



食醋龙头企业，向全品类全国化进军

2018.12.31

王亮 (分析师)	王永健 (研究助理)	卢周伟 (研究助理)
电话:	020-37392941	020-37392937
邮箱:	wangle_a@gzgzs.com.cn	wang.yongjian@gzgzs.com.cn
执业编号:	A1310514080002	A1310117080002

● 食醋大市场小企业，行业整合在路上：

食醋在烹饪中软化食物、提鲜去腥等独特功用，以及其中含有有机酸、蛋白质和矿物质等营养物质使得其在调味中不断被消费者喜爱和认可，并开发了其在佐餐、保健、饮料等更多领域的用途。食醋目前市场规模超过 80 亿，我们认为未来食醋市场规模增长主要受益于：1) 人均消费量提升，我国人均食醋消费量不足美、日的一半，醋饮料是人均消费量提升的重要途径；2) 食醋消费结构内部升级，功能性食醋挖掘更多消费者需求；3) 配制食醋退出食醋领域，留出空白市场。

由于酿造和饮食的差异，我国形成了四大名醋并行发展的行业格局，缺乏全国化的大产品和全国性企业，行业格局分散，仅有 9% 的企业产能超过 10 万吨，行业龙头恒顺市占率仅占 10% 左右。行业稳健增长的背景下两极分化严重，大企业携资金、品牌、渠道等优势市占率不断提升，小企业生存难度不断加大，行业整合、集中度提升是大势所趋。

● 恒顺香醋传承者，扎根食醋做全国龙头

公司是最大的恒顺香醋生产商，将传统工艺技术与现代科技相结合，践行和传承恒顺香醋生产工艺。1) 产品端开发了七个系列几十种产品，SKU 超过百种，未来计划以培育大单品为核心，将 SKU 精简到 60-70 种，进行资源集中投放，发挥更大的效用；并积极布局高端品，通过产品扩张率先卡位布局，高端品收入已超过 2 亿，占醋类销售的 21.26%。2) 品牌端着力将恒顺打造为全国知名的食醋品牌，选择高铁作为品牌宣传推广的重要窗口，年影响 15 亿人次，并通过冠名综艺和插播广告持续强化品牌价值，恒顺已成为品牌价值最高的食醋品牌。3) 渠道端扎根华北，以“春耕造林”等方式开展深度分销和渠道下沉，累计打造 2 万家标准化农贸终端店，并进行了电商、特通、新零售等 B2B 和 B2C 渠道探索，17 年零售、特通和电商等渠道均实现两位数增长，通过营销中心下设的 30 个办事处覆盖各地区 60 万个经销网点。

● 料酒提供新动能，单品类向多品类换挡

公司目前处于单品类增长的后期阶段，除保证食醋稳定增长外寻求第二、第三大品类发展机会，其中料酒已经发展成为明星产品，17 年料酒收入超过 1.5 亿，并且新建了 10 万吨的料酒产能，看好公司在这轮料酒市场规模扩张的背景下借助品牌和渠道优势占领市场，迅速成为料酒行业的领军品牌。公司已经形成了覆盖食醋、料酒、酱油、麻油、酱菜、黄酒、沙司等十二个品类的调味品矩阵，为未来“大调味品”业务提前布局，增强业绩增长潜力。

● 盈利预测与估值：

我们预计公司 2018-2020 年实现的归母净利润分别为 2.9 亿、3.4 亿和 4.2 亿；对应的 EPS 分别为 0.37、0.43 和 0.53，当前股价（10.4 元）对应 28.2 倍、24.1 倍和 19.6 倍的估值。看好公司受益于食醋行业整合和自身全品类、全国化布局初见成效，给予公司 2019 年 28 倍的 PE，对应目标价为 12.19 元/股，对应当前股价依然有 17.2% 的空间，给予“强烈推荐”评级。

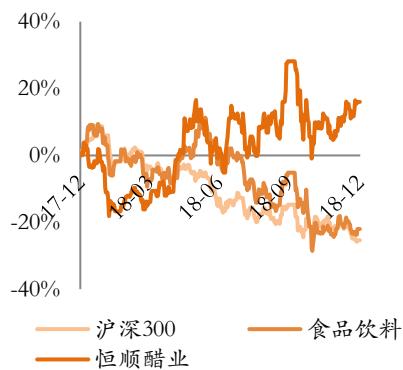
● 风险提示：产能建设不达预期，市场竞争加剧，原材料价格上涨风险。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1541.58	1741.99	1963.22	2208.62
同比(%)	6.52%	13.00%	12.70%	12.50%
归属母公司净利润	280.90	289.54	338.89	415.61
同比(%)	64.84%	3.08%	17.04%	22.64%
每股收益(元)	0.36	0.37	0.43	0.53
P/E	22.32	28.15	24.05	19.61
P/B	3.48	4.06	3.61	3.17
EV/EBITDA	8.99	18.31	15.51	12.66

强烈推荐 (首次覆盖)

现价:	10.40
目标价:	12.19
股价空间:	17.2%

行业指数走势



股价表现

	涨跌(%)	1M	3M	6M
恒顺醋业	8.1	-9.5	13.5	
食品饮料行业	0.0	-17.7	-22.1	
沪深 300	-5.1	-12.5	-14.3	

基本资料

总市值 (亿元)	81.5
总股本 (亿股)	7.8
流通股比例	100.0%
资产负债率	26.8%
大股东	江苏恒顺集团有限公司
大股东持股比例	44.6%

相关报告

目录

目录	2
图表目录	3
1.回归调味品主业，做大做强食醋业务	4
2.食醋行业：大市场、小企业，行业整合在路上	6
2.1 四大名醋造就分散式的行业格局	6
2.2 量价齐升促行业规模扩张，酿造食醋代替配制食醋迎风口	8
3.深耕香醋，全国化多品类扩张进行时	10
3.1 恒顺香醋技艺的传承者，“恒顺+北固山”两大品牌齐发展	10
3.2 全系列品牌推广，从华东到全国渠道扩张	12
3.3 料酒业务提供新动能，单品类阶段向多品类阶段过渡	13
4.盈利预测与投资建议	15
5.风险提示	16

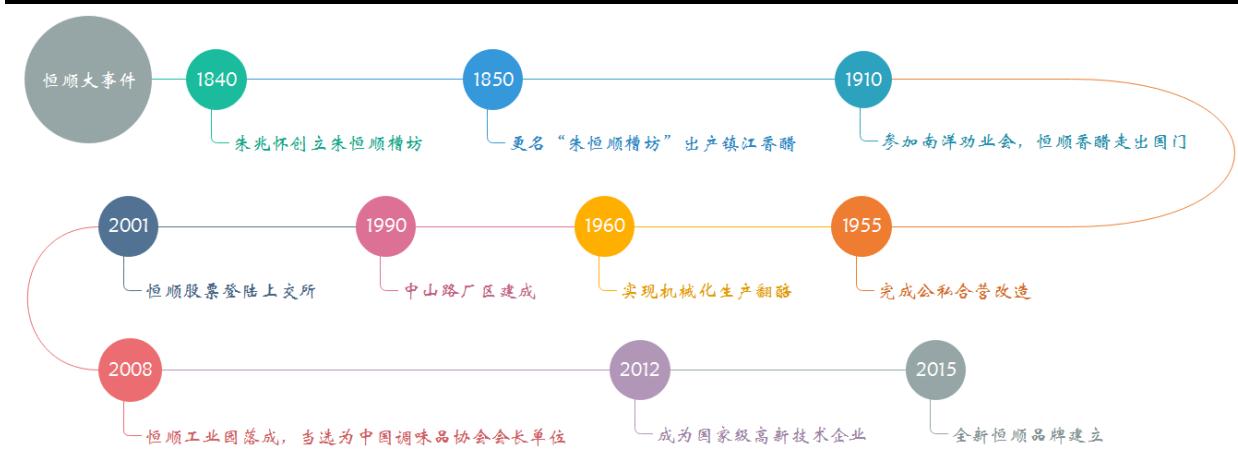
图表目录

图表 1. 恒顺醋业发展历程	4
图表 2. 恒顺醋业股权结构	4
图表 3. 公司 2018 年 Q3 实现营业收入 12.36 亿	5
图表 4. 公司 2018Q3 归母净利润同比增长 50.7%	5
图表 5. 调味品业务占比超过 90%	5
图表 6. 净利率提升至 18.6%	5
图表 7. 恒顺醋业的“十三五”规划	5
图表 8. 四大名醋各具特色	6
图表 9. 食醋的用途广泛	6
图表 10. 食醋行业销售收入变化情况 (亿)	7
图表 11. 食醋行业的三大梯队	7
图表 12. 食醋行业产量结构分散	7
图表 13. 我国食醋人均消费量较低	8
图表 14. 17 年 Q1 收入 0.84 亿元, 同比增长 31%	8
图表 15. 醋饮料市场规模快速增长	8
图表 16. 醋饮料市场参与者众多	8
图表 17. 食醋类型更加多元化	9
图表 18. 新标准明白冰乙酸不可用于食醋	9
图表 19. 某配制食醋标签	9
图表 20. 恒顺香醋的八大工艺特色	10
图表 21. 公司两大品牌涵盖多款食醋产品	11
图表 22. 2017 年公司高端醋实现销售收入 2.1 亿	11
图表 23. 公司募资 3 亿用于高端醋灌装生产线建设	11
图表 24. 2017 年广告费投入 1783 万	12
图表 25. 2017 年促销费用投入超过 7500 万	12
图表 26. 公司借助高铁打造品牌影响力	12
图表 27. 恒顺冠名《我要上春晚》	12
图表 28. 华东区域销售占比过半	13
图表 29. 华东区域毛利率较高	13
图表 30. B2B 和 B2C 多渠道发力	13
图表 31. 公司的天猫旗舰店	13
图表 32. 料酒产量达到 275 万吨	14
图表 33. 料酒行业市场格局分散	14
图表 34. 料酒年收入超过 1.5 亿	14
图表 35. 公司开发多款料酒产品	14
图表 36. 公司已开发 12 个品类的调味品	15
图表 37. 公司主要财务指标	16

1. 回归调味品主业，做大做强食醋业务

公司是A股唯一的主营食醋制造的企业：恒顺醋业是国内制醋龙头企业，最早可追溯至清道光年间朱兆怀先生始创于江苏镇江的恒顺品牌，公司于2001年挂牌上市，是A股唯一一家主营食醋制造的企业。公司是首批国家级非物质文化遗产镇江恒顺香醋酿制技艺的践行者和传承者，并在2012年成为国家级高新技术企业，实现将传统工艺技术与现代科技的结合。在大力发展制醋业务的基础上，公司已经形成了食醋、白醋、料酒、酱油和酱菜等系列产品，逐步发展成为综合性调味品企业。公司实际控制人是镇江市国资委。

图表1. 恒顺醋业发展历程



资料来源：公司官网、广证恒生

图表2. 恒顺醋业股权结构



资料来源：公司公告、广证恒生

聚焦调味品，业绩稳健增长：2015年之前公司主营调味品和房地产两块业务，但地产业务波动性较大，会对利润形成一定的压制。公司从2013年开始着手剥离地产业务，委托镇江恒顺房地产代销房产，公开挂牌转让镇江百盛，彻底解决了房地产的遗留问题，轻装上阵聚焦调味品。2013-2015年间受地产业务波动影响，公司业绩波动性较大。2016年开始业绩稳健增长，调味品业务占比也提升至90%，公司逐步发展成为专业的调味品公司。公司2018年前三季度实现营业收入12.36亿，同比增长10.8%，主要受益于食醋业务的稳定增长；实现归母净利润2.18亿，同比增长50.7%，前三季度实现5900万非经常性损益，剔除非经常性损益后，前三季度扣非归母净利润同比增长22.67%，调味品主业继续稳健增长。



毛利率持续增长，剥离地产提升净利率：公司 2013-2018 年间毛利率从 38.5% 提升至 41.5%，伴随规模扩张和成本控制能力提升同步增长。净利率随着房地产业务剥离大幅上涨，主要系财务费用减少，并且通过公司控费提效管理费用率也有明显的下降，整体净利率从 3.8% 提升至 18.6%，盈利能力不断增强。

图表3. 公司 2018 年 Q3 实现营业收入 12.36 亿



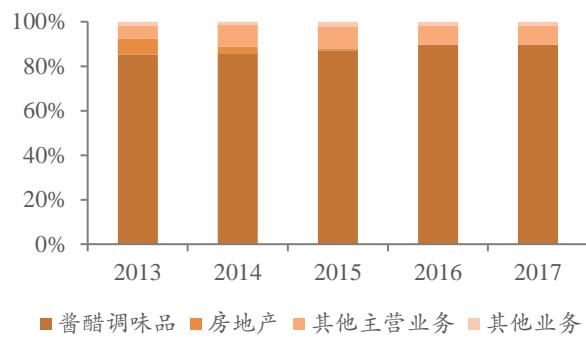
资料来源：公司公告、广证恒生

图表4. 公司 2018Q3 归母净利润同比增长 50.7%



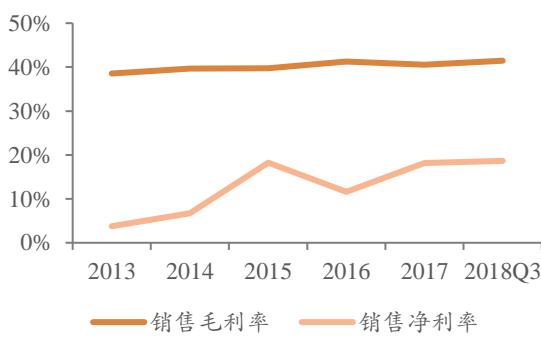
资料来源：公司公告、广证恒生

图表5. 调味品业务占比超过 90%



资料来源：公司公告、广证恒生

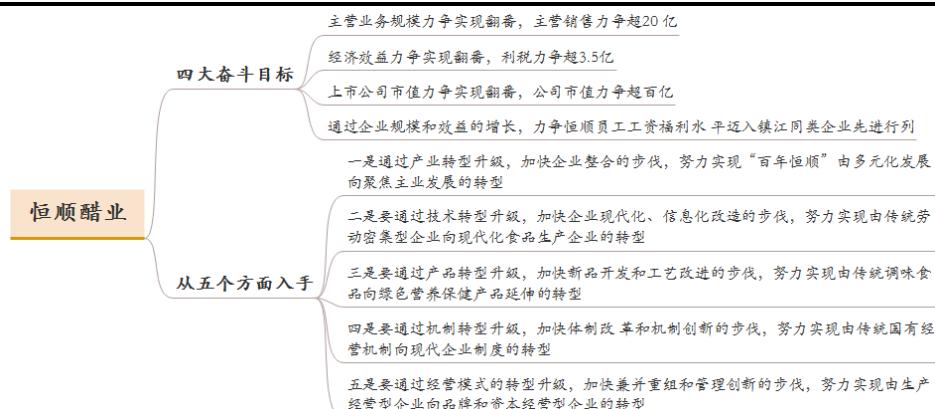
图表6. 净利率提升至 18.6%



资料来源：公司公告、广证恒生

加快品牌化、资本化、国际化战略实施，打造“百年恒顺”：公司作为国有企业，以“企业高质量发展”为核心指导思想，以“品牌化、资本化、国际化”为战略指导思想，发力调味品主业，提升竞争力，推动科技创新，加速转型升级。特别是在十三五期间，公司制定了“三翻番”、“两提升”的总目标，全面推动恒顺做大做强，打造“百年恒顺”，未来也会从产业、技术、产品、体制机制和经营模式等多维度去全面改进和提升，看好公司在继续巩固食醋领先地位的基础上，向全国化大调味品集团进军。

图表7. 恒顺醋业的“十三五”规划



资料来源：公司公告、广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明



2. 食醋行业：大市场、小企业，行业整合在路上

2.1 四大名醋造就分散式的行业格局

四大名醋各具特色：醋是经由高粱、大米、玉米、小麦等发酵而制成的一种酸味液体调味品，是调味品行业第三大品类，是中国自古就有的传统调味品。受发酵原材料和发酵工艺不同的影响，随着历史的发展，中国形成了四大区域性的名醋，山西老陈醋、保宁醋、镇江香醋、永春老醋。不同的食醋口感和味道差别较大，消费者在习惯了某一种食醋后，会形成一定的口味和使用习惯依赖，这也造就了我国食醋行业四大名醋并行发展，难以出现全国化产品，缺乏全国性食醋企业的现状。

镇江香醋：酸而不涩、香而微甜、色浓味醇，以华东为主销区。

山西老陈醋：色泽紫黑，液体清亮，酸香浓郁，食之绵柔，醇厚不涩，以山西、陕西等中部地区和东北为主销区。

保宁醋：色泽棕红，酸味柔和，醇香回甜，且含氨基酸，多种维生素和有益于健康的十多种微量元素，以西南为主销区。

永春老醋：有色泽棕黑、酸中带甘、醇香爽口、久藏不腐等特点，以福建、广东等华南地区为主销区。

图表8. 四大名醋各具特色

类别	酿造材料	特点	代表企业
镇江香醋	糯米	色泽清亮，酸味柔和、醋香浓郁、风味纯正、口感绵和、香而微甜、色浓而味鲜	恒顺醋业
山西老陈醋	高粱	色泽呈酱红色，食之绵、酸、香、甜、鲜	水塔醋业、紫林醋业
保宁醋	麸皮、小麦、大米、糯米等	色泽红棕、酸味柔和、醇香回甜、久存不腐	保宁醋业
永春老醋	糯米、红糖、芝麻等	色泽棕黑、酸中带甘、醇香爽口、久藏不腐	永春老醋

资料来源：百度百科、广证恒生

食醋应用场景多样：食醋中含有约 20% 的醋酸，并且含有大量的氨基酸、琥珀酸、乳酸等有机酸，有些食醋中还含有蛋白质、矿物质和维生素 E 等营养物质，对于人身体有很好的调节作用。食醋可以刺激唾液和胃酸的分泌，促进消化，提高食欲，并且能够促进钙质吸收、缓解疲劳、延缓血糖升高等；食醋中的醋酸还具有药用价值，具备杀菌和美容的效果，用途广泛。食醋丰富的功效也使得其使用场景较为广泛，除最基础的烹调外还有佐餐、保健和饮用等用途，将食醋从调味品延伸至保健品、软饮料，这也使得食醋的市场规模仍有较大的提升空间。

图表9. 食醋的用途广泛

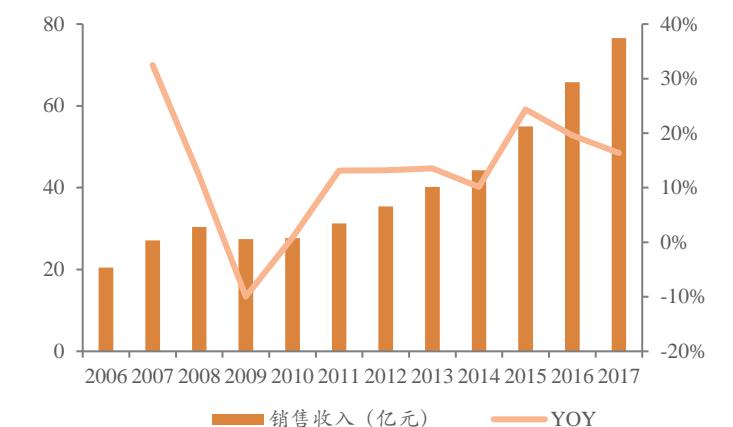
类别	醋酸度	特点	用途	代表产品
烹调型	5%左右	味浓、醇香，具有解腥去膻助鲜的作用	对烹调鱼、肉类及海味等非常适合	恒顺香醋、老陈醋
佐餐型	4%左右	味较甜，具有较强的助鲜作用	适合拌凉菜、蘸吃，如凉拌黄瓜，点心，油炸食品等	玫瑰米醋、纯酿米醋与佐餐醋
保健型	3%左右	口味较好	每天饮用可起到强身和防治疾病的作用	康乐醋、红果健身醋
饮料型	1%左右	酸度较低，适合日常饮用	具有防暑降温、生津止渴、增进食欲和消除疲劳的作用	百草壹号、天地壹号

资料来源：百度百科、广证恒生



食醋市场规模持续增长：食醋的市场规模是伴随调味品行业共同成长的，整体增长快于调味品行业。参考中商产业研究院的数据，食醋行业从2011年开始一直维持两位数的增长，5年实现行业销售收入翻番，2017年食醋行业实现销售收入76.55亿，实现消费量436万吨，行业仍处高速发展阶段。

图表10. 食醋行业销售收入变化情况 (亿)

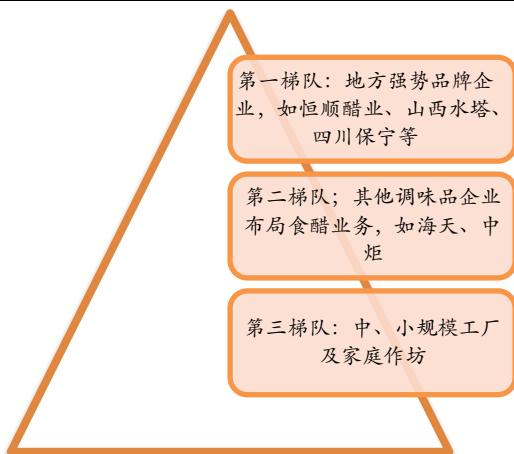


资料来源：中商产业研究院、广证恒生

行业市场格局分散：我国约有6000家的食醋生产厂家，分布十分分散，其中山西、江苏、山东等地数量较多但仍无一个省份占比超过10%。行业在发展的过程中形成了三大梯队，其中第一梯队主要是地方强势企业，以四大名醋的主要生产商为代表，如恒顺醋业、山西水塔等；第二梯队是其他品类龙头企业向食醋行业延伸布局，如食醋已经成为海天的第四大调味品类，中炬也在积极布局食醋业务；第三梯队中仍有大量的中、小规模的工厂及家庭作坊。从产能布局来看，分散的市场格局表现也较为明显，其中行业内10万吨产能以上的企业仅占9%，5-10万吨产能的企业占比12%，有38%的企业产能不足1万吨。

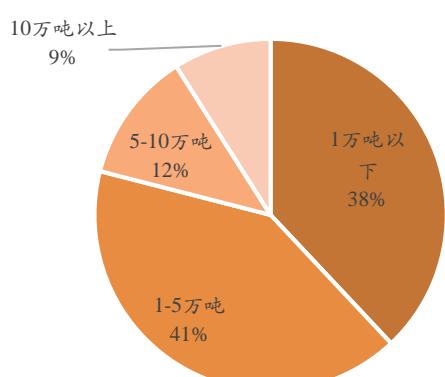
小企业生存难度加大，行业集中度提升是大趋势：与调味品行业发展趋势一致，食醋行业内的小企业将面临环保趋严，市场不断被大企业侵占，生产成本上升而提价难度大等难题，行业整体稳健增长的背景下两极分化严重。大企业拥有更强的上下游议价能力，更先进的生产技术和更强的市场开拓能力，市场份额不断提升，并且在不断的进行产能扩张和产品品类完善，而小企业竞争力不断减弱，所以我们认为行业集中度提升是大趋势，已经具备产品、品牌和渠道优势的大企业将率先受益。

图表11. 食醋行业的三大梯队



资料来源：广证恒生

图表12. 食醋行业产量结构分散



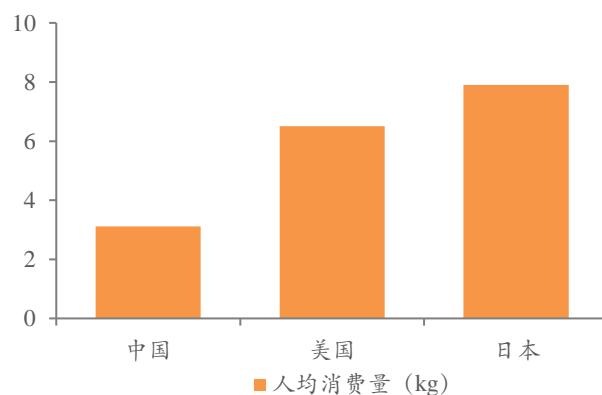
资料来源：中国调味品协会、广证恒生

2.2 量价齐升促行业规模扩张，酿造食醋代替配制食醋迎风口

人均消费量仍有较大提升空间：我国食醋消费量在逐年增长，从1980年0.7Kg增长到3.11kg，但相较于美、日等发达国家仍有较大的差距。在“少盐多醋”的日本，人均食醋消费量为每年8kg左右，约为我国的2.5倍，美国2/3的醋作为制造食品工业的酸味剂，人均消费量约为6.5kg，是我国人均消费量的2倍还多。对比来看，我国人均消费量的提升仍有较大空间，也带给食醋行业较大的成长空间。

人均消费增量主要来自健康饮品和醋饮料：虽然从量上来看，我国消费者人均食醋消费量仍有较大的提升空间，但我国的饮食习惯和口味是经过较长的时间而基本稳定的，醋的使用场景也相对固定，主要适用于酸辣、糖醋、醋溜等菜式，或者用于汤汁调味和点蘸。短时间内要改变居民的饮食习惯和食醋摄入量，难度较大，所以通过日常餐饮提升食醋摄入量难度较大。参照日本的发展轨迹，醋饮料和醋保健品顺应居民健康消费的大趋势，具有更大的可挖掘市场空间，我们判断我国人均食醋消费量的增长也将主要来自于醋饮料和醋保健品消费贡献。

图表13. 我国食醋人均消费量较低



资料来源：中国产业信息网、广证恒生

图表14. 17年Q1收入0.84亿元，同比增长31%



资料来源：百度、广证恒生

醋饮料仍在市场培育阶段，多类型企业入局共同做大市场：我国醋饮料市场仍在前期市场培育和消费者教育阶段，消费主力偏南方，北方消费者对醋饮料的消费和认知仍有待提升。醋饮料市场规模从2010年的12.52亿提升至2015年的34.2亿，目前市场规模约为40-50亿，增长较快但体量仍相对较小，参照国外市场和其他保健饮料的市场规模来看，醋饮料市场空间和发展机会较大。在市场发展过程中有众多参与者，既有具备生产发酵食醋经验的调味品企业，如恒顺和海天；也有市场和品牌力较强的软饮料企业，如百事可乐；也有以醋饮料为主营业务的企业参与竞争，共同做大市场，其中天地壹号正是凭借醋饮料将市场规模做到接近20亿，成为醋饮料行业龙头。醋饮料的独特的开胃、解腻等功能符合健康饮食的大趋势，我们看好随着消费者认识的提升，醋饮料市场将持续增长，进而提升醋类产品的人均消费量。

图表15. 醋饮料市场规模快速增长



资料来源：中国产业信息网、广证恒生

图表16. 醋饮料市场参与者众多



资料来源：百度、广证恒生



食醋消费结构内部升级，陈醋、白醋、米醋等推动多元化消费：食醋的发酵主要分为固态发酵和液态发酵，固态发酵因为需要糖化、熏制、陈酿等过程，生产周期较长，最终产品成琥珀色或红棕色；液态发酵工艺不需要长时间的陈酿，生产周期较短，可以生产色醋、白醋、米醋等多种产品；市场中纯固态发酵的食醋约占 20%，其余多为固态改良工艺或液态发酵。液态工艺的不断完善和改进也使得消费者对于白醋的购买和喜爱程度提升，并且白醋色清淡，使用场景更加多样，是食醋的重要分支。在色醋领域，厂家通过不断提升酿造工艺和陈酿时间，推出更多功能化的色醋和陈酿，提升食醋质量并引导消费者选择更优质的食醋产品。

图表17. 食醋类型更加多元化



资料来源：京东、广证恒生

配制食醋退出食醋领域，留出空白市场：2018年6月21日国家卫生健康委员会、国家市场监督管理局发布GB2719-2018《食品安全国家标准食醋》，新国标将于2019年12月21日正式实施。新国标中将食醋的感官要求、理化指标、污染物和真菌毒素限量、微生物限量、食品添加剂和食品营养强化剂等做了明确细化的要求。最主要的是新标准将配制食醋从标准中移出，仅适用于传统酿造的食醋，而配制食醋是通过冰醋酸配制勾兑的，属于复合调味料范畴，不得再以“醋”为食品名称。新标准出台以前，配制食醋是被认可为食醋进行生产和流通的，虽然目前大企业和一些传统食醋酿造企业主要生产酿造食醋，但仍有部分中小企业使用配制食醋的酿造方法。新标准出台后，原有配制食醋生产企业将面临考验，必须进行酿造食醋转型或将原有产品定义为复合调味料，生产难度加大。而配制食醋退出食醋领域后，原有覆盖的区域便成为空白市场，给予酿造食醋生产商更大的市场空间。我们认为食醋生产实力较强、品牌力强和渠道覆盖更为广阔的龙头企业将会更加受益，迅速占领空间市场，提高市场份额。

图表18. 新标准明白冰乙酸不可用于食醋



资料来源：国家卫生健康委员会、广证恒生

图表19. 某配制食醋标签

产品标准号：SB/T 10337 配制食醋
原料：酿造食醋(水、食用酒精、大米)、水、白砂糖、冰乙酸、食用盐、谷氨酸钠。
总酸：≥9.00g/100ml 规格：1L/壶
食品生产许可证编号：SC10332111200453
保质期：24个月
贮存条件：阴凉干燥通风
生产日期：见壶口

资料来源：京东、广证恒生

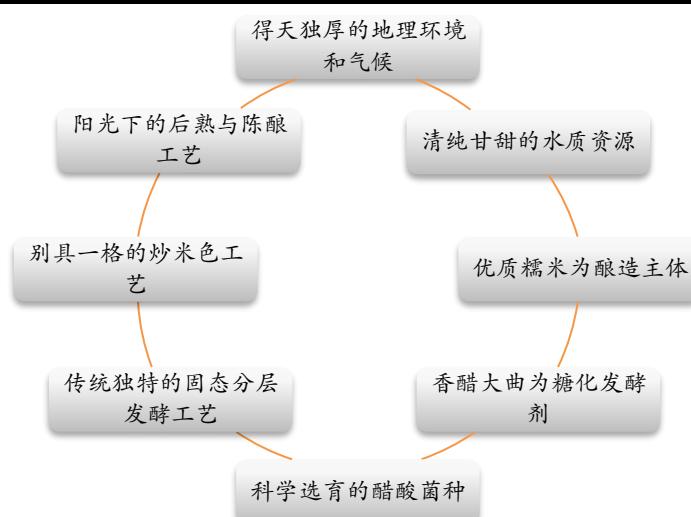
3.深耕香醋，全国化多品类扩张进行时

3.1 恒顺香醋技艺的传承者，“恒顺+北固山”两大品牌齐发展

3.1.1 恒顺香醋的代表企业，把控源头产品质量

恒顺香醋传百年经典技艺：恒顺香醋是四大名醋之一，是以优质糯米为主要原材料，采用固体分层发酵方法酿制而成。恒顺香醋的酿造历经制酒、制醋、淋醋三大工艺过程，40多道工序精制而成，具有“酸而不涩、香而微甜、色浓味鲜、愈存愈醇”的特色。恒顺香醋在2007年成功注册为地理标志集体商标，2008年获首批中欧10+10地理标志互认互保试点项目，恒顺香醋的酿造工艺更是在2006年经国务院批准列入第一批国家非物质文化遗产名录。恒顺香醋优质品质是环境和气候、水质资源、优质糯米、香醋大曲、醋酸菌种等多重因素造就的，也是恒顺香醋远销海内外的决定因素。

图表20. 恒顺香醋的八大工艺特色



资料来源：知网、广证恒生

恒顺醋业是恒顺香醋的代表企业：恒顺醋业是第一批获得镇江香醋地理标志产品保护企业，也是最大的镇江香醋生产商，占据恒顺香醋80%的销售额；公司也是镇江市醋业协会的会员企业，公司董事长为协会名誉会长。公司在传承传统技艺的同时也在不断通过技术创新和智能制造改进生产工艺，提升生产效率。在技术创新领域，公司一方面在产品质量关键节点控制实现全覆盖，另一方面推动食醋行业技术创新，实现产学研合作共赢。公司和产品也多次获得专业机构的认可和奖励。

涉足上游原材料种植，从源头把控产品质量：优质糯米是镇江香醋酿造的首要条件，公司通过“公司+基地+农户”的合作种植和定向采购模式进行原材料质量把控，在镇江市周边建立了3000亩香陈醋专用糯米种植基地，并在江苏省建成了近万亩的食醋专用粮种植基地，从源头保障食品安全。

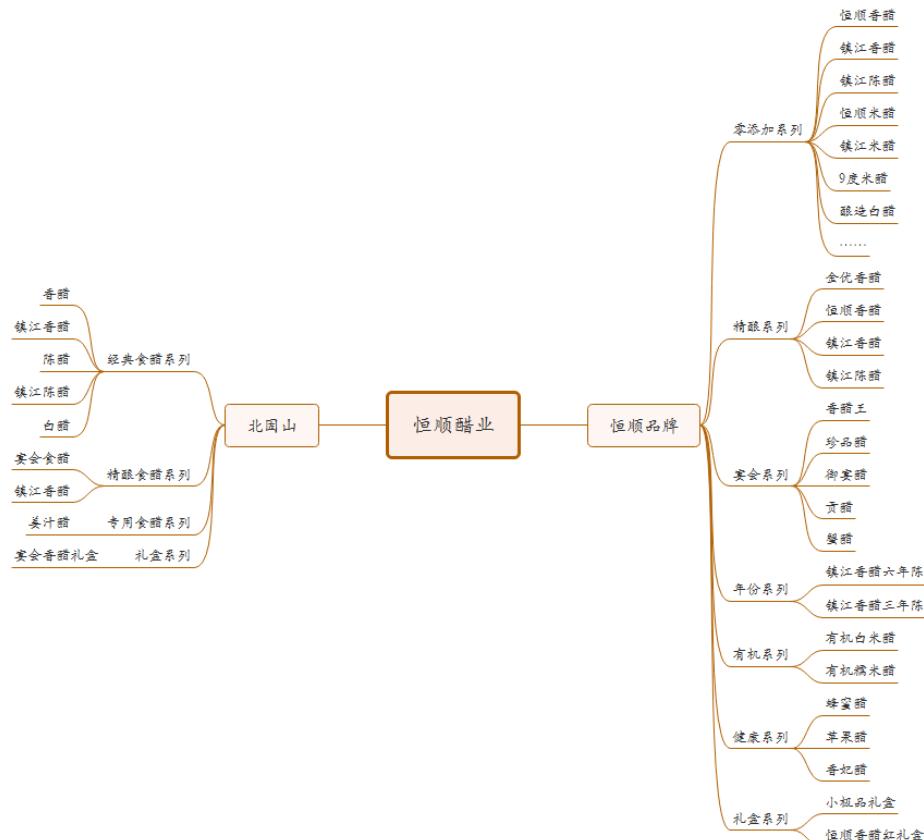
3.1.2 双品牌战略，高端产品放量

“恒顺+北固山”双品牌齐发力：公司在食醋领域主要以“恒顺”和“北固山”两大品牌进行运作，两大品牌均属第一批获得镇江香醋地理标志产品保护的品牌，分别由上市公司和子公司恒丰酱醋运作。公司经营中以恒顺为主品牌，北固山为辅品牌，双品牌合力形成更大的品牌张力，覆盖更多的消费群体，其中恒顺品牌在2016年的“中国品牌价值评价信息发布会”上成为中国食醋行业领先品牌。

产品全覆盖，精简SKU培育大单品：恒顺品牌的食醋产品包括七个系列几十种产品，覆盖了香醋、白醋、米醋、醋饮料、醋胶囊等全品类，香醋又细分了零添加、年份、有机等多个系列，丰富食醋种类，

公司仍在不断研发改进食醋生产工艺，进行生产改进和产品改进。公司目前 SKU 超过 100 种，未来计划以培育大单品为核心，重点打造几款销量领先的产品，并将 SKU 精简到 60-70 种，这也有助于资源集中投放，发挥更大的效用。

图表21. 公司两大品牌涵盖多款食醋产品



资料来源：公司官网、广证恒生

发力高端品，卡位消费升级：公司 2014 年通过非公开发行募资进行“10 万吨高端醋产品灌装生产线”项目建设，在满足公司现有及未来新增酿造贮存基醋的基础上，扩大高端醋产品的灌装生产能力，提升灌装自动化水平，促进高端醋及整体业务规模的快速增长。在高端醋领域，公司开发了清香纯酿白醋及健康厨房专家系列，以及醋饮料、奶醋、果醋、醋食品等衍生品，其中三年陈、五年陈产品广受消费者喜爱。公司 2017 年高端醋实现销售收入 2.1 亿，占醋类销售的 21.26%，公司食醋销售的 1/5 由高端醋贡献。随着消费者对食醋用途更加多样，高端食醋的消费量和市场规模不断扩张，公司通过产能扩张率先布局卡位，有望在未来市场规模扩张的进程中占据领先地位。

图表22. 2017 年公司高端醋实现销售收入 2.1 亿



图表23. 公司募资 3 亿用于高端醋灌装生产线建设

序号	项目名称	投资额	计划使用募集资金
1	10 万吨高端醋产品灌装生产线建设项目	38,004.20	30,000.00
2	品牌建设项目	20,000.00	16,000.00
3	偿还银行贷款	19,000.00	19,000.00
合计		77,004.20	65,000.00

资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明

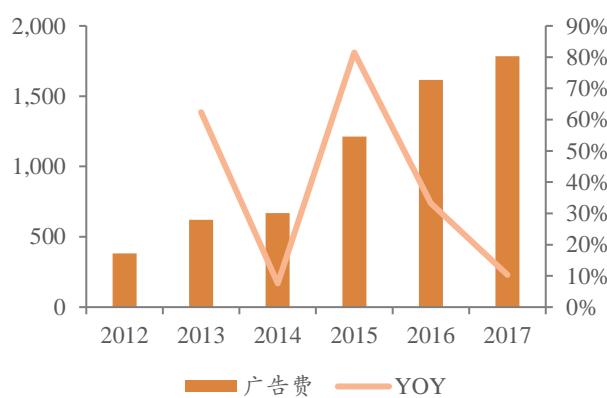
证券研究报告

3.2 全系列品牌推广，从华东到全国渠道扩张

借助高铁打造品牌影响力：在品牌推广层面，公司采用线上、线下共同发力的方式打造“恒顺品牌”。其中广告费从2012年383万增加到2017年的1783万，加速广告宣传的投放。公司选择选择高铁作为品牌宣传推广的重要窗口，将恒顺品牌从高铁LED广告开始，持续发力高铁媒体，开创调味品借助高铁品牌打造的先河，2018年恒顺正式加入中国高铁城市品牌计划，打造“恒顺香醋号”高铁品牌专列，通过多种冠名形式展示形象，年影响15亿人次，每日触屏近20万块人次，将高铁的影响力发挥到最大。另一方面通过冠名央视《我要上春晚》等综艺节目和卫视插播广告等方式持续强化品牌价值。

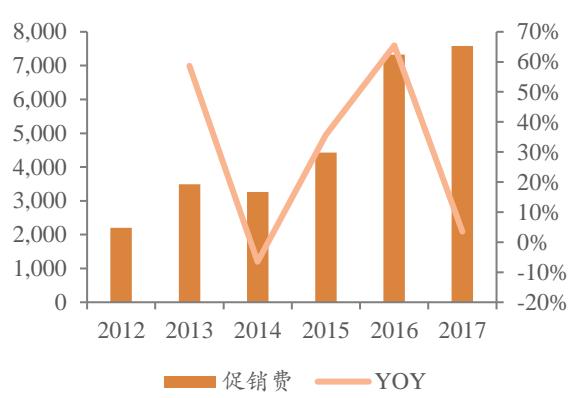
促销费用超7500万，覆盖60万个经销网点：公司2016年开始加大地面推广投放的力度，2016年促销费用投入7325万，同比增长65%，2017年继续发力，全年促销费用投放超过7500万，支持经销商销售进而推动公司发展。借助促销支持，公司的渠道建设成果斐然，通过营销中心下设的30个办事处覆盖各地区60万个经销网点。

图表24. 2017年广告费投入1783万



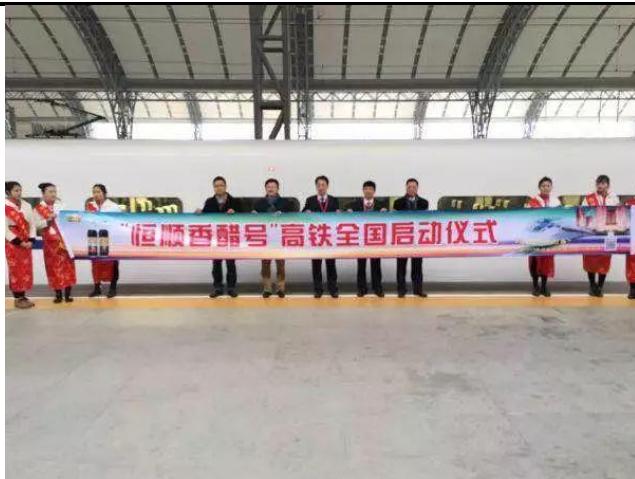
资料来源：公司公告、广证恒生

图表25. 2017年促销费用投入超过7500万



资料来源：WIND、广证恒生

图表26. 公司借助高铁打造品牌影响力



资料来源：公司官网、广证恒生

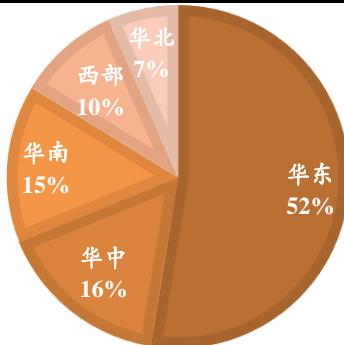
图表27. 恒顺冠名《我要上春晚》



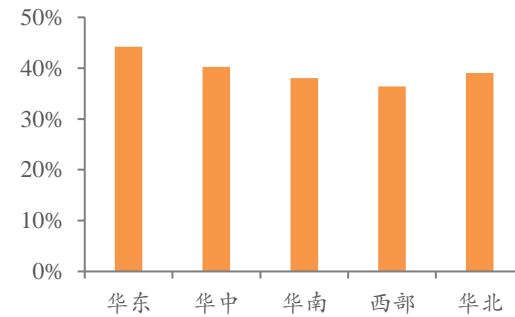
资料来源：公司官网、广证恒生

扎根华东面向全国，毛利率有望继续提升：公司的主销区以华东为主，2017年华东地区调味品收入6.86亿，占公司主营业务收入的一半以上；华中和华南也是公司销售收入较高的地区，占比超过15%，在西部和华北销售额不足2亿，销售规模较小，这与恒顺香醋覆盖范围一致性较高。但随着人口迁徙和餐饮更加多元化，四大名醋的覆盖区域也开始有所交叉，都在向全国化调味品进军，公司也在不断巩固华东市场的过程中覆盖更多的销售区域，这样也有助于提升收入的空间和潜力。另一方面，华东地区由于运输等

成本更低,并且有一定的规模效应,所以毛利率高于其他地区,2017年华东地区主营业务毛利率为44.23%,而销售占比较低的西部地区毛利率仅为36.29%,比华东地区低7.94个百分点,未来随着其他区域销售收入的提升也能够提升分区域的毛利率,进而拉升公司整体毛利率。

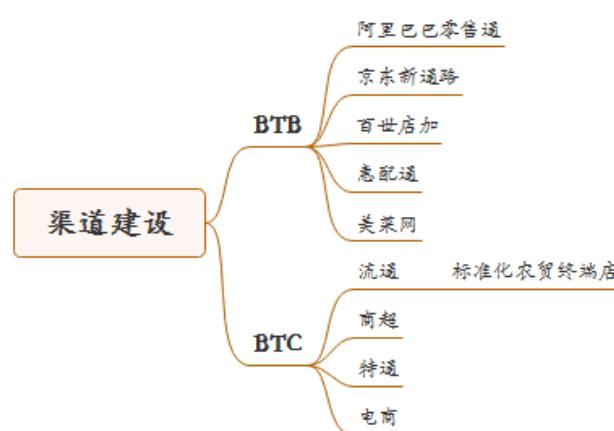
图表28. 华东区域销售占比过半


资料来源:公司公告、广证恒生

图表29. 华东区域毛利率较高


资料来源:公司公告、广证恒生

渠道下沉+新渠道探索,提升终端覆盖率:渠道建设方面,公司积极推进渠道下沉和新渠道的探索,挖掘更多B2B和B2C销售通路。B2C端公司以主销售区域华东为核心,积极开展深度分销和渠道下沉,针对华东市场的农贸、批发市场和乡镇超市开展“春耕造林”的终端下沉活动,累计打造20000家标准化农贸终端店,以终端店为展示窗口进行产品和品牌传播;并着力打造了自营的天猫旗舰店和京东旗舰店等电商销售渠道,网店主要以高端醋、保健醋等产品为主,促进多元化产品销售;开发特通用户,满足更多个性化需求。B2B端公司在新营销模式上不断探索,与阿里巴巴零售通、京东新通路、百世店家、惠配通等新型渠道合作,借助其平台实力提升公司产品的终端渠道覆盖率和资源配给效率。受益于渠道建设的稳步推进,公司2017年零售、特通和电商等渠道均有两位数的增长。

图表30. B2B 和 B2C 多渠道发力


资料来源:公司公告、广证恒生

图表31. 公司的天猫旗舰店


资料来源:天猫、广证恒生

3.3 料酒业务提供新动能, 单品类阶段向多品类阶段过渡

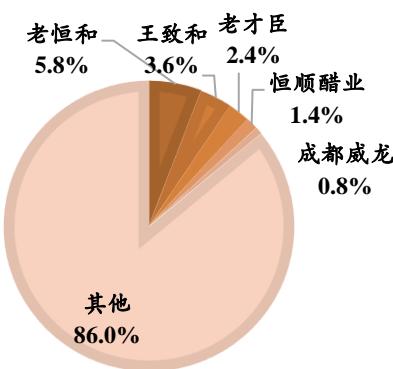
料酒正处行业规模增长、集中度提升的阶段:参考中国调味品协会的数据,料酒行业的静态规模约为70-80亿,如果把调味用的米酒、老酒和黄酒等厨用酒均算作料酒类别,料酒市场规模将超过400亿。料酒市场近几年整体保持两位数增长,其中料酒的产量从2010年的125万吨增加到2016年的275万吨,年复合增长14%。虽然市场规模快速增长较快,但料酒行业格局分散,CR5不足15%,排名第一的老恒和市占率也仅为5.8%,销售收入8亿左右,国内目前有1000多家料酒企业,目前还处于市场布局和抢占阶段,未来行业集中度还有很大的提升空间。

图表32. 料酒产量达到 275 万吨



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表33. 料酒行业市场格局分散

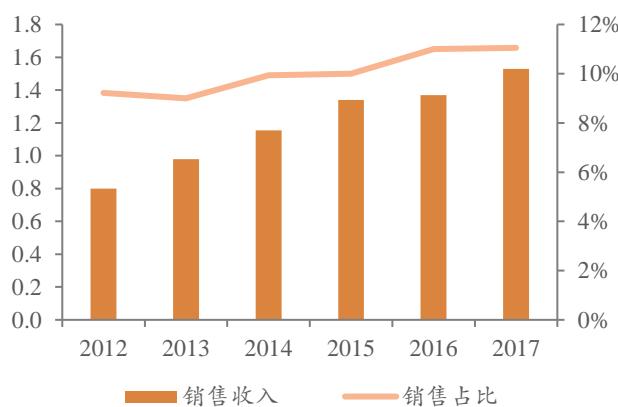


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

料酒功用独特，从南向北普及：料酒对于去除腥祛腥膻、解油腻有独特的功效，其含有的酯香、醇香和氨基酸的香气，不仅能给菜肴增香，还能使食物固有的香气被诱导挥发出来，具有不可替代的独特功效。目前料酒在南方菜系中被广泛使用，北方菜系中使用较少，仍在市场扩张和教育期。

料酒年收入超过 1.5 亿，乘行业发展东风快速增长：公司从 2012 年开始大力布局料酒领域，开发了以葱姜料酒为核心产品的十余款料酒产品，料酒业务收入从 2012 年的不足 8000 万增长到 2017 年的 1.53 亿，占调味品业务收入的 11.05%，其中葱姜料酒上市至今销售量已经过亿瓶，料酒是公司的第二大调味品系列产品。料酒市场目前仍然较为分散，参与者众多，还未出现绝对的市场龙头和真正的全国性品牌，消费者对料酒品牌的认知度较低。公司的料酒投入市场以来已经形成了遍及全国 32 个省市直辖市的规模化格局，形成了一定的市场影响力，并且新建了 10 万吨的料酒产能，我们看好公司在这轮料酒市场规模扩张的背景下借助品牌和渠道优势迅速占领市场，迅速成为料酒行业的领军品牌。

图表34. 料酒年收入超过 1.5 亿



资料来源：公司公告、广证恒生

图表35. 公司开发多款料酒产品



资料来源：公司官网、广证恒生

丰富产品品类，从单品类阶段向多品类阶段过渡：公司已经是食醋领域的龙头企业，打造了一定的品牌影响力、形成了渠道网络，目前处于单品类增长的后期阶段。公司开始布局多品类发展，除保证基本产品食醋稳定增长外，寻求第二、第三大品类发展机会，提升业绩弹性和发展空间。公司已经将料酒发展成为除食醋之外的明星产品，并形成了覆盖食醋、料酒、酱油、麻油、酱菜、黄酒、沙司等十二个品类，为未来“大调味品”业务提前布局，增强业绩增长潜力。



图表36. 公司已开发 12 个品类的调味品



资料来源：公司官网、广证恒生

4. 盈利预测与投资建议

1、食醋大市场小企业，行业整合在路上：

食醋在烹饪中软化食物、提鲜去腥等独特功用，以及其中含有有机酸、蛋白质和矿物质等营养物质使得其在调味中不断被消费者喜爱和认可，并开发了其在佐餐、保健、饮料等更多领域的用途。食醋目前市场规模超过 80 亿，我们认为未来食醋市场规模增长主要受益于：1) 人均消费量提升，我国人均食醋消费量不足美、日的一半，醋饮料是人均消费量提升的重要途径；2) 食醋消费结构内部升级，功能性食醋挖掘更多消费者需求；3) 配制食醋退出食醋领域，留出空白市场。

由于酿造和饮食的差异，我国形成了四大名醋并行发展的行业格局，缺乏全国化的大产品和全国性企业，行业格分散，仅有 9% 的企业产能超过 10 万吨，行业龙头恒顺市占率仅占 10% 左右。行业稳健增长的背景下两极分化严重，大企业携资金、品牌、渠道等优势市占率不断提升，小企业生存难度不断加大，行业整合、集中度提升是大势所趋。

2、恒顺香醋传承者，扎根食醋做全国龙头

公司是最大的恒顺香醋生产商，将传统工艺技术与现代科技相结合，践行和传承恒顺香醋生产工艺。1) 产品端开发了七个系列几十种产品，SKU 超过百种，未来计划以培育大单品为核心，将 SKU 精简到 60-70 种，进行资源集中投放，发挥更大的效用；并积极布局高端品，通过产品扩张率先卡位布局，高端品收入已超过 2 亿，占醋类销售的 21.26%。2) 品牌端着力将恒顺打造为全国知名的食醋品牌，选择高铁作为品牌宣传推广的重要窗口，年影响 15 亿人次，并通过冠名综艺和插播广告持续强化品牌价值，恒顺已成为品牌价值最高的食醋品牌。3) 渠道端扎根华北，以“春耕造林”等方式开展深度分销和渠道下沉，累计打造 2 万家标准化农贸终端店，并进行了电商、特通、新零售等 B2B 和 B2C 渠道探索，17 年零售、特通和电商等渠道均实现两位数增长，通过营销中心下设的 30 个办事处覆盖各地区 60 万个经销网点。

3、料酒提供新动能，单品类向多品类换挡

公司目前处于单品类增长的后期阶段，除保证食醋稳定增长外寻求第二、第三大品类发展机会，其中料酒已经发展成为明星产品，17 年料酒收入超过 1.5 亿，并且新建了 10 万吨的料酒产能，看好公司在这轮料酒市场规模扩张的背景下借助品牌和渠道优势占领市场，迅速成为料酒行业的领军品牌。公司已经形成了覆盖食醋、料酒、酱油、麻油、酱菜、黄酒、沙司等十二个品类的调味品矩阵，为未来“大调味品”业务提前布局，增强业绩增长潜力。

4、盈利预测与估值

我们预计公司 2018-2020 年实现的归母净利润分别为 2.9 亿、3.4 亿和 4.2 亿；对应的 EPS 分别为 0.37、0.43 和 0.53，当前股价（10.4 元）对应 28.2 倍、24.1 倍和 19.6 倍的估值。看好公司受益于食醋行业整合和自身全品类、全国化布局初见成效，给予公司 2019 年 28 倍的 PE，对应目标价为 12.19 元/股，对当前股价依然有 17.2% 的空间，给予“强烈推荐”评级。

图表37. 公司主要财务指标

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1541.58	1741.99	1963.22	2208.62
同比(%)	6.52%	13.00%	12.70%	12.50%
归属母公司净利润	280.90	289.54	338.89	415.61
同比(%)	64.84%	3.08%	17.04%	22.64%
每股收益(元)	0.36	0.37	0.43	0.53
P/E	22.32	28.15	24.05	19.61
P/B	3.48	4.06	3.61	3.17
EV/EBITDA	8.99	18.31	15.51	12.66

资料来源：广证恒生

5. 风险提示

产能建设不达预期

市场竞争加剧

原材料价格上涨风险



附录：公司财务预测表

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
流动资产	991	1296	1602	2044	
现金	136	166	420	785	
应收账款	133	134	152	177	
其它应收款	15	20	21	24	
预付账款	14	24	23	25	
存货	305	351	385	433	
其他	389	602	601	601	
非流动资产	1578	1557	1546	1505	
长期投资	49	48	48	49	
固定资产	920	963	982	960	
无形资产	95	90	85	80	
其他	514	455	431	416	
资产总计	2569	2852	3148	3549	
流动负债	569	619	642	702	
短期借款	84	107	84	92	
应付账款	168	185	207	231	
其他	317	327	351	379	
非流动负债	123	140	155	175	
长期借款	53	71	86	106	
其他	69	69	70	70	
负债合计	691	759	798	877	
少数股东权益	78	88	95	99	
股本	603	784	784	784	
资本公积	470	290	290	290	
留存收益	727	932	1183	1500	
归属母公司股东权益	1800	2005	2256	2573	
负债和股东权益	2569	2852	3148	3549	

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	1542	1742	1963	2209	
营业成本	916	1007	1129	1257	
营业税金及附加	26	27	33	36	
营业费用	234	232	257	283	
管理费用	148	150	161	167	
财务费用	8	7	5	1	
资产减值损失	4	2	3	3	
公允价值变动收益	45	0	0	0	
投资净收益	11	16	19	23	
营业利润	329	332	394	485	
营业外收入	8	31	26	22	
营业外支出	5	4	4	4	
利润总额	333	359	417	503	
所得税	52	60	71	83	
净利润	280	300	346	421	
少数股东损益	-1	10	7	5	
归属母公司净利润	281	290	339	416	
EBITDA	424	451	516	606	
EPS (摊薄)	0.36	0.37	0.43	0.53	

主要财务比率		单位: 百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
成长能力					
营业收入增长率	6.5%	13.0%	12.7%	12.5%	
营业利润增长率	74.9%	0.8%	18.8%	22.9%	
归属于母公司净利润增长率	64.8%	3.1%	17.0%	22.6%	
盈利能力					
毛利率	40.6%	42.2%	42.5%	43.1%	
净利率	18.2%	17.2%	17.6%	19.0%	
ROE	15.9%	14.6%	15.3%	16.5%	
ROIC	14.6%	13.9%	14.4%	15.2%	
偿债能力					
资产负债率	26.9%	26.6%	25.3%	24.7%	
净负债比率	20.78%	24.00%	21.92%	23.11%	
流动比率	1.74	2.09	2.49	2.91	
速动比率	1.21	1.53	1.90	2.30	
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.64	0.65	0.66	
应收账款周转率	13.16	13.09	13.73	13.41	
应付账款周转率	5.64	5.71	5.75	5.74	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.37	0.43	0.53	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.17	0.54	0.61	
每股净资产(最新摊薄)	2.99	2.56	2.88	3.28	
估值比率					
P/E	22.32	28.15	24.05	19.61	
P/B	3.48	4.06	3.61	3.17	
EV/EBITDA	8.99	18.31	15.51	12.66	

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出自为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。