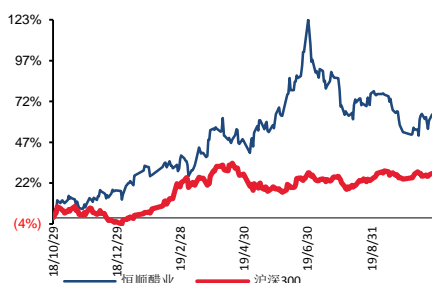


## 恒顺醋业三季报点评: 短期提价效应显现, 后续期待机制改善

### ■ 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)	11,330/11,330
12 个月最高/最低(元)	19.77/8.88

### 相关研究报告:

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业中报点评: 提价返还收入影响较小, 后续机制改善持续期待》  
--2019/08/27

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业: 品牌价值发力, 估值大幅溢价》  
--2019/06/18

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业: 价格带整体上移, 盈利将显著提升》  
--2019/01/10

### 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: 李鑫鑫

电话: 13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

**点评事件:** 恒顺醋业发布 2019 年三季报, 前三季度实现营收 13.30 亿元、归母净利润 2.51 亿元、归母扣非净利润 1.83 亿元, 分别同比增长 7.62%、18.84%、13.79%, 归母扣非净利率 13.79%(同比+0.91pct); Q3 营收 4.50 亿元、归母净利润 1.09 亿元、归母扣非净利润 6598 万元, 分别同比增长 3.79%、16.61%、5.14%, 归母扣非净利率 14.68%(同比+1.43pct)。

### 收入分析: 调味品板块恢复常态增长, 全年有望实现预期目标

前三季度公司实现营收 13.30 亿元, 同比增长 7.62% (Q1: +15.15%; Q2: +3.79%; Q3: +4.24%), 其中调味品增长 10.35% (Q1: +15.5%; Q2: +5.6%; Q3: +9.1%), 调味品业务增速快于公司增速, 且 Q3 较 Q2 有一定加速, 我们认为经历过 Q1 提价经销商备货, Q2 备货需求透支之后, Q3 调味品板块收入增速回到正常水平。

分品类看看, 前三季度醋、料酒销售额分别为 9.2 亿元、1.9 亿元, 分别增长 6.42%、34.95%, 其中 Q3 醋增长 3.91%、料酒增长 39.06%, 料酒高增长提价后公司货折促销力度较大, 带动收入增长, 另一方面也跟料酒低基数有关。

我们认为全年来看, 公司醋品类稳健增长, 料酒品类低基数大促销高增长, 全年有望实现 12% 的增长目标。

### 利润分析: 提价、结构调整带动毛利率上升, 促销力度加强保障收入增长

前三季度毛利率 44.05% (同比+2.60pct), 其中 Q3 毛利率 44.43% (同比+3.72pct), 毛利率提升一方面与产品结构调整有关, 另一方面部分与提价相关, 2019 年初公司对五个品类产品进行提价, 提价幅度在 6.45%-15.04%, 对毛利率有一定贡献。

前三季度期间费用率 26.07% (同比+1.94pct), 主要是销售费用率增加较多, 同比提升 1.82pct。其中 Q3 期间费用率 25.22% (同比+2.64pct), 销售费用率同比提升 1.7pct, 管理费用率提升 1.15pct。

执业资格证书编码：S1190519100001

我们认为费用增加跟公司策略有关，增值税税收优惠政策落地后，公司加大市场投入，积极参与市场竞争，相关费用有所提升，这也为后续收入提供一定保障。我们认为全年公司有望维持高费用的态势。

#### 未来展望：激励机制持续改善，核心竞争力不断增强

长期来看，公司产品力、品牌力、渠道力等核心竞争力在食醋行业中突出，当下恒顺为食醋行业的绝对龙头，公司正进行内部薪酬机制调整，逐步将业务人员绩效与工资挂钩，未来随着改革逐步落地，企业活力有望不断激活。

短期来看，2019 年调味品收入目标 12%、归母扣非净利润 15%，前三季度调味品整体表现较好。上半年提价影响较小，下半年提价效应显现，可为收入利润贡献增速，Q3 已有体现，Q4 仍需观察动销及市场情况。

#### 盈利预测与评级：维持“增持”评级

公司醋品类稳健增长，料酒品类低基数大促销高增长，全年有望实现 12% 的增长目标，下半年提价效应显现，但仍需观察 Q4 动销及市场情况。公司预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.45 元、0.51 元、0.59 元，我们按照 2020 年业绩给与 35 倍估值，一年目标价 18 元，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；

#### ■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1694	1865	2063	2283
增长率 (%)	10%	10%	11%	11%
净利润(百万元)	305	354	403	462
增长率 (%)	8%	16%	14%	15%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.45	0.51	0.59

资料来源：Wind，太平洋证券

## 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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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	张文婷	18820150251	zhangwt@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。