

恒顺醋业 (600305.SH)

增持 (维持)

主业收入提速，结构影响盈利

Q1 收入/归母净利润分别同比+35.97%/+2.36%，公司收入端低基数下加速复苏，利润增长慢于收入则主要受产品结构拖累。25 年公司新董事长上任后提出坚持醋主业发展的经营思路，优先提升食醋基本盘增长能力和提振内部士气。我们认为公司品牌、产品在行业内均属优质，虽然阶段性承压但长期竞争力依然具备优势。建议对公司增加耐心，期待变革举措的落地与业绩改善的兑现。

Q1 收入/归母净利润分别同比+35.97%/+2.36%。25Q1 公司实现营业收入 6.26 亿元，同比+35.97%，低基数下收入端实现反弹，归母净利润 0.57 亿元，同比+2.36%，扣非归母净利润 0.48 亿元，同比+6.08%。Q1 公司现金回款 5.10 亿，同比+17.61%，慢于收入增速，经营性现金流量净额-1.32 亿元，同比减少 0.94 亿，主要系支付的贷款增加所致，合同负债 0.66 亿，同比+0.7%。

醋主业显著复苏，酱系列实现高增。分业务看，Q1 醋系列收入 3.66 亿元，同比+19.10%，低基数下增长显著复苏。酒系列收入 0.84 亿元，同比+9.07%，酱系列收入 0.44 亿元，同比+35.35%，同比实现高增。醋酒酱主业合计增长 18.52%。分区域看，核心市场东部/苏北/苏南战区分别同比+43.76%/+90.95%/+33.34%，北部/中部战区同比+36.27%/+76.42%，西南战区则同比-2.34%。截止 25Q1，公司经销商数量 2034 个，相比年初增加 20 个。

毛利率受结构拖累，净利率同比下降。25Q1 公司毛利率 35.5%，同比-5.88pcts，主要在于毛利率较低的其他品类占比提升导致结构受到影响；销售费用率 17.15%，同比+0.13pct；管理费用率 3.86%，同比-2.29pct，规模效应有所体现，归母净利率 9.03%，同比-2.96pcts。

25 年展望：聚焦主业发展，积极应对行业变局。面对行业变局，公司坚持改革。新管理层在经营上以醋主业增长为核心，希望通过提高品牌影响力，紧抓费用落地，拓展以醋+保健概念的产品增加需求，并提升餐饮渠道占比等方式，实现优质增长。25 年公司仍围绕股权激励目标坚持改革与发展，去年低基数下今年整体经营有望改善，期待改革持续推进，提振内部士气。

投资建议：主业收入提速，结构影响盈利，维持“增持”评级。Q1 收入/归母净利润分别同比+35.97%/+2.36%，公司收入端低基数下加速复苏，利润增长慢于收入则主要受产品结构拖累。25 年公司新董事长上任后提出坚持醋主业发展的经营思路，优先提升食醋基本盘增长能力和提振内部士气。我们认为公司品牌、产品在行业内均属优质，虽然阶段性承压但长期竞争力依然具备优势。建议对公司增加耐心，期待变革举措的落地与业绩改善的兑现。我们预计 25-26 年 EPS 分别为 0.17、0.20 元，对应 25 年估值 47X，建议以更长视角，关注公司内在变化所驱动的业绩改善，维持“增持”评级。

风险提示：需求复苏不及预期、行业竞争加剧、成本大幅上涨、改革进展不及预期等

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：8.05 元

基础数据

总股本 (百万股)	1109
已上市流通股 (百万股)	1103
总市值 (十亿元)	8.9
流通市值 (十亿元)	8.9
每股净资产 (MRQ)	3.0
ROE (TTM)	3.8
资产负债率	18.5%
主要股东	江苏恒顺集团有限公司
主要股东持股比例	40.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-0	1
相对表现	11	3	-3

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《恒顺醋业 (600305) —Q4 醋主业复苏，期待改革加速落地》 2025-04-23
- 《恒顺醋业 (600305) —收入环比改善，盈利低基数下反弹》 2024-10-31
- 《恒顺醋业 (600305) —主营业务回暖，业绩压力仍存》 2024-08-30

任龙 S1090522090003
renlong1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2106	2196	2412	2684	3001
同比增长	-1.5%	4.2%	9.8%	11.3%	11.8%
营业利润(百万元)	103	134	197	230	277
同比增长	-37.0%	29.9%	46.8%	17.0%	20.4%
归母净利润(百万元)	87	127	188	221	266
同比增长	-37.0%	46.5%	47.8%	17.2%	20.6%
每股收益(元)	0.08	0.11	0.17	0.20	0.24
PE	103.1	70.1	47.4	40.4	33.5
PB	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5

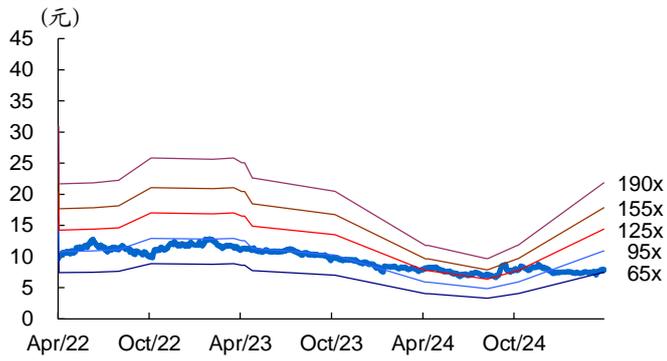
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	526	499	469	460	544	527	665	626	2106	2196
二、营业总成本	470	481	528	405	507	498	679	566	2007	2088
其中: 营业成本	334	368	311	270	367	339	457	404	1412	1433
营业税金及附加	6	5	5	7	6	7	7	7	23	28
营业费用	86	64	168	78	89	99	126	107	393	393
管理费用	23	25	29	28	25	26	35	24	104	114
研发费用	20	21	18	22	21	27	21	25	80	90
财务费用	-1	-2	-1	-1	-1	-1	0	-1	-4	-3
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	31	0	0	31
三、其他经营收益	5	3	-6	8	3	2	13	7	3	26
公允价值变动收益	3	0	12	7	3	0	17	7	17	28
投资收益	2	3	3	6	3	5	-9	2	11	5
其他收益	0	0	-20	-5	-4	-1	4	-2	-23	-5
四、营业利润	61	21	-66	64	40	31	-1	67	103	134
加: 营业外收入	0	0	0	1	0	1	0	1	1	1
减: 营业外支出	1	0	-1	0	0	2	1	0	2	3
五、利润总额	60	22	-65	65	40	30	-3	68	102	132
减: 所得税	12	9	-12	11	3	5	2	12	22	21
六、净利润	49	13	-53	54	38	25	-5	56	80	112
减: 少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-1	-2	-12	0	-7	-16
七、归属母公司净利润	51	15	-51	55	38	26	7	57	87	127
EPS	0.05	0.01	-0.05	0.05	0.03	0.02	0.01	0.05	0.08	0.11
主要比率										
毛利率	36.5%	26.1%	33.6%	41.4%	32.5%	35.6%	31.3%	35.5%	33.0%	34.7%
主营税金率	1.2%	1.0%	1.0%	1.5%	1.2%	1.3%	1.1%	1.0%	1.1%	1.3%
营业费率	16.2%	12.8%	35.8%	17.0%	16.3%	18.8%	19.0%	17.1%	18.6%	17.9%
管理费率	4.3%	5.0%	6.1%	6.1%	4.5%	5.0%	5.3%	3.9%	4.9%	5.2%
营业利润率	11.7%	4.3%	-14.0%	13.9%	7.4%	5.9%	-0.2%	10.8%	4.9%	6.1%
实际税率	19.4%	40.3%	18.1%	17.0%	6.8%	16.5%	-69.6%	17.7%	21.8%	15.5%
净利率	9.6%	2.9%	-11.0%	12.0%	7.1%	5.0%	1.1%	9.0%	4.1%	5.8%
YoY										
收入增长率	-13.9%	0.0%	2.4%	-24.9%	3.4%	5.6%	41.9%	36.0%	-1.5%	4.2%
营业利润增长率	-2.2%	-36.8%	156.2%	-25.3%	-34.9%	44.5%	-98.0%	4.9%	-37.0%	29.9%
净利润增长率	0.0%	-44.6%	212.0%	-24.2%	-24.1%	80.0%	-114.0%	2.4%	-37.0%	46.5%

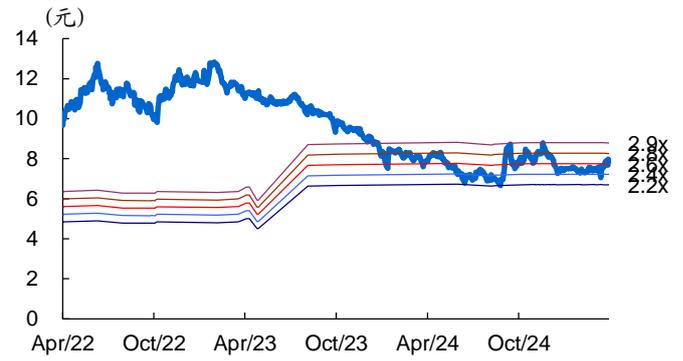
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 恒顺醋业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 恒顺醋业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《恒顺醋业（600305）—Q4 醋主业复苏，期待改革加速落地》2025-04-23
- 2、《恒顺醋业（600305）—收入环比改善，盈利低基数下反弹》2024-10-31
- 3、《恒顺醋业（600305）—主营业务回暖，业绩压力仍存》2024-08-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2015	2203	2127	2067	2259
现金	584	604	424	234	275
交易性投资	1028	535	535	535	535
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	48	38	42	46	52
其它应收款	3	2	2	2	3
存货	278	276	302	335	372
其他	74	748	822	914	1022
非流动资产	2038	2161	2349	2513	2655
长期股权投资	78	59	59	59	59
固定资产	823	1144	1451	1734	1993
无形资产商誉	117	92	83	75	67
其他	1020	866	755	645	536
资产总计	4053	4364	4476	4580	4914
流动负债	586	922	979	1054	1346
短期借款	0	0	0	0	206
应付账款	213	240	262	291	323
预收账款	109	253	277	307	341
其他	264	429	440	456	475
长期负债	130	114	114	114	114
长期借款	0	0	0	0	0
其他	130	114	114	114	114
负债合计	716	1035	1093	1167	1460
股本	1113	1109	1109	1109	1109
资本公积金	876	881	881	881	881
留存收益	1313	1328	1405	1462	1536
少数股东权益	36	11	(12)	(39)	(72)
归属于母公司所有者权益	3302	3318	3395	3452	3526
负债及权益合计	4053	4364	4476	4580	4914

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	248	494	193	232	283
净利润	80	112	165	194	233
折旧摊销	85	87	103	127	149
财务费用	(4)	(3)	(5)	(7)	(9)
投资收益	23	5	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	67	296	(44)	(55)	(65)
其它	(2)	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(979)	(413)	(265)	(265)	(265)
资本支出	(332)	(296)	(291)	(291)	(291)
其他投资	(647)	(117)	26	26	26
筹资活动现金流	966	(60)	(107)	(157)	23
借款变动	(95)	60	(2)	0	206
普通股增加	110	(4)	0	0	0
资本公积增加	1011	6	0	0	0
股利分配	(78)	(111)	(111)	(164)	(192)
其他	18	(10)	5	7	9
现金净增加额	236	22	(180)	(190)	40

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2106	2196	2412	2684	3001
营业成本	1412	1433	1568	1737	1933
营业税金及附加	23	28	30	34	38
营业费用	393	393	426	474	525
管理费用	104	114	121	129	138
研发费用	80	90	99	110	123
财务费用	(4)	(3)	(5)	(7)	(9)
资产减值损失	1	(33)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	11	5	5	5	5
其他收益	17	28	28	28	28
投资收益	(24)	(7)	(7)	(7)	(7)
营业利润	103	134	197	230	277
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	195	228	275
所得税	22	21	30	35	42
少数股东损益	(7)	(16)	(23)	(27)	(33)
归属于母公司净利润	87	127	188	221	266

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-1.5%	4.2%	9.8%	11.3%	11.8%
营业利润	-37.0%	29.9%	46.8%	17.0%	20.4%
归母净利润	-37.0%	46.5%	47.8%	17.2%	20.6%
获利能力					
毛利率	33.0%	34.7%	35.0%	35.3%	35.6%
净利率	4.1%	5.8%	7.8%	8.2%	8.9%
ROE	3.2%	3.8%	5.6%	6.4%	7.6%
ROIC	2.5%	3.4%	4.8%	5.6%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	17.7%	23.7%	24.4%	25.5%	29.7%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%
流动比率	3.4	2.4	2.2	2.0	1.7
速动比率	3.0	2.1	1.9	1.6	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	4.9	5.2	5.4	5.5	5.5
应收账款周转率	36.1	51.3	60.5	60.9	61.0
应付账款周转率	6.3	6.3	6.2	6.3	6.3
每股资料(元)					
EPS	0.08	0.11	0.17	0.20	0.24
每股经营净现金	0.22	0.45	0.17	0.21	0.26
每股净资产	2.97	2.99	3.06	3.11	3.18
每股股利	0.07	0.10	0.15	0.17	0.21
估值比率					
PE	103.1	70.1	47.4	40.4	33.5
PB	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5
EV/EBITDA	48.7	40.8	29.3	24.6	20.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。