

恒顺醋业（600305.SH）

锚定目标，持续发力

事件：公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 15.31 亿元，同比-6.51%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比-13.08%；实现扣非归母净利润 1.06 亿元，同比-19.72%。其中 24Q3 实现营业收入 5.27 亿元，同比+5.64%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比+79.99%；实现扣非归母净利润 0.24 亿元，同比+75.35%。

酱油表现亮眼，区域出现分化。分品类来看，24Q1-Q3 醋/酒/酱系列营收分别 9.76/2.63/1.36 亿元，同比分别-5.19%/+2.18%/-10.13%；单 Q3 醋/酒/酱系列营收分别 2.93/1.04/0.53 亿元，同比分别-0.30%/+0.23%/+26.11%，酱系列整体增长较为亮眼，料酒保持稳健增长。分区域来看，24Q1-Q3 华东/华南/华中/西部/华北大区同比分别-8.8%/-4.0%/-1.1%/-7.2%/-20.5%；单 Q3 分别+10.2%/+2.2%/+14.8%/-17.0%/-24.5%，华中和华东整体增速领先。截至 24Q3 末，公司经销商数量合计 2094 家，Q3 净减少 1 家。

毛利率显著提升，费用投放力度加大。24Q3 公司毛利率+9.47pct 至 35.61%，我们认为主要受益于产品结构调整和原材料成本下行。费用率方面，24Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别+6.04/-0.04/+0.89/+0.23pct 至 18.81%/5.00%/5.05%/-0.14%，我们认为销售费用率的大幅提升主要系调味品逐渐步入旺季，公司为完成激励目标而给予经销商更多费用支持。24Q3 归母净利率同比+2.07pct 至 5.02%，我们认为主要为毛利率提升所带来的贡献。

锚定激励目标，改革激发干劲。公司公告 2024 年限制性股票激励计划，授予日授予 591.72 万股限制性股票，占激励计划公告日股本总额的 0.54%，激励对象为公司董事、高级管理人员、管理人员、核心骨干员工等，总计 367 人，授予价格为 3.85 元/股。同时，公司公布员工持股计划，授予不超过 124.9424 万股，授予对象不超过 1488 人，受让价格 5.89 元/股。我们认为在双重激励的影响下，或将有效调动全体员工的积极性。

盈利预测：环比改善有望延续，旺季动销势如破竹。展望 24Q4，我们认为在激励目标下，公司全体斗志昂扬，在 25 年春节前置提前备货的影响下，三大核心品类动销有望进一步改善，收入增长可期；同时，我们认为成本红利仍将延续，毛利率有望进一步提升。基于此，我们预计 2024-2026 年营收分别同比+4.2%/+8.3%/+8.2%至 21.94/23.76/25.70 亿元，归母净利润分别同比+93.1%/+41.8%/+19.7%至 1.68/2.38/2.85 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；团队积极性下降；产品销售不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,139	2,106	2,194	2,376	2,570
增长率 yoy（%）	13.0	-1.5	4.2	8.3	8.2
归母净利润（百万元）	138	87	168	238	285
增长率 yoy（%）	16.0	-37.0	93.1	41.8	19.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.12	0.08	0.15	0.21	0.26
净资产收益率（%）	5.8	2.4	4.7	6.4	7.5
P/E（倍）	62.5	99.3	51.4	36.3	30.3
P/B（倍）	3.9	2.6	2.5	2.5	2.4

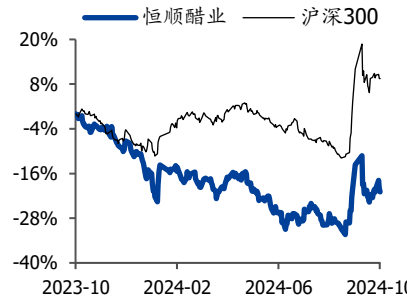
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	调味发酵品 II
前次评级	增持
10 月 30 日收盘价（元）	7.78
总市值（百万元）	8,627.58
总股本（百万股）	1,108.94
其中自由流通股（%）	99.47
30 日日均成交量（百万股）	10.90

股价走势



作者

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

研究助理 黄越

执业证书编号：S0680124060012

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

- 《恒顺醋业（600305.SH）：聚焦核心主业，激励释放动能》 2024-08-30
- 《恒顺醋业（600305.SH）：短期业绩承压，期待改革深化》 2024-04-30
- 《恒顺醋业（600305.SH）：收入企稳，等待改革成效兑现》 2023-10-30

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1214	2015	2131	2318	2394
现金	348	584	658	834	863
应收票据及应收账款	69	48	74	58	85
其他应收款	4	3	4	4	4
预付账款	11	8	11	9	13
存货	298	278	290	319	335
其他流动资产	485	1094	1094	1094	1094
非流动资产	1754	2038	1971	1945	1904
长期投资	101	78	31	-16	-63
固定资产	890	823	904	1001	1066
无形资产	121	117	117	119	121
其他非流动资产	642	1020	919	841	780
资产总计	2968	4053	4102	4263	4298
流动负债	626	586	554	634	611
短期借款	29	0	0	0	0
应付票据及应付账款	238	213	231	245	267
其他流动负债	359	373	323	389	344
非流动负债	116	130	129	130	130
长期借款	0	0	-1	0	0
其他非流动负债	116	130	130	130	130
负债合计	742	716	683	764	741
少数股东权益	31	36	27	12	-7
股本	1003	1113	1113	1113	1113
资本公积	38	1049	1049	1049	1049
留存收益	1328	1306	1330	1358	1396
归属母公司股东权益	2195	3302	3392	3487	3565
负债和股东权益	2968	4053	4102	4263	4298

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	192	248	170	384	297
净利润	129	80	159	223	266
折旧摊销	85	85	75	87	99
财务费用	3	-4	-4	-6	-8
投资损失	9	23	26	26	26
营运资金变动	-41	71	-71	69	-71
其他经营现金流	6	-6	-15	-15	-15
投资活动现金流	119	-979	-19	-73	-70
资本支出	206	332	-20	21	6
长期投资	245	-658	47	47	47
其他投资现金流	570	-1305	8	-5	-17
筹资活动现金流	-275	966	-77	-135	-199
短期借款	-61	-29	0	0	0
长期借款	-105	0	-1	1	0
普通股增加	0	110	0	0	0
资本公积增加	0	1011	0	0	0
其他筹资现金流	-108	-126	-76	-136	-199
现金净增加额	36	236	74	176	28

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2139	2106	2194	2376	2570
营业成本	1404	1412	1392	1492	1603
营业税金及附加	25	23	26	28	30
营业费用	347	393	362	356	371
管理费用	116	104	125	131	136
研发费用	83	80	91	99	107
财务费用	3	-4	-4	-6	-8
资产减值损失	1	0	-2	-2	-2
其他收益	10	17	13	13	13
公允价值变动收益	13	11	15	15	15
投资净收益	-9	-23	-26	-26	-26
资产处置收益	-11	-2	0	0	0
营业利润	164	103	205	280	335
营业外收入	2	1	2	3	3
营业外支出	2	2	3	5	5
利润总额	164	102	204	278	333
所得税	34	22	44	56	67
净利润	129	80	159	223	266
少数股东损益	-9	-7	-8	-15	-19
归属母公司净利润	138	87	168	238	285
EBITDA	240	169	260	343	406
EPS (元/股)	0.12	0.08	0.15	0.21	0.26

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.0	-1.5	4.2	8.3	8.2
营业利润(%)	11.8	-37.0	98.7	36.9	19.4
归属母公司净利润(%)	16.0	-37.0	93.1	41.8	19.7
获利能力					
毛利率(%)	34.4	33.0	36.6	37.2	37.6
净利率(%)	6.5	4.1	7.6	10.0	11.1
ROE(%)	5.8	2.4	4.7	6.4	7.5
ROIC(%)	5.4	2.0	4.2	5.8	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	25.0	17.7	16.7	17.9	17.2
净负债比率(%)	-11.7	-15.7	-17.6	-22.2	-22.6
流动比率	1.9	3.4	3.8	3.7	3.9
速动比率	1.2	2.8	3.2	3.0	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	29.0	36.1	36.1	36.1	36.1
应付账款周转率	5.8	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.08	0.15	0.21	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.22	0.15	0.35	0.27
每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.98	3.06	3.14	3.21
估值比率					
P/E	62.5	99.3	51.4	36.3	30.3
P/B	3.9	2.6	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA	33.6	42.2	27.2	20.0	16.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com