



2018-10-23

公司点评报告

增持/维持

恒顺醋业(600305)

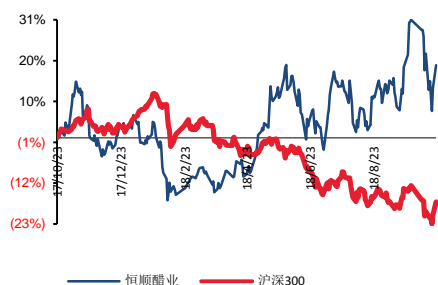
目标价: 12.3

昨收盘: 10.45

日常消费 食品、饮料与烟草

## 调味品主业稳中向好，费用使用效率持续提升

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	784/784
总市值/流通(百万元)	8,188/8,188
12 个月最高/最低(元)	13.75/8.50

### 相关研究报告:

恒顺醋业(600305)《二季度业绩环比加速，费用率稳步降低》——2018/08/21

恒顺醋业(600305)《调味品主业维持稳定增长，费率降低利润弹性凸显》——2018/05/01

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弹性》——2018/04/17

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：管嘉琪

电话：18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

**事件：**10月22日，公司发布2018年三季报，公司实现营收12.36亿，同比增长10.83%；归母净利润2.18亿，同比增长50.69%；扣非后归母净利润1.59亿，同比增长22.67%；EPS为0.28元/股，同比增长50.68%。其中，单三季度，公司实现营收4.31亿，同比增长12.98%，归母净利润0.95亿，同比增长86.69%。

**前三季度调味品主业维持稳健增长** 2018年前三季度，公司实现营收12.36亿，同比增长10.83%。从母公司报表来看（基本为调味品业务），前三季度母公司营收为10.80亿，同比增长11.05%。

分季度来看，单三季度公司实现营收4.31亿，同比增长12.98%，2018年上半年为9.71%，增速有所加快。分产品来看，食醋仍然占据主导，高端醋增长延续上半年趋势，料酒仍然维持强势增长，预计全年增长超25%。分区域来看，华东大区占比仍位居第一，维持双位数增长；华东以外市场中，江西、山东、湖南等地增速较快。长期来看，公司希望通过努力逐渐提升华东以外市场占比，扩大品牌范围影响。

**原材料价格上涨导致单季度毛利率下降** 从母公司报表来看，2018年单三季度，公司母公司报表毛利率略微降低，主要原因在于包材等原材料价格上涨，以及料酒等毛利率较低产品增长较快导致。但是前三季度母公司报表销售毛利率为37.36%，同比提升0.62 pcts，仍然有所提升。我们认为，随着公司整体规模经济效益释放，以及中高端食品占比的提升，公司毛利率长期来看仍有望稳步提升。

**费用率持续降低，主业盈利能力稳步提升** 2018年前三季度，公司扣非后归母净利润为1.59亿，同比增长22.67%，增速快于营收增长。除了毛利率提升之外，由于公司对内部机制的激活以及费用使用效率的提升，公司费用率降低，也是导致盈利能力提升的主要原因。前三季度公司销售费用率为14.52%，同比降低1.16 pcts；管理费用率为6.39%，同比降低2.72 pcts。

**非经常性损益增加，进一步增强公司整体经营实力** 2018年前三季度，公司非经常性损益为5903万，同比增长292.63%，进一步增厚了当期净利润。主要是前三季度公司政府补助以及营业外净收入分别增加了2062万和2419万。我们认为，非经常性损益增强了公司的资金实力，有助于公司调味品主业长期发展。

执业资格证书编码: S1190117060044

**盈利预测与评级** 去年提价调整期结束后,今年公司有望享受提价红利;同时,随着公司对管理层薪酬体系改革方案的实施,公司动力也有所增强。公司我们预测公司 2018/19/20 年 EPS 分别为 0.38/0.44/0.52 元,对应 PE 分别为 26.5/23.1/19.7 倍,给予 2018 年 32 倍估值,目标价 12.3 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	1711	1916	2185
同比增长	7%	11%	12%	14%
净利润(百万元)	281	298	342	401
同比增长	65%	6%	16%	18%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.38	0.44	0.52
PE	21.6	26.5	23.1	19.7

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



## 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。