

## 单季收入快速增长, 投资收益大幅增厚业绩

- **事件:** 公司公布 2015 年中报, 上半年实现营业收入 6.5 亿元, 同比+10%; 归母净利润 1.8 亿元, 同比+387%; 基本每股收益 0.60 元。Q2 单季度实现收入 3 亿元, 同比+18%; 归母净利润 0.35 亿元, 同比+51%, Q2 单季净利率超过 11%。
- **业绩点评:** 1、15Q2 单季收入快速增长, 调味品毛利率稳中有升: 15Q2 单季收入快速增长主要得益于公司于去年中期开始布局的品牌+渠道战略, 针对不同人群针对性推广, 同时加大对各区域市场开发的投入, 有效调动经销商积极性, 逐步兑现业绩。上半年酱醋调味品实现收入 5.9 亿元, 同比+10%, 毛利率 41.70%, 同比+0.23pct; 其中料酒和白醋继续保持 15%以上的高增长, 黑醋增速略低于 10%, 今年重点布局的醋饮料贡献收入 1000 万左右。分地区看, 上海地区增长较快, 1-7 月份增速超过 30%, 预计全年收入将接近 8000 万。2、财务费用下降及非经常性损益促使净利润快速增长: 1)、财务费用大幅下降 2100 万元; 2)、出售资产获得投资收益 1.4 亿元, 剔除投资收益后, 15H1 营业利润增速达到 41%。
- **投资看点:** 1、调味品主业继续保持稳定增长: 目前公司作为四大名醋唯一一家上市企业, 品牌和渠道在同行业内具有明显优势, 且公司在 14 年中期重点布局渠道, 收入和净利润已见明显成效, 随着进一步塑造品牌和深耕渠道, 调味品主业长期稳定增长可期。2、财务费用下降仍会大幅贡献业绩弹性: 公司积极回归主业, 重点发展酱醋调味品和醋饮料, 同时积极处置地产资产, 财务费用大幅下降, 贡献业绩明显。3、醋饮料定位于年轻化和健康化: 公司布局醋饮料, 大健康类朝阳产业, 目前重点在江苏和镇江地区销售, 大型超市完成铺货, 终端 5000 家以上, 上半年已开始贡献收入; 同时醋饮料团队引进股权激励制度, 在业绩满足一定条件下, 给予团队成员饮料子公司一定的股权, 公司在保证调味品健康稳定增长的情况下, 力推饮料和醋类健康产品, 传统业务和新业务协同发展。4、国有企业改革。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.82 元、0.62 元、0.76 元, 对应 PE 分别为 26 倍、34 倍和 28 倍, 剔除非调味品主业的影响, 我们认为公司调味品净利率在 13%-14%比较合理, 对应 2015 年、2016 年、2017 年调味品 EPS 分别为 0.52 元、0.63、0.70 元, 对应 PE 分别为 40 倍、34 倍、30 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险; 原材料价格大幅波动风险; 渠道开拓或未达预期。

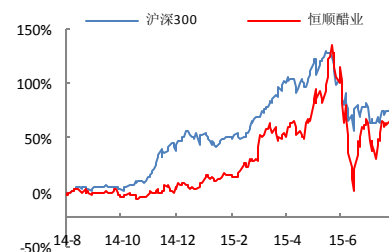
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1207.58	1352.76	1520.19	1714.43
增长率	8.70%	12.02%	12.38%	12.78%
归属母公司净利润 (百万元)	74.79	246.48	187.23	227.58
增长率	91.21%	229.55%	-24.04%	21.55%
每股收益 EPS (元)	0.25	0.82	0.62	0.76
净资产收益率 ROE	6.17%	17.12%	11.95%	13.02%
PE	85	26	34	28
PB	4.81	4.05	3.72	3.34

数据来源: Wind 资讯, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
 执业证号: S1250513110001  
 电话: 023-63786049  
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	3.01
流通 A 股(亿股)	3.01
52 周内股价区间(元)	15.64-40.09
总市值(亿元)	63.32
总资产(亿元)	21.62
每股净资产(元)	4.67

### 相关研究

1. 恒顺醋业 (600305): 调味品稳健, 醋饮料和国企改革值得期待 (2015-06-04)
2. 恒顺醋业 (600305): 调味品收入迎来拐点, 财务费用大幅下降增强业绩弹性 (2015-02-26)
3. 恒顺醋业 (600305): 营销改革逐步推进, 净利率有望快速提升 (2014-08-18)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1207.58	1352.76	1520.19	1714.43	净利润	81.20	267.59	203.26	247.07
营业成本	728.28	804.27	888.32	985.47	折旧与摊销	51.29	58.78	64.86	69.66
营业税金及附加	15.52	17.39	19.54	22.04	财务费用	45.71	15.07	6.02	2.50
销售费用	158.80	174.51	193.06	214.30	资产减值损失	8.99	0.00	0.00	0.00
管理费用	111.64	121.75	139.86	157.73	经营营运资本变动	-410.05	-35.40	-32.36	-22.26
财务费用	45.71	15.07	6.02	2.50	其他	455.64	-142.30	0.00	0.00
资产减值损失	8.99	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>232.78</b>	<b>163.75</b>	<b>241.79</b>	<b>296.97</b>
投资收益	-37.25	142.30	0.00	0.00	资本支出	-50.76	-180.00	-100.00	-90.00
公允价值变动损益	-0.80	0.00	0.00	0.00	其他	-68.68	142.30	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-119.44</b>	<b>-37.70</b>	<b>-100.00</b>	<b>-90.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>100.59</b>	<b>362.08</b>	<b>273.39</b>	<b>332.39</b>	短期借款	-571.50	-345.19	-61.69	-86.62
其他非经营损益	10.14	2.81	3.79	4.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>110.73</b>	<b>364.89</b>	<b>277.17</b>	<b>336.91</b>	股权融资	650.10	0.00	0.00	0.00
所得税	29.53	97.30	73.91	89.84	支付股利	-10.43	-19.94	-65.70	-49.91
净利润	81.20	267.59	203.26	247.07	其他	-239.61	-15.07	-6.02	-2.50
少数股东损益	6.41	21.11	16.03	19.49	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-171.43</b>	<b>-380.20</b>	<b>-133.41</b>	<b>-139.03</b>
归属母公司股东净利润	74.79	246.48	187.23	227.58	<b>现金流量净额</b>	<b>-58.09</b>	<b>-254.15</b>	<b>8.37</b>	<b>67.94</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	321.79	67.64	76.01	143.95	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	187.20	202.33	229.82	258.13	销售收入增长率	8.70%	12.02%	12.38%	12.78%
存货	349.67	386.15	426.51	473.15	营业利润增长率	50.19%	259.97%	-24.50%	21.58%
其他流动资产	75.32	57.27	64.36	72.58	净利润增长率	94.34%	229.55%	-24.04%	21.55%
长期股权投资	47.84	47.84	47.84	47.84	EBITDA 增长率	-6.73%	120.63%	-21.03%	17.51%
投资性房地产	297.53	297.53	297.53	297.53	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	662.59	761.88	785.76	795.50	毛利率	39.69%	40.55%	41.57%	42.52%
无形资产和开发支出	191.93	213.95	225.31	236.00	三费率	26.18%	23.01%	22.30%	21.85%
其他非流动资产	97.62	97.53	97.44	97.34	净利率	6.72%	19.78%	13.37%	14.41%
<b>资产总计</b>	<b>2231.51</b>	<b>2132.13</b>	<b>2250.57</b>	<b>2422.04</b>	ROE	6.17%	17.12%	11.95%	13.02%
短期借款	493.50	148.31	86.62	0.00	ROA	3.64%	12.55%	9.03%	10.20%
应付和预收款项	226.48	242.33	270.86	302.64	ROIC	12.71%	23.28%	15.67%	17.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.36%	32.23%	22.65%	23.60%
其他负债	195.72	178.02	192.07	221.21	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>915.70</b>	<b>568.67</b>	<b>549.55</b>	<b>523.85</b>	总资产周转率	0.52	0.62	0.69	0.73
股本	301.37	301.37	301.37	301.37	固定资产周转率	2.10	2.10	2.20	2.41
资本公积	778.42	778.42	778.42	778.42	应收账款周转率	13.23	13.65	13.90	13.77
留存收益	182.47	409.01	530.54	708.21	存货周转率	1.89	2.19	2.19	2.19
归属母公司股东权益	1262.26	1488.80	1610.33	1788.00	销售毛利率/净利率/EBITDA/营业收入	110.23%	—	—	—
少数股东权益	53.55	74.66	90.69	110.18	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1315.81</b>	<b>1563.46</b>	<b>1701.02</b>	<b>1898.18</b>	资产负债率	41.03%	26.67%	24.42%	21.63%
负债和股东权益合计	2231.51	2132.13	2250.57	2422.04	带息债务/总负债	53.89%	26.08%	15.76%	0.00%
					流动比率	1.08	1.37	1.59	1.99
					速动比率	0.67	0.63	0.74	1.00
					股利支付率	13.94%	8.09%	35.09%	21.93%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	每股收益	0.25	0.82	0.62	0.76
EBITDA	197.59	435.94	344.27	404.55	每股净资产	4.37	5.19	5.64	6.30
PE	84.66	25.69	33.82	27.82	每股经营现金	0.77	0.54	0.80	0.99
PB	4.81	4.05	3.72	3.34	每股股利	0.03	0.07	0.22	0.17
PS	5.24	4.68	4.17	3.69					
EV/EBITDA	27.91	12.44	15.55	12.85					
股息率	0.16%	0.31%	1.04%	0.79%					

数据来源: Wind 资讯, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn