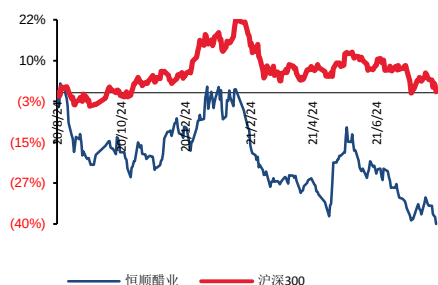


日常消费 食品、饮料与烟草

## 恒顺醋业：改革对冲需求疲软，全年收入利润承压

### ■ 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)   | 15,586/15,586 |
| 12 个月最高/最低(元) | 26.75/15.54   |

### 相关研究报告：

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业一季报点评：经销商增加明显，期待改革推进加速》——2021/04/28

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

### 证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

### 点评事件：

公司发布 2021 年中报，上半年实现营收、归母净利润、归母扣非分别为 10.35 亿元、1.27 亿元、1.15 亿元，分别同比+8.59%、-14.62%、-13.53%，其中 Q2 实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 5.18 亿元、0.48 亿元、0.46 亿元，分别同比+6.30%、-34%、-29%。上半年净利率 12.3%，同比-3.35pct，其中 Q2 净利率 9.38%，同比-5.68pct。

### 核心观点：

**收入分析：经销商增加带动收入增长，单个经销商增速西北最好华北最差。**公司实现营收 10.35 亿元，同比+8.59%（Q1：+10.98%；Q2：+6.30%），行业性放缓。1) **分品类：**上半年调味品销售 9.96 亿元，同比+10.97%（Q1：+15.5%；Q2：+12.11%），其中食醋 7.17 亿元，料酒 1.50 亿元，其他调味品 1.28 亿元，分别同比+10%、1.3%、30.8%，对应 Q2 增速分别为 9.6%、+17.1%、+50.4%。2) **分渠道：**公司经销 9.28 亿元，同比+17%，直销 0.68 亿元，同比-35%，主要是某直营客户结算方式变化。线上销售 0.97 亿元，同比+42%，线下 8.99 亿元，同比+8.4%，Q1、Q2 增速比较平均，受益于公司营销改革，公司经销与线上增速的大幅上升。3) **经销商及市场：**截至上半年公司经销商 1721 家，上半年净增 159 家，同比+33%，折算单个经销商收入 57.88 万元，同比-16.6%，从单个经销商收入增速来看，西部下滑最小为-2%，华北下滑最大为-30%。

**利润分析：原材料成本上行及开拓餐饮渠道，毛利率有所下降，后疫情时代促销增加。**上半年公司实现归母净利润 1.27 亿元，同比-14.62%，归母扣非净利润 1.15 亿元，同比-13.53%，利润增速远低于收入增速主要是原材料成本增加及管理费用等增加所致。上半年毛利率 38.17%，同比-2.65pct，其中 Q2 毛利率-4.16pct，主要原因有二：1) 公司开拓餐饮渠道，大包装产品推出毛利率有所下行；2) 原材料成本上行；上半年期间费用率 23.55%，同比+0.90pct，主要是管理费用及研发费用有所增加，此外销售费用率-0.46pct，促销费+1.35pct、办公费-0.98pct。

**未来展望：短期目标承压，长期稳扎稳打。**1) **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

执业资格证书编码：S1190519100001

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

13%+的增长。上半年收入、利润 8.6%、-14.6%的增长，我们认为全年目标实现压力较大。一方面，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，全年收入有望实现双位数增长，另一方面，原材料成本上涨、营销体制改革，成本及费用依旧承压，虽然内部改革的推进，公司信息化推进效率有望提升，但是全年预计延续上半年利润承压趋势。2) 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：维持公司“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。但短期来看，需求疲软，虽然公司渠道改革有所对冲，但成本压力依旧较大，短期收入及利润承压。预计公司 2021-2023 年收入增速分别为 9%、13%、15%，净利润增速分别为 0%、15%、23%，对应 EPS 分别为 0.32 元、0.36 元、0.44 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 | 2204  | 2498  | 2872  |
| 增长率 (%)   | 10%  | 9%    | 13%   | 15%   |
| 净利润(百万元)  | 315  | 316   | 362   | 446   |
| 增长率 (%)   | -3%  | 0%    | 15%   | 23%   |
| 摊薄每股收益(元) | 0.31 | 0.32  | 0.36  | 0.44  |

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        |
| 华北销售    | 刘莹  | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@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      |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售总助  | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@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 | zhafll@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         |

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@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。