



恒顺醋业（600305）：新品推广顺利，未来产品提价增厚业绩

审慎推荐(维持)

食品饮料—调味品

当前股价：11.48 元

报告日期：2016 年 08 月 23 日

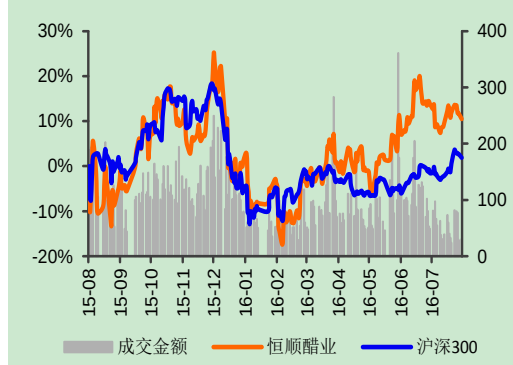
主要财务指标（单位：百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,305	1,466	1,663	1,894
(+/-)	8.1%	12.3%	13.5%	13.9%
营业利润	278	204	253	310
(+/-)	176.7%	-26.7%	23.8%	22.9%
归属母公司				
净利润	240	159	195	239
(+/-)	220.4%	-33.7%	22.9%	22.2%
EPS	0.80	0.26	0.32	0.40
PE	14.4	43.5	35.4	29.0

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	6.03/6.03
流通市值（亿元）	69.22
每股净资产（元）	2.45
资产负债率（%）	30.9

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：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

● 公司发布 2016 半年报：报告期内，公司实现营业收入 6.94 亿元，同比增长 7.08%；归属于上市公司股东的净利润 0.76 亿元，同比下降 58.03%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 0.73 亿元，同比增长 27.37%；基本每股收益 0.13 元。业绩基本符合预期。

● 收入保持稳定，净利润快速增长：2016H1 公司收入同比增长 7.08%，较去年同期 10.07% 的增长率略有下滑，其中 Q2 实现收入 3.35 亿元，同比增长 6.21%。分品类来看，调味品收入 6.46 亿元，同比增长 10.23%，其中色醋增长 14.3%，毛利率 41.98%，同比微升 0.28pct，主要是因为公司进一步优化了现有产品的生产技术管控水平；其他收入 0.33 亿元，同比下滑 16.64%，毛利率 16.14%，同比微降 0.36pct。归属于上市公司股东的净利润下降 58.03%，主要是由于去年一季度公司公开挂牌转让镇江百盛商城有限公司 50% 股权从而获得了 1.42 亿投资净收益。费用方面，销售费用和管理费用上升较多，分别同比增加 1.64、1.5pct 至 17.31% 和 10.18%，主要是公司加大促销力度，促销费用大幅上升以及提取了一笔 600 万的业绩激励基金；财务费用同比大幅下降 -59.55%，系本期银行借款减少所致。

● 提价 9% 对今年业绩贡献有限：公司 6 月公告将于未来三个月内上调部分产品的价格，此次涉及提价的产品为公司主营的经典醋系列，共 19 个单品，调价平均幅度在 9% 左右。该部分产品 2015 年销售额约为 5 亿元，占调味品业务收入 40% 左右。我们预计此次部分产品价格调整对本年业绩贡献有限，但从长期来说，有利于公司产品升级，提升盈利能力。

● 新品推广顺利，转型升级加速：公司完成了恒顺现有七大类产品的梳理和定位工作，通过春耕造林计划，进一步加大了市场新品推广力度，恒顺经典、恒顺精酿和新标料酒已上市销售，还强化了“恒顺香醋”、恒顺牌“镇江香醋”



的品牌、产品形象定位和宣传。另外，公司通过推出 380ml 功能系列醋产品，加快了产品的转型升级工作，大力宣传“百年恒顺”食醋的健康食品理念。

- **大股东增持彰显信心：**大股东恒顺集团及公司高管于上半年如期完成大股东恒顺集团 5000 万元增持和上市公司董监高增持本公司股份，与公司利益进一步绑定，增强了投资者信心，也为公司机制创新奠定了基础。另外，公司也有望迎来国企改革红利。
- **盈利预测：**我们微调之前的盈利预测，2016-2018 年公司 EPS 将分别达到 0.26、0.32 和 0.40 元，按照 2016 年 8 月 22 日收盘价 11.48 元进行计算，对应 2016-2018 年动态 PE 分别为 43.5、35.4 和 29.0 倍，估值不具备明显优势，但考虑到公司业绩存在爆发的可能性，维持“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**（1）新品销售情况不达预期；（2）食品安全问题；（3）原材料价格波动风险。



公司盈利预测表

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,111	1,208	1,305	1,466	1,663	1,894
营业收入	1,111	1,208	1,305	1,466	1,663	1,894
营业总成本	1,047	1,069	1,174	1,262	1,411	1,584
营业成本	683	728	787	867	976	1,106
营业税金及附加	18	16	15	20	21	24
销售费用	151	159	193	213	236	265
管理费用	110	112	141	147	163	182
财务费用	94	46	12	7	-	-9
其他经营收益	3	-38	147	0	-	-
公允价值变动净收益	1	-1	0	-	-	-
投资净收益	2	-37	146	0	-	-
营业利润	67	101	278	204	253	310
加：营业外收入	6	14	12	10	10	10
减：营业外支出	12	4	8	2	2	2
其中：非流动资产处置净损益	1	0	4	-	-	-
利润总额	61	111	282	212	261	318
减：所得税	19	30	44	53	65	80
净利润	42	81	238	159	195	239
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	159	195	239
EPS	0.15	0.26	0.80	0.26	0.32	0.40
总股数（百万股）	254	301	301	603	603	603

资料来源：Wind，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：大消费

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。



免责条款

本报告由华鑫证券有限责任公司（以下统称“华鑫证券”）制作，仅供华鑫证券的客户使用。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。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，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅向特定客户传送，版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放

本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。。

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>