



恒顺醋业(600305)

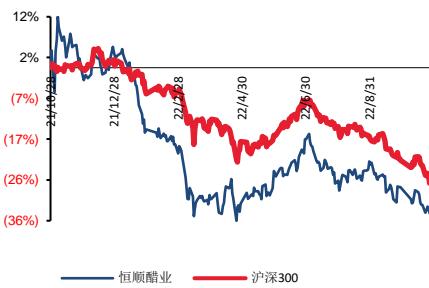
目标价：12.7

昨收盘：10.12

食品饮料 调味发酵品 II

## 恒顺醋业：业绩符合预期，静待改革成效

### ■ 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)  | 10,150/10,150 |
| 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：新品增速亮眼，改革成效凸显》--2022/08/23

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

**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年三季报，2022前三季度营业收入16.8亿元(+23.7%)，归母净利润1.5亿元(+14.7%)，扣非归母净利润1.4亿元(+23.6%)。2022Q3营业收入5.0亿元(+53.8%)，归母净利润0.27亿元(+268.2%)，扣非归母净利润0.23亿元(扭亏为盈)。

### 核心观点：

**收入分析：**低基数下，公司Q3收入同比高增，其中醋系列收入增长亮眼。

2022前三季度，公司实现营收16.8亿元，同比+23.7% (Q1: +10.6%; Q2: +18.0%; Q3: +53.8%)。1) 分产品：2022Q3，醋、酒、酱系列收入2.9、1.2、0.5亿元，同比+82.6%、+52.8%、+35.6%; 2) 分渠道：2022Q3，线上、线下销售模式收入0.6、4.3亿元，同比+38.8%、+55.8%; 3) 分区域：2022Q3，华东、华南、华中、西部、华北地区收入2.5、0.8、0.8、0.4、0.3亿元，同比+81.0%、+50.1%、+12%、+71%、+9.5%; 4) 经销商情况：截至2022Q3末公司经销商数量环比减少4家至1936家，其中华东/华南/华中/西部/华北328/485/362/387/374家。

**利润分析：**Q3期间费用率收缩，盈利能力有所提升。2022Q3，公司毛利率为33.9%(-8.7pct)，毛利率的下降主要是由于原材料成本上升导致。销售费用率17.3%(-6.2pct)，管理费用率5.5%(-3.3pct)，研发费用率3.9%(-3.0pct)，财务费用率-0.07%(-0.8pct)。归母净利率5.3%(+3.1pct)，扣非归母净利率4.6%(+5.3pct)。

**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，扣非净利润1.5亿元+。1) 收入端，公司制定2022年业务目标，收入实现10%以上的双位数增长，前三季度收入增速已达+23.7%，Q4公司各类产品高增速有望延续，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。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+。

执业资格证书编码：S1190122080015

**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：**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。我们维持盈利预测不变，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       | 85   | 65    | 48    | 34    |

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   | 巩贊阳 | 18641840513  | gongzy@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   | 李昕蔚 | 18846036786  | lixw@tpyzq.com     |
| 华东销售   | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华东销售   | 张国锋 | 18616165006  | zhanggf@tpyzq.com  |
| 华东销售   | 胡平  | 13122990430  | huping@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  | zhafli@tpyzq.com   |
| 华南销售   | 张卓粤 | 13554982912  | zhangzy@tpyzq.com  |
| 华南销售   | 何艺雯 | 13527560506  | heyw@tpyzq.com     |
| 华南销售   | 陈宇  | 17742876221  | cheny@tpyzq.com    |
| 华南销售   | 李艳文 | 13728975701  | liyw@tpyzq.com     |



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



### 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。