



恒顺醋业 (600305)

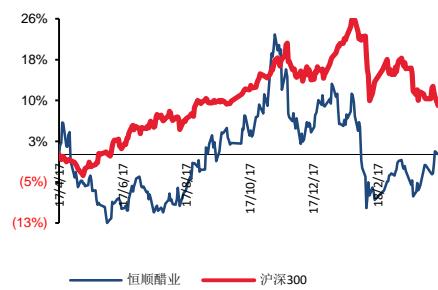
目标价: 12.8

昨收盘: 10.51

日常消费 食品、饮料与烟草

调味品主业维持稳定增长，费率降低利润弹性凸显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	603/603
总市值/流通(百万元)	6,335/6,335
12 个月最高/最低(元)	13.25/9.42

相关研究报告:

恒顺醋业 (600305)《调味品主业增长稳步恢复，非经常性收益加大利润率弹性》—2018/04/17

恒顺醋业 (600305)《三季报点评：三季度调味品恢复 2 位数增长，费率下降拉高净利率》—2017/10/30

恒顺醋业 (600305)《恒顺醋业中报点评：提价调整期已过，二季度业绩增长加快》—2017/08/21

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：管嘉琪

电话：18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

事件：公司发布 2018 年一季报，公司实现营收 4.00 亿，同比增长 8.21%；归母净利润 5925.94 万，同比增长 33.00%；扣非后归母净利润 4975.24 万，同比增长 23.57%；EPS 为 3.21 元/股，同比增长 33%。

一季度调味品主业维持平稳增长 2018 年一季度，公司实现营收 4 亿，同比增长 8.2%；从母公司利润表来看，母公司营收同比增长 8.4%，说明公司调味品业务增速和整体营收增速基本一致。结合 2017 年公司调味品营收增速 (+6.5%) 来看，2018 年公司营收维持平稳增长。分品类来看，预计白醋、料酒和酱油等产品增速较快。

固定成本摊销增加，一季度毛利率小幅下滑 2018 年一季度，公司毛利率为 40.24%，同比降低 0.78 pcts。我们认为，除了季节性差异外，主要原因在于公司于 2017 年底上线了 10 万吨的中高端食醋灌装生产线。由于公司产品结构的改变需要一定过程，但是 2018 年一季度折旧摊销已经开始确认，从而影响了产品毛利率。随着未来中高端产品占比增长，产能利用率提升，公司毛利率有望逐渐恢复。

费用率降低较为明显，公司利润弹性加大 2018 年一季度，公司实现净利润 5886 万，同比增长 28.92%，净利率同比提升 2.37 pcts，主要原因在于一季度费用率降低。其中销售费用同比增长 3.67%，费用率同比降低 0.66 pcts；管理费用同比减少 13.9%，费用率同比降低 2.06 pcts。我们认为，销售费用率降低主要是因为去年一季度公司因为提价费用投放较多导致基数较高，管理费用率降低除了季节性差异之外，公司收入规模增长也是原因之一。

公司加快对房地产业务处置，增加当期非经常性受益 2017 年四季度，镇江市土地储备中心对公司总面积 118.35 亩的地块实施收储，公司收到 1.57 亿元收储金，增加当期非经常性收益约 4300 万。我们认为，公司加快房地产业务的剥离，和公司聚焦于调味品业务的战略相一致；另外，剥离房地产业务带来的资金实力增强，也为公司未来加大品牌和市场投入提供了较大的底气。

盈利预测与评级 自 2017 年一季度公司调味品业务由于提价导致短期增速降低后，全年环比改善趋势较为明显，未来有望恢复正常增

执业资格证书编码：S1190117060044

长；料酒、酱油等新品类快速增长也有望进一步提升公司业绩增速。我们预测公司 2018/19/20 年 EPS 分别为 0.43/0.49/0.58 元，对应 PE 分别为 24.6/21.4/18.1 倍，目标价 12.8 元，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期，市场拓展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1542	1696	1899	2164
同比增长	7%	10%	12%	14%
净利润(百万元)	281	256	294	377
同比增长	65%	-9%	15%	18%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.43	0.49	0.58
PE	22.4	24.6	21.4	18.1

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 -15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。