



2023-04-30

公司点评报告

增持/维持

恒顺醋业(600305)

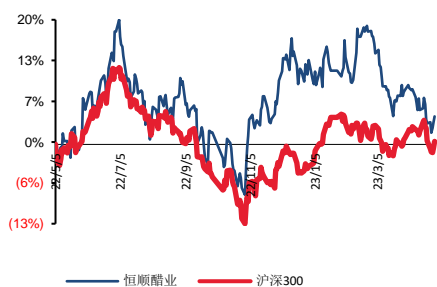
目标价: 14

昨收盘: 11.39

食品饮料 调味发酵品 II

恒顺醋业：收入稳健增长，期待改革成效

■ 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)	11,424/11,424
12个月最高/最低(元)	13.07/10.00

相关研究报告：

恒顺醋业(600305)《恒顺醋业：酱系列增速亮眼，静待改革成效释放》——2023/03/01

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

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2023年一季度报，23Q1公司营业收入6.1亿元(+7.2%)，归母净利润0.7亿元(-5.7%)，扣非归母净利润0.7亿元(+0.7%)。

核心观点：

收入分析：醋、酒系列均实现增长

23Q1，公司实现营收6.1亿元，同比+7.2%。1)分产品：23Q1，醋、酒、酱系列收入3.1、1.1、0.6亿元，同比+8.0%、+4.4%、-2.4%，醋、酒系列收入增速转正，酱系列负增长主要由于酱油的下降，公司推进0添加酱油但供应链方面受到影响(包材采购滞后等)。2)分销售模式：23Q1，经销、直销模式收入5.7、0.2亿元，同比+7.0%、+26.6%。3)分渠道：23Q1，线上、线下销售模式收入0.7、5.4亿元，同比+21.5%、+6.1%。4)分区域：23Q1，华东、华南、华中、西部、华北大区收入3.0、1.0、1.0、0.5、0.4亿元，同比+6.7%、+14.9%、+4.2%、+2.4%、+12.1%，各区域都实现正向增长。5)经销商情况：截至23Q1末公司经销商数量环比增加44家至1958家，其中华东/华南/华中/西部/华北316/508/360/396/378家，仅华中地区经销商净减1家。

利润分析：经营策略调整，毛利率下滑

23Q1，公司毛利率为35.1%(-2.8pct)，毛利率的下降主要是经营策略的调整，料酒和酱油在推0添加产品，预计随着产品放量，毛利率将企稳回升。销售费用率12.4%(+0.3pct)，管理费用率4.5%(-0.9pct)，研发费用率3.5%(-0.3pct)，财务费用率0.0%(-0.3pct)，期间费用控制得当。综上，公司归母净利率11.9%(-1.6pct)，扣非归母净利率11.5%(-0.7pct)。

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。

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：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，期待公司改革成效逐步显现，盈利弹性逐步释放。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	83	58	41	35

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

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	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	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	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@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。