

恒顺醋业（600305.SH） 吹响改革号角，百年恒顺再起航

2020 年 11 月 16 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
张宇光（分析师）
方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

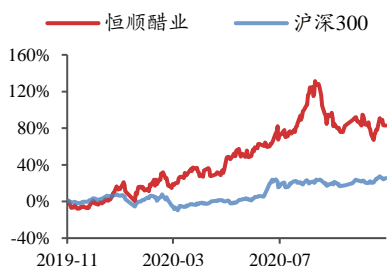
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2020/11/16
当前股价(元)	21.15
一年最高最低(元)	27.58/13.54
总市值(亿元)	212.13
流通市值(亿元)	212.13
总股本(亿股)	10.03
流通股本(亿股)	10.03
近 3 个月换手率(%)	118.44

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 百年恒顺醋业，洗尽铅华，拥抱改革

预计 2020-2022 年公司归母净利润为 3.45 亿、4.24 亿、5.20 亿元，EPS 分别为 0.34、0.42、0.52 元，当前股价对应 PE 分别为 61.5、50.0、40.8 倍。公司是食醋行业龙头，新一轮国企改革将带动公司迈入快速发展新车道，公司首次覆盖给予“增持”投资评级。

● 聚焦主业、不断进阶的香醋龙头

恒顺醋业是镇江香醋的代表企业，拥有 180 年的历史，是我国食醋行业的龙头。恒顺醋业的发展历程可以分为四个阶段：品牌沉淀和发展阶段、多元化布局和加码阶段、阵痛调整和逐渐剥离阶段、品牌扩张和渠道深耕阶段以及发力餐饮和渠道变革阶段，恒顺醋业的发展历程是不断回归初心、聚焦主业的过程。发展至今已形成食醋、料酒和酱类协同发展的良好产品布局，产品高端化、品类多样化。

● 吹响改革号角，醋业龙头再起航

恒顺醋业作为镇江市国资委下辖企业，是镇江地方文化的名片。但过去多年以来，公司受制于国企体制的约束和多元化发展的阵痛，调味品主业发展相对同行较为缓慢。自新管理层到任以来，肩负政府推动国改重任，首先调整激励机制，激发企业内在经营活力；经营目标加码，层层传导提升经营效率；加快省外市场布局，为醋类全国化打下坚实基础。公司产品力强，生产工艺领先，品牌底蕴深厚，地理标志保护为镇江恒顺醋业香醋构筑了天然品牌壁垒，新一轮改革有望重新激发内在动能，释放品牌潜力。

● 分散竞争、亟待整合、快速成长

食醋行业处于快速成长期，市场规模约为 170 亿，伴随量价齐升，未来仍将持续扩容。食醋行业地域竞争明显，集中度较低，CR5 仅 22%，恒顺醋业、水塔等传统醋企市场份额领先，海天、千禾也相继入局，市场竞争激烈。对标日本以及发展相对成熟的其他调味品子行业，食醋行业集中度将进一步提升。

● 风险提示：渠道扩张不及预期风险，改革进度放缓风险，食品安全风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,694	1,832	2,031	2,390	2,865
YOY(%)	9.9	8.2	10.8	17.7	19.9
归母净利润(百万元)	305	325	345	424	520
YOY(%)	8.4	6.6	6.2	23.0	22.7
毛利率(%)	42.2	45.3	41.7	42.1	42.7
净利率(%)	18.0	17.7	17.0	17.7	18.2
ROE(%)	14.3	14.1	13.6	15.1	16.4
EPS(摊薄/元)	0.30	0.32	0.34	0.42	0.52
P/E(倍)	69.6	65.4	61.5	50.0	40.8
P/B(倍)	10.4	9.4	8.7	7.8	6.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 聚焦主业、不断进阶的香醋龙头	5
1.1、 镇江香醋代表，醋业领导品牌	5
1.2、 百年恒顺，回归主业，不忘初心	6
1.3、 做深醋业、做高酒业、做宽酱业	9
2、 行业：分散竞争、亟待整合、快速成长	13
2.1、 食醋：地域竞争明显，消费升级扩容	13
2.1.1、 行业快速成长，量价齐升	13
2.1.2、 行业区域割据，亟待整合	19
2.2、 料酒：市场高度分散，行业快速放量	22
3、 吹响改革号角，醋业龙头再起航	25
3.1、 引领镇江香醋品质，品类多样产品力强	25
3.2、 品牌壁垒先天占优，精准营销发力升级	27
3.3、 渠道扩张正当其时，体系变革激发潜力	31
3.4、 管理效能有待提升，期待改革举措进一步落地	35
4、 盈利预测与投资建议	37
4.1、 核心关键假设	37
4.2、 投资建议	38
5、 风险提示	39
附：财务预测摘要	40

图表目录

图 1： 公司 2000-2019 营收复合增速 14.4%	5
图 2： 公司 2000-2019 归母净利润复合增速 16.6%	5
图 3： 公司实控股东为镇江市国资委	6
图 4： 公司发展历程可以分为 5 个阶段	7
图 5： 公司业务从多元化发展到聚焦主业	8
图 6： 2001-2013 年公司收入和利润增速波动剧烈	8
图 7： 剥离房地产业务后资产负债率大幅下降	8
图 8： 剥离房地产业务后财务费用率大幅下降	8
图 9： 2010 年以来公司销售费用率显著增长	9
图 10： 恒顺醋业冠名高铁动车	9
图 11： 2011-2019 年调味品收入复合增长 9.8%	10
图 12： 2019 年醋和料酒收入占比分别为 67.3% 和 13.4%	10
图 13： 2016-2019 食醋收入复合增长 7.8%	10
图 14： 2016-2019 食醋产量和销量复合增长 4.2% 和 4.6%	10
图 15： 2016-2019 食醋单价和毛利率稳步提升	11
图 16： 2016-2019 高端醋收入占比逐步提高	11
图 17： 2012-2019 料酒收入复合增长 17.4%	12
图 18： 2012-2019 料酒占调味品收入的比重不断提高	12
图 19： 2016-2019 料酒产销量增长较快	12
图 20： 2016-2019 料酒单价和毛利率下降	12

图 21:	食醋是第二大调味品, 仅次于酱油.....	13
图 22:	食醋处于快速成长期, 消费额增速领先.....	13
图 23:	2010-2019 食醋产量复合增长 2.4%	14
图 24:	2010-2018 百强食醋企业收入复合增长 10.9%	14
图 25:	我国餐饮业收入保持快速增长	14
图 26:	2015-2019 餐饮外卖收入复合增速高达 91%	14
图 27:	2018 年调味品行业餐饮渠道占比 40%	15
图 28:	餐饮调味品消耗量是家庭烹饪的 1.6 倍.....	15
图 29:	日本酱油和食盐家庭年均消费量不断下降.....	15
图 30:	日本食醋家庭年均消费量 2004 年达到高峰.....	15
图 31:	日本食醋品类细分化、多样化	16
图 32:	日本果实醋产量占比不断上升	16
图 33:	2013-2018 我国醋饮料市场规模复合增长 16.8%	17
图 34:	我国功能醋、醋饮料和保健醋等品类创新.....	17
图 35:	日本食醋价格高于酱油, 而我国相反.....	17
图 36:	中国百强企业食醋吨价不断提升	17
图 37:	食醋消费支出占比极低	18
图 38:	恒顺醋业毛利率稳步上升, 议价能力较强.....	18
图 39:	超过 80% 的食醋百强企业规模在 5 吨以下	20
图 40:	我国食醋行业集中度较低, CR5 为 22%	20
图 41:	2018 年食醋行业市场格局 (销售收入口径)	20
图 42:	2018 年恒顺醋业食醋产量占百强比重为 19.7%	20
图 43:	消费者购买调味品更加注重口味和品牌.....	21
图 44:	日本醋企数量不断下降, 小规模厂商加速退出.....	21
图 45:	2018 年我国食醋市场 60% 仍是配制醋	22
图 46:	1982 年以来日本合成醋产量不断下降.....	22
图 47:	2014-2018 我国料酒市场复合增长 15%	23
图 48:	2010-2019 我国料酒产量复合增长 10.8%	23
图 49:	规模 1 万吨以下料酒百强企业占比 75%	23
图 50:	2017 年料酒销售收入主要来自华东和华南.....	23
图 51:	老恒和市场份额领先	24
图 52:	2019 年老恒和料酒收入是恒顺醋业的 2.5 倍.....	24
图 53:	镇江恒顺醋业香醋酿造工艺	26
图 54:	2012-2019 恒顺醋业研发支出不断增加	27
图 55:	恒顺醋业醋产品单价和毛利率较高 (2019 年)	27
图 56:	镇江香醋获得地理标志产品认证	28
图 57:	恒顺醋业 2020 中国品牌力指数食醋品牌排行第二.....	28
图 58:	恒顺醋业销售人员占比低, 生产研发人员占比高.....	29
图 59:	恒顺醋业销售费用率高于海天、低于千禾.....	29
图 60:	恒顺醋业广告宣传费/营收低于涪陵榨菜, 高于海天.....	29
图 61:	恒顺醋业销售人员薪酬/营收低于千禾, 高于海天.....	29
图 62:	恒顺醋业销售人员人均创收相比同行较低.....	30
图 63:	恒顺醋业营收增速相比同行较低	30
图 64:	近年来恒顺醋业加大了广告宣传	31
图 65:	恒顺醋业广告宣传费占营收的比重不断提高.....	31

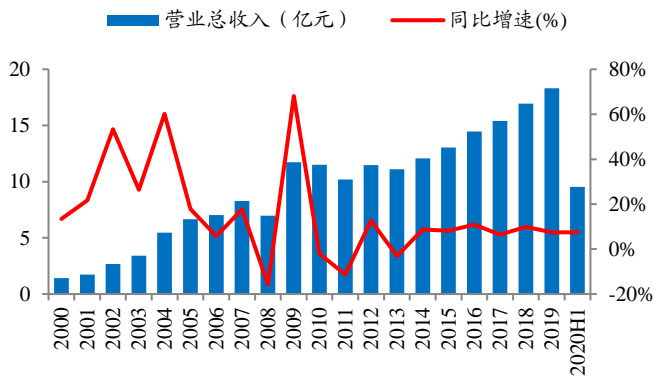
图 66: 近年来恒顺醋业销售人员薪酬增长较快.....	31
图 67: 恒顺醋业销售人员人均创收和人均创利呈上升趋势.....	31
图 68: 恒顺醋业收入仍以华东为主	32
图 69: 海天味业收入全国分布已较为均衡.....	32
图 70: 恒顺醋业经销商数量相比海天还有较大提高空间	32
图 71: 恒顺醋业华东地区经销商质量相对较高.....	32
图 72: 江苏省餐饮业营业收入排名全国第四	34
图 73: 恒顺醋业线上销售收入占比逐年提高.....	34
图 74: 2016 年以来公司销售人员数量和薪酬明显提高.....	34
图 75: 2019 年公司华南和华中收入增速较高.....	34
图 76: 恒顺醋业管理费用率偏高	35
图 77: 恒顺醋业管理费用中工资薪酬占比较低.....	35
图 78: 恒顺醋业人均创收相比海天较低	35
图 79: 恒顺醋业人均创利相比海天较低	35
表 1: 恒顺醋业食醋品类丰富, 价格齐全	11
表 2: 恒顺醋业主要料酒产品一览	12
表 3: 酿造食醋含有多多种有益成分, 具有多种保健功效.....	15
表 4: 各品牌纷纷推出高端单品, 突出“有机”“零添加”	17
表 5: 恒顺醋业大概 3 年一提价	18
表 6: 我国四大名醋各据一方, 各有优势	19
表 7: 各食醋生产企业产能情况	20
表 8: 料酒相比黄酒、白酒和啤酒更适于烹调.....	22
表 9: 主要料酒生产企业规模、产品对比	24
表 10: 酿造料酒和配制料酒比较	25
表 11: 恒顺醋业香醋产品获得多个荣誉奖项.....	26
表 12: 恒顺醋业持续推出新品, 促进品类多样化.....	27
表 13: 地理标志产品——镇江香醋	28
表 14: 恒顺醋业餐饮渠道较弱, 渠道铺设深度不足.....	33
表 15: 公司员工薪酬偏低, 管理层激励不足.....	36
表 16: 2018-2020 年国企混改政策梳理	36
表 17: 改革后食品饮料企业经营业绩显著改善.....	37
表 18: 公司分业务收入预测	38
表 19: PE 估值法	38
表 20: PS 估值法.....	38

1、聚焦主业、不断进阶的香醋龙头

1.1、镇江香醋代表，醋业领导品牌

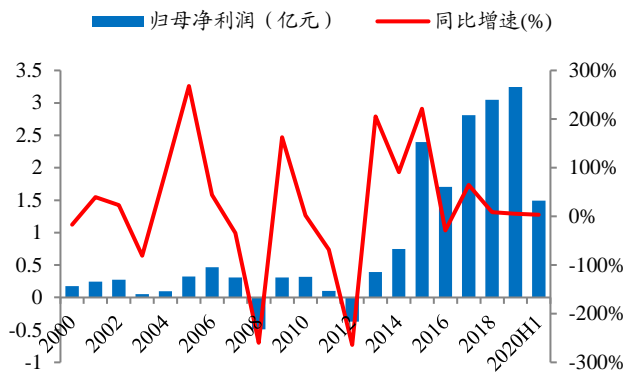
恒顺醋业是中国“四大名醋”之一——镇江香醋的代表企业，起源于1840年清朝道光年间，距今已有180年的历史。发展至今，公司形成了醋、料酒和酱类（酱油、酱菜、酱料）等调味品协同发展的产品矩阵，其中食醋和料酒两大产品规模领先，是公司主要的收入贡献支柱。公司主导产品食醋凭借优秀的产品品质和深厚的品牌积淀连续20多年产销量全国领先，广销60多个国家和地区。公司是国内规模最大、现代化程度最高的食醋生产企业，先后获得“中国驰名商标”、“中华老字号”“中国食醋产业领导品牌”、“中国调味品行业领军企业”等荣誉称号。2001年公司在上交所上市，成为国内第一家食醋行业的上市企业。上市以来公司增速稳健，2000-2019年公司营业收入从1.43亿元增长到18.32亿元，复合增速为14.4%，2020上半年公司营业收入为9.53亿元，同比增长了7.4%；2000-2019年公司归母净利润从0.18亿元增长到了3.25亿元，复合增速为16.6%，2020上半年公司归母净利润为1.49亿元，同比增长了3.63%。

图1：公司 2000-2019 营收复合增速 14.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

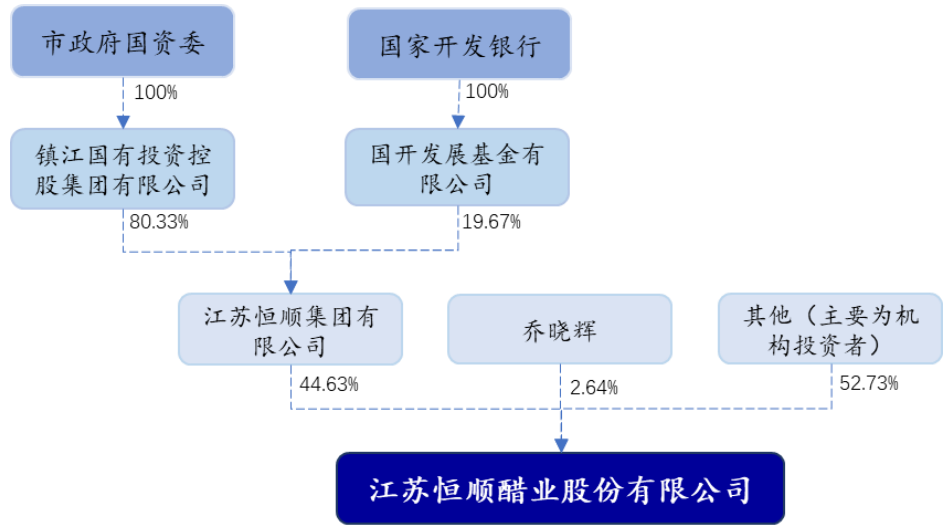
图2：公司 2000-2019 归母净利润复合增速 16.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司属地方国企，实控股东为镇江市国资委。公司直接控股股东为江苏恒顺醋业集团，恒顺醋业集团持有公司44.63%股份，公司实际控制人为镇江市国资委，市国资委通过持有恒顺醋业集团80.33%股权成为公司实控股东。公司管理层及董事会没有认购公司股份。

图3: 公司实控股东为镇江市国资委



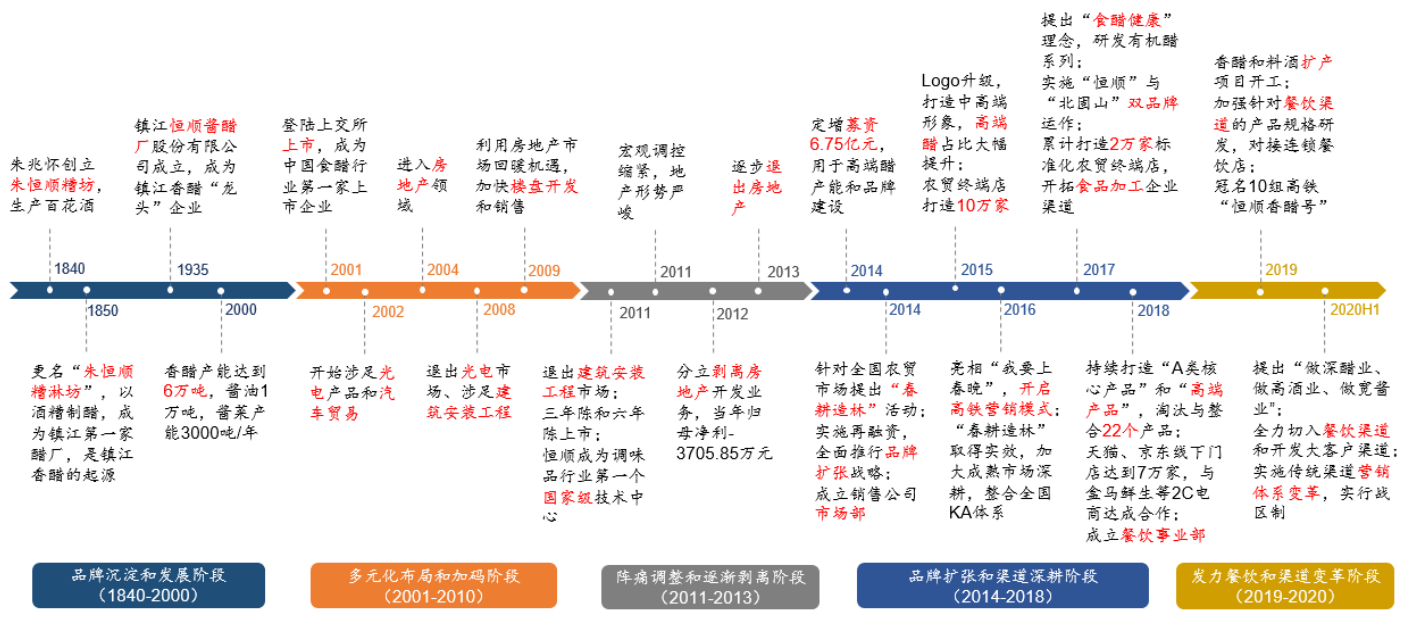
资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.2、百年恒顺，回归主业，不忘初心

公司从起源至今已有 180 年的历史，复盘公司的发展历程，是从聚焦醋业-多元化经营-聚焦醋业，回归初心的过程，具体可以分为五个阶段。

第一阶段：品牌沉淀和发展阶段（1840-2000 年）。恒顺醋业前身为镇江“朱恒顺醋业糟坊”，始创于 1840 年，开始是生产百花酒，1850 年开始用酒糟生产醋，并改名“朱恒顺醋业糟淋坊”，即镇江香醋的前身。由于恒顺醋业的香醋产品质量精益求精，销量越来越广，恒顺醋业糟淋坊生产规模不断扩大，并开始生产酱和酱菜产品，1910 年恒顺醋业参加了当时清政府举办的首个国际性商品博览会——南洋劝业会，并获得金牌奖，恒顺醋业产品开始行销全国并走出国门。1935 年镇江恒顺醋业酱醋厂股份有限公司成立，成为镇江香醋的龙头企业，当年香醋产能达到 500 吨；1979 年恒顺醋业率先实现以池代缸生产，建成了年产 2000 吨的食醋生产车间，巩固了中国食醋产量第一的地位；1989 年恒顺醋业采用自主研发的新工艺，同时引进了业内第一条全自动香醋罐装生产线，香醋产能突破 1 万吨；1999 年，“恒顺醋业”被认定为中国驰名商标，品牌知名度获得官方认可；到 2000 年恒顺醋业香醋产能达到了 6 万吨，酱油产能 1 万吨，生产规模再上台阶。在这个阶段，恒顺醋业积累了较高的品牌知名度，生产规模不断扩大，市场占有率位于行业前列，江苏市场份额达到 50%，在安徽、上海、山东和浙江等地也拥有广大的市场。

图4：公司发展历程可以分为5个阶段

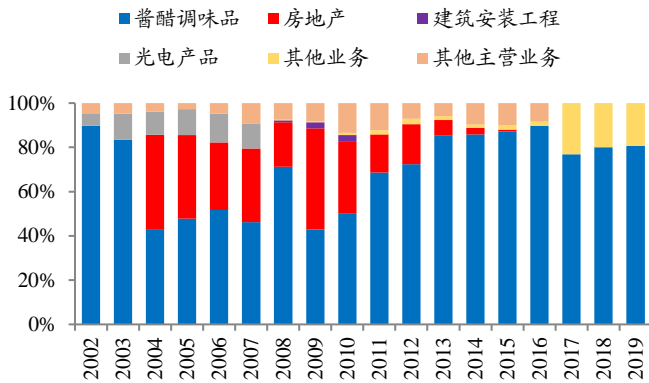


资料来源：公司年报、开源证券研究所

第二阶段：多元化发展阶段（2001-2010年）。2001年，恒顺醋业成功登陆上交所上市，公司现金流充裕，乘中国经济高速增长之机开始走上多元化布局和跨产业投资之路。2002年公司进入光电产品和汽车贸易领域，2004年进入房地产领域，当年房地产收入占比高达38.97%，2008年又进入建筑安装工程领域。但是公司大部分新增业务表现不佳甚至亏损，因此2005年公司又退出了汽车贸易领域，2008年退出了光电领域。2008年由于金融危机爆发，公司房地产业务营收急剧下滑，从2007年的275亿元下降到了141亿元，直接导致公司当年营收和归母净利润分别下降了15.7%和259.7%。此时，虽然公司已经意识到要专注主业、收缩辅业，但是2009年房地产市场回暖，公司乘机又加大了楼盘开发和销售力度，2009年房地产收入大涨，收入占比从2008年的20.15%上升到45.77%，超过了酱醋调味品业务（42.82%），同期公司营业收入和归母净利润也大幅增长，增速分别高达68.1%和162.9%。

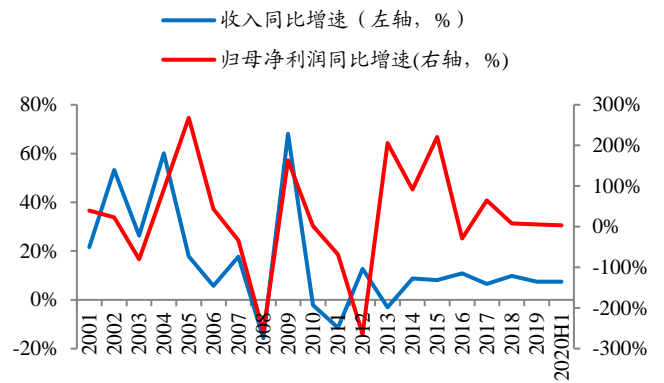
第三阶段：阵痛调整和逐渐剥离阶段（2011-2013年）。2011年由于政府出台了“限价”“限购”“限贷”等一系列房地产调控升级措施，同时融资成本大幅上升，公司房地产业务再度面临严峻挑战。2011年公司房地产业务收入大幅缩水53.4%，收入占比从2010年的32.6%下降到17.2%，同期公司营业收入和归母净利润也分别下降了11.4%和68.3%。2012年公司痛定思痛，终于下定决心实施房地产业务分立剥离，2012年净利润因此下降了264.11%，到2013年公司房地产业务收入占比已经下降到了5.95%，2015年基本退出房地产领域。在剥离房地产业务后，公司启动上市再融资，资产负债率和财务费用率大幅下降，2011年公司资产负债率和财务费用率分别高达86%和12.5%，到2015年已经下降到31%和1%，公司由此开启了新的发展篇章。

图5：公司业务从多元化发展到聚焦主业



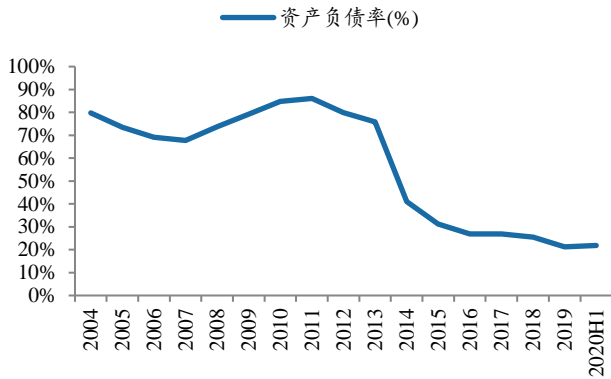
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2001-2013 年公司收入和利润增速波动剧烈



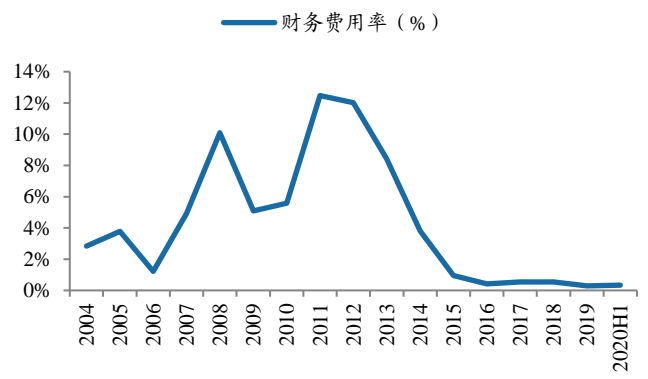
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：剥离房地产业务后资产负债率大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：剥离房地产业务后财务费用率大幅下降

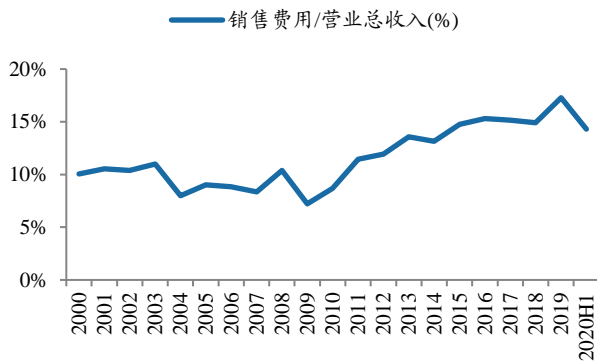


数据来源：Wind、开源证券研究所

第四阶段：品牌扩张和渠道深耕阶段（2014-2018 年）。在这个阶段首先公司通过定增募集了 6.75 亿元,解决了资金来源的问题,然后公司开始着力进行品牌建设、产品梳理和渠道建设。(1) 品牌方面,一是公司开始全面推行“品牌扩张”战略,由生产经营型企业向品牌和资本经营型企业升级,成立了销售公司市场部,强化了新品上市流程管理,并加强了对营销中心薪酬考核体系的完善和改革;二是公司开始推行“恒顺醋业”和“北固山”双品牌运作,坚持醋和料酒并举发展,持续打造“高端产品”和推动“大单品”策略,并且对原来的 logo 进行了升级,注重营造品牌中高端产品形象;三是公司创新了品牌传播和营销的模式,加大了营销活动投入力度。2016 年恒顺醋业亮相“我要上春晚”,冠名了武汉到上海的“恒顺醋业号动车组”,品牌知名度进一步提高。(2) 产品方面,公司引导了“醋不仅是调味品,更是健康产品”的概念,推出了“食醋健康”的理念,加强了新品研发,每年推出 20 余个新品,包括十年八度香酯醋和有机醋系列、蜂蜜醋、香妃醋、苹果醋等新口味“健康产品”。此外,公司加强了对产品的梳理与整合,推动产品结构向高端和多品类方向升级,2018 年公司淘汰与整合了 22 个 SKU,聚焦重点单品,突出了“恒顺醋业香醋”的明星产品定位。(3) 渠道方面,一是公司 2014 年针对农贸市场提出了“春耕造林”活动,按照终端品牌建设标准,以产品生动化陈列为核心,打造农贸终端店的统一品牌形象,促进了品牌宣传、新品推广和高端产品销售。到 2016 年公司已建立了 10 万家终端品牌形象店,主导产品“A 陈”和“B 香”均实现销售过亿。

二是公司加大了对成熟市场的深耕，针对成长性市场，通过培育重点市场，以点带面带动周边市场发展，并促进了开发性市场重点渠道的开发。三是积极开拓新渠道，加大了餐饮、电商和新零售等渠道的拓展。2017 年公司加强了食品加工企业原料供应渠道的开发，积极和阿里巴巴零售通、京东新通路、美菜网等新型电商渠道探索合作模式，也和天猫超市、京东超市等社区电商展开全面合作，2018 年线下门店达到 7 万多家。同时成立了餐饮事业部，积极推动餐饮渠道的开发。

图9：2010 年以来公司销售费用率显著增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：恒顺醋业冠名高铁动车



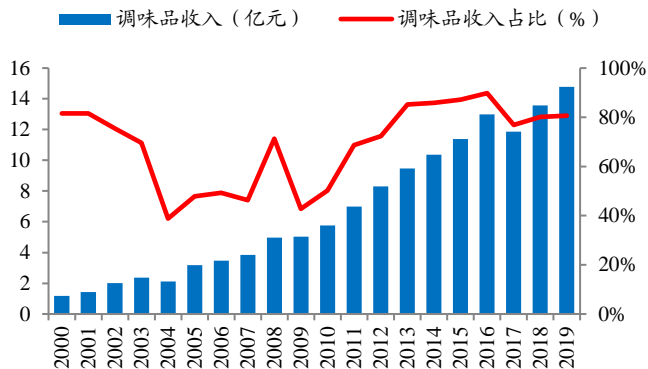
资料来源：公司官网

第五阶段：发力餐饮和渠道变革阶段（2019-2020 年）。和海天味业相比，公司餐饮渠道一直较弱（占比不足 20%，海天 60%+），在这个阶段公司认识到了餐饮渠道的重要性，开始全力切入餐饮渠道。公司加强了餐饮渠道产品规格的研发，根据餐饮市场的特点和竞争情况，大力开发了醋和料酒的大包装规格，还针对餐饮的前台与后台做好产品的分类，并且加强了和全国及地方知名餐饮连锁店的对接与合作。另一方面，公司开始着手传统渠道营销体系的变革，实行战区制，将现有的 36 个片区重新整合划分为八大战区，公司有望通过内部体制改革，提高经营管理效率和活力，加快推进全国化进程。

1.3、做深醋业、做高酒业、做宽酱业

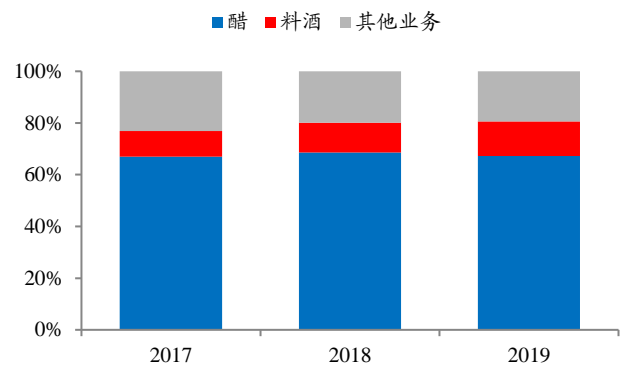
公司确立了醋、料酒和酱类三大主业。自 2014 年基本剥离房地产业务后，公司聚焦调味品业务，形成了以醋为核心，香醋、白醋、醋饮料、料酒、酱油、麻油、酱菜等共同发展的多元调味产品体系。公司调味品收入不断提高，2011-2019 年收入复合增速为 9.8%，保持较快增长；2009 年以来调味品收入占比也不断提高，从 50.2% 提高至 80.6%。2020 上半年，公司提出了“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”的品类战略，确立了食醋、料酒和酱类（酱油、酱菜和酱料）三大主营业务，其中食醋和料酒是公司目前两大主要产品，2019 年收入占比分别为 67.3%和 13.4%。公司目前主要有两大品牌，抛弃了以往的“金山”、“恒丰”等旧品牌，坚持“恒顺醋业”和“北固山”双品牌运作，其中恒顺醋业为主品牌，立足高端，北固山为辅品牌，立足中低端。

图11: 2011-2019 年调味品收入复合增长 9.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

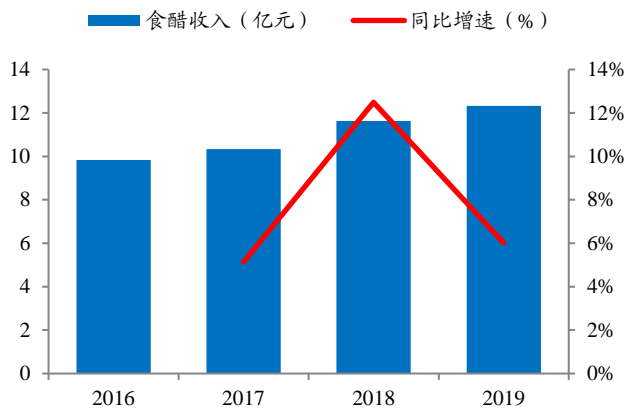
图12: 2019 年醋和料酒收入占比分别为 67.3%和 13.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

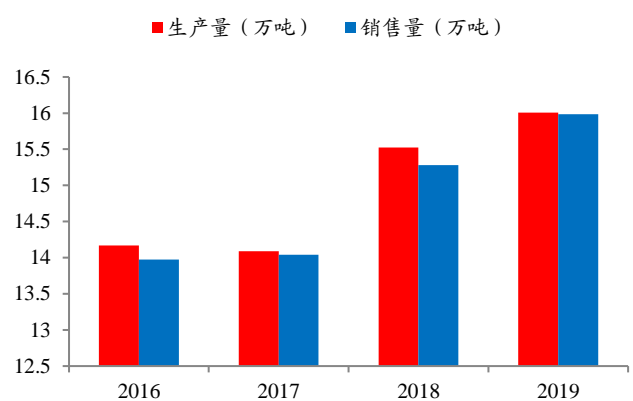
醋是核心业务，收入和毛利率稳步增长。恒顺醋业以香醋闻名，醋是公司发展最早也最为成熟的产品。2019 年公司醋的收入达到 12.33 亿元，占调味品收入的比重为 83.4%，占总收入的比重为 67.3%。2016-2019 年公司食醋收入增长比较稳健，CAGR 为 7.8%。一方面，食醋产销量稳健增长，2016-2019 年产量和销量分别复合增长了 4.2%和 4.6%；另一方面，食醋均价也稳步提高，从 2016 年的 7035 元/吨提高到了 2019 年的 7710 元/吨。此外，食醋的毛利率也增长较快，从 2016 年的 42.1%增长到 2019 年的 46.5%，一方面是由于公司逐步提价而单位成本比较稳定，另一方面是由于公司产品结构升级，高端醋占比不断提升。

图13: 2016-2019 食醋收入复合增长 7.8%

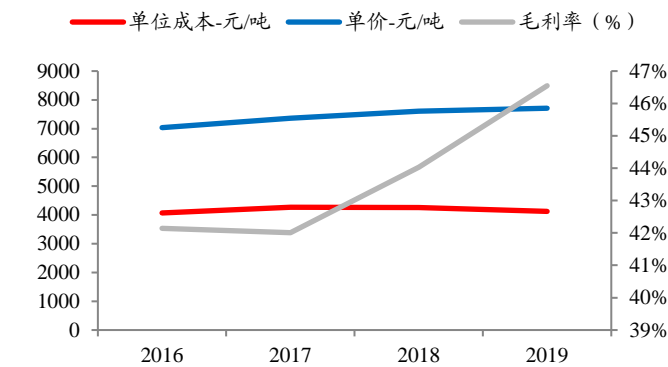


数据来源: Wind、开源证券研究所

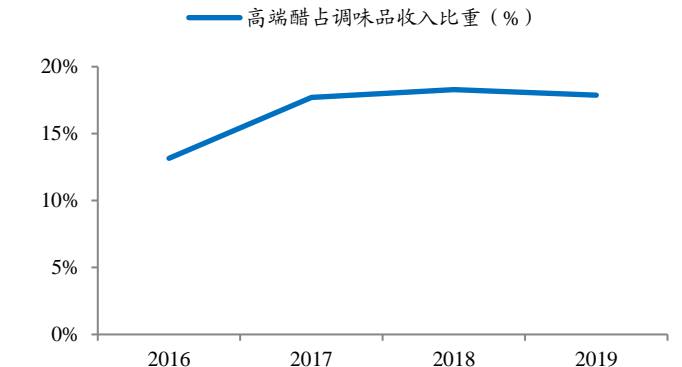
图14: 2016-2019 食醋产量和销量复合增长 4.2%和 4.6%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图15: 2016-2019 食醋单价和毛利率稳步提升


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图16: 2016-2019 高端醋收入占比逐步提高


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

食醋品类丰富多样、价格带齐全。公司食醋产品包括“恒顺醋业”和“北固山”两大品牌，恒顺醋业涵盖经典系列、精酿系列、宴会系列、年份系列等七大系列，包括陈醋、香醋、白醋、功能醋、特色醋饮等七大品类，品种丰富。公司仍在不断促进新产品的研发和改进，同时定期进行产品的梳理与整合，淘汰落后产品，培育和聚焦大单品，恒顺醋业“新A陈”和恒顺醋业“新B香”均是销售过亿的大单品。北固山品牌也包括陈醋、香醋、白醋等品类。从价格来看，恒顺醋业品牌的食醋价格集中在8-30元(500ml/瓶)之间，定位中高端，而北固山品牌价格集中在3-8元(500ml/瓶)之间，定位中低端，公司品牌差异化分级，基本覆盖各大主流价格带。

表1: 恒顺醋业食醋品类丰富，价格齐全

品牌	品类	代表产品	产品示意图	价格
恒顺醋业	陈醋	恒顺醋业新A陈		8.9 元/500ml
	香醋	恒顺醋业新B香		8.9 元/500ml
		香醋王		15.9 元/500ml
		镇江珍品香醋		18 元/300ml
	年份醋	三年陈		22.9 元/580ml
		六年陈		32 元/580ml
		十年陈		88 元/300ml
	白醋/米醋	9 度米醋		8.9 元/500ml
		9 度白醋		12.8 元/1000ml
	有机醋	有机糯香醋		49 元 300ml
		有机白米醋		49 元 300ml
	功能醋	蟹醋		14.9 元/500ml
		饺子醋		9.9 元/300ml
		糖醋汁		9.9 元/330ml
	醋饮料	苹果醋		19.8 元/300ml
		蜂蜜醋		19.8 元/300ml
		香妃醋		19.8 元/300ml

北固山

陈醋、香醋、白醋

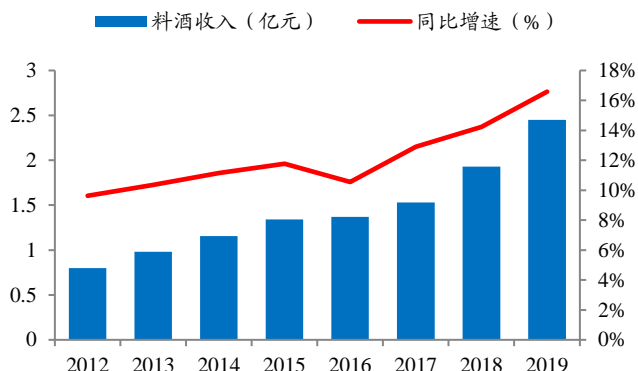


6.8 元/450ml、13.9 元/2L、9.9 元/2L

资料来源：恒顺醋业天猫旗舰店、开源证券研究所

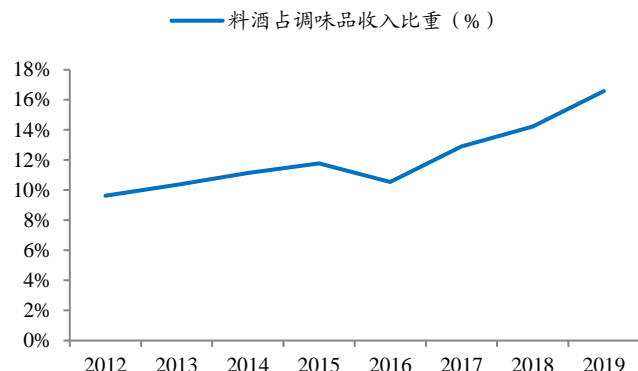
料酒是第二大业务，收入快速增长。公司自 2012 年推出葱姜料酒、烹饪料酒餐饮系列以来，料酒收入保持高速增长，产品品类也逐渐拓展，开发出金标料酒、年份料酒、蒸鱼料酒等产品新系列。2019 年公司料酒收入达到 2.45 亿元，占总收入的比重为 13.37%，2012-2019 年复合增长 17.4%，占调味品收入的比重从 9.6% 增长至 16.6%。公司料酒收入的增长主要来源于销量增长，2016-2019 年料酒产量和销量快速增长，年均分别复合增长 26.3% 和 28.0%，而销售单价则逐步下降，从 2016 年的 4870 元/吨下降至 2019 年的 4263 元/吨。价格不断下降而单位成本保持稳定，导致料酒的毛利率也不断下降，从 2016 年的 39.5% 下降至 2019 年的 36.4%，2019 年毛利率有所回升主因 2019 年单位成本下降。公司料酒仍处于铺市推广、抢占市场阶段，通过促销活动，给予经销商和消费者较大让利，恒顺醋业料酒快速放量，加速抢占市场份额。

图17：2012-2019 料酒收入复合增长 17.4%



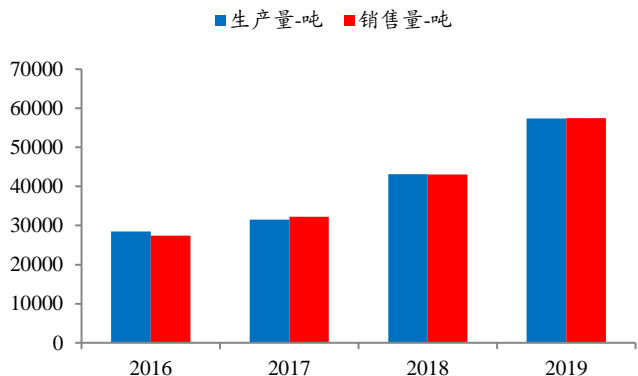
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图18：2012-2019 料酒占调味品收入的比重不断提高



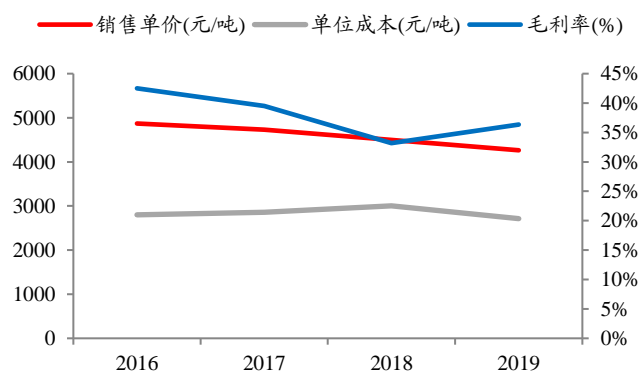
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图19：2016-2019 料酒产销量增长较快



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图20：2016-2019 料酒单价和毛利率下降



数据来源：公司年报、开源证券研究所

表2：恒顺醋业主要料酒产品一览

恒顺醋业料酒产品

品类	葱姜料酒	花雕厨用料酒	金标料酒	年份料酒	红烧料酒	蒸鱼料酒
产品图						
价格	12.9 元/500ml	19.9 元/500ml	12.9 元/500ml	19.9 元/500ml	12.9 元/500ml	12.9 元/500ml

资料来源：恒顺醋业天猫旗舰店、开源证券研究所

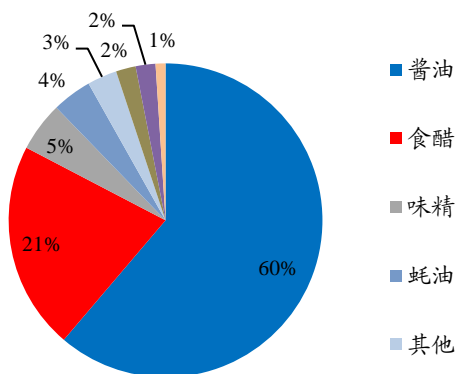
2、行业：分散竞争、亟待整合、快速成长

2.1、食醋：地域竞争明显，消费升级扩容

2.1.1、行业快速成长，量价齐升

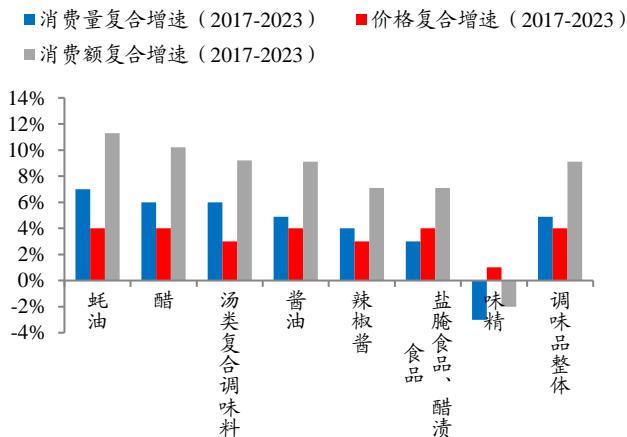
食醋行业处于快速成长期，消费量占比仅次于酱油。食醋是我国第二大调味消费品，占中国居民调味品消费量的比重约为 21%，仅次于酱油 60%。调味品整体市场规模庞大，不同调味品所处行业生命周期不同，食醋目前仍处于成长期，消费量和消费额均保持快速增长，根据欧睿数据预测，2017-2023 年我国食醋的消费额复合增速为 10.2%，仅次于蚝油（11.3%），高于调味品整体增速（9.10%），量价拆分来看，食醋 2017-2023 年消费量和消费额增速分别为 6%和 4%，消费量增速高于行业整体，消费价格持平。反观其他调味品，酱油目前正步入发展成熟期，增速处于行业中游，而味精则已经步入衰退期，消费量和消费额均为负增长。

图21：食醋是第二大调味品，仅次于酱油



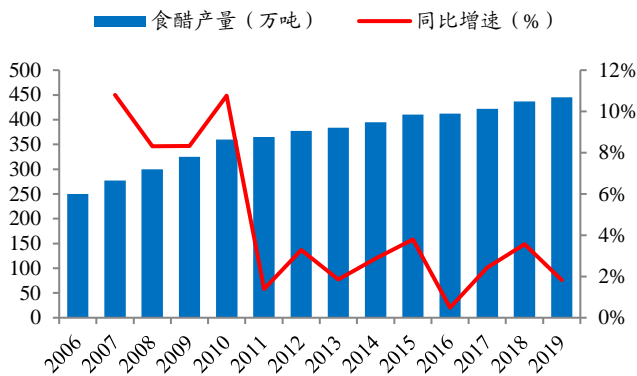
数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图22：食醋处于快速成长期，消费额增速领先

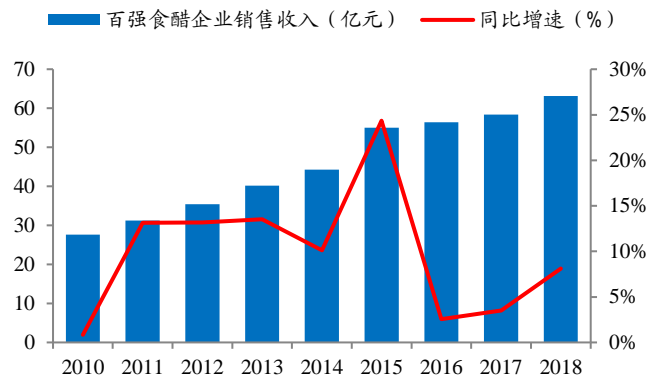


数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

2018 年食醋行业市场规模约为 170 亿，百强收入 2010-2018 复合增长 10.9%。2011-2019 年我国食醋产量稳步增长，2019 年产量达到 445 万吨，2011-2019 年复合增长 2.4%。从中国调味品协会公布的百强食醋企业数据来看，2018 年我国百强醋企销售收入为 63.11 亿元，2010-2018 年复合增长 10.9%，增速较快。由于食醋企业以销定产，以百强醋企 2018 年产品销售均价（3845 元）和行业产量估算，2018 年我国食醋行业市场规模约为 170 亿元，未来扩容空间仍很大。

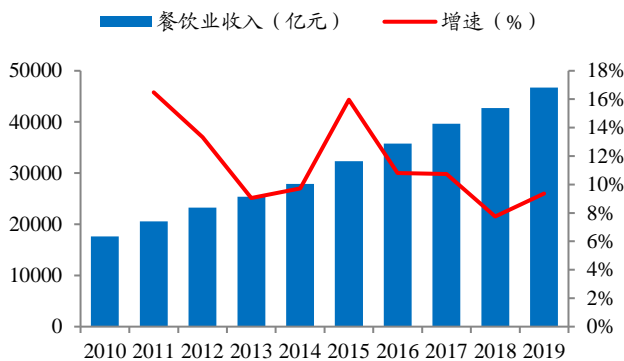
图23: 2010-2019 食醋产量复合增长 2.4%


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

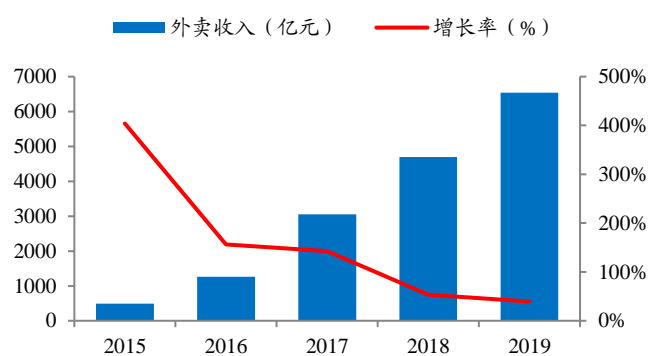
图24: 2010-2018 百强食醋企业收入复合增长 10.9%


数据来源: 中国调味品协会、开源证券研究所

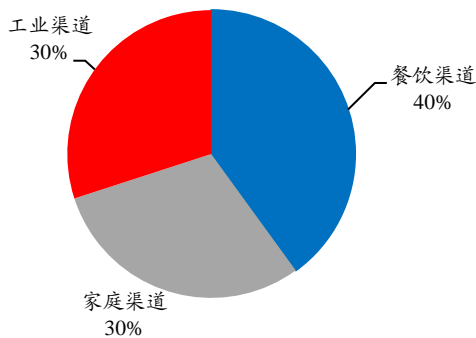
食醋行业扩容空间主要来源于量增和价升，量增表现在一是餐饮行业扩容贡献食醋消费增量。虽然疫情期间我国餐饮行业受到了较大冲击，但是长期来看，我国餐饮行业仍呈现持续扩容趋势。2010-2019 年我国餐饮行业收入从 1.76 万亿增长至 4.67 万亿，复合增速为 11.4%，保持了较快增长。外卖作为我国餐饮的重要组成部分，近年来发展势头迅猛，2015-2019 年餐饮外卖收入复合增速高达 91.0%，城市覆盖面和渗透率仍在不断提高。我国调味品行业餐饮渠道占比 40%，且餐饮渠道的调味品消耗量远高于家庭烹饪，大约是 1.6 倍，因此，餐饮行业的持续扩容将极大地带动食醋等调味品的销量增长。

图25: 我国餐饮业收入保持快速增长


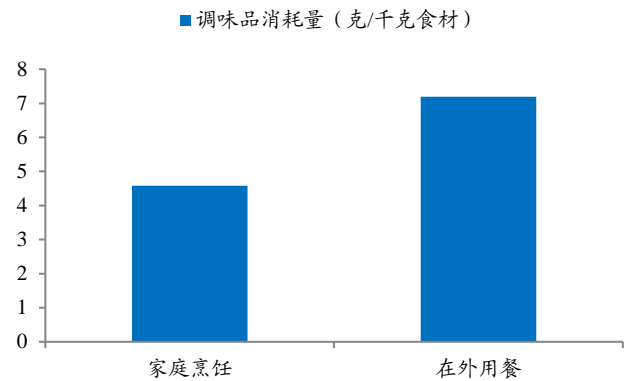
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图26: 2015-2019 餐饮外卖收入复合增速高达 91%


数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

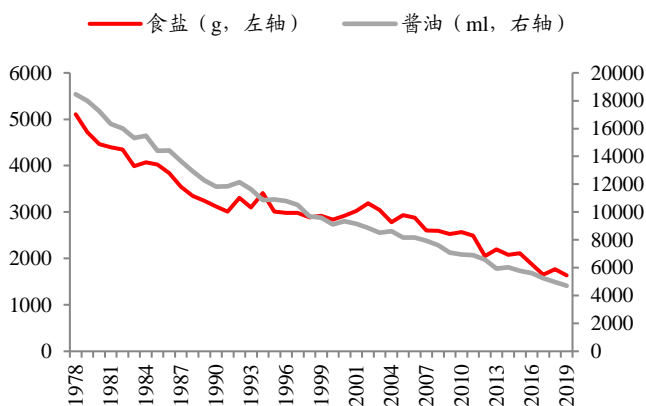
图27：2018年调味品行业餐饮渠道占比40%


数据来源：调味品协会、开源证券研究所

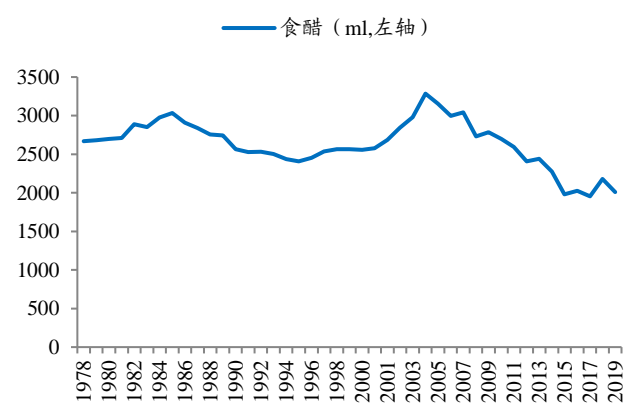
图28：餐饮调味品消耗量是家庭烹饪的1.6倍


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

食醋具有保健属性，生命周期更长。酿造食醋作为一种酸性调味品，含有丰富的有机酸、氨基酸、糖类物质、维生素和钾、钙、铁等矿物质，以及醛、醇、酚、酯等微量成分，具有较高的营养价值和多种保健功效，比如降糖降脂、抗菌杀菌、促进消化、缓解疲劳等。日本很早就流行喝醋的风气，喝醋有益健康已经成为日本社会的一种共识，他们不仅将食醋作为调味品，还开发了多种保健醋和醋饮料产品，扩大了食醋的消费规模。日本自70年代起就开始倡导“低盐运动”，“低盐饮食”的健康理念逐渐深入人心，与此同时，日本的食盐和酱油的家庭年均消费量不断下降，而食醋由于独特的健康保健属性消费量不断上升，在2004年达到高峰3.29L。根据中国疾病预防控制中心调查，我国居民平均日食盐摄入量高达10.5g，远超过世卫组织推荐摄入量标准（5g）。2017年，国务院办公厅印发《国民营养计划（2017-2030年）》，提出“到2030年，实现全国人均每日食盐摄入量降低20%的目标”，预计未来随着人们对健康饮食日益重视，酿造醋的健康功效得到更广泛传播，我国食醋消费空间有望进一步扩大。

图29：日本酱油和食盐家庭年均消费量不断下降


数据来源：日本调味品协会、开源证券研究所

图30：日本食醋家庭年均消费量2004年达到高峰


数据来源：日本统计局、开源证券研究所

表3：酿造食醋含有多多种有益成分，具有多种保健功效

酿造食醋		成分及功效
含有成分	有机酸	乳酸、琥珀酸、苹果酸、柠檬酸、丙酮酸
	游离氨基酸	赖氨酸、精氨酸、组氨酸、天门冬氨酸、丝氨酸、甘氨酸、丙氨酸、亮氨酸、酪氨酸、苯丙氨酸、谷氨酸

酿造食醋	
成分及功效	
无机物	钾、钙、铁、锌、铝、铜
活性物质	多酚物质、维生素（B1、B2、B6）、黄酮类化合物、蛋白黑素、川穹嗪、绿原酸
保健功效	(1) 促进消化吸收、改善新陈代谢、消除疲劳感
	(2) 抗菌、杀菌、抗病毒作用
	(3) 抗氧化、抗衰老、美容
	(4) 降血糖、降血脂
	(5) 抗癌、抗肿瘤
	(6) 降胆固醇、降血压、软化血管
	(7) 治疗损伤、改善老年痴呆症及预防骨质疏松症
	(8) 降胆固醇、降血压

资料来源：《中国调味品》（2017）、开源证券研究所

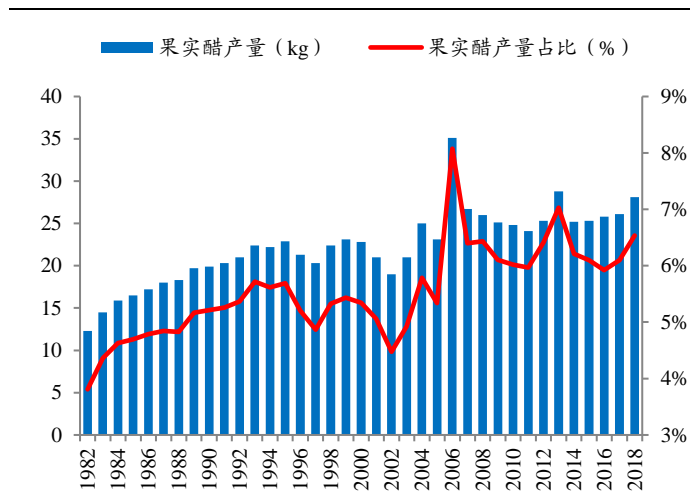
功能醋、醋饮料和保健醋拓宽食醋应用场景。食醋由于独特的酸性同时含有多种有益成分，具有保健功效，常常被制为醋饮料和保健醋。日本的食醋品类更为细分、多样，早在 90 年代就出现了黑醋、米醋、麦芽醋等谷物醋，寿司醋、甘醋、橙醋等调味醋以及柚子醋、苹果醋、无花果醋等各种果实醋，满足了消费者的多样化需求。1982-2018 年，日本果实醋产量不断增加，果实醋产量占比从 3.8% 上升至 6.5%，日本食醋的细分化和用途化极大地扩大了食醋的消费规模。近年来，我国醋饮料市场也逐渐兴起，恒顺醋业、千禾、紫林等企业都相继推出了自己的醋饮料和保健醋，如蜂蜜醋、苹果醋、柠檬醋、醋胶囊等等。2013-2018 年我国醋饮料市场规模不断上升，复合增速为 16.8%，2018 年达到 50 亿元，预计未来随着消费者培育更加健全，食醋健康理念深入人心，醋饮料将成为上游食醋市场新的增长点。此外，我国食醋也在不断拓展消费场景，功能醋成为又一大食醋品类，恒顺醋业推出的蟹醋、饺子醋、凉拌醋等都是聚焦具体的使用场景作出的产品创新，受到广大消费者欢迎。

图31：日本食醋品类细分化、多样化



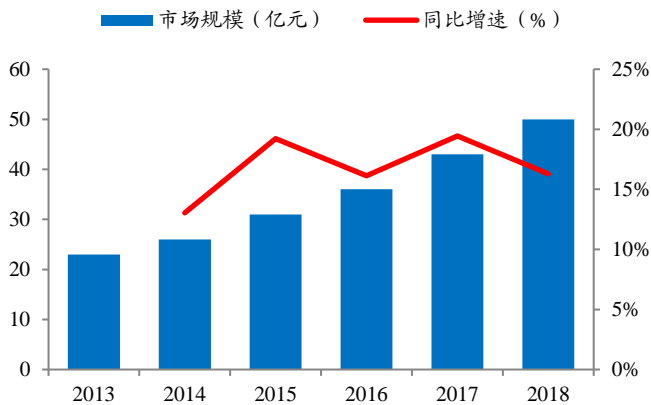
资料来源：Cook in Japan、开源证券研究所

图32：日本果实醋产量占比不断上升



数据来源：日本食醋协会、开源证券研究所

图33: 2013-2018 我国醋饮料市场规模复合增长 16.8%



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

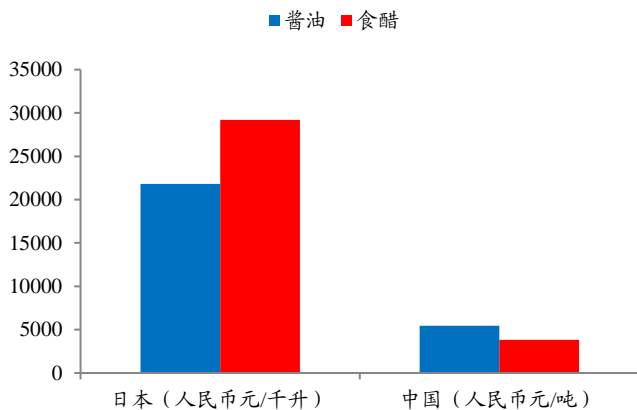
图34: 我国功能醋、醋饮料和保健醋等品类创新



资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

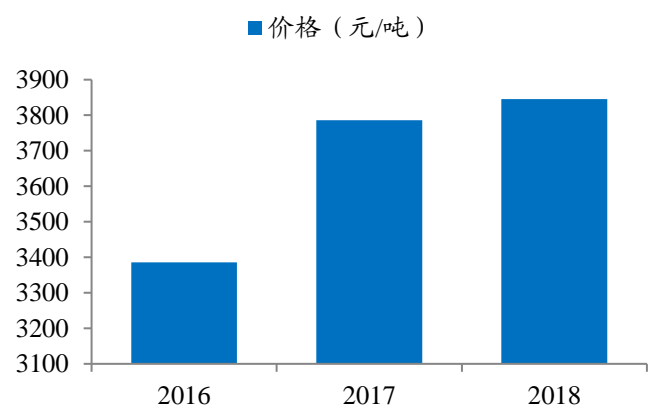
价升表现在一是食醋产品向高端化升级，同时具备提价空间。随着消费者越来越重视食品健康和品质，同时品牌意识觉醒，食醋生产企业也越来越重视自身的差异化定位，着力提升产品品质，推出了一系列定位高端、健康、天然的食醋产品，突出“有机”“年份”“零添加”等特点，受到消费者欢迎。而随着高端食醋产品不断增加，我国百强企业食醋销售均价也稳步提升，2018 年均价为 3845 元/吨，相比 2016 年提高了 13.6%。我国食醋销售价格低于酱油，2018 年酱油代表企业海天味业酱油吨价为 5451 元，比百强食醋吨价高出 41.8%，而日本的食醋价格长期以来高于酱油，2018 年日本家庭购买食醋均价为 471.1 日元/升，而酱油均价为 351.5 日元/升，食醋价格比酱油高出 34.0%。因此，对标日本来看，我国食醋销售价格还有较大的提升空间。

图35: 日本食醋价格高于酱油，而我国相反



数据来源: 中国调味品协会、日本统计局、开源证券研究所

图36: 中国百强企业食醋吨价不断提升



数据来源: 中国调味品协会、开源证券研究所

表4: 各品牌纷纷推出高端单品，突出“有机”“零添加”

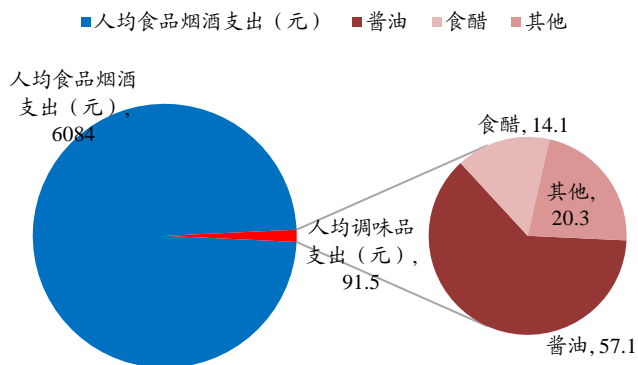
品牌	系列	价格
恒顺醋业	三年陈	22.9 元/580ml
	六年陈	32 元/580ml
	十年陈	88 元/300ml
	有机糯香醋	49 元/300ml
	有机白米醋	49 元/300ml

紫林	三年陈（6度酸山西老陈醋）	25.9 元/500ml
	六年陈（6度味爱家赞系列）	32.9 元/500ml
	八年陈（6.5度山西老陈醋）	29.9 元/500ml
水塔	手工三年老陈醋	23.8 元/420ml
	手工五年老陈醋	34.8 元/420ml
	手工六年老陈醋	41.8 元/420ml
千禾	零添加六年窖醋	35.8 元/1000ml
	零添加十年窖醋	27.8 元/500ml
	千禾有机醋	49.8 元/500ml

资料来源：天猫旗舰店、开源证券研究所

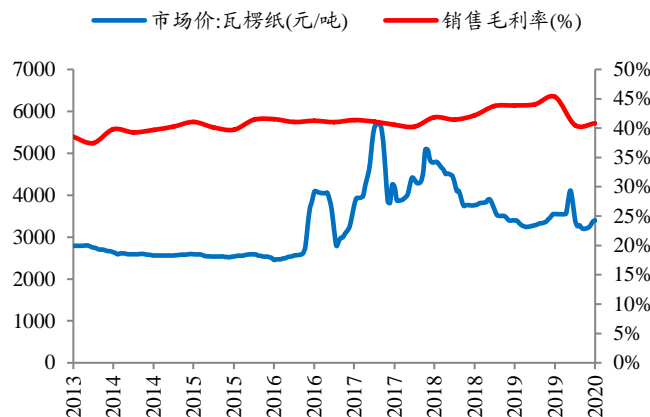
二是龙头醋企具有较强的定价权，可以稳步提价。一方面，我国居民人均调味品消费支出占比较低。2019 年我国居民在食品烟酒上的人均消费支出为 6084 元，调味品消费支出约为 91.5 元，占比仅 1.5%，而食醋的人均支出则更低，为 14.5 元。我国居民的食醋消费支出在总消费支出中占比极低，因此居民需求价格弹性也较低，消费者对食醋价格变化不敏感。另一方面，食醋龙头企业具有较强的定价权，带动行业提价。从恒顺醋业的毛利率来看，2016-2017 年，食醋重要包装材料之一瓦楞纸的价格大幅涨价，而恒顺醋业的毛利率却保持基本稳定，就是通过提价的方式转嫁了上升的原材料成本，2016 年公司对主营的经典醋系列共 19 个单品平均提价 9% 左右。恒顺醋业作为醋业龙头，议价能力较强，2004 年以来基本形成了 3 年的提价周期，龙头稳步提价带动行业整体价格的逐步提升，从而扩大了食醋行业市场容量。

图37：食醋消费支出占比极低



数据来源：欧睿数据、Wind、开源证券研究所

图38：恒顺醋业毛利率稳步上升，议价能力较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：恒顺醋业大概3年一提价

时间	提价内容
2004.06	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%
2006.07	对部分低价位产品进行提价,平均提价幅度在 15%-25%,并在下半年每个月对 1 个至 2 个品种进行 10%-15% 左右的滚动提价
2010.11	对高档产品提价 10%，中低档产品提价 5%
2014	对主力产品进行了 5% 左右的提价
2016.06	对主营的经典醋系列，共 19 个单品提价，调价平均幅度在 9% 左右。
2019.01	1) 恒顺醋业香醋系列产品平均提价幅度为 15.04%，该系列产品 2018 年全年销售额约为 9,685 万元。 2) 恒顺醋业陈醋系列产品平均提价幅度为 15.04%，该系列产品 2018 年全年销售额约为 4,861 万元。

- 3) 恒顺醋业料酒系列产品平均提价幅度为 10%，该系列产品 2018 年全年销售额约为 4,391 万元。
- 4) 镇江香醋【K 型 010072】系列产品平均提价幅度为 10%，该系列产品 2018 年全年销售额约为 3,716 万元。
- 5) 镇江香醋【金恒顺醋业 115050】系列产品平均提价幅度为 6.45%，该系列产品 2018 年全年销售额约为 958 万元。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、行业区域割据，亟待整合

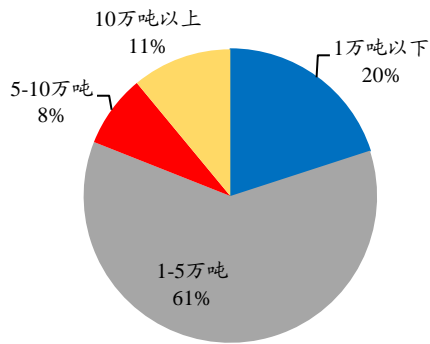
食醋行业地域性强，集中度低，整合空间大。我国食醋消费由于地区口味、原料和生产工艺等差异，形成了四大名醋各具特色，各占一方的特点，呈区域割据状态。四大名醋中，以恒顺醋业为代表的镇江香醋主要覆盖华东地区，以水塔、紫林、东湖为代表的山西老陈醋主要覆盖北方地区，而四川保宁醋则盘踞川渝等西南市场，永春老醋在东南沿海地区比较流行。恒顺醋业在镇江香醋中一枝独秀，是镇江香醋的领导品牌，2005 年在镇江香醋市场份额就高达 80%。山西老陈醋在品牌知名度和产量规模方面均不输镇江香醋，但是其内部竞争激烈，市场份额分散。2018 年中国调味品协会公布的 38 家食醋百强企业中，有 7 家是山西食醋企业，占比 18%，水塔（18.33 万吨）和紫林（15.65 万吨）2018 年的食醋产量均超过 10 万吨，此外东湖、兰花酿造、宁化府等食醋企业产能也都超过 1 万吨。激烈的内部市场竞争使得山西陈醋产品价格一直在 2500-3000 元/吨低位徘徊，而恒顺醋业镇江香醋价格基本在 4500 元/吨左右，因此山西老陈醋缺乏占领绝对优势的龙头企业，而其他两大名醋——保宁醋和永春醋整体规模较小。从整个食醋行业来看，我国食醋行业仍然比较分散，中小企业众多，根据调味品协会公布的 38 家食醋百强企业，只有 4 家企业产量超过 10 万吨，占比 11%，1-5 万吨规模的企业最多，占比 61%。此外，2018 年我国食醋企业 CR5 仅为 22.3%，而日本食醋企业 1980 年代 CR5 就达到 68%，和其他调味品子行业相比食醋集中度也偏低，未来我国食醋行业还有很大的整合空间。

表6：我国四大名醋各据一方，各有优势

四大名醋	主要原料	工艺特点	代表企业	销售区域
镇江香醋	糯米等	传统固态发酵，独具“酸而不涩、香而微甜、色浓味鲜、愈存愈醇”的特色	恒顺醋业	上海、安徽、浙江、江苏、山东
山西老陈醋	高粱等	熏醅技术高，突出陈酿，生产周期长，呈酱红色，食之绵、酸、香、甜、鲜	紫林醋业、山西水塔、太原宁化府、山西美和居老醋坊	东三省、北京、河北、山西、河南、山东、内蒙、上海等
四川保宁醋	唆皮、中药等	采用药曲酿制，以嘉陵江冬水为原料，独具“色泽红棕、酸味柔和、醇香回甜、绿色健康”的特点	四川保宁醋有限公司	四川、重庆、云南、贵州
福建永春红醋	糯米、芝麻等	传统工艺，精制陈酿 3 年以上，色泽棕黑、酸而小涩、酸中带甜，加入芝麻调味调香	福建永春老醋醋业	福建、浙江、广东、广西等

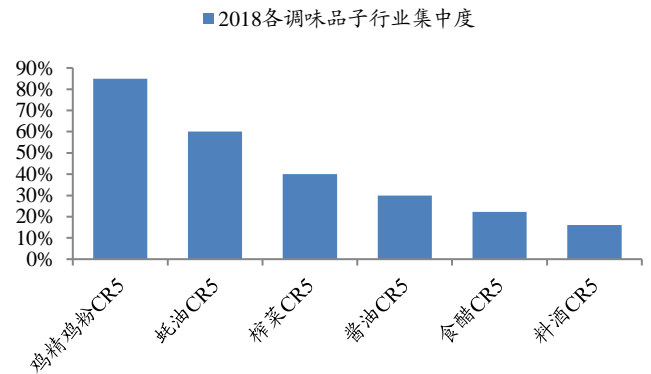
资料来源：产业信息网、开源证券研究所

图39: 超过 80% 的食醋百强企业规模在 5 吨以下



数据来源: 调味品协会、开源证券研究所

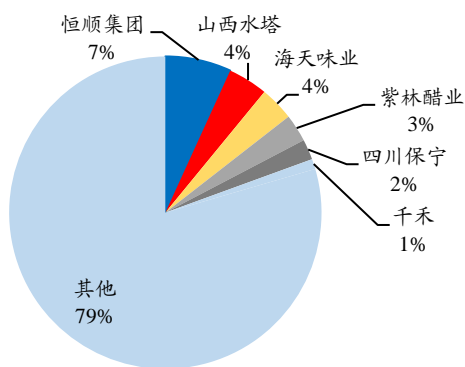
图40: 我国食醋行业集中度较低, CR5 为 22%



数据来源: 调味品协会、开源证券研究所

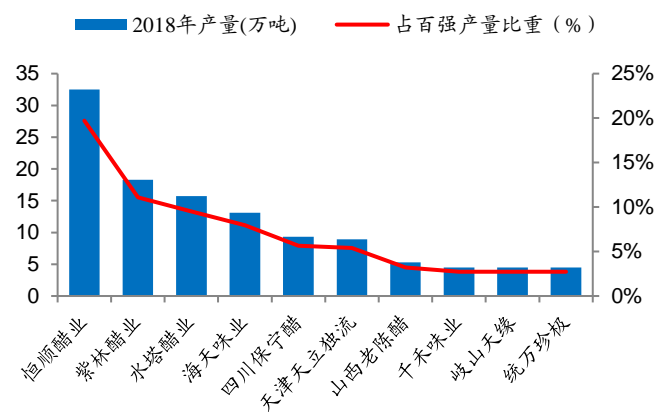
恒顺醋业市占率领先, 海天等酱油企业争相入局。2018 年根据销售收入口径测算, 恒顺醋业在我国食醋行业的市场份额约为 7%, 其次分别是山西水塔 (4%)、海天味业 (4%) 和紫林醋业 (3%)。从产量来看, 2018 年恒顺醋业食醋产量最高, 达 32.5 万吨, 占百强食醋企业产量的 19.7%, 其次是紫林醋业 (18.3 万吨)、水塔醋业 (15.7 万吨) 和海天味业 (13.1 万吨), 占比分别为 11.1%、9.5%、和 7.9%。除了恒顺醋业、紫林、水塔等传统醋企外, 近年来其他调味品巨头也争相入局食醋行业, 海天味业 2017 年收购了镇江丹和醋业 70% 的股权, 产能为 2 万吨, 加上自身原有 7 万吨醋产能以及扩建的 15 吨醋产能, 完工后海天合计醋产能将达到 22 万吨; 李锦记也于 2018 年 7 月宣布进军食醋市场, 首次推出了米醋、香醋和陈醋三种产品, 共计 12 个规格, 并且主打中高端消费群体; 千禾味业 2019 年发布公告收购镇江恒康酱醋 100% 股权, 其原有和在建食醋产能总计达到 8 万吨, 调味品巨头纷纷布局醋业, 加大了食醋行业的竞争激烈程度, 同时也倒逼传统醋企加快改革和转型。

图41: 2018 年食醋行业市场格局 (销售收入口径)



数据来源: 中国食品报、调味品协会、开源证券研究所

图42: 2018 年恒顺醋业食醋产量占百强比重为 19.7%



数据来源: 调味品协会、开源证券研究所

表7: 各食醋生产企业产能情况

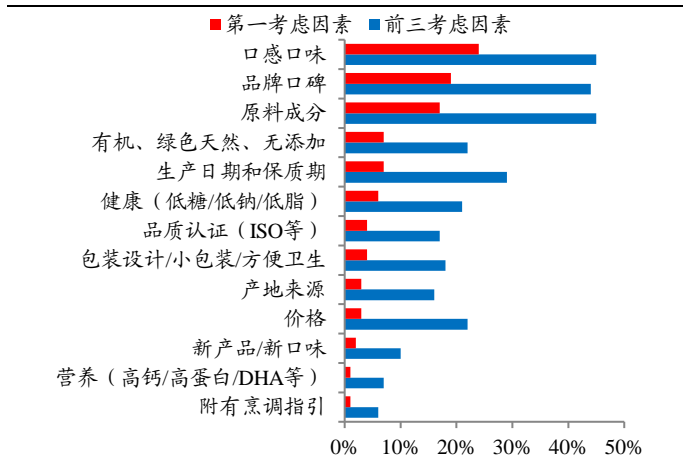
企业	2019 年食醋收入	食醋产能情况
恒顺醋业	12.32 亿元	食醋产能 33 万吨, 料酒产能 5 万吨
紫林醋业	5.17 亿元	食醋产能 20 万吨, 在建食醋产能 10 万吨, 完工后预计达到 30 万吨
海天味业	3~4 亿元	原有食醋产能 7 万吨, 2017 年收购镇江丹和醋业产能 2 万吨, 扩建江苏基地 15 万吨, 合计将达 22 万吨

企业	2019 年食醋收入	食醋产能情况
千禾味业	2.2 亿元	食醋产能 8 万吨，在建食醋产能 5 万吨，2019 年收购金山寺
水塔	约 10 亿元	协会统计 15.7 万吨

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

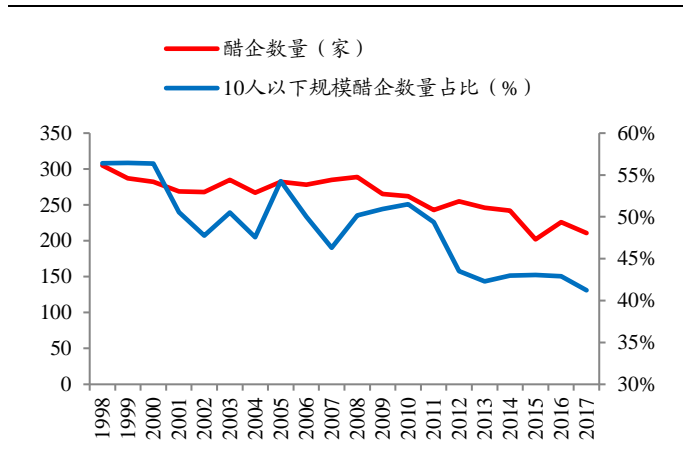
随着食醋行业发展日益成熟，行业集中度将逐步提升。一方面是因为随着消费升级趋势，消费者选购调味品时会逐渐选择更健康，口味更丰富的高端产品，同时也会更倾向选择知名度更高、更有品质保障的大品牌和大厂商产品，而不能顺应消费趋势，及时进行产品创新升级的食醋小企业、小作坊将逐步退出行业，淘汰落后和低端产能。日本的食醋行业发展相对成熟，1998 年以来日本的食醋生产企业数量不断减少，从 305 家减少至 211 家，同时小规模醋企（小于 10 人）数量占比也不断下降，从 56% 下降至 41%。另一方面，新国标实施将促使配制食醋退出食醋领域，留出空白市场。2018 年 6 月国家卫生健康委员会发布了《食品安全国家标准 食醋》（GB2719-2018），新国标已于 2019 年 12 月 21 日正式实施，新国标将配制食醋从标准中移出，标准将仅适用于传统酿造食醋，配制食醋不得再以“醋”为食品名称，只能归入复合调味料。配制食醋是以酿造食醋为主体，与冰乙酸等混合配制而成的调味醋，该种醋价格低廉，口味和品质均不及酿造食醋，长期以来依靠低质低价与酿造食醋恶性竞争，新国标出台后原有配制食醋企业将面临严峻考验，必须进行酿造食醋转型或将原有产品定义为复合调味料，生产和销售难度增加，配制食醋将加速退出食醋市场，给生产规模更大、品牌和渠道力更强的酿造食醋大企业留出发展空间，从而提高行业集中度。从日本经验来看，1982 年以来，日本的配制食醋产量呈不断下降趋势，2018 年产量占比已不足 1%，而我国配制食醋占比仍较高，未来有望逐步降低。

图43：消费者购买调味品更加注重口味和品牌



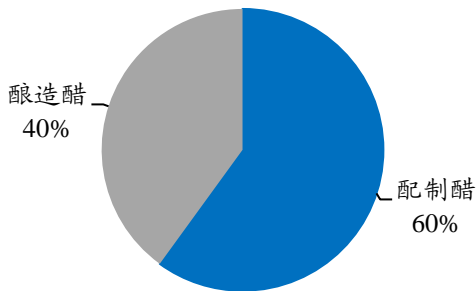
数据来源：香港贸发局 2017 调查、开源证券研究所

图44：日本醋企数量不断下降，小规模厂商加速退出



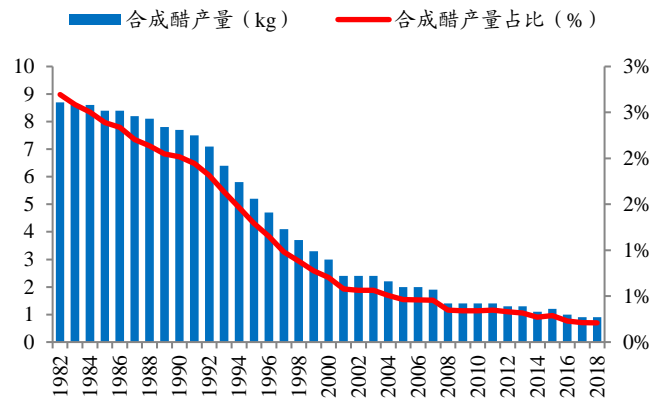
数据来源：日本食醋协会、开源证券研究所

图45: 2018 年我国食醋市场 60%仍是配制醋



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

图46: 1982 年以来日本合成醋产量不断下降



数据来源: 日本食醋协会、开源证券研究所

2.2、料酒: 市场高度分散, 行业快速放量

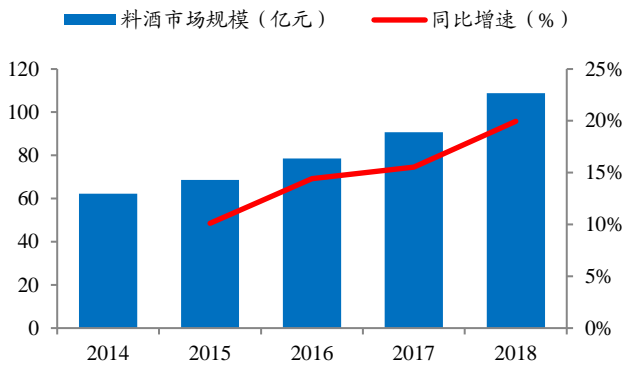
料酒行业市场规模约为 108 亿, 处于加快培育期。料酒是烹调用酒的统称, 是在黄酒基础上发展起来的专用于烹饪的新品种。料酒的主要原料是黄酒, 加入香辛料和调味料制成, 主要用于增加食物香味、去腥解腻, 同时含有多种氨基酸、酯类等营养成分, 其烹调效果是白酒、黄酒、啤酒等饮用酒无法比拟的。随着我国居民消费水平不断提高, 对食物的口味要求也不断提升, 我国料酒的市场规模不断扩大。2018 年我国料酒市场规模约为 108 亿, 2014-2018 年复合增长 15%, 增速较快。目前我国料酒市场仍处于培育和成长阶段, 产量快速增加, 2019 年产量达到 315 万吨, 2010-2019 年复合增长 10.8%, 料酒市场需求旺盛。

表8: 料酒相比黄酒、白酒和啤酒更适于烹调

	白酒	黄酒	啤酒	料酒
价格	较贵	较贵	较便宜	较便宜
酒精浓度	40%-60%	10%-15%	3%-5%	10%-15%
除腥效果	强	较强	较弱	强
提味效果	乙醇浓度较高, 会破坏菜肴的原味, 且使酒精味道较浓	味道单一	为菜肴加入独特味道	加入香辛料和调味料, 味道丰富多元
营养成分	氨基酸含量很低, 较高的乙醇含量会破坏肉类中的蛋白质和脂质	谷物成分丰富, 富含多种氨基酸	较少	谷物成分丰富, 富含多种氨基酸
主要用途	饮用	饮用/烹调	饮用	烹调, 不适合饮用

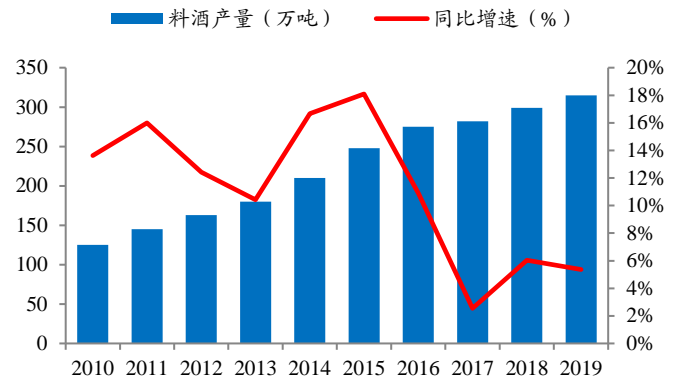
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图47: 2014-2018 我国料酒市场复合增长 15%



数据来源: 中研普华、开源证券研究所

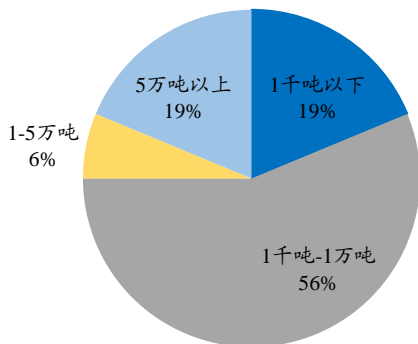
图48: 2010-2019 我国料酒产量复合增长 10.8%



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

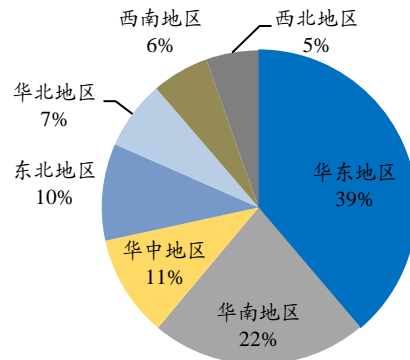
料酒行业高度分散，区域性品牌众多。由于料酒行业仍处于市场培育期，行业集中度很低，CR5 只有 18% 左右，低于食醋行业。我国约有 1000 多家料酒企业，以中小型区域性企业为主，根据中国调味品协会数据，百强调味品企业中料酒企业有 16 家，其中生产规模 1 万吨以下的企业占比 75%，生产规模 5 万吨以上的企业占比 19%，生产规模普遍较小。由于全国尚未出现强势的料酒龙头品牌，同时各地消费习惯各异，因此我国料酒行业地区性企业仍占优势。华东地区和华南地区料酒市场相对比较成熟，人们已有使用料酒的习惯，其中华东地区以老恒和、恒顺醋业、宝鼎等品牌为主，华南地区则以海天、厨邦等老牌调味企业的料酒产品为主，安徽省海神牌料酒比较受欢迎，西南地区则千禾、巨龙比较受欢迎，综合来看，我国华东地区和华南地区的收入占比最高。

图49: 规模 1 万吨以下料酒百强企业占比 75%



数据来源: 中国调味品协会、开源证券研究所

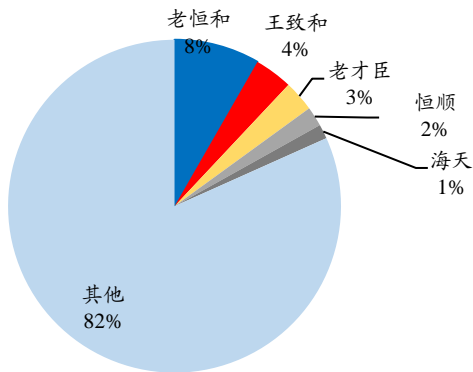
图50: 2017 年料酒销售收入主要来自华东和华南



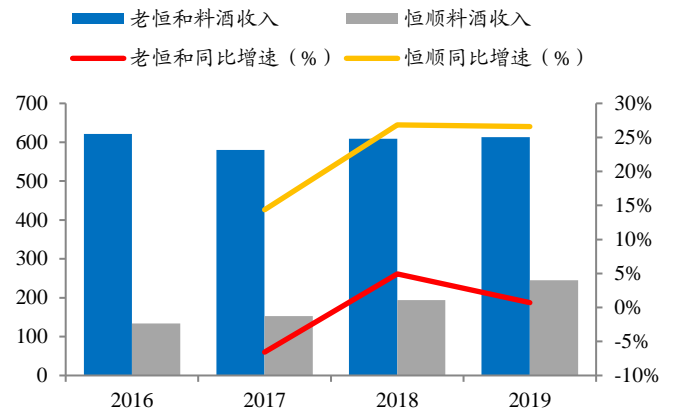
数据来源: 中研网、开源证券研究所

料酒行业竞争激烈，老恒和市场份额领先。目前料酒行业的竞争者主要包括：老恒和、王致和、老才臣等传统的料酒生产企业，恒顺醋业、海天、厨邦、千禾等加大料酒业务布局的传统调味品企业，偏安一隅的地区性料酒企业比如上海的宝鼎、安徽的海神、河北的珍极等，以及跨行业涉猎的黄酒代表企业如古越龙山、金枫酒业等。比较来看，老恒和拥有 160 多年的发展历史，基酒资源丰富，是最正宗的酿造料酒品牌，市场份额领先，占比 8% 左右，2019 年料酒收入达到 6.13 亿元，是恒顺醋业料酒收入的 2.5 倍。同时老恒和料酒品类更为丰富，品种达到近 10 个，价格带也更为齐全，坚守原酿，偏高端发展。王致和、老才臣占比分别为 4% 和 3%，料

酒收入规模也过亿，相比老恒和产品品类较少，同时价格带以中低端为主，由于缺少基酒储备同时受到地缘限制，目前仍以配制料酒为主。恒顺醋业自 2012 年推出第一款料酒产品，料酒收入快速增长，已成为仅次于食醋的第二大产品，2019 年恒顺醋业料酒收入达到 2.45 亿元，同时 2016-2019 年恒顺醋业料酒收入复合增速(22.5%)大幅超过老恒和(-0.5%)。恒顺醋业料酒产品品种比较丰富，包含 6 个品种，价格偏中高端。料酒行业竞争十分激烈，消费者教育不足，很多地区在去腥场景中仍未养成料酒的使用习惯，而以白酒、啤酒、黄酒等作为代替，市场发展尚不成熟。目前以老恒和为代表的料酒龙头正致力于加大营销投入，扩大品牌推广宣传，积极培育消费者习惯，未来料酒市场规模有望进一步扩张。

图51：老恒和市场份额领先


数据来源：中研网、开源证券研究所

图52：2019 年老恒和料酒收入是恒顺醋业的 2.5 倍


数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：主要料酒生产企业规模、产品对比

	料酒规模	优势区域	主要单品	价格
老恒和	料酒收入 6.13 亿元	华北、华东	十年陈花雕厨用、六年陈葱姜、葱姜、五年陈五香、烧肉、烧鱼、红烧、蒸鱼、精制、烹饪黄酒	39.5/500ml、19.9/500ml、13.9/500ml、12.9/500ml、10.9/500ml、10.4/500ml、
老才臣	>1 亿	华北	料酒王、葱姜、料酒	15.9/500ml、13.8/500ml、8.9/500ml、5.5/500ml
王致和	>1 亿	华北	葱姜、精制、特制	10/500ml、9.5/500ml、9/500ml
恒顺醋业	料酒产量 57363 吨，料酒收入 2.45 亿元	华东	年份、花雕厨用、葱姜、金标、红烧、蒸鱼	19.9/500ml、12.9/500ml
海天	>1 亿	华南	花雕、古道葱姜、古道	22.8/500ml、14/450ml、7.5/500ml
千禾	料酒产能 5.5 万吨	西南	6 年、3 年、葱姜、烹调	19.8/500ml、13.8/500ml、9.8/500ml
厨邦	料酒产量 10253 吨，料酒收入 0.58 亿元	华南	年份、宴会、葱姜汁	18/500ml、16.5/500ml、12.9/500ml
宝鼎	料酒产量 2000 吨	上海	花雕、葱姜、料酒王	19.8/2L、9.9/500ml、6.3/500ml

资料来源：天猫旗舰店、Wind、开源证券研究所

新国标及证明商标的落地推动行业健康规范发展。我国市场上销售的料酒分为酿造料酒和配制料酒，酿造料酒以酿造黄酒为主要原料，生产周期长，工艺比较复杂，同时营养成分比较丰富，调味效果好，而配制料酒以酒精和添加剂为主要原料，

生产工艺简单、耗时短，成本较低，品质较差但是价格便宜。目前我国料酒市场上配制料酒仍占据着较大席地，配制料酒依靠低质低价竞争严重降低了酿造料酒的品牌影响力，不利于提升料酒品质和料酒行业的健康有序发展。为此，2019 年 4 月，中国酒业协会推动《谷物酿造料酒》（T/CBJ8101-2018）新团体标准颁布实施，强调料酒是以谷物作为主要原料，经加曲、酵母等糖化发酵剂酿制而成的酿造酒为基酒，添加食用盐，制成的供烹饪用的液体调味料，并且对酒企规模、生产能力、生产设备、原料采购、压榨设备、过滤设备等作出了明确规定。2019 年 12 月，谷物酿造料酒证明商标首发，15 家大型料酒生产企业获得商标授权，促进了新团标的落地。新团标以及证明商标的推广有利于保护优质料酒企业，培育全国酿造料酒知名品牌，推动配制料酒生产企业向谷物酿造料酒生产企业转型，促使行业由价格竞争转向品质竞争，从而加速行业洗牌，规模小、技术水平低、产品品质差的企业将陆续被淘汰，而生产规模大、产品品质过硬、品牌知名度高的企业市场份额将持续攀升，行业集中度将不断提高。

表10：酿造料酒和配制料酒比较

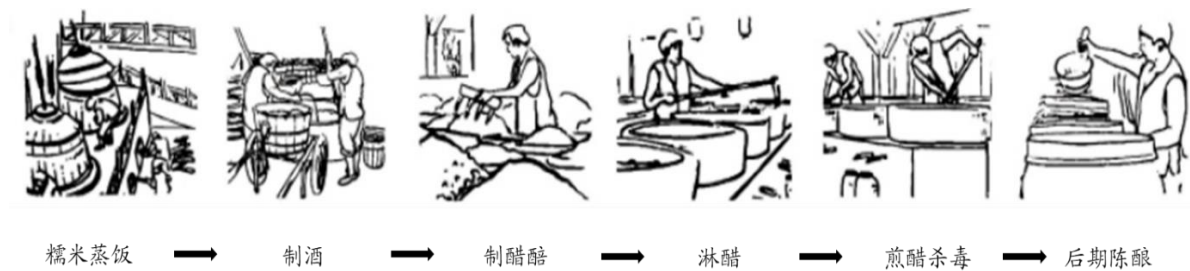
	酿造料酒	配制料酒
定义	以酿造黄酒为基酒，添加食盐、香辛料等制作而成	以酒精、水、色素等食品添加剂勾兑而成
配料	配料表不含“酒精”“香精”	配料表包含“酒精”“香精”“甜味”“色素”等
工艺	原酿黄酒因为大米酿造，需陈酿 3-5 年时间，再配以花椒、大料等多种香辛料制成，生产周期长，工艺复杂	主要用酒精加入水、香精、味精、食盐、色素等经过杀菌后投放市场
感官	酒性醇厚、酒香浓郁，入口无苦涩等异味，清澈透明，无浑浊或略有氨基酸沉淀	没有料酒特有的香气，酒体清淡，入口苦涩
营养	含有 21 种氨基酸和多种维生素、矿物质	不含氨基酸和维生素
价格	工艺复杂、周期长，产量低，成本高，价格较高	工艺简单、耗时短，产量高，价格便宜，存在食品安全隐患

资料来源：开源证券研究所

3、吹响改革号角，醋业龙头再起航

3.1、引领镇江香醋品质，品类多样产品力强

独特酿造工艺以及深厚历史底蕴奠定了强劲的产品力。镇江恒顺醋业香醋创始于 1840 年，是中国的“四大名醋”之一，根据《中国医药大典》，“醋产浙江杭绍为最佳，实则江苏镇江为最”，镇江恒顺醋业香醋历史底蕴悠长，品牌美誉蜚声海内外。镇江恒顺醋业香醋工艺独特，采用固态分层发酵工艺，历经制酒、制醅、淋醋三大工艺流程，包含大小 40 多道工序，不包括储存时间历时 60 多天，最终形成了恒顺醋业香醋独特的“酸而不涩，香而微甜，色浓味鲜，愈存愈醇”特色。镇江恒顺醋业香醋工艺拥有 160 多年的历史，2006 年被国务院列入了首批国家级非物质文化遗产名录，同时也是江苏省食品制造业中唯一入选的传统手工技艺。镇江恒顺醋业香醋以优质糯米为原料，公司利用镇江独特的地理种植优势在镇江市周边建立了 3600 亩陈醋专用糯米种植基地，并在江苏省建成了万余亩的食醋专用粮种植基地，从而在原料方面保证了香醋的优秀品质。恒顺醋业香醋广销 50 多个国家并供应我国驻外 160 多个国家使（领）馆，产品先后 5 次获国际金奖、3 次蝉联国家质量金奖，是欧盟地理标志产品、中国名牌产品，2010 年，恒顺醋业产品还获得上海世博会食醋行业唯一的产品质量奖，恒顺醋业香醋强劲的产品力是公司保持行业领先的根基。

图53: 镇江恒顺醋业香醋酿造工艺


资料来源：公司官网、开源证券研究所

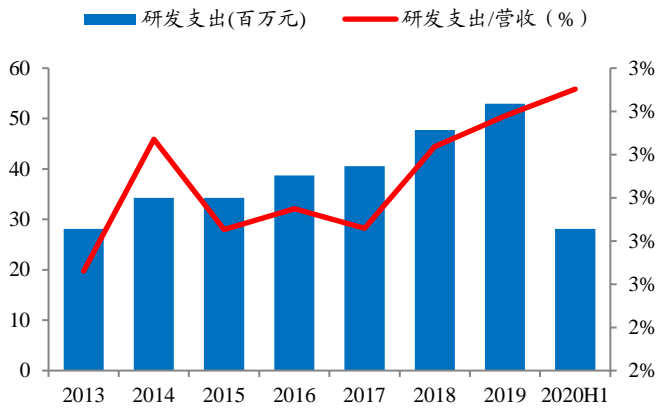
表11: 恒顺醋业香醋产品获得多个荣誉奖项

时间	产品荣誉及奖项
1909	南洋劝业会金奖
1985	国家质量金奖；法国国际美食及旅游博览会金奖
1987	第十三届巴黎国际食品博览会金奖
2006	镇江香醋酿造技艺入选“首批国家级非物质文化遗产”名录
2010	上海世博会产品质量奖
2011	恒顺醋业“六年陈”镇江香醋获 2011 中国(国际)调味品及食品配料博览会“金奖”
2012	镇江香醋获得欧盟批准，在欧盟正式注册成为地理标志。
2012	恒顺醋业麻油获中国（国际）调味品及食品配料博览会（CFE2012）“金奖”；“国醋 20 年”获授中国调味品协会“新产品”奖
	恒顺醋业金优香醋、葱姜料酒等五个产品获“长三角名优产品”称号；“恒顺醋业十年
2018	陈酿香醋”获中国旅游商品大赛金奖；恒顺醋业香醋等产品被指定为青岛“上合组织”特供产品

资料来源：公司官网、开源证券研究所

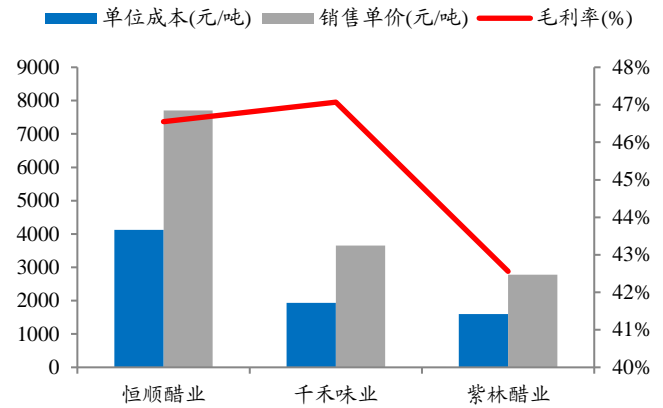
推动品类多样化，产品高端化。恒顺醋业注重产品研发，一直保持较高的研发投入，具有较强的新品开发和改造升级能力。2013-2019 年公司研发支出不断增加，占营业收入的比例不断提高，从 2.5% 上升至 3%，和海天基本持平（海天 2019 年研发支出/营收也为 3%）。2010-2015 年，公司保持每年开发和储备 20 余个新品，延伸了食醋、醋饮料、料酒和酱菜等的细分品类，丰富了公司的产品线。公司在不断丰富产品品类的同时也注重产品的梳理和整合，聚焦打造核心单品。2018 年公司淘汰与整合了 22 个产品，聚焦打造“A 类核心产品”和“高端产品”，2016 年恒顺醋业新“A 陈”和恒顺醋业新“B 香”两大单品均实现销售过亿。同时，恒顺醋业注重打造高端产品，营造高端品牌形象，公司高档醋产品的收入占比不断提升。恒顺醋业相继推出了“三年陈”、“六年陈”、有机糯香醋和有机白米醋等高端产品，突出“年份”、“零添加”和“有机”等健康概念，顺应了调味品健康升级的趋势，推动了产品的高端化。恒顺醋业食醋重在品质，销售单价和单位成本均显著高于其他厂商，2019 年恒顺醋业食醋毛利率为 46.5%，比紫林醋业高出 3.9 个百分点。未来随着高端产品占比不断提升、品质溢价以及规模优势凸显，公司的毛利率将进一步提高。此外，公司 2020 年提出要从“醋酒并举”转变为“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”，提高了酱类的发展地位。除了食醋主产品以外，料酒和酱油、酱菜在公司也有悠久的历史，公司在上市之初便是老字号酱醋厂的定位，醋、料酒和酱类协同发展将利于进一步完善公司的产品组合，提高渠道议价能力，开拓市场发展空间。

图54：2012-2019 恒顺醋业研发支出不断增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：恒顺醋业醋产品单价和毛利率较高（2019 年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：恒顺醋业持续推出新品，促进品类多样化

时间	研发新品
2010	新品开发（含储备）共计 40 余个，上市产品有：醋豆子、醋糕、醋糖、东方之韵黄酒系列（共 16 个品种）、世博会高档礼品醋系列产品等。
2011	新品开发（含储备）共计 27 个，上市产品有：三年陈镇江香醋、六年陈镇江香醋、养生态黄酒系列产品、高档袋装干制酱菜系列产品等。
2012	新品开发（含储备）共计 37 个，上市产品有高档醋王礼盒、1.25L 葱姜料酒、烹饪料酒餐饮系列
2013	新品开发（含储备）共计 29 个，其中主要有 9 度糯米白醋、陈酿米醋、金顺香醋、金顺陈醋、味极鲜酱油
2014	新品开发（含储备）共计 26 个，瓶装醋主要有北固山香陈醋；壶装醋主要有 2L 香醋、白醋；酱油主要有 800ml 和 1.9L 的鲜味生抽；礼盒主要有手工三年陈、手工五年陈、国醋十年陈
2015	新品开发（含储备）共计 20 个，其中醋主要有醋饮料、四季养生醋等；酱油主要有草菇老抽酱油、头道原汁酱油等；礼盒主要醋花生、醋蛋、醋莲子、醋黄豆等；黄酒主要有百花贡酒、五年陈、八年陈等；料酒有蒸鱼料酒、五香料酒、年份料酒、厨用花雕、年份糟卤等
2017	重点研发了十年八度香醋醋和有机醋系列，研发了新口味的“健康产品”，包括蜂蜜醋、香妃醋、苹果醋。
2018	上市 6 款新品，储备 11 款新产品，对 12 个老产品进行了配方和工艺改造

资料来源：公司年报、开源证券研究所

3.2、品牌壁垒先天占优，精准营销发力升级

“镇江香醋”地理标志保护筑就天然品牌壁垒。我国食醋消费具有明显的地域性，各地食醋口味和消费偏好具有显著差异，地区性品牌容易在当地及周边市场占有天然优势，而镇江香醋立足华东，是我国“四大名醋”之一，和山西陈醋比肩。2001 年，国家质检总局批准对“镇江香醋”实施地理标志产品保护，标准明确规定：镇江香醋是在镇江行政区域内生产，采用传统特殊工艺制作，具有独特风味和品质，并依法取得知识产权保护的酿造食醋。2016 年，为进一步保护镇江香醋的品牌和工艺特色，促进香醋产业持续健康发展，镇江市人大制定并通过了《镇江香醋保护条例》，将这一标准变成了明确的法律条款。条例列出了镇江香醋的特殊工艺、原料要求、生产场所以及质量要求等内容，并且建立了镇江香醋“集体商标”和“地理标志产品”双重保护机制，即正宗的镇江香醋不仅产地要在镇江，而且要有集体商标，“仅取得地理标志产品专用标志使用权的生产者不得突出‘镇江香醋’字样，避免与‘镇江香醋’集体商标混淆。”此外，条例还明确规定了在镇江行政区域以外生产的醋产品，不得使用镇江香醋集体商标和地理标志产品专用标志，从而在法律上构

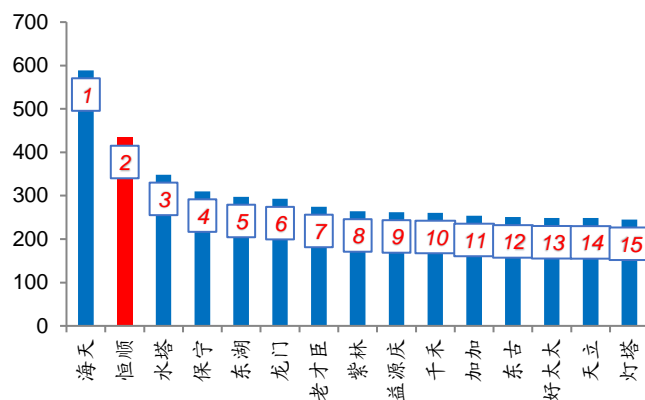
筑了“镇江香醋”的品牌壁垒。根据 2019 工业文化创新发展高峰论坛，2018 年“镇江香醋”品牌价值 458.92 亿元，位列国家地理标志保护产品第二，仅次于“茅台”，而恒顺醋业作为镇江香醋的创始者和代表品牌，发展历史最为悠久，规模遥遥领先，“恒顺醋业香醋”几乎成为“镇江香醋”的代名词。2006 年恒顺醋业品牌就被国家商务部认定为“最具市场竞争力品牌”和“中华老字号”，2018 年在中国品牌建设促进会、中国国际贸易促进委员会等联合举办的“2018 中国品牌价值评价信息发布会”上，恒顺醋业品牌获得中国食醋行业品牌价值第一名，再次证明了恒顺醋业强大旺盛的品牌力。

图56：镇江香醋获得地理标志产品认证



资料来源：公司官网

图57：恒顺醋业 2020 中国品牌力指数食醋品牌排行第二



数据来源：Chnbrand 2020 年中国品牌力指数 SM (C-BPI®)、开源证券研究所

表13：地理标志产品——镇江香醋

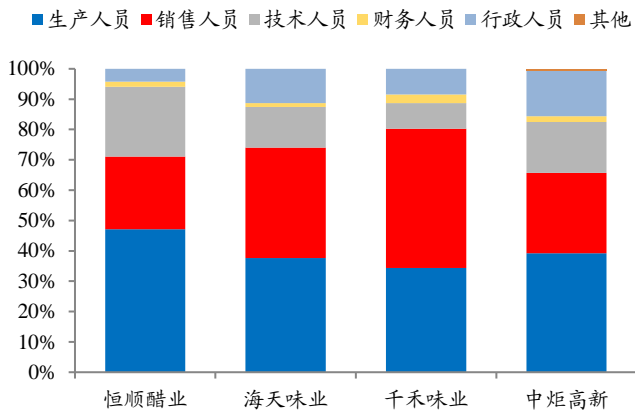
项目	标准内容
定义	产自镇江地区的一种风味独特的酿造米醋。它以糯米、麸皮、大糠为主要原料，采用传统复式糖化、酒精发酵、固态分层醋酸发酵、加炒米色淋醋等特殊工艺制作，再经陈酿而成的香气浓郁、酸而不涩的食醋
保护范围	镇江香醋地理标志产品保护范围限于国家质量监督检验检疫行政主管部门批准划定的镇江市行政区
原料来源	主要原料来自镇江及周边地区，少数来自其他地区
主要工艺流程	糯米→蒸煮→酒精发酵→拌料→醋酸发酵→封醋→淋醋→煎醋→装坛陈酿
特征指标	镇江香（陈）醋中含有乙酸、乳酸、琥珀酸和焦谷氨酸四种特征有机酸。其中乙酸含量不高于上述有机酸总含量的 65%，乳酸含量不低于上述有机酸总含量的 10%
感官特性	深褐色或红棕色，有光泽； 具有米醋香、炒米焦香，香气浓郁；酸而不涩，香而微甜，口感醇厚、柔和； 无悬浮物，无杂质，允许有微量沉淀
质量要求	总酸：特酿级 ≥ 8g/100ml；特级 ≥ 6g/100ml；一级 ≥ 5.5g/100ml 不挥发酸：特酿级 ≥ 2g/100ml；特级 ≥ 1.6g/100ml；一级 ≥ 1.4g/100ml 理化指标 氨基酸态氮：特酿级 ≥ 0.3g/100ml；特级 ≥ 0.18g/100ml；一级 ≥ 0.15g/100ml 还原糖：特酿级 ≥ 3g/100ml；特级 ≥ 2g/100ml；一级 ≥ 1.55g/100ml 可溶性无盐固形物：特酿级 ≥ 10g/100ml；特级 ≥ 6g/100ml；一级 ≥ 5.5g/100ml

资料来源：《GBT18623-2011 地理标志产品 镇江香醋》、开源证券研究所

以往效率相对较低。从恒顺醋业的员工结构来看，公司生产人员、销售人员和技术人员数量分别占比 50%、25%和 24%，而海天员工结构占比分别为 38%、36%

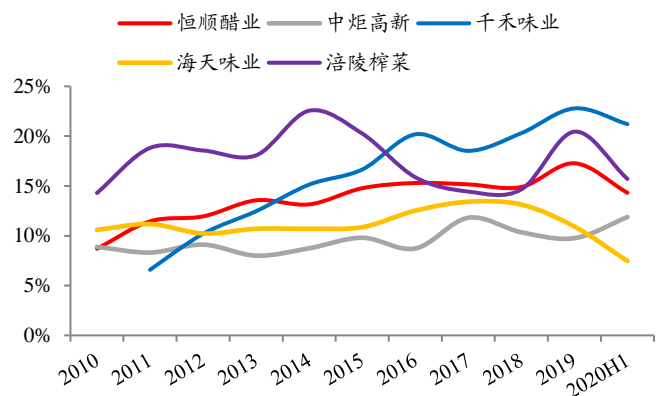
和 13%，生产效率与海天仍有一定差距。从销售费用投入来看，恒顺醋业的销售费用率并不低，2010-2019 平均为 13.6%，高于海天（11.4%）和中炬高新（9.3%），但是低于千禾味业（15.9%）和涪陵榨菜（11.4%）。具体到广告宣传费用和销售费用薪酬方面，恒顺醋业的广告宣传投入力度较大，2012-2019 年广告宣传费/营收平均为 4.7%，高于千禾（4.6%）、海天（4.0%）和中炬高新（2.3%），但低于涪陵榨菜（8.2%）；恒顺醋业的销售费用薪酬投入力度相比千禾较低，但是高于海天味业和中炬高新，千禾主要通过大量销售人员地推的模式进行品牌宣传和促销。从销售人员人均创收来看，2013-2019 年恒顺醋业的销售人员人均创收为 265 万元，而海天味业和中炬高新人均创收分别高达 771 万元和 357 万元；此外，2010-2020 上半年恒顺醋业的平均营收增速只有 5%，而中炬高新、涪陵榨菜、千禾和海天分别高达 16.7%、16.2%、16.0%和 15.9%，说明恒顺醋业此前的销售费用投入并没有产生很好的效果，费用投放效率不高。

图58：恒顺醋业销售人员占比低，生产研发人员占比高



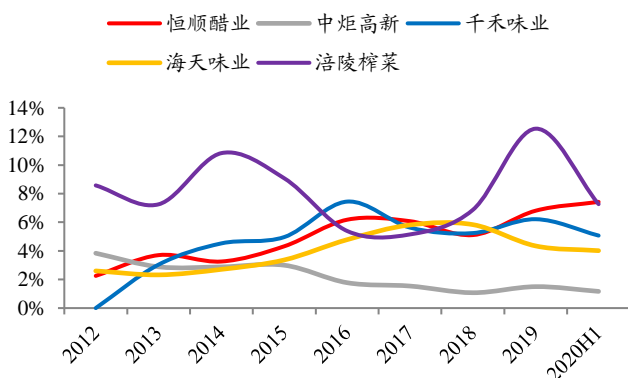
数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：恒顺醋业销售费用率高于海天、低于千禾



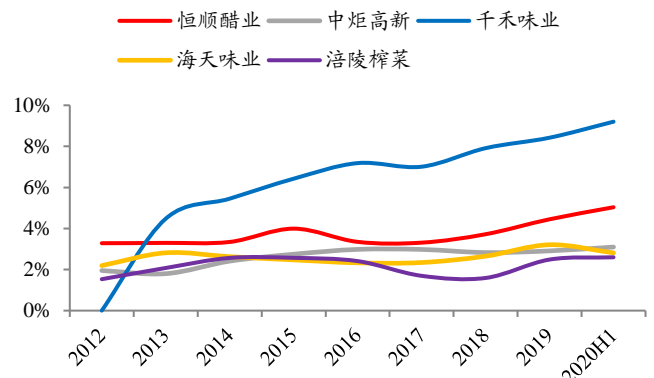
数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：恒顺醋业广告宣传费/营收低于涪陵榨菜，高于海天

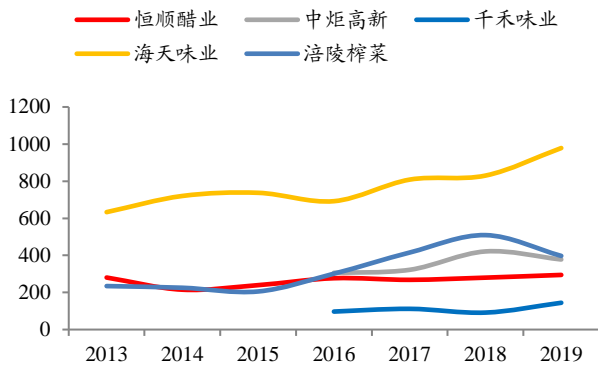


数据来源：Wind、开源证券研究所

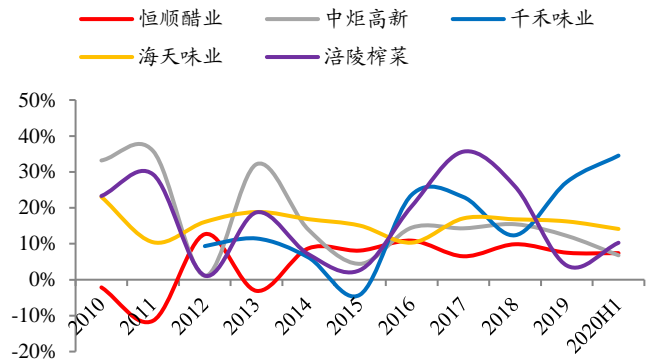
图61：恒顺醋业销售人员薪酬/营收低于千禾，高于海天



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：恒顺醋业销售人员人均创收相比同行较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：恒顺醋业营收增速相比同行较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

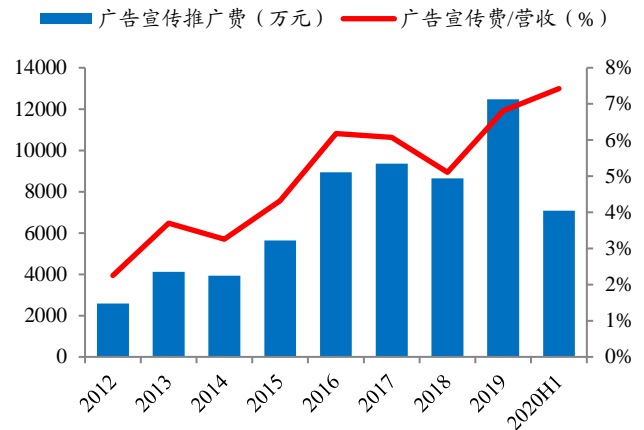
强化品牌终端建设，精准营销提高品牌影响力。近年来，恒顺醋业开始在品牌建设方面采取了一些创新有力的措施，取得了积极的效果。一是公司创新了营销模式，加大了品牌广告宣传投入。公司采取创新的高铁营销模式，精准定位高消费能力、高流动特点人群，加大在高铁和动车的广告宣传，2018 年恒顺醋业正式加入了中国高铁城市品牌计划，2019 年公司冠名了 10 组“恒顺醋业香醋号” 高铁，线路覆盖重点规划市场，更清晰地树立了恒顺醋业的高端品牌形象，提高了恒顺醋业的全国知名度。此外，公司扩大了品牌在央视、网络平台等媒介的宣传推广力度，2015 年赞助了央视《我要上春晚》王牌综艺节目，2018 年加强了与互联网美食平台的战略广告合作，组织长江国际音乐节恒顺醋业品鉴会，并利用线上购物和网络社交平台流量资源，加大线上广告精准投入，促进了公司电商渠道的促销活动推广。二是公司强化了终端的品牌建设。公司在 KA、MA 等渠道加强终端品牌包装，在农贸市场持续“春耕造林”，打造恒顺醋业统一形象店，建立产品与品牌物料的陈列化标准，实现恒顺醋业品牌与消费者“零距离”的接触。三是公司加大了对营销人员的考核体系调整与薪酬激励。营销人员薪酬体系更加趋向市场化，和业绩直接挂钩，同时公司增加了市场推广人员，薪酬激励提高，销售人员的积极性大幅提升。2012-2019 年，公司广告宣传推广费不断增加，占营收的比重从 2.3% 提高到 7.4%，同时公司的销售人员薪酬也有积极变化，销售人员薪酬占营收的比重从 3.3% 提高到 5%，说明公司的营销改革措施在切实推进，反映到实际效果层面，2011-2019 年公司销售人员的人均创收和人均创利呈不断上升趋势，说明公司销售费用投放效率在不断提高，且已取得一定效果。

图64：近年来恒顺醋业加大了广告宣传



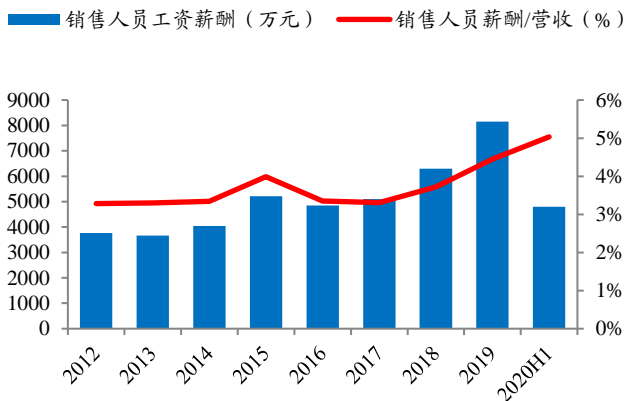
资料来源：公司官网

图65：恒顺醋业广告宣传费占营收的比重不断提高



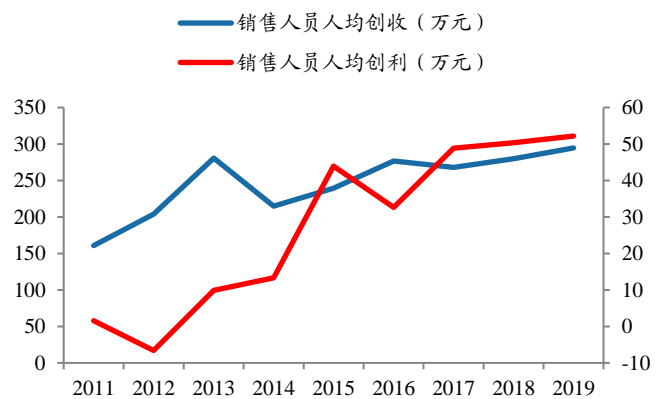
数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：近年来恒顺醋业销售人员薪酬增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：恒顺醋业销售人员人均创收和人均创利呈上升趋势



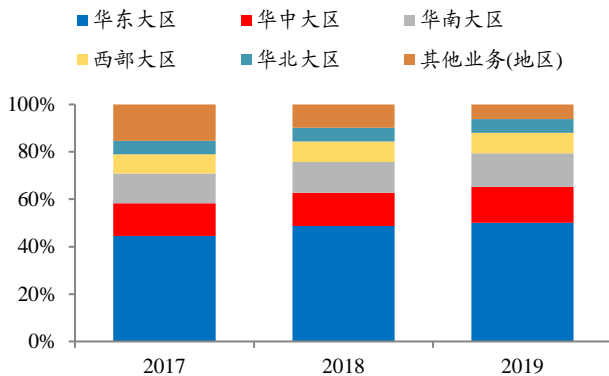
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、渠道扩张正当其时，体系变革激发潜力

恒顺醋业收入仍以华东为主，外围市场扩张有较大空间。华东市场是公司的大本营，2019年收入占比为50.12%，华中和华南市场占比次之，分别为15.12%和14.11%，西部和华北地区占比较小。从趋势来看，公司华东、华中和华南地区的收入占比均呈不断上升趋势，而其他地区收入占比不断降低。和海天味业对比来看，恒顺醋业收入地区分布不均衡，尚未实现销售网络的全国化。海天2019年北部、中部、东部、南部和西部的收入占比分别为25.26%、18.91%、19.75%、20.09%和10.76%，分布比较均衡，已经完成了全国化布局。恒顺醋业外围市场扩张进度缓慢一是因为公司的经销商数量相对较少，二是因为公司经销商创收的效率不高。从渠道规模来看，恒顺醋业经销商数量相比海天味业、天味食品和涪陵榨菜仍较低，截至2020年上半年，恒顺醋业的经销商只有1294家，而海天味业、天味食品分别高达6433家和2051家。同时从拓展速度来看，2020上半年恒顺醋业经销商数量增幅只有3%，天味食品(+68%)、中炬高新(+19%)、海天味业(11%)和千禾味业(8%)均高于恒顺醋业，因此恒顺醋业的渠道拓展力度仍较弱。从经销商创收效率来看，2019年，公司

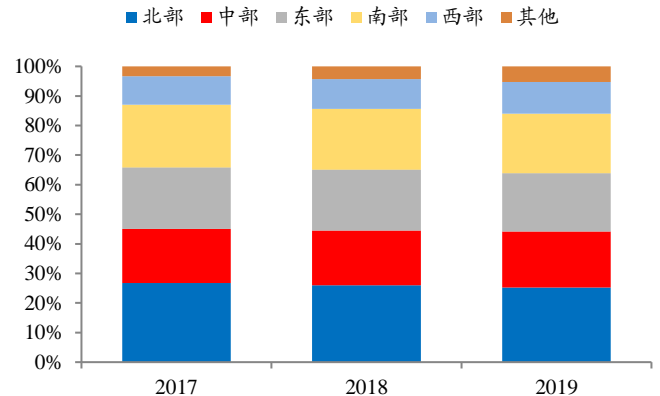
华东、华南、华中的经销商数量分别为 222、297、277 家，华东大区经销商数量最少但收入占比却最高，说明华东地区经销商质量更优，创收效率更高。2019 年华东地区单个经销商的收入贡献为 368.8 万元，而华中、华南地区分别只有 105.3 万元和 95.4 万元，说明外围市场经销商创收效率不足，单个经销商的收入规模还有较大提升空间。

图68：恒顺醋业收入仍以华东为主



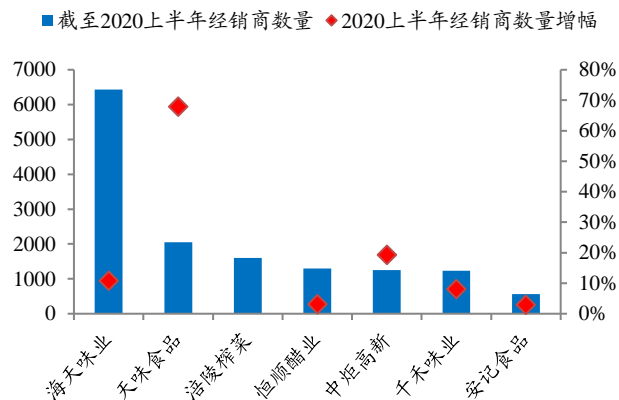
数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：海天味业收入全国分布已较为均衡



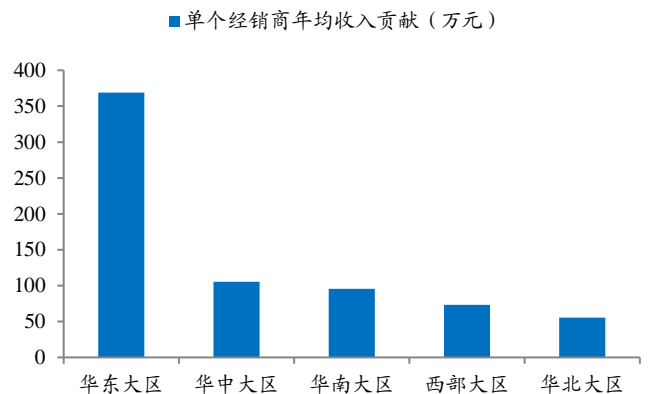
数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：恒顺醋业经销商数量相比海天还有较大提高空间



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图71：恒顺醋业华东地区经销商质量相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

恒顺醋业餐饮渠道较弱，渠道下沉有待推进。食醋行业餐饮渠道占比约为 40%，餐饮渠道具有使用量大、客户粘性强、关注性价比、营销费用低等特点，是调味品企业的必争之地，对于提高企业收入规模和收入稳定性具有重要作用。餐饮渠道是恒顺醋业的短板，收入占比仅 15% 左右，而海天味业餐饮渠道收入占比高达 60%，中炬高新为 25%，因此恒顺醋业在餐饮渠道方面还有较大的增量拓展空间。从渠道下沉的深度来看，恒顺醋业将全国分为 3 类市场：江浙沪皖等华东市场为成熟市场，华北、华中、华南等地区为成长性市场，东北和西北等地区为培育性市场，目前，恒顺醋业在全国拥有 30 个办事处和 50 万个经销网点，华东市场基本下沉至乡镇级，其他市场正在加紧向县级下沉。海天味业渠道建设已基本成熟，处于优化阶段，销售网络目前已基本实现了全国县级市场的覆盖，正在加速向村镇市场下沉。相比海天，恒顺醋业渠道铺设的密度和下沉的深度均有待进一步推进。

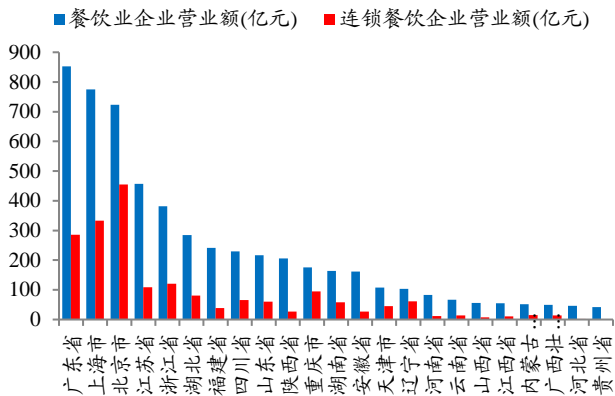
表14：恒顺醋业餐饮渠道较弱，渠道铺设深度不足

	渠道结构			渠道规模		市场覆盖情况
	餐饮	商超	流通	经销商数量	直控终端数量	
海天味业	60%	30%	10%	5806	50 万+	地级市场覆盖 100%，县级市场覆盖 90%
中炬高新	25%	40%	35%	1051	25 万	地级市场覆盖 77%
涪陵榨菜	2%	8%	90%	1600+	——	地级市场覆盖 79%，县级市场覆盖 1000 多个
恒顺醋业	15%	40%	45%	1254	50 万	地级市场基本全覆盖，向县级下沉
紫林醋业	经销商 95%，商超 3.17%，自营 1.83%			830	30 万	/
千禾味业	10%		90%	1157	/	西南地区基本全覆盖，外省地级市 KA 全覆盖，向县级下沉

数据来源：各公司年报、开源证券研究所

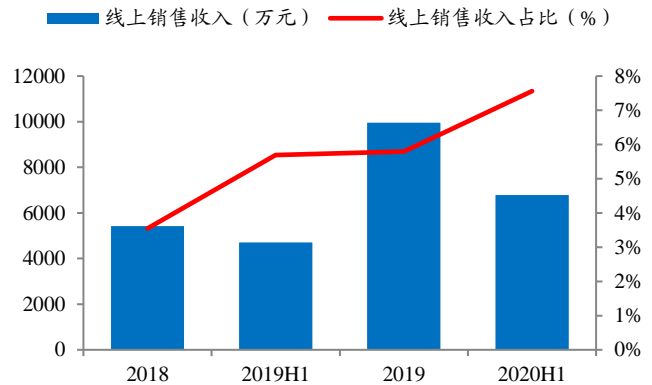
深耕细作，发力餐饮，渠道建设效果逐步显现。近年来，恒顺醋业加强了对渠道建设的重视，在渠道下沉和全渠道拓展方面出现了一些积极变化。（1）深耕传统渠道。2014 年恒顺醋业就提出了“春耕造林”活动，针对全国农贸市场尤其是在成长市场、开发市场的农贸市场加强终端建设，首批在全国 3 万多家农贸终端店以“恒顺醋业经销点”的牌匾广告树立品牌形象，至 2017 年累计打造 12 万家标准化农贸终端店；2018 年新增 583 家乡镇超市店，99 家全国大型商超形象店，春耕造林 13.8 万家农贸店；截止 2019 年底，春耕造林打造 2.9 万家终端醋类割箱约 8000 家终端，料酒割箱约 6 千家。（2）精耕商超渠道。2016 年恒顺醋业通过对全国 KA 体系的整合，加强了 KA 渠道经销商的优胜劣汰，发展了一批 KA 销售实力和配套能力较强的新型经销商，进一步拓展大型和跨国 KA，确保 KA 系统的销售持续增长。（3）全力切入餐饮渠道。近年来恒顺醋业加强了对餐饮渠道的重视，2017 年制定专项政策，加强与连锁餐饮企业的合作，餐饮渠道收入同比增长了 40%；2018 年恒顺醋业成立了餐饮渠道事业部，并加大餐饮渠道产品规格的开发，快速抢占餐饮市场，2018 年恒顺醋业餐饮渠道收入增长了 15%；2019 年恒顺醋业大力开发了醋和料酒的大包装规格，进行针对餐饮前台和后台的产品分类，并对接了一些全国和地方性的知名连锁餐饮店。上海、江苏、浙江等华东市场餐饮业发达，市场规模排在全国前列，同时恒顺醋业产品力强，具有品牌优势，加速占领华东餐饮市场未来可期。（4）强攻电商渠道。恒顺醋业近年大力拓展线上业务，积极推动线上线下融合发展。在 2B 端方面，公司积极与阿里巴巴零售通、京东新通路、百世店加、美菜网等为代表的新型 2B 电商渠道进行合作模式的实践和创新；在 2C 端方面，公司与盒马鲜生、天猫超市、京东超市等各大生鲜和社区电商展开了全面合作，通过大数据、数字化营销手段，提升了终端渠道覆盖率、渗透率和资源配给效率。此外，公司还着力打造天猫旗舰店、京东旗舰店等品牌自营渠道，通过品牌推广、产品展示、价格标杆等方式推动了品牌在网络渠道的拓展，积极获取新一代用户，拓宽了消费者的覆盖范围。近年来公司的线上销售收入占比不断提升，2019 年线上销售收入达到 9960.5 万元，同比增长 83.76%，占比 5.8%，2020 上半年占比进一步提高至 7.6%。

图72: 江苏省餐饮业营业收入排名全国第四



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

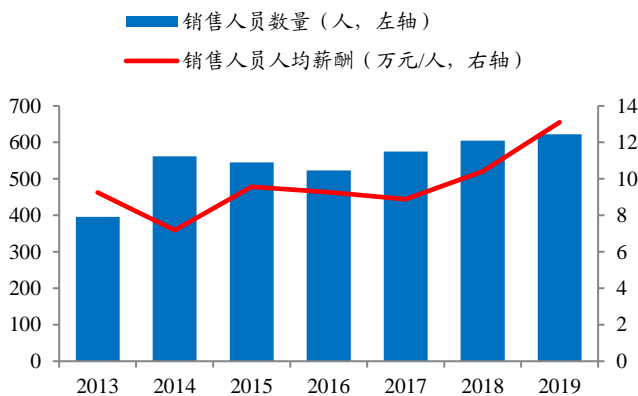
图73: 恒顺醋业线上销售收入占比逐年提高



数据来源: Wind、开源证券研究所

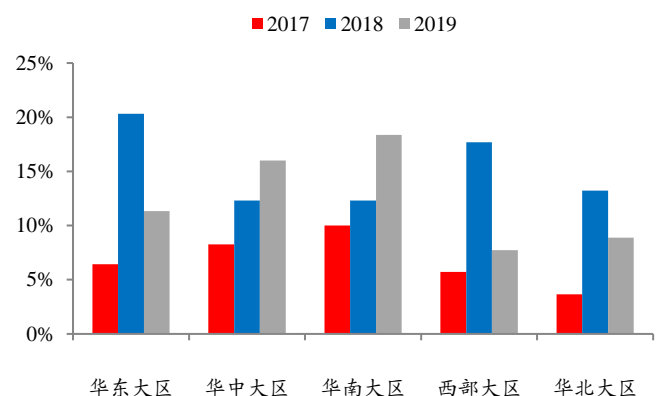
新管理层上任推动渠道变革,有望加快全国化进程、释放渠道潜力。2019年12月底,杭祝鸿当选为公司新任董事长,上任后对公司的产品体系、品牌体系、营销体系和考核体系进行了重点改革。具体到渠道层面,主要包括以下几项重点内容:一是实行战区制,将现有的36个片区重新划分为8大战区,分别是苏南沪、苏北安徽、华东华南、华北、华中、东北三省、西北和西南战区,旨在全面提高营销人员的“作战”意识,促进区域的精细化管理,职责划分与业绩考核更加明确,有利于加快推进公司销售网络的全国化。公司在选拔战区总经理时充分考虑过往业绩,奉行“能者上、弱者下”的任命原则,收入上不封顶,有助于激发内部潜力和活力。二是推动薪酬体系的市场化改革。2020上半年公司加强了对一线销售人员完成目标的薪酬激励和额外奖励,增加了销售费用的支持和市场人员配置,全力推动渠道的扩张,销售团队的积极性大幅提升。2016年以来公司销售人员数量明显增加,同时销售人员的人均薪酬也不断提高,2020上半年公司的销售人员薪酬总额同比增加了25.9%,也反映了公司愈加重视渠道终端建设。三是加快打造样板市场,树立地区标杆,2020年有望将武汉、上海、杭州、襄樊四大样板城市进一步扩大到8个,以点带面地带动周边市场的发展,从而推动恒顺醋业向华东以外的外围市场扩张。2019年公司华中和华南地区收入增长最快,同比分别增长了16.0%和18.4%,华东地区增长了11.3%,反映了公司外围市场拓展成果显著。

图74: 2016年以来公司销售人员数量和薪酬明显提高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图75: 2019年公司华南和华中收入增速较高

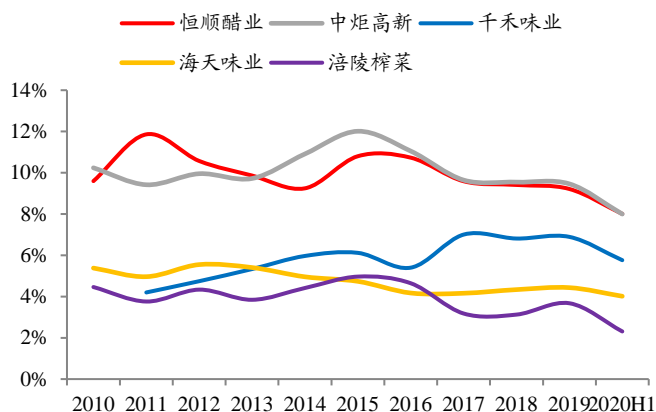


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4、管理效能有待提升，期待改革举措进一步落地

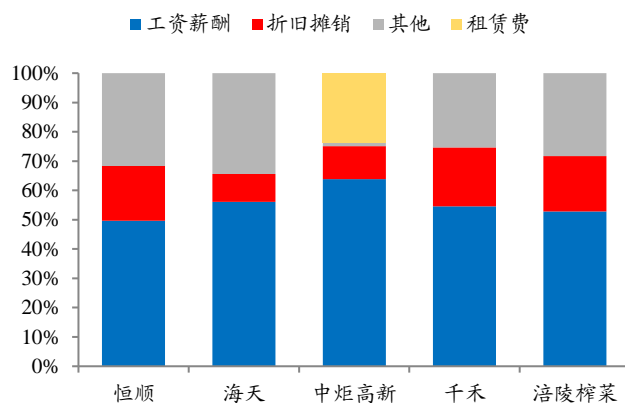
恒顺醋业管理费用率偏高，经营效率有待改进。2010-2020H1 恒顺醋业平均管理费用率为 9.9%，远高于千禾味业（5.8%）、海天味业（4.7%）和涪陵榨菜（3.9%），恒顺醋业作为地方国企，在加强费用管控、提高盈利能力方面还有较大改善空间。从管理费用的结构来看，恒顺醋业虽然管理费用较高，但是管理费用并不体现在员工薪酬上，而是体现在折旧摊销、办公费用等其他费用上，2019 年恒顺醋业工资薪酬和折旧摊销占管理费用的比重分别为 50%和 19%，而海天分别为 56%和 10%，说明恒顺醋业应该进一步压缩折旧摊销、办公等管理费用，从而减少对净利润的侵蚀。从经营效率来看，2013-2019 年恒顺醋业人均创收平均为 60.31 万元，远低于海天味业（287.28 万元）、中炬高新（80.32 万元）和涪陵榨菜（74.30 万元），同时恒顺醋业的人均创利也较低，说明公司的人员潜力尚未充分激发，经营管理效率有待提升。

图76：恒顺醋业管理费用率偏高



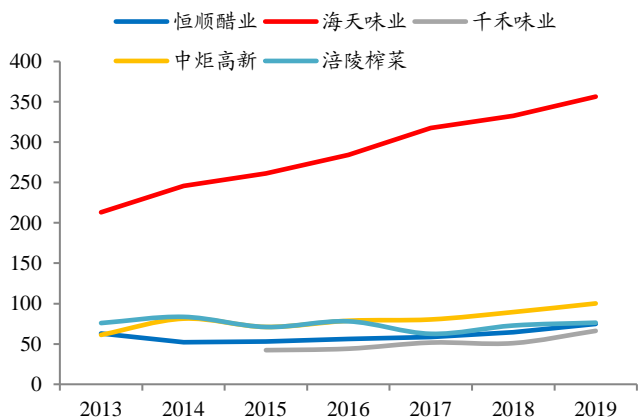
数据来源：Wind、开源证券研究所

图77：恒顺醋业管理费用中工资薪酬占比较低



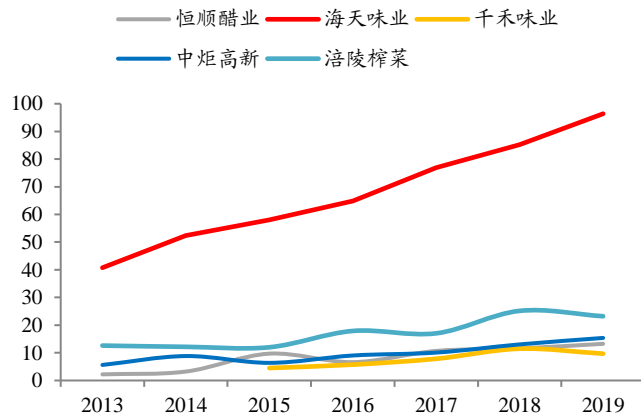
数据来源：Wind、开源证券研究所

图78：恒顺醋业人均创收相比海天较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图79：恒顺醋业人均创利相比海天较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

恒顺醋业人均薪酬偏低，管理层激励力度不足。公司的地方国企属性有利于公司获得当地政府的有力支持，但是同时也使得公司缺乏市场化的激励机制，内部发展动力和活力不足。2019 年公司管理层年度总薪酬为 243.43 万元，远低于同期的海天味业（3625.14 万元）和中炬高新（1502.71 万元），同时也低于同为地方国企的涪

陵榨菜（459.11 万元）。从员工人均薪酬来看，2019 年恒顺醋业的员工人均薪酬为 11.1 万元，而海天味业和中炬高新分别达到 21 万元和 11.5 万元，人均薪酬差距也较大。此外，海天味业、千禾味业、涪陵榨菜的管理层均持有一定数量的公司股份，形成股权激励，而恒顺醋业目前还未建立起完善的股权激励机制，因此对管理层的激励力度远不及其他可比公司。恒顺醋业在加大激励、提高管理层和员工积极性、焕发企业活力方面还有较大改善空间。

表15：公司员工薪酬偏低，管理层激励不足

		2017 管理层年 高管人数	2018 管理层年 度薪酬总额 (万元)	2019 管理层 年度薪酬总 额(万元)	2017 员工 人均薪酬 (万元)	2018 员工 人均薪酬 (万元)	2019 员工 人均薪酬 (万元)	管理层持股 数量(万股)	企业性质
海天味业	6	2421.06	2499.82	3625.14	15.3	17.6	21	42959.47	民营企业
中炬高新	6	1638.56	2327.14	1502.71	10.4	10.9	11.5	0	民营企业
千禾味业	6	283.01	354.5	498.24	7.3	7.2	9.4	26497.93	民营企业
涪陵榨菜	7	353.47	400.44	459.11	7.42	8.1	8.47	1542.53	地方国企
恒顺醋业	6	231.51	234.12	243.43	8.6	9.3	11.1	0	地方国企

数据来源：Wind、开源证券研究所

管理层换届彰显改革决心，改革预期进一步强化。一是公司新管理层上任，而管理层换届通常被认为是实施大刀阔斧改革的积极信号，类比恒顺醋业 2012 年尹正名上任后即开始对房地产业务实施分立剥离，重新聚焦主业；以及五粮液 2017 年李曙光上任后即通过非公开发行股票引入战略投资者，实现了公司管理层和员工持股、优秀经销商参股，使国企重新焕发生机。从新管理者自身来看，杭总 2019 年 12 月被提名为恒顺醋业董事长，此前历任镇江市政府秘书长、党组成员、市政府办党组书记，且上任后在渠道改革、营销激励以及品牌建设方面都采取了有力的措施，有望加快更有力的改革措施落地。二是从政策环境来看，是食品饮料行业作为充分竞争行业，改革的阻力较小。江苏省国资委 2018 年公布的《省国资委关于推动省属企业上市发展的指导意见》即提出支持国有股持股比例较高的省属上市公司积极引入战略投资者，稳妥推进员工持股、股权激励计划，深化混合所有制改革；2019 年 11 月，国务院国资委进一步颁布了《中央企业混合所有制改革操作指引》，明确提出要积极稳妥推进主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业混合所有制改革，同时鼓励混合所有制企业员工持股和国有控股上市公司股权激励。恒顺醋业有望借改革契机实现快速发展，实践证明，食品饮料行业的国有企业在实施混改、提高激励后均实现了公司的快速增长。三是从外部紧迫性来看，2017 年海天味业收购了镇江丹和醋业 70% 股权，正式进军醋行业，快速进入行业前三位；2019 年千禾收购了镇江恒康酱醋 100% 股权，酱油巨头瞄准恒顺醋业所在的本土市场，纷纷入局醋行业使得行业竞争更为激烈，恒顺醋业亟待通过自身改革，强化优势，巩固醋业龙头地位。

表16：2018-2020 年国企混改政策梳理

政策文件	发布时间	发布部门	主要内容
《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》	2019 年 11 月	国务院国资委	(1) 中央企业应当结合本集团产业发展规划，积极推动所控股上市公司建立规范、有效、科学的股权激励机制，综合运用多种激励工具，系统构建企业核心骨干人才激励体系。(2) 鼓励上市公司根据企业发展规划，采取分期授予方式实施股权激励，充分体现激励的长期效应。(3) 上市公司应当建立健全股权激励业绩考核及激励对象绩效考核评价体系。
《中央企业混合所有制改革	2019 年 11 月	国务院国资委	(1) 积极稳妥推进主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业混合所

政策文件	发布时间	发布部门	主要内容
操作指引》			有制改革，国有资本宜控则控、宜参则参；（2）拟混改企业引进非公有资本投资者，主要通过产权市场、股票市场等市场化平台，以公开、公平、公正的方式进行；（3）深化三项制度改革：建立市场化选人用人机制、健全市场化用工制度、建立市场化薪酬分配机制；（4）鼓励混合所有制企业员工持股、国有控股上市公司股权激励、国有科技型企业股权和分红激励。
《关于推动省属企业落实三项重点改革工作的通知》	2019 年 9 月	江苏省国资委	（1）在省属企业推动企业经理层成员任期制和契约化管理制度；（2）支持鼓励“双百企业”加快建立职业经理人制度；支持鼓励省属企业在商业一类二级子企业中加快推行职业经理人制度。（3）推动省属企业所控股上市公司实施股权激励计划，推动改革意愿强、基础好的省属企业子企业参照“双百企业”做法实施综合改革，坚定市场导向、持续释放国企潜能
《江苏省省属企业负责人经营业绩考核暂行办法》	2019 年 9 月	江苏省国资委	（1）对主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业，重点考核企业经济效益、资本回报水平和市场竞争能力，引导企业优化资本布局，提高资本运营效率，提升价值创造能力。（2）企业考核目标值应当与经营业绩总体目标相衔接，原则上在不低于基准值或上年完成值的基础上予以核定。
《省国资委关于推动省属企业上市发展的指导意见》	2018 年 1 月	江苏省国资委	（1）支持国有股持股比例较高的省属上市公司通过增资扩股、股权置换、股权转让等多种途径，积极引入能在技术、管理或资源上形成互补、协同或放大效应的战略投资者，深化混合所有制改革，促进上市公司进一步转换经营机制，提高竞争力。（2）对符合条件的省属上市公司，稳妥推进员工持股、股权激励计划，充分调动员工的积极性、主动性和创造性，形成资本所有者和劳动者利益共同体，增强上市公司发展活力。

资料来源：江苏省国资委、开源证券研究所

表17：改革后食品饮料企业经营业绩显著改善

公司	改革时间	改革方式	改革前 3 年 CAGR	改革后 3 年 CAGR	改革前 3 年平均 ROE	改革后 3 年平均 ROE
山西汾酒	2017	国资委授权经营	6.1%	40.3%	11.6%	24.3%
	2018	引入战投、股权激励	13.5%	26.6%	14.9%	27.0%
五粮液	2014	高管激励	10.2%	8.1%	30.1%	15.1%
	2017	引入战投、更换管理层、员工持股及优秀经销商参股	8.1%	28.9%	15.1%	22.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心关键假设

收入假设：公司改革激活销售队伍活力，我们预计 2020-2022 年公司收入为 20.31、23.9 亿、28.65 亿元，同比分别增长 10.8%、17.7%和 19.9%。

毛利率假设：因为公司将运费计入成本，导致 2020 年毛利率水平有所下降，我们预计 2020-2022 年公司毛利率水平分别为 41.71%、42.14%和 42.71%。

表18: 公司分业务收入预测

		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入（百万元）	1,832.19	2030.8	2389.6	2864.7
	YOY	8.2%	10.8%	17.7%	19.9%
	毛利率	45.32%	41.71%	42.14%	42.71%
醋	收入（百万元）	1,232.50	1370.3	1649.3	2018.7
	YOY	6.0%	11.2%	20.4%	22.4%
	毛利率	46.6%	42.36%	43.49%	44.59%
料酒	收入（百万元）	245.04	305.8	385.6	491.3
	YOY	26.6%	24.8%	26.1%	27.4%
	毛利率	8.68%	36.4%	32.38%	31.68%
其他	收入（百万元）	354.65	354.65	354.65	354.65
	YOY	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	47.3%	47.25%	47.25%	47.25%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、投资建议

公司主要生产食醋、料酒等调味品，因此，我们选取海天味业、中炬高新、千禾味业等基础调味品企业作为可比公司，相对而言醋市场空间小于酱油市场空间，考虑到虽然区域性食醋消费差异较大，但行业集中度仍然较低，公司作为食醋龙头仍有较大的空白市场开拓空间，公司经历新一轮改革有望激活潜力，实现加速成长，建议估值上适当低于酱油板块，但相对普通食品有一定溢价。

表19: PE 估值法

证券代码	证券简称	市值	EPS			PE		
		亿元	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603288.SH	海天味业	5,261	1.95	2.27	2.64	87.1	74.7	64.3
600872.SH	中炬高新	494	1.1	1.33	1.62	59.3	49.0	40.4
603027.SH	千禾味业	249	0.45	0.59	0.75	87	66	52
平均值						63.2	52.2	
600305.SH	恒顺醋业	212	0.34	0.42	0.52	61.5	50.0	40.8

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：公司市值为 2020 年 11 月 16 日市值数据。

表20: PS 估值法

证券代码	证券简称	市值	EPS			PS		
		亿元	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603288.SH	海天味业	5,261	1.95	2.27	2.64	24.2	21.1	18.5
600872.SH	中炬高新	494	1.10	1.33	1.62	9.7	8.4	7.3
603027.SH	千禾味业	249	0.45	0.59	0.76	14.8	11.8	9.5
平均值						13.8	11.8	
600305.SH	恒顺醋业	212	0.34	0.42	0.52	10.2	8.7	7.2

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：公司市值为 2020 年 11 月 16 日市值数据。

投资建议：预计 2020-2022 年公司归母净利润为 3.45 亿、4.24 亿、5.20 亿元，EPS 分别为 0.34、0.42、0.52 元，当前股价对应 PE 分别为 61.5、50.0、40.8 倍。公司是食醋行业龙头，新一轮国企改革将带动公司迈入快速发展新车道。参考可比公司，

估值处于中等偏下水平，公司首次覆盖给予“增持”投资评级。

5、风险提示

渠道扩张不及预期风险。如果公司餐饮、流通等渠道拓展不及预期，同时渠道下沉及全国化进程缓慢，可能会影响公司收入增长。

改革进度放缓风险。如果公司改革节奏放缓，激励制度无法落到实处，可能会对公司的运营效率和渠道建设产生负面影响。

食品安全风险。如果公司出现食品安全问题，将对公司的产品和品牌声誉造成严重的危害，甚至波及整个食醋行业发展。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1205	1185	1362	1467	1769
现金	159	263	223	363	393
应收票据及应收账款	140	90	200	141	268
其他应收款	12	11	14	15	20
预付账款	9	12	11	16	16
存货	304	311	416	434	575
其他流动资产	581	498	498	498	498
非流动资产	1646	1797	1915	2115	2360
长期投资	47	137	226	314	402
固定资产	1028	907	962	1100	1285
无形资产	87	84	59	31	-2
其他非流动资产	483	669	668	670	675
资产总计	2850	2982	3277	3582	4129
流动负债	641	560	672	689	863
短期借款	126	28	28	28	28
应付票据及应付账款	184	191	252	266	349
其他流动负债	331	340	392	396	486
非流动负债	85	74	74	75	77
长期借款	20	3	3	4	6
其他非流动负债	65	71	71	71	71
负债合计	725	634	746	765	940
少数股东权益	90	96	96	98	100
股本	784	784	1003	1003	1003
资本公积	304	280	60	60	60
留存收益	947	1189	1430	1749	2141
归属母公司股东权益	2035	2252	2434	2720	3089
负债和股东权益	2850	2982	3277	3582	4129

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	376	429	297	518	484
净利润	304	330	345	425	523
折旧摊销	91	83	74	85	103
财务费用	9	5	3	2	2
投资损失	-17	-6	-8	-11	-11
营运资金变动	32	80	-87	52	-99
其他经营现金流	-44	-63	-29	-36	-34
投资活动现金流	-295	-124	-154	-239	-303
资本支出	120	139	29	112	156
长期投资	-194	-90	-89	-88	-88
其他投资现金流	-368	-75	-214	-215	-235
筹资活动现金流	-57	-208	-182	-139	-151
短期借款	42	-98	0	0	0
长期借款	-33	-18	0	1	2
普通股增加	181	0	219	0	0
资本公积增加	-166	-24	-219	0	0
其他筹资现金流	-81	-68	-182	-140	-153
现金净增加额	23	97	-40	140	30

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1694	1832	2031	2390	2865
营业成本	979	1002	1184	1383	1641
营业税金及附加	27	25	33	38	44
营业费用	252	317	262	303	358
管理费用	112	116	122	139	160
研发费用	48	53	58	67	80
财务费用	9	5	3	2	2
资产减值损失	4	0	0	0	0
其他收益	30	8	0	0	0
公允价值变动收益	49	21	29	36	34
投资净收益	17	6	8	11	11
资产处置收益	-2	43	0	0	0
营业利润	357	393	407	505	623
营业外收入	21	6	14	12	14
营业外支出	8	3	5	5	5
利润总额	370	397	417	512	631
所得税	66	67	72	87	109
净利润	304	330	345	425	523
少数股东损益	-1	6	-0	1	2
归母净利润	305	325	345	424	520
EBITDA	466	474	485	590	725
EPS(元)	0.30	0.32	0.34	0.42	0.52

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.9	8.2	10.8	17.7	19.9
营业利润(%)	8.2	10.3	3.4	24.0	23.4
归属于母公司净利润(%)	8.4	6.6	6.2	23.0	22.7
获利能力					
毛利率(%)	42.2	45.3	41.7	42.1	42.7
净利率(%)	18.0	17.7	17.0	17.7	18.2
ROE(%)	14.3	14.1	13.6	15.1	16.4
ROIC(%)	13.8	14.0	13.7	15.1	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.4	21.2	22.8	21.3	22.8
净负债比率(%)	1.5	-8.1	-6.6	-10.9	-10.4
流动比率	1.9	2.1	2.0	2.1	2.0
速动比率	0.5	1.5	1.4	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	12.4	16.0	14.0	14.0	14.0
应付账款周转率	5.6	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.32	0.34	0.42	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.43	0.30	0.52	0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.25	2.43	2.71	3.08
估值比率					
P/E	69.6	65.4	61.5	50.0	40.8
P/B	10.4	9.4	8.7	7.8	6.9
EV/EBITDA	45.8	43.5	42.6	34.8	28.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn