



2023-03-01

公司点评报告

增持/维持

恒顺醋业(600305)

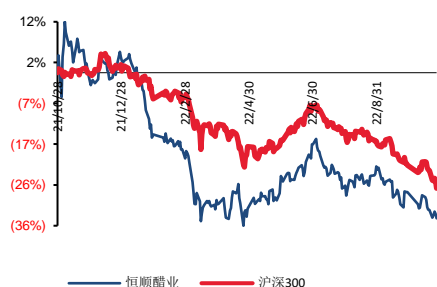
目标价: 14

昨收盘: 12.89

食品饮料 调味发酵品 II

恒顺醋业：酱系列增速亮眼，静待改革成效释放

■ 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)	12,928/12,928
12 个月最高/最低(元)	13.07/9.93

相关研究报告：

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业：业绩符合预期，静待改革成效》——2022/10/28

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

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 年年度报告，2022 年度营业收入 21.4 亿元(+12.98%)，归母净利润 1.4 亿元(+16.04%)，扣非归母净利润 1.2 亿元(+13.09%)。2022Q4 营业收入 4.6 亿元(-14.35%)，归母净利润-0.16 亿元(-4.55%)，扣非归母净利润-0.17 亿元(-267.80%)。

核心观点：

收入分析：Q4 酱系列、线上增长亮眼

2022 年，公司实现营收 21.4 亿元，同比+12.98%，其中 Q4 同比-14.4%。
1) 分产品：2022Q4，醋、酒、酱系列收入 2.72、0.64、0.71 亿元，同比-18.22%、-30.93%、+39.67%。
2) 分销售模式：2022Q4，经销、直销、外贸模式收入 3.96、0.42、0.11 亿元，同比-12.75%、-31.36%、-13.98%。
3) 分渠道：2022Q4，线上、线下销售模式收入 1.04、3.45 亿元，同比+131.34%、-28.58%，疫情影响下线上销售增长迅猛。
4) 分区域：2022Q4，华东、华南、华中、西部、华北大区收入 2.49、0.74、0.74、0.28、0.25 亿元，同比-20.05%、-2.28%、+6.46%、-34.26%、-15.85%，华中区域实现增长。
5) 经销商情况：截至 2022Q4 末公司经销商数量环比减少 22 家至 1914 家，其中华东/华南/华中/西部/华北 312/494/361/388/359 家。

利润分析：Q4 业绩不如预期

2022Q4，公司毛利率为 32.00%(-1.40pct)。销售费用率 21.14%(-2.09pct，广告宣传费用的减少)，管理费用率 6.81%(+0.08pct)，研发费用率 5.21%(+1.72pct，公司加大产品研发投入所致)，财务费用率 0.40%(+0.17pct)。综上，公司归母净利率-3.60%(-0.65pct)，扣非归母净利率-3.75%(-2.88pct)。公司 Q4 业绩不如预期主要原因是：
1) 第四季度资产处置计提 1100 万；
2) 联营企业亏损影响约 1800 万；
3) 部分费用确认在第四季度。

2023 年展望：收入双位数增长，扣非实现 20%+的增长。1) 收入

端，预计随着公司大力拓展外围市场、业务不断渗透餐饮渠道、营销变革不断推进等，2023 年主营调味品业务增速或达两位数以上。
2) 成本端，“CPI-PPI”剪刀差将趋于收敛，预期未来以原材料为主的成本上涨对于公司的负面影响将逐渐减弱。
3) 利润端，随着降本增

执业资格证书编码：S1190122080015

效、大单品放量、0 添加产品推进等，预计公司 23 年毛利率、净利率不断提升，预计 2023 年扣非净利润实现 20%+ 的增长。

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：聚焦“醋、酒、酱”品类战略，顺应消费升级趋势，高端化、健康化、多元化发展，推动原有竞争性品类醋进一步发展的同时，积极推进酱类产品、复调类产品打入年轻消费者市场；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，围绕“零添加、便捷化、年轻化”击穿用户心智，另一方面将围绕粉丝进行核心用户的积累，充分发展利用 UGC 进行基础内容铺设，进一步提升公司品牌曝光度。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，“醋、酒、酱”战略不断推进，在醋系列稳步发展的同时，新品类酱系列增速表现亮眼。预计随着餐饮渠道开拓、经销商招商速度加快，公司市占率有望进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 16%、13%、14%，归母净利润增速分别为 44%、39%、20%，对应 EPS 分别为 0.20 元、0.28 元、0.33 元，按照 2024 年业绩给予 50X 估值，一年目标价 14 元，维持“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

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2139	2480	2809	3191
增长率(%)	13%	16%	13%	14%
净利润(百万元)	138	198	276	330
增长率(%)	16%	44%	39%	20%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.20	0.28	0.33
P/E	94	65	47	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	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	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
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售	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	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18565481133	zhafl@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
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

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经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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。