

重整旗鼓 老字号聚变下的新世界

——恒顺醋业（600305）深度报告

2018 年 10 月 8 日

强烈推荐/首次

恒顺醋业

深度报告

报告摘要：

行业市场空间不断扩容，处于品牌化初期，提价空间大。2017 年中国食醋消费量较 2010 年增长 21.1%，我国人均食醋消费额还有 3 倍以上提升空间。未来食醋区域性特征减弱，品牌化力量加强，目前市场醋价低于酱油，而成熟日本市场的醋价高于酱油，具有很大提价空间，恒顺每 3 年提价一次。

持续聚集主业，财务指标全面向好。2014 年管理层换届后剥离房地产，聚焦调味品主业、加强研发投入、精简费用提高效率，公司周转率与负债率持续向好，扣非净利率持续提高，2018H1 调味品占比首超 90%，毛利率创新高。

产品是恒顺金字招牌，品质过硬、品类健全。工业机械+传统工艺+全程质量把控抓品质塑品牌，现“恒顺+北固山”双品牌运作。公司醋产品包括有香醋、白醋、黑醋、醋饮料、醋胶囊等，全品类覆盖。原材料方面，农户基地合作模式（镇江周边 3000 亩，江苏省近万亩）减小糯米价格变动幅度；生产力方面，不断募资扩产，目前 30 万吨食醋产能位居行业之首。

产品结构精简优化，渠道加速扩张。恒顺持续进行产品升级，精简产品，往中高端方向发展。公司未来计划将 101 个 SKU 精简到 60-70 种，培育核心大单品，2018 年公司醋品类下“A 陈”、“B 香”两款定位中档的过亿单品稳健增长。恒顺国内的渠道策略是做深做细成熟市场，做好成长市场，推广开发市场。恒顺近 60% 销售收入来源于华东地区，江苏最大，保守估计如果华东其他地区能做到江苏的 50%，在销售收入上可以有近 30% 的提升空间。

投资建议：食醋行业稳定增长，公司作为行业优质龙头企业兼具成长性和业绩稳定性，我们预计公司 2018 年-2020 年营收分别为 17.53 亿、20.03 亿和 23.12 亿，同比增长 13.74%、14.25%和 15.43%；净利分别为 2.87 亿、3.32 亿和 3.88 亿，同比增长 2.52%、15.75%和 16.86%，给予公司 35X 估值，首次覆盖给“强烈推荐”评级。

风险提示：市场拓展不达预期，原材料成本上升，食品安全等。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,447.27	1,541.58	1,753.38	2,003.24	2,312.30
增长率（%）	10.87%	6.52%	13.74%	14.25%	15.43%
净利润（百万元）	168.26	280.07	287.14	332.37	388.42
增长率（%）	-29.18%	66.45%	2.52%	15.75%	16.86%
净资产收益率（%）	10.84%	15.60%	13.02%	13.40%	13.86%
每股收益（元）	0.28	0.47	0.48	0.51	0.58
PE	40.50	24.57	24.03	22.26	19.88
PB	4.39	3.83	4.05	3.60	3.19

资料来源：Wind 东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：娄倩

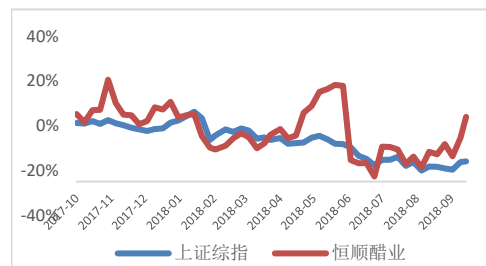
010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	8.25-14.10
总市值（亿元）	89.56
流通市值（亿元）	49.59
总股本/流通 A 股（万股）	78,355/78,355
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.73%

52 周股价走势图



资料来源：Wind 东兴证券研究所

目 录

1.2018 年公司业务持续聚集，财务指标全面向好	4
1.1 2018 上半年主营调味品占比首次超 90%，毛利率创新高	4
1.2 各项财务指标已提高，潜力巨大	5
1.2.1 费用率高以致净利率走弱，扣非净利率近 5 年持续提升	5
1.2.2 负债率高于同行，周转率低于同行，随公司规模不断扩大指标持续好转	5
2. 食醋市场空间不断扩容，品牌化程度低	6
2.1 餐饮消费增加，食醋行业市场空间不断扩容	6
2.2 食醋壁垒弱于酱油，大企业易于在此弯道超车	8
2.2.1 食醋市场格分散，区域特征明显	8
2.2.2 地方实力醋企谋求全国化，酱油企业内生外延抢份额	10
2.3 行业集中度逐渐提升，食醋产品不断细分化	10
3. 恒顺品牌先发优势强，结构升级拔高竞争优势	11
3.1 产品品质过硬是恒顺的金字招牌	11
3.2 业务持续专注聚焦显成效	12
3.3 产品品类健全，醋产能居首位	14
4. 产品结构优化，渠道加速扩张，恒顺无需“裂变”，只需“聚变”	16
4.1 精减 SKU，培育核心单品	16
4.2 稳固华东大本营，抢占全国推广先机	17
4.3 食醋价格尚有上涨空间	19
4.4 恒顺改革进行时，管理提升带来巨大改善空间	20
5. 盈利预测及风险提示	23

插图目录

图 1：酱醋调味品营收占比	4
图 2：酱醋调味品毛利率	4
图 3：酱醋调味品营收及增长率	4
图 4：恒顺归母净利及归母净利率	4
图 5：调味品行业费用率	5
图 6：恒顺扣非净利及扣非净利率	5
图 7：同行杠杆率比较	6
图 8：同行总资产周转率比较	6
图 9：食醋行业收入增长情况	6
图 10：食醋消费量	6
图 11：调味品和餐饮业收入增长对比	7
图 12：餐饮业收入变化情况	7
图 13：2017 年各醋品牌天猫交易量和交易均价	8

图 14: 主要调味品品牌力指数得分.....	10
图 15: 恒顺成为金砖会议指定调味品.....	11
图 16: 消费者吃醋的顾虑.....	11
图 17: 恒顺香醋酿造工艺.....	12
图 18: 恒顺醋业发展历程.....	13
图 19: 酱醋调味品营收占比.....	13
图 20: 酱醋调味品毛利率.....	13
图 21: 恒顺扣非净利及扣非净利率.....	13
图 22: 恒顺归母净利及归母净利率.....	13
图 23: 历年专利数量.....	14
图 24: 历年研发费用占比.....	14
图 25: 恒顺各产品历年收入情况.....	15
图 26: 恒顺醋业产品升级趋势.....	15
图 27: 恒顺醋业市场布局.....	17
图 28: 恒顺醋业各省销售收入占比.....	18
图 29: 恒顺醋业地区收入占比.....	18
图 30: 恒顺醋业前五大销售商销售明细.....	19
图 31: 调味品 CPI 和 CPI 变化情况.....	19
图 32: 恒顺醋业和海天味业股权占比情况.....	20
图 33: 各调味品公司高管收入情况.....	21
图 34: 行业内各公司人均创收对比.....	22
图 35: 行业内各公司人均薪酬对比.....	22
图 36: 恒顺醋业和海天味业职工构成.....	22

表格目录

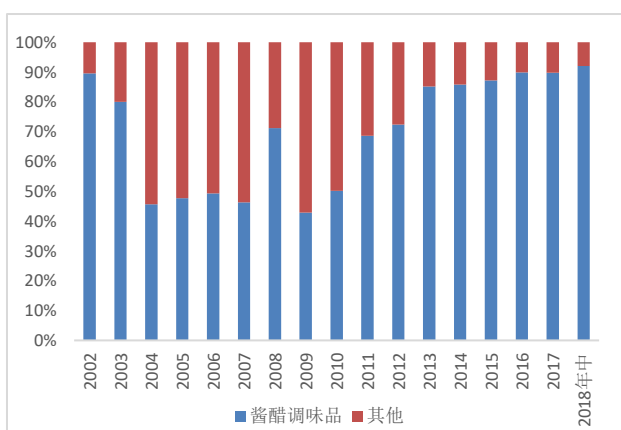
表 1: 外卖市场发展迅猛.....	8
表 2: 四大名醋.....	9
表 3: 主要食醋品牌和覆盖地区.....	9
表 4: 食醋产品功能细分化.....	11
表 6: 恒顺主要特色醋制品分类.....	16
表 7: 主要食醋品牌 SKU 数量统计.....	16
表 8: 恒顺产品提价历程.....	20
表 9: 每吨产品成本耗用.....	22
表 10: 公司业务拆分.....	23
表 11: 公司盈利预测表.....	25

1.2018 年公司业务持续聚集，财务指标全面向好

1.1 2018 上半年主营调味品占比首次超 90%，毛利率创新高

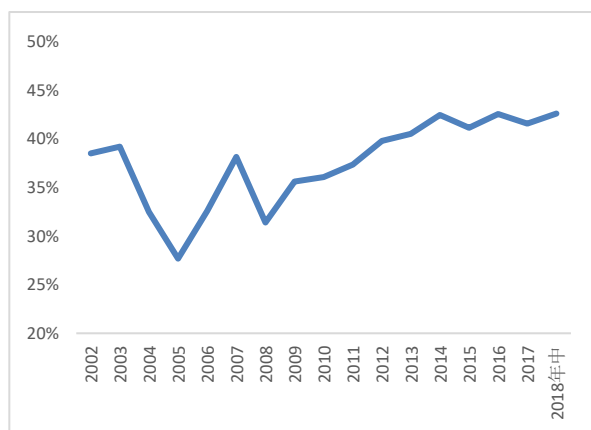
2018 上半年，恒顺实现营业总收入 8.05 亿元，其中酱醋调味品实现收入 7.41 亿元，占比 92%，同比增长 10.99%，酱醋调味品毛利率为 42.58%，创新高。主营占比的提升是由于公司业务持续聚集，不断剥离房地产等其他副业，加大主业的产销量，公司扩产计划有序落地，10 万吨高端醋生产线已投产，酱油沐阳一期工程已满产；毛利率的提升是提价及产品结构调整多种因素所致，2018 年公司醋品类下“A 陈”、“B 香”两款定位中档的过亿单品稳健增长，主推的新品“金优香醋”定位高端亦值得期待。

图 1：酱醋调味品营收占比



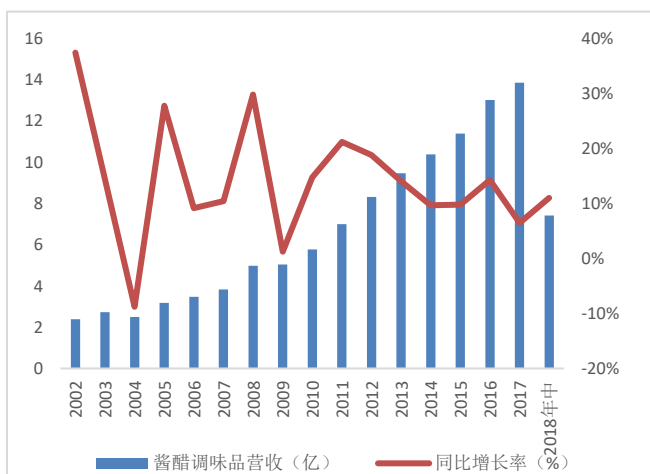
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 2：酱醋调味品毛利率



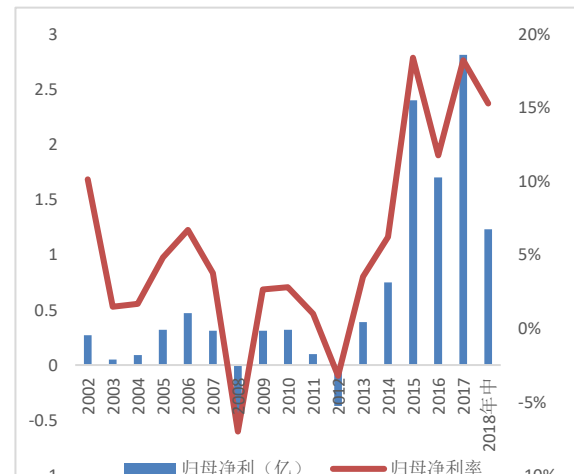
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 3：酱醋调味品营收及增长率



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 4：恒顺归母净利及归母净利率



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

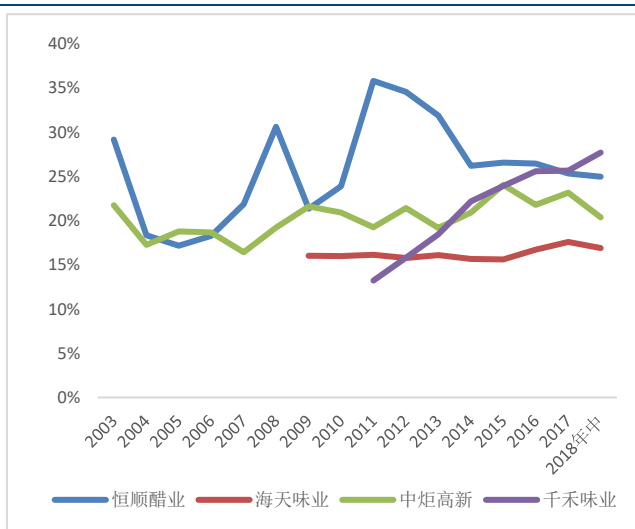
1.2 各项财务指标已提高, 潜力巨大

酱油与醋的销售渠道类同, 商业模式相似, 具有可比性。恒顺醋业是国内唯一主营醋业上市公司, 因此拿恒顺与酱油类上市公司海天、中炬、千禾的财务指标对比寻找差异。

1.2.1 费用率高以致净利率走弱, 扣非净利率近 5 年持续提升

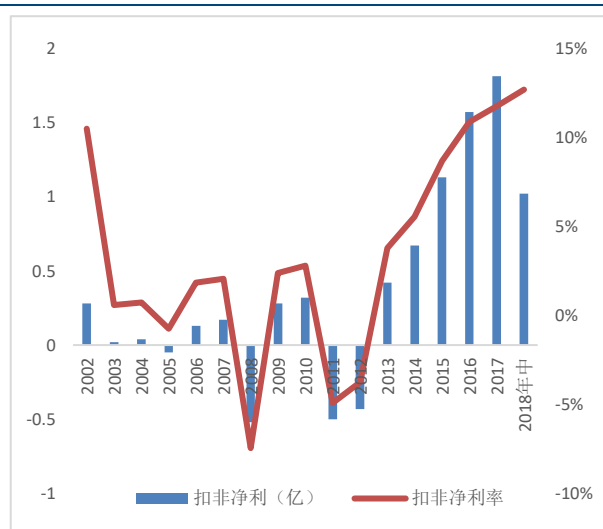
恒顺的费用率高于同行, 但近 5 年呈降低趋势。费用率高主要是由于销售费用及管理费用双高所致, 恒顺国企体制, 使其费用控制相对较弱; 随着公司的治理完善, 费用把控力逐渐增强, 扣非净利率持续提升。

图 5: 调味品行业费用率



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 6: 恒顺扣非净利及扣非净利率

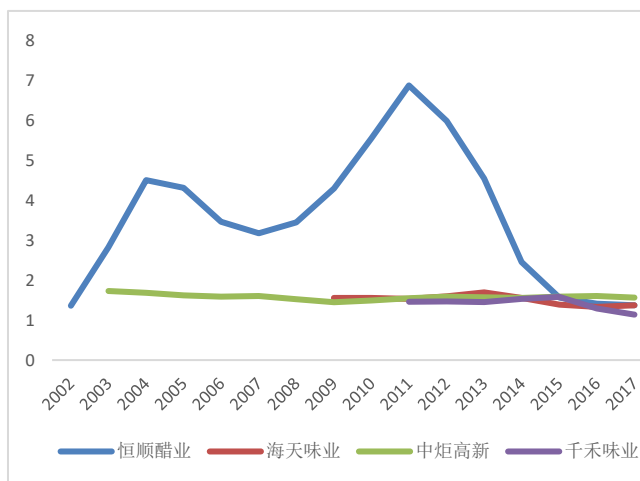


资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

1.2.2 负债率高于同行, 周转率低于同行, 随公司规模不断扩大指标持续好转

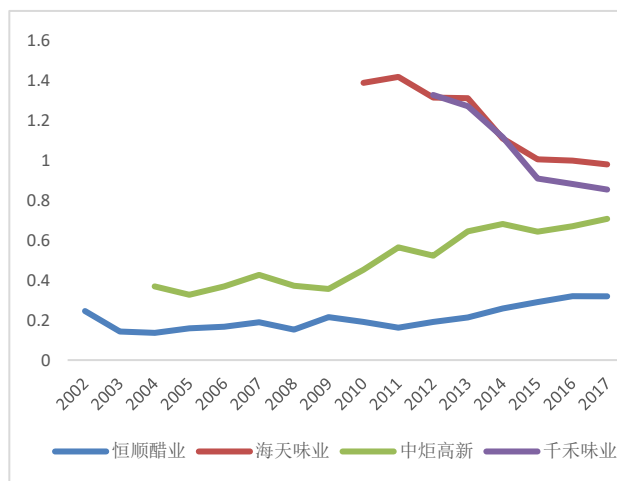
恒顺的杠杆率高于同行, 总资产周转率低于同行, 但就其本身而言, 此 2 项指标都在持续好转。杠杆率高于同行是由于负债过多所致, 公司项目持续扩建, 2001 年 IPO 募资 2.7 亿元, 2014 年中扣除发行费用实际募资 6.5 亿元, 此外的资金来源都为银行借贷与自有资金, 且公司之前有大部分房地产业务, 随经营能力持续提升及业务持续聚集, 杠杆率近 5 年持续减小; 资产周转率低于同行有非主营业务影响所致, 近 5 年也在持续提升。

图 7: 同行杠杆率比较



资料来源:公司公告 东兴证券研究所

图 8: 同行总资产周转率比较



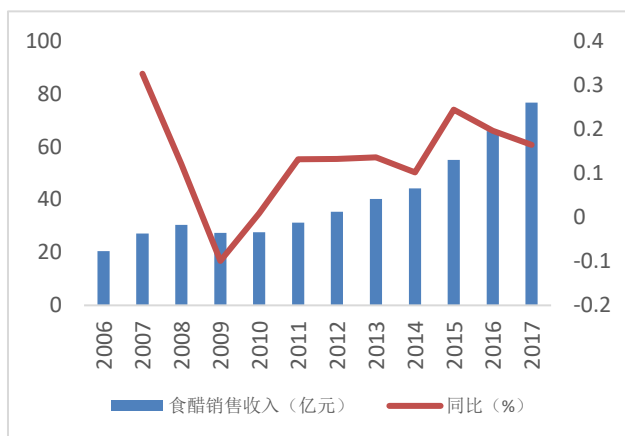
资料来源:公司公告 东兴证券研究所

2. 食醋市场空间不断扩容, 品牌化程度低

2.1 餐饮消费增加, 食醋行业市场空间不断扩容

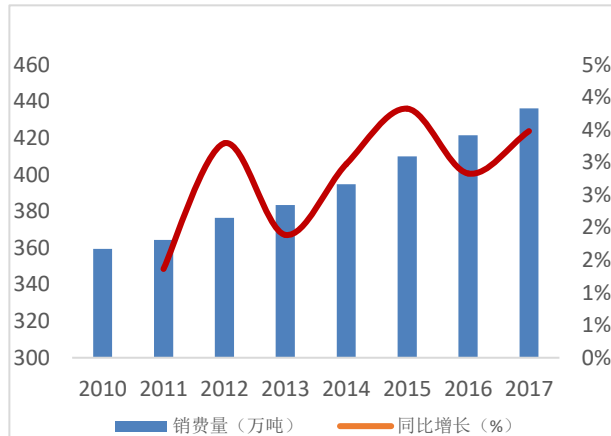
食醋行业收入及食醋消费量不断上升。2017 年中国食醋消费量达 436 万吨, 较 2010 年消费量增长 21.1%。从原因角度分析, 中国人的饮食和口味习惯对食醋是稳定的刚需, 体现在各主要菜系中对调味醋都有明确要求。而与日本相比, 我国人均食醋消费额还有 3 倍以上提升空间, 市场广阔。

图 9: 食醋行业收入增长情况



资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

图 10: 食醋消费量

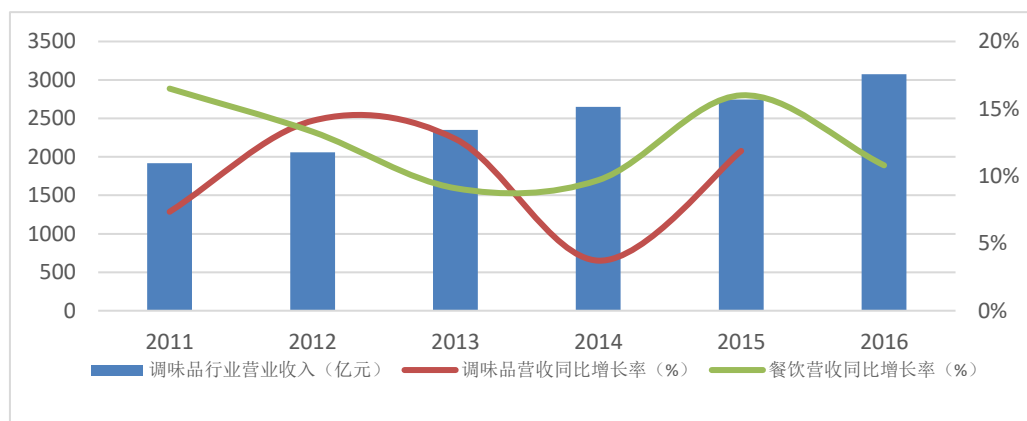


资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

调味品终端渠道餐饮占比最大 (45%), 餐饮消费增加将直接提升调味品用量, 而食醋属调味品行业的子品类, 常年来稳占调味品消费量的 15%-18%。一方面, 随着外

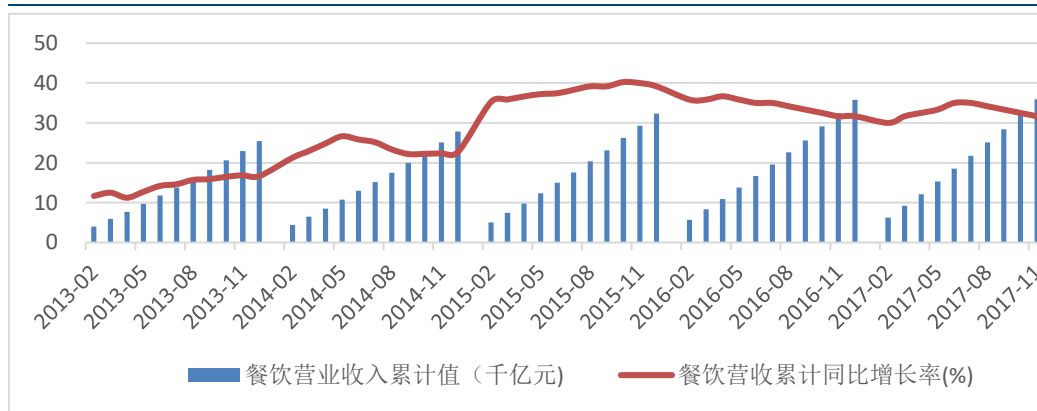
出就餐人群与外卖人数不断增长，消费频次不断增加；另一方面对于同样的烹饪，餐饮比家庭使用醋的用量及品类更多。

图 11：调味品和餐饮业收入增长对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 12：餐饮业收入变化情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 1：外卖市场发展迅猛

	外卖 O2O 市场规模（亿元）	外卖用户规模（万人）	外卖网民使用率（%）
2010	1.50		
2011	4.60		
2012	14.40		
2013	42.30		
2014	95.10		
2015	442.40	11,356.00	16.50
2016	715.80	20,856.00	28.50
2017		34,338.00	44.50

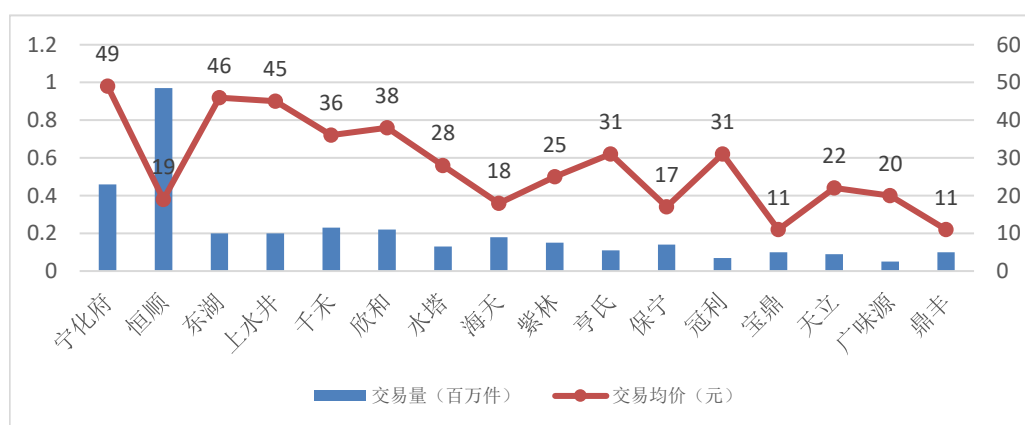
资料来源：国家统计局 东兴证券研究所

2.2 食醋壁垒弱于酱油，大企业易于在此弯道超车

2.2.1 食醋市场格局分散，区域特征明显

市场格局分散，集中度低，整合空间大。食醋技术大多沿袭传统酿造工艺和手工作坊式生产发展起来的，产品同质化严重，低成本、低门槛、小企业。食醋行业 6000 多家企业中，品牌企业产量仅占 30%，其他作坊式小企业占 70%；全国每年食醋总产量高达 400 万吨，但年均产量超过 10 万吨的企业仅恒顺、水塔、紫林三家，只有 7 家醋企产量达到了 5 万吨以上，恒顺醋业作为食醋行业产量之首仅占行业产量的 5%。

图 13：2017 年各醋品牌天猫交易量和交易均价



资料来源：天猫商城、东兴证券研究所

食醋行业内缺乏全国性品牌，多为区域性、作坊式企业。食醋的起源和不同地区对食醋口味的偏好使食醋行业区域性特征明显，而需求空间又因食醋品牌地域特征受局限，最终导致行业内无全国性食醋企业龙头。我国食醋起源于山西，而今发展为四大名醋：

山西老陈醋、镇江香醋、福建永春醋(又称“红曲老醋”), 闽中保宁醋。北方人喜陈醋, 其味酸爽厚重;江南人好香醋, 其味鲜香, 略带回甘;福建等东南地区偏爱永春醋, 口感偏甜, 酸味较薄;四川等西南地区喜食保宁醋, 酸味柔和, 色泽棕红。

表 2: 四大名醋

四大名醋	主要原料	特点	代表产品
山西老陈醋	优质高粱	色泽黑紫, 液体清亮, 酸香浓郁, 食之绵柔, 醇厚小涩。而且小发霉, 冬小强冻, 越放越香, 久放不腐。	
镇江香醋	优质糯米	“酸而小涩, 香而微甜、色浓味解”, 具有“色、香、味、醇、浓”五大特点, 以江南使用该醋为最多。	
保宁醋	麸皮、小麦、大米	色泽黑褐, 酸味浓厚。	
永春老醋	优质糯米、红曲、芝麻	色泽棕黑, 酸而小涩、酸中带甜, 具有一种令人愉快的香气。这种醋特色在于加入了芝麻进行调味调香。	

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

表 3: 主要食醋品牌和覆盖地区

地区	主要食醋品牌	辐射地区
山西	水塔、东湖、紫林	北京、河北、山西、河南、山东、东三省、内蒙、湖北、湖南、安徽、山西、江苏等
北京	龙门	北京、天津、河北等
江苏	恒顺、苏美	上海、江苏、浙江、安徽等
四川	保宁	四川、云南、贵州、重庆等
福建	永春	福建、浙江、广东、广西等
山东	玉兔、巧媳妇	山东、河南、安徽、河北、江苏、山西、天津、北京、内蒙、东三省等
陕西	岐山天缘、秦嫂子、社金祥	陕西、河北、甘肃、山西等

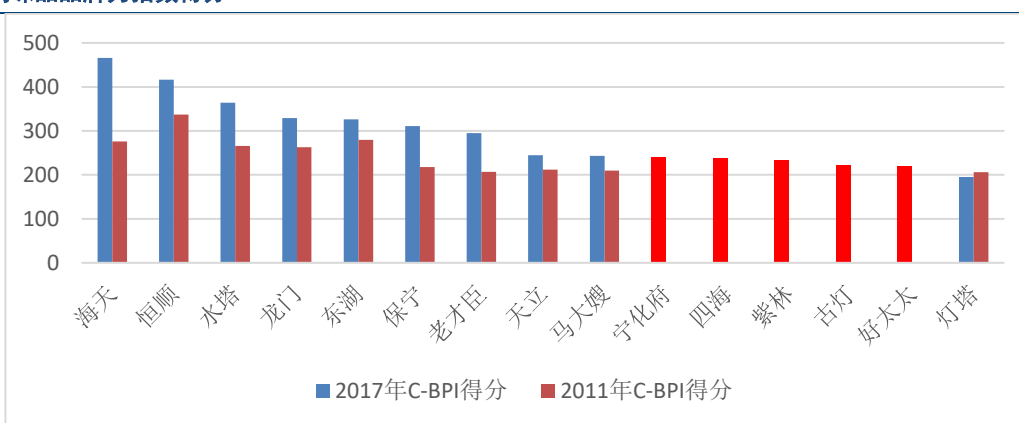
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

2.2.2 地方实力醋企谋求全国化，酱油企业内生外延抢份额

恒顺位居醋企龙头，但面临海天的强势进入。就醋企而言，恒顺、水塔、紫林位居全国前三，恒顺的全国化步伐最快，目前有 30 万吨的醋产能；酱醋同源，酱油企业也通过内生+外延进入食醋领域，海天高明自身有 7 万吨醋产能，2017 年收购镇江丹和醋业，扩建的江苏厂有 15 万吨的醋产能，完工后合计将达 22 万吨，而海天拥有完善的销售渠道，是恒顺强劲竞争对手。

食醋领域的竞争格局尚处于品牌化的初期阶段。根据中国品牌力指数排名，海天、恒顺、水塔连续 6 年夺得食醋领域品牌力指数的前三甲，其中海天凭借在调味品领域中的影响力，稳居品牌力榜首。此外，横向来看，食醋领域品牌力榜单中不断涌现新面孔，马大嫂、四海、古灯、好太太、灯塔等品牌纷纷亮相，区域性品牌间竞争较为激烈；纵向来看，上榜企业的品牌力指数均有增加，这佐证了顾客对食醋品牌的认知加深，打响品牌无疑是当前食醋领域做强的必经之路。

图 14：主要调味品品牌力指数得分



资料来源：Chnbrand、东兴证券研究所

2.3 行业集中度逐渐提升，食醋产品不断细分化

食醋行业虽目前集中度很低，但品牌企业市占率会持续提升，主要原因是：①品牌企业、规模企业在餐饮方面会获得增长，各品类在餐饮中逐步放量而获得市场占有率增长；②龙头公司收购小品类公司，或者将新品类渠道共享，带来更高增长，小公司缺乏核心单品，只能做邻近地区扩张；③环保力度加强、食品检验更加严格，小企业经营困难。

产品细分化体现在功能、包装、卖点及消费人群等各个维度。功能细分化是指烹调型、佐餐型、保健型、饮料型等产品；包装细分化指袋装产品销售走低，壶装、桶装、礼盒装产品增长明显；卖点细分化指零添加、有机等健康观念的传播；消费人群细分是指按年龄阶段、职业类型的营销及渠道布局。

表 4：食醋产品功能细化

类型	酸度	用途
烹调型	5%	味浓醇香，解腥去膻助鲜
佐餐型	4%	味较甜，适合凉拌菜、作蘸料
保健型	3%	保健
饮料型	2.5%	醋酸饮料

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

3. 恒顺品牌先发优势强，结构升级拔高竞争优势

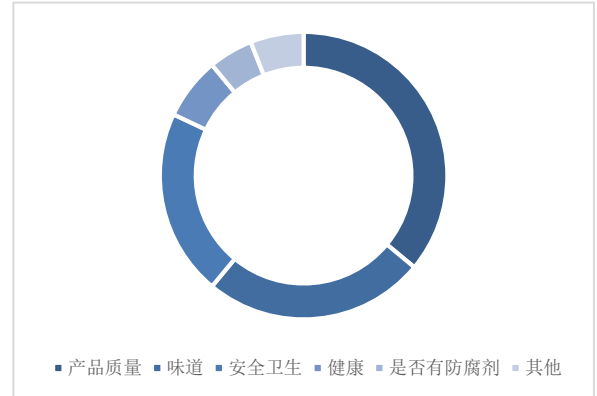
3.1 产品品质过硬是恒顺的金字招牌

恒顺是目前中国以食醋生产为主的企业中现代化程度最高的公司。我国食醋企业大多是沿袭传统酿造工艺和手工作坊式生产发展起来的，恒顺坚持独特酿造技艺，极早进行转型，形成了非物质传统工艺与现代化创新结合的技术优势，生产线自动化、智能化、信息化程度高达 90%，同时安装了全程监测系统，建立了一整套从农田到餐桌的管理体系，确保产品质量和全程可追溯。恒顺主要通过坚持传统工艺、严格质量管理和运用先进设备保证产品品质。在品牌方面，公司之前通过收购，有北固山、金山、恒丰等多种品牌，通过精减，目前是“恒顺+北固山”双品牌运作。

农户基地合作模式减小糯米价格变动幅度。恒顺醋以糯米为原材料，采用固态分层发酵技艺，历经制酒、制醅、淋醋三大工艺过程 40 多道工序精制而成，历时 70 多天精制而成，再经 3~6 个月储存期，再出厂，其中糯米占总成本 30%以上。恒顺采用“公司+基地+农户”的合作种植和定向采购模式，在镇江周边有 3000 亩香陈醋专用糯米种植基地，江苏省近万亩食醋专用粮种植基地，最近与 1688 采购平台建立战略合作协议。

图 15：恒顺成为金砖会议指定调味品


资料来源：公司网站 东兴证券研究所

图 16：消费者吃醋的顾虑


资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 17：恒顺香醋酿造工艺

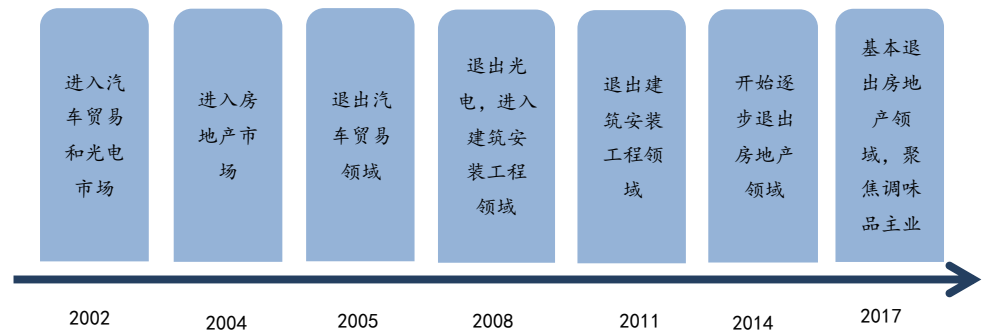


资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

3.2 业务持续专注聚焦显成效

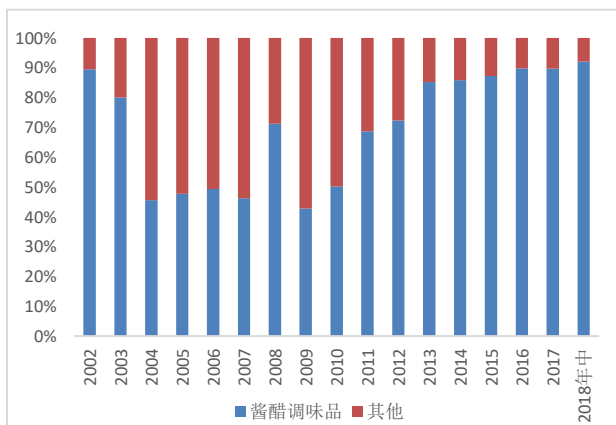
管理层换届集中力量发展调味品主业成效显著。2014年之前，恒顺谋求多元化发展，涉及有房地产、汽贸、LED、建筑安装工程等领域，2014年董事会完成换届，新管理层吸取了多元化发展的经验和教训，调整战略，首先转让了百盛商城的股权、剥离了房地产，全面整合企业内外部资源，加快推进由多元化发展向聚焦调味品主业发展的产业转型升级。2014年起，恒顺销售开始稳定增长，盈利能力也在提升。由于转让百盛商城股权获得投资收益，恒顺2015年净利润基数较高，因此2016年恒顺归母净利润1.7亿元，同比下滑28.89%。但扣非后归母净利润1.57亿元，同比增速达到38.17%。

图 18：恒顺醋业发展历程



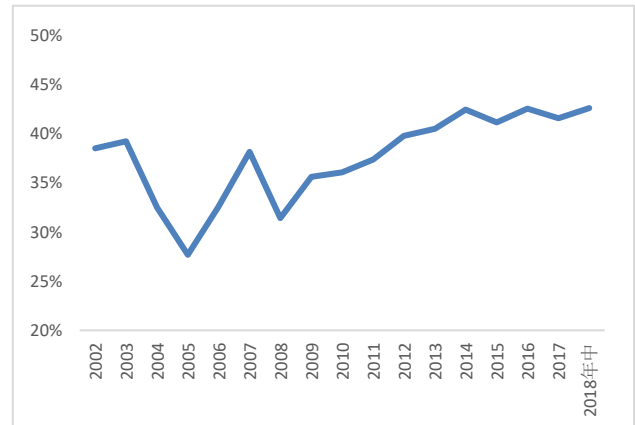
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

图 19：酱醋调味品营收占比



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

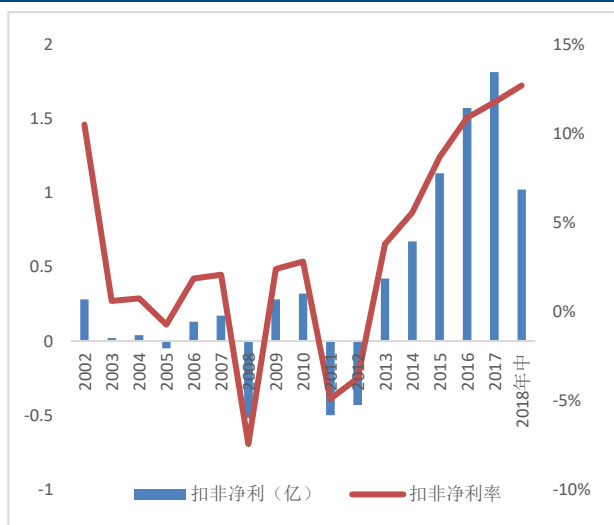
图 20：酱醋调味品毛利率



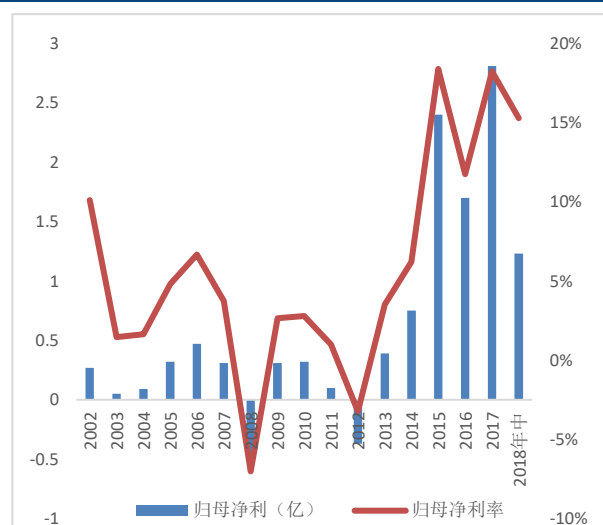
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 21：恒顺扣非净利及扣非净利率

图 22：恒顺归母净利及归母净利率



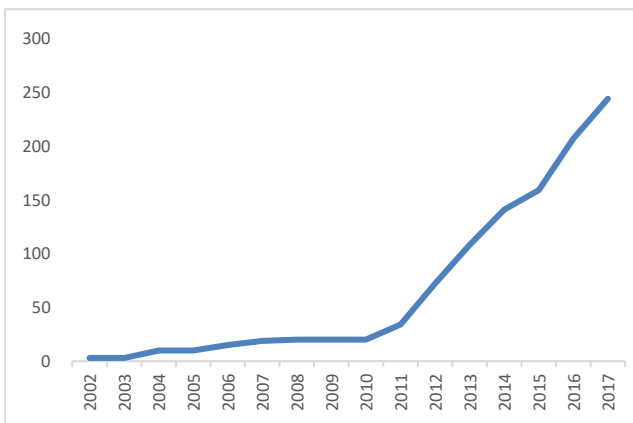
资料来源：公司公告 东兴证券研究所



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

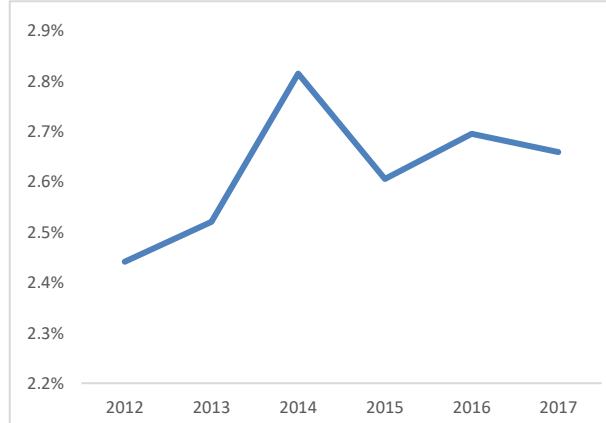
专利数量及研发费用绝对值逐年提升，研发更付成效。公司2002年的专利数量为3，到2017年已达244；2012年的研发费用为0.28亿，到2017年已达0.41亿，每年的研发用于研制新的产品种类，近两年来更注重公司研发实力的宣传及人才的培养，2016年参加国际食醋论坛，2017年通过恒顺商学院“雄鹰计划”引进人才。

图 23：历年专利数量



资料来源：国家知识产权局 东兴证券研究所

图 24：历年研发费用占比



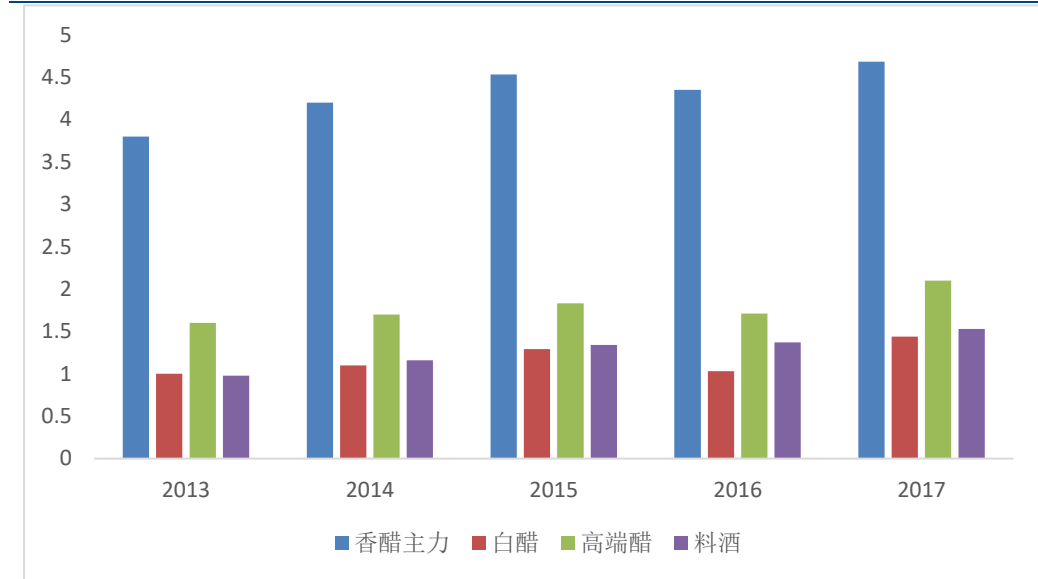
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

3.3 产品品类健全，醋产能居首位

恒顺在醋市场全覆盖，并持续进行产品的细分与中高端升级。公司醋产品包括有香醋、白醋、黑醋、醋饮料、醋胶囊等，全品类覆盖；产品细分表现在推出蟹醋、饺子醋、宴会醋等平价专用蘸醋及蜂蜜醋、苹果醋、香妃醋作为保健型饮品；中高端升级表现在针对品牌产品镇江香醋推出“三年陈”、“六年陈”系列高端产品，高端醋产品的毛利率高达50%。

公司通过募资建厂与收购不断扩大产能，目前 30 万吨食醋产能居行业之首。公司以销定产，不断扩产。2000 年 IPO 时募资 1.2 亿元进行香醋技改，新增产量 2 万吨；2006 年与新加坡 JHS 控股有限公司合资共投资 7500 万美元实施 20 万吨香醋及其衍生产品的扩能改造；2014 年募资的 3 亿用于 10 万吨高端醋的建设。行业内其他公司紫林目前食醋产能 17 万吨，海天江苏厂建成后将有 22 万吨食醋产能。

图 25: 恒顺各产品历年收入情况



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 26: 恒顺醋业产品升级趋势



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

表 5：恒顺主要特色醋制品分类

分类	品名	价格	规格
佐餐	镇江香醋三年陈	22	580
	镇江香醋六年陈	32	580
	恒顺蟹醋	12	500
	恒顺饺子醋	12	300
	恒顺六角宴会醋	20	10*12
饮品	恒顺蜂蜜醋	19.8	380
	恒顺苹果醋	19.8	380
	恒顺香妃醋	19.8	380
礼品	恒顺保健醋礼盒装	216	10*6*18
	恒顺宴会醋礼盒装	240	10*12*12

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

4. 产品结构优化，渠道加速扩张，恒顺无需“裂变”，只需“聚变”

4.1 精减 SKU，培育核心单品

恒顺正在积极推进对于产品种类和结构的调整，精简 SKU，培育核心单品。公司目前醋类拥有 101 个 SKU，同行的千禾食醋偏高端有 10 个 SKU，海天有 38 个醋类 SKU，公司计划将 SKU 数量精简到 60-70 种，尽量砍掉边际贡献小的 SKU；在缩减 SKU 的同时重点培育核心单品，走单品品牌扩张战略，力争在有色醋，高端醋，料酒，醋饮料等类别上通过产品创新和营销的布局孕育爆款单品，每个品类主推一个产品，2018 年公司醋品类下“A 陈”、“B 香”两款定位中档的过亿单品稳健增长。

表 6：主要食醋品牌 SKU 数量统计

品牌	分类	主要产品	SKU 数
恒顺	经典食醋	恒顺香醋、金优香醋、镇江香醋、恒顺陈醋、酿造白醋	28
	精酿食醋	宴会香醋、香醋王、镇江香醋、镇江陈醋	5
	臻品食醋	珍品醋、御宴醋、贡醋、年份醋、有机白醋、糯米香醋	10
	专用食醋	姜汁醋、饺子醋、凉拌醋、蟹醋	13
	风味食醋	蜂蜜醋、苹果醋、香妃醋、姜蒜香醋	5
	礼盒	六角宴会礼盒、国醋礼盒、合家欢礼盒	26
北固山	经典食醋	镇江香醋、陈醋、白醋	10

千禾	精酿食醋	宴会醋、镇江香醋	2
	专用食醋	姜汁醋	1
	礼盒	宴会香醋礼盒	1
	有机食醋	天元有机窖醋、有机醋、有机糯米白醋	3
	窖醋	酱醋 10 年、窖醋 6 年、窖醋 5 年、窖醋 3 年	4
海天	白醋	柠檬茶、9 度糯米白醋、糯米白醋	3
	米醋系列	金标米醋、大红浙醋、黑米醋、白米醋	11
	白醋系列	白醋、酿造白醋	6
	老字号系列	原酿造纯酿米醋	1
	香醋系列	香醋、宴会香醋、姜蒜香醋	4
	特色系列	添丁甜醋	4
	陈醋系列	陈醋、老陈醋、陈酿醋	8
	果醋系列	苹果醋	4

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

4.2 稳固华东大本营，抢占全国推广先机

恒顺国内的渠道策略是做深做细成熟市场，做好成长市场，推广开发市场。恒顺目前在国内有 30 多个办事处,1300 多家经销商, 60 多万个终端销售网点。恒顺近 60% 销售收入来源于成熟市场华东地区，江苏最大，在与江苏食醋习惯相似省份，如安徽、上海、浙江的销量与省内还有较大差距，这些省份的有巨大的提升空间，保守估计如果能将品牌推广到江苏省内一半的水平，在销售收入上可以有近 30% 的提升空间，而如果能将品牌推广到江苏省内一样的水平，则可以有一倍的增长空间。而恒顺在人口大省河南的销售额仅几千万，恒顺由原有在河南一家独大的市场份额逐步被山西陈醋企业抢占，从而失去具有最大消费潜力的省份之一。对西北、东北惯于食陈醋地区而言，恒顺的镇江香醋尚未打破口味习惯所带来的地区局限，早在 2002 年已收购一家山西老陈醋企业，成立了山西恒顺老陈醋有限公司，虽然规模较小，但恒顺可借势此次全国品牌推广机遇，站脚北方市场。我们认为恒顺在原有市场如河南等省具备良好市场基础，对于市场份额被山西陈醋等几家品牌企业抢占更是说明消费者对于醋的口味不是一成不变的，未来重新占领华东以外尤其北方市场值得期待。

图 27：恒顺醋业市场布局

成熟市场——华东地区

- 做细做深
- 推广创新产品和高端产品

成长市场——江西、河南、湖北等

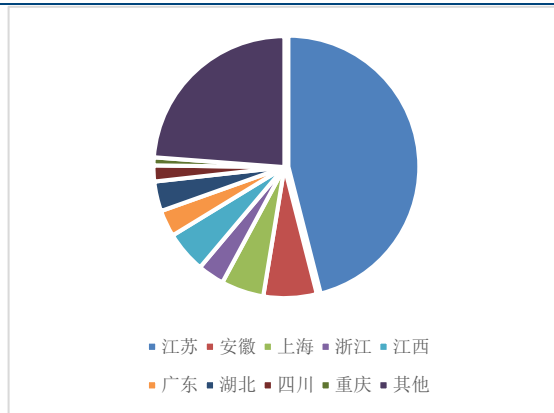
- 渠道向基层渗透
- 推广核心主导产品

开发市场--其他地区

- 现有主导产品渠道推广

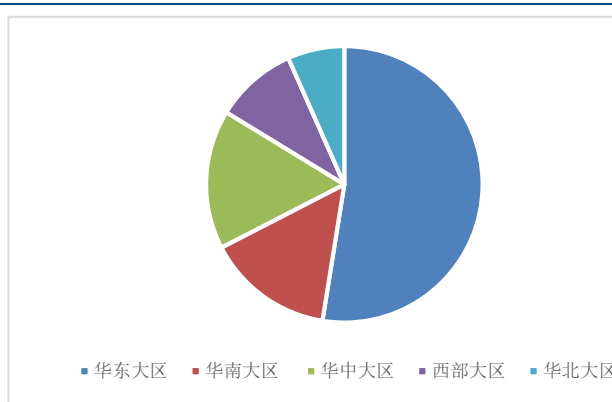
资料来源：公司调研 东兴证券研究所

图 28：恒顺醋业各省销售收入占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 29：恒顺醋业地区收入占比



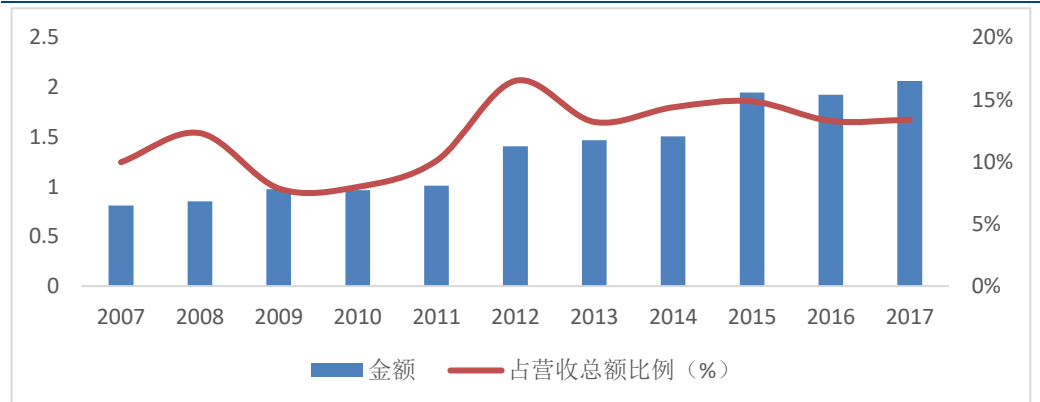
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

多维度创新拓展销售渠道。2017 年 9 月 1 日，恒顺和阿里巴巴零售通在杭州正式签署战略合作协议。依托阿里巴巴零售通的渠道和技术优势，建立数据化的管理系统，提升恒顺在线下零售小店的市场份额。同时，恒顺还与京东新通路、美菜网展开合作，为打造恒顺“优质产品到后厨”最短供应链开辟新起点。

不断加强与经销商的战略合作关系。公司销售实行先款后货，以“保证金”制度加大市场价格体系管控，使经销商在规定区域内深耕各自市场。恒顺目前也在考虑转变经销商机制，未来可能会选择一两个品类产品将经销商引入战略合作伙伴关系，此举不仅将二者局限于买卖关系，实质对双方利益进行绑定，利于长久合作共赢。公司近十年前五经销商销售收入始终保持缓慢稳增态势，说明恒顺在经销商关系维护方面政策

较宽松、稳健。我们认为，恒顺维护经销商举措，短期内恒顺利润可能会被摊薄，但着眼长期双方良好利益关系，对恒顺维护产品价格体系、确保经销商服务质量及未来恒顺细化下沉的贯彻执行力度都有正向影响。

图 30：恒顺醋业前五大销售商销售明细



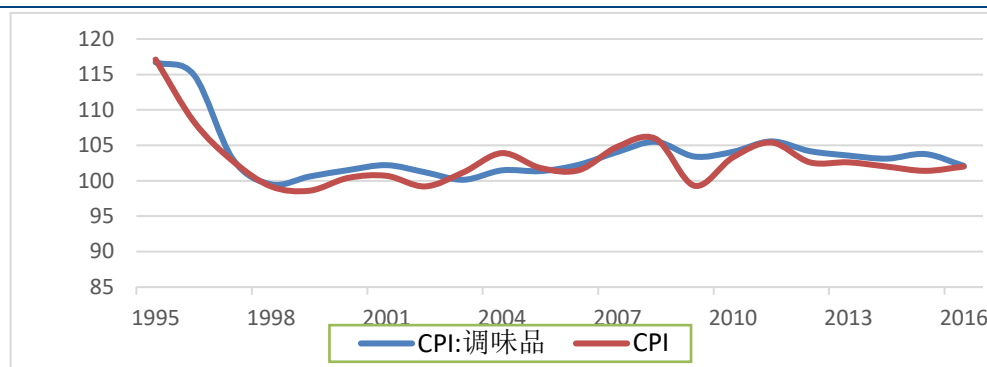
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

海外市场销往 60 个国家地区，供应中国驻外 160 个国家使（领）馆，2017 年全年，已经向澳大利亚、新加坡、德国、法国、荷兰、日本、美和香港、澳门等国家和地区出口镇江香醋 3200 多吨。

4.3 食醋价格尚有上涨空间

食醋消费弹性低，提价空间足。醋在家庭中的使用用量相对咸鲜味调味品来说只有不到 30%，但是不可或缺，具有使用周期较长、频率较低、单次使用成本较低的特点；且对标日本，醋单价高于酱油，而目前国内食醋售价远低酱油，再受制于成本压力，并且随着行业集中度的提升，预期未来在通胀基础上将会有个平稳提价的趋势。从市场表现来看，各品牌主打产品都在向十元靠拢，食醋已经开始进入十元时代，同时伴随消费升级和产品差异化的趋势，各品牌产品也同时在向高端推进，主打健康、原酿、陈年等特点，定价介于 20 到 50 元之间的高端醋也逐渐被市场所接受。

图 31：调味品 CPI 和 CPI 变化情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

恒顺每隔3年会进行一次产品提价，但受制于市占率仍较低，行业带动效果稍弱。恒顺2004、2006、2010、2013、2016均对产品进行了适度提价，但市场消化需要时间，公司提价后一年的销量会受影响，且相比于酱油行业，龙头海天率先提价，其他企业相继跟随的现象，醋行业恒顺提价的跟随效应不明显。随着公司市占率的逐步提升，量价齐增将不断显现。

表 7：恒顺产品提价历程

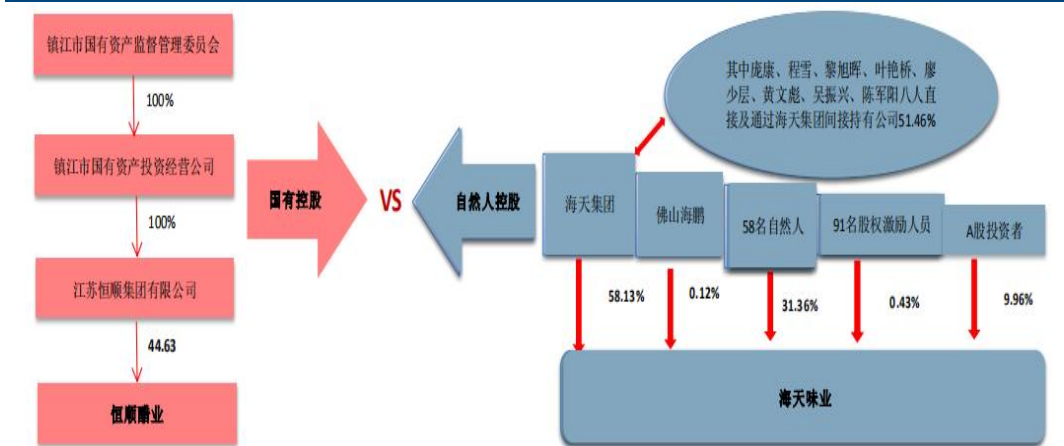
时间	提价内容
2004.6	主导产品全面改用全新包装、实行全新价格，提高幅度平均在 10%~15%
2006.7	对部分低价位产品进行了提价,提价幅度在 15-25%，下半年每个月对 1-2 个品种进行提价,在此基础上,在 12 月份又对占销售收入比例 8%左右的高档礼盒香醋提价 15%
2010.11	高档提 10%，中低档提 5%
2013	--
2016.7	提价产品为主营经典醋系列，19 个单品，平均幅度 9%，此部分产品 2015 年销售额约 5 亿元，对约占公司产量比重 15%的低价位产品,在包装适当改善的基础上上调出厂价格,上调幅度约为 15%-25%

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

4.4 恒顺改革进行时，管理提升带来巨大改善空间

恒顺股权被镇江国资委掌控，体制机制及战略决策方而与民企相比欠缺灵活，激励机制尚不完善，并且未设员工持股计划，虽然设有基金激励但相比之下效果较弱。

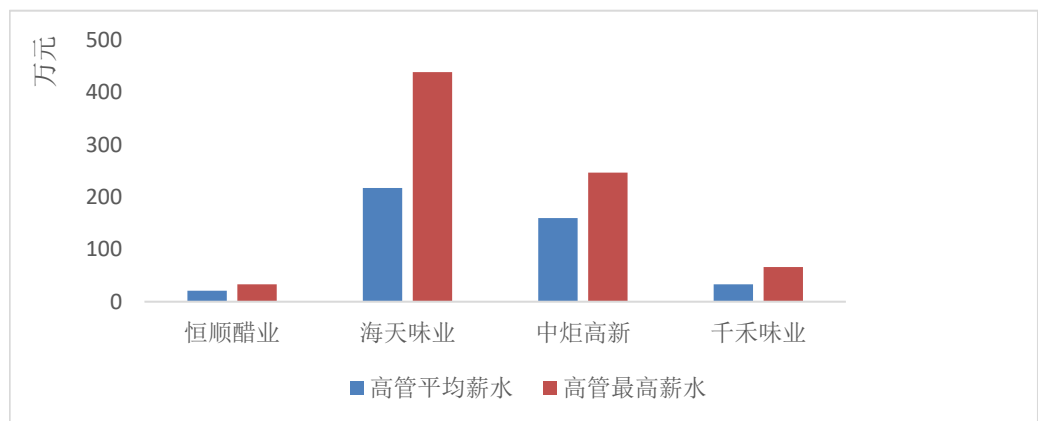
图 32：恒顺醋业和海天味业股权占比情况



资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

高管薪资激励尚有提升空间。相较于调味品行业内的其他公司，恒顺在高管薪资方面依然守旧，对于高管的薪资远低于行业平均水平，管理层持股比例也相当低，未超过总股数的 0.5%。参考完成国企改革的企业，在未来企业混改的过程中，对于高管的激励将大大加强公司的活力，同时激励政策还将需要覆盖到整个公司，无论在产品研发，技术创新，销售开拓等方向都有极大的提升空间。

图 33：各调味品公司高管收入情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

生产成本控制不足。从对生产成本的拆分来看，恒顺在每吨产品的人工耗费和制造费用上高于其他食醋制造企业和调味品行业龙头，差距在一倍左右，说明恒顺在生产费用控制上还有很大的提升空间，如果能通过成本管控弥补这部分不足，可以使得恒顺在产品成本上有 12%到 20%的缩减。

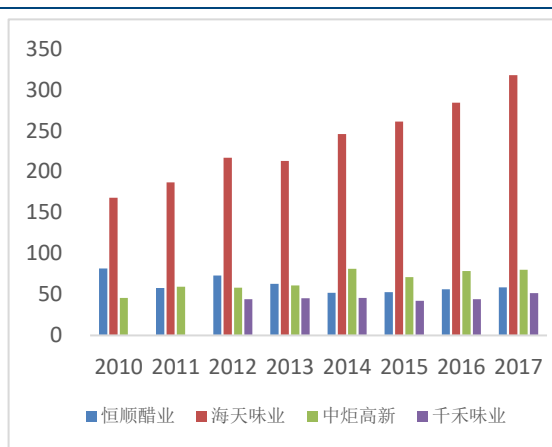
表 8：每吨产品成本耗用

	海天	恒顺	千禾	紫林
原材料				
包装物	812	3072	1284	1402
生产原料	1408			
人工	200	373	182	82
制造费用	380	745	321	369
总成本	2800	4200	1795	1853
主要原料	大豆：1287	糯米：1373		

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

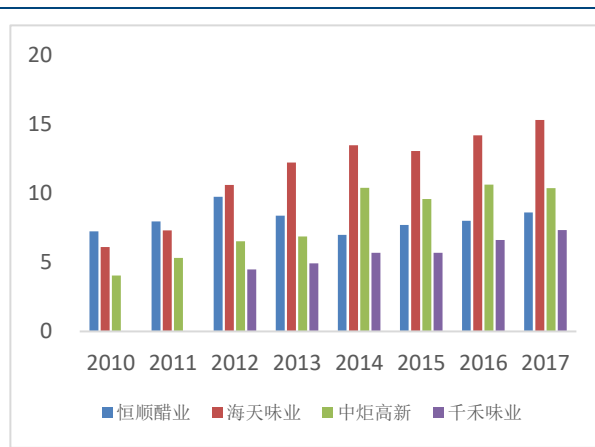
生产效率尚需提高。恒顺的人均创收与人均薪酬均弱于海天，薪酬与效率尚具很大提升空间，恒顺在削减 SKU 的大趋势下人员结构会有相应的调整，销售人员占比的扩大及生产人员效率的提高有助于公司销售的增长。

图 34：行业内各公司人均创收对比



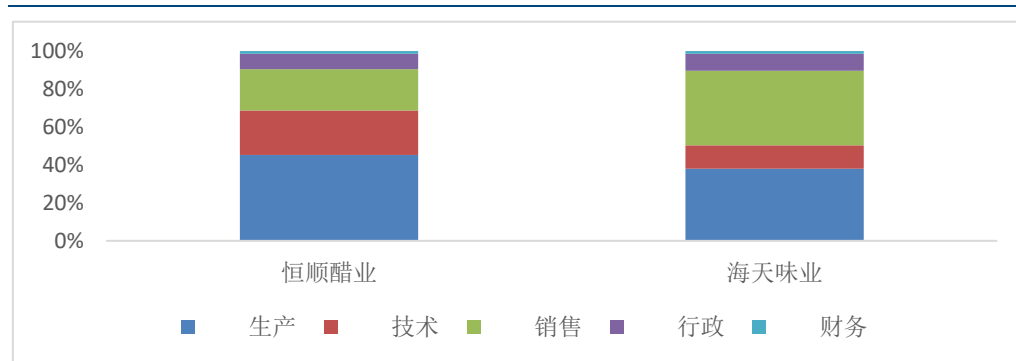
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 35：行业内各公司人均薪酬对比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 36：恒顺醋业和海天味业职工构成



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

5.盈利预测及风险提示

食醋行业稳定增长，公司作为行业优质龙头企业兼具成长性和业绩稳定性，我们预计公司 2018 年-2020 年营收分别为 17.53 亿、20.03 亿和 23.12 亿，同比增长 13.74%、14.25%和 15.43%；净利分别为 2.87 亿、3.32 亿和 3.88 亿，同比增长 2.52%、15.75%和 16.86%，给予公司 35X 估值，首次覆盖给“强烈推荐”评级。

表 9：公司业务拆分

		2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总体	营收	111,097	120,758	130,543	144,727	154,158	175,338	200,324	231,230
	同比		8.70%	8.10%	10.87%	6.52%	13.74%	14.25%	15.43%
	毛利率	38.53%	39.69%	39.72%	41.25%	40.56%	40.96%	41.09%	41.34%
	增减		1.16%	0.03%	1.52%	-0.69%	0.41%	0.13%	0.25%
酱醋调味品	营收	94,648	103,666	113,824	122,983	138,393	151,486	171,225	197,766
	同比		9.53%	9.80%	8.05%	12.53%	9.46%	13.03%	15.50%
	占比	85.19%	85.85%	87.19%	84.98%	89.77%	86.40%	85.47%	85.53%
	毛利率	40.50%	42.37%	41.17%	39.28%	41.51%	41.75%	42.13%	42.75%
	增减		1.88%	-1.20%	-1.89%	2.23%	0.23%	0.38%	0.63%
醋	营收	84,120	91,100	97,600	101,290	103,347	113,682	128,461	149,015
	同比		8.30%	7.14%	3.78%	2.03%	10.00%	13.00%	16.00%
	占比	75.72%	75.44%	74.76%	69.99%	67.04%	64.84%	64.13%	64.44%
	毛利率	38.53%	39.69%	39.72%	41.25%	42.01%	42.14%	42.50%	43.00%
	增减		1.16%	0.03%	1.52%	0.76%	0.13%	0.36%	0.50%
料酒	营收	9,800	11,554	13,400	13,700	15,260	16,633	18,629	21,237
	同比		17.90%	15.97%	2.24%	11.39%	9.00%	12.00%	14.00%
	占比	8.82%	9.57%	10.26%	9.47%	9.90%	9.49%	9.30%	9.18%
	毛利率	38.53%	39.69%	39.72%	41.25%	39.50%	40.00%	41.00%	42.00%
	增减		1.16%	0.03%	1.52%	-1.75%	0.50%	1.00%	1.00%
其他酱醋调味品	营收	727.74	1,011.18	2,823.54	7,992.50	19,786	21,171	24,135	27,514
	同比		38.95%	179.23%	183.07%	147.55%	7.00%	14.00%	14.00%
	占比	0.77%	0.98%	2.48%	6.50%	14.30%	13.98%	14.10%	13.91%
	毛利率	40.50%	42.37%	41.17%	39.28%	41.51%	41.00%	41.00%	42.00%
	增减		1.88%	-1.20%	-1.89%	2.23%	-0.51%	0.00%	1.00%

其他业务	营收	16,450	17,092.39	16,719.28	12,183.26	35,600	23,852	29,099	33,464
	同比		3.91%	-2.18%	-27.13%	192.20%	-33.00%	22.00%	15.00%
	占比	14.81%	14.15%	12.81%	8.42%	23.09%	13.60%	14.53%	14.47%
	毛利率	27.20%	23.42%	29.88%	19.13%	36.80%	36.00%	35.00%	33.00%
	增减		-3.78%	6.46%	-10.75%	17.66%	-0.80%	-1.00%	-2.00%

资料来源：东兴证券研究所整理

风险提示：市场拓展不达预期，原材料成本上升，食品安全等。

特别鸣谢

闫世霖：东兴食品饮料团队实习生，中国财政科学研究院会计学硕士在读

表 10：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	634	991	1562	2271	2821	营业收入	1447	1542	1753	2003	2312
货币资金	150	136	621	1264	1716	营业成本	850	916	1035	1180	1356
应收账款	102	133	120	137	158	营业税金及附加	25	26	25	27	29
其他应收款	16	15	17	19	22	营业费用	221	234	263	290	328
预付款项	20	14	21	18	17	管理费用	155	148	158	174	194
存货	310	305	383	420	479	财务费用	6	8	7	8	8
其他流动资产	37	388	399	411	427	资产减值损失	1.08	3.90	1.08	1.08	1.08
非流动资产合计	1630	1578	1476	1378	1279	公允价值变动收益	1.17	44.51	0.69	0.70	0.80
长期股权投资	48	49	48	48	48	投资净收益	-0.89	11.22	110.00	110.00	110.00
固定资产	854.45	920.14	819.68	718.01	615.74	营业利润	188	329	375	433	507
无形资产	189	95	95	104	115	营业外收入	20.98	7.59	13.52	14.03	15.00
其他非流动资产	52	10	43	48	53	营业外支出	2.75	4.58	5.26	4.19	4.00
资产总计	2264	2569	3038	3649	4100	利润总额	207	333	383	443	518
流动负债合计	524	569	628	730	861	所得税	38	52	96	111	129
短期借款	61	84	107	84	92	净利润	168	280	287	332	388
应付账款	157	168	194	242	279	少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-1
预收款项	33	43	62	132	220	归属母公司净利润	170	281	289	334	390
一年内到期的非流动	5	6	5	5	5	EBITDA	6564	8065	502	562	636
非流动负债合计	84	123	116	353	355	EPS（元）	0.28	0.47	0.48	0.51	0.58
长期借款	25	53	71	86	106	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	608	691	745	1083	1216	成长能力					
少数股东权益	85	78	76	74	73	营业收入增长	10.87%	6.52%	13.74%	14.25%	15.43%
实收资本（或股本）	603	603	784	784	784	营业利润增长	-32.32%	74.92%	13.69%	15.68%	16.98%
资本公积	471	470	470	470	470	归属于母公司净利润	2.82%	15.62%	2.82%	15.62%	16.72%
未分配利润	411	621	756	913	1097	获利能力					
归属母公司股东权益	1571	1800	2218	2492	2811	毛利率(%)	41.25%	40.56%	40.96%	41.09%	41.34%
负债和所有者权益	2264	2569	3038	3649	4100	净利率(%)	11.63%	18.17%	16.38%	16.59%	16.80%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润（%）		7.53%	10.93%	9.51%	9.15%
						ROE(%)	10.84%	15.60%	13.02%	13.40%	13.86%
经营活动现金流	314	311	300	337	371	偿债能力					
净利润	168	280	287	332	388	资产负债率(%)	27%	27%	25%	30%	、
折旧摊销	119.00	120.00	121.00	121.16	121.76	流动比率			2.49		3.28
财务费用	6	8	7	8	8	速动比率			1.88		2.72
应付帐款的变化	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.64	0.63	0.60	0.60
投资活动现金流	-223	-291	-300	-330	-310	应收账款周转率	15	13	14	16	16
公允价值变动收益	1	45	1	1	1	应付账款周转率	9.13	9.49	9.69	9.17	8.87
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	-1	11	11	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.47	0.48	0.51	0.58
筹资活动现金流	-188	-34	-52	-62	-162	每股净现金流(最新	-0.16	-0.02	0.51	0.74	0.49
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.61	2.99	2.83	3.18	3.59
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	301	0	181	0	0	P/E	40.50	24.57	24.03	22.26	19.88
资本公积增加	-301	-1	0	0	0	P/B	4.39	3.83	4.05	3.60	3.19
现金净增加额	-97	-14	-52	-55	-101	EV/EBITDA	1.04	0.86	17.01	14.02	11.72

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。