

食品饮料

百年醋业龙头，改革静待花开

2021年01月15日

——恒顺醋业（600305）深度研究报告

**公司评级：增持（首次）**

**分析师：汤瀚森**

执业证书：S1030520080002

电话：0755-83199599

邮箱：tanghs@csc.com.cn

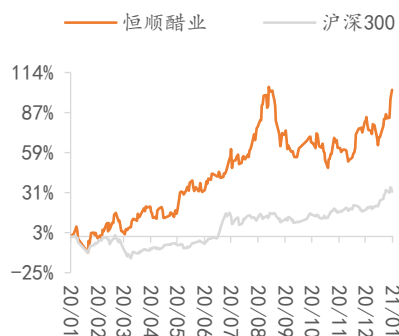
公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

**核心观点：**

- 恒者行远：百年历史食醋领导品牌。**恒顺醋业是镇江香醋代表企业，品牌已有180年历史。公司2001年上市，曾经历过多元化发展的阵痛，2012年重新聚焦调味品主业后业绩稳健增长。2019年营收18.32亿(yoy+7.5%，12-19年CAGR6.9%)，扣非归母净利润2.54亿(yoy+5.68%，12-19年CAGR31.9%)。
- 顺势而为：“醋酒酱”赛道景气，集中度有待提升。**食醋、料酒行业正处于成长期，行业格局分散，CR5均不足20%，传统龙头有望借势提升占有率。食醋行业规模约165亿元，受益于健康、高端化趋势具备价量提升空间。料酒行业规模有望保持双位数增长（2012-17年CAGR17%）。复合调味品属“蓝海”赛道，传统调味品企业通过拓宽品类望分享赛道红利。
- 改革求变：强化优势，补齐短板。**恒顺品牌与产品力具有优势。自然条件和独特工艺构筑竞争壁垒。对标行业对手，恒顺在渠道能力、管理效率和激励机制方面还存在提升空间。2019年底新董事长上任后即聚焦公司存在关键问题实施多维度改革：（1）战略聚焦核心品类，加码公司经营目标；启动数字化重塑项目，全面提升管理效率；（2）重建市场化薪酬机制，实行薪酬激励加差额奖励方式提升激励力度，大力引进优秀人才；（3）更换营销总监，划分八大战区，着重发力餐饮、电商及新零售渠道，加快全国化布局。我们认为改革将给公司带来新动能，2021年起改革红利有望逐渐释放。
- 盈利预测与投资评级。**根据盈利预测，公司2020-2022年EPS分别为0.35/0.40/0.49元，对应市盈率为75/65/55倍，低于可比公司。内部机制改革将为公司注入新动能，全国化突围空间打开。首次覆盖，我们给予公司“增持”投资评级。
- 风险提示：**渠道扩张不及预期风险；改革调整不及预期风险；食品安全问题风险、原材料价格波动风险等。

恒顺醋业（600305）与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	26,558.28
流通市值（百万）	26,558.28
总股本（百万股）	1,002.96
流通股本（百万股）	1,002.96
日成交额（百万）	789.96
当日换手率（%）	3.02
第一大股东	江苏恒顺集团
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1832.19	2033.33	2342.21	2722.45
收入同比	7.51%	10.98%	15.19%	16.23%
净利润（百万元）	324.56	353.34	405.80	487.41
净利润同比	5.7%	8.9%	14.8%	20.1%
毛利率	45.32%	42.12%	42.40%	42.87%
净利率	17.71%	17.38%	17.33%	17.90%
EPS（元）	0.32	0.35	0.40	0.49
PE（倍）	81.8	75.2	65.4	54.5

## 正文目录

一、 恒者行远：百年历史的中国食醋领导品牌.....	4
二、 顺势而为：“醋酒酱”赛道景气，集中度有待提升.....	7
2.1 食醋：行业处于成长期，健康化、功能化、高端化是未来趋势.....	8
2.2 料酒：市场高度分散，发展潜力巨大.....	13
2.3 酱类产品：调味品企业竞相占位复合调味品“新蓝海”.....	14
三、 改革求变：强化优势，补齐短板.....	16
3.1 品牌与产品力凸显核心优势.....	16
3.2 同业比较，找准发力点.....	17
3.3 新领导新气象，促改革求变局.....	20
3.4 渠道结构深度调整，全国化扩张已在路上.....	21
3.5 薪酬激励体系改善，数字化助力科学管理.....	23
四、 盈利预测与投资建议.....	25
4.1 关键假设.....	25
4.2 盈利预测与投资评级.....	26
五、 风险提示.....	27

## 图表目录

Figure 1 2019-2020 年食醋十大品牌排行榜 .....	4
Figure 2 2017-2020 年产品收入营收占比 .....	5
Figure 3 恒顺高端产品收入及占比 .....	5
Figure 4 恒顺食醋产品矩阵 .....	5
Figure 5 恒顺料酒产品矩阵 .....	5
Figure 6 恒顺酱类产品矩阵 (酱菜、调味酱、复合调味品) .....	5
Figure 7 2012-20Q3 公司营业收入及增速 .....	6
Figure 8 2012-20Q3 公司扣非归母净利润及增速 .....	6
Figure 9 恒顺醋业历年经营利润率情况 .....	6
Figure 10 恒顺醋业历年期间费用率情况 .....	6
Figure 11 恒顺醋业股权结构 (截至 2020 年三季度末) .....	7
Figure 12 中国调味品市场规模及增速 .....	7
Figure 13 2019 年中国调味品市场消费结构 (按产量口径) .....	7
Figure 14 调味品行业各细分品类生命周期对比 .....	8
Figure 15 中国食醋产量及增速 .....	9
Figure 16 2012-2019 年调味品百强企业食醋销售收入 .....	9
Figure 17 食醋产品销售量及增速 .....	9
Figure 18 食醋产品销售单价及增速 .....	9
Figure 19 我国四大名醋特征与分布情况 .....	10
Figure 20 2018 年食醋企业市占率分布 .....	10
Figure 21 调味品各子版块 CR5 对比 .....	10
Figure 22 2018 年百强企业市场产量分布 .....	10
Figure 23 日本食醋行业格局 (1989 年, 按产量) .....	10
Figure 24 我国居民每日食盐摄入量建议不超过 6g .....	11
Figure 25 日本人均食醋消费量 2005 年左右达到顶峰 .....	12
Figure 26 日本酿造醋产量稳中有升, 合成醋产量逐年下降 .....	12
Figure 27 味滋康产品矩阵 .....	12
Figure 28 恒顺推出健康系列醋饮料产品 .....	13
Figure 29 中国醋饮料行业市场规模及增速 .....	13
Figure 30 料酒市场规模及增速 .....	13
Figure 31 中国料酒行业产量规模及增速 .....	13
Figure 32 我国料酒行业格局分散 .....	14
Figure 33 中国料酒两大品牌销售收入及增速 .....	14
Figure 34 中国复合调味品行业市场规模及预测 .....	15

Figure 35 2019 年复合调味品占调味品收入 23.5%.....	15
Figure 36 中国餐饮行业收入及增速.....	15
Figure 37 中国外卖市场规模及增速（按规模以上企业收入计）.....	15
Figure 38 2012-2020 恒顺近年来产品研发支出不断增加.....	16
Figure 39 2019 年恒顺食醋产品单价及毛利率均较高.....	16
Figure 40 恒顺醋业近年产品提价情况汇总.....	17
Figure 41 恒顺醋业 ROE 拆分同业对比.....	17
Figure 42 各调味品公司 ROE 水平对比.....	18
Figure 43 各调味品公司销售净利率对比.....	18
Figure 44 各调味品公司销售毛利率对比.....	18
Figure 45 各调味品公司总资产周转率对比.....	18
Figure 46 各调味品公司销售费用率对比.....	19
Figure 47 各调味品公司管理费用率对比.....	19
Figure 48 恒顺醋业员工结构变化（单位：人）.....	19
Figure 49 恒顺醋业销售人员占比变化.....	19
Figure 50 恒顺醋业经销商数量与增速均低于海天.....	19
Figure 51 恒顺醋业 vs 海天味业销售费用细分占比.....	19
Figure 52 恒顺醋业人均创收（万元）水平相对较低.....	20
Figure 53 恒顺醋业人均创利（万元）水平相对较低.....	20
Figure 54 恒顺醋业人均薪酬（万元）水平相对较低.....	20
Figure 55 恒顺醋业管理层平均薪酬（万元）水平相对较低.....	20
Figure 56 杭祝鸿董事长履历.....	21
Figure 57 2017-2020 年三季度恒顺营收地区分布变化.....	21
Figure 58 恒顺各大区域经销商数量变化（单位：家）.....	21
Figure 59 划分八大战区，细化市场管理.....	22
Figure 60 新设五大事业部.....	22
Figure 61 恒顺 2021 年渠道规划整理.....	23
Figure 62 恒顺冠名高铁动车组列车.....	23
Figure 63 重点聚焦“纯酿造”，“三位一体”推广模式.....	23
Figure 64 恒顺数字化重塑项目总体计划.....	24
Figure 65 恒顺醋业收入预测拆分.....	26
Figure 66 可比公司估值情况.....	27
Figure 67 恒顺醋业历史 PE 估值分析.....	27

## 一、恒者行远：百年历史的中国食醋领导品牌

从多元经营到专注主业。恒顺醋业始于清朝道光年间，丹徒人朱兆怀秉承“恒顺众生”经营理念创立“朱恒顺糟坊”，距今有 180 年历史。1933 年“朱糟坊”改制为镇江恒顺酱醋厂。恒顺经过百年传承与发展，从一个传统酱醋作坊逐步发展成为现代化的食醋生产集团，是中国四大名醋之一镇江香醋的代表企业。恒顺醋业先后荣获了“中国驰名商标”、“中华老字号”，入选国家级非物质文化遗产保护名录。在 Chinapp 品牌网评选出的 2019-2020 年食醋十大品牌排名榜中，恒顺醋业综合排名位列榜单第一。公司 2001 年在 A 股成功上市，上市后管理层曾试图转型多元化，先后跨界光电产品、房地产与建筑安装工程，多元化经营却让公司深陷泥沼，拖累原有调味品主业。2012 年起公司逐渐剥离房地产业务，重新聚焦调味品主业。

Figure 1 2019-2020 年食醋十大品牌排行榜

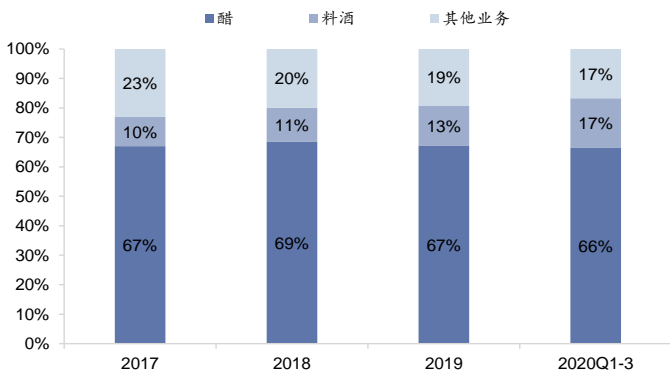
排名	品牌名称	公司	品牌发源	创立时间
1	恒顺	江苏恒顺醋业股份有限公司	江苏省镇江市	1840
2	东湖	山西老城醋集团有限公司	山西省太原市	1368
3	水塔	山西水塔醋业股份有限公司	山西省太原市	1976
4	紫林	山西紫林醋业股份有限公司	山西省太原市	2000
5	宁化府	太原市宁化府益源庆醋业有限公司	山西省太原市	1999
6	海天	佛山市海天调味食品股份有限公司	广东省佛山市	1955
7	保宁醋	四川保宁醋有限公司	四川省南充市	936
8	天立	天津市天立独流老醋股份有限公司	天津市	1665
9	欣和	烟台欣和企业食品有限公司	山东省烟台市	1992
10	千禾	千禾味业食品股份有限公司	四川省眉山市	1996

资料来源：Chinapp 品牌网、世纪证券研究所

**聚焦“醋酒酱”核心产品。**2020 年公司将品类战略从“醋酒并举”转向“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”，以食醋为主力产品，涵盖香醋、陈醋、白醋、料酒、酱菜、酱油、酱料、醋饮料等多个品类，产品线齐全，SKU 超 100 种。2019 年公司调味品收入占总营收比例 94%，其中食醋收入 12.3 亿元，料酒收入 2.45 亿元，其他业务收入 3.54 亿元，占营收比例分别为 67.3%、13.4%、19.3%。2020Q1-3 食醋、料酒、其他业务营收占比为 66%、17%、17%。食醋、料酒近三年营收 CAGR 分别为 9.2%、26.7%。

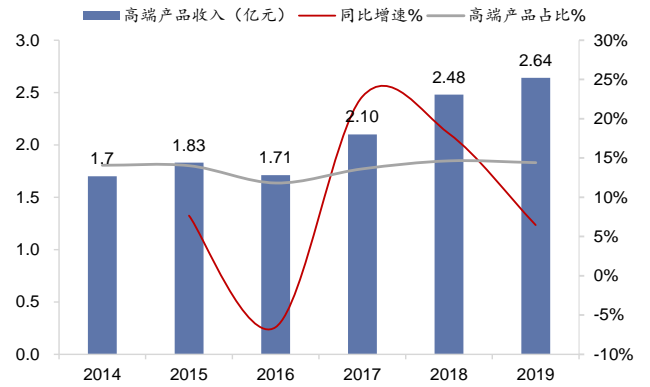


Figure 2 2017-2020年产品收入营收占比



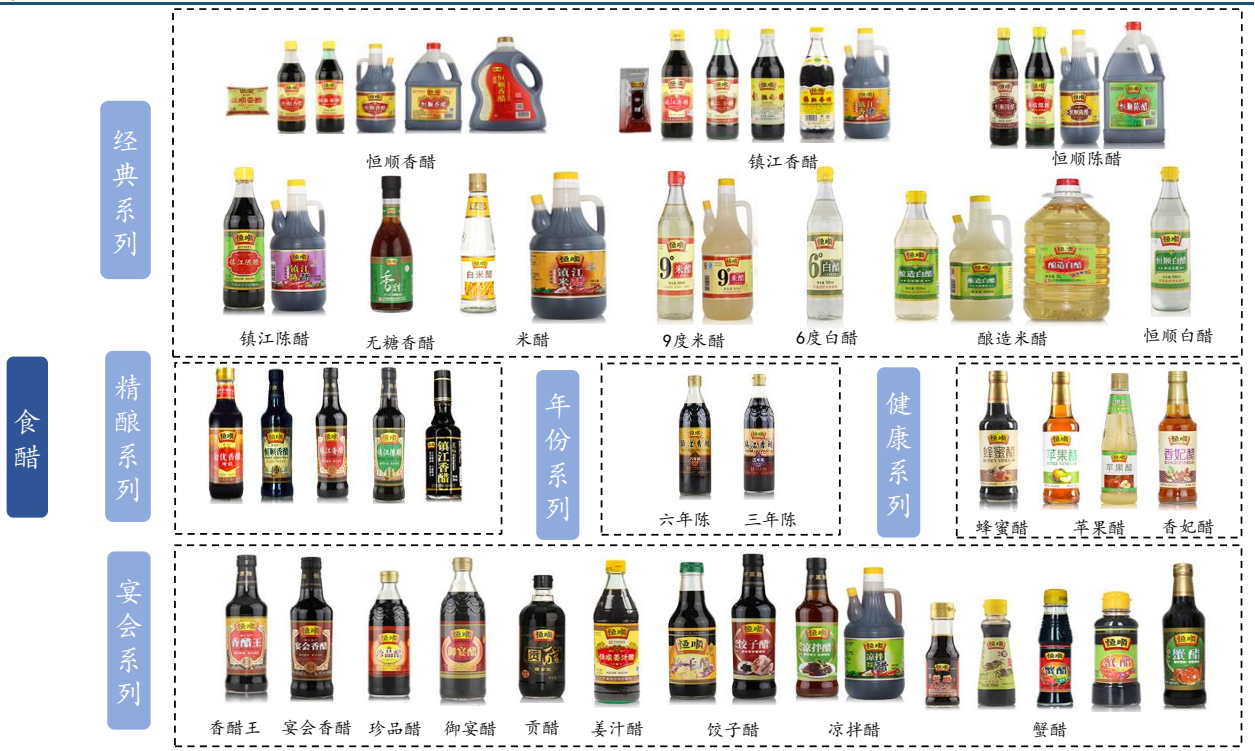
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 恒顺高端产品收入及占比



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 4 恒顺食醋产品矩阵



资料来源：官网商城、世纪证券研究所

Figure 5 恒顺料酒产品矩阵



资料来源：官网商城、世纪证券研究所

Figure 6 恒顺酱类产品矩阵 (酱菜、调味酱、复合调味品)

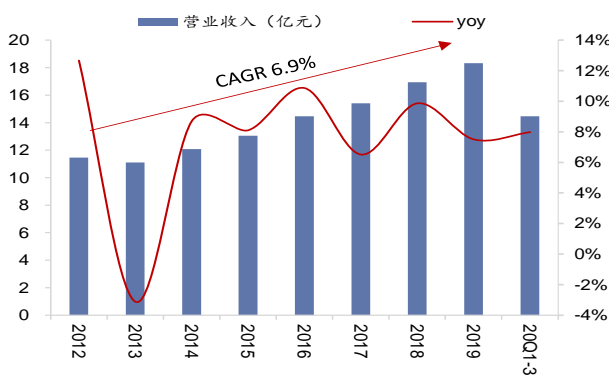


资料来源：官网商城、世纪证券研究所

“恒顺+北固山”双品牌运作，高端产品放量。公司食醋产品主要通过“恒顺”和“北固山”双品牌运作，覆盖不同消费群体。其中“恒顺”为主品牌，定位中高端，价格带主要在 10-30 元/瓶区间。食醋产品包括经典、精酿、年份、有机、健康、礼盒、宴会七大系列。“北固山”为辅品牌，立足中低端，价格在 3-10 元/瓶。公司持续打造“A类核心产品”和“高端产品”，2019 年公司高端产品收入达 2.64 亿元，占比 14.4%。未来公司产品结构有望进一步升级，计划将 SKU 精简到 60-70 种，重点培育核心大单品，部分产品更换包装，形象更加年轻化。

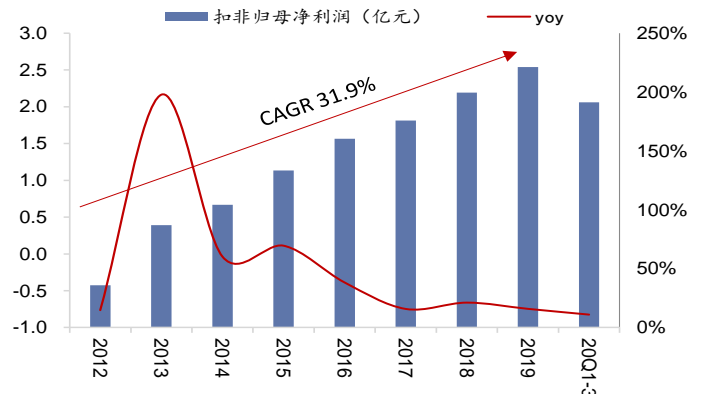
公司回归主业后收入业绩稳步提升。2012-19 年公司营业收入从 11.47 亿元增长至 18.32 亿元，复合增速 6.9%。2020Q1-3 公司营收 14.46 亿元，同比增加 7.98%。2012-19 年公司扣非归母净利润从-0.37 亿元增长至 2.54 亿元，复合增速 31.9%。2020Q1-3 扣非归母净利润 2.06 亿，同比增加 10.87%。销售利润率自公司回归主业后稳步提升，2020Q1-3 销售毛利率、净利率水平分别为 41.15%、16.30%。公司期间费用率稳中有降，2020Q1-3 公司销售、管理、财务费用率分别为 13.44%（同比-2.01pct）、8.80%（同比-0.58pct）、0.33%（同比-0.03pct），2012 年后财务费用率随公司杠杆水平降低显著下降。

Figure 7 2012-20Q3 公司营业收入及增速



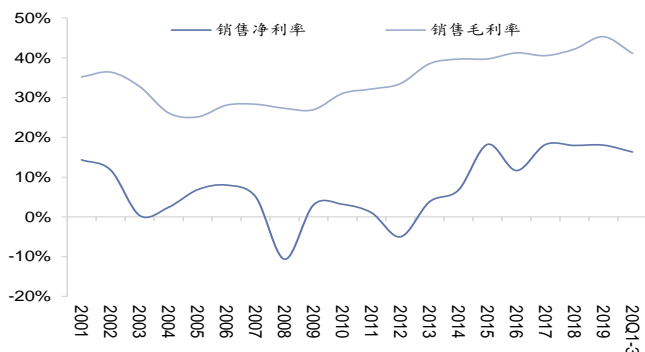
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 8 2012-20Q3 公司扣非归母净利润及增速



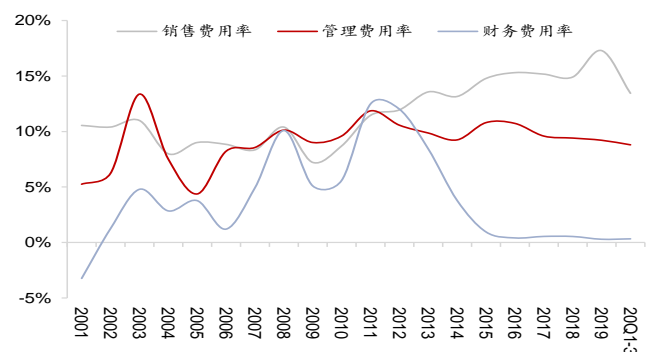
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 9 恒顺醋业历年经营利润率情况



资料来源：Wind、世纪证券研究所

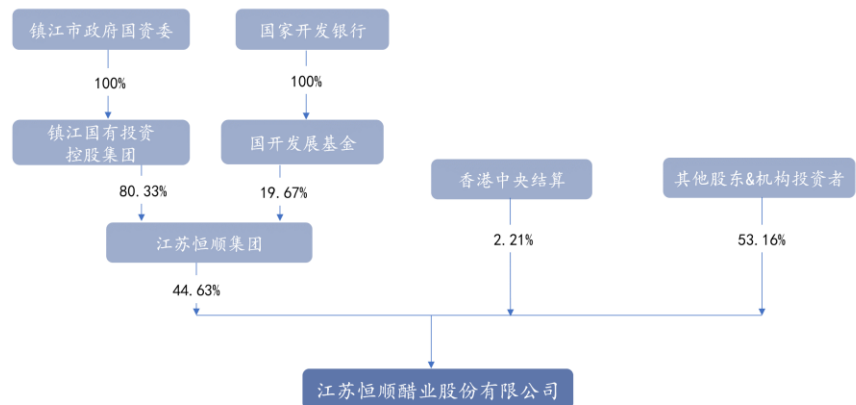
Figure 10 恒顺醋业历年期间费用率情况



资料来源：Wind、世纪证券研究所

**地方国企基因，镇江市国资委为实控人。**截至2020年三季度，公司大股东及控股股东江苏恒顺集团有限公司持有上市公司44.63%股份。镇江市国资委通过镇江国有投资控股集团间接持有恒顺集团80.33%的股权，国家开发银行控股的国开发展基金持有其余19.67%的股份。港股通等其他机构与个人投资者合计持有公司55.37%股份，持股比例均在5%以下。恒顺醋业一直保持国有控股，员工薪酬结构相对单一，尚未推出股权激励计划。

Figure 11 恒顺醋业股权结构（截至2020年三季度末）

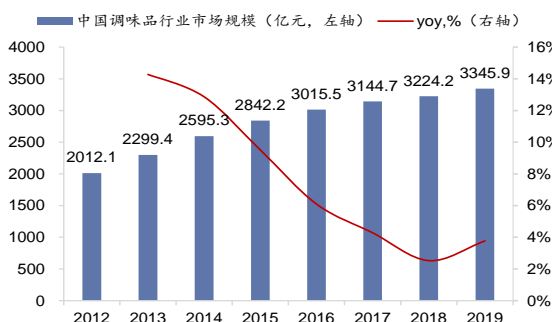


资料来源：Wind、世纪证券研究所

## 二、顺势而为：“醋酒酱”赛道景气，集中度有待提升

**调味品行业景气向上，酱醋产量占据半壁江山。**我国调味品行业近年来景气度高，产销均稳定增长，产品种类日益丰富。根据中研普华数据，2019年我国调味品行业市场规模超3346亿元，同比增长3.8%，2012-19年复合增速为8.7%。2019年我国调味品年供给量达2533万吨左右，其中酱油和食醋占比最大，合计占比超一半的份额。酱油产量超990万吨，占比约39%；食醋产量约435万吨，占比约17%；味精和鸡精产量分别占比约9%、2%，其他调味料（含料酒、复合调味品）占比约33%。

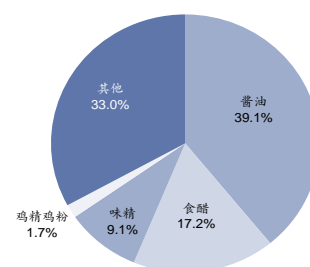
Figure 12 中国调味品市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

Figure 13 2019年中国调味品市场消费结构（按产量口径）



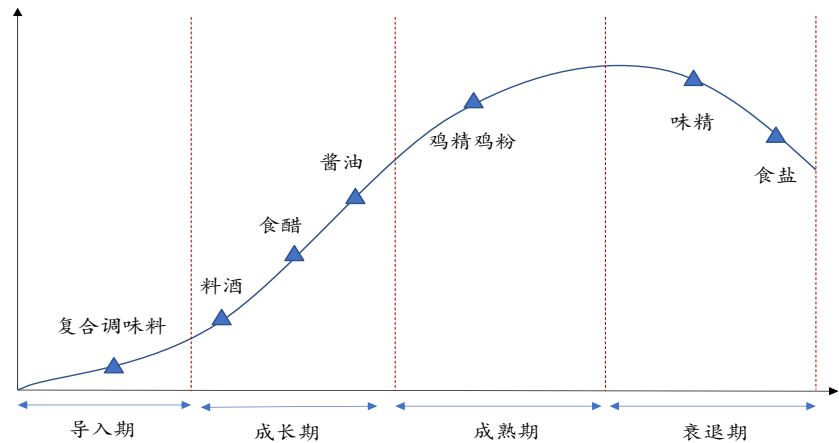
资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

市场有风险 入市需谨慎



**调味品细分品类所处生命周期阶段各异。**调味品包含众多细分品类，由于消费习惯和渗透率的不同，各个子品类处于不同的发展阶段。复合调味品处于导入期，由于消费者习惯还在培养过程中，行业增速最快。料酒、食醋、酱油依次处于成长期。料酒经过前期的市场培育导入，正处于快速放量上升期。食醋区域属性较强，地域分割，应用场景不如酱油，缺少强势的全国化品牌，但仍处渠道扩张阶段。酱油渗透率高，已形成数家规模化的成熟企业（如海天、中炬），在品类细分与差异化方面仍存在机会。味精市场份额近些年逐步被高鲜酱油、鸡精等调味品替代，行业处于衰退期；食盐差异化小，随着人们减盐意识增强，整体消费量下降，行业处于衰退期。

Figure 14 调味品行业各细分品类生命周期对比



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

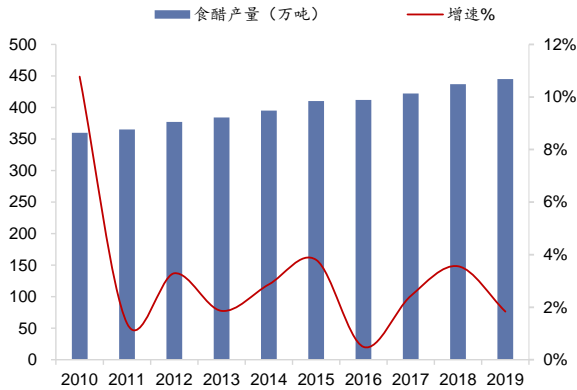
## 2.1 食醋：行业处于成长期，健康化、功能化、高端化是未来趋势

食醋是一种发酵的酸味液态调味品，多由高粱、大米、玉米、小麦以及糖类和酒类发酵制成。食醋生产方法可分为酿造醋和人工合成（配制）醋。酿造醋，是以粮食、糖、乙醇为原料，通过微生物发酵酿造而成。人工合成（配制）醋是以食用醋酸，添加水、酸味剂、调味料，香辛料、食用色素勾兑而成。若按功能划分，食醋则可分为烹调型、佐餐型、保健型和饮料型等。

**百强企业食醋收入复合增速约 10%，量增贡献大于价增。**食醋行业发展目前处于品牌化中前期，消费者味觉习惯与品牌意识仍在培育期。根据中国产业信息网数据，2019 年我国食醋总产量达 445 万吨，同比增长 1.83%，2010-19 年产量复合增速约 2.4%。根据中国调味品协会公布的百强企业食醋数据，我国调味品百强企业食醋销售收入由 2010 年 27.6 亿元增长为 2019 年 65 亿元，复合增速约 10%。量价拆分来看，食醋行业近十年整体量增贡献大于

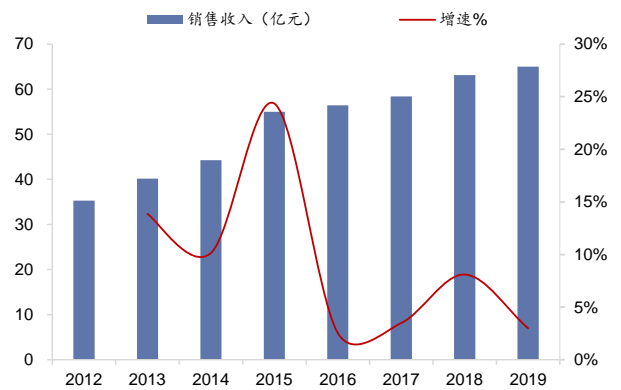
价增。销量方面，百强企业食醋产品销售量从2011年96.5万吨扩大到2018年164.9万吨，复合增速约8%。单价方面，百强企业食醋销售单价从2011年3238元/吨上涨至2018年3846元/吨，复合增速约2.5%。我们保守估计2019年全行业食醋单位吨价为3700元/吨，行业规模约为165亿元。

Figure 15 中国食醋产量及增速



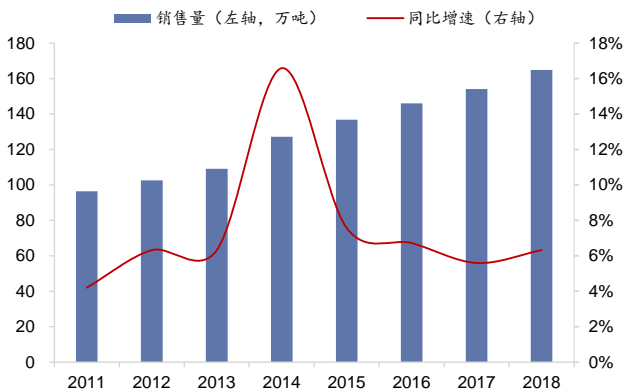
资料来源：中国产业信息网、世纪证券研究所

Figure 16 2012-2019年调味品百强企业食醋销售收入



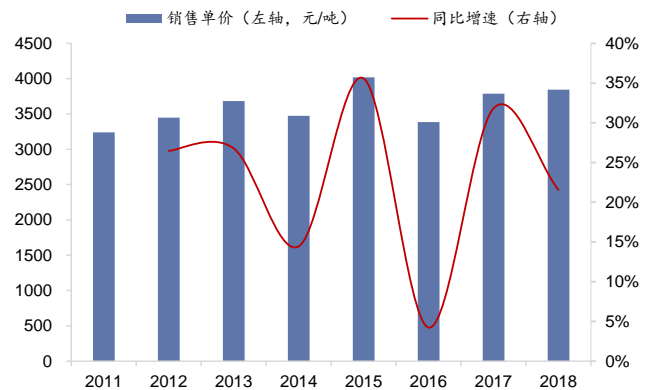
资料来源：中国调味品协会、世纪证券研究所

Figure 17 食醋产品销售量及增速



资料来源：中国调味品协会、世纪证券研究所

Figure 18 食醋产品销售单价及增速



资料来源：中国调味品协会、世纪证券研究所

**地域割据特征明显。**我国食醋生产已有近三千年历史，各区域食醋口味及生产工艺差异明显，具有较强的地域性，并已形成味蕾壁垒。以镇江香醋、山西陈醋、四川保宁醋、福建永春老醋为代表“四大名醋”脱颖而出成为区域知名品牌。除此之外还有包括北京龙门、天津天立、山东玉兔等一些区域小品牌。区域割据局面导致我国食醋行业目前全国性龙头品牌尚未形成。

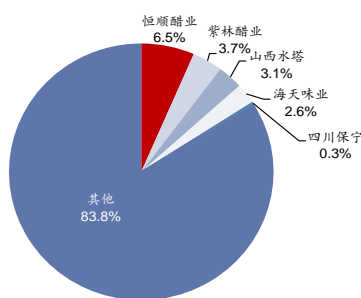
Figure 19 我国四大名醋特征与分布情况

	镇江香醋	山西陈醋	四川保宁醋	福建永春醋
主要原料	优质糯米	高粱、大麦、豌豆等	糜皮、中药等	优质糯米、红曲芝麻
工艺特点	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	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	采用药曲酿制，独具“色泽红棕、酸味柔和、醇香回甜、绿色健康”的特点	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
主要销售区域	华东地区	华北、东北地区	西南云、贵、川地区	福建、广东等华南地区
代表企业	恒顺醋业	紫林醋业、山西水塔、太原宁化府	四川保宁醋有限公司	福建永春老醋醋业

资料来源：中国调味品协会、世纪证券研究所

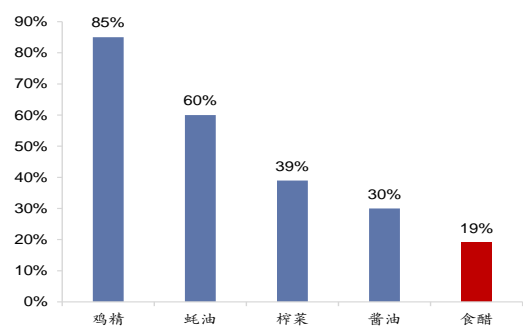
**行业格局分散，集中度亟待提升。**根据中国调味品协会数据，2018年食醋产量规模前五企业分别为恒顺醋业、紫林醋业、山西水塔、海天味业和四川保宁分别占据6.5%、3.7%、3.1%、2.6%、0.3%，CR5仅占比约18.9%，对比其他调味品子品类集中度较低。2018年百强调味品企业有36家企业生产食醋，其中产量在10万吨以上的食醋企业只有4家，占比11%；产量在1万吨以下的有7家，占比20%；产量在1-5万吨的企业有22家，占比61%；产量在5-10万吨的企业有3家，占比8%。大量食醋生产企业多以小作坊式企业为主，占比近70%。日本上世纪90年代食醋行业CR5达68%（按产量口径），而龙头食醋企业味滋康（Mizkan）市场份额达52%。

Figure 20 2018年食醋企业市占率分布



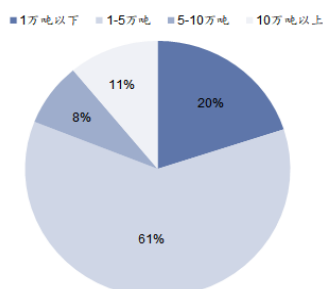
资料来源：中国调味品协会、世纪证券研究所

Figure 21 调味品各子版块 CR5 对比



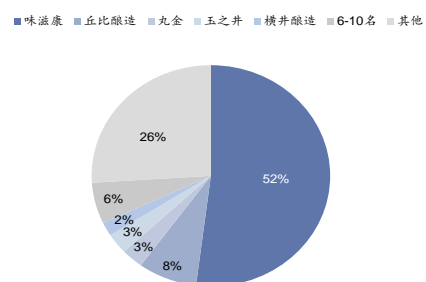
资料来源：中国调味品协会、世纪证券研究所

Figure 22 2018年百强企业市场产量分布



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

Figure 23 日本食醋行业格局（1989年，按产量）



资料来源：《日本食醋》、世纪证券研究所

**配制食醋退出舞台，传统醋企迎来机遇。**2018年我国食醋市场仍有60%是配制醋，酿造醋占比仅为40%。同年国家卫健委与国家市场监督管理总局发布《食品安全国家标准——食醋》，新国标将配制食醋从标准中移出，归入复合调味料。新国标出台意味着以低价低质为依托的小作坊式食醋企业将逐步淘汰。我们认为未来城镇化所带来的人口迁移会促使各地饮食文化相互渗透，食醋行业区域壁垒有望逐渐被打破，行业集中度将会加速提升，一些产品力强、产能规模大的食醋品牌会迎来全国化扩张机遇。

**调味品企业跨界进入食醋行业加剧竞争。**鉴于食醋行业分散格局，近年来各调味品企业纷纷布局食醋产能，进一步加剧行业竞争。2017年海天味业收购镇江丹和醋业70%的股权，现有食醋产能约达22万吨。2018年李锦记宣布进军食醋行业，定位中高端群体，主打“零添加”产品形成差异化竞争。2019年千禾味业收购镇江恒康酱醋100%股权，食醋产能已达8万吨。我们认为随着竞争加剧，具有品牌力与渠道力优势的调味品企业能从竞争中脱颖而出，借助成本优势发展壮大，并逐步取代中小企业市场份额以此巩固行业地位。

**健康化饮食推动食醋行业发展。**醋的独特酸味对咸味替代性较强，可以弥补减盐造成的口味缺失。在烹调时，少盐多醋不失为一种健康的饮食习惯。我国新版《中国居民平衡膳食宝塔》（2016）建议，居民每日食盐摄入量建议不高于6g。国务院印发的《国民营养计划（2017-2030）》中提出，到2030年全国人均每日食盐摄入量要实现降低到20%的目标。

Figure 24 我国居民每日食盐摄入量建议不超过6g

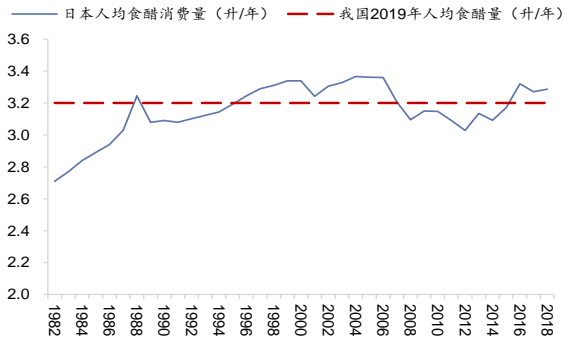


资料来源：中国营养学会、世纪证券研究所

上世纪70年代日本开始倡导“低盐运动”，食醋产品逐渐向健康化、多样化发展。日本食醋协会根据制醋工艺将食醋分为酿造醋和合成醋两大品类。酿

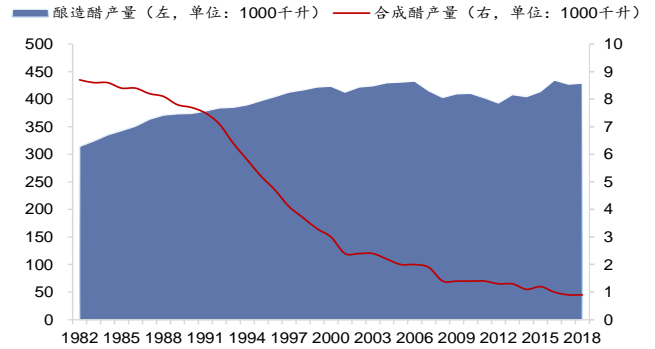
造醋按照原料不同又分为谷物醋、果实醋及其他酿造醋。根据协会数据，1982至2018年谷物醋占比由56.3%下降至38%，合成醋占比从2.7%下降至0.2%。果实醋和其他酿造醋占比分别提升至6.5%和55.2%。2004年日本人均食醋年消费量达到峰值3.36L（约3.45kg），此后有所回落，但高于我国人均消费量3.2kg的水平。

Figure 25 日本人均食醋消费量 2005 年左右达到顶峰



资料来源：日本食醋协会、世纪证券研究所

Figure 26 日本酿造醋产量稳中有升，合成醋产量逐年下降



资料来源：日本食醋协会、世纪证券研究所

我国食醋功能细分仍在发展扩张中。我国酱油行业产品已实现了从低端到中高端的转变，从生抽逐渐替代老抽，到红烧酱油、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。日本味滋康上世纪 60 年代起从单一食醋品类起家，经过半个世纪的发展逐渐形成了全品类调味品矩阵，主要分为食醋、调味醋、醋饮料、柑橘醋类复合酱（汤）料四类。我国食醋功能化起步较晚，目前仍处于发展扩张期。根据功能场景不同，醋饮料、饺子醋、蟹醋、凉拌醋等细分品类逐渐兴起并广受消费者欢迎。其中醋饮料由于其口感及健康特性近年来需求火爆，各食醋企业相继推出醋饮料产品，如恒顺陆续苹果醋、蜂蜜醋、香妃醋等。根据中国产业信息网数据，2018 年我国醋饮料市场规模达到 50 亿元，2013-18 年复合增速为 16.8%。

Figure 27 味滋康产品矩阵



资料来源：味滋康官网、世纪证券研究所

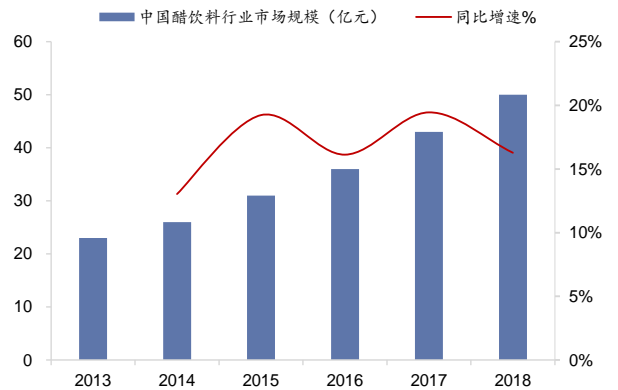


Figure 28 恒顺推出健康系列醋饮料产品



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

Figure 29 中国醋饮料行业市场规模及增速



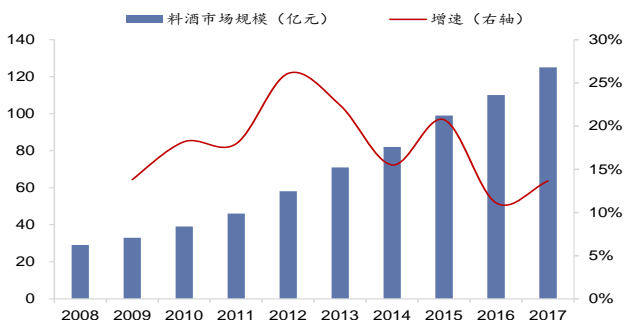
资料来源：中国产业信息网、世纪证券研究所

**品类细分带动产品价格带升级。**随着食醋品类深度细分，食醋企业纷纷差异化推出高端醋产品。针对家庭场景采用小瓶装包装，每瓶容量在 150ml-200ml 之间，零售价则比普通装的产品高出很多。不同细分品种逐渐形成了较为清晰的价格带，品类细分扩大食醋的消费规模并间接提升了食醋单位吨价。我们认为未来食醋行业高端产品比重将持续提升，产品结构将进一步优化，未来行业规模增长产品价增贡献将超过量增。

## 2.2 料酒：市场高度分散，发展潜力巨大

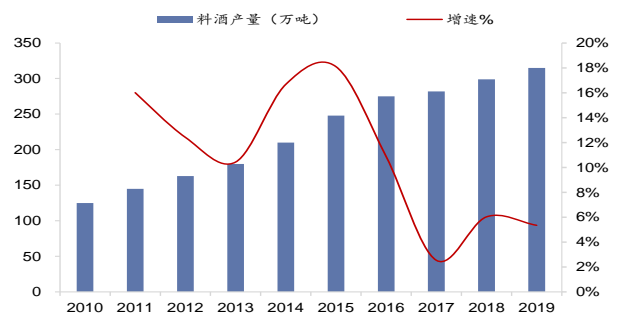
**市场规模快速扩张，处于加快成长期。**料酒是中式烹调的重要调味品，同食醋相比在原料和生产发酵技术上具有一定相似性。随着我国居民生活品质提升，人们对食物的口味要求越来越高，我国料酒市场规模不断扩大。目前我国料酒市场处于快速发展阶段，产销量增长较快。根据智研咨询数据，2019 年全国料酒产量达到 315 万吨，同比增长 5.4%，2010-2019 年复合增速达 10.8%。根据 Euromonitor 数据，2017 年我国料酒生产企业实现收入规模 125 亿元，2012-17 年期间复合增速约 17%。

Figure 30 料酒市场规模及增速



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

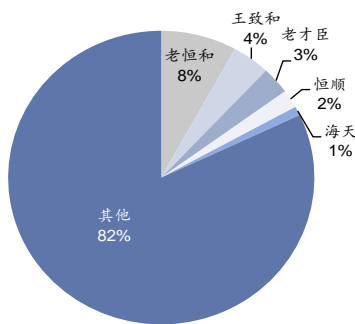
Figure 31 中国料酒行业产量规模及增速



资料来源：国家统计局、智研咨询、世纪证券研究所

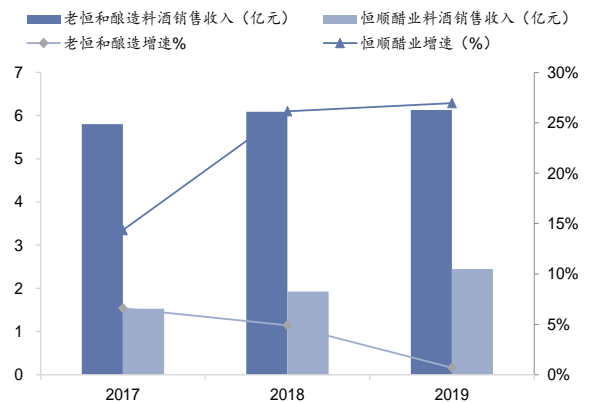
**行业高度分散，区域品牌众多。**我国料酒行业集中度很低，根据中国调味品协会数据，CR5 占比仅为 18%。我国约有 1000 多家料酒生产企业，以中小型区域性企业为主。百强调味品企业中料酒企业有 16 家，产量 5 万吨以上的有 3 家，1 到 5 万吨有 1 家，1000 到 10000 吨有 9 家，1000 吨以下的有 3 家。由于各地消费习惯各异，我国料酒行业地区性企业仍占优势，尚未出现全国范围龙头企业。恒顺在料酒领域的竞争对手主要有老恒和、王致和、老才臣等传统料酒生产企业以及海天味业、中炬高新、千禾味业等调味品企业，还有部分地区性企业，如安徽海神和上海宝鼎等。老恒和是我国老牌料酒生产企业，品牌历史悠久，基酒资源丰富。2019 年老恒和料酒收入为 6.13 亿元，市场份额约 8%，是恒顺料酒收入近 2.5 倍。

Figure 32 我国料酒行业格局分散



资料来源：中国酒业协会料酒分会、世纪证券研究所

Figure 33 中国料酒两大品牌销售收入及增速

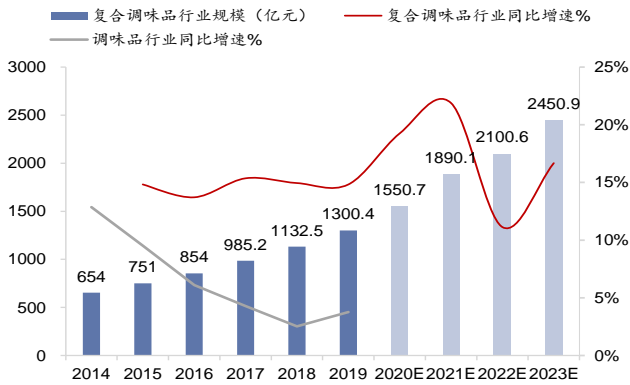


资料来源：Wind、世纪证券研究所

### 2.3 酱类产品：调味品企业竞相占位复合调味品“新蓝海”

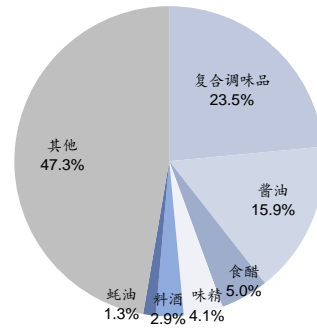
**复合调味品是调味品行业最优质赛道。**现代社会生活节奏加快提高了人们外出就餐需求和频次，餐饮业蓬勃发展大幅拉动了复合调味品需求。根据头豹研究院数据，2014-2018 年我国复合调味品市场规模由 654 亿元增长至 1132.5 亿元，复合增速 14.7%，高于调味品同期复合增速 7.5pcts。根据 2019 年复合调味品已成为调味品市场最大的品类，占比 23.5%。根据中国调味品协会数据，我国调味品行业餐饮渠道占比 40%，餐饮渠道用餐人均调味品摄入量约是家庭烹饪的 1.6 倍。

Figure 34 中国复合调味品行业市场规模及预测



资料来源：头豹研究院、世纪证券研究所

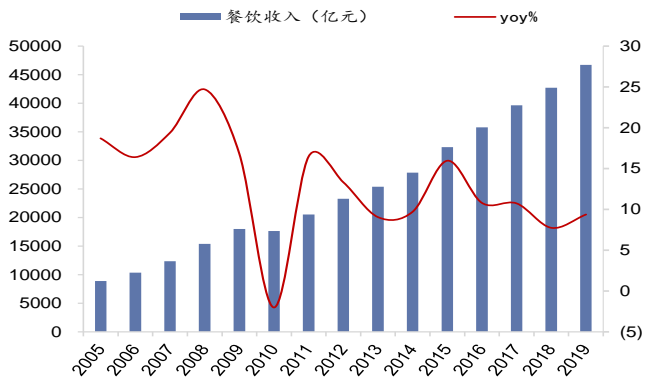
Figure 35 2019年复合调味品占调味品收入23.5%



资料来源：头豹研究院、世纪证券研究所

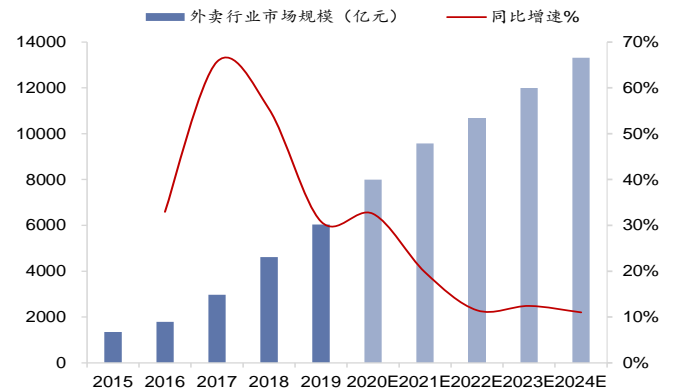
**餐饮外卖拉动复合调味品需求，品类开拓空间广阔。**现代社会生活节奏加快提高了人们外出就餐需求和频次，餐饮业蓬勃发展大幅拉动了复合调味品需求。2019年中国餐饮行业的整体收入规模达4.67万亿元，2010-19年CAGR 11.4%。城市化形成的人口聚集让外卖市场逐渐成为餐饮市场的重要组成部分，市场规模呈快速上升势态。根据头豹研究院数据，我国外卖消费者规模从2015年的2.1亿人次增长至2019年4.1亿人次，行业市场规模（按规模以上企业销售收口径）从2015年1348亿元增长至2019年6035亿元，复合增速达45.5%，外卖对整体餐饮行业的渗透率已达14%，呈现持续提升趋势。外卖行业发展进一步拉动了餐饮企业对调味品需求增长，特别是连锁化及快餐化对复合调味品的需求更大，未来复合调味品市场整体规模预计到2023年将增长至2450亿元，复合增速可达17.2%。

Figure 36 中国餐饮行业收入及增速



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 37 中国外卖市场规模及增速（按规模以上企业收入计）



资料来源：头豹研究院、世纪证券研究所

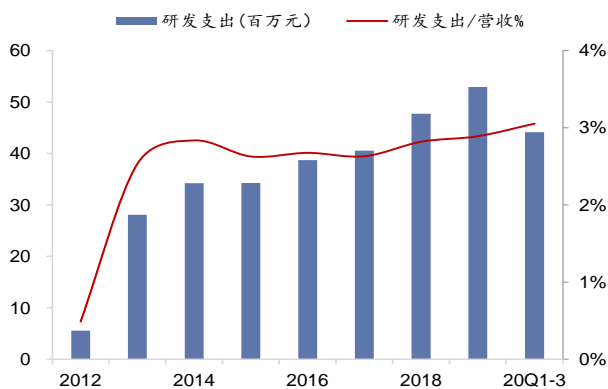
### 三、改革求变：强化优势，补齐短板

#### 3.1 品牌与产品力凸显核心优势

**以质为恒，方得业顺。**公司依托镇江优越的自然条件和酿醋技艺传承创新构筑品牌护城河。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，保护标准明确规定镇江香醋必须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8月镇江市人大制定并通过了《镇江香醋保护条例》，对镇江香醋地理标志商标及镇江香醋产业进行了全方位的扶持和规范。《保护条例》为恒顺固守“镇江香醋”品牌提供天然屏障。历代恒顺人秉承“恒顺众生”经营理念，精选江南糯米为原料，坚持纯粮酿造，采用独特的“固态分层发酵技艺”（该工艺已被列入首批国家非物质文化遗产保护名录），历经制酒、制醅、淋醋三大工艺过程共40多道工序精制而成，独具“酸而不涩，香而微甜，色浓味鲜，愈存愈醇”的特色。

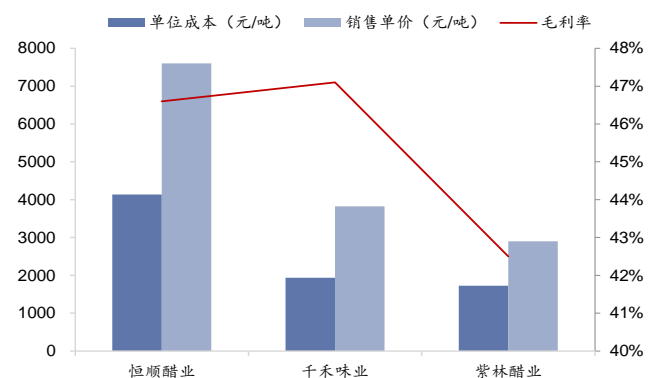
**产品研发走在行业前沿。**2012年以来公司产品研发支出稳步提升。2020Q1-3公司研发支出共计4414万元，占营业收入3.05%。公司食醋产品定位中高端，产品单价与原材料成本相比其他名醋产品更高，毛利率处于行业较高水平。2019年食醋产品整体毛利率45.3%，比紫林醋业高出3.5pcts。

Figure 38 2012-2020 恒顺近年来产品研发支出不断增加



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 39 2019年恒顺食醋产品单价及毛利率均较高



资料来源：Wind、世纪证券研究所

**上下游议价能力强，提价周期已形成。**恒顺产品力优势体现在产品上下游定价能力上。自2003年以来，公司先后7次上调了旗下调味产品出厂价，主要受上游原料价格及包材成本上涨因素影响，价格上调幅度在5%-25%之间，已基本形成了2-3年一调的调价周期。

Figure 40 恒顺醋业近年产品提价情况汇总

时间	产品品类	提价幅度	提价原因
2004年6月	主导产品	10-15%	更换全新包装
2006年7月	低价位产品	15-25%	理顺渠道价格
	高档食醋	10-15%	
2010年11月	中低端产品	5%	原材料成本上涨
2011年	主力产品	10%	理顺渠道价格
2014年	主力产品	5%	理顺渠道价格
2016年6月	经典醋系列	9%	理顺渠道价格
	恒顺香醋系列	15.04%	
	恒顺陈醋系列	15.04%	
	恒顺料酒系列	10%	
2019年1月	镇江香醋【K型010072】系列	10%	原材料成本上涨
	镇江香醋【金恒顺115050】系列	6.45%	

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### 3.2 同业比较，找准发力点

**ROE 水平有较大提升空间。**恒顺醋业是目前中国规模最大的制醋企业，但是与其他调味品企业相比，收入规模仅处于中游水平。我们通过横向对比各调味品上市公司净资产收益率发现，恒顺近三年 ROE 平均水平为 15.90%，不到海天 ROE 平均水平(33.89%)一半，且低于可比公司平均水平(20.86%)。进一步通过杜邦分析法拆分 2019 年 ROE 我们发现，差距主要在销售净利率、资产周转率上。恒顺销售毛利率与各家调味企业差距不大，2017 年后有所提升。销售净利率高于中炬高新和千禾味业，与海天则有较大差距。资产周转率则低于三家同业企业。

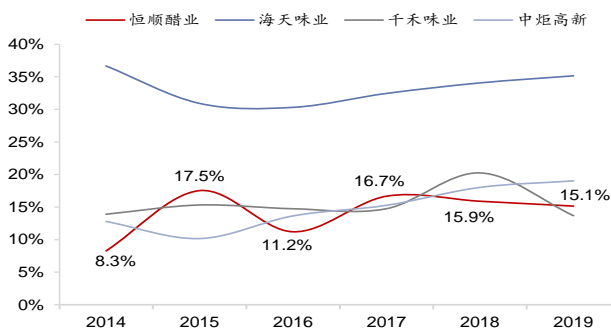
Figure 41 恒顺醋业 ROE 拆分同业对比

公司	ROE, %				2019 年 ROE 拆解		
	2017	2018	2019	平均	销售净利率%	资产周转率(次)	权益乘数
海天味业	32.45	34.06	35.15	33.89	27.06	0.88	1.47
中炬高新	15.26	18.01	19.01	17.43	16.93	0.78	1.58
千禾味业	14.75	20.26	13.68	16.23	14.63	0.68	1.38
<b>恒顺醋业</b>	<b>16.66</b>	<b>15.89</b>	<b>15.14</b>	<b>15.90</b>	<b>18.03</b>	<b>0.63</b>	<b>1.36</b>
可比公司平均	19.78	22.06	20.74	20.86	19.16	0.74	1.45

资料来源：Wind、世纪证券研究所

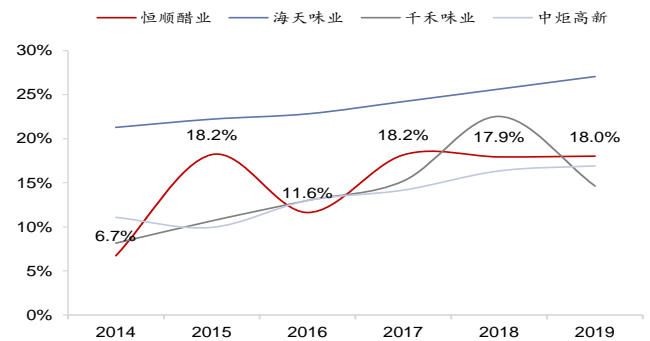


Figure 42 各调味品公司 ROE 水平对比



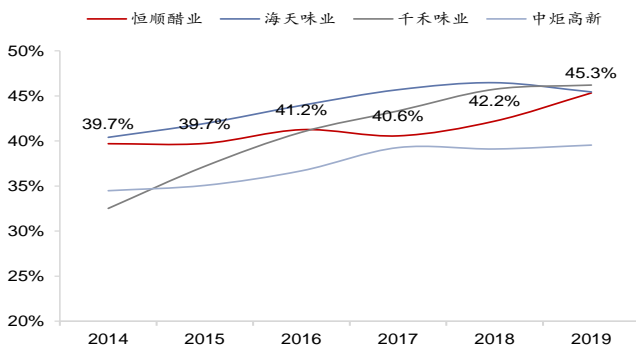
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 43 各调味品公司销售净利率对比



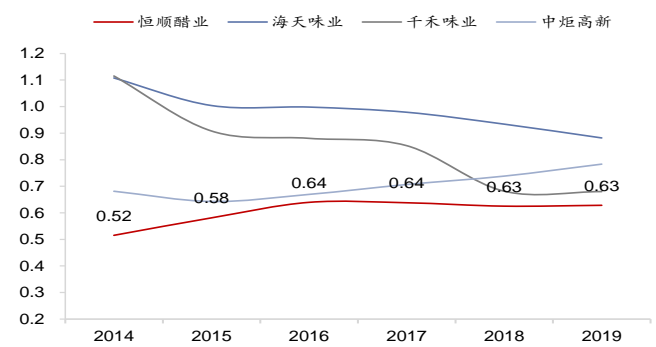
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 44 各调味品公司销售毛利率对比



资料来源：Wind、世纪证券研究所

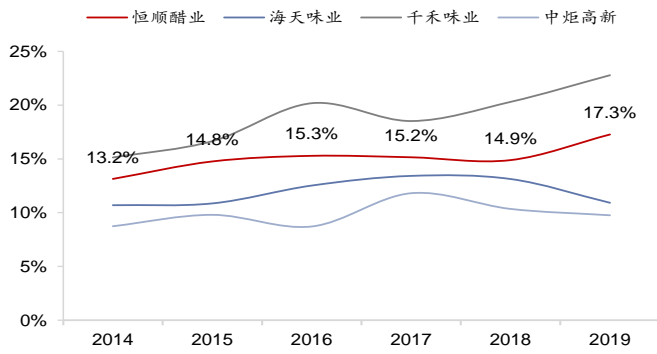
Figure 45 各调味品公司总资产周转率对比



资料来源：Wind、世纪证券研究所

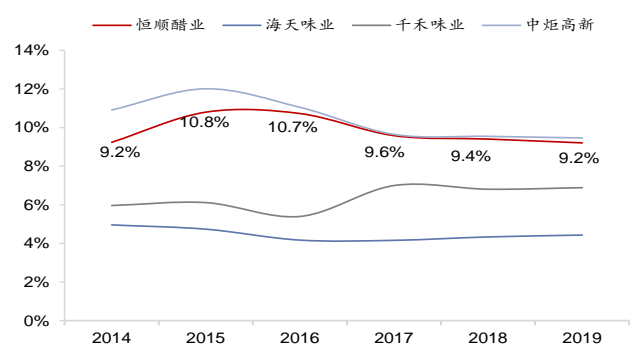
**渠道能力和管理效率是盈利能力提升的着力点。**我们再进一步拆分销售净利率发现，恒顺的管理、销售费用率水平相比同业对手处于较高水平。公司销售费用率持续走高，由2010年13.2%提升至2017年17.3%。对比销售人员效率以及渠道经销商数量变化情况，2011年至今恒顺的销售人员数量及占比并未明显增加，2011年销售人员数量为633人，2020年上半年销售人员共622人。2019年公司销售人员人均薪资约为13万元，海天味业同期人均薪资约为31.4万元。渠道方面，截至2020Q3，恒顺全国经销商共1329家，海天味业经销商数量为6739家，经销商拓展增速低于海天。进一步拆分销售费用构成，恒顺2019年促销费用占比达31.7%，高于海天13.5pcts，广告投放费用占比7.7%，低于海天13.8pcts。基于以上分析，我们认为恒顺销售管理效率及费用投放效果并不理想，反映出公司渠道能力及管理效率存在短板，这与公司内部体制机制有关，盈利能力改善的着力点在于公司管理机制变革以及管理数字化赋能带来的管理与销售端效率的提升。

Figure 46 各调味品公司销售费用率对比



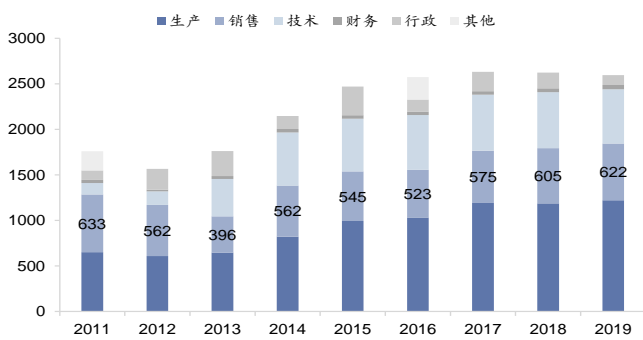
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 47 各调味品公司管理费用率对比



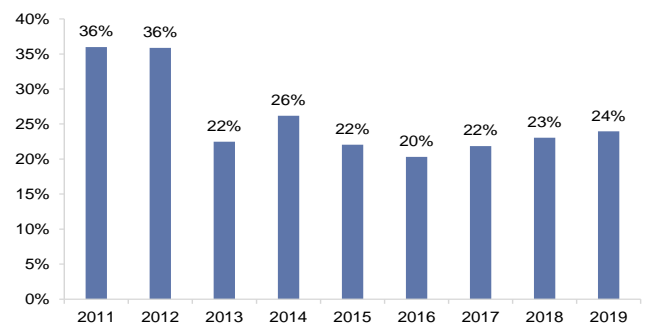
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 48 恒顺醋业员工结构变化 (单位: 人)



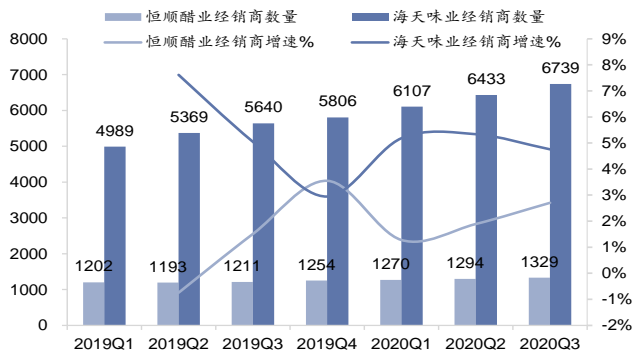
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 49 恒顺醋业销售人员占比变化



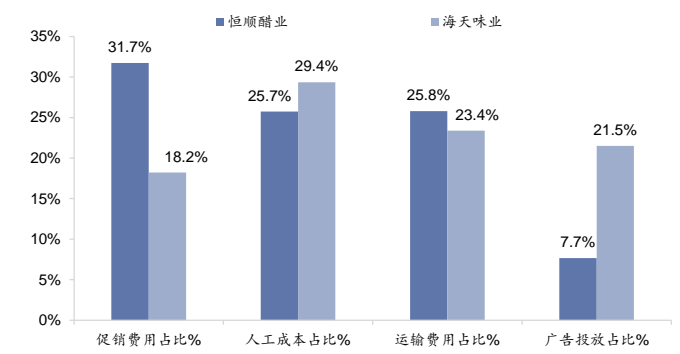
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 50 恒顺醋业经销商数量与增速均低于海天



资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 51 恒顺醋业 vs 海天味业销售费用细分占比

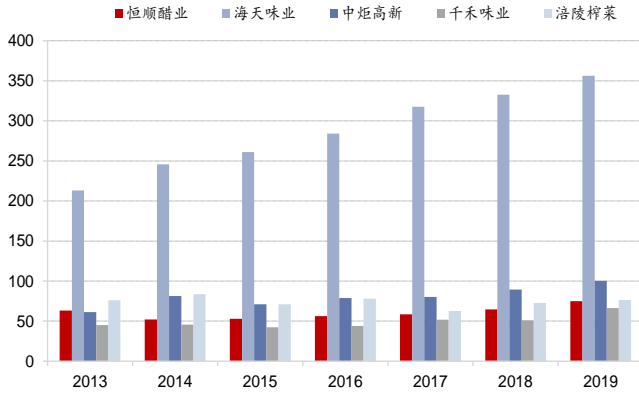


资料来源: 公司定期经营公告、世纪证券研究所

人均指标处于低位，激励力度有待提升。我们对比了各调味品上市公司人均薪酬、人均创收、人均创利及管理层薪酬情况，恒顺人均指标在行业内处于相对低位。人均创收（创利）方面，2019年恒顺醋业/海天味业/中炬高新/千禾味业/涪陵榨菜人均创收分别为74.8万元、356.4万元、100.2万元、66.2万元、76.3万元，人均创利分别为13.3万元、96.4万元、15.4万元、9.7万元、23.2万元。从人均薪酬来看，2019年恒顺人均薪酬11.11万元，较海天与中炬21.02万元、12.53万元水平存在差距。再看管理层薪酬，2019年恒顺/海天/中炬/千禾管理层平均薪酬分别为49万元、518万元、250万元、83万元，恒顺处于最低水平，仅为海天水平的1/10，且公司尚未设立股权激励

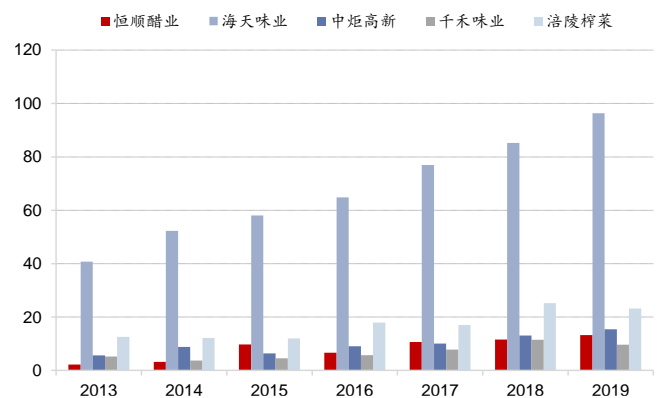
计划，海天、千禾均已设立高管股权激励计划。尽管近年来恒顺的高管及员工人均薪酬有所增长，相比行业对手仍有较大提升空间。

Figure 52 恒顺醋业人均创收（万元）水平相对较低



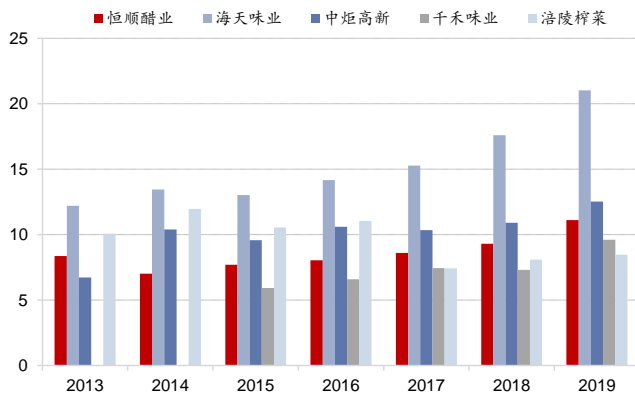
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 53 恒顺醋业人均创利（万元）水平相对较低



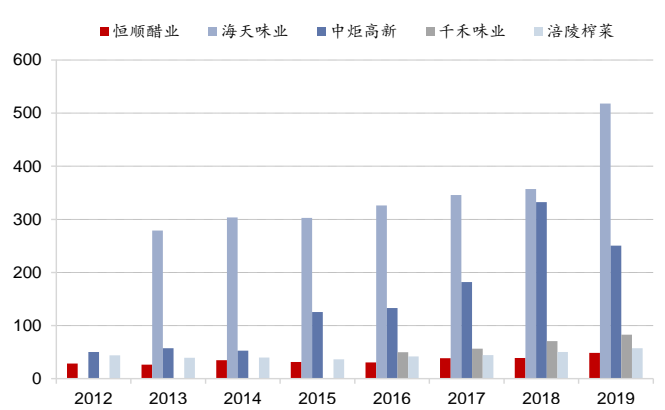
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 54 恒顺醋业人均薪酬（万元）水平相对较低



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 55 恒顺醋业管理层平均薪酬（万元）水平相对较低



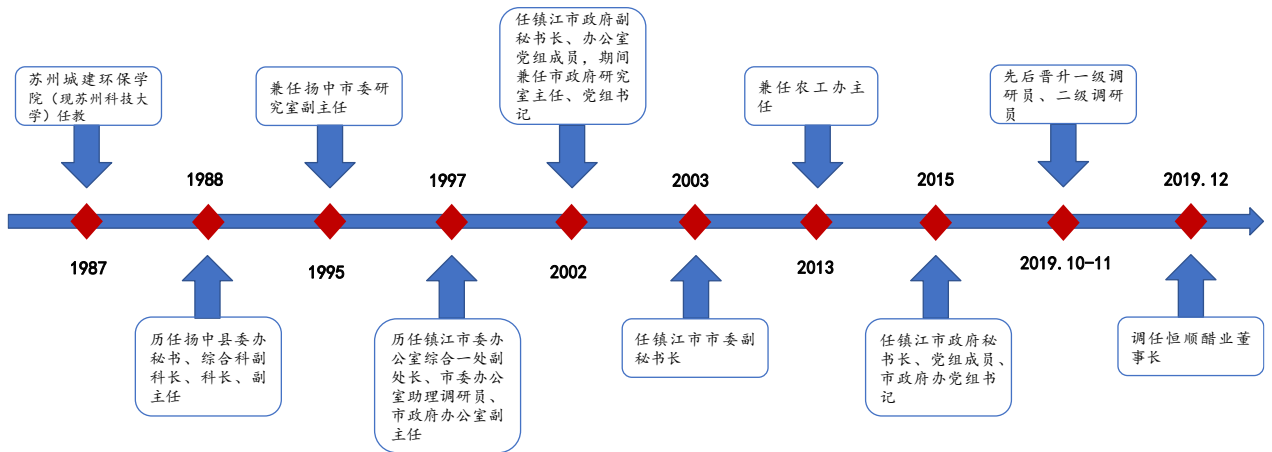
资料来源：Wind、世纪证券研究所

### 3.3 新领导新气象，促改革求变局

**新董事长上任，多管齐下促改革。**2019年12月，恒顺集团迎来新一任董事长杭祝鸿先生。2020年1月恒顺醋业股份有限公司召开股东大会，选举杭祝鸿先生为公司董事长。杭总拥有多年与国资委合作经验，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年连升两级，同年12月被任命为恒顺醋业董事长。杭总就任后即聚焦存在关键问题启动内部多维度改革，主要集中在公司战略、渠道建设和管理机制等方面：**(1)**明确公司经营目标，巩固恒顺优秀品牌形象，加大产品创新力度，培养核心大单品。

**(2)**加大渠道建设投入，加快推进全国化布局，启动数字化赋能项目，发力餐饮、电商及新零售渠道，全方位、全渠道构建品牌营销体系。**(3)**完善内部管理机制，重建薪酬激励体系，强调业绩导向，大力引进优秀人才。

Figure 56 杭祝鸿董事长履历

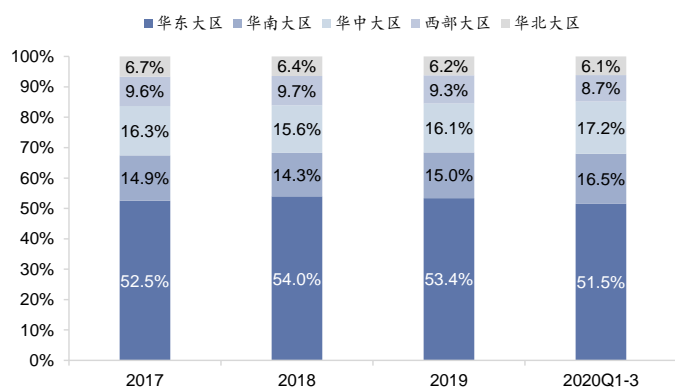


资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

### 3.4 渠道结构深度调整, 全国化扩张已在路上

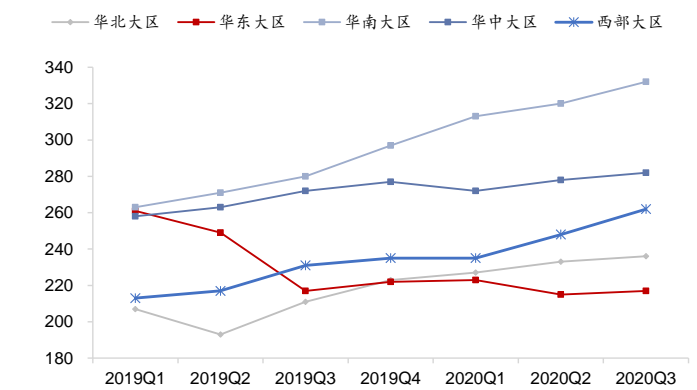
华东仍为大本营市场, 外围渠道效率有待扩张。公司根据区域市场成熟度把全国区域划分为三类市场, 华东地区为成熟市场, 华北、华中、华南为成长市场, 西部为培育性市场。截至 2020Q3, 华东、华中、华南、西部、华北地区营收占比分别为 51.5%、17.2%、16.5%、8.7%、6.1%。大本营华东市场仍占一半以上, 收入分布仍不均衡, 尚未实现全国化的销售网络。其中第二、三大市场华中、华南市场占比提升较快, 20Q1-3 收入同比增长分别为 9.34%、18.20%, 占比分别从 2017 年 16.3%、14.9% 提升至 17.2%、16.5%。再看经销商创收效率, 华东以外市场的经销商创收效率较低。截止 20Q3 公司华东、华南、华中、华北、西部区域经销商数量分别为 217、332、282、236、262 家。华东大区单个经销商收入贡献为 324.78 万元, 而华中、华南、华北、西部地区分别只有 83.7 万元、68 万元、35.3 万元、45.6 万元。

Figure 57 2017-2020 年三季度恒顺营收地区分布变化



资料来源: Wind、世纪证券研究所

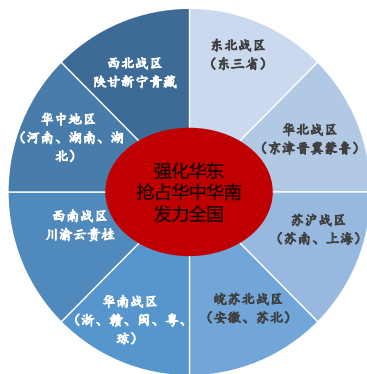
Figure 58 恒顺各大区域经销商数量变化 (单位: 家)



资料来源: Wind、世纪证券研究所

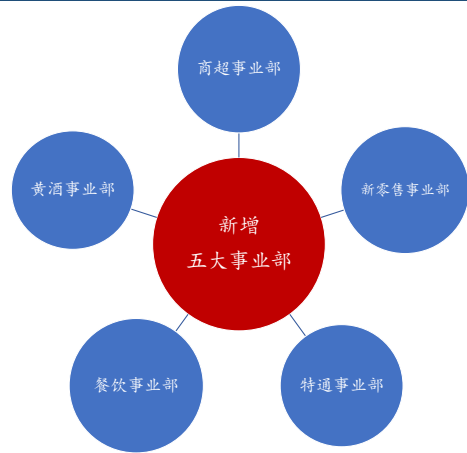
**实行战区制，打造八大样本市场。**2019年恒顺为推进全国化布局首次提出渠道体系改革，实行战区制，将全国区域划分为4大战区，2020年又细分为8大战区（苏南沪、苏北安徽、华东华南、华北、华中、东北三省、西北和西南战区），下设36个片区。加强样板市场改造，将四大样板市场扩大到八个。2020年7月公司更换营销总监，公司总经理李国权直接兼任营销总监一职，旨在加快推行营销政策落地。组织架构方面，公司新设商超、零售、特通、餐饮、黄酒五个事业部，全面提高营销队伍的“作战”意识，强化华东，抢占中华南，加快推进公司销售网络全国化。

Figure 59 划分八大战区，细化市场管理



资料来源：公司180周年大会资料、世纪证券研究所

Figure 60 新设五大事业部



资料来源：公司180周年大会资料、世纪证券研究所

**加强餐饮渠道拓展，探索新零售营销模式。**恒顺渠道结构以C端家庭为主，主要依赖传统流通与商超渠道自然渗透。B端餐饮渠道拓展较为缓慢，2019年营收占比仅15%左右，流通和商超渠道分别约占45%、40%。海天味业餐饮渠道发力较早，渠道收入占比已超过60%。针对餐饮渠道短板，公司在渠道建设与拓展上积极调整，新设餐饮渠道事业部，基于市场调研推出醋和料酒大包装产品，对接全国性连锁餐饮企业通过产品定制化方式实现B端品牌与渠道强强联合。此外公司积极拓展新零售渠道，借国潮流行大势，对自身品牌形象进行全面提升，保留老字号形象的同时积极迎合年轻消费群体，深耕互联网视频及内容平台。目前公司已入驻小红书、B站、豆瓣、知乎等平台，搭建起与年轻消费者沟通的途径。

**2021年渠道改革将持续深化。**2021年公司将从流通渠道、商超渠道、餐饮渠道、特通渠道和新零售渠道五个方面全面发力：深耕传统渠道，精耕商超渠道，强攻电商渠道，全力切入餐饮渠道和开发大客户渠道，在传统渠道+现代渠道的“双轮发动”销售模式下，打造终端“春耕造林”，强化产品的终端生动化建设，持续提升全渠道内销售规模和市场占有率。



Figure 61 恒顺 2021 年渠道规划整理

渠道类型	2021 年渠道规划展望
流通渠道	2021 年目标：地级市达到 100% 的覆盖，县级市达到 70% 的覆盖；签订 5000 家核心联盟商（2020 年签订 1000 家），强化分销体系；拟打造品牌形象终端 3 万家。
商超渠道	目前商超渠道已覆盖全国 65 个系统，约 4 万家门店。2020 年举办 3 档主题活动。2021 年将在此基础上每月增加 5-6 次单品促销和阶段性捆绑；2020 年配制 900 名促销人员，覆盖核心系统 1441 家门店。2021 年将继续提高助销力度，商超渠道营收规划增长 30%。
新零售渠道	2021 年将继续从零售 B2B、餐饮 B2B、传统 B2C 渠道通过大数据、数字化营销手段赋能提升覆盖率、渗透率。
特通渠道	2020 年与中石油、中石化、易捷便利合作，在江苏、福建、山西区域新增门店渠道 3000 家，2021 年规划 4000+ 家；特通渠道规划增长 50% 以上。
餐饮渠道	餐饮渠道规划增长 20%，规划覆盖率提至 30% 以上。

资料来源：公司 180 周年大会资料、世纪证券研究所整理

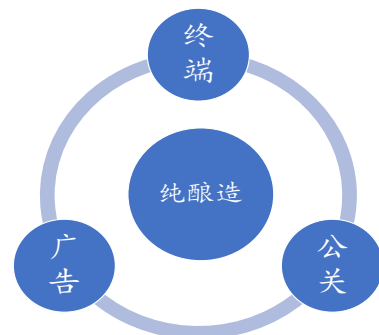
**强化品牌建设，战略聚焦“纯酿造”。**品牌建设方面，恒顺加大了广告宣传投入力度，与新华社、央视央广、高铁媒体等知名媒体与网络平台合作，利用全国范围传播影响力树立恒顺高端品牌形象。2018 年公司加入中国高铁城市品牌计划，与上海、武汉、济南三大铁路局合作冠名“恒顺醋业号”高铁列车，扩大华东、华北、华中等重点区域品牌宣传力度。据恒顺管理层透露，2021 年公司计划进一步加大品牌宣传覆盖力度，将在广告业务宣传方面投入 1 亿元，约占收入 5%，核心围绕“纯酿造”特色，通过终端、公关、广告“三位一体”的模式进行品牌推广。

Figure 62 恒顺冠名高铁动车组列车



资料来源：公司公众号、世纪证券研究所

Figure 63 重点聚焦“纯酿造”，“三位一体”推广模式



资料来源：世纪证券研究所整理

### 3.5 薪酬激励体系改善，数字化助力科学管理

**加大员工激励力度，完善绩效考核体系。**公司布局内部管理体系及组织架构改革，调整内部绩效考核指标，旨在充分调动管理层及内部员工工作积极性。

根据恒顺2019年年报,公司销售人员平均工资13.1万元,同比增长近26%。管理层薪酬也有相应提高,加大营销管理层绩效奖励比重,并设计差额部分奖励。公司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。同时引入市场化人才引进机制,利用现有院士团队和博士后工作站平台,吸纳更多的高端技术与管理人才加盟恒顺,推进市场化薪酬制度改革。

**数据化驱动管理,秉承匠人精神。**2020年6月恒顺与SAP、IBM公司合作开启数字化重塑项目以提升全产业链和供应链运营管理效率。恒顺的数据化管理模式通过可测量、可追溯、可视化、可预防的手段,从原料到市场的138道控制点纳入全方位质量管控,精准锁定供销的各个环节,通过数据化平台对生产链、供应链、销售链进行差别化管理,同时可对生产管理、财务经营、人力资源、内控体系构建等方面进行科学化管理。按照计划系统已于2021年1月正式上线运行。

Figure 64 恒顺数字化重塑项目总体计划



资料来源: 公司官网、世纪证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 关键假设

#### 收入假设：

**食醋：**我们预计2020年公司食醋产品收入增长8.7%，其中量增6%，价增2.5%。21-22年公司食醋均价将保持3%左右增长水平，食醋收入有望迎来加速增长，同比增长12.3%、13.3%。

**料酒：**料酒行业成长较快，公司仍以抢占市场份额为主，收入有望维持高速增长。我们预计2020年料酒收入同比增长28.7%，其中量增30%，均价同比-1%，主要受公司料酒产品中短期内渠道促销活动影响。2021-22年内部分改革动力释放推动料酒产品销量保持较快增长，预计收入同比增长35%、31.3%。

**其他调味品：**公司发力酱腌菜、酱油、酱料及其他复合调味料包等调味品，我们预计其他调味品业务将保持较快增长态势，2020-22年营收同比分别增长10%、12%、15%。

**成本费用假设：**由于2020年公司将运费计入成本，导致毛利率水平下降，销售费用率对应下降，预计2020-22年毛利率分别为42.1%/42.4%/42.9%，销售费用率分别为13.8%/14%/13.7%，管理费用率分别为5.8%/5.7%/5.6%，研发费用保持3%水平。

Figure 65 恒顺醋业收入预测拆分

收入成本预测	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
单位: 百万元						
<b>营业收入</b>	<b>1,542</b>	<b>1,694</b>	<b>1,832</b>	<b>2,033</b>	<b>2,342</b>	<b>2,722</b>
yoy, %	6.5%	9.9%	8.2%	11.0%	15.2%	16.2%
<b>调味品</b>	<b>1,384</b>	<b>1,528</b>	<b>1,720</b>	<b>1,921</b>	<b>2,227</b>	<b>2,605</b>
yoy, %	6.5%	10.4%	12.5%	11.7%	16.0%	17.0%
<b>醋</b>	<b>1,034</b>	<b>1,163</b>	<b>1,232</b>	<b>1,339</b>	<b>1,503</b>	<b>1,703</b>
yoy, %	5.1%	12.5%	6.0%	8.7%	12.3%	13.3%
单价 (元/吨)	7,360	7,608	7,710	7,903	8,140	8,384
yoy, %	4.6%	3.4%	1.3%	2.5%	3.0%	3.0%
销量 (吨)	140,415	152,814	159,856	169,448	184,698	203,168
yoy, %	0.5%	8.8%	4.6%	6.0%	9.0%	10.0%
毛利率	42.0%	44.0%	46.6%	42.4%	43.1%	44.1%
<b>料酒</b>	<b>153</b>	<b>194</b>	<b>245</b>	<b>315</b>	<b>426</b>	<b>559</b>
yoy, %	14.4%	26.8%	26.6%	28.7%	35.0%	31.3%
单价 (元/吨)	4,728	4,495	4,263	4,220	4,220	4,262
yoy, %	-2.9%	-4.9%	-5.2%	-1.0%	0.0%	1.0%
销量 (吨)	32,274	43,060	57,484	74,730	100,885	131,150
yoy, %	17.8%	33.4%	33.5%	30.0%	35.0%	30.0%
毛利率	39.5%	33.2%	36.4%	34.8%	35.2%	35.5%
<b>其他调味品</b>	<b>198</b>	<b>172</b>	<b>242</b>	<b>266</b>	<b>298</b>	<b>343</b>
yoy, %	7.9%	-13.1%	40.7%	10.0%	12.0%	15.0%
<b>其他业务</b>	<b>158</b>	<b>166</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>115</b>	<b>117</b>
yoy, %	6.9%	5.0%	-31.9%	0.0%	2.0%	2.0%

资料来源: Wind、世纪证券研究所

## 4.2 盈利预测与投资评级

我们看好恒顺醋业在产品、管理、渠道、营销多方面改革将推动公司迎来新一轮内生式发展,预计 2020-22 年公司营收增速为 10.98%/15.19%/16.23%,归母净利增速分别为 8.9%/14.8%/20.1%。预计公司 2020-22 年归母净利润分别为 3.53 亿元/4.06 亿元/4.87 亿元, EPS 分别为 0.35 元/股、0.40 元/股、0.49 元/股; 对应 PE 分别为 75.2X/65.4X/54.5X。我们选取海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜及天味食品作为可比公司,可比公司 2020 年 PE 区间为 50.63-109.74 倍,平均 PE 为 84.31 倍。恒顺醋业 2020 年对应估值低于行业平均,长期基本面趋势向好,当前估值仍处于合理区间。首次覆盖,我们给予公司“增持”评级。

Figure 66 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603288.SH	海天味业	214.98	6,966.30	1.96	2.32	2.73	109.74	92.78	78.74
600872.SH	中炬高新	70.60	562.43	1.09	1.36	1.67	64.82	51.98	42.30
603027.SH	千禾味业	43.19	287.51	0.45	0.59	0.76	96.11	72.93	56.87
603317.SH	天味食品	69.12	435.76	0.69	0.94	1.27	100.26	73.89	54.55
002507.SZ	涪陵榨菜	48.14	380.00	0.95	1.11	1.29	50.63	43.46	37.18
平均							84.31	67.01	53.93
600305.SH	恒顺醋业	26.48	265.58	0.35	0.40	0.49	75.16	65.45	54.49

资料来源: Wind、世纪证券研究所 (可比公司预测数据为 wind 一致预期, 2021年1月14日数据)

Figure 67 恒顺醋业历史 PE 估值分析



资料来源: Wind、世纪证券研究所

## 五、风险提示

**渠道扩张不及预期。**当前行业竞争激烈, 如果公司餐饮、传统商超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。

**改革调整不及预期。**公司目前处于改革关键期, 若改革节奏缓慢, 营销激励制度无法落实到位, 可能会对公司渠道竞争力和长远经营发展造成负面影响, 限制公司业绩增速。

**食品安全问题。**食品安全问题是调味品行业的生命线。若由于经营管理不善等因素导致发生食品安全问题, 公司品牌和经营活动都会受到明显影响, 甚至波动行业整体发展。

**原材料价格波动的风险。**产品生产原料是糯米等粮食作物, 占生产成本三成以上。若受宏观及外围市场价格波动影响, 原材料价格出现大幅波动, 将影响毛利率水平。



## 附：财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1832</b>	<b>2033</b>	<b>2342</b>	<b>2722</b>
每股收益	0.32	0.35	0.40	0.49	营业成本	1002	1177	1349	1555
每股净资产	2.25	2.74	3.04	3.39	毛利率%	45.3%	42.1%	42.4%	42.9%
每股经营现金流	0.43	0.34	0.41	0.48	营业税金及附加	25	30	34	40
每股股利	0.21	0.18	0.20	0.23	营业税金率%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	317	281	328	373
P/E	81.83	75.16	65.45	54.49	营业费用率%	17.3%	13.8%	14.0%	13.7%
P/B	149.49	152.38	152.84	147.90	管理费用	116	118	134	153
P/S	11.32	13.06	11.34	9.76	管理费用率%	6.3%	5.8%	5.7%	5.6%
EV/EBITDA	29.12	53.85	46.22	38.10	研发费用	53	61	70	82
股息率 (%)	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	研发费用率%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用	5	-3	-6	-9
毛利率	45.3%	42.1%	42.4%	42.9%	财务费用率%	0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
净利润率	17.7%	17.4%	17.3%	17.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净资产收益率	14.4%	12.9%	13.3%	14.3%	投资收益	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
资产回报率	10.9%	9.9%	10.3%	11.1%	<b>营业利润</b>	<b>393</b>	<b>432</b>	<b>496</b>	<b>596</b>
投资回报率	11.1%	10.5%	11.1%	12.1%	营业外收支	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>利润总额</b>	<b>397</b>	<b>432</b>	<b>496</b>	<b>596</b>
营业收入增长率	7.5%	11.0%	15.2%	16.2%	所得税	67	73	83	100
EBIT 增长率	14.5%	14.7%	16.6%	21.5%	有效所得税率%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润增长率	5.7%	8.9%	14.8%	20.1%	少数股东损益	6	6	7	9
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>325</b>	<b>353</b>	<b>406</b>	<b>487</b>
资产负债率	21.2%	19.9%	19.9%	19.9%					
流动比率	2.12	2.56	2.72	2.83	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.54	1.96	2.10	2.21	货币资金	263	620	856	1110
现金比率	0.47	0.98	1.21	1.38	应收款项	90	100	115	134
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	311	367	420	484
应收帐款周转天数	17.88	17.88	17.88	17.88	其它流动资产	521	535	534	544
存货周转天数	113.49	113.75	113.62	113.68	流动资产合计	1185	1622	1925	2271
总资产周转率	0.61	0.57	0.59	0.62	长期股权投资	137	137	137	137
固定资产周转率	2.02	2.00	2.18	2.36	固定资产	907	1017	1072	1155
					在建工程	45	72	100	127
					无形资产	84	81	78	76
					非流动资产合计	1797	1932	2012	2120
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2982</b>	<b>3554</b>	<b>3937</b>	<b>4391</b>
净利润	325	353	406	487	短期借款	28	28	28	28
少数股东损益	6	6	7	9	应付账款	191	225	257	297
非现金支出	78	35	35	35	预收账款	67	77	87	102
非经营收益	-59	-43	-44	-45	其它流动负债	273	303	336	375
营运资金变动	80	-7	8	0	流动负债合计	560	633	708	801
<b>经营活动现金流</b>	<b>429</b>	<b>345</b>	<b>412</b>	<b>486</b>	长期借款	3	3	3	3
资产	-74	-70	-16	-43	其它长期负债	71	71	71	71
投资	-90	0	0	0	非流动负债合计	74	74	74	74
其他	40	44	45	46	<b>负债总计</b>	<b>634</b>	<b>707</b>	<b>782</b>	<b>875</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-124</b>	<b>-26</b>	<b>29</b>	<b>3</b>	实收资本	784	1003	1003	1003
债权募资	158	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2252	2745	3045	3398
股权募资	0	219	0	0	少数股东权益	96	103	110	118
其他	-366	-181	-206	-236	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2982</b>	<b>3554</b>	<b>3937</b>	<b>4391</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-208</b>	<b>39</b>	<b>-206</b>	<b>-236</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>97</b>	<b>357</b>	<b>236</b>	<b>254</b>					

数据来源: wind、世纪证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明:	行业投资评级说明:
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

### 免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，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，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。