

恒顺醋业 (600305.SH)

增持 (维持)

需求平淡收入承压，聚焦主业盈利改善

25Q2 公司收入/归母净利润分别同比-8.2%/+40.6%，收入受整体消费环境影响有所下滑，利润率受益于结构改善显著提升。下半年收入端受基数影响增速或慢于上半年，利润率有望持续改善。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 元、0.20 元，维持“增持”投资评级。

□ 25Q2 公司收入/归母净利润分别同比-8.2%/+40.6%，收入承压利润率改善。

25H1 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润 11.3 亿元/1.1 亿元/1.0 亿元，同比+12.0%/+18.1%/+22.8%。其中，25Q2 收入/归母净利润/扣非归母净利润 5.0 亿元/0.5 亿元/0.5 亿元，同比-8.2%/+40.6%/+43.9%，收入受需求平淡影响同比下滑，结构改善带动利润释放。25Q2 现金回款 5.9 亿元，同比-6.0%，略好于收入增速，经营性现金流净额 0.89 亿，同比-61.4%，合同负债余额 1.1 亿元，同比+110.6%，环比显著提升。

□ 醋主业相对平稳，酒/酱系列下滑明显。分产品来看，25Q2 公司醋系列/酒系列/酱系列收入分别为 3.7 亿元/0.7 亿元/0.4 亿元，同比-1.0%/-18.9%/-29.0%，醋系列表现相对平稳，酒、酱系列同比下滑较多，醋主业占比提升至 78.5%。分区域来看，核心市场东部/苏北/苏南战区收入 0.8 亿元/0.7 亿元/1.7 亿元，同比-41.3%/-7.4%/+13.8%，其他北部/西南/中部战区收入 0.5 亿元/0.7 亿元/0.5 亿元，同比+3.7%/+6.1%/-16.7%。截至 25H1，公司经销商数量达 2,049 个，报告期内净增 15 个。

□ 产品结构改善带动毛利率提升，促销加大研发投入增加。25Q2 公司实现毛利率 42.1%，同比+9.6pcts，主要系毛利较高的醋系列产品占比提升所致。费用端看，25Q2 公司销售/管理费用率分别为 19.4% (同比+3.1pct) /4.7% (同比+0.2pct)，销售/管理费用率提升主要在于收入下滑导致经营杠杆影响，研发费用率 6.1% (同比+2.3pct)，主要系研发投入增加明显所致。Q2 公司归母净利润率 10.8%，受益于毛利率提升，同比+3.8pcts。

□ H2 展望：收入端或受高基数影响，聚焦主业盈利有望继续改善。25Q2 公司营收受需求环境影响承压，酒/酱系列下滑对整体业绩拖累明显，业绩亮点在于主业更加聚焦结构改善，利润率显著提升。公司年初改革方向坚持聚焦醋主业发展，释放盈利能力，上半年看有所成效。展望 25H2，考虑到去年 Q4 高基数因素影响，下半年整体收入增速或慢于上半年，其中预计醋主业继续稳健发展，同时期待酒酱业务有所复苏。利润端则有望受益于结构提升及降本增效，盈利能力继续改善。

□ 投资建议：需求平淡收入承压，聚焦主业盈利改善，维持“增持”评级。25Q2 公司收入/归母净利润分别同比-8.2%/+40.6%，收入受整体消费环境影响有所下滑，利润率受益于结构改善显著提升。下半年收入端受基数影响增速或慢于上半年，利润率有望持续改善。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

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：8.23 元

基础数据

总股本 (百万股)	1106
已上市流通股 (百万股)	1103
总市值 (十亿元)	9.1
流通市值 (十亿元)	9.1
每股净资产 (MRQ)	3.0
ROE (TTM)	4.3
资产负债率	19.4%
主要股东	江苏恒顺集团有限公司
主要股东持股比例	40.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	13	21
相对表现	-5	-1	-13

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《恒顺醋业 (600305) — 主业收入提速，结构影响盈利》2025-04-30
- 2、《恒顺醋业 (600305) — Q4 醋主业复苏，期待改革加速落地》2025-04-23
- 3、《恒顺醋业 (600305) — 收入环比改善，盈利低基数下反弹》2024-10-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

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 元、0.20 元，维持“增持”投资评级。

□ 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

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	2310	2525	2778
同比增长	-1.5%	4.2%	5.2%	9.3%	10.0%
营业利润(百万元)	103	134	192	231	286
同比增长	-37.0%	29.9%	43.7%	20.4%	23.4%
归母净利润(百万元)	87	127	184	222	275
同比增长	-37.0%	46.5%	44.6%	20.7%	23.7%
每股收益(元)	0.08	0.11	0.17	0.20	0.25
PE	105.4	71.7	49.6	41.1	33.2
PB	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6

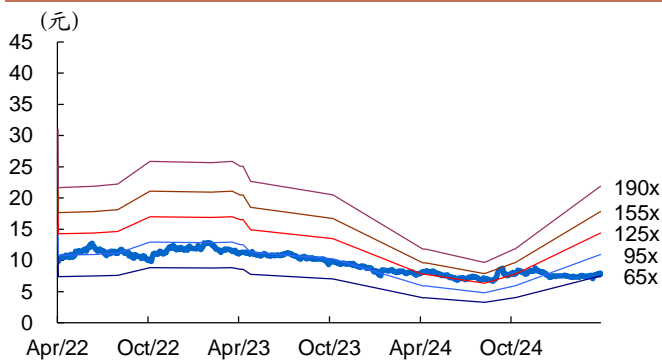
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23FY	24FY
一、营业总收入	499	469	460	544	527	665	626	499	2106	2196
二、营业总成本	481	528	405	507	498	679	566	449	2007	2088
其中: 营业成本	368	311	270	367	339	457	404	289	1412	1433
营业税金及附加	5	5	7	6	7	7	7	6	23	28
营业费用	64	168	78	89	99	126	107	97	393	393
管理费用	25	29	28	25	26	35	24	24	104	114
研发费用	21	18	22	21	27	21	25	30	80	90
财务费用	-2	-1	-1	-1	-1	0	-1	0	-4	-3
资产减值损失	0	0	0	0	0	31	0	0	0	31
三、其他经营收益	3	-6	8	3	2	13	7	8	3	26
公允价值变动收益	0	12	7	3	0	17	7	7	17	28
投资收益	3	3	6	3	5	-9	2	1	11	5
其他收益	0	-20	-5	-4	-1	4	-2	0	-23	-5
四、营业利润	21	-66	64	40	31	-1	67	58	103	134
加: 营业外收入	0	0	1	0	1	0	1	0	1	1
减: 营业外支出	0	-1	0	0	2	1	0	0	2	3
五、利润总额	22	-65	65	40	30	-3	68	58	102	132
减: 所得税	9	-12	11	3	5	2	12	4	22	21
六、净利润	13	-53	54	38	25	-5	56	54	80	112
减: 少数股东损益	-2	-2	-2	-1	-2	-12	0	0	-7	-16
七、归属母公司净利润	15	-51	55	38	26	7	57	54	87	127
EPS	0.01	-0.05	0.05	0.03	0.02	0.01	0.05	0.05	0.08	0.11
主要比率										
毛利率	26.1%	33.6%	41.4%	32.5%	35.6%	31.3%	35.5%	42.1%	33.0%	34.7%
主营税金率	1.0%	1.0%	1.5%	1.2%	1.3%	1.1%	1.0%	1.3%	1.1%	1.3%
营业费率	12.8%	35.8%	17.0%	16.3%	18.8%	19.0%	17.1%	19.4%	18.6%	17.9%
管理费	5.0%	6.1%	6.1%	4.5%	5.0%	5.3%	3.9%	4.7%	4.9%	5.2%
营业利润率	4.3%	-14.0%	13.9%	7.4%	5.9%	-0.2%	10.8%	11.6%	4.9%	6.1%
实际税率	40.3%	18.1%	17.0%	6.8%	16.5%	-69.6%	17.7%	7.6%	21.8%	15.5%
净利率	2.9%	-11.0%	12.0%	7.1%	5.0%	1.1%	9.0%	10.8%	4.1%	5.8%
YoY										
收入增长率	0.0%	2.4%	-24.9%	3.4%	5.6%	41.9%	36.0%	-8.2%	-1.5%	4.2%
营业利润增长率	-36.8%	156.2%	-25.3%	-34.9%	44.5%	-98.0%	4.9%	45.1%	-37.0%	29.9%
净利润增长率	-44.6%	212.0%	-24.2%	-24.1%	80.0%	-114.0%	2.4%	40.6%	-37.0%	46.5%

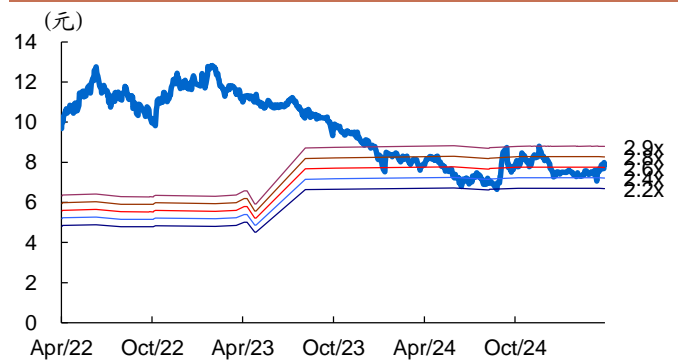
资料来源: 公司数据、招商证券

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）—主业收入提速，结构影响盈利》2025-04-30
- 2、《恒顺醋业（600305）—Q4 醋主业复苏，期待改革加速落地》2025-04-23
- 3、《恒顺醋业（600305）—收入环比改善，盈利低基数下反弹》2024-10-31

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	2079	2003	2113
现金	584	604	433	256	250
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	40	44	48
其它应收款	3	2	2	2	2
存货	278	276	283	306	333
其他	74	748	786	859	945
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	4428	4516	4769
流动负债	586	922	935	988	1193
短期借款	0	0	0	0	144
应付账款	213	240	245	266	289
预收账款	109	253	259	281	305
其他	264	429	430	442	455
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	1048	1102	1307
股本	1113	1109	1109	1109	1109
资本公积金	876	881	881	881	881
留存收益	1313	1328	1401	1463	1544
少数股东权益	36	11	(12)	(39)	(73)
归属于母公司所有者权益	3302	3318	3391	3453	3534
负债及权益合计	4053	4364	4428	4516	4769

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	248	494	201	242	300
净利润	80	112	161	195	241
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	(32)	(47)	(56)
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)	(153)	(41)
借款变动	(95)	60	(2)	0	144
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)	(160)	(194)
其他	18	(10)	5	7	9
现金净增加额	236	22	(171)	(176)	(6)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2106	2196	2310	2525	2778
营业成本	1412	1433	1468	1588	1728
营业税金及附加	23	28	29	32	35
营业费用	393	393	425	464	505
管理费用	104	114	115	121	128
研发费用	80	90	94	103	114
财务费用	(4)	(3)	(5)	(7)	(9)
资产减值损失	1	(33)	(18)	(18)	(18)
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	192	231	286
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	191	230	284
所得税	22	21	29	35	43
少数股东损益	(7)	(16)	(23)	(27)	(34)
归属于母公司净利润	87	127	184	222	275

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-1.5%	4.2%	5.2%	9.3%	10.0%
营业利润	-37.0%	29.9%	43.7%	20.4%	23.4%
归母净利润	-37.0%	46.5%	44.6%	20.7%	23.7%
获利能力					
毛利率	33.0%	34.7%	36.5%	37.1%	37.8%
净利率	4.1%	5.8%	8.0%	8.8%	9.9%
ROE	3.2%	3.8%	5.5%	6.5%	7.9%
ROIC	2.5%	3.4%	4.7%	5.6%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	17.7%	23.7%	23.7%	24.4%	27.4%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%
流动比率	3.4	2.4	2.2	2.0	1.8
速动比率	3.0	2.1	1.9	1.7	1.5
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	5.3	5.4	5.4
应收账款周转率	36.1	51.3	59.3	60.4	60.6
应付账款周转率	6.3	6.3	6.0	6.2	6.2
每股资料(元)					
EPS	0.08	0.11	0.17	0.20	0.25
每股经营净现金	0.22	0.45	0.18	0.22	0.27
每股净资产	2.97	2.99	3.06	3.11	3.19
每股股利	0.07	0.10	0.14	0.17	0.22
估值比率					
PE	105.4	71.7	49.6	41.1	33.2
PB	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6
EV/EBITDA	49.7	41.6	30.3	25.0	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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。