

百年岁月厚积薄发，醋业龙头亟待盘活 买入（首次）

2019 年 12 月 31 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,694	1,847	2,026	2,237
同比（%）	9.9%	9.1%	9.7%	10.4%
归母净利润（百万元）	305	334	380	437
同比（%）	8.4%	9.6%	13.7%	15.3%
每股收益（元/股）	0.39	0.43	0.48	0.56
P/E（倍）	39.23	35.80	31.48	27.31

投资要点

■ **百年岁月厚积薄发，回首五年，做梳理、打根基，食醋料酒双轮驱动。**2001 年上市后转型多元化，涉足房地产、光电等领域，拖累公司业绩。2012 年公司开始逐步剥离房地产业务，2014 年 10 月，董事会换届完成后加快剥离辅业，聚焦调味品主业，加快企业内部转型升级，这一个五年完成了业务的梳理，建立了醋和料酒双主业的经营框架。

■ **观当下，比海天，体制显差距，改革仍需努力。从行业上看，**预计 16-21 年食醋行业 CAGR=7%，2020 年规模将超过 180 亿元。但相较酱油行业看，食醋行业地域分割特征明显。龙头恒顺醋业市占率/海天酱油市占率约为 7/18%，食醋/酱油 CR5 分别为 20/32%，食醋行业中小作坊式企业占 70%，亟待整合。而龙头全国化扩张+环保政策+产业标准提升将不断驱动集中度提升。**从公司角度看，**恒顺国企体制 VS 海天员工持股，体质差异带来经营差距。18 年恒顺醋业毛利率低于海天味业 4pct，海天生产人均创收为恒顺 6 倍；人员效率带来费用率差距，18 年恒顺销售费用率、管理费用率分别高出海天 1.8pct、5.1pct。**从经营层面看，**渠道端：海天/恒顺餐饮占比约 60%/15%，品牌端：恒顺尚未走出海天的全国化之路；产品端：醋业仍在消费升级早期，升级提价仍有空间。

■ **展望下一个五年，杭总调任或扩大改善通道。**公司日前公告提名杭祝鸿担任恒顺集团董事长，杭祝鸿曾任镇江市政府秘书长/二级巡视员，副厅级待遇，在当地组织资源协调能力强。我们认为集团这一调任更多的体现出地方国资委对恒顺改革的重视，参考食品饮料行业中的众多先例，公司下一个五年如果杭总能带领恒顺从管理机制到运营机制上有所变革，从渠道/产品/品牌营销角度展开一系列调整，改革可带来的边际弹性大。**1) 产品端：产品结构上，**恒顺高端产品毛利率 50%+，恒陈醋系列、细分场景醋产品加大宣传力度，高端产能落地助力升级，**价格上，**2019 年 1 月已率先对五大品种出厂价提升 6-15%，预计产品升级将是公司发展主线之一。**2) 渠道端：**在华东等优势区域率先加大餐饮渠道建设，目前规模约 2 亿元；华东以外区域，目前收入占比 51%，如能加大网点铺设、渠道建设、销售激励力度，预计可打开量增空间。**3) 品牌端：**过去恒顺“重生产轻销售”，未来空中+地面的立体化品牌营销将助力于品牌知名度提升，有望助力全国化。**4) 成本端：**生产自动化有望提高生产效率、内部管理机制改善有望改善管理效率。

■ **盈利预测与投资评级：**醋业龙头在完成上一个五年的业务梳理后，已经实现醋+料酒双轮驱动，下一个五年有望在杭总带领下开启调整改善通道，预计 19-21 年公司净利增速+9.6/13.7/15.3%，对应 EPS 分别为 0.43/0.48/0.56 元，PE 为 36/31/27X，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**外埠拓展不及预期，高端品推广不及预期，食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.25
一年最低/最高价	9.56/19.81
市净率(倍)	5.45
流通 A 股市值(百万元)	11949.28

基础数据

每股净资产(元)	2.80
资产负债率(%)	18.99
总股本(百万股)	783.56
流通 A 股(百万股)	783.56

相关研究

内容目录

1. 调味品行业子品各更迭，食醋行业高增长、待整合	5
1.1. 子行业生命周期各异，3400 亿市场在更迭中常青	5
1.1.1. 量增：餐饮复苏+品类细分助力量增，低线城市是提升主力	6
1.1.2. 价增：龙头提价+消费升级推动价格上移	10
1.2. 食醋行业：行业高增，区域割裂，亟待整合	12
1.2.1. 行业高增：2020 年有望超 180 亿元	12
1.2.2. 地域分割亟待整合：行业集中度提升成趋势	14
2. 观历史：百年岁月厚积薄发，食醋料酒双轮驱动	16
2.1. 纵向观历史：从多元走向聚焦	16
2.2. 聚焦调味品：拳头产品+明星产品多线发展	18
2.2.1. 食醋：食醋唯一龙头，提价推高端驱动升级	19
2.2.2. 料酒：料酒扩产，增添助力	20
3. 比海天：管理高效化+渠道补短板+产品高端化，改革空间大	21
3.1. 看差距：生产效率和管理效率有较大优化空间	21
3.2. 产品：强品牌力高定位	25
3.2.1. 海天：借成本上升期，实现产品升级、吨价提升	25
3.2.2. 恒顺：高端食醋和料酒扩产，盈利能力提升可期	26
3.3. 渠道：做下沉拓餐饮，全国化进行时	26
3.4. 营销：品牌建设不容忽视	29
4. 看未来：再次换届，醋业龙头亟待盘活	31
4.1. 换届风再起，期待新活力	31
4.2. 立足华东、着眼全国，打造样本市场、看龙头展宏图	33
5. 财务分析：盈利能力改善，现金流优化	34
5.1. 聚焦主业后盈利能力改善	34
5.2. 毛利率、净利率仍有提升空间	36
5.3. 现金流充裕，结构合理化	37
6. 盈利预测	37
7. 风险提示	38

图表目录

图 1: 调味品子行业生命周期各异, 各子品类在更迭中常青	5
图 2: 18 年调味品及发酵制品行业增速恢复	6
图 3: 调味品行业各子行业空间测算	6
图 4: 餐饮行业收入及增速	6
图 5: 2018 年调味品消费渠道占比	7
图 6: 2017 年我国各年龄段餐饮消费比重	7
图 7: 90 后每月在家做饭少于 3 次的比重高于 70/80 后	7
图 8: 2017 年正餐市场人均消费及消费人次变化	7
图 9: 调味品行业发展历程	8
图 10: 醋产品向功能细分和健康升级演进	8
图 11: 家庭调味品年花费与城镇居民人均可支配收入正相关	9
图 12: 各渠道占比及价格敏感度	11
图 13: 2017H1 紫林醋业主营业务成本占比	11
图 14: 成本上涨与提价周期	11
图 15: 中国中产人群占世界中产人群的比例上升	12
图 16: 酱油产品价格带划分	12
图 17: 消费者选购食品时考虑食品安全和健康	12
图 18: 酱油产品升级伴随价格带上移	12
图 19: 食醋企业百强销售收入及增速	13
图 20: 中国人均食醋消费 (kg/年) 较美日有较大差距	13
图 21: 四大名醋各据一方, 地方性小品牌占据本土市场	14
图 22: 2018 年食醋行业市场份额 (销量口径)	14
图 23: 2018 年酱油行业市场份额 (销量口径)	14
图 24: 2016H2 以来瓦楞纸价格飞涨	15
图 25: 某低端酱油产品标签出现“配制酱油”字样	15
图 26: 恒顺醋业营收 (百万元) 构成及发展历程	16
图 27: 恒顺醋业归母净利润及增速波动较大	17
图 28: 恒顺醋业及中炬、海天财务费用率比较	17
图 29: 恒顺醋业及中炬、海天销售净利率比较	17
图 30: 2015 至今恒顺醋业企业内部转型升级战略及具体表现	17
图 31: 2019H1 公司调味品营收 (亿元) 构成	18
图 32: 恒顺醋业的产品线	18
图 33: 恒顺醋业传统醋产品线梳理	19
图 34: 恒顺醋业宣传时突出零添加	19
图 35: 恒顺醋业 2018 年酱醋调味品营收 (亿元)	20
图 36: 恒顺醋业高端醋产品营收 (亿元) 及增速	20
图 37: 恒顺醋业料酒营收增速领先于总营收增速	20
图 38: 恒顺的料酒营收与老恒和存在差距	20
图 39: 2018 年恒顺醋业、海天味业利润率及费用率对比	21
图 40: 恒顺醋业、海天味业 2018 生产人员人均创收比较	22
图 41: 恒顺醋业、海天味业 2018 管理费用率构成对比	22
图 42: 海天味业、恒顺醋业股权结构图 (截止 2019Q3)	23

图 43: 恒顺醋业、海天味业高管薪酬及年龄比较 (除独立董事, 2018 年)	24
图 44: 海天味业、恒顺醋业人员结构比较 (2018)	25
图 45: 海天味业、恒顺醋业销售人均营收比较 (2018)	25
图 46: 酱油品类细分	25
图 47: 2015 年来主要酱油企业吨单价提升 (单位: 元/吨)	25
图 48: 恒顺醋业食醋吨单价远高于紫林醋业	26
图 49: 恒顺醋业与紫林醋业高端产品对比	26
图 50: 海天味业 2019H1 分地区收入结构	27
图 51: 恒顺醋业 2019H1 分地区收入结构	27
图 52: 华北市场以紫林、水塔及地方性品牌等为主	28
图 53: 西北市场水塔、紫林、恒顺三足鼎立	28
图 54: 恒顺与海天销售费用对比	29
图 55: 恒顺与海天广告费对比	29
图 56: 海天启用汪涵代言+综艺冠名	29
图 57: 海天核心单品包装升级	29
图 58: 2014 年来恒顺的营销举措	30
图 59: 高端醋收入占比提升	33
图 60: 恒顺醋业高端醋产品毛利率高于行业水平	33
图 61: 2019H1 年各区域收入增速	34
图 62: 恒顺醋业毛利率、净利率及三费率	35
图 63: 恒顺醋业三费率	35
图 64: 调味品行业主要企业毛利率比较	36
图 65: 调味品行业主要企业净利率比较	36
图 66: 调味品行业主要企业销售费用率比较	36
图 67: 调味品行业主要企业管理费用率比较	36
图 68: 经营活动产生的现金流量净额	37
图 69: 恒顺现金流量结构	37
图 70: 恒顺醋业 PE-Band	38
表 1: 我国各线城市调味品年花费及年均购买次数	9
表 2: 不同消费渠道的调味品消费特征	10
表 3: 2015-2018Q3 调味品行业主要公司杜邦分析比较	22
表 4: 海天股权激励目标与实际业绩	24
表 5: 部分调味品公司渠道布局	27
表 6: 2005-2020 年董事长背景	31
表 7: 五粮液人事变动后一系列举措	32
表 8: 可比公司估值 (截至 2019/12/31)	38

1. 调味品行业子品各更迭，食醋行业高增长、待整合

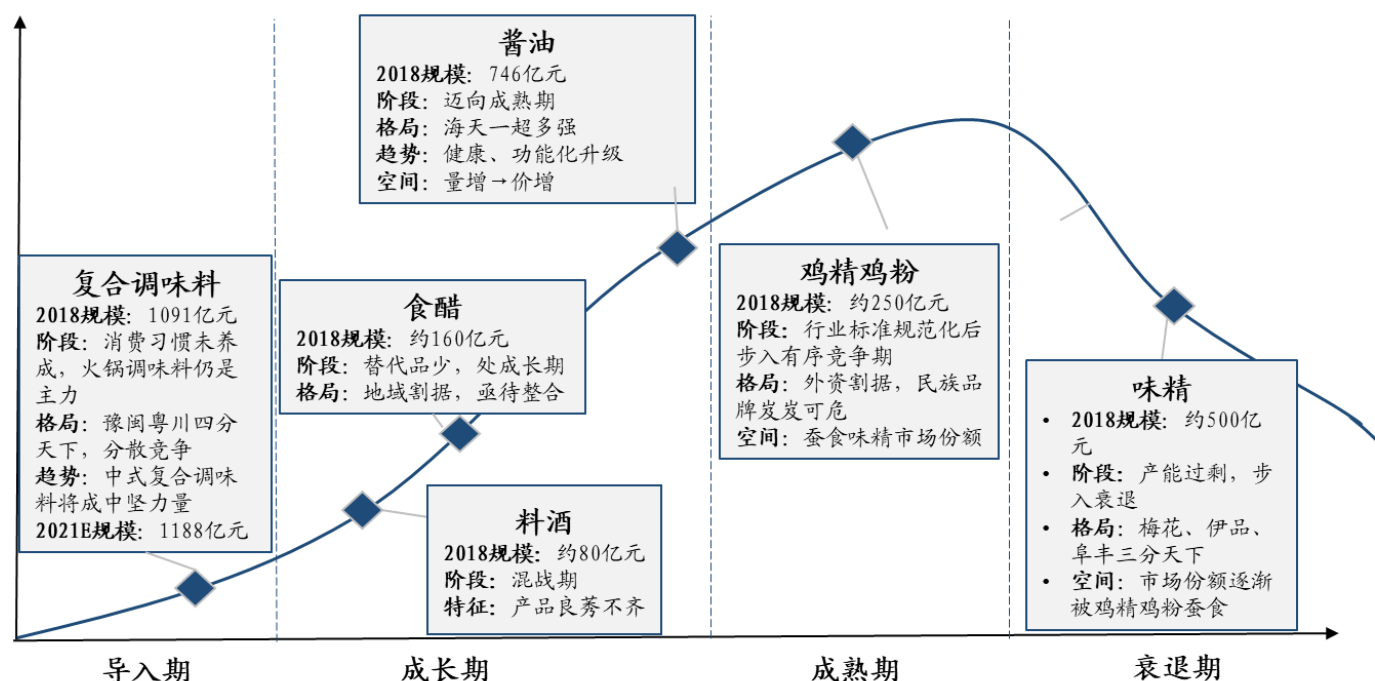
1.1. 子行业生命周期各异，3400 亿市场在更迭中常青

调味品各子行业生命周期各异：复合调味料消费习惯还未养成，处于导入期，成长潜力极大；醋和酱油处于成长期，酱油正逐渐迈向成熟期；鸡精鸡粉处于成熟期，已逐渐实现对味精的替代；而味精已处于衰退期，量价齐降。

各子品类在生命周期的更迭中常青：综合来看，调味品行业内部在生命周期变化中实现品类替代。例如，酱油作为咸味调味品的一支，曾部分替代食用盐，而如今又被复合调味品部分替代；鸡精鸡粉也在逐渐替代味精的过程之中。同时，调味品作为餐桌上的必需品，购买频率低，支出占比少，因此需求收入弹性小，受宏观经济波动性的冲击较小。所以调味品行业始终处于长盛不衰之中，堪称消费品界的常青树。

2018 调味品及发酵制品行业市场规模超 3400 亿元，调味品人均消费远低于其他国家，预计 2022 年规模有望突破 4500 亿元。随着餐饮复苏、产品升级，2018 年调味品行业销售收入 3427 亿元，同比增长 10.65%。2017 年我国人均调味品消费额仅为 79 元，远低于日本（899 元）、美国（517 元）、韩国（188 元），市场潜力大。

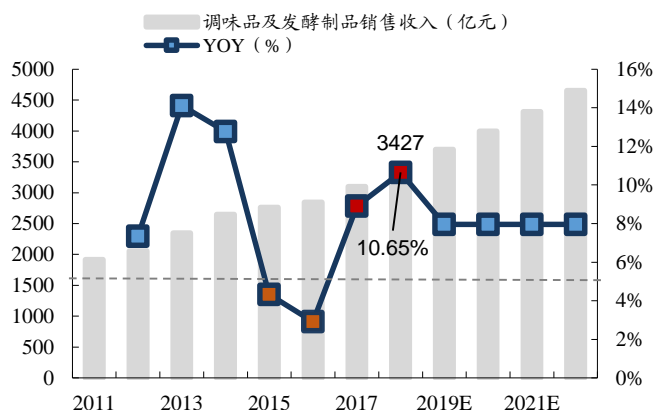
图 1：调味品子行业生命周期各异，各子品类在更迭中常青¹



数据来源：圣伦食品招股说明书，中商产业研究院，中国产业信息网，中国调味品协会，国家统计局，前瞻产业研究院，搜狐网，东吴证券研究所

¹ 食醋行业规模测算依据：根据中国产业信息网的数据，2016 年我国食醋消费量为 421.5 万吨，以略高于紫林醋业食醋吨单价的 3600 元/吨作为行业吨单价，保守测算得 2018 年我国食醋行业规模约 160 亿元。

图 2：18 年调味品及发酵制品行业增速恢复



数据来源：国家统计局，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 3：调味品行业各子行业空间测算²

类型	2016 年行业 规模 (亿元)	2021E 行业 规模 (亿元)	2016-2021CAGR
酱油	612	781	5.0%
食醋	141	201	7.3%
味精	499	475	-1.0%
鸡精鸡粉	243	470	14.1%
复合调味料	611	1188	14.2%
料酒	80	129	10.0%
其他	658	883	6.0%
调味品行业	2844	4126	7.7%

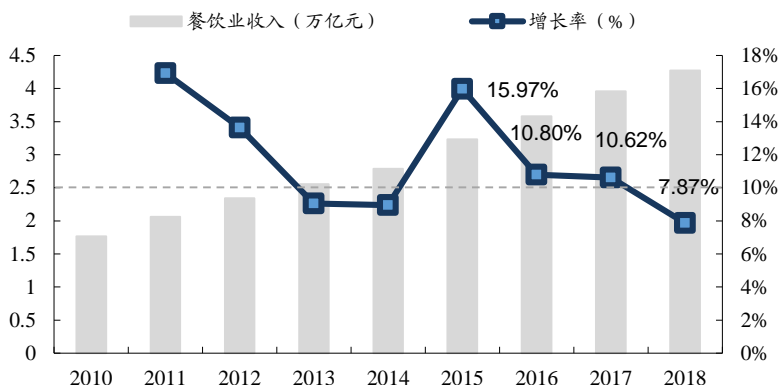
数据来源：圣伦食品招股说明书，中商产业研究院，中国产业信息网，中国调味品协会，国家统计局，前瞻产业研究院，搜狐网，东吴证券研究所

1.1.1. 量增：餐饮复苏+品类细分助力量增，低线城市是提升主力

餐饮渠道在调味品消费中占比 45%，餐饮复苏带动调味品消费增长。2012 年八项规定出台后，2013-2014 年餐饮业受挫，增速下滑至 10% 以下，对应到调味品行业 15-16 年略有滞后的反应出增速下滑。在两年的沉寂期后，餐饮业于 2015 年开始复苏，重回两位数增速。1) 餐饮主力年轻化，外出就餐和外卖趋势未来将强化。2017 年我国餐饮消费中，20-39 岁的中青年消费者占比高达 85%，青年人由于长期异地求学、工作繁忙等原因，习惯了外出就餐和外卖，未来这一趋势还将强化。2) 高端餐饮转型，大众餐饮回归。八项规定出台后，高端餐饮优胜劣汰，餐饮逐渐回归大众化。高端餐饮下沉，低端餐饮升级，大众餐饮发力，我国餐饮结构从之前的高端餐饮、低端餐饮两极分化，演进为高端、大众、低端餐饮中间大两头小的纺锤型结构。根据中国饭店协会发布的《2018 中国餐饮业年度报告》，截止 2017 年，大众餐饮消费占比达 80%，高端餐饮比例下降，大众餐饮成主流。

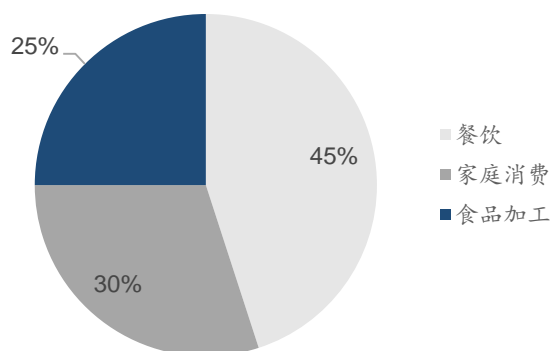
图 4：餐饮行业收入及增速

² 调味品行业规模及预测数据来自前瞻产业研究院；酱油行业 2016 年规模来自中国调味品协会，估算 2016-2021CAGR 达 5%，得 2021 空间规模 781 亿元；食醋行业规模测算以略高于 2016 紫林醋业吨单价的 3350 元/吨为行业单价，根据 2016 销量计算出行业规模，估计 5 年 CAGR 达 7%，测算得 2021 规模约 201 亿元；味精行业 2016 年规模数据来自*ST 莲花的年度报告，因味精已走入衰退期，以 -1% 的 CAGR 计算得 2021 年收入约为 475 亿元；鸡精鸡粉及复合调味料行业规模及预测数据均来自圣伦食品招股说明书；料酒行业 2016 收入来自中国产业信息网，因料酒处于发展早期，预计 CAGR 可达 10%，测算得 2021 行业规模可达 129 亿元。



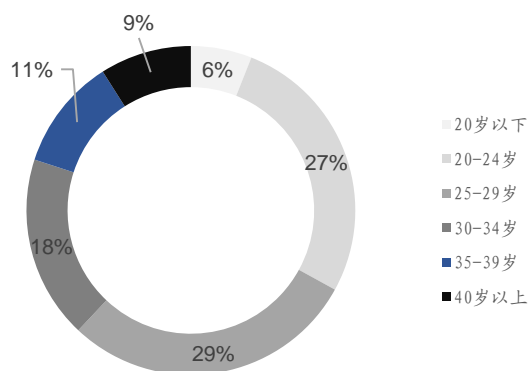
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 5：2018 年调味品消费渠道占比



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

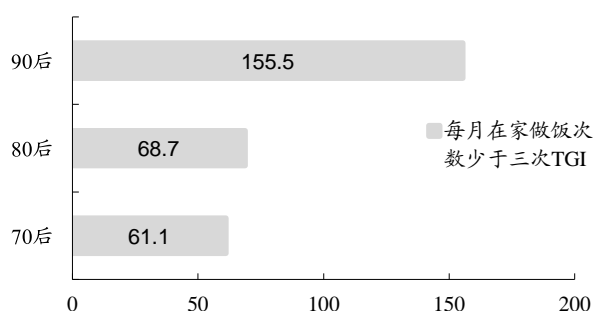
图 6：2017 年我国各年龄段餐饮消费比重



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

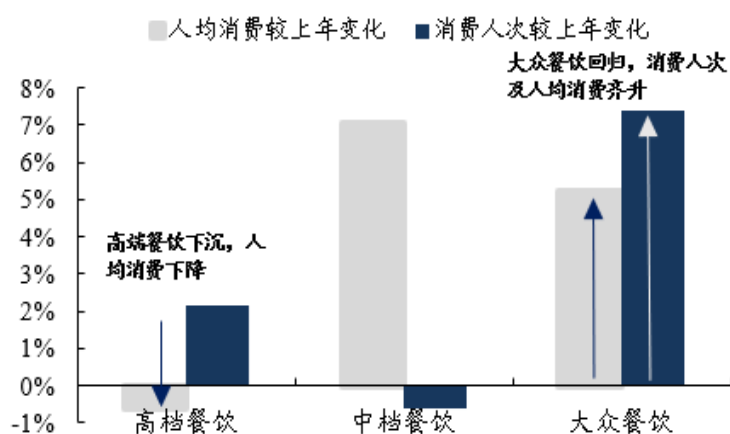
图 7：90 后每月在家做饭少于 3 次的比重高于 70/80 后

注：TGI= (目标群体中具有某一特征的群体所占比例/总体中具有相同特征的群体所占比例)*100，TGI 值越高代表该群体特征越明显。



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 8：2017 年正餐市场人均消费及消费人次变化



数据来源：《2018 中国餐饮业年度报告》，东吴证券研究所

2014 年后，调味品行业步入产品升级期，功能化和健康化的产品细分创造新的需求。我国调味品行业历经计划管制期（90 年代之前）、行业调整期（90 年代）、上升期（90 年代末-2003 年）、高速发展期（2004-2014），于 2014 年后步入产品升级期，品类细分成必然趋势。酱油细分为老抽、生抽、味极鲜、面条鲜、蒸鱼豉油等，并向着淡盐、零添加、有机等健康方向发展；食醋品类起步较晚，近年开始细分饺子醋、凉拌醋、蟹醋等，同时健康化升级为保健醋、醋饮料，产品细分创造新的需求。

图 9：调味品行业发展历程



数据来源：前瞻经济学人，中国调味品协会，国家统计局，东吴证券研究所

功能细分+健康化升级，高端醋有放量空间。醋将继续向凉拌醋、饺子醋等细分功能场景的细分品类延伸。目前我国食醋功能细分还处于初级阶段，细分潜力大。

从时间维度来看，我国酱油的功能化起步较早，李锦记的蒸鱼豉油（1997 推出）、加加面条鲜（2009 推出）等都是早期成功的功能性酱油单品案例，而食醋的功能化细分起步较晚，2010 年前后才逐渐出现饺子醋、凉拌醋等细分新品。

从产品普及率来看，对比生抽、老抽、面条鲜、蒸鱼豉油等，食醋细分产品在家庭厨房中较少出现，在市场上难觅其踪。因此食醋的功能细分潜力大，随着食醋行业规范化发展，食醋的功能化细分有望快速推进，向酱油看齐。

图 10：醋产品向功能细分和健康升级演进



数据来源：恒顺醋业，紫林醋业，水塔醋业，东湖醋业，东吴证券研究所

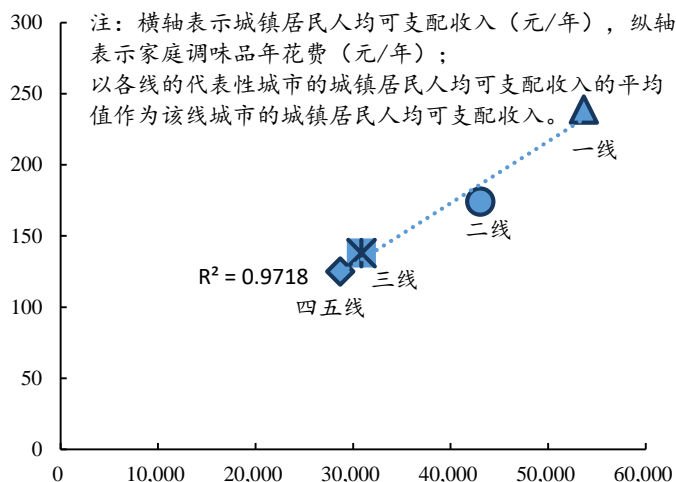
低线城市提升空间大：三四五线城市人口多，调味品年花费和年均购买次数相对一二线城市较低，有望成为行业扩容的主力。根据 Frost&Sullivan 的调查，三四五线城市共有约 1.11 亿城市家庭，约为一二线城市的两倍，而调味品年购买次数和花费都远低于一二线城市（一线、二线、三线、四五线的调味品年购买次数分别为 16:13:11:11、年花费分别为 239:174:138:125），主因人均收入水平差异。调味品年花费与城镇居民人均可支配收入成正向关系，我们测算相关系数高达 0.9718。未来低线城市的调味品需求将受益于收入水平的逐渐提升，购买频率和消费支出都有较大提升空间，有望向二线城市看齐。若三四五线城市家庭的调味品年花费提升至与二线城市相同，则我国城市家庭的调味品年支出将从 245 亿升至 293 亿，提升幅度约为 20%。

表 1：我国各线城市调味品年花费及年均购买次数

类别	一线城市	二线城市	三线城市	四五线城市	合计
城市家庭数（万）	1700	3400	5200	5900	16200
调味品年花费（元）	239	174	138	125	—
调味品年购买次数	16	13	11	11	—
目前调味品支出（百万元）	4063	5916	7176	7375	24530
低线城市与二线城市花费看齐	4063	5916	9048	10266	29293
后调味品支出（百万元）					

数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 11：家庭调味品年花费与城镇居民人均可支配收入正相关



数据来源：国家统计局，Frost&Sullivan，东吴证券研究所

1.1.2. 价增：龙头提价+消费升级推动价格上移

龙头提价和消费升级是价格上涨的主要驱动力。因调味品龙头对下游消费者具有较强议价能力，上游成本上涨时，龙头提价以便将成本压力转嫁给下游消费者，2-3 年一次的行业提价潮带动产品价格上涨；消费升级带动调味品产品升级，推动主流价格带上移。

龙头提价：1)综合来看，针对下游的消费渠道，调味品龙头具有较高议价能力。**餐饮渠道(45%)**品牌忠诚度高，价格敏感度中等：餐饮是专业化渠道，调味品消耗量大，购买频率高，具有品牌依赖的厨师在购买决策时的话语权更大，且各菜系依存各类调味品而生（如李锦记推出的蒸鱼豉油引领菜系创新）；**家庭消费渠道(30%)**具有代际传承性，价格敏感度低：持续摄入的调味品养成了消费者的味觉习惯，难以被其他品牌调味品替代，儿时的味觉体验影响调味品购买行为，具有代际传递性，且家庭调味品用量小，在城镇居民食品支出中所占份额约为 1%，因此需求价格弹性小，价格敏感度较低；**食品加工渠道(25%)**价格敏感度高：食品加工渠道使用量很大，购买者注重性价比，多采用低端产品，价格敏感度较高但该渠道占比并不高。

2)上游成本上涨时期龙头提价以将成本压力转嫁给下游消费者。以紫林醋业为例，主营业务成本中农副产品成本占比约 30%，包装材料成本占比约 45%，调味品成本受到上游农产品、包装材料价格波动的影响。但一方面，调味品厂商通常大规模采购原料，对上游供应商的议价能力强，另一方面，由于调味品的需求价格弹性小，调味品厂商通常将原材料价格上涨的成本转移给下游的消费者，纵观 2002 年以来的上游的农产品价格上涨或包装材料价格上涨时期，主要调味品企业都有提价行为，龙头每 2-3 年就会提价 5%左右，带动行业价格带整体上移。

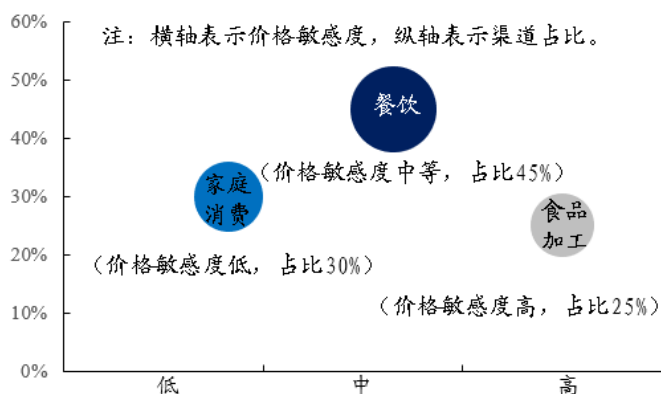
表 2：不同消费渠道的调味品消费特征

消费渠道	购买决策者	购买渠道	购买特征	价格敏感度
------	-------	------	------	-------

餐饮 (占比 45%)	厨师、采购人员	厂商直供、 批发市场、商超	使用量大、购买频率高，注重口味，对专业化调味品需求大，注重性价比。品牌忠诚度高	中等
家庭消费 (占比 30%)	家庭主妇	商超、农贸市场	使用量相对较小，注重安全健康，青睐熟悉的品牌	低
食品加工 (占比 25%)	采购人员	厂商直供	使用量大，注重性价比，偏好使用低端产品	高

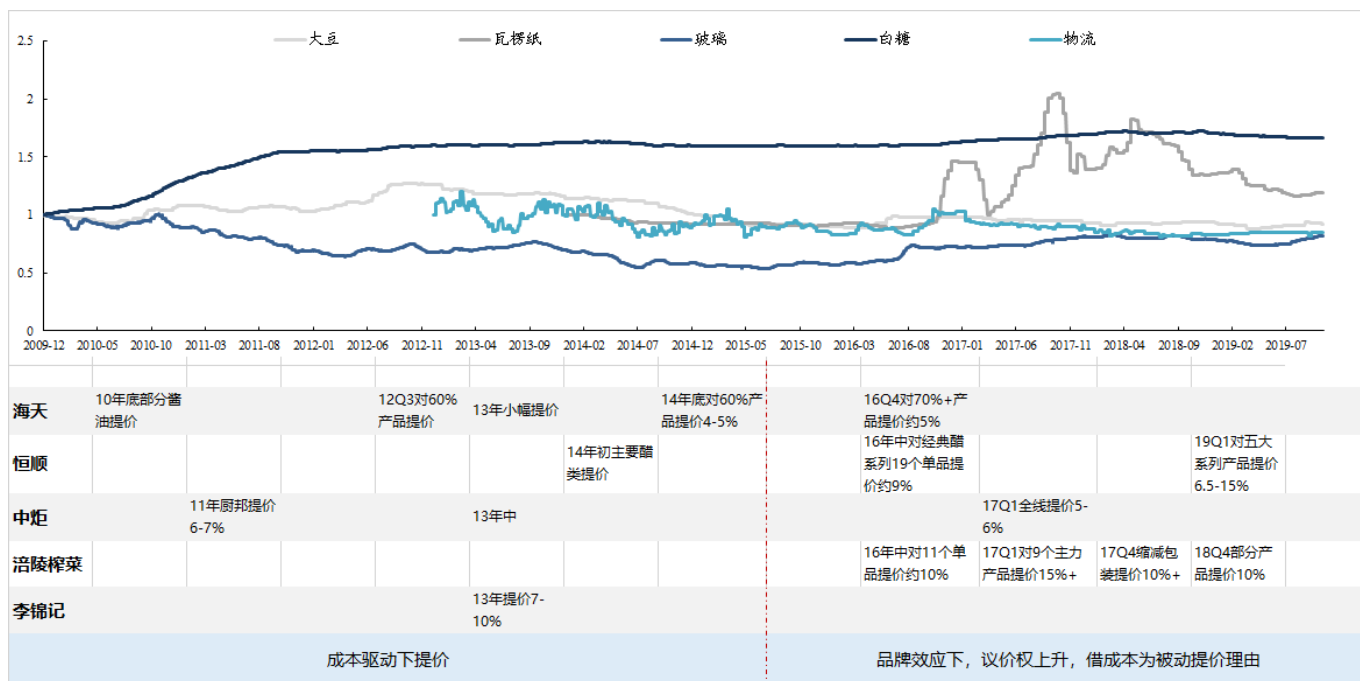
数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 12：各渠道占比及价格敏感度



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 14：成本上涨与提价周期

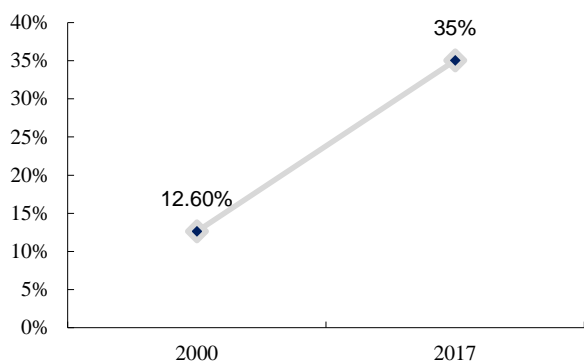


数据来源：糖酒快讯，中国糖酒网，Wind，东吴证券研究所

注：玻璃、白糖、大豆以 2009/12/31 为基点，物流以 2013/1/2 为基点，瓦楞纸以 2013/12/31 为基点

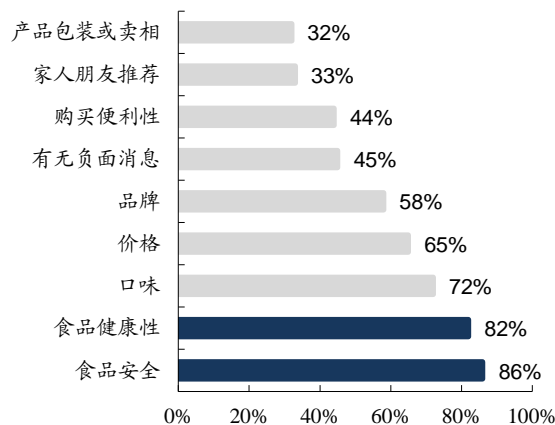
消费升级：消费升级带动调味品产品升级，产品价格带上移。目前我国中产人群规模已相当可观，在世界11亿中产中我国所占比例由2000年的12.6%升至2017年的35%，消费群体结构得以重塑。随着消费观念的转变，人们对饮食的要求经历了从吃饱到吃好，再到吃得健康、安全的转变。在需求转变的推动下，调味品行业产品升级，实现了从低端到中高端的转变，酱油实现了从生抽逐渐替代老抽，到凉拌酱油、红烧酱油、蒸鱼豉油等功能化酱油，再到零添加酱油、无机酱油、淡盐酱油等健康概念酱油的产品升级之路，价格带也随之上移，从5-8元/500ml的中端价格带转向8-12元/500ml的高端价格带。未来随着主流品牌推出更多的高端酱油，酱油价格带有望全面上移。

图 15：中国中产人群占世界中产人群的比例上升



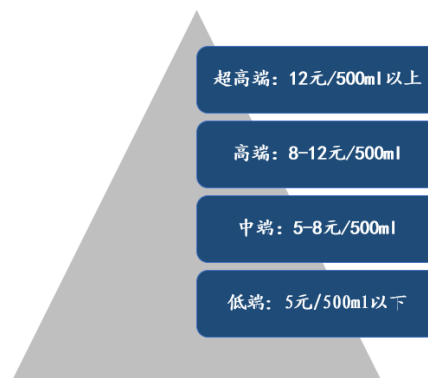
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 17：消费者选购食品时考虑食品安全和健康



数据来源：Ipsos，东吴证券研究所

图 16：酱油产品价格带划分



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 18：酱油产品升级伴随价格带上移



数据来源：天猫超市，京东，东吴证券研究所

1.2. 食醋行业：行业高增，区域割裂，亟待整合

1.2.1. 行业高增：2020 年有望超 180 亿元

行业目前：食醋作为基础调味品，替代品少，尚处成长期。

从**增速**来看，2011 年前，食醋行业发展较慢，2006-2011 食醋百强销售收入 CAGR 仅为 8.82%，2012 年后，头部企业规模迅速扩容，食醋百强 2012-2016CAGR 达 12.37%，

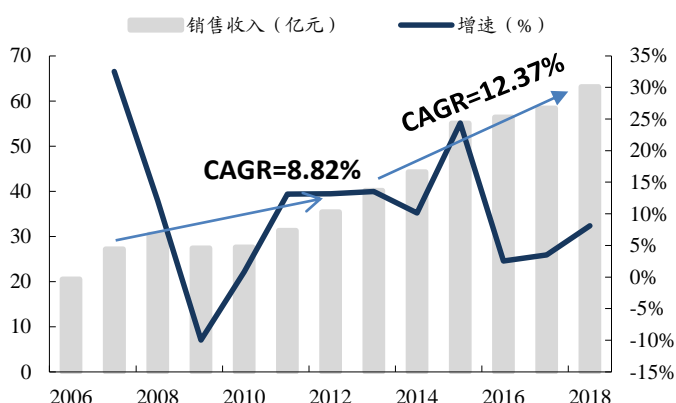
2018 年百强销售收入约 63.11 亿元。

从**规模**来看，根据我们的估算³，2018 年食醋销售收入约为 160 亿元。对标日本来看，2018 年我国食醋消费量达 429.1 万吨，人均食醋消费量约为 3.08kg/年，而日本人均食醋消费量为 7.9kg/年，再加上食醋作为酸味调味品的一支，替代品极少，因此我国人均食醋需求量有较大提升空间。

从**发展阶段**来看，食醋的发展水平低，小作坊式企业多，品类细化程度低，产品高度同质，尚处于成长期，在功能细分和产品多样化上还有很大提升空间。

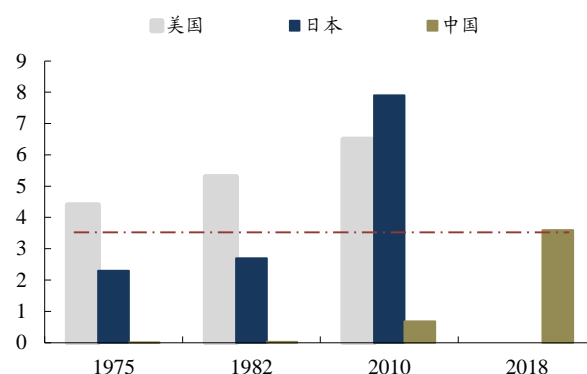
此外，随着食醋的保健功能逐渐为人所知，**食醋从基础调味品逐渐向以基础调味品为主、保健醋和醋饮料为辅的多元化定位延伸，有望小幅拉动需求。**以日本为例，上世纪 70 年代，日本人均食盐消费量高而食醋消费量低，慢性病问题突出，醋的保健功能为人所知后，上世纪 80 年代，日本迎来保健醋热潮，推动了醋饮料市场的快速发展，日本在 1984-1994 年间食醋消费量快速增长，此后虽有所回落，但仍维持在较高水平，人均食醋消费量反超美国。

图 19：食醋企业百强销售收入及增速



数据来源：紫林醋业招股说明书，中商产业研究院，东吴证券研究所

图 20：中国人均食醋消费（kg/年）较美日有较大差距



数据来源：中国调味品协会，中国产业信息网，国家统计局，东吴证券研究所

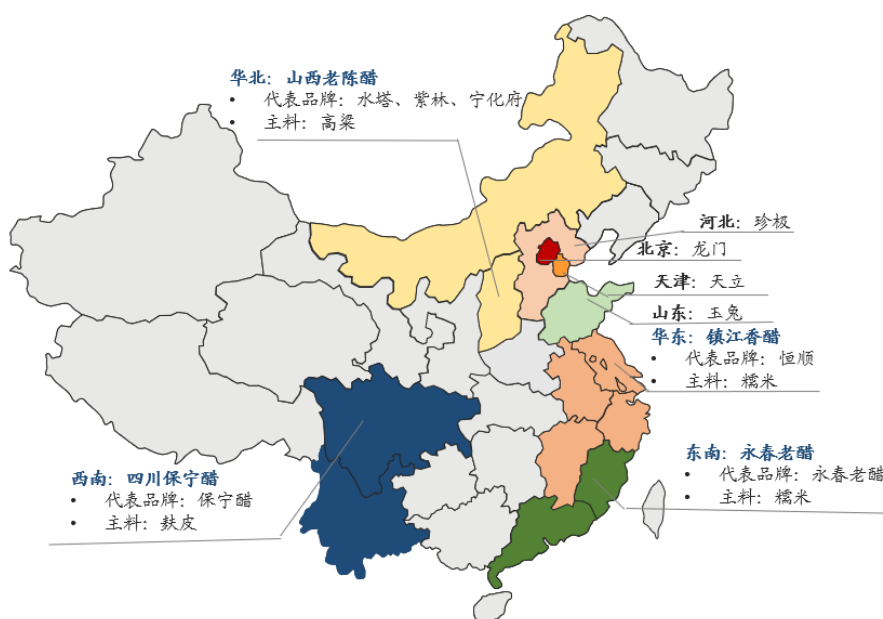
未来三年预计食醋行业收入增速在 5%-10% 之间，行业规模将于 2020 年超过 180 亿元。2016 年我国食醋消费量为 421.5 万吨，以 2012-2016 食醋消费量的 2.29% CAGR 作为 2018 年食醋消费量增长率计算，2018 年食醋消费量约为 441 万吨，以略高于紫林醋业食醋（3600 元/吨）吨单价的作为行业吨单价，保守测算得 2018 年我国食醋行业规模约 160 亿元。我们预计在中小厂商去库存过程中，以恒顺为首的龙头企业提价带动行业消费升级，驱动单价提升 4-6%，消费量维持 2-3% 的年化增长，预计 2020 年行业规模将超过 180 亿元。

³ 食醋行业规模测算依据：根据中国产业信息网的数据，2016 年我国食醋消费量为 421.5 万吨，以 2012-2016 食醋消费量的 CAGR2.29% 作为 2017 年食醋消费量增长率计算，2018 年食醋消费量约为 441 万吨，以略高于紫林醋业 2017H1 食醋吨单价的 3600 元/吨作为行业吨单价，保守测算得 2018 年我国食醋行业规模约 160 亿元。

1.2.2. 地域分割亟待整合：行业集中度提升成趋势

食醋的品牌意识弱而产地意识强，地域分割特征明显。各地不同的酿造工艺铸就了差异极大的区域口味。在激烈的市场竞争中，山西老陈醋、镇江香醋、保宁醋、永春老醋“四大名醋”脱颖而出，成为泛区域性知名品牌。此外，各地还有许多地方性的小品牌，如天津天立、山西紫林、北京龙门、河北珍极、山东玉兔等。不同的工艺酿造出了口感不一的食醋，在日积月累中养成了消费者的味蕾习惯，从此食醋的消费成为习惯性消费，形成味蕾壁垒，食醋行业的区域分割特征极强。

图 21：四大名醋各据一方，地方性小品牌占据本土市场

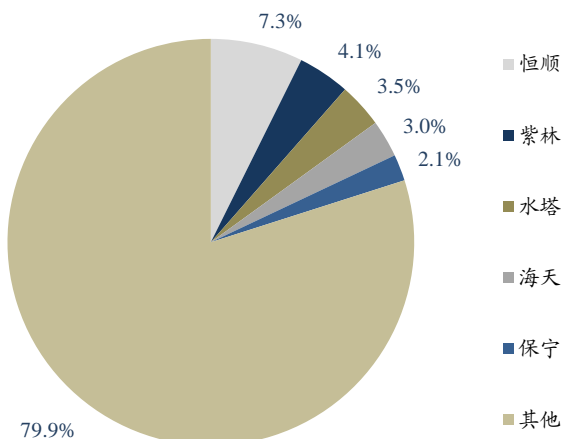


数据来源：紫林醋业招股说明书，东吴证券研究所

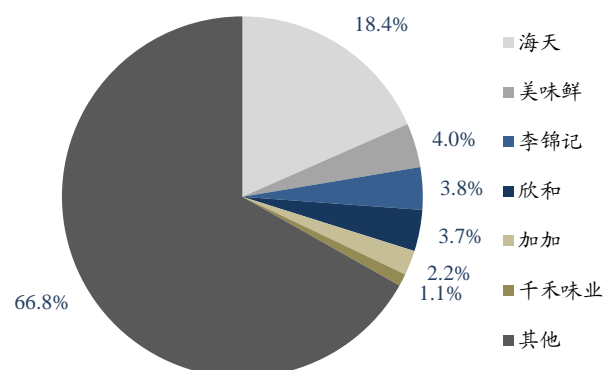
食醋 CR5 仅 20%（酱油 CR5 32%），恒顺市占率 7%（海天占酱油的 18.4%），亟待整合。根据我们的测算，食醋龙头恒顺醋业市占率约为 7%，山西水塔、山西紫林、四川保宁醋的市占率约为 2%-4%，食醋 CR5 仅 20%，比酱油行业的 CR5 32%低约 12pct。海天味业于 2017 年初收购江苏丹和醋业，在食醋行业市占率已经达到 3%，18 年规模已经成为行业第四。根据中国调味品协会的统计，小作坊式的食醋企业占比达 70%，食醋行业亟待整合。

图 22：2018 年食醋行业市场份额（销量口径）

图 23：2018 年酱油行业市场份额（销量口径）



数据来源：调味品协会，中国产业信息网，东吴证券研究所



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

行业集中度提升将成趋势。1) 龙头渠道扩张驱动市占率提升。恒顺醋业持续推进渠道下沉，拓展电商渠道，提升终端渠道覆盖率龙头公司的品牌优势和稳步扩张的销售网络，挤压地方性小品牌的生存空间。**2) 环保监管力度加大引起成本上行，挤压中小厂商盈利空间。**2016H2 开始，受环保检查风暴影响，调味品行业上游的瓦楞纸价格飞涨，从 16 年 6 月初的 2500 元/吨上涨到 17 年 10 月末的 5730 元/吨，此后价格虽然有所回调，但价格维持在 4000-5000 元/吨，并且仍呈现上涨趋势。上游原材料价格的上涨使调味品厂商的成本上升，海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业等调味品龙头企业以产品提价覆盖成本的上升。但对于中小厂商来说，对于上游的议价能力和对于下游的定价能力较弱，如果产品提价，就意味着仅剩不多的消费者流失，在这种情况下，中小企业的盈利空间被再度挤压。**3) 调味品新国标出台，对小企业冲击较大。**2018 年调味品新国标出炉，已于 2019 年 12 月 21 日实施，要求将配制酱油和配制食醋纳入复合调料，商品标签上不再允许使用配制酱油、配制食醋字样，以低质低价进行市场竞争的小企业面临被淘汰风险，利好酿造食醋的标准化大中型企业。

图 24：2016H2 以来瓦楞纸价格飞涨

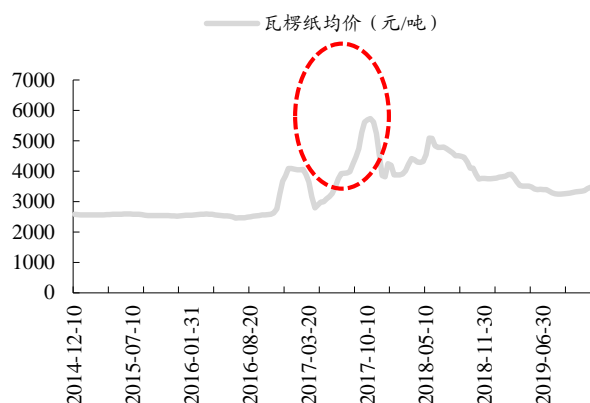


图 25：某低端酱油产品标签出现“配制酱油”字样



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

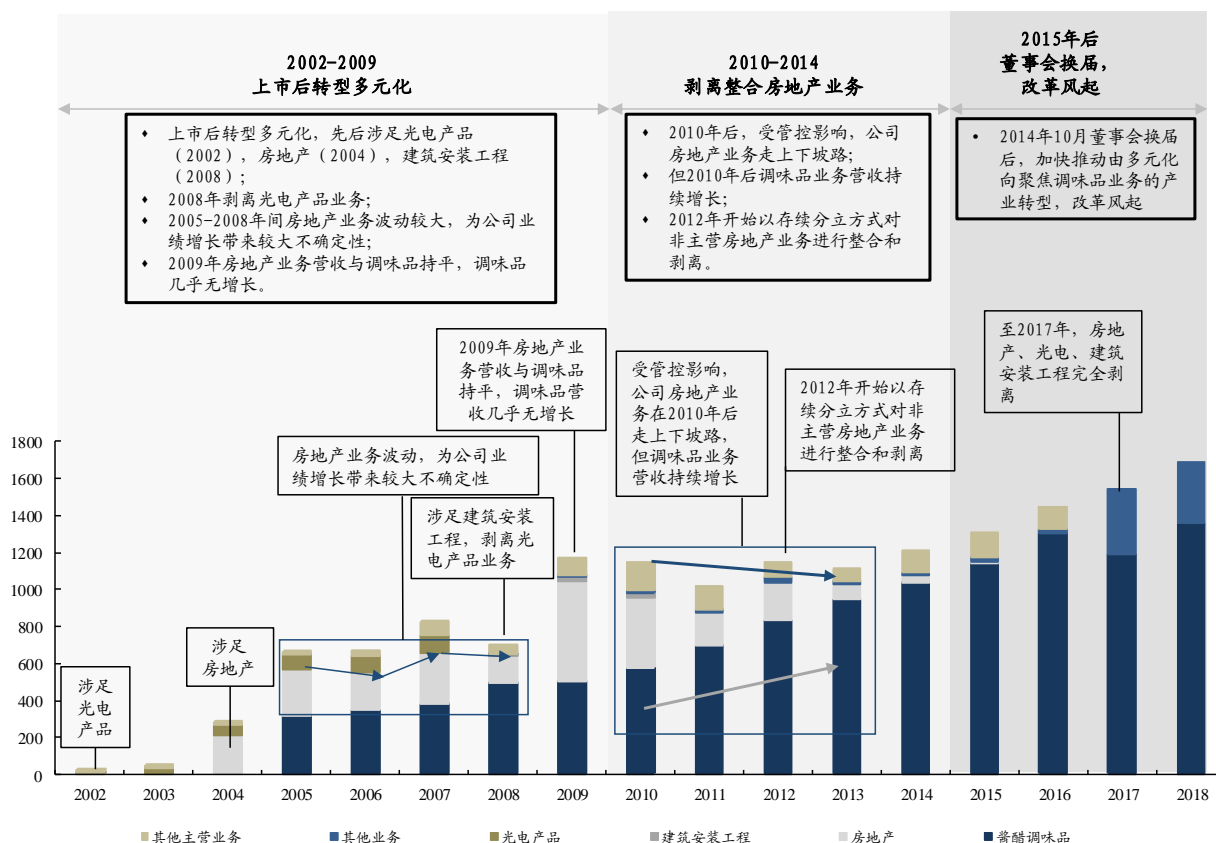
数据来源：ZAKER，东吴证券研究所

2. 观历史：百年岁月厚积薄发，食醋料酒双轮驱动

2.1. 纵向观历史：从多元走向聚焦

恒顺醋业是四大名醋之一镇江香醋的代表，于 2001 年在上交所上市。在上市后曾试图转型多元化，先后跨界光电产品、房地产与建筑安装工程，然而多元化经营深陷泥沼，拖累公司调味品主业。公司痛定思痛，从 2012 年开始剥离房地产业务。2014 年 10 月，董事会换届完成后加快剥离辅业，聚焦调味品主业，截至 19H1 调味品收入占比 93.01%，战略成效显著。

图 26：恒顺醋业营收（百万元）构成及发展历程

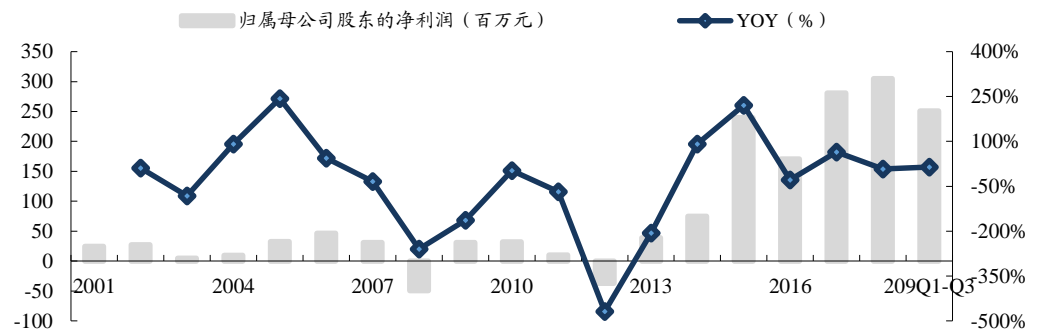


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2001-2009：上市后转型多元化，弊端凸显。恒顺醋业的前身是 1840 年创办于江苏镇江的朱恒顺槽坊，是四大名醋之一镇江香醋的代表。2001 年，恒顺醋业在上交所上市。上市后，公司转而谋求多元化发展，先后涉足光电产品（2002），房地产（2004），建筑安装工程（2008）。多元化在理论上能够降低经营风险，创造新的利润增长点，但也造成了种种弊端，体现在：1)房地产业务的波动性为公司业绩带来较大不确定性，2008 年公司处于亏损状态；2)房地产业务在 2009 年与调味品业务平分秋色，调味品业务受到拖

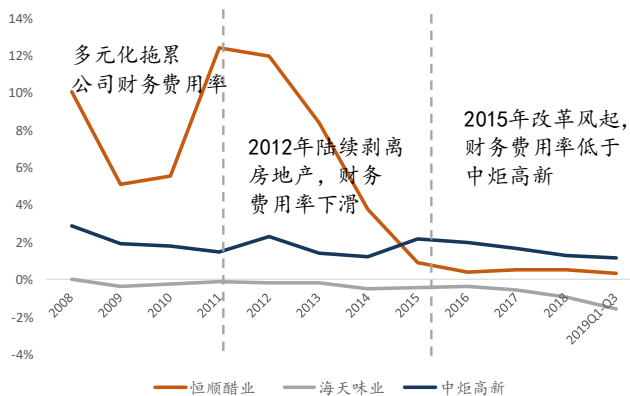
累，增速缓慢，甚至 2009 年几乎无增长；3)房地产业务使公司财务费用过高，在 2014 年前公司财务费用率远高于中炬及海天，拖累公司销售净利率。

图 27：恒顺醋业归母净利润及增速波动较大



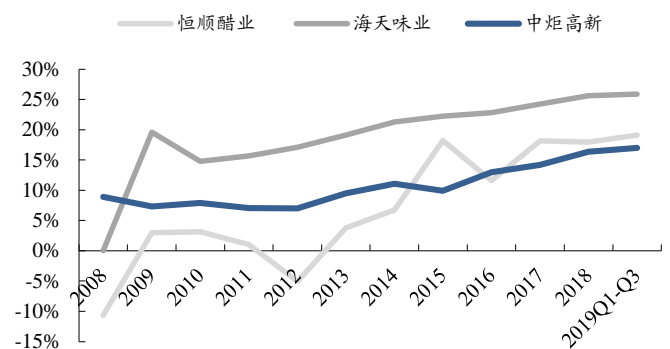
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 28：恒顺醋业及中炬、海天财务费用率比较



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 29：恒顺醋业及中炬、海天销售净利率比较

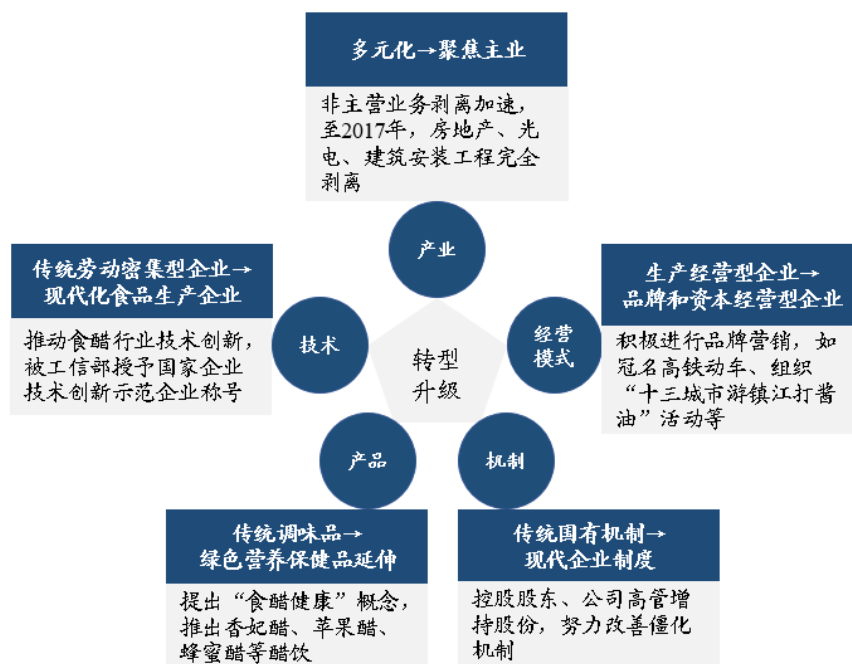


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2010-2014：公司逐渐剥离房地产业务，回归调味品主业。早在 2008 年，公司剥离光电产品业务；2010 年后受管控影响，公司房地产业务下行，营收渐减但调味品业务快速增长，公司痛定思痛，剥离房地产，回归调味品主业。2012 年，公司通过存续分立方式剥离房地产业务，先向子公司恒顺置业增资，后将恒顺置业及其全资子公司恒顺房地产开发公司分立为恒顺置业、恒顺房地产开发公司、恒顺商城；2015 年后退出房地产市场，公司财务费用率持续下降，在 2015 年时已低于中炬高新。

2015-至今：聚焦主业，加码品牌建设。2014 年 10 月公司换届，总经理张玉宏接任公司董事长。在 2014 年前几乎无营销，2014 年开始积极进行品牌宣传，冠名高铁动车，在央视等平台进行广告宣传，打出“中国醋、恒顺香”的广告词，推动品牌走向全国。

图 30：2015 至今恒顺醋业企业内部转型升级战略及具体表现



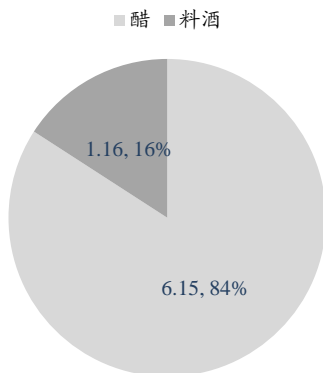
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 聚焦调味品：拳头产品+明星产品多线发展

剥离非主营业务后，调味品主业向着以食醋为核心，料酒等多品类并存的格局衍变。目前食醋仍为拳头产品，2019H1 公司醋类产品营收占调味品的 84%，料酒成长为明星产品，营收占比达 16%，料酒营收增速高达 32.58%，成为驱动业绩增长的主力产品。除食醋和料酒两大主要品类外，公司拓展了酱油、酱菜、酱类等多品类，涵盖食醋、料酒、酱油、其他调味品四大类，12 个系列，产品种类丰富，但除食醋、料酒外，其他产品份额较小。

图 31：2019H1 公司调味品营收（亿元）构成

图 32：恒顺醋业的产品线



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：恒顺醋业官网，东吴证券研究所

2.2.1. 食醋：食醋唯一龙头，提价推高端驱动升级

结构升级明显。包括香醋、陈醋在内的黑醋是公司的主力醋产品，公司主要黑醋产品为恒顺 B 香、镇江 A 陈。2018 年黑醋收入 7.52 亿元，约占调味品收入的 56%；白醋收入 1.63 亿元，同比增长 13.27%。其中高端醋产品收入从 2012 年的 1.26 亿元增长至 2018 年的 2.48 亿元，占醋类收入的 18%，2012-2018 六年 CAGR 约 11.46%，升级明显。

在传统食醋的基础上，重点研发十年八度香酯醋和有机醋。公司提出“醋不仅是调味品，更是健康产品”的健康概念，打造“民生产品”+“养生产品”。在“民生产品”产品定位上，主打零添加概念，保障消费者的体验感；在“养生产品”定位上，提出“食醋健康”理念，2017 年研发十年八度香酯醋和有机醋系列，并推出蜂蜜醋、香妃醋、苹果醋的便携小袋装，在包装、营销等方面进行大胆创新。

图 33：恒顺醋业传统醋产品线梳理

图 34：恒顺醋业宣传时突出零添加



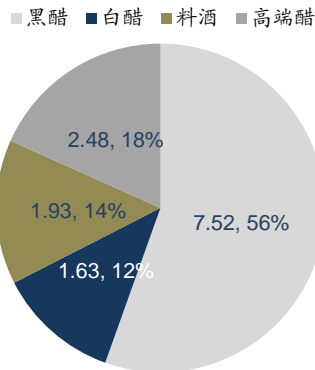
系列:	香醋	陈醋	白醋	米醋	高端醋
代表产品:	恒顺B香、镇江香醋	恒顺陈醋、镇江A陈	恒顺白醋	9°米醋	三年陈、六年陈、十年陈
售价:	7.5元/500ml 6.9元/500ml	15.9元/500ml 7.5元/500ml	5.8元/500ml	7.5元/500ml	22.9元/580ml 29.8元/580ml 59.8元/300ml

数据来源: 天猫超市, 恒顺醋业官方旗舰店, 东吴证券研究所



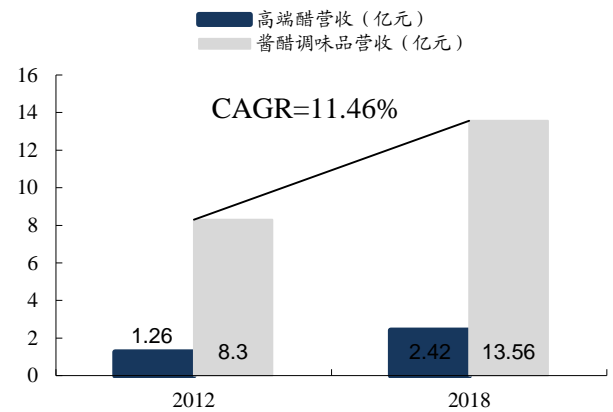
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 35: 恒顺醋业 2018 年酱醋调味品营收 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 36: 恒顺醋业高端醋产品营收 (亿元) 及增速



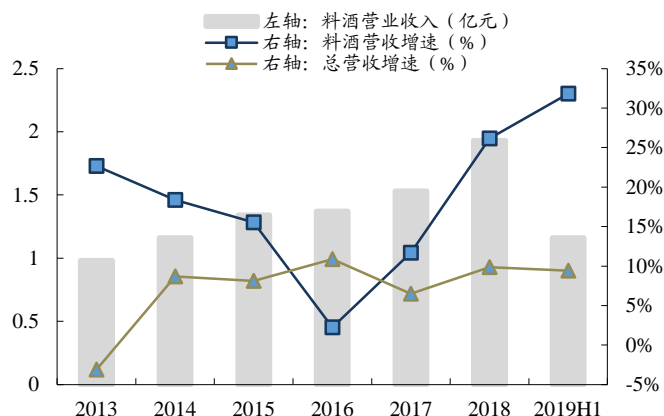
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.2. 料酒: 料酒扩产, 增添助力

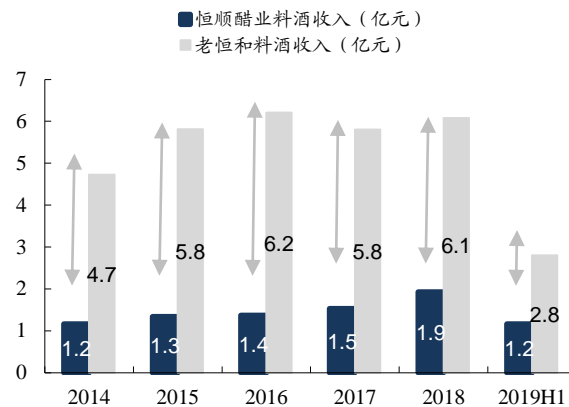
料酒成第二大主力, 扩产仍在继续。2012 年葱姜料酒上市以来, 公司保持每年开发 2 个料酒新品的步伐, 料酒产品逐渐成为恒顺的第二大品类。2019H1 料酒销售收入达 1.16 亿元, 约占调味品收入的 16%, 同比增长 32.58%。公司 2018 年料酒产量达 4.32 万吨, 在 5 万吨料酒灌装生产线及配套项目投产后, 料酒产能还将进一步扩大。横向来看, 公司的料酒业务与老恒和之间存在较大差距, 但老恒和调整渠道转攻餐饮, 再加上 18 年恒顺战略性抢占料酒市场份额, 料酒业务快速扩张。

图 37: 恒顺醋业料酒营收增速领先于总营收增速

图 38: 恒顺的料酒营收与老恒和存在差距



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



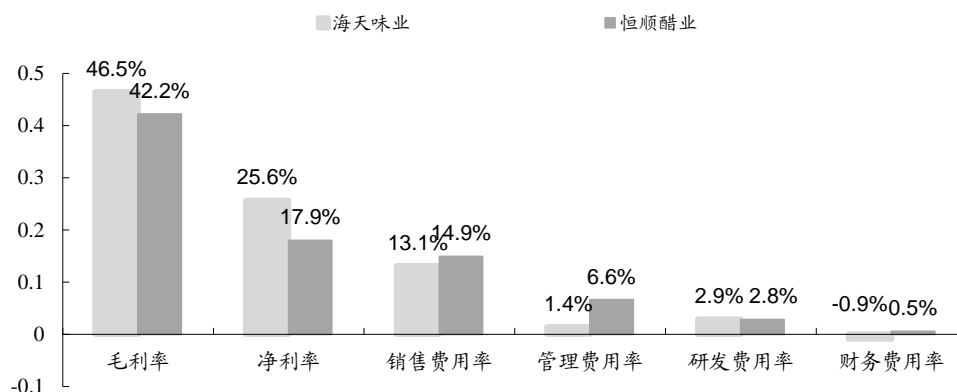
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 比海天：管理高效化+渠道补短板+产品高端化，改革空间大

3.1. 看差距：生产效率和效率有较大优化空间

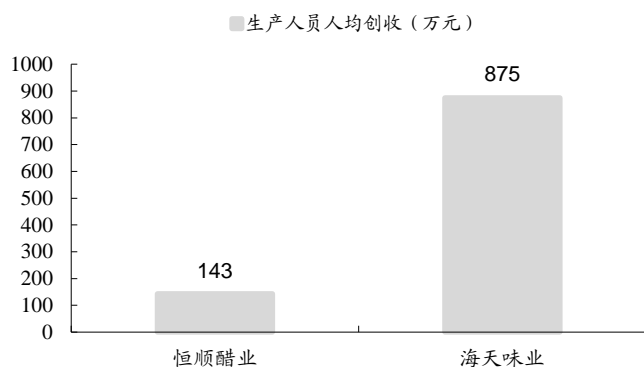
体制机制和行业地位影响运营效率，海天的盈利能力领先于恒顺，恒顺生产效率和效率提升空间大。在利润端，2018 恒顺醋业综合毛利率低于海天味业 4pct，其中恒顺食醋毛利率为 44.03%，低于海天酱油（50.55%）约 6.5pct，毛利率的差异主要来自二者生产效率的差异，海天生产人均创收为恒顺的 6 倍。人员效率的差异也导致了费用率差距，2018 年恒顺醋业的销售费用率、管理费用率、财务费用率分别高于海天味业 1.8pct、5.2pct、1.4pct，其中恒顺管理费用率中人工成本高出海天 2.27pct。因此，恒顺净利率低于海天味业 7.7pct，恒顺醋业未来盈利能力提升的可能途径来自生产自动化带来的生产效率的提高、内部管理机制改善带来的管理效率的提高。

图 39：2018 年恒顺醋业、海天味业利润率及费用率对比



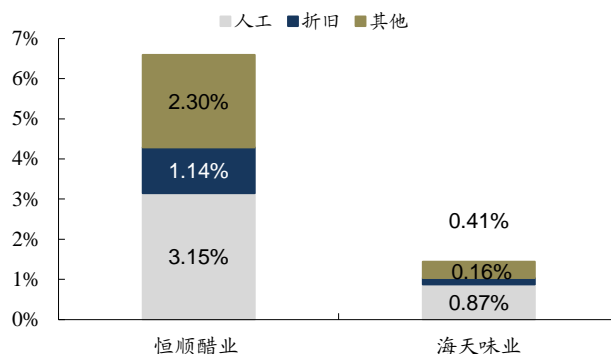
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 40: 恒顺醋业、海天味业 2018 生产人员人均创收比较



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 41: 恒顺醋业、海天味业 2018 管理费用率构成对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营效率如有改善, ROE 提升空间大。纵向来看, 公司 19H1 净资产收益率下降约 0.44pct, 主要因为权益乘数微减, 财务杠杆微减。横向来看, 公司净资产收益率低于业内平均水平, 2019H1 净资产收益率仅 6.74%, 低于海天、中炬、千禾, 比海天低 13pct。主要原因在于公司销售净利率较低, 2019H1 销售净利率比海天、中炬分别低 11pct、0.64pct, 另外, 公司的资产周转率较海天低, 也成为公司拖累公司 ROE 的重要原因。

表 3: 2015-2018Q3 调味品行业主要公司杜邦分析比较

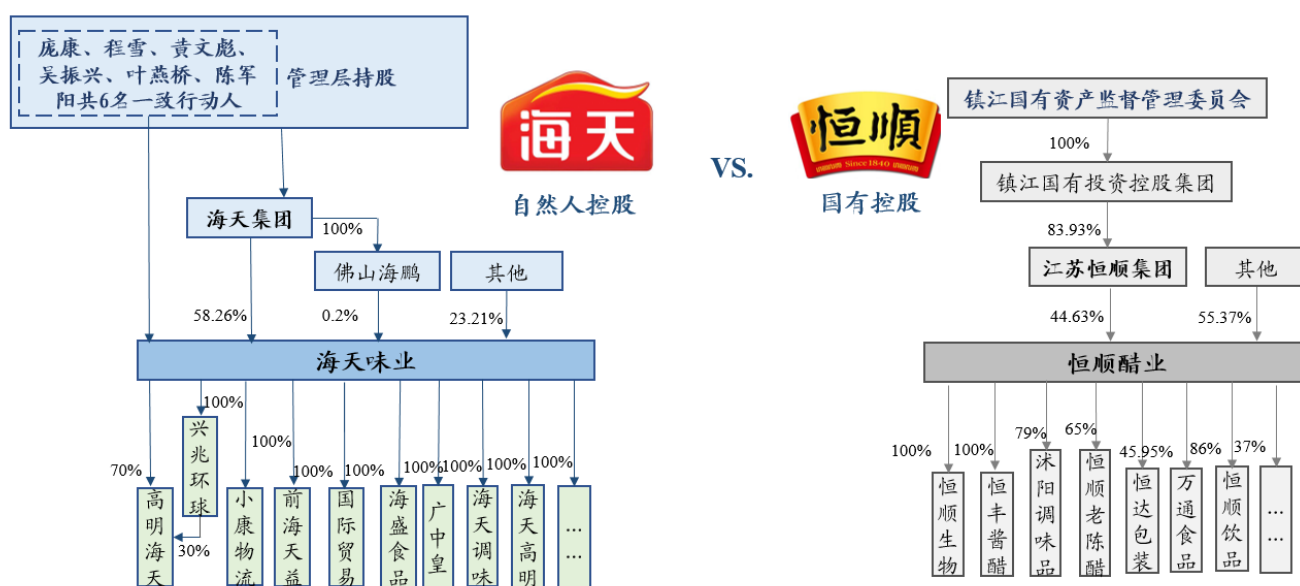
公司	指标	2016	2017	2018	2019H1
恒顺醋业	净资产收益率(ROE)(%)	11.19%	16.66%	15.88%	6.74%
	YOY	-36.11%	48.86%	-4.68%	-0.44%
	销售净利率	11.63%	18.17%	17.94%	16.35%
	归属母公司股东的净利润/净利润(%)	101.28%	100.29%	100.26%	98.54%
	权益乘数	1.49	1.43	1.41	1.35
	资产周转率	0.64	0.64	0.63	0.31
海天味业	净资产收益率(ROE)(%)	30.30%	32.45%	32.66%	19.75%
	YOY	-1.96%	7.08%	0.65%	3.08%
	销售净利率	22.82%	24.21%	25.63%	27.08%
	归属母公司股东的净利润/净利润(%)	100.00%	100.00%	99.95%	99.96%
	权益乘数	1.33	1.37	1.42	1.39
	资产周转率	1.00	0.98	0.93	0.53
中炬高新	净资产收益率(ROE)(%)	13.64%	15.26%	18.07%	9.66%
	YOY	34.28%	11.88%	18.41%	-7.74%
	销售净利率	12.99%	14.17%	16.35%	16.99%
	归属母公司股东的净利润/净利润(%)	88.33%	88.63%	89.17%	90.11%
	权益乘数	1.78	1.72	1.67	1.70

	资产周转率	0.67	0.71	0.74	0.39
	净资产收益率(ROE)(%)	14.74%	14.75%	20.79%	6.53%
	YOY	-3.79%	0.05%	40.95%	-44.66%
千禾味业	销售净利率	12.98%	15.19%	22.53%	14.70%
	归属母公司股东的净利润/净利润(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	权益乘数	1.29	1.14	1.32	1.42
	资产周转率	0.88	0.85	0.68	0.31

数据来源：Wind，东吴证券研究所

股权结构：海天味业历经了国有控股→中外合资→国有股权退出→外资退出→民营（管理层持股）的股权结构变化，而恒顺醋业一直保持国有控股。截止 2019Q3，海天味业母公司海天集团（高管持股平台）直接持有公司 58.26%的股权，公司主要高管庞康等人直接及通过海天集团间接持股，管理层利益与公司协同一致；恒顺醋业实际控制人为镇江市国资委。

图 42：海天味业、恒顺醋业股权结构图（截止 2019Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

激励政策：海天实施高管持股+面向骨干员工的股票激励计划，将公司的业绩与高管、骨干员工的利益绑定，激发员工活力。除 58 名高管持股外，海天于 2014 年推出首期限限制性股票激励计划，面向核心技术、营销、生产、工程、管理等 93 名骨干人员授予 658 万股限制性股票（约占当时公司股本的 0.44%），激励对象覆盖面广，调动了各部门骨干人员的积极性，超额完成了 17 年较 13 年业绩翻番的目标；恒顺作为国企，管理人员工资结构与薪酬相对较固定，并未推出股权激励计划，虽设置了业绩激励基金，但激励机制仍有提升空间。

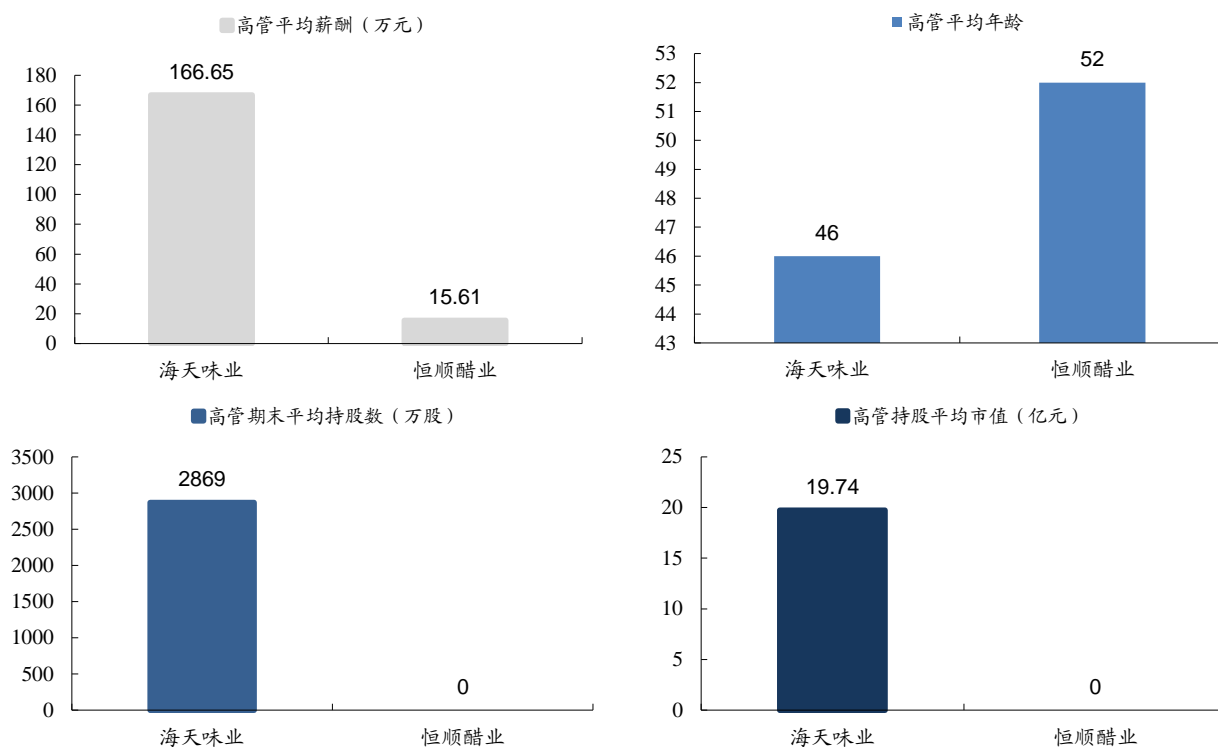
表 4: 海天股权激励目标与实际业绩

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	19Q1-Q3
当年增长										
营业总收入	23.0%	10.4%	16.1%	18.8%	16.8%	15.0%	10.3%	17.1%	16.8%	16.6%
净利润	-7.3%	17.4%	26.4%	33.0%	30.1%	20.1%	13.3%	24.2%	23.7%	22.5%
较 2013 年累计增长										
营收-股权激励目标					16.8%	34.3%	53.1%	73.0%		
营收-实际					16.8%	34.4%	48.3%	73.6%		
净利润-股权激励目标					24.0%	50.0%	77.0%	107.1%		
净利润-实际					30.1%	56.2%	77.0%	119.8%		

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

高管层: 高管薪酬差距、年龄层差异明显。薪酬方面, 2018 年海天味业高管平均薪酬为 167 万元, 而恒顺仅为 16 万元, 且海天高管持股而恒顺高管持股为零; 年龄方面, 海天高管平均年龄 46 岁, 恒顺为 52 岁, 海天高管层更加年轻化。

图 43: 恒顺醋业、海天味业高管薪酬及年龄比较 (除独立董事, 2018 年)

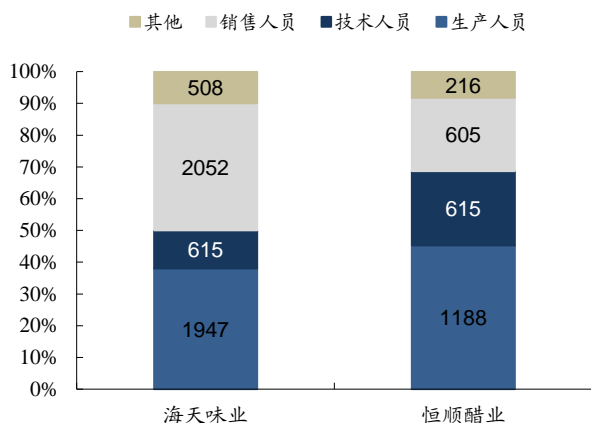


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

员工层: 结构上, 2018 年底恒顺醋业销售人员 (605 人, 占比 23%) 较少而生产、技术人员 (1803 人, 占比 69%) 较多, 海天味业销售人员较多 (2052 人, 占比 40%), 说明恒顺“重生产研发而轻销售”的特点, 在市场占有方面的投入不够; **效率上,** 2018 年

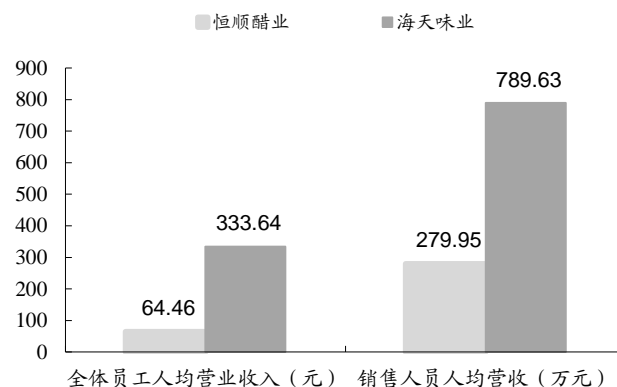
海天味业销售人员人均创收约为 790 万元，而恒顺醋业仅为 280 万元，二者的生产效率差异较大。因此，无论从激励政策、高管层还是员工结构层面来说，公司都存在较大改革空间。

图 44：海天味业、恒顺醋业人员结构比较（2018）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 45：海天味业、恒顺醋业销售人均营收比较（2018）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 产品：强品牌力高定位

3.2.1. 海天：借成本上升期，实现产品升级、吨价提升

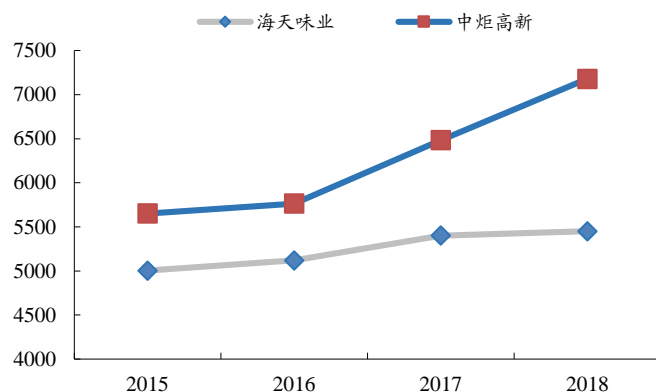
从提价能力看，前文我们已经提到，在成本上升期，龙头公司拥有行业定价权，而其他公司一般采取跟随战略，此外调味品支出频率相对较低的特点也让提价敏感度降低。从产品结构看，海天擅长通过产品调整产品组合，实现结构的优化升级，包括 13 年推出的老字号系列，14 年推出的有机酱油，高/中/低端产品收入占比已由上市之处的 1:6:3 提升至 4:5:1。

图 46：酱油品类细分



数据来源：海天味业，加加食品，李锦记，东吴证券研究所

图 47：2015 年来主要酱油企业吨单价提升（单位：元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.2. 恒顺：高端食醋和料酒扩产，盈利能力提升可期

强品牌力支撑高端定位，产品结构持续优化。恒顺于 2016 年 6 月发布公告，对经典醋系列共计 19 个单品提价，提价幅度在 9% 左右。根据我们的测算，提价后恒顺的食醋产品吨单价约是紫林的两倍，产品价位高，偏向高端化。19 年 1 月公司发布公告对 5 大系列产品提价，对应产品 18 年收入规模 2.36 亿元，草根调研了解到，19H1 提价收入基本返利给渠道，提价效应在 19Q3 才逐步反应，若不考虑销量变动，预计 19 年对应收入可提高 0.15 亿元。公司聚焦打造高端产品，强品牌力支撑高端定位，恒顺的三年陈、六年陈、十年陈系列及有机系列高端食醋的线上销量远高于紫林的 6° 山西老陈醋。2018 年恒顺高端醋产品销售收入 2.42 亿元，约占醋类销售收入的 18.06%。恒顺定增募资新建的 10 万吨高端醋产品灌装生产线，已于 2018 年建成，投产后高端醋的产能将进一步扩大，推动产品结构持续优化。

图 48：恒顺醋业食醋吨单价远高于紫林醋业⁴

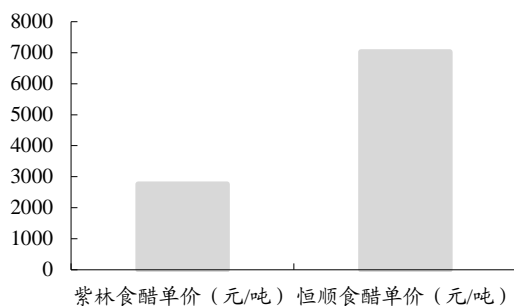


图 49：恒顺醋业与紫林醋业高端产品对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

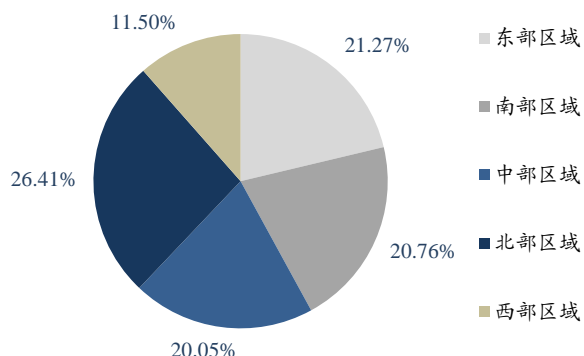
数据来源：恒顺醋业天猫旗舰店，紫林天猫旗舰店，东吴证券研究所

3.3. 渠道：做下沉拓餐饮，全国化进行时

渠道下沉可期，全国化布局有待推广。分区域来看，海天味业各区域间的营收占比较为平衡，除西部区域营收占比低于 15%，其余各区域的营收占比大都在 20% 左右，真正实现全国化；恒顺醋业的华东大区作为其大本营，2019H1 营收占比超过 52%，华北大区 and 西部大区的营收占比均低于 10%，地区发展不平衡，但从纵向来看，华东地区营收占比从三四年前的 80%+ 下降到 2019H1 的 50%+，全国化布局稳步推进。恒顺/海天 18 年末经销商数量分别约为 1189/4807 家，18 年末销售人员数分别为 605/2052 人，恒顺外部市场布局不足，对渠道拓展能力尚需提升。海天是少有的渠道覆盖全国的调味品公司，销售网络渗透到全国绝大部分县市，且加快开拓村镇市场；恒顺则利用营销中心下设的 30 个办事处布局全国，拥有 60 万个经销网点，对县级城市的覆盖不足，渠道下沉有较大空间。

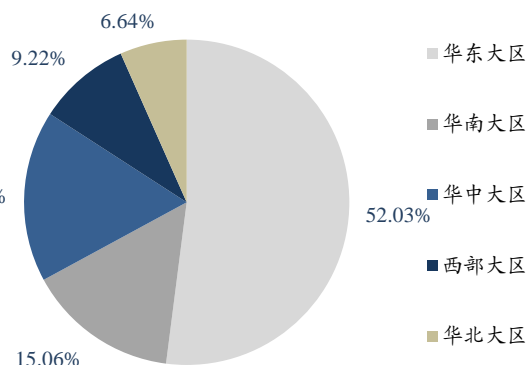
⁴ 恒顺醋业的吨单价以 2017 年全年数据测算，紫林醋业的食醋吨单价则以 2017H1 数据测算。

图 50: 海天味业 2019H1 分地区收入结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 51: 恒顺醋业 2019H1 分地区收入结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 5: 部分调味品公司渠道布局

	海天味业	中炬高新	千禾味业	恒顺醋业	紫林醋业
渠道布局策略	经销商为主的销售模式, 最大化覆盖市场终端和体现共赢; 采用“先款后货”的结算方式, 有力保障公司充裕的现金流以及防止坏账的发生。每一年销售策略均持续优化, 逐步建立了适合自身发展的销售模式。	经销商为主, 直销为辅的营销模式; 通过有效开展经销商的服务和管理, 力求产品最大化覆盖市场终端; 直销业务主要针对珠三角地区就近开展。产品最终的使用上, 75%左右用于家庭消费; 目前, 公司正加大餐饮市场的开拓力度, 餐饮渠道的消费比例正在逐步提升。	采用经销商模式由川渝地区、西南地区向全国市场逐步发展起来的。公司于 2012 年 2 月收购四川吉恒后, 形成了西南地区现代渠道由公司直营、西南地区其他渠道及其他地区通过经销商经销相结合的销售模式。	公司注重销售渠道建设, 利用营销中心下设的 30 个办事处布局全国, 拥有覆盖各地区的经销网点 60 万个, 同时大力拓展线上业务。	截至 2017 年 6 月 30 日, 公司已在全国范围内开发经销商 700 余家, 并以省级区域为单位对经销商进行管理。公司目前已基本形成了辐射全国的经销商销售网络, 在全国 30 余个省、直辖市和自治区均有合作的经销商。
销售人员数目 (18 年)	2052	989	1,164	605	

销售人均

创收 (万元)	790	421	92	280
---------	-----	-----	----	-----

经销商数目(19年)

5640	907	887	1211
------	-----	-----	------

经销商人均创收 (万元)

328	483	133	146
-----	-----	-----	-----

直销占比 (18年)

占比极低	约 3%	40.90%	15.10%
------	------	--------	--------

经销占比 (18年)

主要为经销模式	约 97%	59.10%	84.90%
---------	-------	--------	--------

数据来源：公司公告，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

区域：区域战略差异化，其他市场大单品导入

公司将全国市场分为三级：1)一级市场：华东区域是公司的强势区域，公司以发源地江苏作为基地辐射整个华东地区，在市场上占据绝对优势，收入占比从三四年前的八成降到 2017 年的五成；2)二级市场：华中、华南为公司的成长市场，2017 年均贡献了 10%+的收入；3)三级市场：西部、华北区域，该类区域消费者习惯食用陈醋，因此市场多被本土食醋和山西老陈醋品牌占领，恒顺市占率不高，2017 年两地收入贡献率均不超过 10%。

图 52：华北市场以紫林、水塔及地方性品牌等为主



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 53：西北市场水塔、紫林、恒顺三足鼎立



数据来源：草根调研，东吴证券研究所，

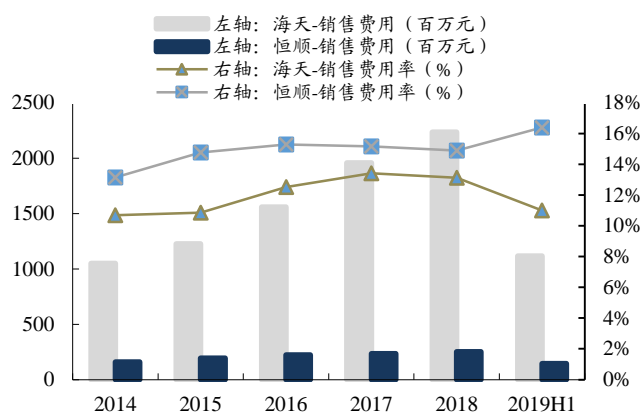
从渠道结构看，海天餐饮渠道收入贡献约 60%，恒顺约为 15%，餐饮渠道使用量大、

购买频率高，注重口味，对专业化调味品需求大，注重性价比，品牌忠诚度高，易形成渠道壁垒，这也将是恒顺未来可以重点开拓的方向之一。

3.4. 营销：品牌建设不容忽视

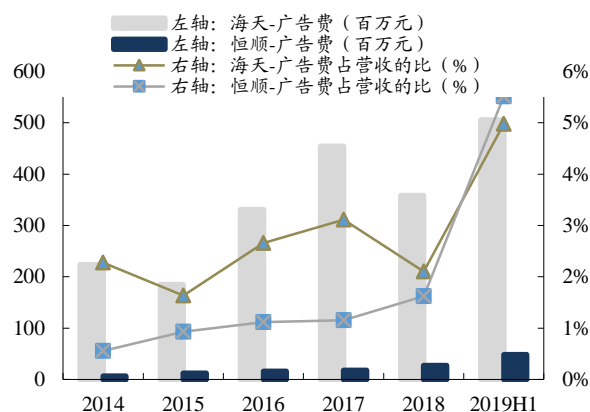
海天营销力度更大，恒顺营销偏弱，近年加大品牌推广力度。从销售费用绝对规模来看，海天每年的销售费用约是恒顺的 5-8 倍，广告费支出更是恒顺的 20-35 倍；从销售费用率来看，受房地产业务的拖累，恒顺的销售费用率高于海天，而广告费占营收的比例则约是海天的一半。2016 年以来海天加大营销投入，销售费用率和广告费占营收的比例上升较快，而恒顺则稳中有升，循序渐进。

图 54：恒顺与海天销售费用对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 55：恒顺与海天广告费对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海天味业：艺人代言+冠名热门综艺+核心产品包装升级，营销力度更大。2014 年，海天启用主持人汪涵作为形象代言人，为海天品牌注入活力，并采用“不仅晒足 180 天”的广告词；2016 年，行业内率先冠名《熟悉的味道》、《天籁之战》、《非诚勿扰》等热门综艺，强化消费互动，促进客群转化；2017 年，海天对金标生抽、草菇老抽两大核心单品进行包装升级，在瓶盖、瓶型等细节处进行优化，提升消费者使用体验。

图 56：海天启用汪涵代言+综艺冠名

图 57：海天核心单品包装升级



数据来源：海天味业官网，东吴证券研究所



数据来源：海天味业官网，东吴证券研究所

恒顺醋业：定增募集资金用于品牌建设，多方式品牌推广追赶中。2014 年恒顺定增募集资金 6.75 亿元，以 1.6 亿元投入品牌建设项目，品牌营销推广力度加大。**1)市场推广：**2014 年成立销售公司市场部，细分为品牌组、信息组、推广组和新产品组，通过职能分工进行品牌宣传和产品推广；**2)创新营销方式：**2014 年首次尝试网络宣传，推出“购买恒顺蟹醋并关注官方微信”活动；**3)包装升级：**自 2014 年下半年开始，对商标、产品包装进行升级；**4)加大终端渠道宣传力度：**2014 年针对全国农贸市场提出了“春耕造林”活动，通过在全国农贸终端店以“恒顺经销点”的牌匾广告树立恒顺品牌形象，截止 2017 年底累计打造 20000 家标准化农贸终端店，超过 15000 家预定目标；**5)在各渠道投放广告及赞助综艺：**2015 年在央视及各区域媒体投放广告，冠名武汉到上海段的动车；2016 冠名 CCTV-3《我要上春晚》节目；2018 恒顺品牌示范专区落户京沪高铁线。

图 58：2014 年来恒顺的营销举措



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

4. 看未来：再次换届，醋业龙头亟待盘活

4.1. 换届风再起，期待新活力

2019 年 12 月，公司公告董事长变更，张玉宏免去董事长职务，另有任用，提名杭祝鸿同志为恒顺董事长。杭祝鸿历任镇江市政府秘书长、党组成员、市政府办党组书记；2019 年 11 月晋升二级巡视员，副厅级待遇。根据从业背景来看，杭祝鸿年富力强，且更有能力协调社会资源，或为集团资产加速整合盘活、整体资本运作等增加活力。此次镇江市委任后，杭祝鸿在工作会议中提到“三个力”：**自加压力**——与时俱进，不断适应新形势新要求；**提升能力**——核心是市场营销能力，关键是产品研发能力，根本是资本运作能；**凝聚合力**——要具备快速的决策力，高度的执行力和超强的约束力，最终形成企业的核心竞争力，强力助推百年恒顺高质量发展。

纵向对比看，2012 年 7 月尹名年担任集团公司董事长一职，从履历上看，尹名年曾同样历任镇江市市委副秘书长、镇江市发展和改革委员会党组书记/主任，于 12 年 12 月从顶层设计上开启了房地产分立剥离的进程，实现了非主营业务的重大调整，实质性的开启了聚焦主业之路。对应恒顺股价表现上，也开启了为期两年多的稳健上涨。

横向对比看，我们认为传统消费品公司的重大人事调整或为机制盘活点燃导火索。类比五粮液李曙光、邹涛上任后采取一系列措施，让地方国企焕发新生，我们认为恒顺这一次人事变革或将成为改革进程的重要一笔，杭总或为集团资产加速整合盘活、整体资本运作等增加活力。

表 6：2005-2020 年董事长背景

姓名	出生年份	任期	简历
杭祝鸿	1965	2020-	研究生学历。1995 年 11 月兼任扬中市委研究室副主任；1997 年 8 月历任镇江市委办公室综合一处副处长、市委办公室助理调研员、市政府办公室副主任；2002 年 8 月任镇江市政府副秘书长、办公室党组成员，期间兼任市政府研究室主任、党组书记；2003 年 5 月任镇江市市委副秘书长，2013 年 2 月兼任农工办主任；2015 年 4 月任镇江市政府秘书长、党组成员、市政府办党组书记；2019 年 10 月晋升一级调研员，11 月晋升二级巡视员。
张玉宏	1964	2014-2019	本科学历，经济师，工程师。历任丹徒县油化厂会计、镇江恒丰醋厂办公室主任，副厂长、镇江恒丰实业(集团)公司常务副总经理、担任镇江环球房地产开发公司副总经理、镇江金香花油脂集团总经理、镇江恒丰酱醋有限公司总经理、江苏恒顺集团公司副总经理兼党委委员、江苏恒顺集团有限公司总经理，党委书记、江苏恒顺集团董事长；2015 年 9 月起，担任恒顺醋业董事长。
尹名年	1955	2012-2014	历任句容县委常委、组织部长；句容市委副书记；丹阳市委副书记，丹阳市政协

主席，丹阳市人民政府市长；**镇江市市委副秘书长；镇江市民政局党组书记、局长；镇江市发展和改革委员会党组书记、主任。**2012 年 7 月起担任恒顺集团董事长、恒顺醋业股份有限公司董事。

叶有伟 1952 2005-2012 研究生学历，高级经济师职称。曾任职中国调味品协会会长，中调协食醋专业委员会主任委员，镇江市工商业联合会副会长。历任镇江市饮食服务公司总经理，镇江大酒店股份有限公司董事长，总经理，镇江市贸易局副局长。先后被授予镇江市劳动模范，江苏省劳动模范，江苏省商业系统优秀企业家，镇江市优秀企业家光荣称号。2007 年荣获全国劳动模范称号，2008 年当选全国人大代表。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 7：五粮液人事变动后一系列举措

方向	时间	内容
人事	2017.3	3 月 21 日，五粮液集团党委书记、董事长唐桥宣布即将卸任五粮液董事长一职，由李曙光接任，五粮液将全面进入“李曙光时代”。李曙光曾任四川省政府国有企业监事会主席、省经济和信息化委员会总经济师、党组成员。
产品	2017.5-6	形成“4+4”的系列酒品牌矩阵，对总经销及自营品牌与区域品牌的经销商进行清理。
渠道	2017.6	以“百城千县万店”工程和构建“五粮 e 店”为实施路径，推动传统营销向现代化终端营销转型
价格	2017.12	加快控货挺价
数字化转型	2017.12	与 IBM(国际商业机器公司)战略合作签约，助推五粮液公司整个管理体系的数字化升级和产业转型发展、商业模式创新
渠道	2018.6	建设数字化供应链、全渠道互联网营销、大数据营销决策“三大平台”，以现代技术手段为传统渠道赋能，解决市场短期问题，为五粮液渠道领先提供源源动力
品牌	2018.6	在 2018 俄罗斯世界杯期间，五粮液举行了“万店浓香世界杯”观赛之旅主题活动，并推出了“万店浓香”主题大事件产品
人事	2018.7	邹涛（历任四川省纪委第四纪检监察室副主任、第二纪检监察室主任）出任集团副董事长
渠道	2018.11	全面导入“控盘分利”模式
组织	2019.1-2	成立“督导组”，督查/管控/惩治窜货行为；营销组织变革，公司将中心制转变为营销战区制，变 7 大营销中心变革为 21 个核心战区
产品	2019.3	推出珍藏版五粮液，每个经销商仅有 300 件配额，出厂价为 859 元/瓶
产品	2019.3	推出“普五”珍藏版/超高端新品 501 粮液，清理 73 款影响品牌价值的系列酒产品
渠道	2019.4	在全国范围内招聘营销战区渠道管理经理、营销战区营销企划经理、营销基地总经理等六大职位共 100 名市场管理人员
产品	2019.6	第八代经典五粮液上市，对品质、包装、防伪进行了三重升级，出厂价 889 元，并持续控货挺价，批价一度站上千元台阶。

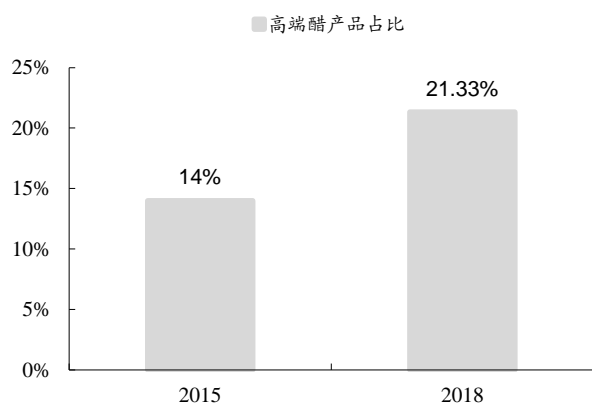
人事	2019.6	邹涛任系列酒公司董事长
人事	2019.9	曾从钦（原宜宾市翠屏区委书记）任五粮液股份有限公司董事长

数据来源：微酒，公司公告，公司官网，东吴证券研究所

4.2. 立足华东、着眼全国，打造样本市场、看龙头展宏图

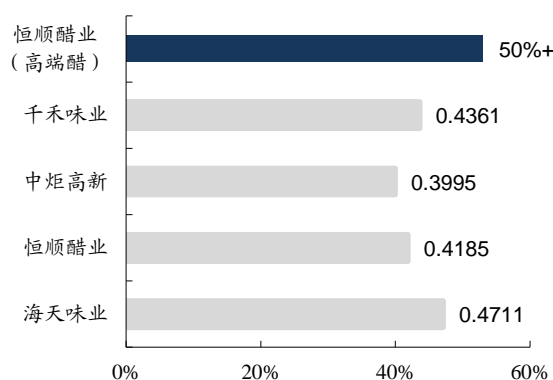
公司产品结构持续高端化，高端产品放量将带来盈利能力提升。公司聚焦打造高端产品，高端醋产品的收入占比从 2015 年的 14% 快速提升至 2018 年的 21.33%。公司推出的三年陈、六年陈系列受到消费者认可，2019 年销售额有望突破 1 亿元。公司高端产品毛利率一直在 50% 以上，高于行业普通水平，再加上 18 年底 10 万吨高端醋产品灌装线已建成投产，公司盈利能力有望进一步提升。

图 59：高端醋收入占比提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 60：恒顺醋业高端醋产品毛利率高于行业水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

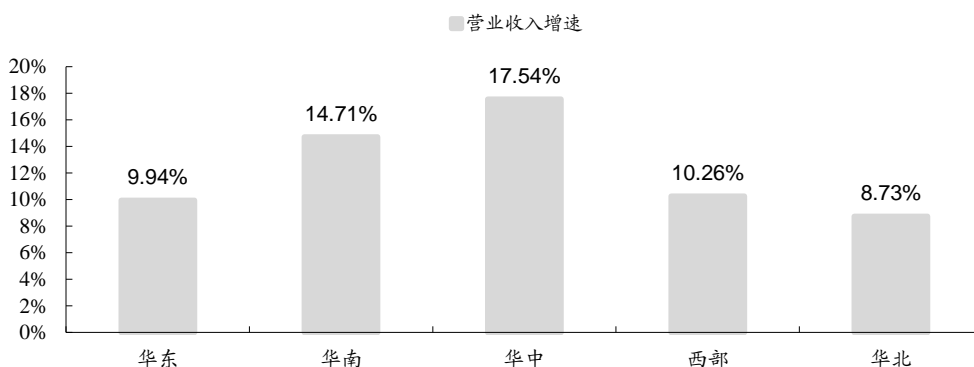
产品力毋庸置疑，亟待渠道拉动。国家工业和信息化部公布第三批国家工业遗产名单，“恒顺镇江香醋传统酿造区”被正式认定为国家工业遗产，这也是国内食醋行业第一家获此殊荣的企业。目前食醋行业中近 70% 为小作坊产品，参考酱油行业消费升级趋势看，食醋升级虽有落后但也仍为大势，而作为食醋第一品牌，如能配合渠道拉力和品牌推力，将有望成长为全国化龙头。我们草根调研来看，单价 20 元以上没有食品添加剂的醋中，90% 是恒顺醋，产品力毋庸置疑。由于消费升级，19 年公司高端晒制醋将由 1 万吨扩大到 3 万吨，预计高端占比提升将持续带动吨价提升。

从渠道来看，公司针对不同的区域，公司制定了不同的发展战略。1) 一级市场：进一步推动渠道下沉至乡镇市场，带动高端产品和新产品的销售，并拓展餐饮渠道；2) 二级市场：推动渠道由市下沉至县一级，在 KA/流通等传统渠道导入核心大单品镇江香醋（B 香），以此抢占市场份额；3) 三级市场：推动渠道下沉至市一级，倡导“凉拌用香醋、

炒菜用陈醋”，引导习惯食用陈醋的顾客购买香醋产品。差异化战略成效显著，2019H1原本薄弱的华北、西部市场增长达 9-11%，华中市场增速达 17.5%，三级市场发展迅速。

餐饮短板亟待发力，多线并重占份额，补齐餐饮渠道短板。餐饮渠道是恒顺的短板，而餐饮渠道在调味品销售中愈发重要（占比 45%），为补齐短板，恒顺尝试在强势区域华东大区拓展餐饮渠道。**1)成立餐饮销售组。**2014 年在销售部门内成立专门的餐饮销售组，对全国的餐饮市场进行规划和细分，建设不同的渠道；**2)增加经销商数量，对经销商给予政策支持倾斜。**此前恒顺在餐饮渠道主要依靠经销商的渗透，为拉动餐饮销量，恒顺增加经销商数量，与经销商签订专项渠道合作合同，理顺价格体系，确保经销商的利润空间；**3)针对餐饮渠道开发新品。**2014 年公司针对低端餐饮市场推出 2L 香醋、2L 白醋，拉动餐饮销量。上述措施成效显著，目前餐饮渠道规模约为 2 亿元，但收入占比不到 20%，对比之下海天约为 60%。餐饮渠道走货量大、客户粘性高、营销费用低，餐饮渠道的渗透将帮助公司补齐短板。

图 61：2019H1 年各区域收入增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

打造样板市场，为全国化推广树榜样，2019 年公司着力打造杭州等样板市场，1-2 月份才开始打造，5-6 月份开始试运作，主要营销措施包括销售人员和经销商招募+巴士广告/广播广告的配套宣传等。我们草根调研了解到，19 年杭州市场收入增长 30%，收入规模超过 2000 万元。展望 2020 年，我们判断公司会将一部分销售费用转向地面投放，包括增加导购人员，配备餐饮渠道供应商、销售人员，而武汉也将成为 2020 年公司样板市场之一，以作为向中西部地区开拓的试验田和标杆。

5. 财务分析：盈利能力改善，现金流优化

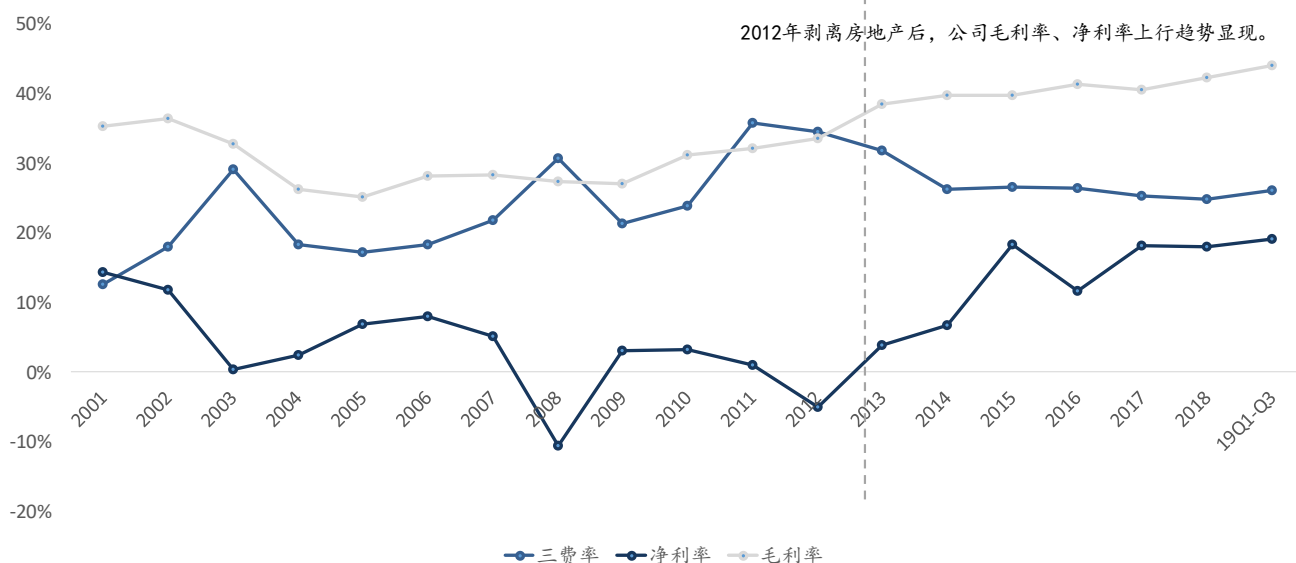
5.1. 聚焦主业后盈利能力改善

2001-2011 年公司实行多元化经营战略，前期受光电产品业务拖累，后期受房地产业务拖累。分产品来看，2003 年光电产品毛利率急剧下滑，2008 年房地产亏损，虽调味品业务基本保持稳中有升，但 2003 年、2008 年公司整体盈利能力表现不佳，2008 年甚至处于亏损状态。

2012 年剥离房地产业务之后，财务费用率高位跌落，管理费用率亦有所下降，随着期间费用率的下降，净利率和毛利率基本呈现上行趋势。

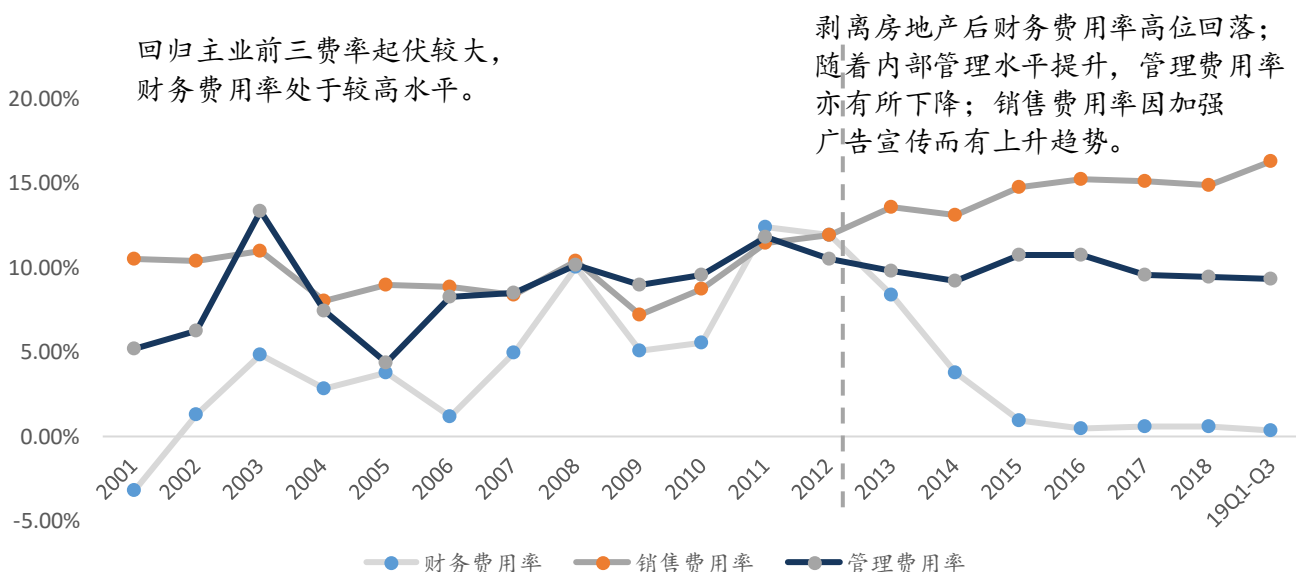
图 62：恒顺醋业毛利率、净利率及三费率

2001-2011：受公司多元化业务拖累，毛利率、净利率起伏较大，2008 年处于亏损状态。



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 63：恒顺醋业三费率

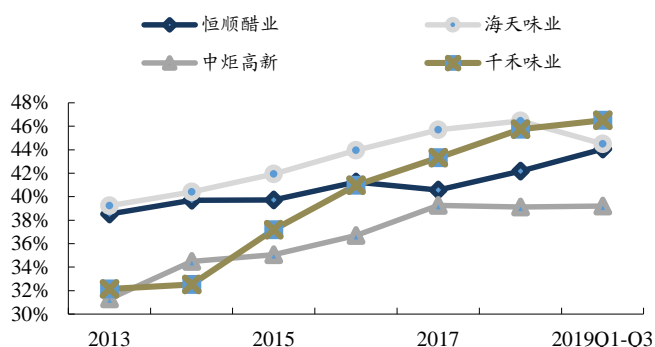


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 毛利率、净利率仍有提升空间

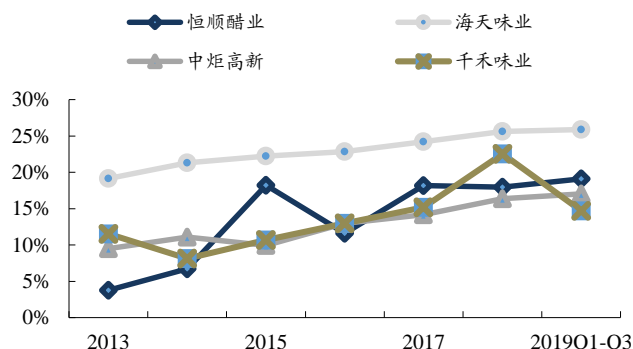
19Q1-Q3 毛利率同比提升，提价能力+产品结构优化+产能释放助力，毛利率、净利率有望向海天看齐。19 Q1-Q3 毛利率 44.05%，同比增 2.60pct；19 Q1-Q3 销售净利率 19.1%，同比上升 0.45pct。横向比较，公司毛利率、净利率有提升空间。作为食醋行业的细分龙头，恒顺具有较强的提价能力，高毛利的高端产品占比持续增加，叠加产能释放带来的规模效应，对标海天 19Q1-Q3 销售净利率分别为 44.51%、25.9%，公司净利率还有约 7pct 的提升空间。

图 64：调味品行业主要企业毛利率比较



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

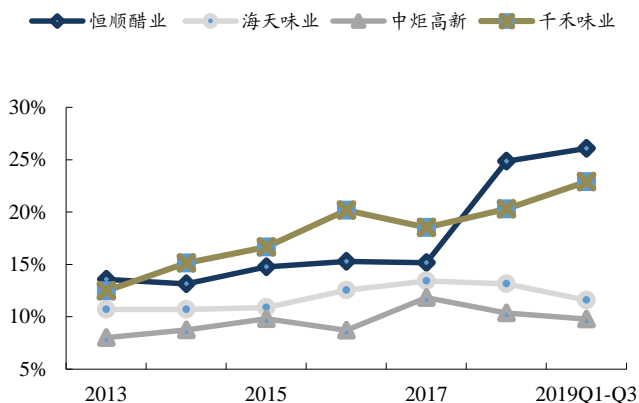
图 65：调味品行业主要企业净利率比较



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

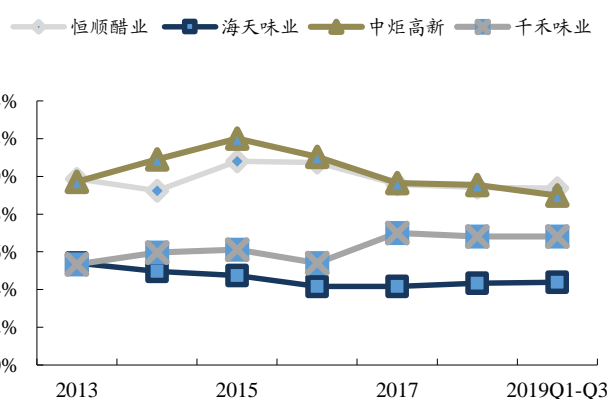
营销向地面倾斜，管理费用率挖潜空间大，改善盈利能力。恒顺受制于体制营销偏弱，近年加大品牌推广力度。但公司逐渐改变营销模式，向精准营销靠拢，加大广告宣传、减少促销，根据市场需要，将促销费用更多的放到地面上来，预计未来销售费用绝对额仍将增加，但收入扩张带动费率平稳；同时公司管理费用率在行业中处于较高水平，内部挖潜空间大。

图 66：调味品行业主要企业销售费用率比较



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 67：调味品行业主要企业管理费用率比较

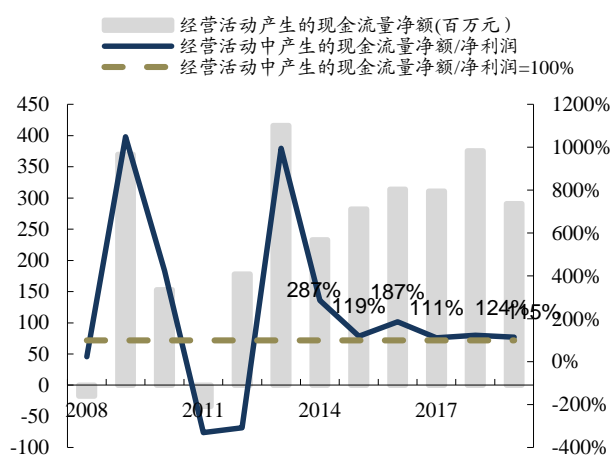


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.3. 现金流充裕，结构合理化

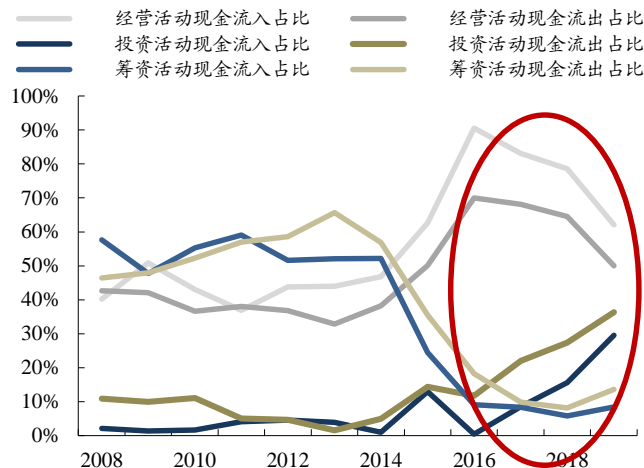
公司剥离房地产后现金流充裕。1)2015 年前，受房地产业务的拖累，公司经营活动产生的现金流量净额波动很大，2008 和 2011 年均出现了负值。2015 年退出房地产业务后，公司现金流得到改善，自 2015 年起经营活动中产生的现金流量净额/净利润维持在 100%以上，回款能力强，现金流充足。2)2015 年前，同样受房地产业务影响，公司筹资活动产生的现金流入/流出占比高，而剥离房地产后，公司筹资活动产生的现金流占比下降，经营活动现金流占比上升，反映出公司现金流结构合理化，财务风险降低，经营状况良好。

图 68: 经营活动产生的现金流量净额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 69: 恒顺现金流量结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测

公司作为食醋行业的龙头，品牌和产品优势突出，16 年提价后渠道库存积压，17H1 年出货受影响，17H2 开始库存消化后业绩向好，18H1 收入增速回到 10% 左右。目前食醋行业整合在即，公司作为行业龙头将享受集中度提升的红利；料酒行业龙头老恒和转攻餐饮渠道，恒顺战略性抢占料酒市场份额成效显著。10 万吨高端醋灌装生产线项目+5 万吨料酒灌装生产线逐步投产，产能释放叠加渠道扩张，预计 19/20/21 年收入增速分别为 9.1/9.7/10.4%，营业收入分别为 18.5/20.3/22.4 亿元。

我们预计 19-21 年公司归母净利增速分别为 9.6/13.7/15.3%，对应 EPS 分别为 0.43/0.48/0.56 元，PE 为 36/31/27X。从经营层面看，公司立足华东，放眼全国，通过打造样本市场摸索提高华东市占率、开拓外埠市场的模式和经验；此外，公司高端占比提升有望持续带动盈利能力提高。从管理层面，醋业龙头在完成上一个五年的业务梳理后，已经实现醋+料酒双轮驱动，下一个五年有望在杭总带领下开启调整改善通道，给予“买入”评级。

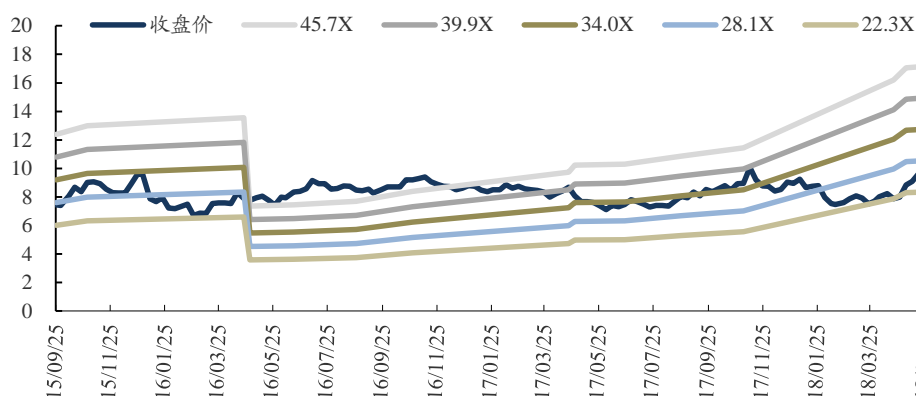
表 8: 可比公司估值 (截至 2019/12/31)

股票名称	代码	最新市值 (亿元)	净利润 (百万元)			EPS (元/股)			PE (倍)		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
恒顺醋业	600305.SH	119	305	334	380	0.39	0.43	0.48	39	36	31
海天味业	603288.SH	2,903	4,365	5,264	6,277	1.62	1.95	2.32	67	55	46
中炬高新	600872.SH	313	607	712	892	0.76	0.89	1.12	52	44	35
千禾味业	603027.SH	99	240	218	278	0.74	0.47	0.60	41	45	36

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 海天味业、千禾味业为 Wind 一致预期。

图 70: 恒顺醋业 PE-Band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

7. 风险提示

高端醋产品及料酒推广不及预期。 高端醋产品和料酒是恒顺醋业近年力推的产品，若高端醋产品和料酒的市场推广不达预期，或产品需求低于预期，会对公司业绩产生较大影响。

内部改革不及预期。 若公司内部改革进程渐缓，将影响公司经营效率的改善、区域扩张和渠道拓展的推进。

食品安全和原材料价格波动风险。 食品安全问题日益受到关注，若爆发食品安全问题，公司的声誉和收入将会遭受重创；近年来原材料价格波动频繁，若主要原材料的价格短期内上行，将会对公司的效益带来压力。

恒顺醋业三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1205	1541	1728	2185	营业收入	1694	1847	2026	2237
现金	159	407	590	943	减:营业成本	979	1054	1148	1260
应收账款	138	157	167	191	营业税金及附加	27	30	32	36
存货	304	351	363	421	营业费用	252	273	308	338
其他流动资产	603	625	607	630	管理费用	112	122	128	136
非流动资产	1646	1647	1653	1666	财务费用	9	5	0	-8
长期股权投资	47	44	41	38	资产减值损失	4	0	0	0
固定资产	1028	1047	1078	1121	加:投资净收益	17	9	12	11
在建工程	17	21	26	29	其他收益	49	24	29	37
无形资产	87	69	43	12	营业利润	357	397	451	523
其他非流动资产	466	465	465	465	加:营业外净收支	13	10	11	9
资产总计	2850	3188	3380	3851	利润总额	370	406	462	532
流动负债	641	743	675	810	减:所得税费用	66	73	83	96
短期借款	126	126	126	126	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
应付账款	184	194	218	235	归属母公司净利润	305	334	380	437
其他流动负债	331	423	331	449	EBIT	374	406	455	517
非流动负债	85	81	77	73	EBITDA	466	485	540	610
长期借款	20	16	12	9					
其他非流动负债	65	65	65	65					
负债合计	725	824	752	883	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	90	89	88	87	每股收益(元)	0.39	0.43	0.48	0.56
					每股净资产(元)	2.60	2.90	3.24	3.68
归属母公司股东权益	2035	2275	2540	2881	发行在外股份(百万 股)	784	784	784	784
负债和股东权益	2850	3188	3380	3851	ROIC(%)	13.8%	13.6%	13.8%	14.0%
					ROE(%)	14.3%	14.1%	14.4%	14.7%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	42.2%	43.0%	43.3%	43.7%
					销售净利率(%)	18.0%	18.1%	18.7%	19.6%
经营活动现金流	376	420	351	504	资产负债率(%)	25.4%	25.8%	22.3%	22.9%
投资活动现金流	-295	-47	-49	-59	收入增长率(%)	9.9%	9.1%	9.7%	10.4%
筹资活动现金流	-57	-125	-119	-92	净利润增长率(%)	8.4%	9.6%	13.7%	15.3%
现金净增加额	23	248	183	353	P/E	39.23	35.80	31.48	27.31
折旧和摊销	91	79	85	93	P/B	5.87	5.25	4.71	4.15
资本开支	120	4	8	16	EV/EBITDA	25.93	24.35	21.52	18.44
营运资本变动	32	36	-72	29					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>