

恒顺醋业 (600305.SH)

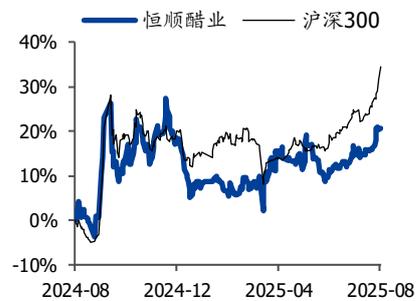
坚持做强食醋主业，持续提升盈利能力

增持 (维持)

股票信息

行业	调味发酵品 II
前次评级	增持
08月25日收盘价 (元)	8.23
总市值 (百万元)	9,106.26
总股本 (百万股)	1,106.47
其中自由流通股 (%)	99.69
30日日均成交量 (百万股)	10.70

股价走势



作者

分析师 李梓语
执业证书编号: S0680524120001
邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 黄越
执业证书编号: S0680525050002
邮箱: huangyue1@gszq.com

相关研究

- 《恒顺醋业 (600305.SH): 收入表现亮眼, 改革如日中天》 2025-04-29
- 《恒顺醋业 (600305.SH): 改革如火如荼, 坚持做强主业》 2025-04-22
- 《恒顺醋业 (600305.SH): 锚定目标, 持续发力》 2024-10-31

事件: 公司发布 2025 年中报, 2025H1 实现营收 11.25 亿元, 同比+12.03%; 实现归母净利润 1.11 亿元, 同比+18.07%; 实现扣非归母净利润 1.00 亿元, 同比+22.83%。其中 25Q2 实现营收 4.99 亿元, 同比-8.22%; 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比+40.61%; 实现扣非归母净利润 0.52 亿元, 同比+43.94%。

线上渠道增速亮眼, 苏南大区增长突出。分产品来看, 2025Q2 公司醋/酒/酱/其他系列分别实现营收 3.73/0.67/0.35/0.18 亿元, 同比分别-1.0%/-18.9%/-29.0%/-38.6%, 占比分别 75.6%/13.6%/7.2%/3.7%, 发展聚焦核心食醋品类。分渠道来看, 线上/线下分别实现收入 0.76/4.17 亿元, 同比分别+18.7%/-12.1%, 线上增速亮眼来看, 北部/东部/苏北/苏南/西南/中部战区分别实现收入 0.80/0.67/1.75/0.70/0.50 亿元, 同比增长分别+3.7%/-41.3%/-7.4%/+13.8%/+6.1%/-16.7%, 占比分别 10.2%/16.4%/13.8%/35.4%/14.1%/10.1%, 苏南战区增长突出。经销商数量方面, 公司平稳调整, 自 25Q1 末 2034 家调整至 25Q2 的 2049 家。

聚焦食醋主业发展, 毛利率提升显著。2025Q2 公司实现毛利率 42.06%, 同比+9.60pct, 我们判断主要系高毛利率的食醋占销售比重提升所致。费用率方面, 2025Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+3.08/+0.23/+2.28/+0.26pct 至 19.39%/4.74%/6.06%/0.09%, 销售费用率和研发费用率增速较大, 最终实现归母净利率同比+3.76pct 至 10.83%。

“一业多品”目标坚定, 强化大健康产业发展格局。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, 以“高端化立基、全国化破圈、健康化赋能、年轻化破局”为四大战略主线, 努力实现醋业强发展、突破调味品产业、强化大健康产业的发展格局, 使百年恒顺成为调味品行业的标杆型企业。

盈利预测: 做强主业目标明晰, 持续提升盈利能力。展望下半年, 在新董事长的带领下, 公司将坚持“做强主业、提升盈利能力”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, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别同比+21.3%/+30.4%/+13.0%至 1.6/2.0/2.3 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	2,406	2,585	2,770
增长率 yoy (%)	-1.5	4.2	9.6	7.4	7.2
归母净利润 (百万元)	87	127	155	201	228
增长率 yoy (%)	-37.0	46.5	21.3	30.4	13.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.08	0.12	0.14	0.18	0.21
净资产收益率 (%)	2.6	3.8	4.6	6.0	6.7
P/E (倍)	104.8	71.5	58.9	45.2	40.0
P/B (倍)	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

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	2419	2642	2888
现金	584	604	795	993	1209
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	294	313	336
其他流动资产	1094	1259	1259	1259	1259
非流动资产	2038	2161	2022	1879	1728
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	848	846	846
资产总计	4053	4364	4441	4521	4616
流动负债	586	922	981	1038	1103
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	213	240	255	272	292
其他流动负债	373	682	726	766	812
非流动负债	130	114	116	116	116
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	114	116	116	116
负债合计	716	1035	1097	1154	1220
少数股东权益	36	11	8	4	4
股本	1113	1109	1109	1109	1109
资本公积	1049	904	904	904	904
留存收益	1306	1356	1376	1403	1433
归属母公司股东权益	3302	3318	3336	3363	3393
负债和股东权益	4053	4364	4441	4521	4616

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	433	483	525
净利润	80	112	151	197	228
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	36	33	37
其他经营现金流	-13	28	16	12	12
投资活动现金流	-979	-413	-106	-110	-110
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	-2	-6	-6
筹资活动现金流	966	-60	-136	-175	-198
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	-136	-175	-198
现金净增加额	236	22	191	198	216

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2106	2196	2406	2585	2770
营业成本	1412	1433	1527	1626	1745
营业税金及附加	23	28	30	32	35
营业费用	393	393	462	478	499
管理费用	104	114	120	127	133
研发费用	80	90	108	111	114
财务费用	-4	-3	-12	-16	-20
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	184	243	283
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	182	241	281
所得税	22	21	31	43	53
净利润	80	112	151	197	228
少数股东损益	-7	-16	-3	-4	0
归属母公司净利润	87	127	155	201	228
EBITDA	200	252	395	458	502
EPS (元/股)	0.08	0.12	0.14	0.18	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	9.6	7.4	7.2
营业利润(%)	-37.0	29.9	37.9	31.6	16.6
归属母公司净利润(%)	-37.0	46.5	21.3	30.4	13.0
获利能力					
毛利率(%)	33.0	34.7	36.5	37.1	37.0
净利率(%)	4.1	5.8	6.4	7.8	8.2
ROE(%)	2.6	3.8	4.6	6.0	6.7
ROIC(%)	2.6	4.1	4.2	5.5	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	17.7	23.7	24.7	25.5	26.4
净负债比率(%)	-17.4	-18.1	-23.7	-29.4	-35.5
流动比率	3.4	2.4	2.5	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	59.4	57.0	55.5
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	0.12	0.14	0.18	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.45	0.39	0.44	0.47
每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.00	3.02	3.04	3.07
估值比率					
P/E	104.8	71.5	58.9	45.2	40.0
P/B	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
EV/EBITDA	48.4	32.7	21.1	17.7	15.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月25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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		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