

## 消费升级与娱乐研究中心

**恒顺醋业(600305.SH) 买入(维持评级)****公司深度研究**

市场价格(人民币): 24.13元

**市场数据(人民币)****改革春风促激励，战略落地迎成长****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,694	1,832	2,041	2,369	2,796
营业收入增长率	9.87%	8.18%	11.42%	16.07%	17.98%
归母净利润(百万元)	305	325	346	408	494
归母净利润增长率	8.44%	6.55%	6.65%	17.78%	21.26%
摊薄每股收益(元)	0.389	0.414	0.345	0.406	0.493
每股经营性现金流净额	0.51	0.55	0.42	0.49	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.97%	14.41%	14.06%	15.06%	16.46%
P/E	26.75	36.82	64.15	54.47	44.92
P/B	4.00	5.31	9.02	8.20	7.39

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- 醋行业在调味品细分赛道中兼具高壁垒与强成长：酱油在消费基础成熟后已进入产品升级迭代阶段，醋、料酒等品类尚位于成长期。行业长青且壁垒高筑，量价成长空间广阔。醋行业规模不足两百亿，恒顺市占率约7%，区域消费市场和口味粘性造就格局分散。餐饮行业有助调味品放量及品牌推广，醋在餐饮端的消费场景并未充分打开，醋在餐饮端具有多种功能的挖掘。
- 改革前公司已聚焦调味品主业，品牌建设和渠道深耕多年：公司在上市之初曾走上多元化产业布局和发展的道路，2015年后房地产业务已经基本退出，回归聚焦酱醋调味品主业，报表质量得到提升。当前公司的酱醋调味品收入占总营收的90%以上，其中食醋业务以68%的收入贡献占比占据绝对主导地位，料酒是第二大主营业务，近三年CAGR高达26.72%，收入贡献占比持续提升，2017-2019年由9.9%提升至13.37%，已成为公司第二大业绩增长点。在体制改革之前，公司每年持续在进行品牌、产品、渠道的建设，但仍具突破空间。
- 体制改革强化激励与开拓，稳扎稳打逐步推进：体制压制导致激励不足，公司管理层顺利更替，团队年轻化更具备活力，同时改革薪酬与激励体系。对内公司强化流程管理，全数字化重塑项目顺利完成。对外加强品牌渠道建设，实施传统渠道营销体系变革，实行战区制，将现有36个片区重新整合划分成八大战区。同时整合海外渠道，强化市场统筹规划的作战意识。在主业定调醋、酒、酱三大品类的战略发展方向下，做强全渠道补齐营销渠道短板。

**盈利预测与估值**

- 公司改革后内部活力得到激发，上调盈利预测。根据测算，预计公司2020-2022年收入为20.41/23.69/27.96亿元，同比增长11.4%/16.1%/18.0%，较此前预测调整+0.3%/+3.5%/+7.3%；归母净利润为3.46/4.08/4.94亿元，同比增长6.65%/17.78%/21.26%，较此前预测调整+16.2%/19.6%/25.5%；EPS为0.35/0.41/0.49元，对应当前股价PE倍数为64/54/45倍，维持“买入”评级。

**风险提示**

- 宏观经济下行风险、原材料价格上行风险、区域市场竞争风险。

汪玲 分析师SAC执业编号:S1130520070001  
wang\_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师SAC执业编号:S1130520080001  
wang\_yingxue@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、醋行业在调味品细分赛道中兼具高壁垒与强成长 .....	4
1.1 行业长青且壁垒高筑，量价成长空间广阔 .....	4
1.2 醋品类在区域消费习惯下形成巩固的区域市场及区域品牌 .....	6
1.3 餐饮渠道存在品类升级与扩容空间 .....	8
二、改革能给恒顺带来什么？ .....	9
2.1 改革前已聚焦调味品主业，主营业务增长稳健 .....	9
2.2 改革前品牌建设和渠道深耕多年经营平稳发展，仍具突破空间 .....	10
2.3 经营效率的提升空间在于费用管理与前端投入效率 .....	12
2.4 体制改革强化激励与开拓，稳扎稳打逐步推进 .....	14
2.5 对内强化流程管理，数字化建设率先完成 .....	16
2.6 对外加强品牌渠道建设，省外突破在即 .....	17
三、盈利预测与投资建议 .....	17
3.1 盈利预测 .....	17
3.2 估值与投资建议 .....	18
四、风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：调味品行业成长期主要升级路径（以酱油为例） .....	4
图表 2：我国调味品细分品类生命周期分布 .....	4
图表 3：我国食醋市场规模及增速 .....	4
图表 4：2018 年中、日、美人均食醋消费量（公斤） .....	5
图表 5：恒顺与海天近年提价情况 .....	5
图表 6：我国酱油、食醋、料酒市场现状一览 .....	5
图表 7：我国四大名醋对比 .....	6
图表 8：2018 年我国食醋行业市占率 .....	7
图表 9：2019 年中国品牌力指数-食醋行业 .....	7
图表 10：中国酱油企业类型分布 .....	7
图表 11：中国食醋品牌企业及作坊式小企业产量占比 .....	7
图表 12：中国醋饮料行业市场规模及 yoy .....	8
图表 13：紫林与恒顺部分功能/风味醋系列产品定位精准 .....	8
图表 14：中国调味品下游渠道占比 .....	8
图表 15：中国餐饮行业收入规模及增速 .....	8
图表 16：调味品行业企业渠道终端占比（2018 年） .....	9
图表 17：房地产业务收入及占比 .....	10
图表 18：恒顺剥离房地产业务后营收增长稳健 .....	10
图表 19：公司资产负债率迅速优化 .....	10
图表 20：公司财务费用率迅速下降 .....	10

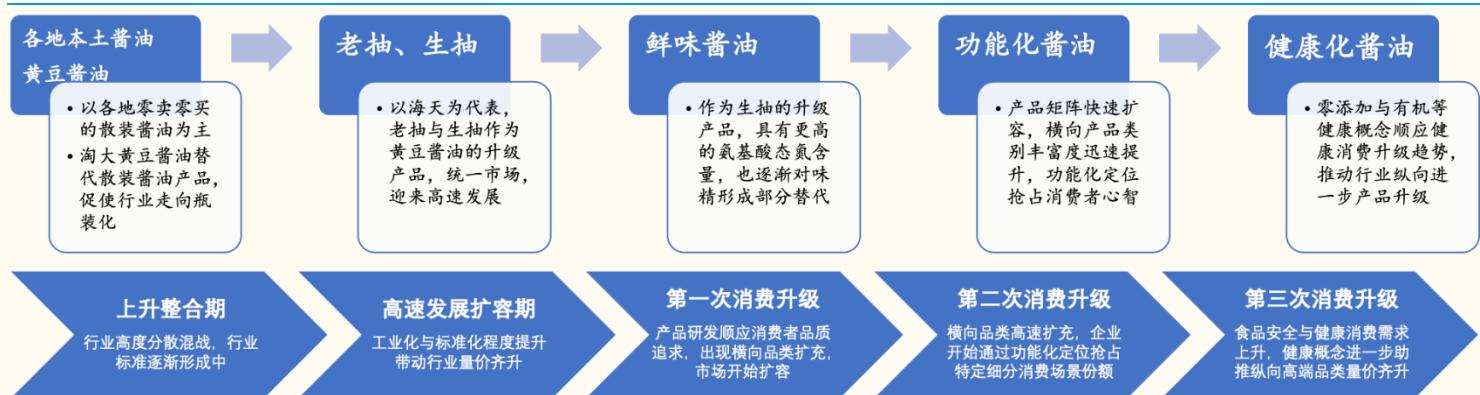
图表 21: 调味品业务收入及增速 .....	10
图表 22: 恒顺主营业务构成情况 .....	10
图表 23: 公司传统与现代渠道“双驱发动” .....	11
图表 24: 2019 年恒顺收入地区分布 .....	11
图表 25: 恒顺地区收入规模 (万元) 及增速 (%，右轴) .....	11
图表 26: 主要调味品公司 ROE 对比 .....	12
图表 27: 主要调味品公司毛利率对比 .....	12
图表 28: 主要调味品公司净利率对比 .....	12
图表 29: 主要调味品公司总资产周转率对比 (次) .....	12
图表 30: 恒顺管理费用率偏高 .....	12
图表 31: 恒顺、涪陵榨菜与海天管理费用拆解 .....	12
图表 32: 恒顺销售费用率较高 .....	13
图表 33: 恒顺销售人员比重偏低 .....	13
图表 34: 恒顺销售人员平均薪资远低于海天 .....	13
图表 35: 恒顺广告促销费用率高于天味与千禾相近 .....	13
图表 36: 恒顺、海天与紫林销售费用拆解 .....	14
图表 37: 恒顺人工成本与人工费用率高于同行水平 .....	14
图表 38: 镇江市国资委为公司实际控制人 .....	15
图表 39: 2020 年公司管理层新任职人员情况 .....	15
图表 40: 全数字化重塑项目回顾 .....	16
图表 41: 恒顺全数字化重塑项目的主题 .....	16
图表 42: 人才发展搭体系建标准树模板主题 .....	17
图表 43: SF 系统人才考核体系流程 .....	17
图表 44: 公司收入拆分 .....	18
图表 45: 可比公司估值水平 .....	19

## 一、醋行业在调味品细分赛道中兼具高壁垒与强成长

### 1.1 行业长青且壁垒高筑，量价成长空间广阔

■ 酱油在消费基础成熟后已进入产品升级迭代阶段，醋、料酒等品类尚位于成长期。我国基础调味品核心品类有限且各品类的生命周期有所不同，味精和酱油在调味品行业中消费习惯成熟，使用频次和渗透率较高，而醋、料酒尚处于成长期，复合调味品的成长阶段更偏起步期。根据国家统计局的数据，味精作为典型衰退期调味品子品类（且存在着被酱油部分替代的趋势），自 2010 年起产量以-2.44%的 CAGR 逐渐下滑；而我国酱油消费习惯成熟后，行业进入产品升级后的价升主导阶段，从老抽—生抽—高鲜酱油—零添加酱油的升级趋势中可以看出。

图表 1：调味品行业成长期主要升级路径（以酱油为例）

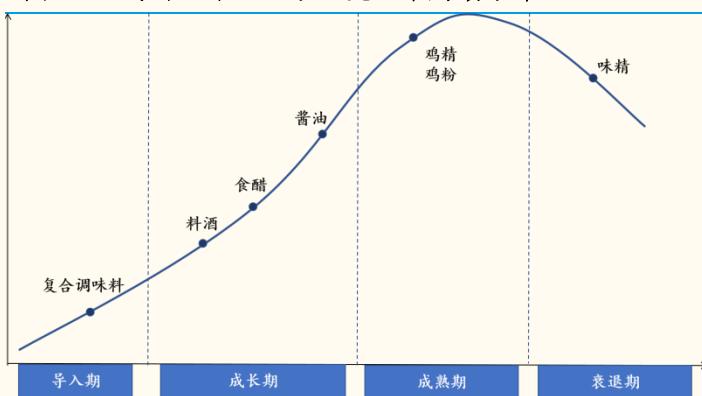


来源：中国产业信息网，国金证券研究所整理

注：第二次与第三次消费升级在产品发展时间段上可能存在一定的重叠，其中第三次消费升级主要受居民人均可支配收入增加与消费升级的所处阶段影响

■ 醋品类在酸味调味品中少有替代品，且更符合健康升级方向。调味品按照口味来划分，咸味的可选项较多，且口味具有可变性，在健康消费理念的驱动下减盐的同时保持高鲜成为新的升级方向。而酸味调味品中目前醋是当前最佳的选择项，且少有替代品。从健康升级方向来看，醋品类更符合消费升级的方向，未来品类的成长空间较高。目前醋的行业规模尚不足 200 亿元，人均消费量的提升、应用场景的开拓、产品的高端化升级均有望贡献规模的成长。

图表 2：我国调味品细分品类生命周期分布



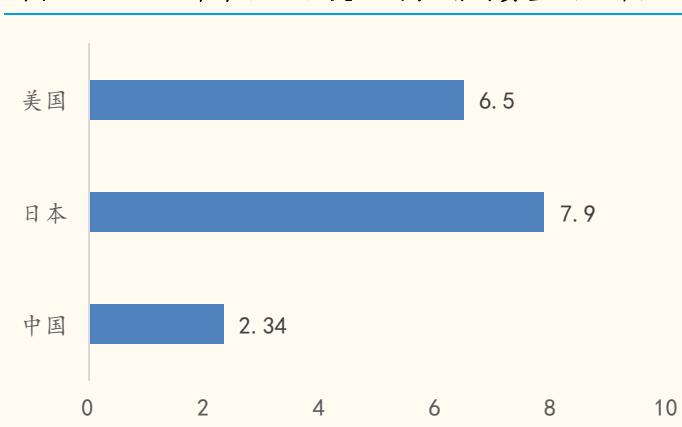
来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 3：我国食醋市场规模及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 醋的口味记忆及溢价较高，生命周期优于酱油等品类。从醋品类的产品定价和毛利率水平来看，醋的产品溢价能力并不输于酱油。醋独具的酸味口味记忆带来较高的产品和品牌溢价，醋产品间同质化竞争较少，不同区域间产品的风味来自其不同的加工工艺。当前醋的生命周期优于酱油等品类，消费教育与人均消费量都具备较高的提升空间。
- 醋品类的人均消费量具有较高的提升空间。醋与酱油人均消费量之间的差距来自于不同调味品在消费者使用中的渗透率存在差距，不同区域之间的消费习惯亦存在差距。若考虑未来消费习惯成熟后，以饮食习惯相接近的日本作为对标，目前我国食醋的人均消费量与日本相比亦存在较大提升空间。
- 醋品类的提价能力较为优秀，产品升级存在挖掘空间。调味品的竞争环境导致提价能力较为优秀，醋品类的提价频次和提价能力并不弱于酱油。从历史提价事件来看，成本价格上涨之时调味品厂商均能较及时的采用提价手段来转嫁成本压力，保持自身较高的利润水平。

**图表 4：2018 年中、日、美人均食醋消费量（公斤）**


来源：中研产业研究院，国金证券研究所

**图表 5：恒顺与海天近年提价情况**

年份	提价原因	企业	提价情况
2010	原材料成本上涨	海天味业	全线产品提价 8%
		恒顺醋业	高档、中低档产品分别提价 5%
2012	原材料成本上涨	海天味业	部分产品提价 4%
		海天味业	部分产品提价 4%
2014	调整渠道利润	海天味业	部分产品提价 4%
	原材料成本上涨	恒顺醋业	主力醋产品提价 9%
2016	包装材料成本上涨	海天味业	部分产品提价 5%
		恒顺醋业	经典醋系列提价 5-15%
2017	原材料成本上涨	海天味业	主要产品提价 5%
2019	包装材料成本上涨	恒顺醋业	主力醋产品提价 6-15%

来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

**图表 6：我国酱油、食醋、料酒市场现状一览**

子品类	市场规模及增速	市场集中度 (CR5)	市场竞争格局	产品发展情况	主要企业
酱油	2019 年约 800 亿元； 2015-2019CAGR=8.81%	销售额：30% (海天市占率 约 20%) 产量：61.09%	海天一家独大， 市场总体仍较分 散	当前产品结构升级化、功能化阶段已经发展成熟，正快步进入健康化阶段： <u>1) 鲜味、高鲜酱油</u> 作为生抽的升级产品，对味精形成一定替代。代表产品：海天味极鲜，； <u>2) 功能性酱油</u> 通过直击丰富的酱油消费场景，推动酱油消费多元化。代表产品：李锦记蒸鱼豉油与加加面条鲜； <u>3) 健康化酱油</u> 借由零添加、原酿造以及有机概念顺应消费升级趋势，叠加居民食品安全与健康消费需求上升，成为当前酱油行业重要增长点。代表产品：千禾零添加、头道原香；千禾、海天有机酱油，概念超前、体量尚小	海天、美味 鲜、李锦 记、加加、 东古
食醋	2019 年约 170 亿元； 2010-2018CAGR=11%	销售额：17% (恒顺市占率 约 7%) 产量：21.13%	呈区域割据状 态，长期存在地 方龙头，缺乏全 国性龙头企业	作为酸味调味品，几乎不存在替代品（主要替代品柠檬价格过高）。当前，市场仍以满足消费者一日三餐需求的传统四大名醋中低端消费为主，风味醋醋（功能醋）已出现拓展（如饺子醋），保健醋及醋饮料尚处市场开拓早期，总体产品消费场景丰富度尚低	恒顺、紫 林、水塔、 海天

料酒	2019 年约 135 亿元； 2011-2018CAGR =18.6%	销售额：18% (老恒和市占率约 8%) 产量：8.9%	发展呈区域性，行业竞争高度分散	依据生产企业原料酒的不同，产品市场定位与品种天生丰富，细分产品层出不穷，但同时也导致行业长期集中度较低、龙头企业优势不明显，且品类自身存在部分被黄酒等替代的可能	老恒和、海天、王致和、老才臣、恒顺
----	---	------------------------------------	-----------------	--	-------------------

来源：中国调味品协会、中国产业信息网、前瞻产业研究院、中研普华，紫林醋业招股说明书，国家统计局，国金证券研究所整理

## 1.2 醋品类在区域消费习惯下形成巩固的区域市场及区域品牌

- 调味品起源于当地菜系及口味，醋品类形成四大消费区域及四大名醋。食醋的酿造工艺起源较早，但当前尚未形成全国化的消费习惯及全国性品牌，主要原因在于地区间口味差异与地方醋企工艺相互形成了巩固的区域食醋和品牌。我国区域饮食风味多样化，强势地方醋企培育了当地消费市场，并获得较为稳固的市占率。我国四大名醋分别为山西陈醋、镇江香醋、四川保宁醋和福建永春醋。

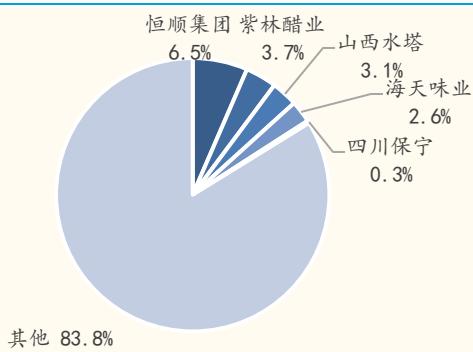
图表 7：我国四大名醋对比

品类	主要原料	历史与发源地	工艺特点	特点	主要厂商	主要市场情况
山西老陈醋	优质高粱、麸皮、谷糠	至今已有 3000 多年的历史，源于山西太原清徐县	大曲与高粱配料比最高以实现“以曲代粮”，使用独特熏醅工艺，突出陈酿，生产周期长	色泽酱红、口感醇厚、浓稠、酸度较高，素有“天下第一醋”盛誉	山西紫林醋业、山西水塔老陈醋、山西东湖醋业、太原宁化府益源庆醋业	覆盖范围最广，2018 年总产量 80 多万吨，占全国食醋产量 20%。核心市场为山西为主的华北地区。水塔集中于东三省与湖北；紫林在华北、华中市场份额占比 60%以上；行业内中小地域性企业众多
镇江香醋	优质糯米	创制于 1840 年，与米醋同源，源于江苏镇江	采用独特的“固态分层发酵”工艺	属于黑醋 / 乌醋，酸而不涩、香而微甜、色浓味鲜、愈存愈纯	江苏恒顺醋业	江浙沪等华东五省，当地市场占有率达 70%，2018 年全国市占率 10% 左右
四川保宁醋	麸皮，小麦、大米、中药材	始于 936 年，源于四川阆中保宁镇	以名贵中药材制曲，取嘉陵江冬水精酿	色泽棕红、酸味柔和、纯香回甜，唯一的药醋，被誉为川菜精灵：“离开保宁醋，川菜无客顾”	四川保宁醋有限公司	四川为主的西南地区
福建永春老醋	优质糯米、小麦、大米、芝麻	始于北宋初年（960 年前后），源于福建永春县	独特配方、精工发酵、陈酿 3 年以上	醋色棕黑、强酸不涩、酸而微甘、醇香爽口、回味生津、久藏不腐	福建永春老醋业有限公司	闽东南地区

来源：中国产业信息网，国金证券研究所整理

- 口味壁垒造就行业格局较为分散，全国化扩张慢于酱油品类。我国食醋行业竞争格局呈现出区域集中、整体分散的特征，四大名醋拥有各地的割据市场，但全国化扩张力度不足。与酱油品类受广式粤菜流行而得到发展所不同，醋缺乏能带动产品销售的流行性菜系，全国化扩张慢于酱油品类。但醋的市占率提升空间高于酱油，政策层面保护了地方传统食醋品牌的天然原生品牌优势，《食品安全国家标准食醋》新国标已于 2019 年 12 月 21 日实施，新国标中将配制食醋从标准中移出，通过冰醋酸配制勾兑的配制食醋划入复合调味料范畴，不得再以“醋”为食品名称。通过低成本低门槛的配制食醋进入行业的小作坊企业将加速淘汰。

图表 8: 2018 年我国食醋行业市占率



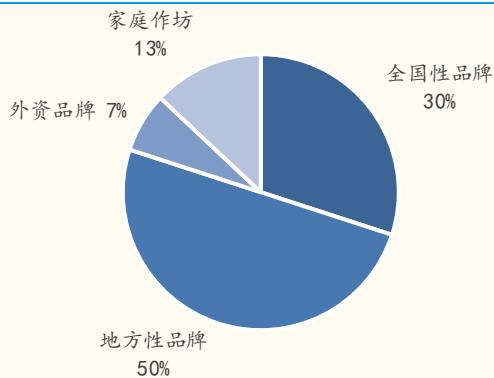
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 9: 2019 年中国品牌力指数-食醋行业

企业	C-BPI
海天	565.6
恒顺（镇江香醋）	411.9
水塔（山西老陈醋）	374.4
东湖（山西老陈醋）	314.2
保宁（四川保宁醋）	303.6
龙门	288
老才臣	273.9
宁化府（山西老陈醋）	248.5
天立	237
紫林（山西老陈醋）	236.8

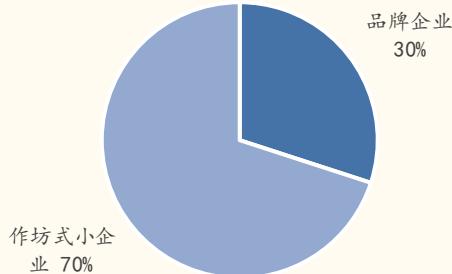
来源：Chnbrand，国金证券研究所

图表 10: 中国酱油企业类型分布



来源：观研天下，国金证券研究所

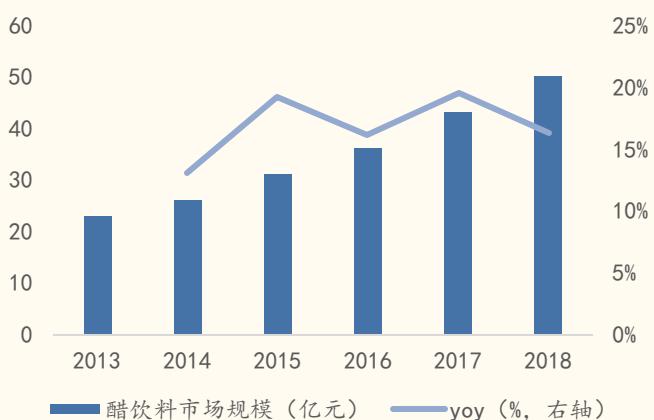
图表 11: 中国食醋品牌企业及作坊式小企业产量占比



来源：产业信息网，国金证券研究所

- **酱油厂商品类拓张至食醋领域，加速行业整合与市场教育。**目前醋行业的参与者可以分为三类，一是地方性强势醋企，主要优势品类为醋，品类扩张较少，在区域消费市场具有较高的市占率和品牌认知度，包括恒顺醋业、山西水塔、紫林等；二是布局醋品类的调味品厂商，目标在于实现品类多元化的调味品平台型公司，多从酱油品类拓展至蚝油、醋、料酒等领域，但醋品类的生产工艺与其它调味品较少存在协同效应，包括海天、美味鲜、千禾等；三是区域性小作坊企业，主要填补区域市场的空白竞争，以低价为主要竞争手段，缺乏规模优势和品牌认知度，产品质量较低。
- **调和醋、醋饮料成为品类扩充的新方向。**醋品类的产品升级不仅包括功能性和场景性的应用，也有产品矩阵的进一步拓展。功能性、场景性的应用定位醋的应用场景，如饺子醋、虾醋、蟹醋等，将风味醋与不同的食用场景如海鲜、凉拌菜、泡制食品等挂钩扩充细分品类。醋饮料作为以水果、果汁或果酒为主要原料，经微生物发酵酿制而成的发酵型饮品，切入饮料赛道，拓展了食醋的应用场景与市场容量，2013-2018 年我国醋饮料市场规模 CAGR 为 16.8%，远高于食醋全行业同期增速，并且醋饮料打开了销售的地域性限制，有助于推动业务和品牌的全国化销售。

图表 12：中国醋饮料行业市场规模及 yoy



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 13：紫林与恒顺部分功能/风味醋系列产品定位精准

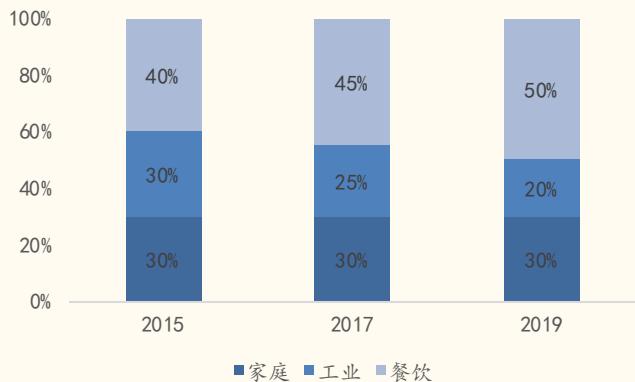


来源：天猫，国金证券研究所

### 1.3 餐饮渠道存在品类升级与扩容空间

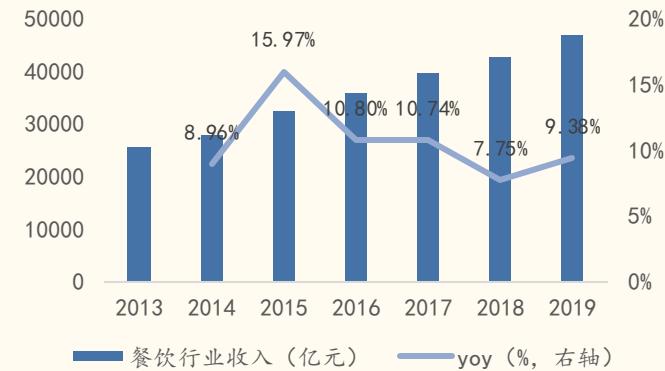
- 餐饮渠道有助调味品放量及品牌推广，醋在餐饮端的消费场景并未充分打开。调味品在餐饮消费具有高粘性、大用量、高频次、不易替换、壁垒较高、价格敏感的特点。随着我国餐饮行业的快速发展及特色餐饮对调味品的高要求，复合调味品、酱油等品类顺应餐饮的发展获得放量增长。我国酱油厂商在餐饮端的建设较醋更成熟，餐饮和零售的渠道占比相对合理。但醋品类在餐饮端的应用还有较大的提升空间。

图表 14：中国调味品下游渠道占比



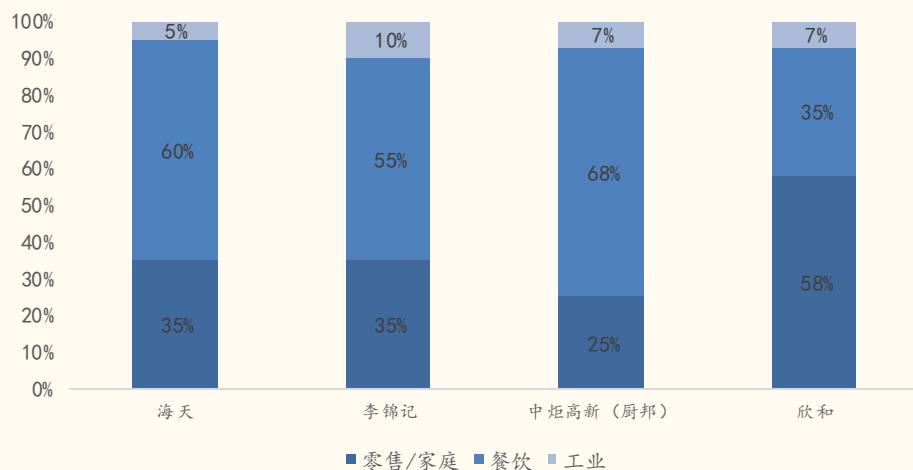
来源：中国产业信息网，中国调味品协会，国金证券研究所

图表 15：中国餐饮行业收入规模及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 16：调味品行业企业渠道终端占比 (2018 年)



来源：公司公告，国金证券研究所

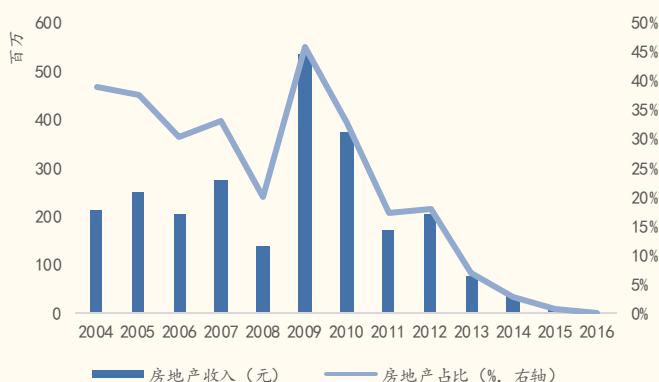
- 醋在餐饮端具有多种功能的挖掘。首先，食醋作为具有地方饮食特色的调味料，随着当前餐饮行业推动地方风味全国化以及创新菜式的出现，将在餐饮端的烹调佐餐过程中获得消费者的体验式消费；其次，醋具备的去腥清洗功能在餐饮领域具有应用空间，尚未得到充分的利用。此外，主打健康、开胃、解腻等功能的饮用醋亦可以成为餐饮端待开发挖掘的佐餐产品。醋品类功能及创新空间相较普通的调味品具有充分尚待挖掘的空间。

## 二、改革能给恒顺带来什么？

### 2.1 改革前已聚焦调味品主业，主营业务增长稳健

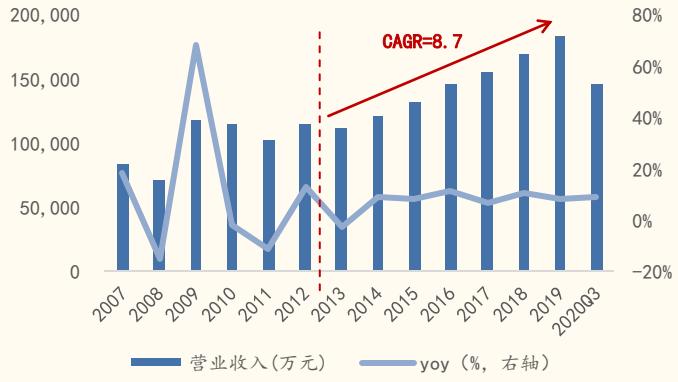
- 从多元化经营中及时抽身，聚焦优势主营业务。公司在上市之初曾走上多元化产业布局和发展的道路，曾进入房地产、光电、建筑、汽车贸易等领域。多元化业务的收入和盈利情况受经济环境等影响较大，因此 2007-2010 年房地产业务收入波动较大。2011 年房地产调控政策出台后，公司将房地产业务进行逐渐剥离。2015 年后房地产业务已经基本退出，回归聚焦酱醋调味品主业，报表质量得到提升。
- 剥离地产业务后营收稳健增长，资产结构改善。2015 年房地产业务剥离后，公司的报表质量得到较大提升，当年资产负债率从 2011 年的 86% 迅速下降至 31%，2020 年 Q3 资产负债率仅为 22.35%；同时公司剥离房地产业务后开展定向增发再融资，曾经由于公司进军房地产业而最高提升至 12.47% 的财务费用率亦迅速下降至低于 0.5% 的水平，公司转入新的稳健运营期。
- 醋和料酒为目前收入结构中的主要贡献。当前公司的酱醋调味品收入占总营收的 90% 以上，其中食醋业务以 68% 的收入贡献占比占据绝对主导地位，料酒是第二大主营业务，近三年 CAGR 高达 26.72%，收入贡献占比持续提升，2017-2019 年由 9.9% 提升至 13.37%，已成为公司第二大业绩增长点。

图表 17：房地产业务收入及占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：恒顺剥离房地产业务后营收增长稳健



来源：wind，国金证券研究所

图表 19：公司资产负债率迅速优化



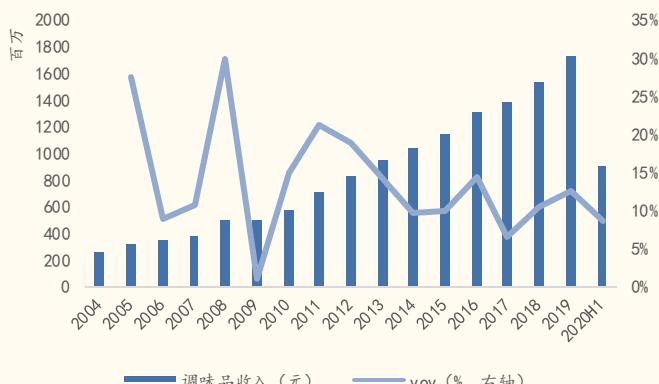
来源：wind，国金证券研究所

图表 20：公司财务费用率迅速下降



来源：wind，国金证券研究所

图表 21：调味品业务收入及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 22：恒顺主营业务构成情况



来源：wind，国金证券研究所

## 2.2 改革前品牌建设和渠道深耕多年经营平稳发展，仍具突破空间

- 在体制改革之前，公司每年持续在进行品牌、产品、渠道的建设。
- 在产品矩阵层面：改革前公司坚持“醋酒并举”，一方面优化SKU打造核心单品，另一方面顺应消费升级持续开发衍生产品。2018年公司淘汰并整合22个产品，持续聚焦A类核心产品打造亿元“大单品”，推动产品结构高端化升级。此外在传统香醋的基础上提出“打造恒顺健

康厨房”营销理念，在食醋行业中率先投放健康厨房专家系列的养生醋与功能醋，并大力研发醋胶囊、奶醋、果醋、醋食品等食醋衍生产品，大力拓展产品矩阵。

- 在品牌营销层面：优化公司 Logo，在渠道统一物料使用的 VI 规范，形成品牌统一的形象输出；推动“恒顺+北固山”双品牌差异化运作下沉与“醋酒并举”品牌发展战略，化市场优势为认知优势，树立中国醋业领导品牌形象；积极创新品牌传播模式，例如率先在行业内冠名高铁列车、组织“十三城市游镇江打酱油”活动、与各大电商形成联动强抓线上购物和网络社交平台核心流量资源等等。
- 在渠道建设层面：积极开发传统渠道与现代渠道“双驱发动”，坚持“有效资源向有效市场、有效终端倾斜”，传统渠道方面，持续推进“春耕造林”工程做好农贸渠道布局，结合餐饮事业部成立推动餐饮渠道扩容，结合 KA 与 MA 渠道深耕以点带面促进成熟市场渠道持续下沉；现代渠道方面重点关注 B2C 与 B2B 发展，与多家龙头电商积极合作，打破传统渠道区域限制，推动全国性产品营销与流通。

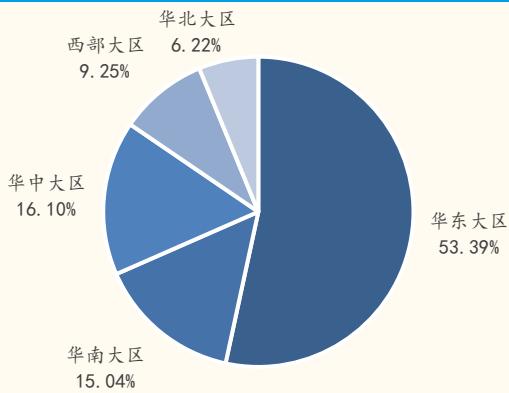
图表 23：公司传统与现代渠道“双驱发动”

分类	细分渠道	主要策略
传统渠道	KA、MA	通过“恒顺品牌终端落地”计划做大、做强金优大单品
	流通	通过“春耕造林”工程打造标准化农贸终端店，深度下沉农贸流通渠道
	餐饮	成立餐饮事业部，加强餐饮渠道产品规格研发
现代渠道	B2C	盒马、天猫超市、京东、苏宁易购
	B2B	“零售通”、“新通路”、百世店加、中商惠民、美菜

来源：公司公告，国金证券研究所

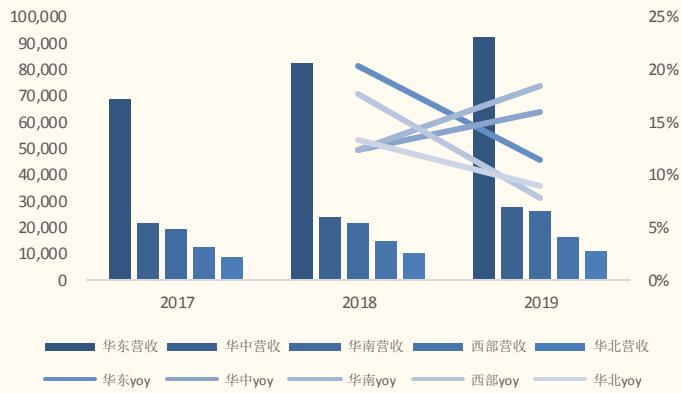
- **华东市场深挖持续贡献增长，省外市场突破力度不够。**华东地区作为镇江香醋传统消费地区，也是恒顺的大本营，为公司贡献了 50%以上的主营业务收入，且在公司基于自身本地优势的渠道下沉推动下，贡献比重有仍在提升，由 2017 年的 52.53% 提升至 2019 年的 53.39%。同时华中与华南大区近年来的收入规模及增速均有显著提升，但口味差异较大的西部与华北市场需要时间投入进行建设，且公司当前全国渠道与经销商布局区域不均衡，市场仍有待进一步培育开发。

图表 24：2019 年恒顺收入地区分布



来源：wind，国金证券研究所

图表 25：恒顺地区收入规模（万元）及增速（%，右轴）



来源：wind，国金证券研究所

### 2.3 经营效率的提升空间在于费用管理与前端投入效率

- 从调味品企业横向对比来看，公司经营效率存在提升空间。公司剥离房地产业务后 ROE 水平得到一定程度的提升，稳定在 15%-16% 左右，但仍低于同行其它调味品企业。公司的毛利率受益品类赛道优势、品牌优势及区域市场市占率优势，在调味品行业中亦保持在领先的位置。公司与行业调味品厂商的净利率之间的差距主要体现在管理费用率及资产周转率。

图表 26：主要调味品公司 ROE 对比



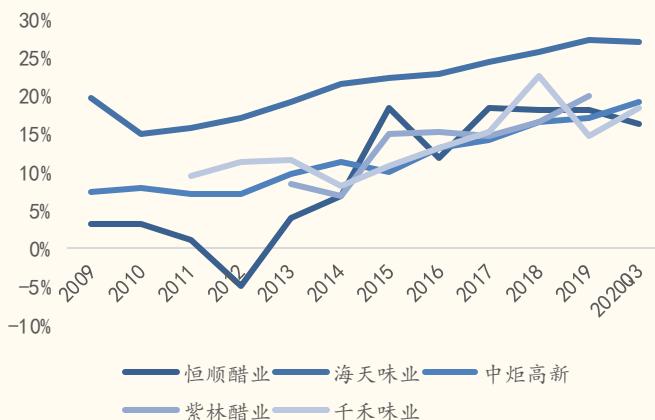
来源：wind，国金证券研究所

图表 27：主要调味品公司毛利率对比



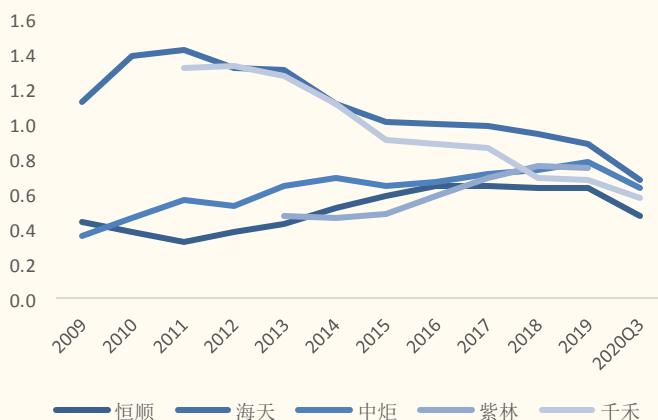
来源：wind，国金证券研究所

图表 28：主要调味品公司净利率对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 29：主要调味品公司总资产周转率对比 (次)

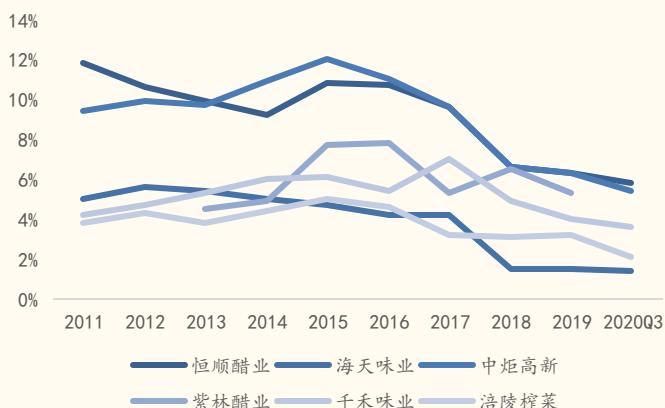


来源：wind，国金证券研究所

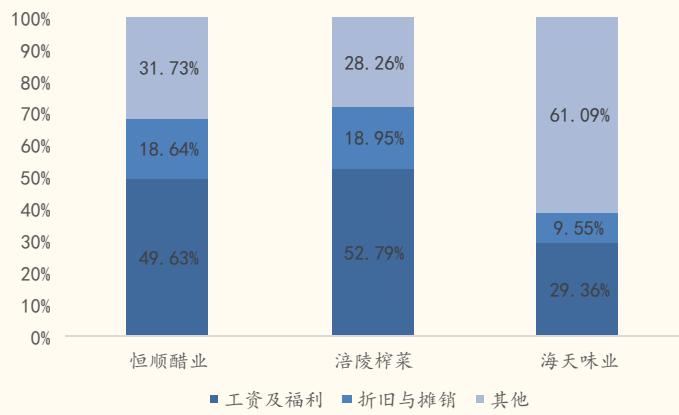
- 公司的管理费用率偏高，人员效率存在精简空间。公司的管理费用率长期以来一直高于行业内其它调味品企业，管理费用率与中炬高新的水平较为接近，与其体制的关联度较高，身为民企的海天味业在成本费用管控能力上处于领先水平。同时公司的管理费用率亦高于同行紫林醋业，结构化管理控费是优化盈利水平的重要方向。从管理费用的构成来看，公司的折旧摊销费用在总管理费用中占比较高，是海天的近两倍；同时管理人员的工资及福利占管理费用的比重达到一半，亦远高于海天的占比。因此对标海天的管理体制和管理效率，人员效率存在精简空间。

图表 30：恒顺管理费用率偏高

图表 31：恒顺、涪陵榨菜与海天管理费用拆解



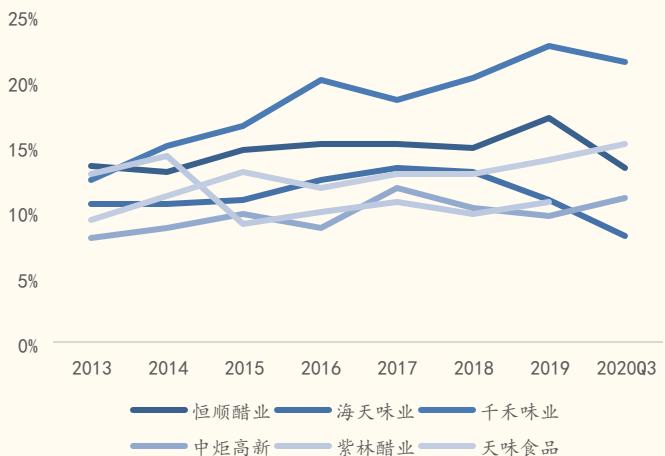
来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

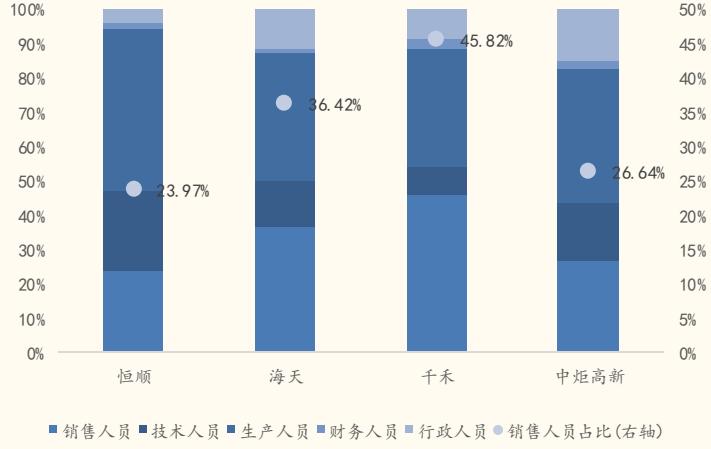
■ **销售激励不足，费效比存在提升空间。** 1) 销售人员比重偏低且激励不足。公司近年来积极推动品牌建设与终端营销落地，销售费用率处于同行偏高水平，然而从公司人员结构来看，2019年恒顺销售人员占比仅为23.97%，海天与销售费用率最高的千禾分别达到36.42%与45.82%，而无论是销售人员平均薪资绝对值还是与人均薪资的相对值，恒顺均远低于海天水平，2019年恒顺销售人员平均薪资不足海天一半，而千禾虽然工资水平低于恒顺，但销售人员薪资相对总平均薪资的比率较恒顺更高，对销售人员的激励力度更大。2) 对比发展阶段相近的千禾与天味，恒顺营销与渠道建设投入费效低。从广告促销费用占总营收比重来看，近年来千禾的投入水平与恒顺接近，但结合营收增速来看，千禾的营收提升较快；而对比此前营销投入偏低的天味，天味近年在广告促销费用率上的积极提升有效地拉动了公司营收增长。当前在市场开拓层面，恒顺在营销与渠道建设上的高费用投入具有可行性，同时费效比存在提升空间。

图表 32：恒顺销售费用率较高



来源：wind，国金证券研究所

图表 33：恒顺销售人员比重偏低



来源：wind，国金证券研究所

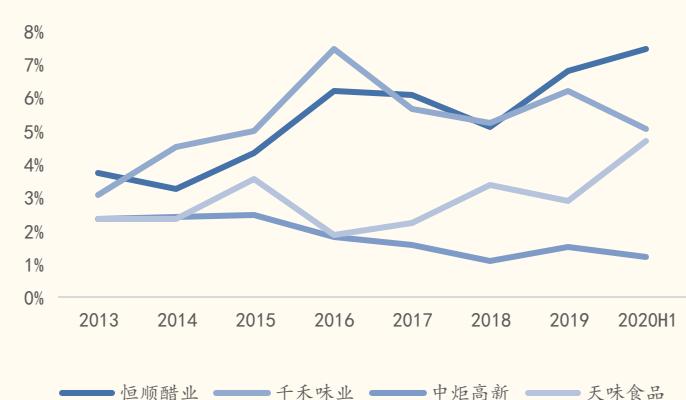
图表 34：恒顺销售人员平均薪资远低于海天

图表 35：恒顺广告促销费用率高于天味与千禾相近



来源: wind, 国金证券研究所

注: 销售人员平均工资=销售费用中工资与福利/销售人员数

**图表 36: 恒顺、海天与紫林销售费用拆解**


来源: wind, 国金证券研究所

**图表 37: 恒顺人工成本与人工费用率高于同行水平**

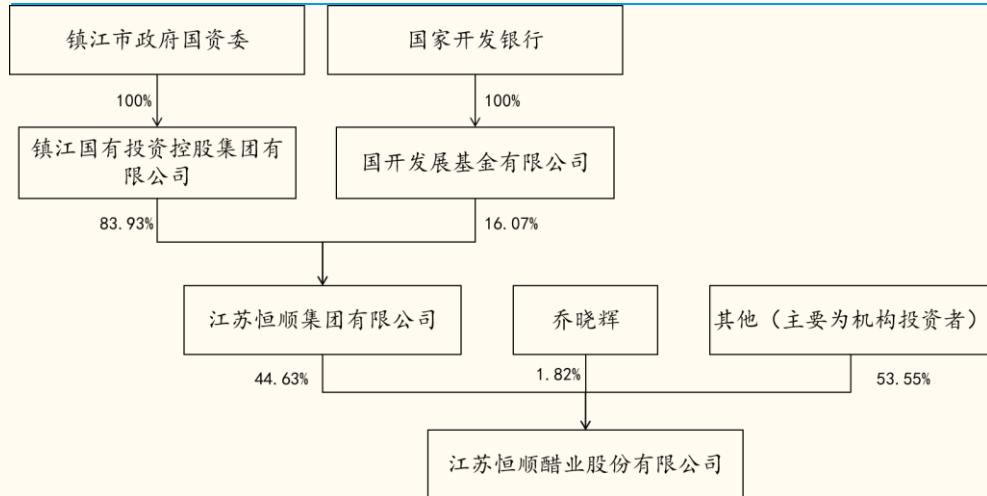
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

注: 成本率与费用率指成本或费用占总营收的比重

## 2.4 体制改革强化激励与开拓，稳扎稳打逐步推进

- 改革前恒顺的股权结构集中，实际控制人为镇江市国资委。从公司体制来看，当前公司第一大股东为江苏恒顺集团有限公司，持有公司 44.63% 股份。镇江市政府国资委与国开行分别持有恒顺集团 83.93% 与 16.07% 股份，市国资委最终间接持有公司 37.46% 股份，是公司实际控制人，而公司管理层与董事会均未持有公司股份，在股权结构上，公司地方国企基因纯正，受地方政府重视。

**图表 38：镇江市国资委为公司实际控制人**


来源：企查查，国金证券研究所

■ **管理层顺利更替，团队年轻化更具备活力。**2019年12月13日，中共镇江市委提名派遣杭祝鸿为公司控股股东江苏恒顺集团有限公司董事长人选，12月25日，公司时任董事长张玉宏（2014年6月起任）与副总经理余永建提交辞呈，公司新任董事长杭祝鸿正式上任。杭祝鸿先生长期于镇江市政府与市委担任多项要职，经验丰富，工作能力过硬，入职前刚刚于2019年11、12月晋升一级调研员与二级巡视员。2020年7月，公司董事、原营销总监高云海先生辞去营销总监职务，公司决定由公司董事、总经理李国权先生兼任该职位，意在加强营销工作的协调性与执行力；同年8月，公司提拔原总经理助理兼生产管理部部长王召祥先生担任副总经理职务。对比二者履历，可以发现，新任营销总监历任公司研究、生产及物流部门要职，新任副总经理在公司采供、质控与生产部门均有任职经历，工作经历与经验丰富；且此前公司管理层以“50后”与“60后”为主，而新任营销总监与副总经理均为“70后”，管理团队正积极转向年轻化。

**图表 39：2020 年公司管理层新任职人员情况**

姓名	职务	出生年	年龄	背景	变动情况
李国权	董事、总经理、兼任营销总监	1976	44	硕士学位，博士在读，高级工程师。历任镇江市调味品研究所副所长，公司生产部副经理，江苏恒顺调味食品有限公司工艺设备部经理，江苏恒顺醋业股份有限公司生产部经理，研发部经理。	2020年7月起兼任营销总监
王召祥	副总经理	1972	48	本科学历，历任镇江恒丰酱醋有限公司质管部经理、采供部经理、企管部经理，公司品控部经理、生产部经理，公司总经理助理兼黑龙江恒顺醋业酿造有限公司总经理，公司总经理助理兼生产管理部部长，江苏恒顺集团有限公司董事、副总经理。	2020年8月起任副总经理

来源：公司公告，国金证券研究所

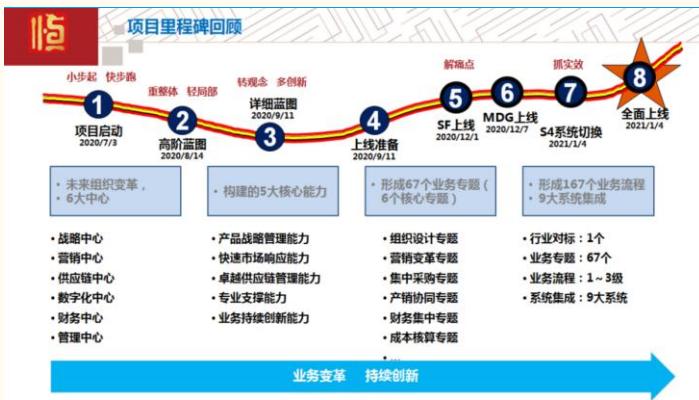
■ **体制压制导致激励不足，改革薪酬与激励体系。**2020年公司在员工招录、培养、激励与绩效考核上积极改革：1) 公司2020年内加大力度招聘和引进高素质、高潜力人才，强化对人才的职业规划与定向培养，以高素质人才驱动企业高质量发展，为企业发展储备人才动能；在人员“存量”方面，公司进一步完善干部与员工培训体系，不断提升关键岗位人员和干部的技能、素质和能力，打造关键人才梯队。对公司“冗员”的问题进行综合性结构调整，有效支撑公司转型发展。2) 公司提出要构建分类、分层，边界清晰的全新考核体系，充分发挥绩效考核的正向激励和反向约束作用。公

司针对关键岗位积极创新绩效考核办法，通过绩效和潜力 2 个维度、3 个等次形成的“九宫格”评级结构，对执行力和创造性进行二维考核，既激发在岗员工的积极性与创造力，更有助于公司开发与培养高潜力人才。3) 销售人员激励结合战区制大力推进，战区总负责人根据以往业绩选拔，公司对其下放费用、人事与考核等重要权利，战区间的良性竞争打开公司市场开拓与营收总量提升天花板。此外对一线销售人员实行“薪酬激励+业绩奖励”的上不封顶激励模式，有效激发关键业务人员活力与斗志，进一步提升营销与渠道开拓下沉效率。2020 年半年度公司销售人员薪资及福利占营收比例提升至 5.03%，规模同比提升 25.92%。

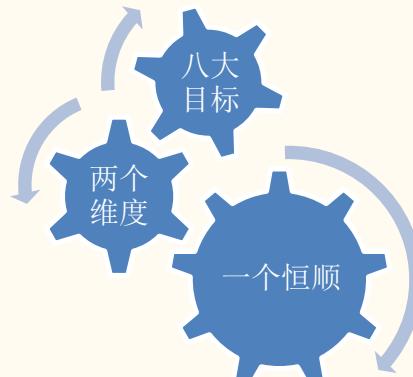
## 2.5 对内强化流程管理，数字化建设率先完成

- 实施运营管理机制改革，规范运营管理的标准化、制度化、流程化和透明化。公司打造全数字化重塑项目，与全球最大的企业和协同商务解决方案供应商 SAP 公司和世界最大的咨询机构 IBM 合作，通过引入国际先进管理理念以及最佳业务实践的企业管理平台，借助数字化重塑管理变革，推动调味品主业高质量发展。
- 1月4日全数字化重塑项目全面上线。恒顺全数字化重塑项目自2020年7月启动以来，从项目准备、蓝图设计、系统实现、上线准备到上线后支持，着力构建横向到底、纵向到底数字化新管理模式。这期间，成立6大中心，构建5大核心能力，形成67个业务专题（6个核心专题），167个业务流程，9大系统集成。
- 恒顺全数字化重塑项目的主题：“一个恒顺、两个维度、八大目标”，为解决目前的问题提供了很好的解题思路。“一个恒顺”即以恒顺醋业战略为目标，内申外延提速发展，实现恒顺醋业产业链运营可视可控，打造智慧企业。“两个维度”指的是强化顶层设计，打造以业财一体完善纵向贯通的企业管控体系；以效率与效益为目标，建立横向价值链高效协同的运作体系。“八大目标”中以实时业绩评价、集团化财务管控和人才发展为三支柱实施顶层设计，以持续创新、高效采购、精益生产、敏捷物流和客户体验为五大抓手赋能价值链协同。
- 通过项目实施，实现业务流程的标准化和规范化，提高管理效率；增强信息的透明度和加快信息流通，提高生产计划的准确性，从而提高企业的应变能力；提升企业的财务管理水，实现对生产成本的及时准确控制。

图表 40：全数字化重塑项目回顾



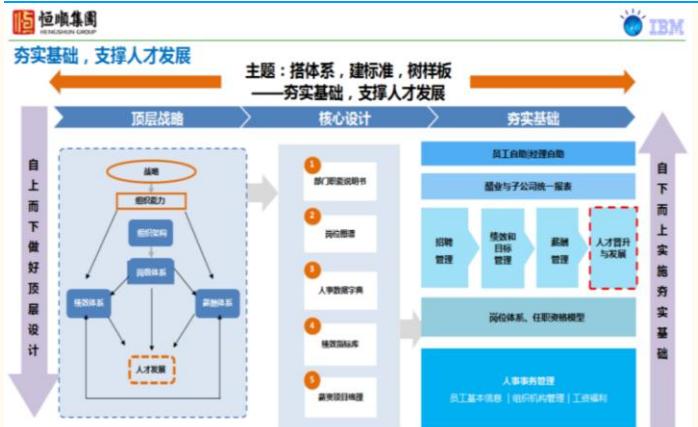
图表 41：恒顺全数字化重塑项目的主题



来源：国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 42：人才发展搭体系建标准树模板主题



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 43：SF 系统人才考核体系流程



来源：公司官网，国金证券研究所

## 2.6 对外加强品牌渠道建设，省外突破在即

- **主业定调醋、酒、酱三大品类的战略发展方向。**董事长杭祝鸿上任后，公司的发展战略清晰聚焦于“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”。此前公司在醋领域已经奠定了良好的品牌和产品基础，并且全力巩固和提升食醋的销售规模和市场占有率，料酒的“数一数二”及酱类产品的“销冠单品”。
- **划分营销战区，强化市场统筹规划。**公司实施传统渠道营销体系变革，实行战区制，将现有 36 个片区重新整合划分成八大战区。同时整合海外渠道，强化市场统筹规划的作战意识。2020 年 8 月，李国权先生接任营销总监后将战区进一步细化为八个（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），同时进一步精选八大样板城市（镇江、北京、上海、广州、郑州、南昌、武汉和杭州），通过专项投入、专项打造、专项营销管理等八大体系升级，树立区域标杆，以点带面，加速对空白市场的“织网”覆盖，通过深挖重点地区渠道潜能为区域市场的突破持续赋能。
- **做强全渠道补齐营销渠道短板。**公司通过深耕传统渠道、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做强全渠道建设。并且实施智慧零售改革，将现有电商渠道、博物馆零售渠道和恒顺商场资源进行整合。

## 三、盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测

- 公司体制改革经过多年期盼后正式落地，改革深化措施与其它国企改革标的具有相似点，从管理层的年轻化调整变动出发，改革销售激励及市场化考核激发活力、推动渠道营销变革、加强品牌建设和省外市场的突破。2020 年公司已完成了全数字化重塑项目，销售人员的调薪及细化考核激励，并且在主营业务战略方向的聚焦指引下 2021 年将加强省外市场的开拓和有效突破。
- **醋：**公司食醋产品已经在华东市场具备足够强的竞争力，华东市场多渠道的深耕及餐饮渠道的开拓有助其放量和市占率的进一步提升。此外，省外市场公司通过“战区制”统筹作战，以点带面形成销售势能，并目标能够形成多个多亿的消费市场。预计公司 2020-2022 年食醋业务收入增速为 12%/18%/20%。
- **料酒：**公司从 2012 年推出料酒系列产品，由于醋和料酒的生产工艺具有协同性，因此毛利率保持在较好的水平。同时借助恒顺在华东地区的品牌力和已有的渠道铺设，公司的料酒产品面市后得到快速增长，营收比重不

断提升。当前公司料酒产品的品类在不断完善，但销售均价并未得到显著的提升，主要原因在于料酒行业品牌力未有充分体现，消费者对产品差异化认知程度不高，价格竞争态势相较食醋更加激烈。目前公司料酒处于推广阶段，促销活动及定价让利较多有利于产品放量，毛利率主要受促销活动及上游原材料成本变动影响。预计公司 2020-2022 年料酒业务收入增速为 25%/26%/26%。

**图表 44：公司收入拆分**

万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>醋</b>						
收入 ( 万元 )	103,347	116,259	123,250	138,040	162,887	195,464
yoy		12.5%	6.0%	12.0%	18.0%	20.0%
销量 ( 吨 )	140,416	152,814	159,856	175,842	203,977	240,693
量增 yoy		8.8%	4.6%	10.0%	16.0%	18.0%
销售吨价 ( 元/吨 )	7,360	7,608	7,710	7,850	7,986	8,121
价增 yoy		3%	1%	2%	2%	2%
成本	59,934	65,068	65,880	77,302	90,402	107,505
成本吨价 ( 元/吨 )	4,268	4,258	4,121	4,396	4,432	4,467
毛利率	42.0%	44.0%	46.5%	44.0%	44.5%	45.0%
<b>料酒</b>						
收入 ( 万元 )	15,260	19,355	24,504	30,630	38,594	48,628
yoy		26.8%	26.6%	25.0%	26.0%	26.0%
销量 ( 吨 )	32,274	43,060	57,484	74,730	97,148	126,293
量增 yoy		33.4%	33.5%	30.0%	30.0%	30.0%
销售吨价 ( 元/吨 )	4,728	4,495	4,263	4,099	3,973	3,850
价增 yoy		-4.9%	-5.2%	-3.8%	-3.1%	-3.1%
成本	9,233	12,932	15,595	19,420	24,314	30,344
成本吨价 ( 元/吨 )	2,861	3,003	2,713	2,599	2,503	2,403
毛利率	39.5%	33.2%	36.4%	36.6%	37.0%	37.6%

来源：国金证券研究所

### 3.2 估值与投资建议

- 公司改革后内部活力得到激发，上调盈利预测。根据测算，预计公司 2020-2022 年收入为 20.41/23.69/27.96 亿元，同比增长 11.4%/16.1%/18.0%，较此前预测调整+0.3%/+3.5%/+7.3%；归母净利润为 3.46/4.08/4.94 亿元，同比增长 6.65%/17.78%/21.26%，较此前预测调

整+16.2%/19.6%/25.5%; EPS 为 0.35/0.41/0.49 元, 对应当前股价 PE 倍数为 64/54/45 倍。

- 在调味品行业中, 海天味业因其强大的品牌力渠道力拥有较高的估值水平, 位于行业第一的水平; 中炬高新因存在房地产业务, 拉低整体估值水平, 其调味品业务的估值水平虽低于海天味业, 但一定程度上代表了调味品板块的估值赋予; 天味食品享受复合调味品的高成长赛道, 其高估值与业绩高成长性相关。与调味品行业其他企业相比, 恒顺醋业当前的估值水平具有吸引力, 维持“买入”评级。

图表 45: 可比公司估值水平

	EPS			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
海天味业	1.96	2.32	2.73	99.6	84.1	71.4
中炬高新	1.09	1.36	1.67	59.4	47.7	38.8
千禾味业	0.45	0.59	0.76	100.3	76.1	59.3
天味食品		0.91	1.24		65.8	48.46
涪陵榨菜	0.95	1.11	1.29	48.6	41.7	35.7
平均	1.11	1.26	1.54	76.98	63.08	50.73
恒顺醋业	0.35	0.41	0.49	64.15	54.47	44.92

来源: wind, 国金证券研究所

#### 四、风险提示

- 宏观经济下行风险:** 若宏观经济受疫情影响而反复, 则影响消费者整体的消费能力和消费支出, 对行业需求产生影响。
- 原材料价格上行风险:** 若上游原材料及包装材料价格上涨, 则公司的毛利率与其提价能力相关。
- 区域市场竞争风险:** 若公司在向华东以外的市场拓展过程中遇到激烈竞争, 则影响区域市场的利润水平及产品放量节奏。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,542	1,694	1,832	2,041	2,369	2,796
增长率		9.9%	8.2%	11.4%	16.1%	18.0%
主营业务成本	-916	-979	-1,002	-1,153	-1,333	-1,565
%销售收入	59.4%	57.8%	54.7%	56.5%	56.3%	56.0%
毛利	625	715	830	888	1,036	1,231
%销售收入	40.6%	42.2%	45.3%	43.5%	43.7%	44.0%
营业税金及附加	-26	-27	-25	-27	-31	-36
%销售收入	1.7%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-234	-252	-317	-306	-355	-419
%销售收入	15.2%	14.9%	17.3%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-148	-112	-116	-102	-109	-120
%销售收入	9.6%	6.6%	6.3%	5.0%	4.6%	4.3%
研发费用	0	-48	-53	-57	-66	-78
%销售收入	0.0%	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润(EBIT)	218	276	320	396	475	577
%销售收入	14.1%	16.3%	17.4%	19.4%	20.0%	20.6%
财务费用	-8	-9	-5	-1	-5	-4
%销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	0.0%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-4	-4	0	0	0	0
公允价值变动收益	45	49	21	0	0	0
投资收益	11	17	6	9	8	8
%税前利润	3.4%	4.6%	1.6%	2.2%	1.6%	1.4%
营业利润	329	357	393	412	485	589
营业利润率	21.4%	21.1%	21.5%	20.2%	20.5%	21.1%
营业外收支	3	13	4	0	0	0
税前利润	333	370	397	412	485	589
利润率	21.6%	21.8%	21.7%	20.2%	20.5%	21.1%
所得税	-52	-66	-67	-66	-78	-94
所得税率	15.8%	17.9%	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	280	304	330	346	408	494
少数股东损益	-1	-1	6	0	0	0
归属于母公司的净利润	281	305	325	346	408	494
净利率	18.2%	18.0%	17.7%	17.0%	17.2%	17.7%

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	136	159	263	261	320	421
应收账款	148	151	101	123	143	169
存货	305	304	311	363	420	493
其他流动资产	402	590	510	706	808	912
流动资产	991	1,205	1,185	1,453	1,692	1,995
%总资产	38.6%	42.3%	39.7%	43.3%	45.8%	48.7%
长期投资	424	471	694	746	796	846
固定资产	1,018	1,045	952	1,005	1,050	1,088
%总资产	39.6%	36.7%	31.9%	29.9%	28.4%	26.6%
无形资产	96	89	85	92	99	106
非流动资产	1,578	1,646	1,797	1,903	2,005	2,099
%总资产	61.4%	57.7%	60.3%	56.7%	54.2%	51.3%
<b>资产总计</b>	<b>2,569</b>	<b>2,850</b>	<b>2,982</b>	<b>3,356</b>	<b>3,697</b>	<b>4,094</b>
短期借款	90	152	46	48	67	67
应付款项	289	300	303	335	386	453
其他流动负债	189	189	211	222	247	280
流动负债	569	641	560	604	700	801
长期贷款	53	20	3	123	123	123
其他长期负债	69	65	71	70	70	70
负债	691	725	634	797	893	993
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,800</b>	<b>2,035</b>	<b>2,252</b>	<b>2,463</b>	<b>2,707</b>	<b>3,004</b>
其中：股本	603	784	784	1,004	1,004	1,004
未分配利润	621	814	1,025	1,233	1,478	1,774
少数股东权益	78	90	96	96	96	96
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,569</b>	<b>2,850</b>	<b>2,982</b>	<b>3,356</b>	<b>3,697</b>	<b>4,094</b>

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.466	0.389	0.414	0.345	0.406	0.493
每股净资产	2.987	2.597	2.874	2.456	2.699	2.995
每股经营现金净流	0.536	0.509	0.554	0.418	0.494	0.590
每股股利	0.140	0.120	0.207	0.138	0.162	0.197
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.60%	14.97%	14.41%	14.06%	15.06%	16.46%
总资产收益率	10.93%	10.69%	10.88%	10.31%	11.03%	12.08%
投入资本收益率	8.93%	9.67%	10.88%	11.88%	13.01%	14.42%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	6.52%	9.87%	8.18%	11.42%	16.07%	17.98%
EBIT增长率	11.49%	26.78%	15.87%	23.89%	19.84%	21.53%
净利润增长率	64.84%	8.44%	6.55%	6.65%	17.78%	21.26%
总资产增长率	13.47%	10.96%	4.61%	12.55%	10.16%	10.74%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	27.7	29.2	22.7	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	122.5	113.5	112.1	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	64.7	65.6	68.4	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	217.9	221.6	180.7	166.3	145.7	124.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	0.41%	0.58%	-29.96%	-30.46%	-32.79%	-36.12%
EBIT利息保障倍数	25.8	30.1	59.5	436.6	91.0	137.0
资产负债率	26.91%	25.45%	21.25%	23.74%	24.15%	24.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	12	20	53
增持	2	4	7	15	3
中性	0	1	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.67</b>	<b>1.55</b>	<b>1.59</b>	<b>1.55</b>	<b>1.15</b>

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-16	买入	13.17	N/A
2	2019-04-29	买入	12.95	15.00~15.00
3	2019-08-26	买入	15.03	N/A
4	2019-10-29	买入	14.46	N/A
5	2020-04-21	买入	19.21	N/A
6	2020-10-28	买入	21.56	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号  
嘉里建设广场T3-2402