



2022-08-23

公司点评报告

增持/维持

恒顺醋业(600305)

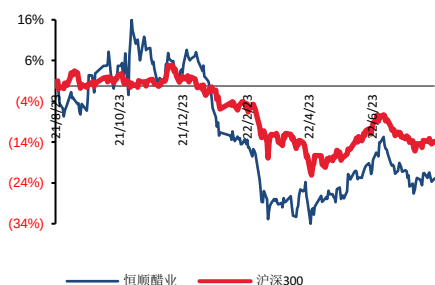
目标价: 12.7

昨收盘: 11.49

食品饮料 调味发酵品 II

恒顺醋业：新品增速亮眼，改革成效凸显

■ 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)	11,524/11,524
12 个月最高/最低(元)	17.38/9.93

相关研究报告：

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业：疫情造成短期冲击，展望公司长远发展》--2021/10/29

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

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

研究助理：况英

电话：021-58502206

E-MAIL: kuangying@tpyzq.com

事件：

公司发布 2022 年中报，上半年实现营收、归母净利润、归母扣非分别为 11.83 亿元、1.28 亿元、1.17 亿元，分别同比+14.26%、+0.91%、+1.13%，其中 Q2 实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 6.11 亿元、0.51 亿元、0.46 亿元，分别同比+18.09%、+3.55%、+1.07%。上半年净利率 10.42%，同比-1.94pct，其中 Q2 净利率 8.01%，同比-1.30pct。

核心观点：

收入分析：疫情影响下成熟地区华东物流受影响，导致食醋增速有所下滑，但非醋酒类调味品增速亮眼。

公司实现营收 11.8 亿元，同比+14.3% (Q1: +10.4%，Q2: +18.1%)。

1) 分品类：上半年调味品销售 10.9 亿元，同比+9.3% (Q1: +14.3%；Q2: +4.6%)，其中食醋 7.2 亿元，料酒 1.8 亿元，其他调味品 2.0 亿元，分别同比+0.1%、16.3%、52.2%，对应 Q2 增速分别为-5.5%、+14.4%、+57.2%，食醋的增速下滑主要是由于疫情下华东物流受到影响，成熟区域醋的增速受到压制，食醋占比暂时下滑至 60.7%。**2) 分渠道：**公司分销 10.3 亿元，同比+11.3%，直销 0.6 亿元，同比-18.4%。线上销售 1.2 亿元，同比+20.9%，线下 9.7 亿元，同比+8.0%；**3) 经销商及市场：**截至上半年公司经销商 1940 家，上半年净增 111 家，折算单个经销商收入 56.1 万元，同比-3.0%，从单个经销商收入增速来看，华南上升最多为 26.4%，华东下滑最大为-37.0%。

利润分析：产品结构变化、原材料成本上行导致毛利率有所下降。上半年公司实现归母净利润 1.3 亿元，同比+0.91%，归母扣非净利润 1.2 亿元，同比+1.1%，利润增速远低于收入增速主要是毛利率下降所致。上半年毛利率 35.5%，同比-2.7pct，其中 Q2 毛利率-3.8pct，主要由于高毛利食醋产品占比下降、原材料成本上行导致；上半年期间费用率 22.2%，同比-1.3pct，主要是管理费用、研发费用及财务费用有所降低，此外公司全面深入营销改革，销售费用率+0.02pct。

2022 年展望：预计全年收入实现双位数增长，营销改革下销售费用同比净增 1 亿元，扣非利润 1.5 亿元+。**1) 收入端，**公司制定 2022 年业务目标，收入实现 10%+的双位数增长，上半年收入增速已达

执业资格证书编码：S1190122080015

+14.3%，下半年公司非醋酒类产品高增速有望延续（8月自有复调生产线将投产），醋类大单品库存健康并有望在下半年恢复增长，外围市场拓展成效显现，全年收入实现双位数增长压力不大。**2）利润端**，公司于去年底成立产品战略委员会，将低效产品大力削减，降本增效，营业成本可控。同时，8月自有复调（非醋酒类）生产线将试投产（之前是OEM生产），有望提升公司盈利能力。最后，公司今年着力进行营销改革，预计今年销售费用同比净增1亿元，用于品牌宣传建设+渠道拓展。总体上，公司全年费用较为确定，预计扣非净利润1.5亿元+。

长期逻辑：公司产品力、品牌力、渠道力继续加强，核心竞争力有望持续提升。我们认为公司未来将：1）产品上：凝心聚力，聚焦

“醋、酒、酱”战略，并不断通过产品创新、新品类拓展、既有品类产品优化升级等，实现产品创新体系化推进，满足消费者不同生活场景的产品使用需求；2）渠道上：加强立体多元的渠道拓展，在传统渠道基础上不断拓展，打造多渠道、多维度、多层次的网络布局，逐渐走出成熟华东市场，迈向全国；3）品牌上：一方面加强与媒体的合作，加大品牌百年文化内涵的挖掘，另一方面推进博物馆、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（加速全国化布局）、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：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，未来随着营销改革、餐饮渠道开拓、经销商招商速度加快，公司市占率有望进一步提升。但短期来看，改革需要投入，公司今年将净增1亿元的营销费用，导致利润有所承压。我们预计公司2022-2024年收入增速分别为16%、10%、15%，净利润增速分别为31%、36%、39%，对应EPS分别为0.16元、0.21元、0.29元，按照2023年业绩给予60X估值，一年目标价12.7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

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1893	2198	2423	2776
增长率(%)	-6%	16%	10%	15%
净利润(百万元)	119	156	212	295
增长率(%)	-62%	31%	36%	39%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.16	0.21	0.29
P/E	97	74	54	39

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	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
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	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
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

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。