端香醋产品销售 1.71 亿元, 约占年销售额的 14.3%; 白醋类产品销售 1.03 亿元, 同比增长 8%, 约占年销售额的 8%; 料酒类产品销售 1.37 亿元, 同比增长 17%, 约占年销售额的 11%; 酱类和酱油均增长 13%。
- 扣非归母净利润大幅提升。**公司综合毛利率 41.25%, 酱醋调味品毛利率 42.55%, 同比分别提升 2.44 和 1.38 个 pct。毛利率的提升主要来自于产品结构提升以及产品提价, 公司去年下半年对主导产品平均提价 9% 左右。期间费用率较上年下降 0.08 个 pct., 其中销售费用率提升 0.53 个 pct. 至 15.3%, 管理费用率下降 0.07 个 pct. 至 10.73%。由于 2015 年转让百盛商城股权, 公司 2016 年投资收益同比下降 100.61%。扣除非经常性损益后归属于母股东的净利润达到 1.57 亿元, 同比增长 38.17%。经营活动产生的现金流量净额为 3.14 亿元, 同比增 11.32%。
- 受益于行业增速提升。**2015 年底开始餐饮开始复苏, 到 2017 年初, 连续 2 年表现较好, 调味品作为餐饮的后周期品种, 行业增速也有所加速, 2016 年调味品增速达到 10.3%, 保持两位数增长。随着餐饮进一步大众化以及消费升级带来的提价, 行业增速有望加速。从量上看, 餐饮量的增长带动行业, 另外低盐产品替代高盐产品也能带来量的增长。从价格看, 调味品目前吨产品价格只有海外的 30%, 相对于牛奶, 休闲食品等已经接轨的品种, 有

很大提升空间。事实上行业性的提价已经开始。2016 年龙头公司的增速都在两位数以上。经过两年多时间的调整，调味品行业将再次迎来自量价齐升和集中度提高的共振趋势。对于食醋子行业来说，一方面醋产品价格持续提高，品牌化程度加强，相对于酱油有后来居上的趋势，事实上海外醋产品价格高于酱油，另外一方面随着消费意识的增强，醋的量增速也快于酱油，中高端醋产品的空间已经凸显。从行业格局看，目前仍然没有能够全面全国化的品牌，镇江香醋口味好，更容易升级，有可能实现突破。公司是目前中国最大的制醋企业，拥有覆盖各地区的经销网点 60 万个，其主导产品食醋连续 20 年销量全国领先。随着产品结构升级和行业集中度提升，公司有望率先受益。

➤ **2017 年业绩增速目标 20%**。公司“十三五”的规划目标包括主营调味品业务规模力争实现翻番，主营酱醋调味品销售力争超 20 亿；经营业绩力争实现翻番，主营调味品实现利税力争超 4.5 亿。2017 年是“十三五”规划实施的第二年，也是公司加快推进转型升级的攻坚之年，公司计划一方面着力提升产品市场占有率，力争主营酱醋调味品业务销售增长超 15%，高于行业增长平均水平，另一方面着力提升企业经济效益和运行质量，调味品净利润增长力争超过 20%。

➤ **盈利预测与投资评级**：预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 16.5/18.84/21.57 亿元，归母净利润分别为 2.19/2.56/3.06 亿元，EPS 分别为 0.35/0.43/0.51 元。看好公司所在行业的增速回升以及公司龙头地位，给予公司 30-32XPE，6-12 个月合理价格区间 12.9-13.76 元，给予对公司“推荐”评级。

➤ **主要风险提示**：食品安全风险；原材料价格波动风险；

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438