

恒顺醋业 (600305.SH)

增持 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 7.47 元

Q4 收入稳健, 结构拖累利润

Q4 公司收入/归母净利润分别同比-0.88%/-73.57%，收入高基数下保持稳健但业绩承压，主要系低毛利非主营业务占比提升，毛利率下降拖累利润。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，整体看醋主业同比保持稳健增长态势，其他业务仍有波动。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。我们给予 26-27 公司 eps 分别至 0.15 元、0.18 元，维持“增持”评级。

□ **Q4 收入/归母净利润分别同比-0.88%/-73.57%，业绩承压。**2025 年度公司实现营业收入 22.87 亿元，同比增长 4.13%，实现归母净利润 1.44 亿元，同比增长 12.8%，扣非归母净利润 1.22 亿元，同比增长 7.33%。Q4 看，公司实现营业收入 6.59 亿元，同比-0.88%，高基数+春节错期影响下仍保持稳健增长，主要系其他业务收入增速大幅提升带动。归母净利润 0.02 亿元，同比-73.57%，主要系结构影响下毛利率下降拖累。Q4 现金回款 8.81 亿，同比-12.90%，慢于收入增速，经营性现金流量净额 2.08 亿元，同比+1.6%，合同负债 2.06 亿，同比-17.6%。公司 2025 年度计划每股派发现金 0.12 元（含税），总额约为 1.33 亿元（含税），分红率 92.44%，相比 24 年进一步提高。

□ **食醋业务增长稳健，Q4 其他业务快速增长。**1) 分业务看，25 年醋系列收入 13.2 亿元，同比+4.40%（量+7.2%，价-2.6%），Q4 醋系列收入同比-7.2%。酒系列收入 3.0 亿元，同比-7.6%（量-0.9%，价-6.8%），Q4 酒系列同比+0.9%。酱系列收入 1.7 亿元，同比-3.3%（其中量+11.9%，价-13.6%），Q4 收入同比-20.7%，其他业务 4.68 亿，同比+107%，其中 Q4 大幅增长 180%。调味品业务整体呈现量增价减趋势，主要系去年需求平淡下，公司加大促销拉动销量所致。2) 分战区看，25 年苏南战区同比+17.58%，占比 33.2%，核心市场表现优异；苏北战区同比+2.28%，东部战区同比+7.12%，北部战区同比+13.72%，中部战区同比+0.32%，西部战区同比-2.27%。截止 25 年末，公司经销商数量 2107 家，相比年初增加 93 家，其中 Q4 净增加 12 家。

□ **结构影响毛利率下降，拖累 Q4 利润。**25 年公司毛利率 32.4%，同比-2.3pcts，其中 Q4 毛利率 20.4%，同比-10.9pcts，大幅下降主要在于毛利较低的其他业务增速更快，影响结构所致，从而拖累 Q4 利润；销售费用率 16.5%，同比-1.4pcts，主要系人员费用减少较多所致，其中 Q4 为 13.2%，同比-5.9pcts；管理费用率 4.30%，同比-0.9pct，其中 Q4 为 3.9%，同比降-1.4pcts。此外，公允价值变动损失 0.29 亿，综合看全年归母净利率 6.3%，同比+0.5pct，费用率改善对冲掉毛利率影响，其中 Q4 归母净利率为 0.29%，同比-0.8pct。

□ **投资建议：Q4 收入稳健，毛利率下降利润承压，维持“增持”评级。**Q4 公司收入/归母净利润分别同比-0.88%/-73.57%，收入高基数下保持稳健但业绩承压，主要系低毛利非主营业务占比提升，毛利率下降拖累利润。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，整体看醋主业同比保持稳健增长态势，其他业务仍有波动。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。我们给予 26-27 公司 eps 分别至 0.15 元、0.18 元，维持“增持”评级。

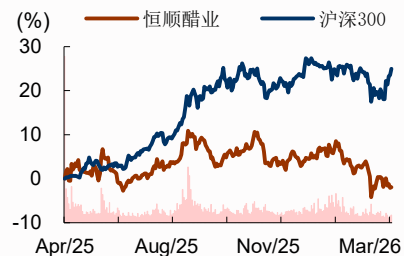
□ **风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、竞争再度恶化**

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)	8.3
流通市值 (十亿元)	8.2
每股净资产 (MRQ)	3.0
ROE (TTM)	4.4
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	40.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-7	-1
相对表现	-4	-8	-25



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《恒顺醋业 (600305) — 整体收入承压，盈利能力改善》2025-11-03
- 《恒顺醋业 (600305) — 需求平淡收入承压，聚焦主业盈利改善》2025-08-27
- 《恒顺醋业 (600305) — 主业收入提速，结构影响盈利》2025-04-30

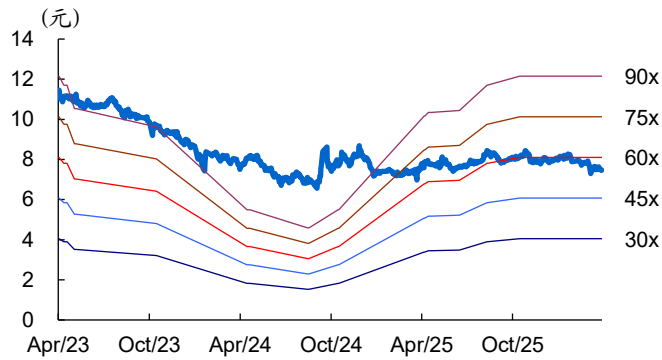
陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
任龙 S1090522090003
✉ renlong1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2196	2287	2434	2608	2800
同比增长	4.2%	4.1%	6.5%	7.1%	7.4%
营业利润(百万元)	134	166	194	239	256
同比增长	29.9%	24.1%	16.8%	23.2%	7.2%
归母净利润(百万元)	127	144	166	203	217
同比增长	46.5%	12.8%	15.8%	22.0%	6.9%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.15	0.18	0.20
PE	65.1	57.5	49.7	40.7	38.1
PB	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4

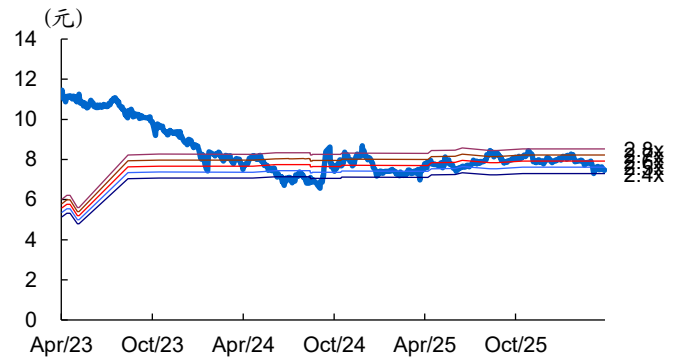
资料来源：公司数据、招商证券

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）—整体收入承压，盈利能力改善》2025-11-03
- 2、《恒顺醋业（600305）—需求平淡收入承压，聚焦主业盈利改善》2025-08-27
- 3、《恒顺醋业（600305）—主业收入提速，结构影响盈利》2025-04-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2203	2168	2221	2312	2423
现金	604	525	500	506	517
交易性投资	535	455	455	455	455
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	38	22	23	25	27
其它应收款	2	26	28	30	32
存货	276	318	340	359	386
其他	748	822	875	937	1006
非流动资产	2161	2176	2200	2197	2169
长期股权投资	59	38	38	38	38
固定资产	1144	1539	1919	2272	2600
无形资产商誉	92	84	76	68	61
其他	866	515	166	(182)	(531)
资产总计	4364	4344	4420	4509	4592
流动负债	922	890	934	975	1030
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	240	307	328	347	373
预收账款	253	206	220	233	250
其他	429	377	385	395	407
长期负债	114	80	80	80	80
长期借款	0	0	0	0	0
其他	114	80	80	80	80
负债合计	1035	970	1014	1055	1111
股本	1109	1106	1106	1106	1106
资本公积金	881	884	884	884	884
留存收益	1328	1371	1405	1454	1483
少数股东权益	11	13	11	9	7
归属于母公司所有者权益	3318	3361	3395	3444	3474
负债及权益合计	4364	4344	4420	4509	4592

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	494	246	214	264	301
净利润	112	142	165	201	215
折旧摊销	87	104	121	148	172
财务费用	(3)	(0)	(7)	(9)	(10)
投资收益	5	0	(32)	(32)	(32)
营运资金变动	296	11	(33)	(44)	(44)
其它	(3)	(11)	0	0	0
投资活动现金流	(413)	(200)	(113)	(113)	(113)
资本支出	(296)	(211)	(144)	(144)	(144)
其他投资	(117)	11	32	32	32
筹资活动现金流	(60)	(124)	(127)	(145)	(177)
借款变动	60	37	(1)	0	0
普通股增加	(4)	(2)	0	0	0
资本公积增加	6	3	0	0	0
股利分配	(111)	(133)	(133)	(154)	(188)
其他	(10)	(29)	7	9	10
现金净增加额	22	(78)	(26)	6	11

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2196	2287	2434	2608	2800
营业成本	1433	1546	1651	1747	1876
营业税金及附加	28	26	27	29	31
营业费用	393	377	389	412	442
管理费用	114	98	100	102	109
研发费用	90	94	100	107	115
财务费用	(3)	(0)	(7)	(9)	(10)
资产减值损失	(33)	(12)	(12)	(12)	(12)
公允价值变动收益	5	(24)	(24)	(24)	(24)
其他收益	28	25	25	25	25
投资收益	(7)	31	31	31	31
营业利润	134	166	194	239	256
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	132	169	197	242	260
所得税	21	27	33	41	45
少数股东损益	(16)	(1)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	127	144	166	203	217

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	4.2%	4.1%	6.5%	7.1%	7.4%
营业利润	29.9%	24.1%	16.8%	23.2%	7.2%
归母净利润	46.5%	12.8%	15.8%	22.0%	6.9%
获利能力					
毛利率	34.7%	32.4%	32.2%	33.0%	33.0%
净利率	5.8%	6.3%	6.8%	7.8%	7.8%
ROE	3.8%	4.3%	4.9%	5.9%	6.3%
ROIC	3.4%	4.0%	4.4%	5.4%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	23.7%	22.3%	22.9%	23.4%	24.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
速动比率	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	5.2	5.2	5.0	5.0	5.0
应收账款周转率	51.3	76.5	108.0	108.0	109.0
应付账款周转率	6.3	5.7	5.2	5.2	5.2
每股资料(元)					
EPS	0.11	0.13	0.15	0.18	0.20
每股经营净现金	0.45	0.22	0.19	0.24	0.27
每股净资产	2.99	3.04	3.07	3.11	3.14
每股股利	0.10	0.12	0.14	0.17	0.06
估值比率					
PE	65.1	57.5	49.7	40.7	38.1
PB	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA	38.0	30.5	26.1	21.2	19.2

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。