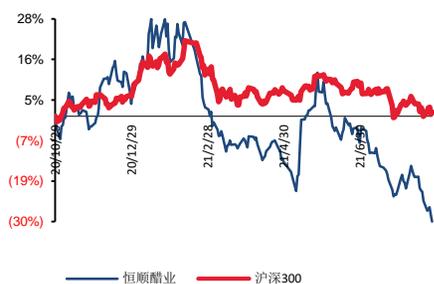




食品饮料 食品加工

恒顺醋业：疫情造成短期冲击，展望公司长远发展

■ 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)	15,566/15,566
12个月最高/最低(元)	26.48/13.85

相关研究报告：

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业：改革对冲需求疲软，全年收入利润承压》--2021/08/23

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

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：

恒顺醋业发布 2021 年三季报，前三季度实现营收、归母净利润、归母扣非分别为 13.59 亿元、1.35 亿元、1.13 亿元，分别同比-6.37%、-41.73%、-45.22%，其中 Q3 实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 3.24 亿元、0.07 亿元、-0.02 亿元，分别同比-34.97%、-91.19%、-103%。

核心观点：

收入分析：疫情冲击下销售下滑，线上等渠道表现亮眼。前三季度公司营收 13.59 亿元，同比-6.37%（Q1：+10.98%；Q2：+6.30%；Q3：-34.97%），主要是公司主销售区域南京、扬州等疫情严重，公司产品销售受到影响，同时社区团购冲击下大型商超客流量下滑。**1) 分品类：**前三季度调味品销售 13.18 亿元，同比-4.16%（Q1：+15.5%；Q2：+12.11%；Q3：-32.61%），其中 Q3 醋、料酒、其他调味品增速分别为-48.66%、-19.94%、+25.64%，增速较 Q2 均由正转负或者大幅降低；**2) 分渠道：**Q3 经销下滑 33.5%、直销增长 12.9%；线上销售增长 34%，线下下滑 37%，线上表现较好。**3) 经销商及市场：**截至 Q3 末公司经销商 1751 家，各个季度分别净增 123 家、159、30 家。分区域来看，公司大本营华东大区下滑最严重，同比-42.6%，西部和华南大区也出现了较大幅度的下滑，主要是南京、福建疫情等影响。

利润分析：费用投放为长期，短期利润承压。前三季度公司实现归母净利润 1.35 亿元，同比-41.73%（Q1：+3.89%；Q2：-33.78%；Q3：-91.15%），利润增速远低于收入增速主要是销售费用等增加所致。Q3 毛利率 42.58%，与去年同期基本持平，主要原因有二：1) 成本大幅上行；2) 产品结构调整；期间费用率 39.90%，同比+17.49pct，其中销售费用率 23.51%，同比+11.75pct，主要是公司加大了广宣费用的投入，其他费用率也有一定提升，主要是绝对值不变的情况下收入下降，费用率增高。Q3 净利率 2.22%，同比-14.29pct，主要是广宣增加。

中期展望：短期目标承压，提价释放弹性。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。目前来看，我们认为全年目标实现压力较大。一方面，虽然公司做了一些改革举措，但是社区团购冲击影响较大，公司应对较同行略慢，

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

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。同时，在原材料、包材、能源等成本上行的大背景下，公司预计 Q4 或来年 Q1 提价，公司产品一般 2-3 年左右提一次价，以消化通胀压力，公司上次提价是 18Q4，我们预计今年提价后，利润有望释放弹性。

长期展望：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“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，新零售冲击渠道，但成本及费用压力依旧较大，短期收入及利润承压。预计公司 2021-2023 年收入增速分别为 0%、13%、15%，净利润增速分别为-26%、43%、23%，对应 EPS 分别为 0.23 元、0.33 元、0.41 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	2018	2289	2634
增长率 (%)	10%	0%	13%	15%
净利润(百万元)	315	232	331	408
增长率 (%)	-3%	-26%	43%	23%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.23	0.33	0.41

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	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

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。