

2025 年 05 月 09 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

经营持续修复，改革成效释放

—恒顺醋业（600305.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-05-09

当前股价（元）	7.84
总市值（亿元）	87
总股本（百万股）	1109
流通股本（百万股）	1103
52 周价格范围（元）	6.65-8.8
日均成交额（百万元）	65.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《恒顺醋业（600305）：业绩边际承压，推进品牌打造》2024-05-03
- 2、《恒顺醋业（600305）：业绩短期承压，期待渠道建设成效》2023-10-30
- 3、《恒顺醋业（600305）：业绩短期承压，静待改革成效》2023-08-31

近日，恒顺醋业发布 2024 年年报、2025 年一季报。2024 年总营收 21.96 亿元（同增 4%），归母净利润 1.27 亿元（同增 47%），扣非净利润 1.13 亿元（同增 48%）。其中 2024Q4 总营收 6.65 亿元（同增 42%），归母净利润 0.07 亿元（2023Q4 亏损 0.51 亿元），扣非净利润 0.08 亿元（2023Q4 亏损 0.55 亿元）。2025Q1 总营收 6.26 亿元（同增 36%），归母净利润 0.57 亿元（同增 2%），扣非净利润 0.48 亿元（同增 6%）。

投资要点

■ 降本增效成果显著，盈利能力持续优化

2024/2025Q1 公司毛利率分别同比 +2pct/-6pct 至 34.72%/35.50%，2024 年公司清理长尾产品，原辅包材节降成本效果显著，2025Q1 毛利率下降主要系 2024Q1 同期高基数所致。2024/2025Q1 销售费用率分别同比 -1pct/+0.1pct 至 17.88%/17.15%，管理费用率分别同比 +0.3pct/-2pct 至 5.20%/3.86，费用率基本平稳。净利率分别同比 +1pct/-3pct 至 5.08%/8.96%，公司贯彻落实清理“两非两资”，对非主营业务范围内的子公司进行清退，经营质量持续提升。

■ 主品修复性增长，深化改革提升核心竞争力

2024 年醋/酒/酱系列产品营收分别同比 -2%/+0.5%/-8% 至 12.66/3.29/1.80 亿元，醋、酱系列营收承压，主要系公司清理产品线所致，2025Q1 醋/酒/酱系列产品营收分别同增 19%/9%/35% 至 3.65/0.84/0.44 亿元，主要系 2024Q1 低基数下，产品实现恢复性增长，后续公司持续围绕“醋、酒、酱”产品战略，打造“一业多品”产业格局，随着前期降本增效增系列改革落地，盈利端将持续改善。

■ 线上+线下全渠道协同，持续优化经销商质量

2024 年公司经销/直销营收分别同增 0.5%/3% 至 19.41/1.04 亿元，公司持续清理低质经销商，优化单商质量，带动经销渠道基本盘稳步增长。2025Q1 经销/直销营收分别同增 40%/64% 至 5.84/0.27 亿元，全渠道均衡修复，公司将持续深化“线下+线上”全渠道协同发展战略，在巩固传统分销优势的同时，积极布局社交电商、社区团购等新业态，实现消费

场景全域覆盖，推动销售规模与效率双提升。

■ 盈利预测

公司有序推进营销改革，2025 年各产品均实现修复性增长，随着管理层改革深化，公司经营质量有望持续提升。根据年报与一季报，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.16/0.18/0.20 元，当前股价对应 PE 分别为 48/43/40 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、产能扩张不及预期、企业改革不及预期、区域拓展不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,196	2,351	2,526	2,710
增长率（%）	4.2%	7.1%	7.4%	7.3%
归母净利润（百万元）	127	182	202	218
增长率（%）	46.5%	42.8%	11.1%	8.0%
摊薄每股收益（元）	0.11	0.16	0.18	0.20
ROE（%）	3.8%	5.4%	5.9%	6.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	2,196	2,351	2,526	2,710
现金及现金等价物	604	981	1,191	1,635	营业成本	1,433	1,538	1,659	1,790
应收款	40	43	46	49	营业税金及附加	28	28	28	30
存货	276	309	333	359	销售费用	393	423	452	482
其他流动资产	1,283	1,023	960	736	管理费用	114	115	121	127
流动资产合计	2,203	2,355	2,530	2,779	财务费用	-3	-27	-31	-39
非流动资产：					研发费用	90	94	101	108
金融类资产	535	435	455	465	费用合计	594	606	644	679
固定资产	1,144	1,314	1,325	1,276	资产减值损失	-31	-10	0	0
在建工程	411	164	66	26	公允价值变动	5	8	7	6
无形资产	92	88	83	79	投资收益	-5	0	0	0
长期股权投资	59	59	59	59	营业利润	134	202	222	237
其他非流动资产	454	454	454	454	加：营业外收入	1	1	2	3
非流动资产合计	2,161	2,080	1,988	1,895	减：营业外支出	3	3	1	0
资产总计	4,364	4,435	4,517	4,674	利润总额	132	200	223	240
流动负债：					所得税费用	21	32	36	38
短期借款	0	20	70	160	净利润	112	168	187	202
应付账款、票据	240	257	277	299	少数股东损益	-16	-13	-15	-16
其他流动负债	432	432	432	432	归母净利润	127	182	202	218
流动负债合计	922	935	952	1,039					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	114	114	114	114	营业收入增长率	4.2%	7.1%	7.4%	7.3%
非流动负债合计	114	114	114	114	归母净利润增长率	46.5%	42.8%	11.1%	8.0%
负债合计	1,035	1,048	1,066	1,153	盈利能力				
所有者权益					毛利率	34.7%	34.6%	34.3%	34.0%
股本	1,109	1,109	1,109	1,109	四项费用/营收	27.0%	25.8%	25.5%	25.0%
股东权益	3,329	3,387	3,452	3,521	净利率	5.1%	7.2%	7.4%	7.5%
负债和所有者权益	4,364	4,435	4,517	4,674	ROE	3.8%	5.4%	5.9%	6.2%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	23.7%	23.6%	23.6%	24.7%
净利润	112	168	187	202	营运能力				
少数股东权益	-16	-13	-15	-16	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
折旧摊销	86	81	92	92	应收账款周转率	55.0	55.0	55.0	55.0
公允价值变动	5	8	7	6	存货周转率	5.2	5.1	5.1	5.1
营运资金变动	307	118	23	202	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	494	362	294	486	EPS	0.11	0.16	0.18	0.20
投资活动现金净流量	-413	176	68	78	P/E	68.3	47.8	43.0	39.9
筹资活动现金净流量	295	-90	-73	-42	P/S	4.0	3.7	3.4	3.2
现金流量净额	377	448	289	522	P/B	2.6	2.6	2.5	2.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。