

➤ **事件：**公司发布 23 年三季报，23Q1-Q3 营收 16.38 亿元 (yoY-2.60%)，归母净利润 1.38 亿元 (yoY-10.50%)，扣非归母净利润 1.32 亿元 (yoY-5.69%)。其中，单 Q3 营收 4.99 亿元 (yoY+0.03%)，归母净利润 0.15 亿元 (yoY-44.61%)，扣非归母净利润 0.14 亿元 (yoY-40.04%)

➤ **醋品类同比维稳，酒/酱品类短期承压，外围市场持续拓展。**23Q3 公司营收 4.99 亿元 (yoY+0.03%)，收入同比持平，主要系公司主动精简 SKU，长期有利于公司聚焦资源于高毛利核心大单品。**分产品**，23Q3 醋/酒/酱/其他系列分别营收 2.94/1.04/0.42 亿元 (yoY+0.1%/-11.8%/-16.9%)，核心品类醋收入同比维稳；酒/酱系列同比下滑，主要系短期市场竞争加剧。**分地区**，23Q3 华东/华南/华中/西部/华北地区营收分别为 2.47/0.91/0.81/0.46/0.32 亿元 (yoY-4.2%/+9.8%/+2.6%/+5.7%/+4.2%)，主销区华东收入同比略下滑，外围拓展市场实现增长。截至 23Q3，经销商数量合计 2038 家 (环比净增 41 家)，其中华东/华南/华中/西部/华北净增-4/20/4/13/8 家。公司进一步完善全国渠道网络布局，培育核心市场、核心经销商持续上规模，同时餐饮&新零售渠道继续探索，全国化稳步推进。

➤ **产品销售结构变化扰动毛利率，降本增效成果持续兑现，净利率短期承压。**23Q3 毛利率为 26.14% (yoY-7.77pct)，主要系产品销售结构变化。23Q3 期间费用率 21.60% (yoY-5.07pct)，降本增效成果持续兑现，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 12.77%/5.04%/-0.37%/4.16% (yoY-4.51/-0.50/-0.30/+0.24pct)。23Q3 归母净利率为 2.95% (yoY-2.38pct)，盈利短期承压。

➤ **投资建议：预计 23Q4 经营环比改善，长期餐饮渠道有望贡献增量。**展望 23Q4，基数回落&C 端需求持续复苏，我们预计公司收入端&利润率环比改善。展望 24 年，治理层面，8 月底公司新总经理到任，公司人才引进&市场化薪酬激励有望持续推进。产品端，公司持续坚持“醋酒酱”产品发展战略，目前已精简 SKU 同时新增零添加/复调产品，公司资源持续聚焦核心单品。渠道方面，公司 B 端餐饮渠道建设有望贡献增量。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 21.64/24.12/26.95 亿元，同比增长 1.2%/11.4%/11.7%，归母净利润分别为 1.70/2.13/2.67 亿元，同比增长 23.1%/25.7%/25.2%，当前市值对应 PE 分别为 65/52/41X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧、食品安全事故、省外拓张进度不及预期、流通渠道招商&铺货进度不及预期、原材料价格大幅波动等

推荐
维持评级
当前价格：
9.93 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 杜山

执业证书：S0100523100003

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

1. 恒顺醋业 (600305.SH) 2023 年一季报点评：Q1 营收稳健增长，期待零添加放量-2023/04/28

2. 恒顺醋业 (600305.SH) 2022 年年报点评：全年盈利承压，酱系列逆势高增-2023/03/01

3. 恒顺醋业：全年业绩承压，静候经营拐点-2022/02/08

4. 恒顺醋业 (600305) 2021 年非公开发行股票预案点评：拟加码产能布局，助力长期变革扩张-2021/11/11

5. 恒顺醋业 (600305) 2021 年三季报点评：去库存与疫情拖累营收，内部变革仍稳步推进-2021/11/01

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2139	2164	2412	2695
增长率 (%)	13.0	1.2	11.4	11.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	138	170	213	267
增长率 (%)	16.0	23.1	25.7	25.2
每股收益 (元)	0.12	0.15	0.19	0.24
PE	80	65	52	41
PB	5.0	3.3	3.2	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2139	2164	2412	2695
营业成本	1404	1450	1603	1771
营业税金及附加	25	27	30	33
销售费用	347	303	338	377
管理费用	116	108	121	127
研发费用	83	79	87	94
EBIT	174	204	241	300
财务费用	3	-3	-17	-17
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	-9	-3	-4	-4
营业利润	164	200	251	314
营业外收支	0	-2	-2	-2
利润总额	164	198	249	312
所得税	34	35	44	55
净利润	129	163	205	257
归属于母公司净利润	138	170	213	267
EBITDA	262	300	349	422

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	348	1513	1555	1609
应收账款及票据	69	81	91	101
预付款项	11	10	11	13
存货	298	368	406	449
其他流动资产	489	425	425	426
流动资产合计	1214	2397	2489	2598
长期股权投资	101	101	101	101
固定资产	890	932	969	1016
无形资产	121	121	121	121
非流动资产合计	1754	1795	1833	1880
资产合计	2968	4192	4322	4478
短期借款	29	29	29	29
应付账款及票据	238	268	296	327
其他流动负债	359	360	391	428
流动负债合计	626	657	716	784
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	116	133	133	133
非流动负债合计	116	133	133	133
负债合计	742	790	849	917
股本	1003	1113	1113	1113
少数股东权益	31	24	16	6
股东权益合计	2226	3401	3472	3560
负债和股东权益合计	2968	4192	4322	4478

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.98	1.16	11.45	11.74
EBIT 增长率	12.93	17.33	18.49	24.52
净利润增长率	16.04	23.06	25.70	25.22
盈利能力 (%)				
毛利率	34.37	32.99	33.53	34.28
净利润率	6.45	7.85	8.85	9.92
总资产收益率 ROA	4.65	4.05	4.94	5.97
净资产收益率 ROE	6.29	5.03	6.18	7.52
偿债能力				
流动比率	1.94	3.65	3.48	3.31
速动比率	1.24	2.97	2.80	2.64
现金比率	0.56	2.30	2.17	2.05
资产负债率 (%)	24.99	18.85	19.65	20.49
经营效率				
应收账款周转天数	11.78	13.71	13.71	13.71
存货周转天数	77.36	92.52	92.52	92.52
总资产周转率	0.69	0.60	0.57	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.15	0.19	0.24
每股净资产	1.97	3.03	3.11	3.19
每股经营现金流	0.17	0.26	0.30	0.36
每股股利	0.11	0.12	0.15	0.19
估值分析				
PE	80	65	52	41
PB	5.0	3.3	3.2	3.1
EV/EBITDA	40.00	34.93	29.95	24.79
股息收益率 (%)	1.11	1.22	1.53	1.91
现金流量表 (百万元)				
净利润	129	163	205	257
折旧和摊销	88	96	108	122
营运资金变动	-41	26	12	13
经营活动现金流	192	293	336	399
资本开支	-187	-143	-152	-170
投资	256	0	0	0
投资活动现金流	119	-144	-155	-174
股权募资	12	1121	0	0
债务募资	-100	-13	-3	0
筹资活动现金流	-275	1015	-139	-170
现金净流量	36	1164	42	54

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026