

中小市值个股精选系列之恒顺醋业（600305）

——老字号强势复兴之路，趋势已定

2013年6月4日

强烈推荐/首次

恒顺醋业

报告摘要:

调味品行业品牌化消费方兴未艾，行业整合将复制食品饮料其他部分子行业路径，醋行业为其中典型。与其他调味品行业不同，中国醋业的品牌起源类似于白酒行业，历史上形成“四大名醋”。醋业的整合将沿着两条线进行：传统品牌的崛起以及新兴综合调味品龙头的品类延伸。

公司为当前品牌力保持最好的名醋企业。在中国“四大名醋”中，其他三大名醋的品牌已经有不同程度衰落。恒顺醋业目前仍旧为行业龙头，2012年销售额为9亿元，品牌力和营销力仍然排行业第一。我们认为，其品牌的振兴难度最小。

管理层换届带来品牌复兴的期盼，房地产剥离显示集团决心。新任管理层重塑品牌的信心足，今年提出“中国醋、恒顺香”的全新品牌形象，营销体制改革将拉开序幕。房地产已经成功剥离，对公司业绩的拖累将在1-2年内消除；并将再融资的障碍扫除。

业绩弹性较大，将进入快速反弹期。房地产问题的有效解决，将从根本上解决对于主业业绩的拖累。未来三年区域拓展、销售渠道拓宽、产品升级及品类拓展，将助力业绩进入良性、可持续增长期。

结论：我们坚定看好调味品行业的行业整合和品牌化消费趋势。恒顺醋业目前的态势是“万事俱备、只欠东风”，虽道路艰巨，但趋势已定。我们预测2013-2015年的每股收益为0.54元、0.83元和1.29元，三年复合增速超过50%。作为强势复兴的消费公司，PEG小于1，给予“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	1,146.6	1,112.6	1,325.7	1,569.5
增长率（%）	12.67%	-2.97%	19.16%	18.39%
净利润（百万元）	(37.06)	68.36	104.90	163.43
增长率（%）	-467.6%	NA	53.46%	55.79%
每股收益(元)	(0.29)	0.54	0.83	1.29
净资产收益率（%）	-7.31%	12.17%	16.25%	21.06%
PE	(86.69)	47.00	30.63	19.66
PB	6.34	5.72	4.98	4.14

王明德

执业证书编号：S1480511100001

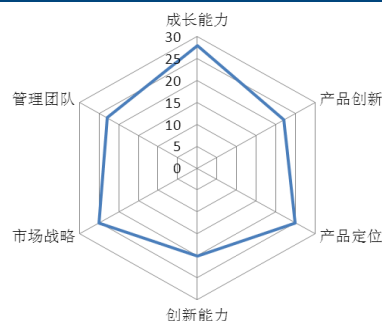
联系人：

孙玉姣

010-66554090

sunyj@dxzq.net.cn

六位评价体系之制造业图



所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

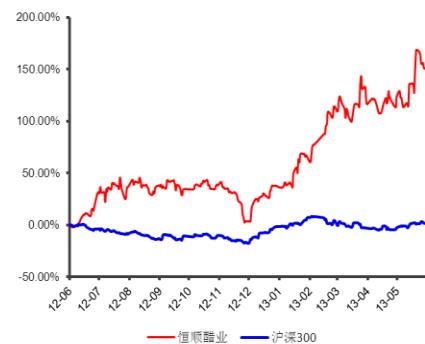
大消费、业绩反转

东兴分类：

核心护城河、商业模式概括

- “四大名醋”之一的品牌力构筑天然壁垒
- 龙头地位形成强势的渠道壁垒
- 生产工艺及环境独一无二，无法复制

52周股价走势图



目 录

1.	核心护城河.....	4
2.	成长路径、运营模式、业务构成.....	4
2.1	成长路径	4
2.2	运行模式	6
2.3	业务构成	7
3.	行业供需分析、市场空间.....	7
3.1	行业空间：总量提升与消费结构转换	7
3.2	品牌化引领下的行业整合	8
4.	六维评价体系	9
5.	业绩亮点及预测.....	10
6.	解禁、业绩雷区风险.....	10

表格目录

表 1：“四大名醋”对比.....	3
表 2：2011 年中国调味品前十大品牌.....	3

插图目录

图 1：公司分部业务营业收入（亿元）.....	4
图 2：公司调味品业务结构（2012 年）.....	5
图 3：公司调味品毛利率.....	5
图 4：公司央视广告策划.....	5
图 5：公司产品推广广告.....	5
图 6：房地产业务毛利率.....	6
图 7：公司财务费用率.....	6
图 8：人均食醋国际比较（kg/年）	7
图 9：配制醋比例.....	7
图 10：食醋消费者关注因素.....	7
图 11：调味品行业的营收增速（%）	7
图 12：食品饮料子行业集中度.....	8
图 13：食醋行业集中度对比.....	8
图 14：2011 年食醋龙头企业.....	8
图 15：中国“四大名醋分布”.....	8

1. 核心护城河

强大品牌力：公司为中国“四大名醋”中品牌力保持最好的公司，是中国调味品行业前十大品牌中唯一的食醋公司，醋行业与白酒行业的品牌壁垒有相似之处。

区域内的高市占率：公司在华东区域占据绝对优势，尤其是商超渠道；稳固的“大本营”奠定全国扩张的扎实基础。

独一无二的发酵环境和工艺水平：所处地“镇江”水、土、湿度等环境利于糯米发酵和醋酸菌成长，不可复制。

产能优势：公司目前食醋产能达到 30 万吨，全国最大，为未来销售释放奠定基础。

表 1：“四大名醋”对比

	代表品牌	销售规模（2011）	销售区域
镇江香醋	恒顺	18 万吨	华东为主、全国
山西陈醋	水塔	15 万吨	山西、华北
保宁醋	宁化府	6.75 万吨	四川
永春老醋	无		福建

资料来源：东兴证券

表 2：2011 年中国调味品前十大品牌

排名	品名	类型	排名	品名	类型
1	海天	酱油	6	恒顺	食醋
2	太太乐	鸡精	7	家乐	鸡精
3	李锦记	蚝油	8	欣和	酱油
4	王致和	腐乳	9	王守义	调味粉
5	厨邦	酱油	10	安记	复合调味粉

资料来源：中国调味品协会

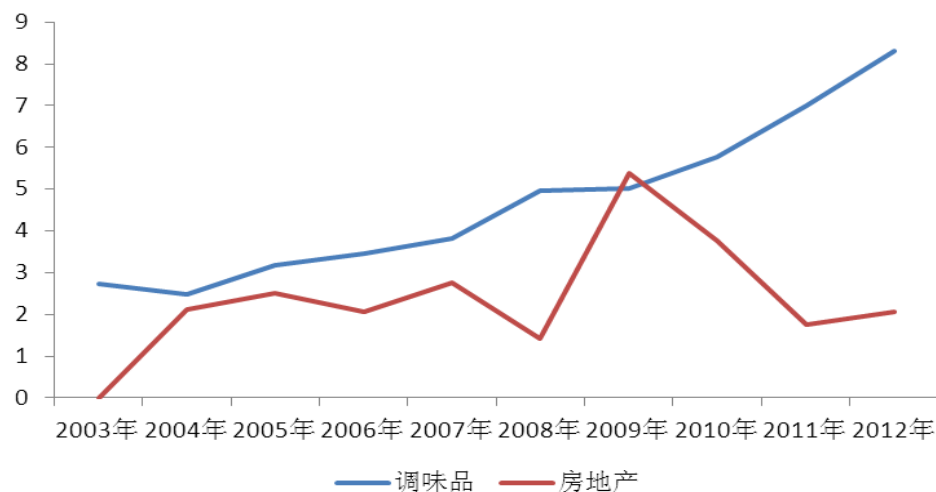
2. 成长路径、运营模式、业务构成

2.1 成长路径

公司是镇江香醋的发源地，前身是成立于 1840 年清朝时期的一家制醋企业，拥有古老的历史，公司拥有的“恒顺香醋酿造技艺”更被列入第一批国家级非物质文化遗产名录。公司 2001 年上市，2003 年开拓房地产业务，进入“调味品+房地产”多元化的经营阶段。2009 年，房地产业务达到顶峰。此后，受房地产调控政策及镇江市房

地产市场供过于求影响，房地产业务走下坡路。2013 年，公司剥离房地产业务，正式“回归主业”。

图 1： 公司分部业务营业收入（亿元）



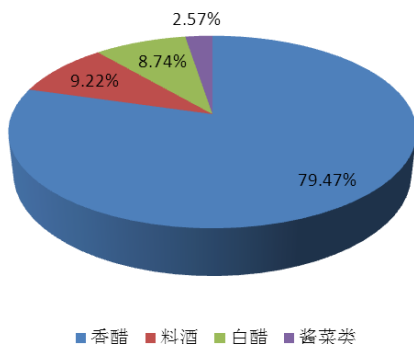
资料来源：公司公告

作为典型的消费品公司，公司的成长路径概括为两条线。第一、靠产品品类拓展和销售区域扩张来实现外延式增长。第二、靠产品结构提升来实现内涵式增长和品牌力提升。

第一、销售区域和销售渠道的拓展。公司目前 70% 的销售在华东区域的大型商超。公司今年提出将大力促进东北地区、西北地区和华南地区，这些地区的消费潜力较大，同时强势品牌空白，公司具有较强的品牌优势。在销售渠道拓展方面，公司此前 90% 以上的销售集中在终端消费渠道，公司今年重点开拓餐饮渠道，目前已经针对餐饮渠道推出了三款产品。

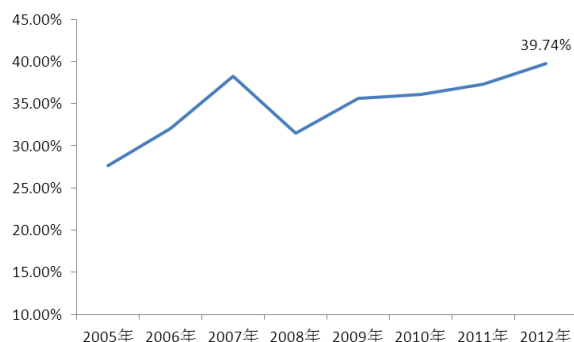
第二、品类拓展。2012 年，料酒类产品销售 7,987.23 万元，占年收入的 9.22 %；白醋类产品销售 7,567.29 万元，占年收入的 8.74 %，香醋产品占 79.5%。公司未来会重点推广料酒产品和白醋产品。由于酿造香醋的前道工艺与酿酒行业工艺相同，因此，公司在料酒和白醋具有天然的工艺优势。公司料酒产品走“差异化”路线，在料酒中添加葱姜等调料，为复合料酒。在白醋行业，公司有望填补巨大的市场空白，因为中国消费市场上的白醋几乎全为化学醋，公司白醋生产线引进德国先进生产工艺，为纯粮酿造醋。

图 2：公司调味品业务结构（2012 年）



资料来源：公司公告

图 3：公司调味品毛利率



资料来源：公司公告

第三、产品结构提升。高端醋(20 元以上)的占比目前仅为 14.5%。我们判断调味品行业将进入黄金的五年，消费升级方兴未艾，消费者对价格的敏感度不高，价格提升空间较大。公司作为中国第一大名醋，其产品、工艺、质量均支撑其产品结构的上移。公司毛利率由 2008 年的 30%提升到 2012 年的 39.7%。随着其高端产能的投放，盈利能力将进一步提升。

2.2 运行模式

消费品行业的运行模式主要体现的营销和销售环节。

公司过去最大的短板在于营销环节。“酒香也怕巷子深”。公司今年开始在央视做宣传，“中国醋、恒顺香”。增发完成后，将在重点区域的地方台做媒体广告推广。同时，公司聘请和君咨询做营销体系的改革策划。

销售环节，公司过去主要由经销商来做，70%的销售渠道在大型商超。调味品行业的显示决定了以经销商为主的渠道结构。未来，公司将开展餐饮渠道直营和大型商超的直营。

图 4：公司央视广告策划



资料来源：东兴证券

图 5：公司产品推广广告



资料来源：东兴证券

2.3 业务构成

公司 2012 年，调味品、房地产分别占营业收入的 72.4% 和 18.1%。全年净利润为 -5780 万元，其中主要为房地产亏损拖累，调味品盈利 2800 万元。

2013 年，公司剥离房地产业务后，房地产剥离之后，与房地产相关的长期负债降低 5 亿元、短期负债 3 亿左右，相应的降低财务费用率。剩下的 1-2 亿存量房有望 2013-2014 年消化完毕。

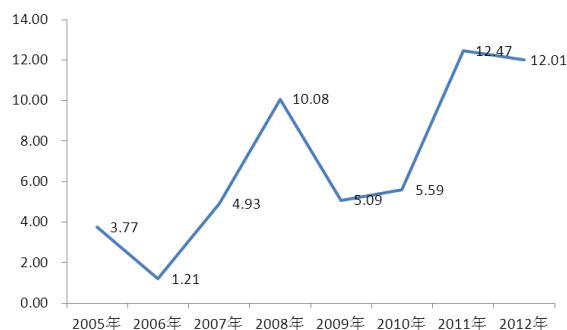
我们预测，2013 年后，业务和利润将主要来自于调味品主业，房地产的影响在 1-2 年内完全消除。

图 6：房地产业务毛利率



资料来源：公司公告

图 7：公司财务费用率



资料来源：公司公告

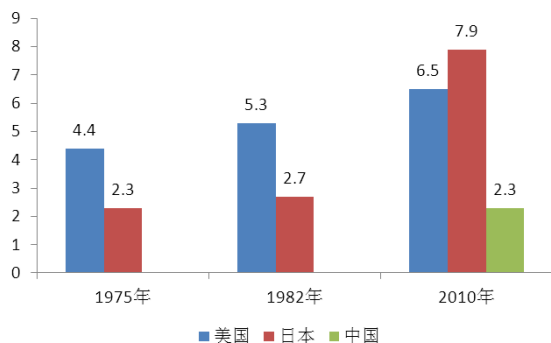
3. 行业供需分析、市场空间

3.1 行业空间：总量提升与消费结构转换

从国际比较看，中国食醋绝对量空降尚存。中国 2010 年人均食醋量为每年 2.3 千克，同时美国的人均消费量是 6.5 千克，日本是 7.9 千克。随着消费者对健康的重视，无盐调料的消费将大于有盐调料，日本在 1977 年实施“国民健康计划”之后，醋的消费增速远高于盐、酱油的消费增速。我们认为中国随着老龄化到来，保健意识的增强，食醋的绝对量增速将超过 5%。

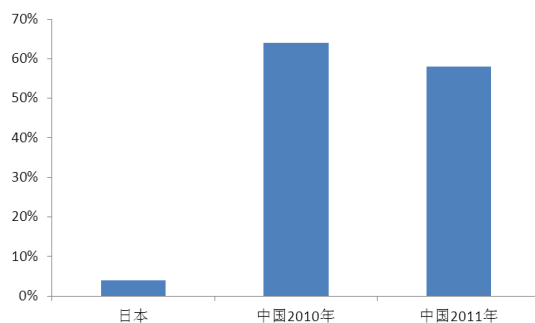
而从消费结构看，酿造醋的消费增速将超过 20%。中国目前的食醋结构中，酿造醋的比重偏低，不到 30%，配制醋、化学醋的比重超过 70%，整体消费结构还偏低。从消费者的关注面来看，对于产品的质量、口味、品牌的关注度上升，而价格的关注度则相对较低。未来，我们认为酿造醋、品牌醋的消费增速将高于行业整体，消费量保持 20% 以上的增速。

图 8： 人均食醋国际比较（kg/年）



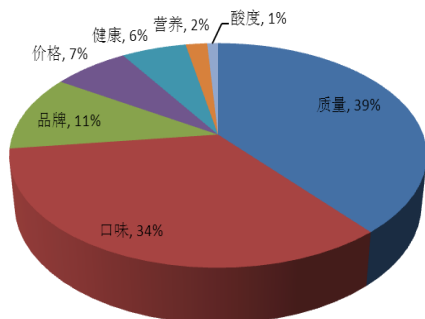
资料来源：东兴证券

图 9： 配制醋比例



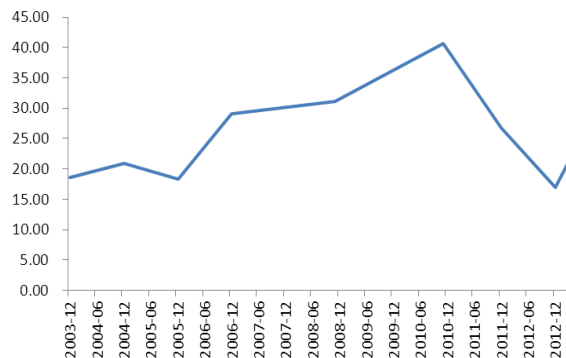
资料来源：东兴证券

图 10： 食醋消费者关注因素



资料来源：东兴证券

图 11： 调味品行业的营收增速（%）



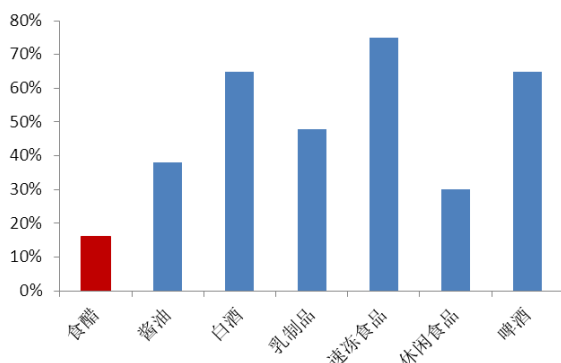
资料来源：国家统计局

3.2 品牌化引领下的行业整合

食醋行业的整合滞后于食品饮料其他子行业。像啤酒、速冻食品、白酒都实现了初步的整合，前五名的市场集中度超过 50%；而同处于调味品行业的酱油行业的整合也在进行，前五名的市场集中度将近 40%。对比食醋行业，前五名的集中度仅有 16%。

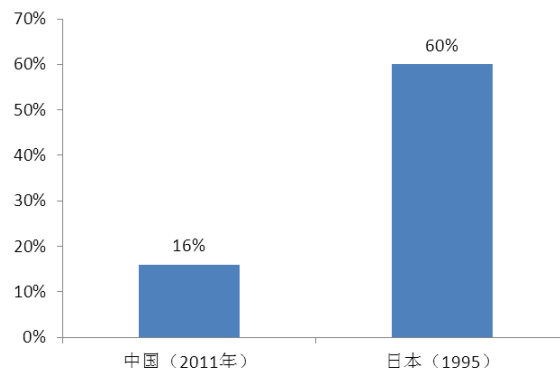
从市场条件看，消费已经进入快速升级通道，品牌认知度提升，这将在客观上迅速加速行业整合和集中。

图 12：食品饮料子行业集中度



资料来源：东兴证券

图 13：食醋行业集中度对比



资料来源：东兴证券

同食品饮料其他子行业的整合不同，我们认为食醋业的整合将沿着两条线进行。第一，“四大名醋”的崛起和品牌复兴；第二，综合调味品龙头，如海天、加加食品参与并购区域性的强势品牌。综合调味品龙头的优势在于渠道和管理，但是其工艺质量会影响其产品结构的提升。“四大名醋”中，我们认为恒顺醋业和水塔老陈醋的崛起更具有吸引力。

图 14：2011 年食醋龙头企业

序号	2011 年 单位名称	产量 (吨)
1	江苏恒顺醋业股份有限公司	180116
2	山西水塔老陈醋股份有限公司	152790
3	江苏苏美食品有限公司	75910
4	四川保宁醋有限公司	67138
5	天津市天立独流老醋股份有限公司	64000
6	佛山市海天调味食品股份有限公司	56572

资料来源：中国调味品协会

图 15：中国“四大名醋分布”



资料来源：东兴证券

4. 六维评价体系

细分行业空间：保健意识提升导致无盐调料的增速高于有盐调料，消费结构转换使酿造醋、品牌醋的消费将保持 20%以上增速；行业过于分散，集中度提升和强势品牌崛起为趋势

成长能力及抗风险能力：公司新任管理层上任，加大产品品牌的全国宣传和品牌复兴，区域拓展、销售渠道拓宽、产品品类延伸、产品结构提升将同步进行，我们预计其未

来三年营业收入复合增速将超过 25%，利润弹性更大，预计超过 40%。公司产品主要销往零售渠道，受宏观经济和餐饮消费不景气的影响较小。

盈利能力：产品结构提升、房地产业务剥离、规模经济和范围经济将提升公司的盈利能力，其毛利率将由目前的 40% 继续提升。

轻重资产模式：公司为典型的消费品“生产—消费”企业，中型的重资产模式。

产业链地位：公司处于下游调味品行业，消费者对价格的敏感度较低，公司品牌力和渠道力使其具备较强的产业链地位，议价能力较强。

管理层信息化、研发投入动力（激励 OR 定增事件催化）：公司去年实现管理层换届，新任管理层的动力较足；公司 5 月份公布非定向增发方案。

5. 业绩亮点及预测

公司 2013 年将拖累其主营业绩的房地产剥离，与房地产相关的负债降低 8 个多亿。优势品牌强势复兴，主营未来三年规划增长 25%。公司定增拟建 10 万吨高端调味品产能，为将来的产品提升打下产能基础。我们预测 2013-2015 年的营业收入分别为 11.1 亿元、13.3 亿元和 15.7 亿元，净利润分别为 0.68 亿元、1.04 亿元和 1.63 亿元，EPS 为 0.54 元、0.83 元和 1.29 元。

6. 解禁、业绩雷区风险

公司短期内无解禁压力。

业绩雷区：1、营销改革和拓展计划低于规划；2、品牌投入过大，若综合配套无法跟上，反而会拖累业绩。

利润表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	1,146.68	1,112.60	-2.97%	1,325.75	19.16%	1,569.53	18.39%
营业成本	762.10	717.81	-5.81%	826.11	15.09%	941.72	13.99%
营业费用	136.96	144.64	5.61%	185.61	28.32%	204.04	9.93%
管理费用	121.20	111.26	-8.20%	132.58	19.16%	172.65	30.23%
财务费用	137.68	62.43	-54.65%	61.42	-1.62%	61.01	-0.66%
营业利润	(66.36)	70.90	N/A	113.42	59.97%	182.27	60.71%
利润总额	(67.96)	80.90	N/A	123.42	52.56%	192.27	55.79%
所得税	(10.17)	12.54	N/A	18.51	47.64%	28.84	55.79%
净利润	(57.78)	68.36	N/A	104.90	53.46%	163.43	55.79%
归属母公司所有者的净利润	(37.06)	68.36	N/A	104.90	53.46%	163.43	55.79%
NOPLAT	60.64	112.66	85.80%	148.61	31.91%	206.79	39.15%
资产负债表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	597.91	556.30	-6.96%	795.45	42.99%	627.81	-21.07%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	63.50	42.68	-32.79%	54.48	27.67%	64.50	18.39%
预付款项	44.21	51.39	16.24%	59.65	16.08%	69.07	15.79%
存货	425.16	314.66	-25.99%	339.50	7.89%	309.61	-8.80%
流动资产合计	1,343.79	1,198.41	-10.82%	1,527.11	27.43%	1,400.06	-8.32%
非流动资产	1,386.16	936.04	-32.47%	997.78	6.60%	1,003.40	0.56%
资产总计	2,729.95	2,134.46	-21.81%	2,524.88	18.29%	2,403.46	-4.81%
短期借款	1,335.81	1,335.81	0.00%	1,334.81	-0.07%	1,333.81	-0.07%
应付帐款	132.87	108.16	-18.60%	124.48	15.09%	141.90	13.99%
预收款项	15.75	38.00	141.28%	64.52	69.77%	95.91	48.65%
流动负债合计	2,125.70	1,773.63	-16.56%	1,846.14	4.09%	1,932.62	4.68%
非流动负债	55.73	33.56	-39.79%	33.56	0.00%	33.56	0.00%
母公司股东权益	506.82	561.51	10.79%	645.43	14.95%	776.17	20.26%
净营运资本	(781.91)	(575.22)	N/A	(319.03)	N/A	(532.56)	N/A
投入资本 IC	890.51	1,396.81	56.85%	1,240.59	-11.18%	1,537.97	23.97%
现金流量表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	(57.78)	68.36	N/A	104.90	53.46%	163.43	55.79%
折旧摊销	49.13	0.00	N/A	82.38	N/A	96.38	17.00%
净营运资金增加	(479.18)	206.69	N/A	256.19	23.95%	(213.53)	N/A
经营活动产生现金流	177.95	15.16	-91.48%	230.66	1421.00%	365.70	58.55%
投资活动产生现金流	(8.25)	363.45	N/A	(100.00)	N/A	(100.00)	N/A
融资活动产生现金流	(296.71)	(142.17)	N/A	(83.40)	N/A	(94.69)	N/A
现金净增（减）	(127.02)	236.44	N/A	47.26	-80.01%	171.01	261.85%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士。进入资本市场 5 年。2008—2011 年在国内大型保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖汽车、机械、食品饮料、纺织服装、轻工制造等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。