



战略提价更好聚焦产品，恒顺收入增速拐点临近

——恒顺醋业（600305）事件点评

事件：

恒顺醋业发布关于部分产品提价公告，从 2019 年 1 月 1 日起对恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒、镇江香醋【K 型 010072】和镇江香醋【金恒顺 115050】系列等五个品种的产品出厂价格分别平均提高 15.04%、15.04%、10%、10%、6.45%。

主要观点：

1. 包材成本自上次 2016 年中提价后呈上涨趋势，此次提价有助消化原材料成本压力。恒顺的包材成本占原材料成本 35%以上，由于过去两年国家对环保的高度重视及进口塑料和纸张的“洋垃圾”禁令，包材价格过去两年持续高涨，2017 海天、中炬、千禾等相继提价，但恒顺稳步不动，做产品拓市场，2017 年低毛利过后 2018 前三季度毛利率已达历史新高点 41.45%。2018Q3 包材价格到达高位后，由于高获利导致竞争者的加入、环保监察的逐步规范化、禁令的逐步消化，自 2018Q4 起包材价格开始下降，我们预计 2019 年仍呈下降趋势，此次提价有助公司消化之前原材料成本压力。

表 1：包材成本近一两年同比持续上升，2018Q4 起下降

时间	塑料	玻璃	瓦楞纸	糯米
2017Q1	24.15%	43.75%	50.79%	9.18%
2017Q2	13.15%	38.75%	24.77%	3.86%
2017Q3	12.97%	22.09%	78.00%	4.49%
2017Q4	1.98%	15.97%	53.51%	0.00%
2018Q1	0.44%	15.53%	5.07%	-2.80%
2018Q2	5.25%	9.68%	47.89%	-4.64%
2018Q3	1.14%	4.09%	2.39%	-5.52%
2018Q4	-3.67%	-9.39%	-19.31%	-4.14%

资料来源：国家统计局 国家发改委 商品交易所 中塑资讯，东兴证券研究所

2. 本次提价范围小幅度大，核心资源向优势产品持续聚焦。公司上次提价是 2016 年 6-9 月对 2015 年销售额约 5 亿元的 19 个单品平均提价 9%，此次是对 2018 年销售额约 2.3 亿元的 5 个品种，按价格权重计算，平均提价幅度为 12.96%，此次提价产品范围缩小、聚焦 A 类产品，提价幅度变大、持续中高端升级。根据我们预测公司 2018 总营收（17.53 亿）、醋产品营收（11.37 亿）及料酒产

2019 年 01 月 08 日

强烈推荐/维持

恒顺醋业

事件点评

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	8. 25-14. 10
-------------	--------------

总市值（亿元）	79. 53
---------	--------

流通市值（亿元）	44. 04
----------	--------

总股本/流通 A 股(万股)	78, 355/78, 355
----------------	-----------------

流通 B 股/H 股 (万股)	/
-----------------	---

52 周日均换手率	1. 90%
-----------	--------

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究

相关研究报告

- 《重振旗鼓 老字号聚变下的新世界——恒顺醋业（600306）深度报告》 2018-10-18
- 《主营稳增，地产放量，恒顺醋王持续续聚变更成效——恒顺醋业（600305）三季度财报点评》 2018-10-23

品营收（1.66亿），假设销量、成本等其他因素无变化，此次提价影响公司整体毛利率上升1.01pct至41.98%，影响醋整体产品毛利率上升2.31pct至44.45%，影响料酒产品毛利率上升1.54pct至41.54%。

3. 恒顺渠道掌控力在逐步增强，提价不影响动销。公司目前85%以上的渠道都在商超及流通市场，家庭消费更注重品质且醋的价格弹性小，恒顺“工业机械+传统工艺+全程质量把控”抓品质塑品牌，提价保质教育消费者。公司历年2004、2006、2010、2013、2016对产品进行适度提价后，市场短期需要消化，经销商需缓冲期，销量会受一定影响，但消化间隔逐渐缩短。我们认为此次在健康库存水平下，产品聚焦升级，有助于公司理顺产品价格、提升消费者认知、健全渠道管理、最终量价齐生。

4. 长期确定性高，未来收入有望加速。恒顺位居醋企龙头，食醋行业市场空间不断扩容，我国人均食醋消费额还有3倍以上提升空间，随着食醋区域性特征持续减弱，品牌化力量不断加强，龙头增速高于行业个位数增长；之前多元化发展使得恒顺自2008-2017年十年收入复合增长率6%，2014年管理层换届后剥离房地产，聚焦调味品主业，重整旗鼓，不断聚变，2014-2017年近四年的收入复合增长率提升至9%，公司未来持续“产品优化+产能释放+渠道扩张”，我们认为公司未来3年收入有望立足两位数水平，并且突破向上。

盈利及风险预测：

食醋行业稳定增长，公司作为行业优质龙头企业兼具成长和业绩稳定性，我们预计公司2018年-2020年营收分别为17.53亿、20.03亿和23.12亿，同比增长13.74%、14.25%和15.43%；净利分别为2.87亿、3.32亿和3.88亿，同比增长2.52%、15.75%和16.86%，给予公司35X估值，目标价17.85元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

市场拓展不达预期，原材料成本上升，食品安全等。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	634	991	1562	2271	2821	营业收入	1447	1542	1753	2003	2312			
货币资金	150	136	621	1264	1716	营业成本	850	916	1035	1180	1356			
应收账款	102	133	120	137	158	营业税金及附加	25	26	25	27	29			
其他应收款	16	15	17	19	22	营业费用	221	234	263	290	328			
预付款项	20	14	21	18	17	管理费用	155	148	158	174	194			
存货	310	305	383	420	479	财务费用	6	8	7	8	8			
其他流动资产	37	388	399	411	427	资产减值损失	1.08	3.90	1.08	1.08	1.08			
非流动资产合计	1630	1578	1476	1378	1279	公允价值变动收益	1.17	44.51	0.69	0.70	0.80			
长期股权投资	48	49	48	48	48	投资净收益	-0.89	11.22	110.00	110.00	110.00			
固定资产	854.45	920.14	819.68	718.01	615.74	营业利润	188	329	375	433	507			
无形资产	189	95	95	104	115	营业外收入	20.98	7.59	13.52	14.03	15.00			
其他非流动资产	52	10	43	48	53	营业外支出	2.75	4.58	5.26	4.19	4.00			
资产总计	2264	2569	3038	3649	4100	利润总额	207	333	383	443	518			
流动负债合计	524	569	628	730	861	所得税	38	52	96	111	129			
短期借款	61	84	107	84	92	净利润	168	280	287	332	388			
应付账款	157	168	194	242	279	少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-1			
预收款项	33	43	62	132	220	归属母公司净利润	170	281	289	334	390			
一年内到期的非流动	5	6	5	5	5	EBITDA	6564	8065	502	562	636			
非流动负债合计	84	123	116	353	355	EPS (元)	0.28	0.47	0.48	0.51	0.58			
长期借款	25	53	71	86	106	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
负债合计	608	691	745	1083	1216	成长能力								
少数股东权益	85	78	76	74	73	营业收入增长	10.87%	6.52%	13.74%	14.25%	15.43%			
实收资本(或股本)	603	603	784	784	784	营业利润增长	-32.32%	74.92%	13.69%	15.68%	16.98%			
资本公积	471	470	470	470	470	归属于母公司净利润	2.82%	15.62%	2.82%	15.62%	16.72%			
未分配利润	411	621	756	913	1097	获利能力								
归属母公司股东权益	1571	1800	2218	2492	2811	毛利率(%)	41.25%	40.56%	40.96%	41.09%	41.34%			
负债和所有者权益	2264	2569	3038	3649	4100	净利率(%)	11.63%	18.17%	16.38%	16.59%	16.80%			
现金流量表						总资产净利润(%)	7.53%	10.93%	9.51%	9.15%				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.84%	15.60%	13.02%	13.40%	13.86%			
经营活动现金流	314	311	300	337	371	偿债能力								
净利润	168	280	287	332	388	资产负债率(%)	27%	27%	25%	30%				
折旧摊销	119.00	120.00	121.00	121.16	121.76	流动比率								
财务费用	6	8	7	8	8	速动比率								
应付帐款的变化	0	0	0	0	0	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.64	0.63	0.60	0.60			
投资活动现金流	-223	-291	-300	-330	-310	应收账款周转率	15	13	14	16	16			
公允价值变动收益	1	45	1	1	1	应付账款周转率	9.13	9.49	9.69	9.17	8.87			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	-1	11	11	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.47	0.48	0.51	0.58			
筹资活动现金流	-188	-34	-52	-62	-162	每股净现金流(最新)	-0.16	-0.02	0.51	0.74	0.49			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.61	2.99	2.83	3.18	3.59			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	301	0	181	0	0	P/E	40.50	24.57	24.03	22.26	19.88			
资本公积增加	-301	-1	0	0	0	P/B	4.39	3.83	4.05	3.60	3.19			
现金净增加额	-97	-14	-52	-55	-101	EV/EBITDA	1.04	0.86	17.01	14.02	11.72			

资料来源：公司公告东兴证券研究所

分析师简介

分析师：刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

研究助理：娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以

任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。