

恒顺醋业(600305)

报告日期: 2023年08月21日

## 改革焕新, 醋业龙头待腾飞

### ——恒顺醋业深度报告

#### 投资要点

##### □ 公司简介

公司是食醋行业龙头, 聚焦“醋、酒、酱”三大引擎, 传统+现代渠道齐发力把握餐饮端机遇, 管理层大力改革激发潜能, 醋业龙头待腾飞。

##### □ 调味品低集中度刚需赛道, 正逢消费升级+餐饮普及时代红利

食醋、料酒行业仍处成长期, 集中度提升空间大。当前年我国食醋行业 CR5 为 23%, 低于日本八十年代水平 (CR5 为 30%); 料酒行业增长迅速, 21 年市场规模为 147 亿元, 18-21 年 CAGR 达 10.6%, 22 年 CR5 仅 18.3%, 食醋、料酒行业集中度有望持续提升;

##### □ 公司增长看点: 聚焦“醋、酒、酱”三大引擎, 传统+现代渠道齐发力把握餐饮端机遇

1) 食醋聚焦大单品战略, 酒/酱类持续推新拓品类: a) 公司食醋主导产品“A 陈”、“B 香”16 年销售过亿, 17-22 年食醋毛利率下降 0.47pct, 营收 CAGR 达 4.44%, 有望孕育出过亿大单品; b) 料酒产品矩阵丰富, 17-22 年销量 CAGR 达 23.00%, 22 年酱系列销量同比增长 9.68%, 伴随小包装酱菜/国民酱料包等新品推出, 酱类产品有望贡献业绩新增量; c) 2017 年公司制定餐饮专项政策, 针对餐饮前、后台开发大包装规格, 迅速抢占餐饮市场, 同年餐饮销量同比+40%; 餐饮业务有望成为增长新引擎; 2) 传统+现代渠道双轮驱动, 线上线下打通全链路: a) 持续做大做精传统渠道+现代渠道: 截至 23 年 Q1 经销商达 1,958 家; 19 年春耕造林打造 2.9 万家农贸终端, 醋/料酒割箱约 8,000/6,000 家, 渠道持续下沉; b) 发力餐饮: 公司与全国型/区域型餐饮渠道合作, 对接知名连锁餐饮店, 有望支撑餐饮端放量。

##### □ 公司竞争优势: 管理层大力改革激发潜能, 醋业龙头待腾飞

1) 董事长换届注入新活力: 杭祝鸿接任董事长, 提出聚焦三大主业战略, 实施传统渠道营销体系变革, 复制样板市场成功经验扩张全国; 公司持续推进激励制度市场化改革; 2) 持续打造老字号品牌影响力: a) “镇江香醋”2006 年被国家商务部认定为“中华老字号”, 筑就天然品牌优势; b) 全渠道精准定位品牌宣传: 公司借助“春耕造林”渠道下沉, 品牌影响力向低线市场渗透; 持续发力电商促销活动, 借力酱醋节、抖音挑战赛提升品牌影响力。

##### □ 盈利预测及估值

预计 2023-2025 年公司收入增速分别为 14.6%/13.5%/12.0%; 归母净利润增速分别为 23.9%/41.3%/22.8%; PE 为 70/49/40 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

##### □ 风险提示

原材料价格波动风险; 全国化进度低于预期; 食品安全控制风险

#### 投资评级: 增持(首次)

分析师: 杨骥

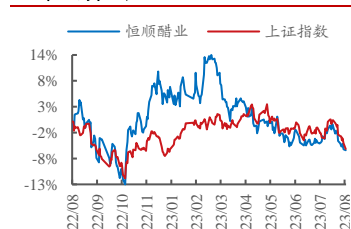
执业证书号: S1230522030003

yangji@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥10.71
总市值(百万元)	11,919.76
总股本(百万股)	1,112.96

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2139	2452	2783	3118
(+/-) (%)	13.0%	14.6%	13.5%	12.0%
归母净利润	138	171	241	296
(+/-) (%)	16.0%	23.9%	41.3%	22.8%
每股收益(元)	0.12	0.15	0.22	0.27
P/E	86.38	69.73	49.36	40.21

资料来源: 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 百年醋业龙头，深耕主业腾飞在即 .....</b>	<b>4</b>
1.1 食醋行业唯一上市公司，连续二十年销量领先.....	4
1.1.1 香醋百年老店，改革赋能再出发 .....	4
1.2 聚焦调味品主业，营收、业绩增长稳健.....	5
1.2.1 公司近五年营收、业绩增长稳健 .....	5
<b>2 调味品低集中度刚需赛道，正逢消费升级+餐饮普及时代红利.....</b>	<b>6</b>
2.1 食醋行业：区域割据，量价齐升 .....	6
<b>3 恒顺醋业：聚焦“醋、酒、酱”三大引擎，传统+现代渠道齐发力把握餐饮机遇.....</b>	<b>8</b>
3.1 做深醋业、做高酒业、做宽酱业 .....	8
3.1.1 双品牌多层次卡位消费者，醋酒并举+推陈出新驱动营收、业绩双增。 .....	8
3.1.2 多元化产品矩阵挖掘细分需求，“A 陈”+“B 香”大单品孕育可期.....	8
3.2 品牌营销：高举高打营销策略，形式丰富品牌升级.....	10
3.3 传统渠道+现代渠道双轮驱动，线上线下打通全链路 .....	12
3.3.1 调味品行业全渠道布局是趋势 .....	12
3.3.2 传统渠道：经销渠道全国织网，农贸+餐饮持续深耕 .....	13
<b>4 管理层改革激发潜能，醋业龙头待腾飞 .....</b>	<b>14</b>
4.1 香醋老字号积累深厚，品牌势能持续挖潜.....	14
4.2 管理层改革稳步推进，市场化激励持续赋能.....	16
<b>5 盈利预测及投资建议 .....</b>	<b>16</b>
5.1 盈利预测 .....	16
5.2 投资建议 .....	18
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 恒顺醋业自 2001 年上市后营收表现及发展历程	5
图 2: 2017-2023Q1 年公司收入及增长情况	5
图 3: 2017-2023Q1 年公司归母净利润及增长情况	5
图 4: 2023Q1 年公司分品类收入结构	6
图 5: 2023Q1 年公司分地区收入结构	6
图 6: 紫林醋业经销商分布情况	8
图 7: 恒顺在山西建立老陈醋产能	8
图 8: 公司料酒系列销量及均价变化	11
图 9: 公司料酒板块营收及占比持续提升	11
图 10: 2020-2023Q1 年公司经销/直销渠道收入及占比	13
图 11: 2020-2023Q1 年公司线下/线上渠道收入及占比	13
图 12: 2022 年公司各地区经销商变化情况	13
图 13: 2023Q1 年公司经销商分布情况 (个)	13
图 14: 公司抖音挑战赛活动	14
图 15: 公司冠名 CCTV3 《我要上春晚》	14
图 16: 2018-2023Q1 年公司销售费用及销售费用率	15
图 17: 2017-2022 年公司广告费及其营收占比	15
图 18: 2018-2023Q1 年同行可比公司研发费用率	15
图 19: 2018-2023Q1 年公司研发费用投入	15
图 20: 恒顺醋业历史估值	18
表 1: 四大名醋特点及其销售区域	7
表 2: 2019-2021 年食醋产量排名 (以吨为单位排序)	7
表 3: 公司食醋系列	9
表 4: 公司料酒、酱类部分产品展示	11
表 5: 2023E-2025E 恒顺醋业盈利预测	17
表 6: 同行可比公司盈利预测	18
表附录: 三大报表预测值	19

## 1 百年醋业龙头，深耕主业腾飞在即

### 1.1 食醋行业唯一上市公司，连续二十年销量领先

#### 1.1.1 香醋百年老店，改革赋能再出发

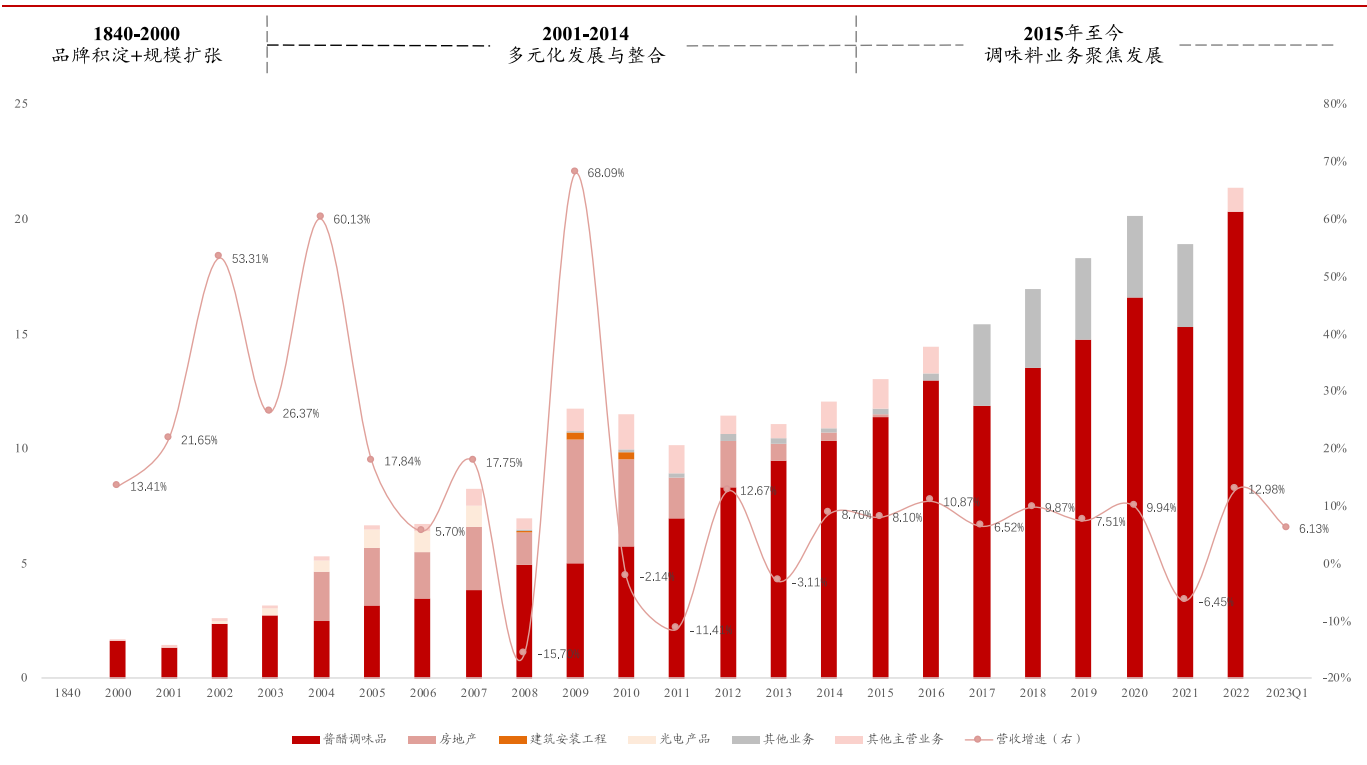
恒顺醋业前身朱恒顺槽坊 1840 年成立，经 180 余年发展积淀深厚。1993 年恒顺醋业成立并于 1999 年完成股份制改革，2001 年于上交所上市。公司香醋产品是中国四大名醋之一镇江香醋的代表，公司现已形成香醋、白醋、料酒、酱油、麻油、酱菜等系列产品。具体来看，公司发展历程可分为三阶段：

**1) 1840-2000 年，品牌积淀+规模扩张期：**初期凭借百花酒建立美誉，1850 年利用酒糟发酵制醋，出产的镇江香醋远近闻名。

**2) 2001-2014 年，多元化发展与整合期：**2001 年于上交所上市，并切入光电领域，2004 年公司调味料/房地产业务/光电/汽车贸易营收占比分别为 45.68%/38.97%/9.39%/2.39%，2010 年公司调味料/房地产/建筑安装业务营收比例分别为 50.22%/32.62%/2.71%。该阶段业绩波动幅度较大，2011 年起公司剥离辅业专注调味品业务，同年退出建筑安装领域。

**3) 2015 年至今，调味品业务聚焦发展期：**2016 年彻底剥离房地产业务，着力打造公司产品、渠道、品牌、产能建设。产品端完善品类细分，实施“A+X”战略定位，聚焦大单品，食醋主导产品系列“A 陈”、“B 香”已实现销售过亿，持续孕育大单品推进中高端产品打造；渠道端公司传统+现代渠道齐发力，打造全渠道、全区域、全覆盖销售网络；品牌端公司全力推动“恒顺”与“北固山”双品牌运作，2017-2022 年公司营收由 15.42 亿元增至 21.39 亿元，CAGR 为 6.77%。

图1：恒顺醋业自2001年上市后营收表现及发展历程



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

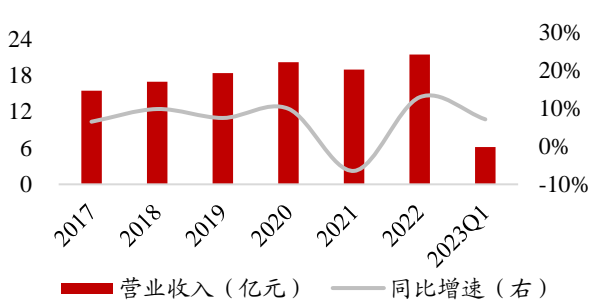
公司主要从事食醋的研发、生产和销售，并涉足料酒、酱类等调味品业务。旗下拥有“恒顺香醋”、“镇江香醋”、“恒顺陈醋”等品牌。以酿造食醋为例，食醋产品上游原材料主要以谷物和包装材料为主；行业中游加工企业主要为自主生产模式，产品包括烹调型食醋、佐餐型食醋、保健醋、饮料醋等，下游销售渠道主要包括商超、便利店、餐饮服务店以及电商平台等。

## 1.2 聚焦调味品主业，营收、业绩增长稳健

### 1.2.1 公司近五年营收、业绩增长稳健

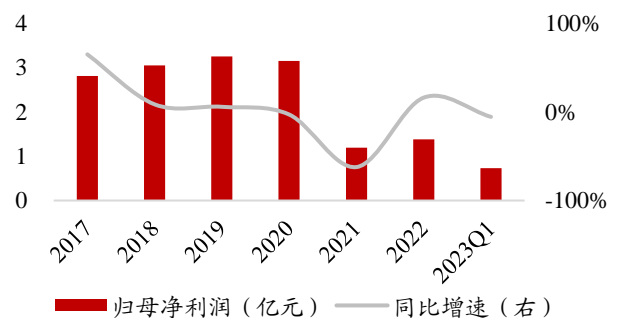
公司自2015年聚焦调味品主业、剥离其他业务后，营收、业绩重回良性增长通道。2023Q1，公司实现营业收入6.13亿元，同比增长7.15%；实现归母净利润0.73亿元，同比增长-5.66%。实现扣非归母净利润0.71亿元，同比增长0.73%。分品类看：

图2：2017-2023Q1年公司收入及增长情况



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

图3：2017-2023Q1年公司归母净利润及增长情况



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

1) **酱醋调味品是核心支柱**；公司持续聚焦调味品，2023Q1 公司醋类产品实现营收 3.83 亿元，同比增长 8.04%，营收占比为 62.53%；料酒类产品实现营收 1.11 亿元，同比增长 4.35%，营收占比为 18.16%。

2) **华东仍为强势地区，华南地区增长最快**；2023Q1 公司华东地区实现营收 3.00 亿元，同比增长 6.71%，营收占比为 48.94%；华南/华中/西部/华北分别实现营收 1.05/1.01/0.53/0.42 亿元，同比增长 14.87%/4.19%/2.43%/12.13%，营收占比为 17.12%/16.42%/8.67%/6.83%。

图4：2023Q1 公司分品类收入结构

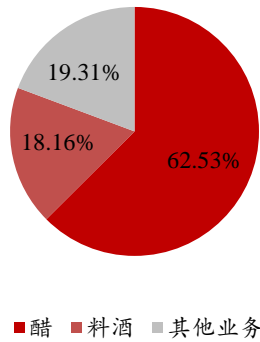
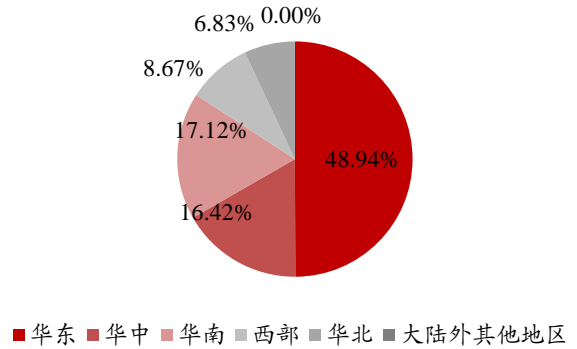


图5：2023Q1 年公司分地区收入结构



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

## 2 调味品低集中度刚需赛道，正逢消费升级+餐饮普及时代红利

### 2.1 食醋行业：区域割据，量价齐升

**食醋口味偏好及酿醋工艺存在区域性差异，镇江香醋、山西老陈醋、四川保宁醋、福建永春老醋“四大名醋”最为知名。**

各主要食醋产区居民对该地出产食醋或具有口味依赖性，地方醋企在当地消费群体中具有较高认可度，消费群体较稳定、粘性高；食醋特殊的口味差异偏好特征使得行业竞争格局呈现地方割据现象，区域性企业众多，且各企业产品销售区域往往集中于本地区或口味相近地区：

1) **镇江香醋代表品牌为恒顺醋业**，2005 年公司在镇江香醋市场的市占率已达 80%：恒顺醋业深耕食醋百年有余，是镇江香醋中影响力极强的绝对龙头，消费者已将镇江香醋和恒顺醋业基本上划上等号，强大的品牌力使得公司在全国化之路上拥有先发优势和主动权；

2) **山西老陈醋数千年来位居中国“四大名醋”之首，区域内竞争激烈、全国化龙头尚未决出**：山西省拥有众多知名品牌醋企，如水塔、紫林、东湖、宁化府等。据调味品协会数据，截至 2022 年，全国食醋相关企业达 6952 家，山西全省醋企达 1154 家；山西陈醋历史地位较高、产量长期全国居首。



**表 1：四大名醋特点及其销售区域**

序号	四大名醋	主要原料	特点	核心市场
1	镇江香醋	优质糯米	酸而不涩、香而微甜、色浓味鲜、愈存愈醇	江浙沪等华东地区
2	山西老陈醋	优质高粱、麸皮、谷糠	色泽酱红，口感醇厚、浓稠，酸度较高	山西为主的华北、西北地区
3	四川保宁醋	麸皮、小麦、大米	色泽红棕、酸味柔和、醇香回甜、药曲酿制	四川为主的西南地区
4	福建永春老醋	优质糯米、红曲、芝麻	醋色棕黑、醇香爽口、酸中带甜、回味生津	闽东南地区

资料来源：观研天下，浙商证券研究所

**调味品巨头进场驱动食醋企业全国化扩张加速，新国标实施利于行业出清，食醋行业整合有望提速。**

### 1) 调味品巨头入局分食食醋行业蛋糕，传统醋企跨区域布局或加速。

a) 调味品巨头海天味业、李锦记、千禾味业入局食醋领域后迅速崛起；2017 年海天味业收购丹和醋业 70% 股权，跃居行业前三；2018 年李锦记进入食醋行业，推出 12 种规格的醋单品，通过产品差异化抢夺市场；2019 年千禾味业收购恒康酱醋 100% 股权。调味品巨头依托消费者渗透率、渠道建设、品牌影响力等方面优势快速抢占市场，对传统醋企地位产生冲击。

b) 食醋区域龙头加速全国布局；紫林和恒顺近年来发力全国营销网络铺设，截至 2022 年 6 月，紫林在全国 30 余个省拥有 1035 家经销商；恒顺已在全国下设 30 个办事处，截止 2023 年 3 月 31 日，恒顺经销商数量达到 1,958 家；此外，恒顺顺应各地消费者口味偏好研发跨地域产品，伴随龙头企业全国化进程加快，食醋行业竞争格局或将由区域割据加速向龙头引领转变。

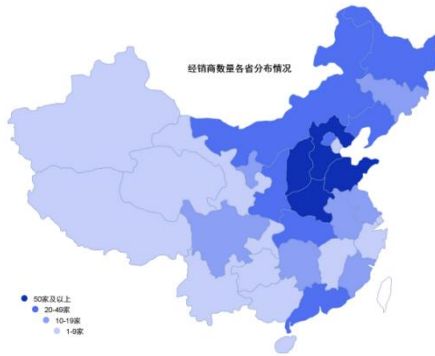
2) **新国标加速中小食醋企业出清、行业集中度有望进一步提升**。食醋国标于 2019 年 12 月 21 日正式实施，国标将价格低廉、口味和质量较差的配制食醋从标准中移出，食醋国标或驱动部分配制醋生产企业转型酿造食醋生产，不具备转型能力的作坊式企业或将被迫退出，有利于食醋产品结构由配制醋为主向酿造醋为主转变，大型酿造食醋企业依托规模化生产能力、新品研发能力、品控能力、品牌影响力等优势，市场份额有望加速提升。

**表 2：2019-2021 年食醋产量排名（以吨为单位排序）**

序号	食醋产量排名	2019 年	2020 年	2021 年
1	恒顺醋业	1	1	1
2	紫林醋业	2	2	2
3	水塔醋业	4	未参与统计	未参与统计
4	海天味业	3	3	3
5	四川保宁	5	4	5
6	千禾味业	7	6	4

资料来源：中国调味品协会，浙商证券研究所

图6: 紫林醋业经销商分布情况



资料来源: 紫林招股书, wind, 浙商证券研究所

图7: 恒顺在山西建立老陈醋产能



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 3 恒顺醋业: 聚焦“醋、酒、酱”三大引擎, 传统+现代渠道齐发力把握餐饮机遇

#### 3.1 做深醋业、做高酒业、做宽酱业

##### 3.1.1 双品牌多层次卡位消费者, 醋酒并举+推陈出新驱动营收、业绩双增。

1) 聚焦“恒顺”+“北固山”双品牌多品类, 卡位多层次消费者: 2018年, 公司推动恒顺与北固山双品牌运作与产品分级规划, 明确系列产品间的差异化和突出卖点, 恒顺品牌定价偏中高端, 均价多位于 10-30 元/瓶, 覆盖 12 余种品类, 既包括食醋/料酒/酱油等主要调味品, 也包括沙司/休闲食品/饮用黄酒等使用场景更多元的调味品, 产品品类丰富。

2) 醋酒并举、发力高端驱动营收业绩双增: 2020年公司提出做深醋业、做高酒业、做宽酱业的发展方向, 同时实施“醋酒并举”品牌发展战略, 2021/2022/2023Q1 公司醋酒系列产品营收占比分别为 80.89%/76.71%/80.69%, 为公司收入核心支柱。

3) 新品持续推出续航增长: 公司多年持续大力度开发新品, 打造涵盖食醋/酱油/料酒/黄酒/礼盒等品类的多元化产品矩阵, 满足消费者细分需求; 2017年公司基于“食醋健康”理念, 重点研发十年八度香醋醋/有机醋系列、蜂蜜醋/香妃醋/苹果醋等新口味; 2018年公司加强餐饮渠道产品规格研发, 完成黑醋/白醋/清香米醋等主流产品多规格的产品及价格体系开发; 2020年公司推出 10ml 健康口服醋/小包装酱菜/12ml 口袋醋/国民酱料包/大师手工醋等系列新品; 2021年公司将产品分为醋、酒、酱系列, 分别进行产品研发和工艺升级; 2023年规划系列新品已于恒顺酱醋文化节发布上市。

##### 3.1.2 多元化产品矩阵挖掘细分需求, “A 陈”+“B 香”大单品孕育可期

##### 公司食醋板块产品类型丰富, 七大产品系列挖掘细分市场多元化需求。

##### 1) 产品定位差异化占领消费者心智, 产品类型系列化满足多场景需求:

a) 品牌差异化定位: 2017年公司在产品定位上突出“民生产品”和“养生产品”概念, “民生产品”定位以消费者体验感为目标, 保障产品品质, 强化“零添加, 安心选”特征, “养生产品”主打食醋健康理念, 持续打造产品差异化卖点;

b) 系列差异化布局: 公司品牌食醋包含经典/精酿/宴会/年份/有机/健康/礼盒七大系列, 囊括烹调型/佐餐型/保健型/饮料型等多种细分功能。系列化生态有助于公司拓展丰富消费



场景，满足细分市场多元化需求，2019/2020/2021/2022/2023Q1 年公司醋类板块分别实现营收 12.32/13.42/12.11/12.84/3.83 亿元，同比+6.01%/+8.92%/-10.25%/+6.03%/+8.04%，19-22 年 CAGR 为 1.37%。

**表 3：公司食醋系列**

食醋系列	主要产品						定位
	恒顺香醋	镇江香醋	恒顺陈醋	镇江陈醋	恒顺米醋	镇江米醋	
经典系列							百年名醋，更高品质
精酿系列	金优香醋	恒顺香醋	镇江香醋	镇江陈醋	镇江香醋（黑珍品）		零添加、恒顺特制陶坛陈酿、香醇鲜美
							
宴会系列	香醋王	宴会香醋	恒顺香醋	珍品醋	御宴醋	贡醋	简单美味、满足多样化食醋需求
							
礼盒系列	小极品礼盒	恒顺香醋	恒顺香醋红礼盒	开门红礼盒	餐桌醋礼盒	国醋礼盒	高品质、新形象、好品牌
							
健康系列	蜂蜜醋	苹果醋	香妃醋				可满足多元化、健康化消费需求
							
年份系列	镇江香醋六年陈	镇江香醋三年陈					高营养物质、可降血压降血脂
							
有机系列	有机白米醋	有机糯香醋					精选有机原材料、健康度高
							

资料来源：公司公告，wind，公司官网，浙商证券研究所

### 聚焦主导“**A陈**”、“**B香**”系列+持续打造中高端产品，为大单品孕育铺路。

1) **主导产品“**A陈**”“**B香**”系列销售过亿，大单品孕育可期：**2016年公司规划实施“**A+X**”产品战略定位，聚焦“**镇江陈醋**”A类陈重点单品，“**恒顺香醋**”和“**镇江香醋**”B类香重点单品同步发展，并加码市场拓展力度。黑醋已成为公司近年来营收增长主要动力，2019/2020/2021年黑醋类销售额约为10.56/11.55/10.43亿元（占调味品年销售额61.39%/59.57%/56.50%），19/20/21年增速分别为5.76%/9.38%/-9.70%；伴随品牌势能持续增强、渠道全国拓展逐步落地，公司黑醋两大主导产品陈醋、香醋系列下有望孕育出爆款亿级单品。

2) **产品结构持续升级，高端业务增势良好：**公司顺应消费升级趋势，黑醋、白醋品类持续打造中高端产品、推进产品结构升级。高端醋产品增速亮眼，2017/2018年高端醋实现收入约2.10/2.48亿元，占醋类销售额21.26%/21.33%，18年增速达16.80%，2019/2020年公司高端产品实现收入2.64/2.60亿元，同比+8.61%/-1.52%。

## 3.2 品牌营销：高举高打营销策略，形式丰富品牌升级

**公司料酒产品品类持续丰富、发力打造高端产品，17-19年销量CAGR达33%，有望成为公司业绩增长新引擎。**

### 1) 丰富产品挖掘多元消费场景，先进工艺打造卓越品质：

a) 料酒系列产品矩阵丰富，已涵盖葱姜料酒、红烧料酒、蒸鱼料酒等多种产品，主打差异化、个性化原料配方，深入挖掘卤制、蒸鱼、焖肉、红烧等细分场景消费潜力，开拓业绩新增长点；

b) 料酒采用国内最先进的双边酿造工艺，精选江南优质大米、鲜姜鲜葱原料，采用全自动圆盘制曲工艺与大罐储存，通过先进淬取设备获得原汁原味的复合型调味液，确保料酒风味稳定；细分场景多元覆盖叠加产品独特风味，料酒系列产品获市场青睐。

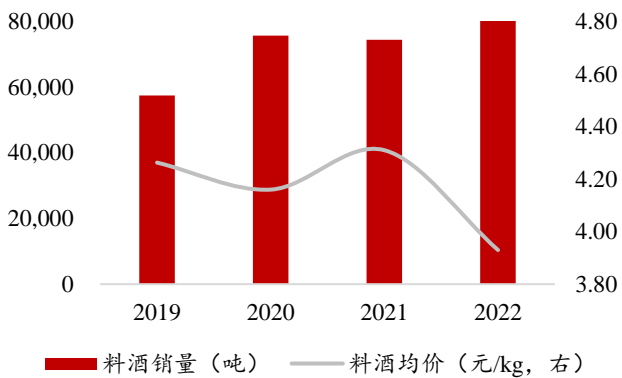
### 2) 低定价抢占市场，发力高端把握健康化趋势：

a) 依靠完善产品线抢占市场：公司料酒系列产品线完善且价格合理，2019/2020/2021/2022年均价分别为4.26/4.16/4.31/3.93元/kg；公司料酒系列19-22年销量由5.75万吨增至9.09万吨，CAGR达16.49%；

b) 提价发力高端布局：2019年1月起针对料酒系列提价10%左右，发力打造料酒高端产品，恒顺料酒系列主打“酒性醇厚，酒香浓郁”、“含多种氨基酸、维生素及矿物质”等去腥增香优势及高营养价值卖点。提价+高端产品推出带动料酒板块，料酒板块19/20/21/22年毛利率分别为36.36%/34.44%/32.83%/28.01%；

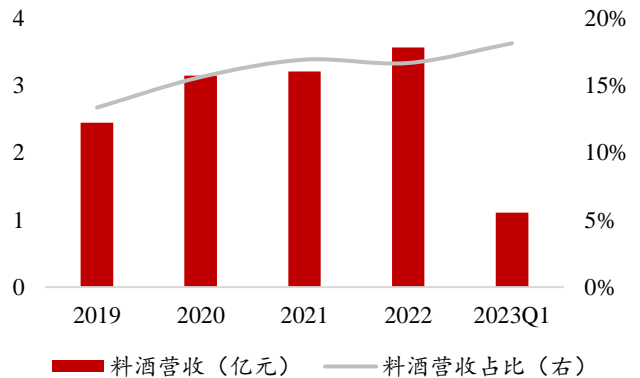
料酒板块收入持续增长，2019/2020/2021/2022/2023Q1年料酒板块收入分别为2.45/3.15/3.21/3.57/1.11亿元，同比+26.60%/+28.57%/+1.20%/+11.30%/+4.35%，营收占比13.37%/15.64%/16.94%/16.69%/18.16%。

图8：公司料酒系列销量及均价变化



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

图9：公司料酒板块营收及占比持续提升



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

公司酱类板块 21 年首次将复合调味料作为新趋势。

1) 精准定位+营销发力：根据产品的特性和消费场景聚焦复合调味料，发动全国各市场营销人员联合经销商的业务团队，在终端全力开展复合调味料的试吃活动，同时，通过挂条、盒装的特殊的陈列形式，加强复合调味料的生动化陈列，实现新品类的高速增长。

2) 酱类品类丰富，满足多样化需求：酱油系列主打“低温发酵、味鲜”定位，涵盖草菇老抽/鲜味生抽/红烧酱油/美味香等系列产品，2017 年公司酱油系列成为金砖厦门峰会供应产品；酱菜系列口味多样，包括洋姜/香菜芯/糖醋蒜瓣/乳黄瓜等系列产品，主打“鲜香脆嫩、酱香浓郁、开胃爽口”定位；酱类系列包括红油豆瓣酱/辣椒酱等系列产品，口味“香辣鲜美”，满足市场不同口味偏好；

公司坚持“做宽酱类”，在酱类产品“销冠单品”战略目标指导下，预计酱类产品范围或将持续拓宽，酱类板块高增长可期。

表 4：公司料酒、酱类部分产品展示

品类	主要产品					
料酒	葱姜料酒	姜汁料酒	红烧料酒	恒顺料酒	黄酒	金标料酒
饮用黄酒类	一品苏黄	玛卡黄酒	花雕黄酒	恒顺老酒	百花贡酒	
酱油	草菇老抽	鲜味生抽	红烧酱油	美味香	头道原汁	特红老抽
酱菜	洋姜	香菜芯	糖醋蒜瓣	什锦菜	乳黄瓜	嫩黄瓜

品类	主要产品					
						
	红油豆瓣酱	辣椒酱				
酱类						

资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

### 3.3 传统渠道+现代渠道双轮驱动，线上线下载通全链路

#### 3.3.1 调味品行业全渠道布局是趋势

销售模式为经销为主，直销为辅，立足华东强势市场辐射华中、华南，营销改革落地有望加速全国化布局。

##### 1) 销售模式为经销为主，直销为辅：

2023Q1 公司经销/直销营收分别为 5.71/0.22 亿元，营收占比 95.01%/3.66%；以线下为主，线上为辅，2023Q1 公司线下/线上营收分别为 5.35/0.65 亿元，营收占比 89.02%/10.82%；公司加强全渠道业务布局，通过深耕传统渠道、精耕商超渠道、强攻电商渠道、全力切入餐饮渠道和开发大客户渠道，持续开拓业务新增量。

##### 2) 立足华东强势区域，辐射华中、华南潜力市场，力拓西部、华北低基数市场：

a) 核心市场主要为华东地区，江苏作为恒顺发源与盘据地收入表现强势，推动恒顺品牌辐射整个华东地区，2023Q1 华东地区营收 3.00 亿元，占比 48.94%；

b) 潜力市场主要为华中、华南地区，竞争对手较少，市场空间可进一步开拓，2023Q1 华中/华南地区营收分别为 1.01/1.05 亿元，同比+4.19%/+14.87%，营收占比分别为 16.42%/17.12%。

c) 待开拓市场主要为西部、华北地区，2023Q1 西部/华北地区营收分别为 0.53/0.42 亿元，同比+2.43%/+12.13%；

##### 3) 伴随营销改革落地，全国化布局有望加速：

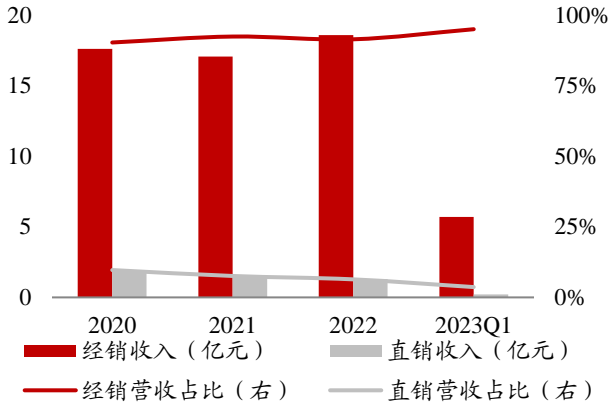
公司在不同地区发展差异较大，2020 年公司将华东、北方、南方、本部四大战区升级细化为八大战区，跨区域精细化运营程度进一步提升；公司在上海、杭州、武汉等重点区域打造样板市场，树立区域标杆，未来有望将样板市场成功经验向全国复制。

公司开发并生产迎合不同地区消费者口味习惯的食醋产品，支撑跨区域业务拓展。未来公司有望在维持华东地区优势同时，加速深入拓展其他区域市场，伴随全国化布局持续推进，有望进一步打开业绩增长空间。

4) 定增扩产提上日程，主业品类加速扩张；

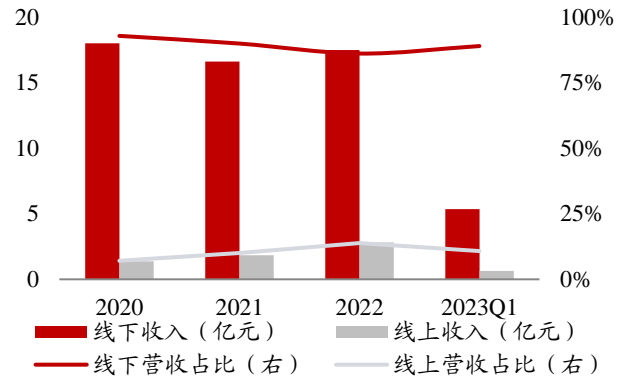
2023 年恒顺醋业定向增发募集资金规模 11.43 亿元。本次定增中，公司拟新增酱油产能 4 万吨（年高盐稀态原酿酱油 4 万吨），食醋产能 9.5 万吨（黑醋 4 万吨，白醋 2 万吨，酿造食醋 3 万吨，米醋 0.5 万吨），料酒产能 6 万吨，调味料产能 10 万吨，复合调味料产能 10 万吨。待本次募投项目全部投产后，产销不匹配的发展瓶颈有望得到缓解，有助于丰富公司主业产品品类，增强公司可持续盈利能力。

图10：2020-2023Q1 公司经销/直销渠道收入及占比



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

图11：2020-2023Q1 公司线下/线上渠道收入及占比



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

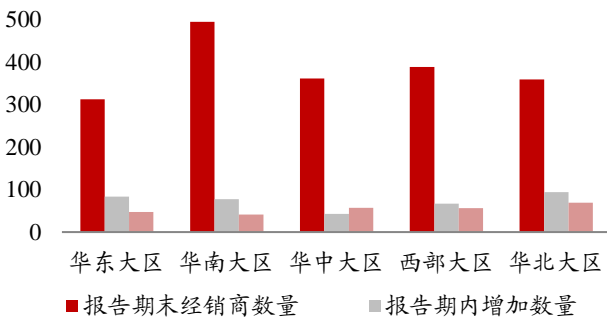
3.3.2 传统渠道：经销渠道全国织网，农贸+餐饮持续深耕

1) 伴随全国化布局推进，公司持续加强经销商全国织网，开拓空白市场，公司利用营销中心下设的 30 个办事处布局全国，2021/2022/2023Q1 公司分别新增经销商 494/364/97 家，截至 2023 年 3 月 31 日，公司经销商总数达 1,958 家，其中华东/华南/华中/西部/华北地区分别为 316/508/360/396/378 家；2023Q1 公司经销模式收入 5.71 亿元，营收占比 95.01%；

2) 对比同行，公司经销渠道仍具备挖潜空间，截至 2023Q1，公司经销商数量 1,958 家对比海天的 6,869 家仍有差距，后续布局空间较大，公司经销渠道效率亦有较大增长空间；

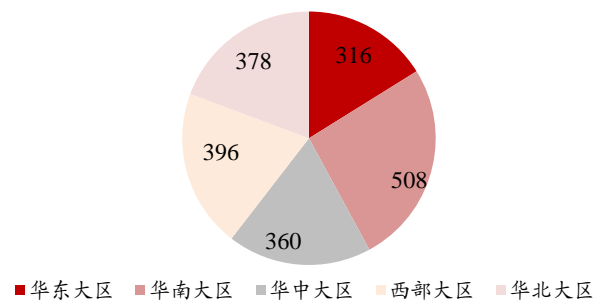
近年来公司持续推进全国织网，加强经销渠道专项资源配置，调整经销商利润空间，同时调节客户发货节奏解决产、供、销平衡，持续推动经销渠道效率提升；在深耕传统渠道战略下，未来公司经销渠道对业绩驱动仍具备较大潜力。

图12：2022 公司各地区经销商变化情况



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

图13：2023Q1 公司经销商分布情况 (个)



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所



## 4 管理层改革激发潜能，醋业龙头待腾飞

### 4.1 香醋老字号积累深厚，品牌势能持续挖潜

**“镇江香醋”获地理标志产品保护，品牌价值待挖潜。**

#### 1) “镇江香醋”品牌价值高，屡获行业殊荣

镇江香醋发展历史悠久，在业内具备绝对品牌优势。公司曾获“中国驰名商标”、“中国食醋产业领导品牌”等荣誉，2006 年被国家商务部认定为“中华老字号”，2019 年公司恒顺牌镇江香醋入选中国传统食品标志性产品名录、2019 年度金芒果好地标 TOP 榜年度十大推荐品牌。

#### 2) 聚焦“大单品”策略，品牌优势持续挖潜

a) 巩固香醋强品牌势能，赋能品类延伸；公司持续优化和提升品牌发展战略、产品组合战略，聚焦“恒顺香醋”大单品，优化产品线，化品牌优势为消费者认知优势，绕开醋类产品市场高度同质化困局，树立“中国醋业领导品牌”形象，“恒顺香醋”品牌的强知名度、高美誉度有利于增强消费者对品牌忠诚度，“香醋”强品牌势能有望赋能公司品类延伸，助力公司“醋酒并举”战略落地。

b) 双品牌运作卡位差异化需求，多元品牌形象深入人心；公司主打“恒顺+北固山”双品牌运作，卡位不同消费需求，并持续推动各品牌产品品类结构优化，为消费者提供居家必备的平价产品、宴会送礼的高端产品，多元品牌形象已深入人心。

**传统媒体渠道加大广告投放力度，新兴渠道持续新增布局。**

#### 1) 传统媒体渠道方面，公司积极投放广告及赞助综艺。

2) 新兴渠道方面，结合电商渠道促销节奏点，探索网络直播引流带货模式，近五年公司销售费用率和广告费占营收比例稳中有升，2021 年销售费用 3.44 亿元，同比增长 25.94%；2022 年销售费用 3.47 亿元，同比增长 0.96%；2023Q1 销售费用 0.76 亿元，同比增长 10.17%，体现出新领导团队对公司营销体系改革的意愿及重视度，未来公司品牌力有望持续增强、赋能渠道效率提升。

图14：公司抖音挑战赛活动



资料来源：味界头条，浙商证券研究所

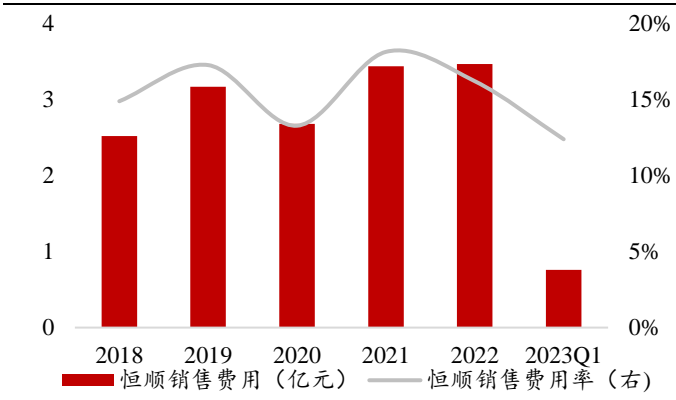
图15：公司冠名 CCTV3《我要上春晚》



资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

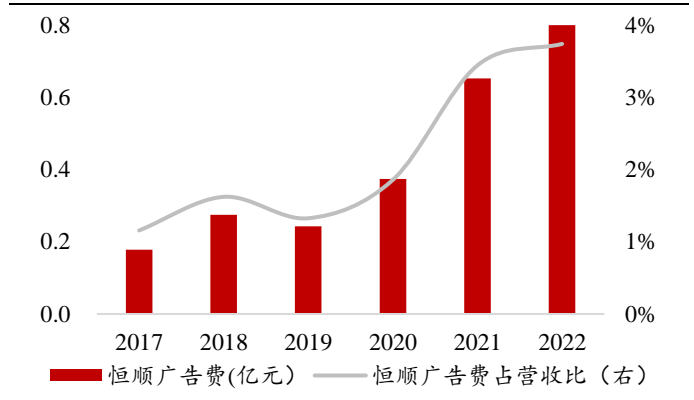


图16: 2018-2023Q1 公司销售费用及销售费用率



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

图17: 2017-2022 年公司广告费及其营收占比

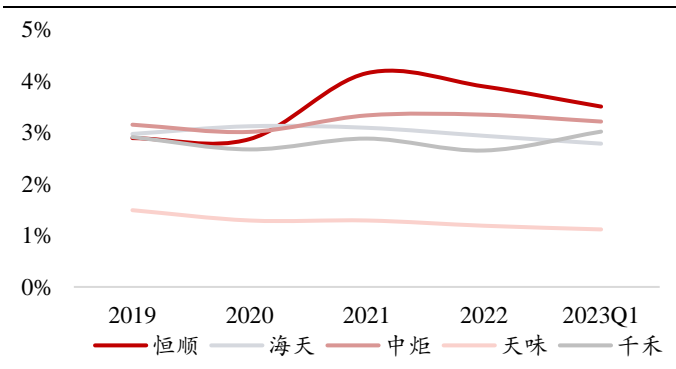


资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

**研发费用不断投入, 工艺技术创新成果显著。**

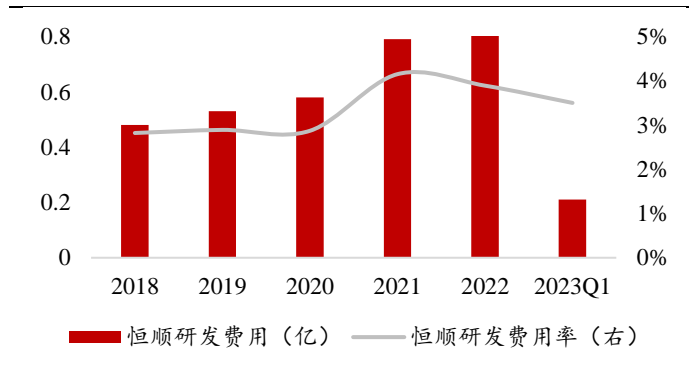
**公司持续加码研发:** 公司致力于产品口味研发和工艺开发创新, 截至 2022 年底公司拥有研发人员 149 人, 研发投入持续加大, 2020/2021/2022/2023Q1 年研发费用 0.58/0.79/0.83/0.21 亿元 (同比+9.11%/35.96%/6.00%/-2.39%)。新品研发持续发力, 公司积极把握市场健康化消费趋势, 在包装、口感、营销等方面进行崭新规划, 成功推出有机醋系列、健康口服醋等新产品。

图18: 2018-2023Q1 同行可比公司研发费用率



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

图19: 2018-2023Q1 公司研发费用投入



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

**质量管控体系严格, 源头把控全程追溯保证食品安全质量。**

**公司产品质量管控严格, 通过食品链可追溯管理, 建立了一整套从农田到餐桌的管理体系。** 食醋本身具有较高酸度、不易变质的特点, 恒顺香醋的酸度高于整体醋类产品, 食品安全保障优势凸显。公司注重产品原料质量, 利用镇江独特的地理种植优势在镇江市周边建立 3,600 亩陈醋专用糯米种植基地, 并在江苏省建成万余亩食醋专用粮种植基地, 在原料方面保证香醋优秀品质。

## 4.2 管理层改革稳步推进，市场化激励持续赋能

**前管理层领航奠定良好基础，董事长换届注入新活力。**

1) **公司历任董事长管理经验丰富。**上一任董事长张玉宏先生任职期间面对房地产业务剧烈波动拖累公司业绩，果断剥离辅业、聚焦酱醋调味品主业，多措并举持续做强渠道、做大品牌、做宽产品矩阵，奠定良好发展基础；

2020年杭祝鸿先生正式接任董事长，提出聚焦三大主业——“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”战略，改革产品、营销、管理体系，引入SAP企业管理平台，助力公司数字化转型以突破发展瓶颈，实现敏捷响应、精准管控、高效协同、流畅运营；此外，重点关注品牌打造、市场推广与薪酬绩效体系改革。

2) **公司其他主要高管人员从业经验丰富，专业能力过硬。**多位高管在公司任职十五年以上，团队结构稳定；领导层新鲜血液注入、资深团队成员多年护航，共筑公司强劲管理力。

## 5 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

**收入端：**

1) **食醋：①销量端：**行业整体需求稳健增长，恒顺作为龙头，其食醋业务整体受益于行业扩张，有望保持良好增长态势且增速高于行业。过去三年需求不振，我们认为随着行业性需求逐步修复，叠加恒顺作为龙头定增扩产加码，明确发力全国化扩张的情况下，有望逆转过去销量增速波动较大的情况，23-25年销量增速将高于行业增长，我们预测23-25年食醋品类销量增速分别为13.0%/10.5%/9.5%；**②均价端：**过去行业需求受损严重，公司未维持市场份额稳定，进行了促销折扣等活动，导致吨价有所下行。未来随着需求修复，公司作为龙头将最为受益，我们预计23-25年均价将扭转下滑趋势，维持稳定，所以我们假设食醋业务23-25年均价同比均持平。**综合量价来看，**我们预计食醋业务2023-2025年营收分别为14.51/16.03/17.55亿元，分别同比13.0%/10.5%/9.5%。

2) **料酒：①销量端：**料酒行业整体需求迅速扩张，恒顺作为细分行业头部企业将最为受益。23年料酒需求开始回暖，24年公司料酒销售有望加速，我们预计公司23-25料酒销量增速分别为20%/25%/22%；**②均价端：**过去行业需求受损严重，公司未维持市场份额稳定，进行了促销折扣等活动，导致吨价有所下行。未来随着需求修复，公司作为龙头将最为受益，我们预计23-25年均价将扭转下滑趋势，维持稳定，所以我们假设料酒业务23-25年均价同比均持平。**综合量价来看，**预计2023-2025年其营收分别为4.28/5.35/6.53亿元，分别同比20.0%/25.0%/22.0%。

3) **酱类：**酱类作为公司主营业务三驾马车之一，但过去酱类行业增长相对较慢且空间相对食醋较小，公司酱类产品对公司收入贡献小于食醋与料酒。21年公司酱类产品提价后，22年酱类均价提升幅度较大，考虑到酱类行业天花板相对较低，若未来进行持续提价，或将影响公司销量端增长。我们预计2023-2025年主要靠量增长，营收分别为2.95/3.33/3.66亿元，分别同比15.0%/13.0%/10.0%。

**4) 其他业务:** 公司持续开发其他调味料新品, 有望挖掘细分市场潜力, 其他业务预计保持稳健增长, 预计 2023-2025 年其他业务营收分别为 2.78/3.12/3.43 亿元, 分别同比 15.0%/12.0%/10.0%。

**盈利端:**

**1) 毛利率:** 2022 年原材料回落主要系上游原材料涨价驱动, 未来公司将淘汰低销额、低毛利等老旧产品, 不断提升“大单品”策略, 在产品的结构优化下, 预计 2023-2025 年毛利率将呈现小幅提升趋势。

**2) 期间费用率:** 销售/研发费用率稳定, 管理费用率下降。公司近年销售/研发保持较稳定水平, 预计未来短期内仍维持该趋势, 预计 2023-2025 年销售费用率 16.4%/16.2%/15.9%; 研发费用率 3.9%/3.9%/3.9%; 此外伴随公司提升管理效率, 管理费用率或将稳中有降, 预计 2023-2025 管理费用率 6.0%/4.7%/4.7%。

综上, 我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 24.52/27.83/31.18 亿元, 分别同比 14.6%/13.5%/12.0%; 综合毛利率分别为 36.0%/36.9%/37.9%; 归母净利润分别为 1.71/2.41/2.96 亿元, 分别同比 23.9%/41.3%/22.8%。

**表 5: 2023E-2025E 恒顺醋业盈利预测**

(百万元)		2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023E	2024E	2025E
营业收入		1,832	2,014	1,893	2,139	2,452	2,783	3,118
%yoy			9.9%	-6.0%	13.0%	14.6%	13.5%	12.0%
	醋	1,232	1,342	1,211	1,284	1,451	1,603	1,755
	%yoy		8.9%	-9.8%	6.0%	13.0%	10.5%	9.5%
	量(吨)	159,862	177,751	175,515	206,704	233,576	258,101	282,621
	%yoy		11.2%	-1.3%	17.8%	13.0%	10.5%	9.5%
	价(元/吨)	7,710	7,553	6,899	6,211	6,211	6,211	6,211
	%yoy		-2.0%	-8.7%	-10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	%毛利率	46.5%	45.4%	44.0%	41.5%	43.3%	44.4%	45.5%
	料酒	245	315	321	357	428	535	653
	%yoy		28.6%	1.8%	11.3%	20.0%	25.0%	22.0%
	量(吨)	57,483	75,676	74,405	90,865	109,039	136,298	166,284
	%yoy		31.6%	-1.7%	22.1%	20.0%	25.0%	22.0%
	价(元/吨)	4,263	4,163	4,310	3,928	3,928	3,928	3,928
	%yoy		-2.3%	3.5%	-8.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	%毛利率	36.4%	34.4%	32.8%	28.0%	30.2%	31.6%	32.9%
	酱类			177	256	295	333	366
	%yoy				44.5%	15.0%	13.0%	10.0%
	量(吨)			30,542	33,499	38,524	43,532	47,885
	%yoy				9.7%	15.0%	13.0%	10.0%
	价(元/吨)			5,807	7,650	7,650	7,650	7,650
	%yoy				31.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	%毛利率			30.5%	16.1%	18.5%	20.2%	21.8%
	其他业务	355	357	184	242	278	312	343
	%yoy		0.6%	-48.3%	31.2%	15.0%	12.0%	10.0%
	%毛利率	47.2%	28.9%	24.6%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
营业成本		1,002	1,193	1,182	1,404	1,570	1,756	1,937
%毛利率		45.3%	40.8%	37.6%	34.4%	36.0%	36.9%	37.9%
%销售费用率		17.3%	13.3%	18.1%	16.2%	16.4%	16.2%	15.9%
%管理费用率		6.3%	5.9%	6.6%	5.4%	6.0%	4.7%	4.7%
%研发费用率		2.9%	2.9%	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
归母净利润		325	315	119	138	171	241	296
%yoy			-3.0%	-62.2%	16.0%	23.9%	41.3%	22.8%

资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

## 5.2 投资建议

公司是食醋行业龙头，聚焦“醋、酒、酱”三大引擎，传统+现代渠道齐发力把握餐饮端机遇，管理层大力改革激发潜能，醋业龙头待起飞。我们选取 3 家传统调味品公司海天味业、中炬高新、千禾味业进行对比。

预计公司 2023-2025 年实现营业收入 24.5、27.8、31.2 亿元，同比增长 14.6%、13.5%、12.0%，实现归母净利润 1.7、2.4、3.0 亿元，同比增长 23.9%、41.3%、22.8%，对应 EPS 为 0.15、0.22、0.27 元，现价对应 PE 为 70、49、40 倍，参考 2014-2023 年至今公司估值中枢为 55 倍左右，首次覆盖，给予“增持”评级。

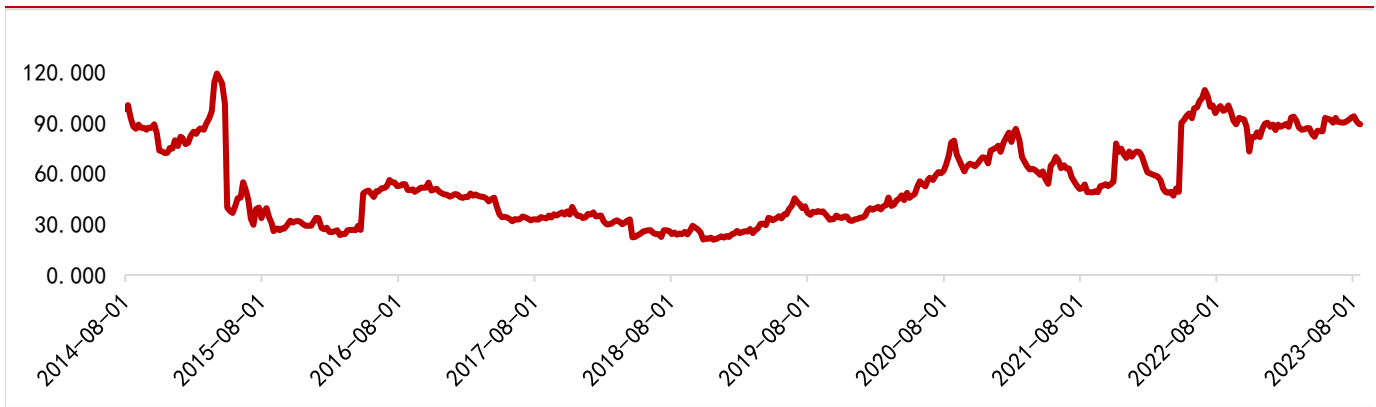
表 6：同行可比公司盈利预测

证券简称	市值 (亿)	归母净利润 (亿)			PE 估值		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
恒顺醋业	119.2	1.7	2.4	3.0	69.7	49.4	40.2
可比公司平均值					35.1	29.0	24.6
海天味业	2257.6	68.5	79.7	91.3	32.9	28.3	24.7
中炬高新	257.0	7.1	8.5	10.0	36.4	30.4	25.8
千禾味业	183.9	5.1	6.5	7.9	36.1	28.3	23.4

资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

注：市值为 2023 年 8 月 21 日数据，恒顺醋业盈利数据来自于浙商证券研究所，其他公司盈利数据来自 wind 一致预测

图 20：恒顺醋业历史估值



资料来源：wind，浙商证券研究所

## 6 风险提示

- 1) 原材料价格波动风险：**公司醋、料酒等业务的直接材料占总成本比例较高，若原材料价格出现波动将影响公司的盈利能力。
- 2) 全国化进度低于预期：**若公司在渠道扩张进程不及预期，则会影响公司全国化扩张速度。
- 3) 食品安全控制风险：**国家对食品质量监管严格，同时消费者对质量不达标产品容忍度较低，若公司在相关加工制造环节处理不当而产生食品安全问题，公司的品牌与声誉将会受到较大影响。

**表附录：三大报表预测值**

资产负债表					利润表				
(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1214	2541	2155	2166	<b>营业收入</b>	2139	2452	2783	3118
现金	348	1055	816	679	营业成本	1404	1570	1756	1937
交易性金融资产	352	853	603	728	营业税金及附加	25	20	23	25
应收账款	69	109	123	143	营业费用	347	403	452	497
其它应收款	4	9	8	8	管理费用	116	147	131	146
预付账款	11	11	12	14	研发费用	83	95	108	121
存货	298	406	463	474	财务费用	3	7	4	9
其他	133	99	129	120	资产减值损失	(1)	1	1	0
<b>非流动资产</b>	1754	1836	2160	2513	公允价值变动损益	13	12	8	11
金融资产类	0	0	0	0	投资净收益	(9)	(3)	(5)	(6)
长期投资	101	118	114	111	其他经营收益	(1)	(6)	(8)	(12)
固定资产	890	874	1224	1553	<b>营业利润</b>	164	213	305	375
无形资产	121	128	136	137	营业外收支	0	0	(1)	(0)
在建工程	188	189	203	224	<b>利润总额</b>	164	213	304	375
其他	454	527	484	487	所得税	34	44	63	78
<b>资产总计</b>	2968	4377	4314	4678	<b>净利润</b>	129	169	240	296
<b>流动负债</b>	626	733	542	735	少数股东损益	(9)	(2)	(1)	0
短期借款	29	25	20	15	<b>归属母公司净利润</b>	138	171	241	296
应付款项	238	295	53	250	EBITDA	245	268	370	468
预收账款	0	25	28	31	EPS (最新摊薄)	0.12	0.15	0.22	0.27
其他	359	389	442	439					
<b>非流动负债</b>	116	91	96	101	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	116	91	96	101	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	742	825	639	836	营业收入	12.98%	14.63%	13.50%	12.02%
少数股东权益	31	29	28	28	营业利润	11.84%	30.03%	43.34%	22.95%
归属母公司股东权益	2195	3524	3648	3815	归属母公司净利润	16.04%	23.87%	41.26%	22.76%
<b>负债和股东权益</b>	2968	4377	4314	4678	<b>获利能力</b>				
					毛利率	34.37%	35.97%	36.89%	37.86%
					净利率	6.05%	6.87%	8.64%	9.51%
					ROE	6.17%	5.92%	6.68%	7.89%
					ROIC	5.57%	4.54%	6.25%	7.48%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	24.99%	18.85%	14.81%	17.87%
					净负债比率	6.03%	4.06%	4.63%	3.14%
					流动比率	1.94	3.46	3.97	2.95
					速动比率	1.46	2.91	3.12	2.30
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.69	0.67	0.64	0.69
					应收账款周转率	28.98	29.30	27.29	28.30
					应付账款周转率	5.84	5.90	10.11	12.80
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.12	0.15	0.22	0.27
					每股经营现金	0.17	0.15	0.07	0.53
					每股净资产	2.19	3.17	3.28	3.43
					<b>估值比率</b>				
					P/E	86.38	69.73	49.36	40.21
					P/B	4.89	3.38	3.27	3.12
					EV/EBITDA	47.89	37.70	28.62	22.63

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>