

恒顺醋业 (600305)

公司研究/动态报告

变革举措持续落地，成长拐点将至

——恒顺醋业 (600305) 动态报告

动态研究报告/食品饮料

2021年01月25日

报告摘要:

● 本轮变革是否具有持续性与有效性?

2020年恒顺开启全面变革，部分投资者担忧本轮变革的持续性与有效性。在本轮变革一周年之际，我们梳理了相关变革举措的落地情况，认为本轮变革力度、维度均属于空前，并在终端得到良好执行，在经历了20Q1-Q3过渡期之后，预计20Q4收入环比提速，初步验证此次变革的成效。

● 持续性：营销+渠道+产品，变革仍在有序推进

我们认为本轮变革力度、维度均属于空前，触及制度、操作等多个层次：**(1) 营销**：2020年将四大战区细分为八大战区（不含本部），实现费用权与用人权的下放，有利于业务开展的精细化与激发前线人员积极性；**(2) 销售人员**：重点对基层人员提薪，同时细化考核指标；**(3) 渠道**：提高一级经销商返点，同时变“返货”为直接返还现金；**(4) 产品**：集中资源聚焦醋、料酒及酱料，推出手工醋、百花黄酒等新品；**(5) 品牌**：进一步加强品牌营销力度，过去侧重于产品营销，今后将营销重心聚焦于品牌营销。随着时间的推移，我们对公司更加细化的变革措施持乐观态度。

● 有效性：成长拐点将至，收入与利润均有望提速

在经历了2020年前三个季度的变革过渡期之后，我们认为恒顺有望迎来成长拐点，预计20Q4收入环比提速至20%，从而实现全年收入增速12%的目标。展望2021年，收入端，我们判断变革将步入深化期，在营销战区进一步细化、渠道激励力度加大、销售人员薪酬提升的推动下，公司营收将直接受益，有望边际提速至15%以上，显著高于此前10%的中枢水平。利润端，虽然变革前期需投放大量费用以进行配合，但我们认为公司仍可通过优化产品结构、提升管理效率等多项措施来对冲费用增加，以实现毛销差以及净利率的稳定甚至是边际提升。

● 投资建议

预计20-22年公司实现营业收入为20.54亿元/23.99亿元/27.66亿元，同比+12.1%/16.8%/15.3%；实现归母净利润为3.48亿元/4.08亿元/4.82亿元，同比+7.3%/17.2%/18.0%，折合EPS为0.35元/0.41元/0.48元，对应PE为74X/63X/53X。公司估值低于2020年调味品可比公司预期平均估值的85倍（Wind一致预期，算数平均法）。考虑到公司变革系列举措有望推动未来业绩持续提速，维持“推荐”评级。

● 风险提示

变革效果不及预期、部分原材料价格上涨、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,832	2,054	2,399	2,766
增长率 (%)	8.2	12.1	16.8	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	325	348	408	482
增长率 (%)	6.6	7.3	17.2	18.0
每股收益 (元)	0.41	0.35	0.41	0.48
PE (现价)	61.8	73.7	62.9	53.3
PB	8.9	9.8	8.5	7.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

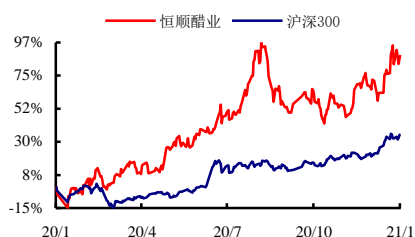
维持评级

当前价格：25.61元

交易数据 2021-1-22

近12个月最高/最低(元)	26.75/14.98
总股本(百万股)	1,003
流通股本(百万股)	1,003
流通股比例 (%)	100.00
总市值(亿元)	257
流通市值(亿元)	257

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 恒顺醋业 (600305) 2020年三季度报点评：Q3业绩稳健增长，静待改革红利持续释放
2. 恒顺醋业 (600305) 2020年半年报报点评：Q2业绩提速，看好渠道改革持续释放活力

目录

1 持续性：营销+渠道+产品，变革仍在有序推进	3
1.1 管理团队变革	3
1.2 营销变革	4
1.2.1 划分八大战区（不含本部），踏上全国化之路	4
1.2.2 销售人员提薪与细化考核	5
1.3 渠道变革	6
1.4 产品与品牌变革	7
1.5 内部管理变革	8
1.5.1 国企管理效率较低，表现为管理费用率高于行业	8
1.5.2 引入 SAP&IBM 系统，提高内部效率	8
2 有效性：成长拐点将至，收入有望提速	9
2.1 预计自 20Q4 开始收入端将进入提速通道	9
2.2 展望 2021 年：变革步入第二期，业绩有望边际提速	10
2.2.1 预计变革系列举措进一步持续深化	10
2.2.2 收入端与利润端均有望边际提速	10
3 盈利预测及投资建议	11
4 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

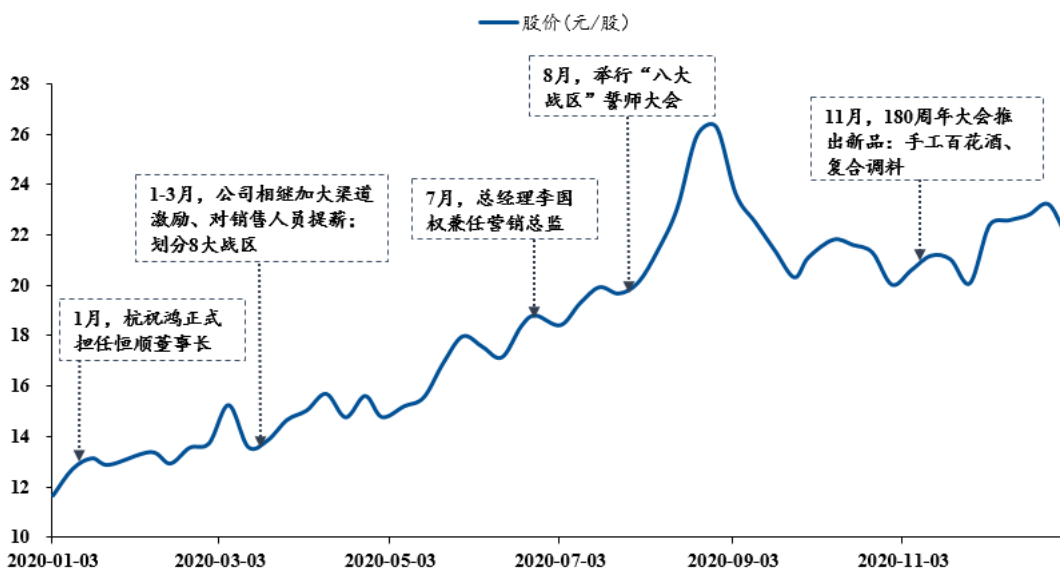
1 持续性：营销+渠道+产品，变革仍在有序推进

2020年恒顺醋业开启全面变革，催化新一轮的估值扩张，但部分投资者对此次变革的持续性与有效性有所担忧。在恒顺开启新一轮深化变革一周年之际，我们跟踪并梳理本轮变革的系列举措与落地情况，认为恒顺本轮变革力度、维度均属于空前，在20Q1-Q3过渡期之后，预计20Q4收入环比提速将初步验证变革成效。我们试图强调两点：

第一，变革并非一日之功，某种意义上，本轮变革仍然是2011、2014年变革的延续；

第二，本轮变革力度远大于之前变革动作，预计取得的成效也将更加明显。

图1:2020年以来恒顺变革举措与落地情况梳理



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

1.1 管理团队变革

2019年12月25日，新董事长杭总上任，标志恒顺开启新一轮变革期。我们认为新任董事长的履历与背景侧面反映了市政府对恒顺本次变革的决心空前：

杭祝鸿总曾在镇江市委市政府任职。2015年4月，杭祝鸿总任镇江市政府秘书长、党组成员、市政府办党组书记（正处级），2019年11月升任为二级巡视员（副厅级）。（1）我们认为杭董事长以副厅级级别空降恒顺集团及股份公司为董事长，充分体现了镇江市其对恒顺公司的高度重视。（2）杭董事长经历与此前恒顺董事长尹名年相似，后者曾担任镇江市市委副书记、镇江市发改委党组书记/主任，在2012-2014年主导恒顺聚焦调味品主业、剥离房地产业务等相关动作，为2014年之后的稳健增长打下坚实基础。

表 1: 杭祝鸿总拥有丰富的市委市政府工作经验

姓名	杭祝鸿
职位	恒顺集团董事长、恒顺醋业股份公司董事长
出生年份	1965 年
任期	2020 年至今
2020 年 1 月	任江苏恒顺醋业股份有限公司董事长、公司法定代表人
2019 年 10 月	晋升一级调研员, 11 月晋升二级巡视员
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
2003 年 5 月	任镇江市委副书记, 2013 年 2 月兼任农工办主任
2002 年 8 月	任镇江市政府副秘书长、办公室党组成员, 其间兼任市政府研究室主任、党组书记
1988 年 8 月	历任扬中县委办秘书、综合科副科长、科长、副主任
1987 年 7 月	苏州城建环保学院(现苏州科技大学)任教

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2 营销变革

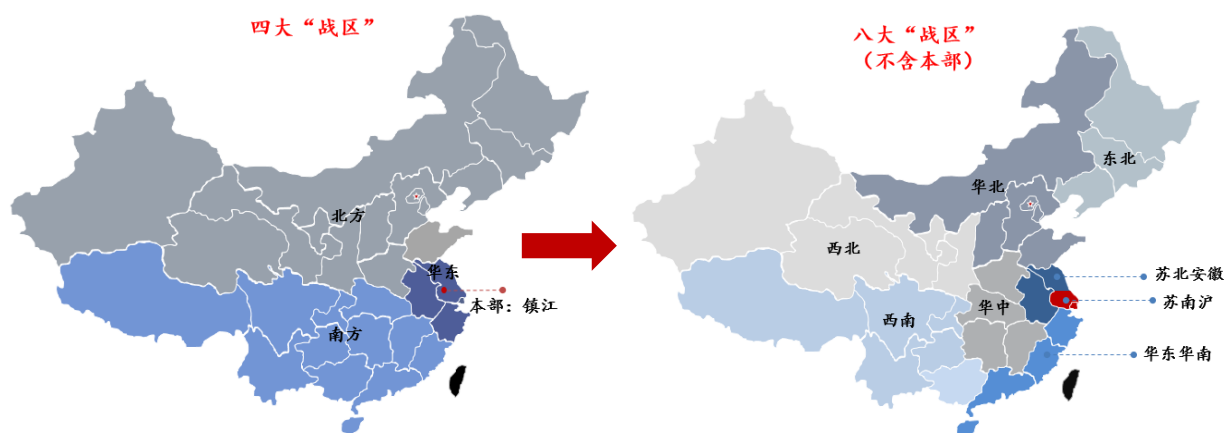
过往恒顺未能实现全国化的最大掣肘在于营销机制较为僵化, 本次变革以此为重点突破口, 不仅包括营销体制, 也包括销售人员提薪、渠道激励力度加大等。

1.2.1 划分八大战区 (不含本部), 踏上全国化之路

(1) 打造八大战区与八大样板市场

第一, 划分八大战区 (不含本部)。2019 年恒顺首次提出营销体系变革, 实行“战区制”, 将现有 36 个片区重新整合划分成 4 大“战区”: 华东战区、北方战区、南方战区、本部战区, 以强化市场统筹规划的作战意识。2020 年, 恒顺进一步精耕细作, 将国内市场细分为八大“战区”: 苏南+沪、苏北+安徽、华东+华南、华北、华中、东北、西北、西南。

图2:2020年“四大战区”进一步划分为“八大战区 (不含本部)”



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

第二, 打造八大样板市场。除战区制之外, 恒顺进一步将四大样板市场扩大到八个 (镇江、北京、上海、郑州、南昌、武汉、杭州、广州)。预计这一举措的作用在于以点带面,

通过核心市场的优势带动周边区域市场发展。

图3:2020 年恒顺开始打造“八大样板城市市场”



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(2) 战区制变革有利于渠道精细化运作和市场快速响应

第一，职权和资源下沉到营销战区，有利于渠道的精耕细作和市场需求快速响应。一是拥有更大的费用权，将部分费用使用权下放至战区总经理。二是拥有更大的用人权，80%的用人权由战区总经理决定。同时各区域费用比也有所提升，投放重心仍偏向于华东市场，外围市场也有明显增长。

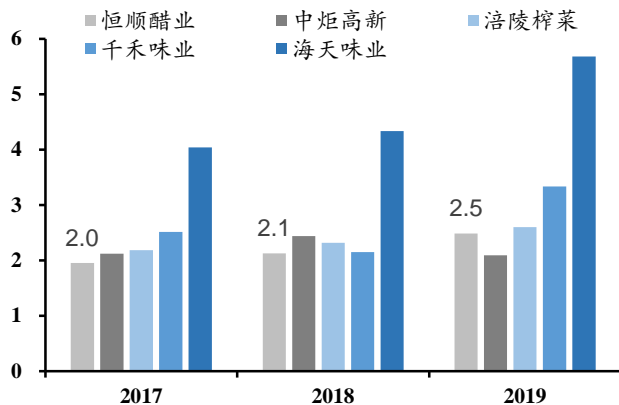
第二，不同于2011与2014年二轮变革仅增加费用投放，本次营销战区制触及体制层面，预计将有更好的持续性。2011与2014年变革仅仅依靠短期的费用投放，虽然2012、2015年实现阶段性的收入端提速，但在1年后便逐渐放缓。我们认为本轮变革最大的突破便在于从操作端上升到体制端，建立长效化的营销战区制，有利于保证收入端提速的持续性。

1.2.2 销售人员提薪与细化考核

(1) 制约恒顺营销活力的另一大因素在于内部销售人员激励较差

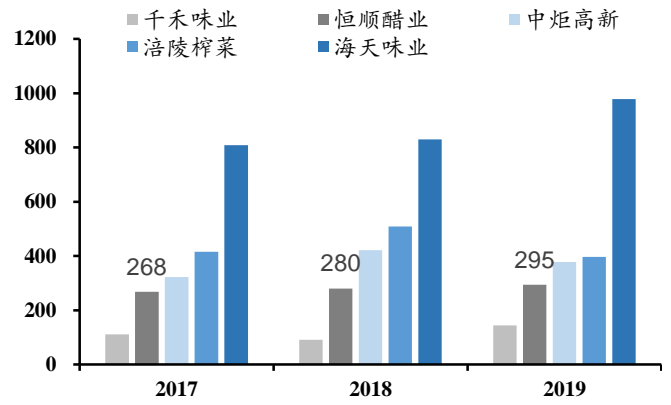
我们以公司销售人员平均工资/当地城镇居民人均可支配收入作为可比指标，2017-2019年，恒顺分别为2.0/2.1/2.5倍，海天分别为4.0/4.3/5.7倍，二者差距较大。同时值得注意的是，恒顺醋业销售人员内部工资方差较大，基层业务代表年均工资仅为5万元/年。我们认为，恒顺较低的工资与激励与人均创收水平较低高度相关，2017-2019年恒顺销售人员人均创收分别为268/280/295万元/人，远低于海天同期808/830/979万元/人的水平。

图4:销售人员工资与当地城镇居民人均可支配收入比值



资料来源:各公司公告,国家统计局,民生证券研究院

图5:恒顺销售人员人均创收水平偏低(单位:万元/人)

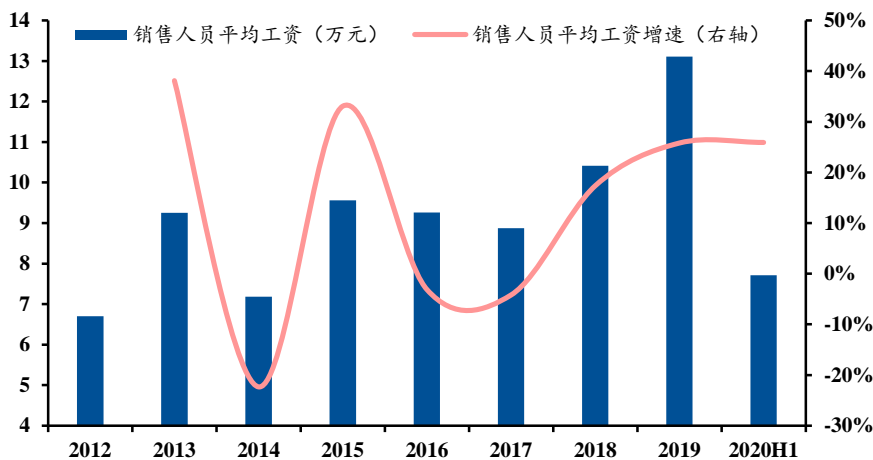


资料来源:各公司公告,民生证券研究院

(2) 变革破局点在于提高基本薪酬&加大激励

销售人员大幅提薪,细化考核指标。2020年公司销售人员普遍提薪10-30%不等,其中基层销售人员基本工资提升幅度最大(25-30%),反映在报表端是20H1销售人员人均工资同比+26%。

图6:恒顺20H1销售人员薪酬同比增加



资料来源:公司公告,民生证券研究院

注:假设2020H1销售人员数量与2019年末相同

1.3 渠道变革

(1) 恒顺渠道把控能力不足限制了经销商做市场的积极性

2020年之前恒顺给予渠道支持以返货形式为核心,即经销商每调一定数量的货便获赠一定比例的货作为促销支持。但受限于人员配备不足、基层销售人员薪酬激励不足等种种限制,各省区尤其是外围市场省区监督指导工作很难执行到位,返货成为渠道库存而对公司品牌宣导、促进销售作用不大。对比来看,涪陵榨菜的货折做法是以现金形式返还渠道,明确要求经销商将货折投入渠道建设并派销售人员定期监督指导经销商的营销活动。因此,归结于对渠道管控力的相对不足,恒顺销售费用率高于涪陵榨菜但收入增速却显著落后于后者。

表 2: 恒顺醋业/涪陵榨菜渠道盈利情况对比

	恒顺醋业	涪陵榨菜
完成任务返点	之前 1%；今年升到 3%	5%，今年降为 2%；此外还有超级返利
每笔业务利润率	整体毛利率 30-40%，每一层 10-13%	渠道整体毛利率 45%，每一层 15%
资金周转率（次/年）	2~3	2~4.8
整体毛利率	31%	56%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

(2) 针对上述问题，本轮变革从以下二点破局：

第一，渠道激励：2020 年渠道返点力度提升，经销商完成任务的返点由 1% 提升 3%。

第二，渠道管控：对随货促销政策进行有针对性变革，各战区根据自身市场情况进行返货或返现。同时要求经销商真正把返货或返利费用投入渠道建设当中，叠加前期基层销售人员大幅提薪以及加强销售人员招聘，监督指导工作更加细化有效执行，可有效避免经销商截留费用，对外提升地推、陈列等活动的有效性，对内提升费用投放的效率。

1.4 产品与品牌变革

产品端，集中资源聚焦主业，恒顺重点打造产品三剑客：醋、料酒及酱料，巩固食醋主业核心地位、抓住料酒行业扩容契机、酱料业务已到质变之时。在 2020 年 11 月的 180 周年庆典上，恒顺对产品做出多项变革：一方面发布系列新品，包括口服醋、手工醋、复合调味料、黄酒等，另一方面在对包装进行升级换代，突出便利性与年轻化设计。

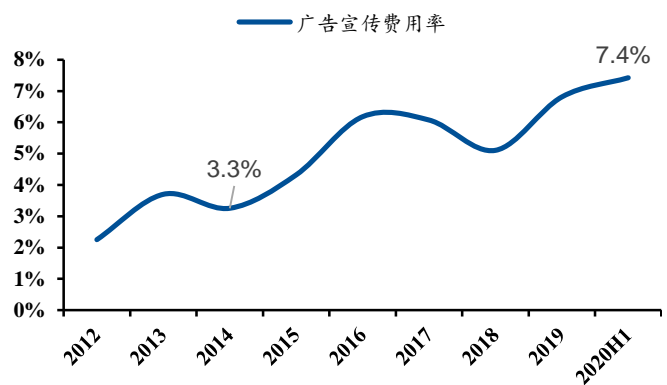
品牌端，恒顺 2014 年开始通过“品牌终端落地”计划强化品牌影响力，我们预计 2021 年将持续加大品牌形象覆盖，与之对应的是公司广告宣传费用率呈现持续提升态势，从 2014 年 3.3% 增加至 2020H1 的 7.4%。

图7:恒顺在 180 周年庆典上发布多个新品



资料来源：“恒顺醋业”官方公众号，民生证券研究院

图8:广告宣传费用率持续提升



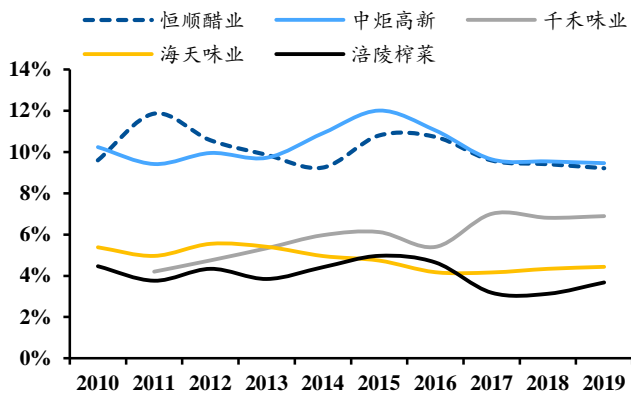
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.5 内部管理变革

1.5.1 国企管理效率较低，表现为管理费用率高于行业

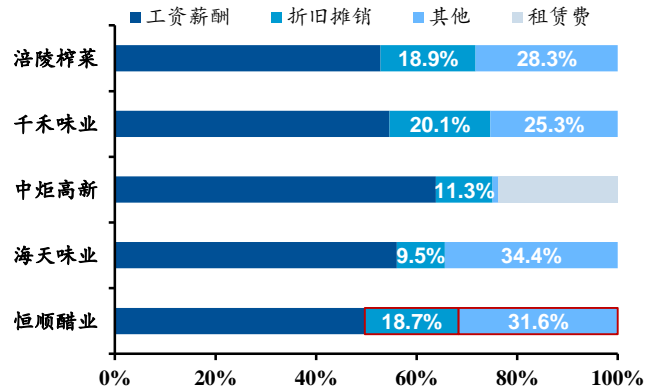
受制于历史遗留问题与体制限制，恒顺管理费用率在行业内长期处于较高水平，2010-2019 年均高于 8%，相较之下海天、千禾、榨菜管理费用率均低于 6%。进一步分析，背后原因并非恒顺管理层薪酬较高，而是公司存在较多的折旧摊销、办公费用等。

图9:恒顺管理费用率在行业内长期偏高



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图10:折旧摊销与办公费是恒顺高管理费用的核心原因

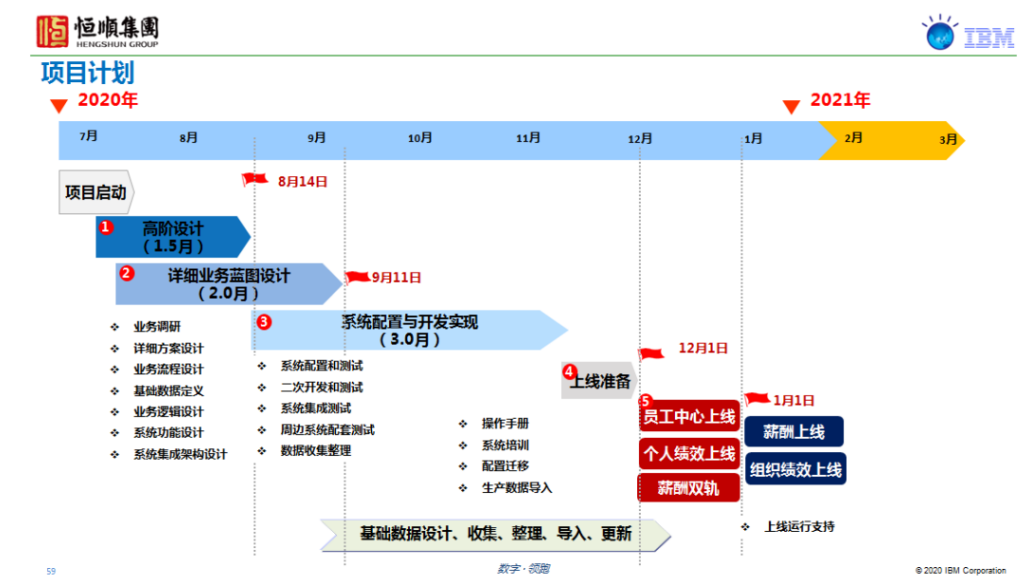


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

1.5.2 引入 SAP&IBM 系统，提高内部效率

针对这一问题，恒顺全面推进数字化转型，意图提升管理效率。第一，销售管理方面，对内采用 SAP 系统申请费用及活动，2020 年 9 月 1 日全部转为线上，市场活动可实现当天审批，对外采用 DMS 系统下单，进而实现工作效率的提升。第二，人力管理方面，通过 SAP、IBM 合作实现强化员工培训、变革薪酬考核体系，进而提升人力效率。

图11:2020 年以来恒顺通过与 SAP 与 IBM 合作来提升管理效率



资料来源：“恒顺集团”官方公众号，民生证券研究院

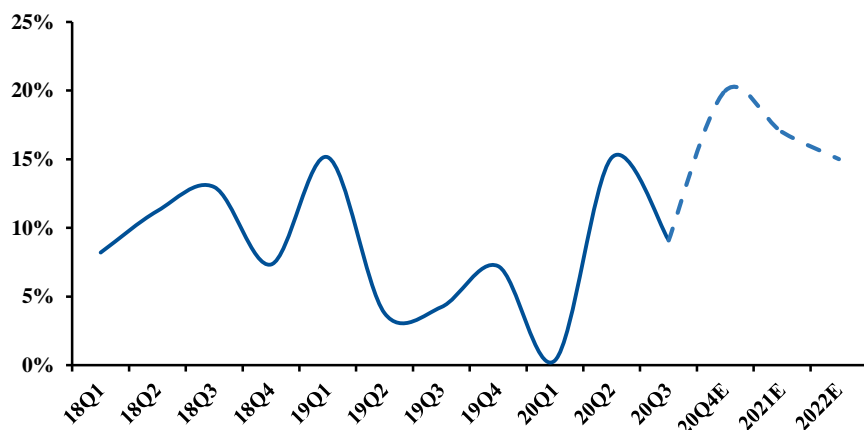
2 有效性：成长拐点将至，收入有望提速

观察变革成效最有效指标在于主业收入、扣非净利润、经销商数量。20Q1-Q3 公司仍处变革过渡期，各项举措还处于逐步落地阶段，叠加疫情扰动，收入端表现短期不明显。预计 20Q4 是变革成效的初步观察窗口，而更多的变革红利效果将大概率于 2021 年显现。

2.1 预计自 20Q4 开始收入端将进入提速通道

20Q1-Q3 公司营收单季度增速分别为 0.4%、15%、9%，仍在历史中枢附近，我们判断一方面是疫情影响，一方面也是公司目前仍处于变革初步落地阶段，从决策执行到业绩反映仍需一段时间。在经历了 2 个季度的变革过渡期之后，我们预计恒顺 20Q4 收入有望边际提速至 20% 一线，从而实现全年收入增速 12% 的业绩目标。

图12:20Q4 恒顺收入有望提速至 20%

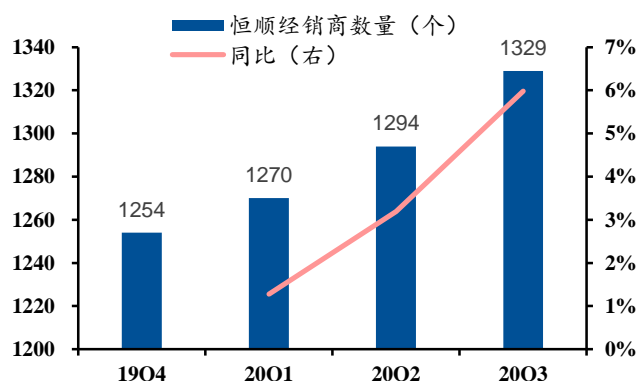


资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 2020 至 2022 年为民生食饮团队预测数据

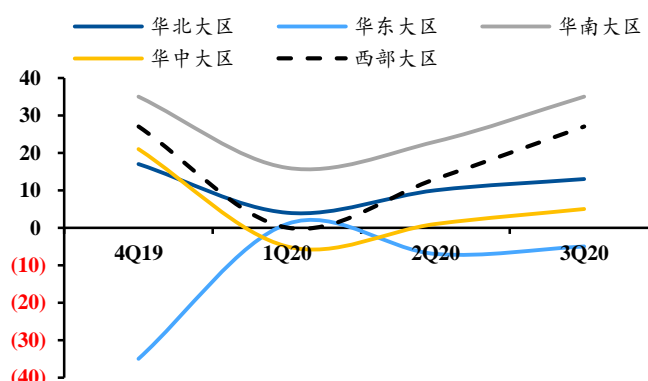
2020 年公司营销与渠道变革成效已初步体现为经销商开拓层面。经销商数量从 19Q4 末的 1254 家增至 20Q3 末的 1329 家，预计 20Q4 与 2021 年经销商开发速度将步入提速阶段。具体来看，20Q3 末华东以外经销商数量增加较多，较 2019 年末增加 80 家，主要由华南大区、西部大区贡献，“八大战区”营销体制变革在持续深化分裂下沉。

图13:恒顺 20Q1-3 经销商数量稳定增加



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14:经销商数量增加主要由华南、西部市场贡献



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2 展望 2021 年：变革步入第二期，业绩有望边际提速

2.2.1 预计变革系列举措进一步持续深化

我们认为，2020 年仅是公司变革的初始年，2021 年系列变革举措有望持续落地。我们预计 2021 年公司将从三大方面深化变革：

第一，进一步细化“营销战区制”。预计 2021 年及更长时间维度，公司营销战区数量有望继续增加，以实现渠道下沉与网格化的持续精细化操作，贡献收入增量与业绩弹性。

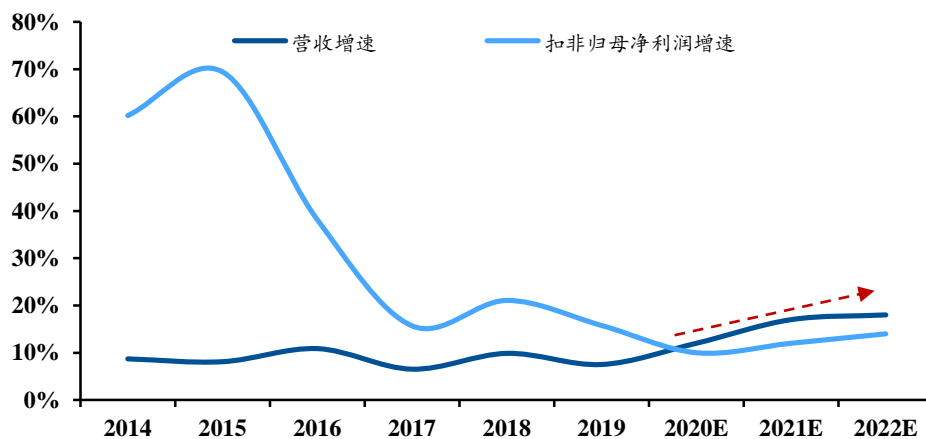
第二，持续加大数字化投入。预计公司将继续推进 SAP 系统落地，在 2020 年基础上追加投入费用，长期来看有利于改善管理效率，进而提升净利率。

第三，持续为基层销售人员提薪。2020 年公司已经对基层销售人员提薪（基本工资）25%-30%，但其薪酬水平仍然离调味品竞争对手有一定差距，仍存在一定的提升空间。2021 年公司将进一步为销售人员提薪，以充分激发渠道活力。

2.2.2 收入端与利润端均有望边际提速

2021 年收入端，尤其是调味品主业收入有望明显提速。我们判断 2021 年公司变革步入深化期，在营销战区制持续深化变革、渠道激励力度加大、销售人员薪酬提升的合力推动下，公司收入端增速有望边际提升至 16-18%，显著高于此前收入增速中枢水平。

图 15:20Q4 开始收入端与利润端均有望边际提速



资料来源：Wind，民生证券研究院

产品结构改善与管理效率提升，2021 年利润端亦有望边际提速。虽然变革前期需投入费用进行配合，但我们认为公司仍可通过优化产品结构、提升管理效率等多项措施来对冲费用增加，以实现毛销差以及净利率的稳定甚至是边际提升。

(1) 毛利率有望持续提升：公司目前产品结构仍以中低端产品为主，我们预计随着高端黑醋占比提升以及收入规模提升带来的估摸效应持续显现，毛利率将有望持续上行。

(2) 管理效率提升，管理费用率有望下降：公司在 2020 年引入 SAP 与 IBM 系统，我们预计 2021 年内部管理效率将有所提升，即管理费用率有望下行。

3 盈利预测及投资建议

我们以海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品等 5 家公司作为可比对象。公司估值低于 2020 年可比公司预期平均估值的 85 倍 (Wind 一致预期, 算数平均法)。

表 3: 可比公司估值水平

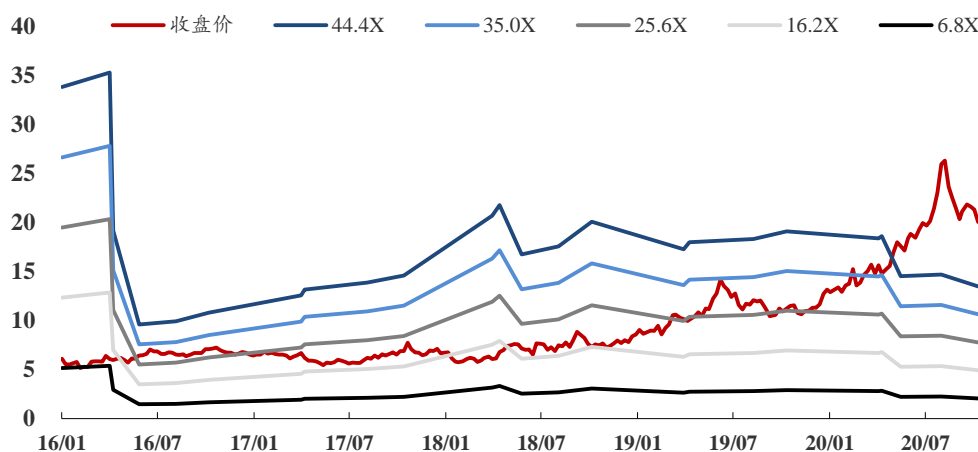
证券简称	产品	2020PE
海天味业	酱油、黄豆酱、蚝油等	104 X
中炬高新	酱油、鸡精、食用油等	62 X
千禾味业	酱油、食醋等	104X
涪陵榨菜	榨菜、泡菜等	51 X
天味食品	火锅底料、中式复合调味料等	107X
算数平均值	—	85X

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 2020PE 为 Wind 一致预测, 交易数据日期为 2021 年 1 月 22 日

我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入为 20.54 亿元/23.99 亿元/27.66 亿元, 同比 +12.1%/16.8%/15.3%; 实现归母净利润为 3.48 亿元/4.08 亿元/4.82 亿元, 同比 +7.3%/17.2%/18.0%, 折合 EPS 为 0.35 元/0.41 元/0.48 元, 对应 PE 为 74X/63X/53X。考虑到公司系列变革举措有望推动公司未来业绩持续提速, 维持“推荐”评级。

图 16: 恒顺醋业 PE-Band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4 风险提示

变革效果不及预期。如果公司内部变革进程不达预期, 那么公司经营效率改善和销售端扩张进程将受到一定的负面冲击。

原料价格持续上涨。部分原材料如包材等供给不足导致价格有所上涨, 可能在一定时间内挤压公司盈利水平。

食品安全风险, 等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,832	2,054	2,399	2,766
营业成本	1,002	1,198	1,371	1,555
营业税金及附加	25	29	34	39
销售费用	317	300	379	456
管理费用	116	99	108	119
研发费用	53	41	43	50
EBIT	320	388	465	547
财务费用	5	(3)	(7)	(17)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6	11	12	10
营业利润	393	409	484	574
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	397	416	489	579
所得税	67	66	78	92
净利润	330	350	411	487
归属于母公司净利润	325	348	408	482
EBITDA	403	470	546	625
资产负债表 (百万元)				
货币资金	263	573	1204	1706
应收账款及票据	90	149	163	175
预付款项	12	15	15	18
存货	311	450	405	566
其他流动资产	10	10	10	10
流动资产合计	1185	1707	2298	2990
长期股权投资	137	149	160	170
固定资产	907	924	926	891
无形资产	84	46	30	11
非流动资产合计	1797	1722	1623	1501
资产合计	2982	3429	3922	4491
短期借款	28	28	28	28
应付账款及票据	191	224	259	294
其他流动负债	72	72	72	72
流动负债合计	560	627	708	791
长期借款	3	3	3	3
其他长期负债	68	68	68	68
非流动负债合计	74	74	74	74
负债合计	634	701	782	865
股本	784	1003	1003	1003
少数股东权益	96	98	101	106
股东权益合计	2348	2728	3139	3627
负债和股东权益合计	2982	3429	3922	4491

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	8.2	12.1	16.8	15.3
EBIT 增长率	15.9	21.3	19.9	17.7
净利润增长率	6.6	7.3	17.2	18.0
盈利能力				
毛利率	45.3	41.7	42.9	43.8
净利润率	17.7	17.0	17.0	17.4
总资产收益率 ROA	10.9	10.2	10.4	10.7
净资产收益率 ROE	14.4	13.2	13.4	13.7
偿债能力				
流动比率	2.1	2.7	3.2	3.8
速动比率	1.6	2.0	2.7	3.1
现金比率	1.3	1.7	2.4	2.8
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	22.4	26.2	25.8	24.8
存货周转天数	110.6	114.4	112.3	112.5
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.9	2.6	3.0	3.5
每股经营现金流	0.5	0.3	0.6	0.4
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	61.8	73.7	62.9	53.3
PB	8.9	9.8	8.5	7.3
EV/EBITDA	55.9	49.2	41.6	35.6
股息收益率	0.8	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	330	350	411	487
折旧和摊销	79	82	81	78
营运资金变动	80	(145)	121	(107)
经营活动现金流	430	270	598	445
资本开支	74	(41)	(35)	(59)
投资	(90)	0	0	0
投资活动现金流	(124)	41	35	59
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(124)	0	0	0
筹资活动现金流	(208)	(1)	(1)	(1)
现金净流量	98	309	631	502

插图目录

图 1: 2020 年以来恒顺变革举措与落地情况梳理.....	3
图 2: 2020 年“四大战区”进一步划分为“八大战区 (不含本部)”	4
图 3: 2020 年恒顺开始打造“八大样板城市市场”	5
图 4: 销售人均工资与当地城镇居民人均可支配收入比值的比值.....	6
图 5: 恒顺销售人员人均创收水平偏低 (单位: 万元/人)	6
图 6: 恒顺 20H1 销售人员薪酬同比增加.....	6
图 7: 恒顺在 180 周年庆典上发布多个新品.....	7
图 8: 广告宣传费用率持续提升	7
图 9: 恒顺管理费用率在行业内长期偏高.....	8
图 10: 折旧摊销与办公费是恒顺高管理费用的核心原因.....	8
图 11: 2020 年以来恒顺通过与 SAP 与 IBM 合作来提升管理效率.....	8
图 12: 20Q4 恒顺收入有望提速至 20%.....	9
图 13: 恒顺 20Q1-3 经销商数量稳定增加	9
图 14: 经销商数量增加主要由华南、西部市场贡献.....	9
图 15: 20Q4 开始收入端与利润端均有望边际提速.....	10
图 16: 恒顺醋业 PE-Band.....	11

表格目录

表 1: 杭祝鸿总拥有丰富的市委市政府工作经验.....	4
表 2: 恒顺醋业/涪陵榨菜渠道盈利情况对比.....	7
表 3: 可比公司估值水平	11

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。