

营收环比提速，盈利能力修复

2024 年 11 月 01 日

► **事件：**公司发布 2024 年三季度报，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%；实现扣非净利润 1.06 亿元，同比-19.72%。单季度看，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%；实现扣非净利润 0.24 亿元，同比+75.35%。

► **酱类增长提速，核心区域增长稳健。** 1) 分产品，24Q3 醋/酒/酱系列分别实现收入 2.93/1.04/0.53 亿元，同比-0.30%/+0.23%/+26.11%，三季度醋、酒系列同比基本持平，酱类环比明显提速。2) 分渠道，24Q3 经销/直销/外贸模式分别实现收入 4.87/0.21/0.11 亿元，同比+7.07%/-33.25%/+21.66%，公司持续加大餐饮、生鲜渠道拓展力度，开发大规格系列产品，组建专业团队布局渠道网络，建立标准化产品陈列体系，努力提升动销水平；24Q3 线上/线下分别实现收入 0.68/4.52 亿元，同比+3.37%/+4.96%，公司加速布局线上产品矩阵，提高电商团队运营效率和质量。3) 分区域，24Q3 核心区域华东收入同比+10.18%，华南/华中/西部/华北同比+2.19%/+14.83%/-17.04%/-24.51%。截至 24Q3 末公司经销商数量 2094 家，环比 24H1 末净减少 1 家，其中华东/华南/华中/西部/华北大区分别净增 4/-10/6/6/-7 家。

► **促销力度增加，但去年同期盈利低基数、产品结构持续优化，Q3 归母净利润率同比+2.1pcts。** 24Q3 公司实现毛利率 35.61%，同比+9.47pcts，环比+3.15pcts，毛利率同比有较大幅度提升除去年同期基数偏低影响外，预计主因产品结构优化。费用端，24Q3 销售费用率为+18.81%，同比+6.04pcts，环比+1.78pcts；管理/研发/财务费用率分别为 5.00%/5.05%/-0.14%，同比-0.04%/+0.89%/+0.23pcts。24Q3 实现归母净利率 5.02%，同比+2.07pcts；实现扣非净利率 4.59%，同比+1.83pcts。

► **投资建议：**产品方面，公司坚持“大单品”战略，从包装、配方、工艺、产线等方面，进一步整合资源聚焦核心单品，提升规模效应；渠道方面，持续加大 B 端餐饮渠道拓展力度；内部管理上优化组织架构，扁平化管理、完善差异化薪酬绩效考核体系，期待后续改革成效。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 20.5/22.3/24.2 亿元，同比-2.5%/+8.4%/+8.6%，归母净利润分别为 1.5/1.7/2.0 亿元，同比+72.2%/+14.7%/+13.8%，当前市值对应 PE 分别为 58/50/44X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、渠道拓展不及预期、原材料价格大幅波动、食品安全问题等。

推荐

维持评级

当前价格：

7.78 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

研究助理 范锡蒙

执业证书：S0100123090030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

- 恒顺醋业 (600305.SH) 2024 年半年报点评：主业环比改善，Q2 盈利承压-2024/09/01
- 恒顺醋业 (600305.SH) 2023 年三季度报点评：短期经营承压，Q4 预计环比改善-2023/10/31
- 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
- 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,106	2,054	2,227	2,419
增长率 (%)	-1.5	-2.5	8.4	8.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	87	150	172	195
增长率 (%)	-37.0	72.2	14.7	13.8
每股收益 (元)	0.08	0.13	0.15	0.18
PE	99	58	50	44
PB	2.6	2.6	2.5	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,106	2,054	2,227	2,419
营业成本	1,412	1,342	1,448	1,563
营业税金及附加	23	23	24	27
销售费用	393	339	365	394
管理费用	104	99	105	114
研发费用	80	76	82	89
EBIT	113	186	215	246
财务费用	-4	-7	-6	-6
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-23	-2	-2	-2
营业利润	103	189	217	247
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	102	189	217	247
所得税	22	40	46	52
净利润	80	150	172	195
归属于母公司净利润	87	150	172	195
EBITDA	200	280	319	355

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	584	481	482	489
应收账款及票据	48	57	62	67
预付款项	8	10	10	11
存货	278	265	286	308
其他流动资产	1,097	1,101	1,101	1,102
流动资产合计	2,015	1,913	1,942	1,977
长期股权投资	78	78	78	78
固定资产	823	948	998	1,048
无形资产	117	117	117	117
非流动资产合计	2,038	2,147	2,196	2,246
资产合计	4,053	4,060	4,138	4,223
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	213	205	221	239
其他流动负债	373	346	369	393
流动负债合计	586	551	590	632
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	130	127	127	127
非流动负债合计	130	127	127	127
负债合计	716	678	716	759
股本	1,113	1,109	1,109	1,109
少数股东权益	36	36	36	36
股东权益合计	3,337	3,383	3,421	3,464
负债和股东权益合计	4,053	4,060	4,138	4,223

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.52	-2.50	8.42	8.62
EBIT 增长率	-35.14	65.34	15.75	14.06
净利润增长率	-37.03	72.15	14.67	13.78
盈利能力 (%)				
毛利率	32.98	34.66	34.97	35.36
净利润率	4.13	7.28	7.70	8.07
总资产收益率 ROA	2.14	3.68	4.15	4.62
净资产收益率 ROE	2.63	4.47	5.07	5.69
偿债能力				
流动比率	3.44	3.47	3.29	3.13
速动比率	2.84	2.85	2.68	2.52
现金比率	1.00	0.87	0.82	0.77
资产负债率 (%)	17.66	16.69	17.31	17.97
经营效率				
应收账款周转天数	9.96	9.17	9.61	9.60
存货周转天数	73.44	72.84	68.40	68.38
总资产周转率	0.60	0.51	0.54	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.13	0.15	0.18
每股净资产	2.98	3.02	3.05	3.09
每股经营现金流	0.22	0.19	0.26	0.29
每股股利	0.07	0.12	0.14	0.16
估值分析				
PE	99	58	50	44
PB	2.6	2.6	2.5	2.5
EV/EBITDA	40.43	28.84	25.33	22.77
股息收益率 (%)	0.90	1.54	1.77	2.01

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	80	150	172	195
折旧和摊销	87	94	103	109
营运资金变动	71	-35	12	13
经营活动现金流	248	209	291	321
资本开支	-331	-218	-152	-158
投资	-658	0	0	0
投资活动现金流	-979	-200	-154	-160
股权募资	1,135	0	0	0
债务募资	-42	-2	0	0
筹资活动现金流	966	-112	-135	-155
现金净流量	236	-103	1	6

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收到任何形式的补偿。

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