

恒顺醋业（600305.SH）

改革如火如荼，坚持做强主业

事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营收 21.96 亿元, 同比+4.25%, 实现归母净利润 1.27 亿元, 同比+46.54%, 实现扣非归母净利润 1.13 亿元, 同比+48.30%。其中 2024Q4 实现营收 6.65 亿元, 同比+41.87%, 实现归母净利润 0.07 亿元, 同比+114.03%, 实现扣非归母净利润 0.08 亿元, 同比+114.17%。

基本盘保持稳定, 持续优化经销商。 分产品来看, 2024 年主营调味品实现收入 20.93 亿元, 同比+0.73%, 其中醋/酒/酱系列分别实现营收 12.66/3.29/1.80 亿元, 同比分别-2.20%/+0.47%/-8.07%, 核心三大产品系列面临一定压力。分渠道来看, 线上/线下分别实现收入 2.74/18.19 亿元, 同比分别+3.65%/+0.30%。分区域来看, 华东/华南/华中/西部/华北大区分别实现收入 10.5/3.5/3.6/2.1/1.2 亿元, 同比分别-1.89%/+5.36%/+5.08%/+6.50%/-9.25%, 华南、华中和西部大区表现较为突出。经销商数量方面, 公司持续优化调整, 自 2023 年年底 2044 家调整至 2024 年年底 2014 家。

受益于成本红利, 利润率稳步提升。 2024 年公司实现毛利率为 34.72%, 同比+1.74pct, 其中主业调味品毛利率 35.10%, 同比+2.73pct, 主要受益于农产品、包材等原材料价格的回落, 成本压力缓解推动盈利改善。费用率方面, 2024 年公司销售/管理/研发费用率同比分别-0.77/+0.26/+0.27pct 至 17.88%/5.20%/4.09%, 最终实现归母净利率同比+1.67pct 至 5.80%。

“一业多品”目标坚定, 重视股东回报。 在十四五期间, 公司致力于围绕“醋、酒、酱”产品战略, 着力打造“一业多品”的产业格局, 实现醋业到味业的跨越, 使百年恒顺成为调味品行业的标杆型企业。分红方面, 公司高度重视股东回报, 2024 年公司现金分红总额约为 1.11 亿元, 分红比例为 87.08%, 股息率约为 1.25%。

盈利预测: 改革势能迅猛, 做强主业目标明晰。 展望 2025 年, 在新董事长的带领下, 公司将坚持“做强主业、做大副业”总体发展思路, 从质量、创新、降本增效等方面加速改革, 有望实现醋业强发展、突破调味品产业、强化大健康产业的发展格局。同时, 原材料端成本红利预计仍将延续, 利润率增长可期。但改革尚处于起步阶段, 我们谨慎预计公司 2025-2027 年归母净利润分别同比+37.8%/+23.1%/+7.9%至 1.8/2.2/2.3 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示: 行业竞争加剧; 原材料成本上涨; 新品开拓不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,106	2,196	2,394	2,582	2,755
增长率 yoy (%)	-1.5	4.2	9.0	7.8	6.7
归母净利润 (百万元)	87	127	176	216	233
增长率 yoy (%)	-37.0	46.5	37.8	23.1	7.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.08	0.11	0.16	0.19	0.21
净资产收益率 (%)	2.6	3.8	5.3	6.4	6.9
P/E (倍)	98.0	66.9	48.5	39.4	36.5
P/B (倍)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5

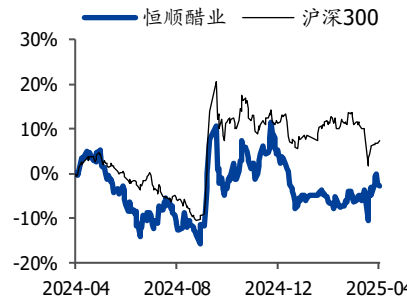
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 21 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	调味发酵品 II
前次评级	增持
04 月 21 日收盘价 (元)	7.68
总市值 (百万元)	8,516.69
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)	11.84

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@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）：锚定目标，持续发力》 2024-10-31
- 《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

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2015	2203	2406	2608	2821
现金	584	604	777	954	1140
应收票据及应收账款	48	38	43	48	52
其他应收款	3	2	2	2	2
预付账款	8	24	26	28	30
存货	278	276	299	317	338
其他流动资产	1094	1259	1259	1259	1259
非流动资产	2038	2161	2027	1883	1732
长期投资	78	59	59	59	59
固定资产	823	1154	1031	899	757
无形资产	117	92	83	74	65
其他非流动资产	1020	855	853	851	851
资产总计	4053	4364	4433	4491	4553
流动负债	586	922	988	1045	1105
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	213	240	260	275	293
其他流动负债	373	682	729	770	811
非流动负债	130	114	114	114	114
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	114	114	114	114
负债合计	716	1035	1102	1159	1218
少数股东权益	36	11	-11	-37	-66
股本	1113	1109	1109	1109	1109
资本公积	1049	904	904	904	904
留存收益	1306	1356	1379	1408	1438
归属母公司股东权益	3302	3318	3341	3370	3401
负债和股东权益	4053	4364	4433	4491	4553

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	248	494	435	475	499
净利润	80	112	154	189	205
折旧摊销	87	90	224	233	241
财务费用	1	0	0	0	0
投资损失	23	5	6	6	6
营运资金变动	71	259	38	34	34
其他经营现金流	-13	28	13	13	13
投资活动现金流	-979	-413	-110	-110	-111
资本支出	-331	-295	-104	-104	-104
长期投资	-658	-122	0	0	0
其他投资现金流	10	5	-6	-6	-6
筹资活动现金流	966	-60	-153	-188	-203
短期借款	-29	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	110	-4	0	0	0
资本公积增加	1011	-145	0	0	0
其他筹资现金流	-126	89	-153	-188	-203
现金净增加额	236	22	173	177	185

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2106	2196	2394	2582	2755
营业成本	1412	1433	1552	1646	1754
营业税金及附加	23	28	30	32	35
营业费用	393	393	428	462	493
管理费用	104	114	124	134	143
研发费用	80	90	98	106	113
财务费用	-4	-3	-12	-16	-19
资产减值损失	0	-31	-10	-10	-10
其他收益	17	28	30	33	35
公允价值变动收益	11	5	0	0	0
投资净收益	-23	-5	-6	-6	-6
资产处置收益	-2	-2	-2	-2	-2
营业利润	103	134	188	234	255
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	102	132	185	231	252
所得税	22	21	32	42	48
净利润	80	112	154	189	205
少数股东损益	-7	-16	-22	-27	-29
归属母公司净利润	87	127	176	216	233
EBITDA	200	252	398	449	474
EPS (元/股)	0.08	0.11	0.16	0.19	0.21

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-1.5	4.2	9.0	7.8	6.7
营业利润(%)	-37.0	29.9	40.4	24.3	9.2
归属母公司净利润(%)	-37.0	46.5	37.8	23.1	7.9
获利能力					
毛利率(%)	33.0	34.7	35.2	36.2	36.3
净利率(%)	4.1	5.8	7.3	8.4	8.5
ROE(%)	2.6	3.8	5.3	6.4	6.9
ROIC(%)	2.6	4.1	4.3	5.3	5.7
偿债能力					
资产负债率(%)	17.7	23.7	24.9	25.8	26.8
净负债比率(%)	-17.4	-18.1	-23.2	-28.5	-34.1
流动比率	3.4	2.4	2.4	2.5	2.6
速动比率	2.8	1.3	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	36.1	51.3	59.2	57.1	55.3
应付账款周转率	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.11	0.16	0.19	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.45	0.39	0.43	0.45
每股净资产(最新摊薄)	2.98	2.99	3.01	3.04	3.07
估值比率					
P/E	98.0	66.9	48.5	39.4	36.5
P/B	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA	48.4	32.7	19.5	16.9	15.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 21 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