

恒顺醋业 (600305.SH)

主业增长提速，盈利能力改善

26Q1 收入/归母净利润分别同比+3.60%/+17.93%，收入高基数下仍实现增长，盈利能力改善。Q1 公司主业实现较快速增长，带动结构改善，利润率有所修复。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，期待公司加速改革进程。我们给予 26-27 公司 eps 分别至 0.16 元、0.18 元，维持“增持”评级。

□ 26Q1 收入/归母净利润分别同比+3.60%/+17.93%。26Q1 公司实现营业收入 6.48 亿元，同比+3.60%，归母净利润 0.67 亿元，同比+17.93%，扣非归母净利润 0.60 亿元，同比+24.95%。Q1 公司现金回款 5.71 亿，同比+12.09%，快于收入增速，经营性现金流量净额-0.39 亿元，同比增加 0.93 亿，主要系销售回款、税金返还增加及经营性现金支付减少所致，合同负债 0.95 亿，同比+44.35%。

□ 主业增长亮眼，醋/酱系列表现优异。分业务看，Q1 醋系列收入 4.15 亿元，同比+13.65%，酒系列收入 0.82 亿元，同比-2.55%，酱系列收入 0.50 亿元，同比+12.74%。醋酒酱主业合计增长 10.82%。分区域看，核心市场东部/苏北/苏南战区分别同比+1.98%/+1.05%/+8.87%，北部/中部/西南战区同比+9.00%/+0.06%/+1.90%。截止 26Q1 末，公司经销商数量 2169 个，相比年初增加 62 个。

□ 结构带动毛利率提升，盈利能力改善。26Q1 公司毛利率 35.78%，同比+0.28pct，主要系醋主业收入占比提升结构优化；销售费用率 17.26%，同比+0.11pct；管理费用率 3.47%，同比-0.39pct，归母净利率 10.25%，同比+1.29pcts。

□ 投资建议：主业增长提速，盈利能力改善，维持“增持”评级。26Q1 收入/归母净利润分别同比+3.60%/+17.93%，收入高基数下仍实现增长，盈利能力改善。Q1 公司主业实现较快速增长，带动结构改善，利润率有所修复。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，期待公司加速改革进程。我们给予 26-27 公司 eps 分别至 0.16 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

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	207	233	254
同比增长	29.9%	24.1%	24.4%	12.6%	9.1%
归母净利润(百万元)	127	144	177	198	215
同比增长	46.5%	12.8%	23.0%	12.0%	8.7%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.16	0.18	0.19
PE	65.3	57.8	47.0	42.0	38.6
PB	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (维持)

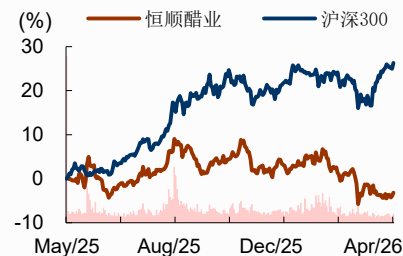
消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 7.5 元

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)	8.3
流通市值(十亿元)	8.3
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	4.5
资产负债率	18.7%
主要股东	江苏恒顺集团有限公司
主要股东持股比例	41.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-7	-4
相对表现	-6	-9	-32



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《恒顺醋业 (600305) —Q4 收入稳健，结构拖累利润》2026-04-15
- 《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

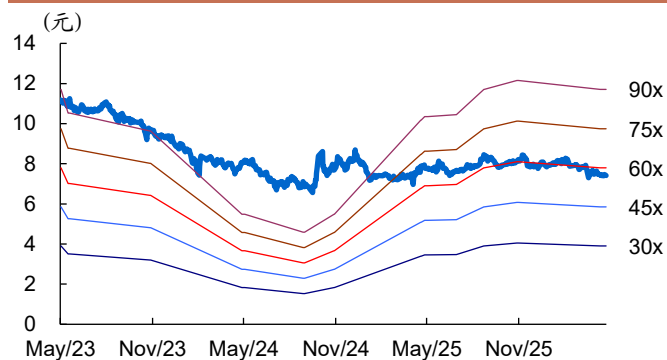
陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

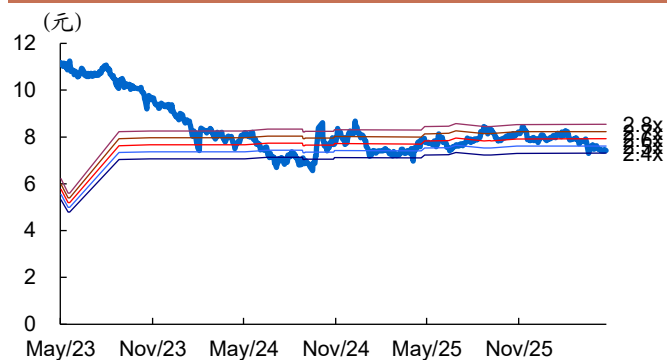
✉ renlong1@cmschina.com.cn

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	2229	2309	2423
现金	604	525	509	502	516
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	339	360	387
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	4428	4506	4591
流动负债	922	890	931	976	1032
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	240	307	327	348	373
预收账款	253	206	220	234	251
其他	429	377	385	395	408
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	1012	1057	1112
股本	1109	1106	1106	1106	1106
资本公积金	881	884	884	884	884
留存收益	1328	1371	1415	1450	1482
少数股东权益	11	13	11	9	7
归属于母公司所有者权益	3318	3361	3405	3440	3472
负债及权益合计	4364	4344	4428	4506	4591

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	494	246	208	246	284
净利润	112	142	175	196	213
折旧摊销	87	104	121	148	172
财务费用	(3)	(0)	(7)	(9)	(10)
投资收益	5	0	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	296	11	(34)	(43)	(44)
其它	(3)	(11)	0	0	0
投资活动现金流	(413)	(200)	(98)	(98)	(98)
资本支出	(296)	(211)	(144)	(144)	(144)
其他投资	(117)	11	47	47	47
筹资活动现金流	(60)	(124)	(127)	(155)	(172)
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)	(163)	(183)
其他	(10)	(29)	7	9	10
现金净增加额	22	(78)	(16)	(7)	14

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	1646	1751	1880
营业税金及附加	28	26	27	29	31
营业费用	393	377	397	425	453
管理费用	114	98	100	107	112
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)	(9)	(9)	(9)
其他收益	28	25	25	25	25
投资收益	(7)	31	31	31	31
营业利润	134	166	207	233	254
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	210	236	257
所得税	21	27	35	40	44
少数股东损益	(16)	(1)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	127	144	177	198	215

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%	24.4%	12.6%	9.1%
归母净利润	46.5%	12.8%	23.0%	12.0%	8.7%
获利能力					
毛利率	34.7%	32.4%	32.4%	32.9%	32.9%
净利率	5.8%	6.3%	7.3%	7.6%	7.7%
ROE	3.8%	4.3%	5.2%	5.8%	6.2%
ROIC	3.4%	4.0%	4.7%	5.2%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	23.7%	22.3%	22.8%	23.5%	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	2.3
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	0.5	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	0.16	0.18	0.19
每股经营净现金	0.45	0.22	0.19	0.22	0.26
每股净资产	2.99	3.04	3.08	3.11	3.14
每股股利	0.10	0.12	0.15	0.17	0.06
估值比率					
PE	65.3	57.8	47.0	42.0	38.6
PB	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA	37.9	30.4	25.0	21.5	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。