



2022-10-28

公司点评报告

增持/维持

恒顺醋业(600305)

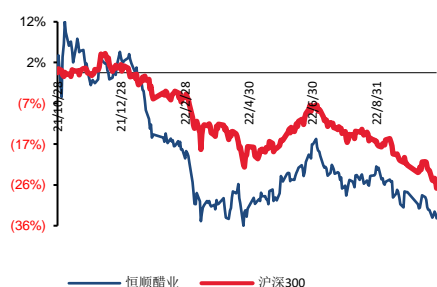
目标价: 12.7

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、华北大区收入 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行导致。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著，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	巩赞阳	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	zhaf1@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



## 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。