

恒顺醋业（600305）：调味品稳健增长，股权转让增厚业绩 审慎推荐（维持）

食品饮料—调味品

当前股价：21.66 元

报告日期：2016 年 4 月 19 日

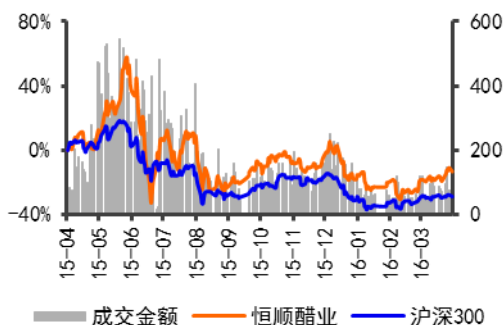
主要财务指标（单位：百万元）

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1,208	1,305	1,452	1,690
(+/-)	8.7%	8.1%	11.2%	16.4%
营业利润	101	278	209	246
(+/-)	50.2%	176.7%	-24.9%	17.9%
归属母公司净利润	75	240	160	188
(+/-)	82.6%	220.4%	-33.1%	17.5%
EPS	0.26	0.80	0.53	0.63
PE	83.3	27.2	40.7	34.6

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	3.01/3.01
流通市值（亿元）	65.20
每股净资产（元）	4.89
资产负债率（%）	31.18

股价表现（最近一年）



食品饮料行业研究员：万 蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-51793724

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

- **恒顺醋业公布 2015 年报：**全年实现营业收入 13.05 亿元，其中调味品实现收入 11.38 亿元，同比增长 9.08%；归属于母公司所有者的净利润 2.40 亿元，同比增长 220.87%；扣非后净利润 1.13 亿元，同比增长 69.4%，每股收益 0.8 元。每 10 股转增 10 股，派现 2.40 元（含税）。
- **调味品业务稳健增长：**报告期内，公司的酱醋调味品业务稳健增长，香醋类产品（含白醋）销售收入占总收入比重近 80%，料酒也成为公司的明星产品，综合毛利率 39.72%，基本与去年持平，其中酱醋调味品毛利率 41.17%，较去年微降 1.2pct。营业收入增长来源除香醋类产品外，主要以白醋、料酒产品为主，全年实现高端产品同比增长 18%、白醋品类同比增长 28%、料酒类产品同比增长 19%。香醋主力产品销售 4.53 亿元（含税）；高端香醋产品销售 1.83 亿元（含税）；料酒类产品销售 1.34 亿元；白醋类产品销售 1.29 亿元（含税）。
- **期间费用有改善空间：**公司销售费用率同比增长 1.62pct 至 14.77%，费用同比增长 21.45%至 1.93 亿元，主要是由于公司加大品牌建设与促销力度所致，管理费用率同比增长 1.56pct 至 10.8%；财务费用大幅下降 72.75%，主要是由于负债降低带来的利息支出减少，费用率降至 0.95%。相较同行业，海天 15%，中炬高新 24%，仍有一定的改善空间。
- **未来发展趋势：**（1）调味品行业 2015 年收入增长 8.9%，醋酱油等增长 10.6%，其他调味品增长低于酱油，处于历史新低，主要是受餐饮行业的后周期影响，调味品的采购滞后性导致 2015 年调味品行业增速较低。随着 2015 年下半年餐饮业的持续恢复，整体餐饮业在 11%以上增速，2016 年调味品将反映出餐饮恢复的景气度，预计 16 年调味品行业增速将超过 10%，未来会一直保持稳定增长态势；（2）公司对业务进行重新战略定位，明确了聚焦于调味品这一主营业务的战略。2015 年初公开挂牌转让镇江百盛商城有限公司 50%股权，彻底转让了公司的房地产遗留业务，我们认为，剥离房地产业务一方面能够让公司摆脱沉重的财务负担，降低公司负债水平和财务费用，同时也能够集中资源进行调味品的生产推广；（3）预计今年年底到明年年初将新增 10 万吨高端醋产品产能，可较好满足市场对高端醋产品的需求，增强市场竞争力；（4）料酒五万吨产能预期将在今年下半年投产，公司将拥有国内最大的料酒产能，预期未来几年料酒收入将会迎来快速增长，



成为醋以外的重要调味品之一；（5）新开发的醋饮料系列具备健康、养生的特点，一旦定位精准，并辅之以有效的营销手段，很有可能成为公司未来的业绩爆发点；（6）公司有望迎来国企改革红利。

- **盈利预测：**我们预测 2016-2018 年公司 EPS 将分别达到 0.53、0.63 和 0.74 元，按照 2016 年 4 月 19 日收盘价 21.66 元进行计算，对应 2016-2018 年动态 PE 分别为 40.7、34.6 和 29.3 倍，考虑到公司业绩存在爆发的可能性，给予“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**（1）生产线建设慢于预期；（2）新品销售情况不达预期；（3）食品安全问题；（4）原材料价格波动风险。

盈利预测表

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,111	1,208	1,305	1,452	1,690	2,026
营业收入	1,111	1,208	1,305	1,452	1,690	2,026
营业总成本	1,047	1,069	1,174	1,243	1,444	1,734
营业成本	683	728	787	869	995	1,177
营业税金及附加	18	16	15	20	21	26
销售费用	151	159	193	201	235	287
管理费用	110	112	141	145	169	208
财务费用	94	46	12	-	8	20
其他经营收益	3	-38	147	-	-	-
公允价值变动净收益	1	-1	0	-	-	-
投资净收益	2	-37	146	-	-	-
营业利润	67	101	278	209	246	292
加：营业外收入	6	14	12	10	10	10
减：营业外支出	12	4	8	5	5	5
其中：非流动资产处置净损失	1	0	4	-	-	-
利润总额	61	111	282	214	251	297
减：所得税	19	30	44	53	63	74
净利润	42	81	238	160	188	223
减：少数股东损益	3	6	-2	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	39	75	240	160	188	223
EPS	0.15	0.26	0.80	0.53	0.63	0.74
总股数（百万股）	254	301	301	301	301	301

资料来源：公司定期报告、华鑫证券研发部

研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士
主要研究和跟踪领域：食品饮料、商业

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>