



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2021-04-27

公司点评报告

增持/维持

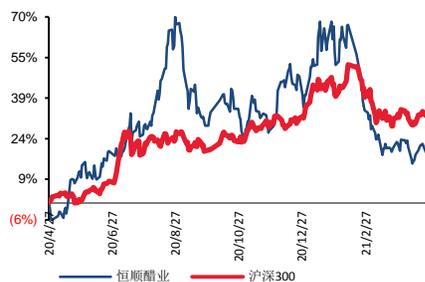
恒顺醋业(600305)

昨收盘: 18.78

日常消费 食品、饮料与烟草

恒顺醋业一季报点评：经销商增加明显，期待改革推进加速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,003/1,003
总市值/流通(百万元)	18,836/18,836
12个月最高/最低(元)	26.75/17.15

相关研究报告：

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业年报点评：营销改革初见成效，期待公司后续发力》--2021/04/01

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业中报点评：环比改善，看好长期》--2020/08/17

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业一季报点评：短期受疫情影响，长期预期不改》--2020/04/27

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

点评事件：公司发布2021年一季报，Q1实现营收、归母净利润、归母扣非分别为5.17亿元、0.79亿元、0.69亿元，分别同比+10.98%、+3.89%、+1.05%，其中醋和料酒收入4.23亿元，同比增长10.93%，收入增速略低于预期。

收入分析：增速有所放缓，经销商增加明显，未来成长可期

公司实现营收5.17亿元，同比增长10.98%，增速放缓，我们认为此为行业性因素。分品类来看，食醋销售3.32亿元，同比+10.47%，料酒销售0.91亿元，同比+12.67%，两大品类较19Q1年化增速分别为5.2%和19.6%，Q1公司经销商增加123个，创单季度最高纪录，截至21Q1公司共有经销商1562个。

分渠道来看，公司经销4.65亿元，同比+18.34%，直销0.24亿元，同比-47.29%，主要是某直营客户结算方式变化。线上销售0.43亿元，同比+59.97%，线下4.46亿元，同比+8.59%。一季度经销增速良好，主要是受益于公司营销改革，经销与线上增速的大幅上升，主要是受益于春节餐饮与家庭厨房需求的增长。

分市场来看，公司大本营华东大区Q1销售额2.55亿元，同比+10.44%，华南、华中大区实现销售0.77亿元、0.85亿元，分别同比增长14.02%和13.99%，主要得益于新样本市场打造。

利润分析：开拓餐饮渠道，毛利率有所下降

公司实现归母净利润0.79亿元，同比增长3.89%，归母扣非净利润0.69亿元，同比增长1.05%，利润增速远低于收入增速主要是毛利率下降和研发费用等增加。21Q1毛利率39.37%，同比下滑1.13pct，主要是公司开拓餐饮渠道，大包装产品推出毛利率有所下行；Q1期间费用率21.92%，同比提升1.06pct，主要是研发费用和管理费用有所增加，其中研发费用率3.48%，同比上升0.58pct。

未来展望：展望短期目标，长期稳扎稳打

执业资格证书编码：S1190517050002

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：

展望 21 年，公司制定 2021 年业务目标，力争主营调味品业务销售超 13% 增长，扣非净利润 13%+ 的增长。一季度收入、利润 11%、3.9% 的增长，折算公司二到四季度收入、利润增速分别为 13.6%、15.9%。我们认为，随着公司餐饮渠道开拓、经销商招商进度加快，以及外部样板市场的打造，公司收入增速有望实现，随着内部改革的推进，内部机制完善以及信息化系统的上线，公司利润增速有望实现。

长期来看，公司产品力、品牌力、渠道力等继续加强，核心竞争力有望持续提升。新董事长上任后，内部改革有望加速，企业活力将不断激活。我们认为公司未来将：**1) 产品上**：凝心聚力，聚焦主业。未来围绕“做深醋业、做高酒业（黄酒、料酒）、做宽酱业（酱油、酱菜、酱料）”三大主业；**2) 渠道上**：做强全渠道。通过深耕传统渠道、精耕商超渠道、强攻电商渠道、全力切入餐饮渠道和开发大客户渠道，巩固和提升食醋的销售规模和市占率、做料酒的“数一数二”和酱类产品的“销冠单品”。**3) 品牌上**：一方面加强与媒体的合作，另一方面加大百年文化内涵挖掘，再一方面推进博物馆、品牌终端门店等建设，进一步提升公司品牌力。**4) 机制上**：未来公司将继续深化改革，推进营销体系变革（片区转战区）、智慧零售变革、运营管理机制改革等，公司活力有望不断释放。

盈利预测与评级：维持“增持”评级

我们认为公司作为食醋行业龙头，有望享受行业集中度提升红利，未来随着餐饮渠道的开拓、经销商招商速度的加快，公司市占率有望提高。但随着餐饮渠道的开拓，短期毛利可能承压。预计公司 2021-2023 年收入增速分别为 13%、14%、14%，净利润增速分别为 13%、14%、16%，对应 EPS 分别为 0.36 元、0.40 元、0.47 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

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2014	2284	2608	2982
增长率 (%)	10%	13%	14%	14%
净利润(百万元)	315	356	406	468
增长率 (%)	-3%	13%	14%	15%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.36	0.40	0.47

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。