

2022年06月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

恒顺醋业(600305):百年醋企焕新生,多方改革静待验证

推荐 (维持)

投资要点

分析师:孙山山

执业证书编号:S1050521110005

邮箱:sunss@cfsc.com.cn

联系人:何宇航

执业证书编号:S1050122010030

邮箱:heyh1@cfsc.com.cn

基本数据

2022-06-29

当前股价(元)	12.49
总市值(亿元)	125.3
总股本(百万股)	1,003.0
流通股本(百万股)	1,003.0
52周价格范围(元)	9.85-20.4
日均成交额(百万元)	207.5

市场表现



资料来源:Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《恒顺醋业(600305):改革稳步推进,定增扩产能助力长期发展》2022-06-14

《恒顺醋业(600305):疫情短期扰动,改革稳步推进》2022-04-26

百年龙头醋企,业绩稳健增长

恒顺醋业坐落于镇江,于2001年上市。营收从2012年11.5亿元增至2021年18.9亿元,8年CAGR为6.5%,归母净利润从2012年-0.4亿元增长至2021年1.2亿元。

食醋、料酒景气度较高,集中度有望继续提升

我国调味品百强企业食醋销售收入从2012年35亿元增至2019年65亿元,7年CAGR为9%,我们预计2020年食醋行业市场规模达180亿元,2025年达290亿元。食醋行业CR5约19%,恒顺市占率7%。料酒行业销售收入从2014年63亿元增至2019年130亿元,5年CAGR为16%,料酒行业CR5约18%,恒顺市占率2%。

百年醋企焕新生,多番改革展新颜

1) **品牌:**公司是百年醋企,获得巴黎博览会金奖,品牌指数排名第一。2) **产品:**围绕“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”,食醋、料酒合计占比83%,通过恒顺+北固山双品牌优化食醋结构,复合调味料为未来重点。3) **提价:**2021年11月提价5%-15%,终端传导基本落地,利润弹性有望释放。4) **改革:**新董事长上任后对公司营销、渠道、激励等多方面进行改革。营销上构建全方位品牌营销体系;渠道上升级九大战区,增加样板市场进行渠道改革;激励上,加大营收人员薪酬和考核,1.7亿元股份回购完成,股权激励方案有望落地。

盈利预测

我们看好公司改革进展带来的新变化,低基数下有望弹性发展。暂不考虑增发对公司业绩影响,预计公司2022-2024年EPS分别为0.12/0.18/0.22亿元,对应PE分别为100/70/57倍,维持“推荐”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、产能扩张不及预期、企业改革不及预期、非公开发行进展不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	1,893	2,085	2,401	2,760
增长率	-6.0%	10.1%	15.2%	14.9%
归母净利润(百万元)	119	125	180	222
增长率	-62.2%	5.4%	43.8%	23.0%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.12	0.18	0.22
ROE	5.3%	5.4%	7.5%	8.8%

资料来源:Wind, 华鑫证券研究

正文目录

1、百年龙头醋企，业绩稳健增长	5
1.1、百年醋企，整理好行装再出发	5
1.2、股权结构集中，国资委控股	6
1.3、聚焦主业，业绩稳健向好	7
2、食醋、料酒景气度较高，集中度有望继续提升	9
2.1、食醋行业市场潜力大，集中度有望持续提升	9
2.2、料酒行业尚处成长期，预计将保持双位数增长	12
3、百年醋企焕新生，多番改革展新颜	14
3.1、传承百年经典，塑造国民食醋品牌	14
3.2、三驾马车并行，产能翻倍奠定发展基础	15
3.3、渠道改革初见成效，全国化布局仍待深入	22
3.4、具备较强定价权，静待提价落地	25
3.5、多番改革展新颜，完善市场化激励机制	25
4、盈利预测与评级	29
5、风险提示	30

图表目录

图表 1：恒顺醋业起源于 1840 年，2001 年登录 A 股上市，2020 年新董事长上任	5
图表 2：2020 年开启改革新阶段	6
图表 3：从多元到聚焦调味品主业，2021 年调味品营收占比 82%	6
图表 4：镇江国资委通过恒顺集团控股，持股比例达 44.63%	6
图表 5：营收从 2012 年 11.5 亿元增至 2021 年 18.9 亿元，8 年 CAGR 为 6%	7
图表 6：净利润从 2012 年 -0.37 亿元增至 2021 年 1.19 亿元	7
图表 7：2022Q1 毛利率/净利率分别 38%/13%	8
图表 8：2022Q1 销售费用率/管理费用率分别 12%/9%	8
图表 9：恒顺醋业毛利率行业中位于较高位置	8
图表 10：恒顺醋业净利率在改革下有所恢复	8
图表 11：恒顺醋业销售费用率 2022Q1 为 12%，位于行业中游	8
图表 12：恒顺醋业管理费用率 2022Q1 为 9%，行业中处于较高位置	8
图表 13：恒顺醋业 2021 年 ROE 为 5.2%	9
图表 14：恒顺醋业 ROE 与净利率水平紧密相关	9
图表 15：我国百强食醋行业销售收入从 2012 年 35 亿增至 2019 年 65 亿，7 年 CAGR 为 9%	10

图表 16: 我国食醋产量从 2012 年 377 万吨增至 2019 年 445 万吨, 7 年 CAGR 为 2.4%.....	10
图表 17: 2018 年我国百强食醋销售均价 3845 元/吨.....	10
图表 18: 食醋行业整体呈现量价齐升	10
图表 19: 食醋行业 CR5 约为 19%.....	11
图表 20: 百强食醋企业产量 5 万吨以下占 81%	11
图表 21: 食醋行业梯度分布	11
图表 22: 四大传统名醋各有特点	11
图表 23: 中国食醋人均消费量仍有 2 倍的成长空间.....	12
图表 24: 食醋均价较日本有 7 倍成长空间	12
图表 25: 料酒行业销售收入从 2014 年 63 亿元增至 2019 年 130 亿元, 5 年 CAGR 为 16%.....	13
图表 26: 料酒产量从 2010 年 125 万吨增至 2019 年 315 万吨, 9 年 CAGR 为 11%.....	13
图表 27: 料酒均价从 2014 年 3000 元/吨增至 2019 年 4142 元/吨, 5 年 CAGR 为 7%.....	13
图表 28: 料酒行业实现量价齐升	13
图表 29: 料酒市场 CR5 为 18%	14
图表 30: 料酒企业产能低于 1 万吨占 75%	14
图表 31: 恒顺醋业获得多项荣誉	14
图表 32: Chnbrand 品牌排行榜中恒顺排食醋第一.....	15
图表 33: 食醋十大品牌中恒顺居首	15
图表 34: 广告宣传费 2021 年 2.2 亿	15
图表 35: 恒顺醋业销售费用率行业中处于较高水平.....	15
图表 36: 食醋/料酒 2021 年占比 66%/17%	16
图表 37: 醋/料酒 4 年 CAGR 为 4%/20%	16
图表 38: 食醋矩阵齐全, 品类繁多	16
图表 39: 食醋营收从 2017 年 10 亿增至 2021 年 12 亿, 4 年 CAGR 为 4%.....	17
图表 40: 2021 年醋毛利率为 44%.....	17
图表 41: 北固山品牌主要为中低端食醋产品	18
图表 42: 料酒品类产品矩阵丰富	18
图表 43: 料酒营收从 2017 年 1.53 亿元增至 2021 年 3.21 亿元, 4 年 CAGR 为 20%.....	19
图表 44: 料酒占比从 2017 年 11 提升至 2021 年 17%.....	19
图表 45: 酱类产品矩阵不断丰富	19
图表 46: 食醋/料酒销量 2016-2021 年 CAGR 为 5%/22%.....	20
图表 47: 2021 年食醋/料酒吨价分别 6899/4310 元/吨.....	20
图表 48: 2021 年食醋/料酒吨成本分别 3421/2574 元/吨, 呈下滑趋势.....	21
图表 49: 料酒、食醋主要靠销量带动增长	21
图表 50: 恒顺醋业募投项目预计增加 43.5 万吨产能	21
图表 51: 恒顺醋业食醋产能行业领先	22

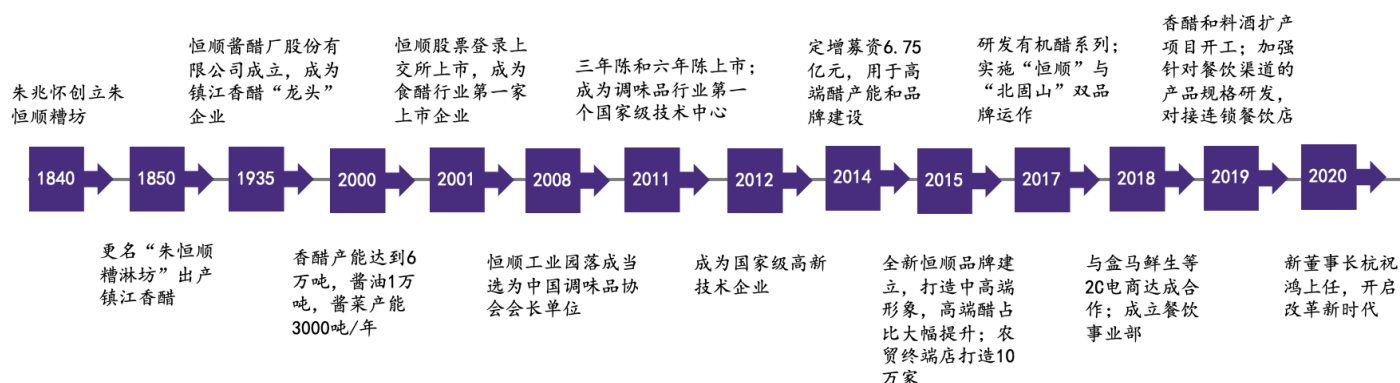
图表 52: 华东为主战场, 占比常年超过 50%	22
图表 53: 2016-2021 年华南/华中/华东/华北/西部 CAGR 为 11%/10%/8%/7%/6%.....	22
图表 54: 公司以经销为主, 2021 年占比达 92%	23
图表 55: 经销商快速增长, 2022Q1 达 1829 家	23
图表 56: 2021 年线上销售 1.9 亿元, 占比达 10%	24
图表 57: 开通淘宝和微信商城	24
图表 58: 恒顺提出八大战区	24
图表 59: 样板市场增加至 8 家	24
图表 60: 恒顺醋业每隔 3 年左右进行提价	25
图表 61: 恒顺醋业 2021 年人均创收 73 万元	26
图表 62: 恒顺醋业 2021 年人均创利 5 万元	26
图表 63: 恒顺醋业 2021 年人均薪酬 12 万元	26
图表 64: 恒顺醋业 2021 年销售人员人均薪酬 13 万元.....	26
图表 65: 恒顺醋业高管薪酬和激励有待提升	26
图表 66: 恒顺醋业与新东方烹饪达成战略合作	27
图表 67: 股权回购完成, 拟用于股权激励	27
图表 68: 恒顺集团全数字化重塑项目	28
图表 69: 盈利预测	29

1、百年龙头醋企，业绩稳健增长

1.1、百年醋企，整理好行装再出发

百年老字号的龙头醋企。恒顺醋业最早可追溯至清朝光绪年间丹徒人朱兆怀创立的“朱恒顺糟坊”，是镇江香醋的正宗代表。公司是目前中国最大的制醋企业，作为中国四大名醋之一镇江香醋的代表，在引领中国醋业发展的基础上形成：香醋、白醋、料酒、酱油、麻油、酱菜等系列产品。主导产品食醋连续20多年产销量全国领先，广销60多个国家和地区，供应我国驻外160多个国家使（领）馆。

图表 1：恒顺醋业起源于 1840 年，2001 年登录 A 股上市，2020 年新董事长上任



资料来源：恒顺醋业官网，恒顺醋业公告，华鑫证券研究

发展早期（1840-2001）：1840 年丹徒人朱兆怀秉承“恒顺众生”经营理念在江苏镇江创立“朱恒顺糟坊”，是恒顺醋业的前身。1850 年更名为“朱恒顺淋坊”，出产镇江香醋。1933 年“朱糟坊”改制为镇江恒顺酱醋厂。1955 年完成公私合营改造。2001 年实现在上交所上市。公司经过上百年的传承，从传统酱醋作坊发展成中国四大名醋之一镇江香醋的代表。1997-2001 年营业总收入和归母净利润 CAGR 分别为 15.50%、5.79%。

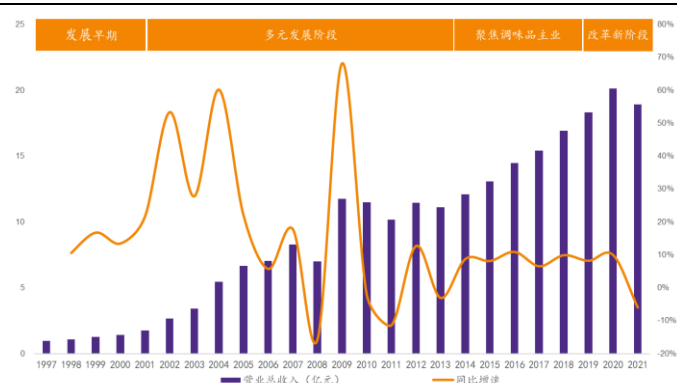
多元发展阶段（2001-2014）：成功上市之后恒顺尝试向多元化转型，在 2002、2004、2008 年先后涉足光电产品、房地产行业以及建筑安装工程，但是公司对其他行业缺乏经验叠加宏观经济环境影响，多元化经营反而拖累公司业绩。公司随后逐渐剥离光电产品、房地产行业以及建筑安装工程等非调味品业务。2001-2012 年营业总收入和归母净利润 CAGR 分别为 16.07%、8.92%，2008、2012 年归母净利润实现亏损。

聚焦调味品主业（2014-2020）：2012 年公司制定“以食醋业为核心，带动相关调味品、酒类、醋类衍生品等产业发展”的战略，有计划的推进产业整合

工作。2014 年定增募资 6.75 亿元用于高端醋产能和品牌建设，2017 年确定“恒顺”和“北固山”双品牌运作，2019 年香醋和料酒扩产项目开工。酱醋调味品占比从 2004 年最低点的 38.80% 提升到 2020 年的 96.28%。2014-2020 年营业总收入和归母净利润 CAGR 分别为 8.90%、27.06%。

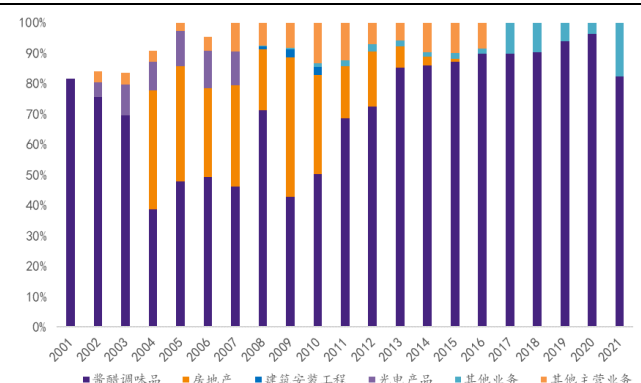
改革新阶段（2020 年至今）：2020 年公司新董事长杭祝鸿正式上任，提出聚焦打造“醋、酒、酱”三大品类，同时持续关注“主推产品”和“高端产品”销售，优化醋类产品结构，积极对公司各方面进行改革，恒顺醋业进入新阶段。

图表 2：2020 年开启改革新阶段



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 3：从多元到聚焦调味品主业，2021 年调味品营收占比 82%

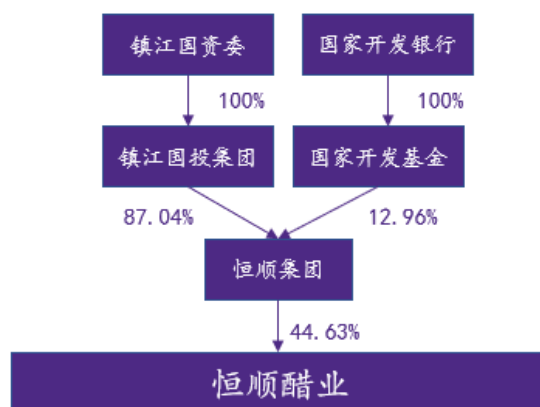


资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

1.2、股权结构集中，国资委控股

股权结构集中，国资委控股。公司第一大股东是江苏恒顺集团，持股比例为 44.63%。镇江市国资委通过镇江国投集团持有恒顺集团 87.04% 股权，是恒顺醋业实控人。

图表 4：镇江国资委通过恒顺集团控股，持股比例达 44.63%

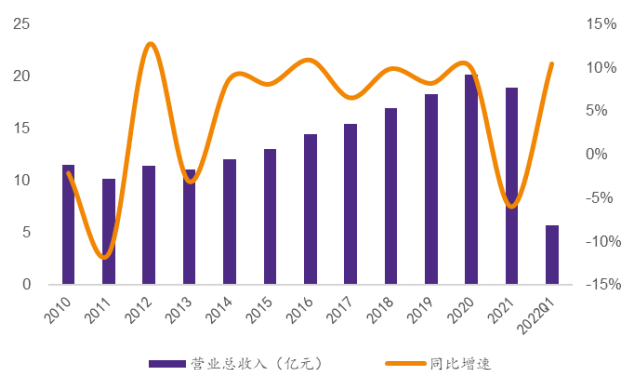


资料来源：恒顺醋业公告，wind，华鑫证券研究

1.3、 聚焦主业，业绩稳健向好

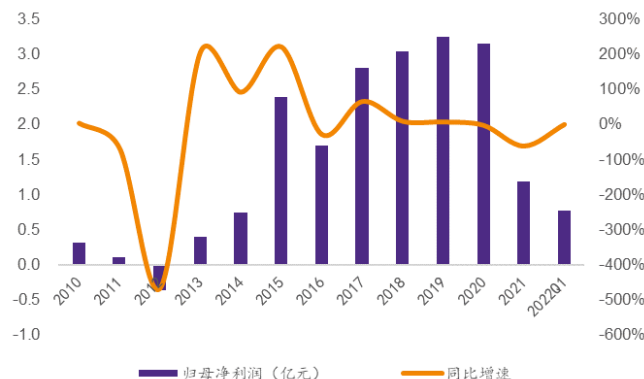
聚焦主业后公司业绩稳健向好。公司自 2012 年提出以调味品为核心的发展战略后业绩实现稳定增长，营收从 2012 年 11.47 亿元增至 2021 年 18.93 亿元，8 年 CAGR 为 6.47%，归母净利润从 2012 年-0.37 亿元增长至 2021 年 1.19 亿元，2015 年因处置百盛商城股权转让获得投资收益 1.42 亿元至归母净利润大增，2015 年扣非归母净利润同比增长 69.44%。2021 年公司实现营收和归母净利润分别同比下滑 6.01%、62.22%，主要系核心市场江苏等华东地区疫情反复影响较大，商超受疫情及社区团购冲击较大以及原材料价格上涨和加大广告宣传、促销投入及研发投入所致。2022Q1 实现营收、归母净利润 5.72、0.77 亿元，分别同比增长 10.43%、-0.75%，预计主要系原材料价格居高不下所致。

图表 5：营收从 2012 年 11.5 亿元增至 2021 年 18.9 亿元，8 年 CAGR 为 6%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

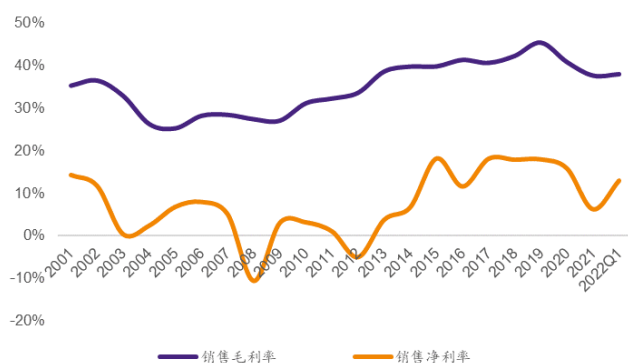
图表 6：净利润从 2012 年-0.37 亿元增至 2021 年 1.19 亿元



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

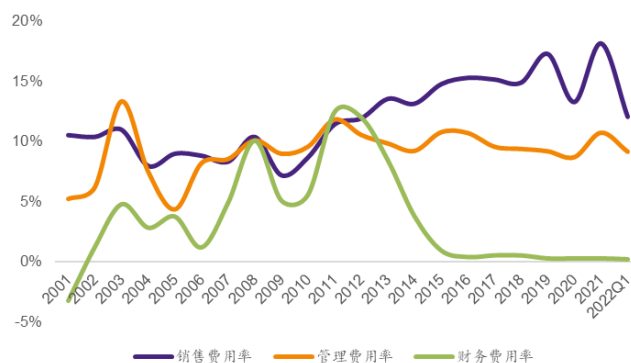
毛利率、净利率整体呈上升趋势。随着公司业务逐步回归主业，销售利润率呈上升趋势。毛利率从 2012 年 33.54% 增至 2021 年 37.58%，除 2021 年基本稳定在 40% 以上，处于行业中游水平；净利率从 2012 年 -5.04% 增至 2021 年 6.25%，2021 年由于销售受疫情和社区团购冲击叠加原材料价格上涨，但销售费用投入仍较大，净利率有所下滑，2015 年后净利率基本维持在 15% 以上水平。2022Q1 毛利率、净利率分别为 37.90%、12.99%。从费用情况看，由于公司进行营销改革销售费用率持续处于高位，2021 年为 18.15%；管理费用率在行业中处于较高水平，2021 年为 10.76%；财务费用率在 2012 年后随公司剥离房地产等非主营业务后杠杆水平降低而显著下降，2021 年为 0.30%。2022Q1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 12.07%、9.17%、0.22%。

图表 7：2022Q1 毛利率/净利率分别 38%/13%



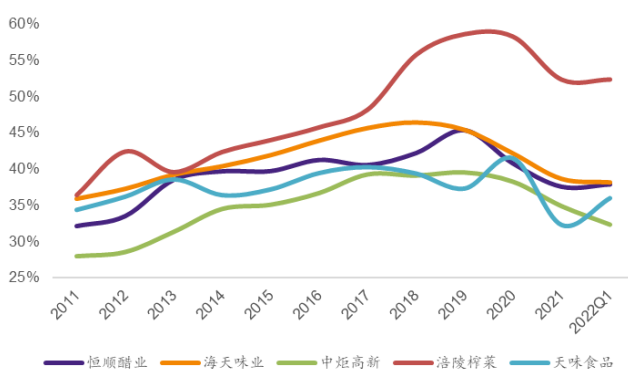
资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 8：2022Q1 销售费用率/管理费用率分别 12%/9%



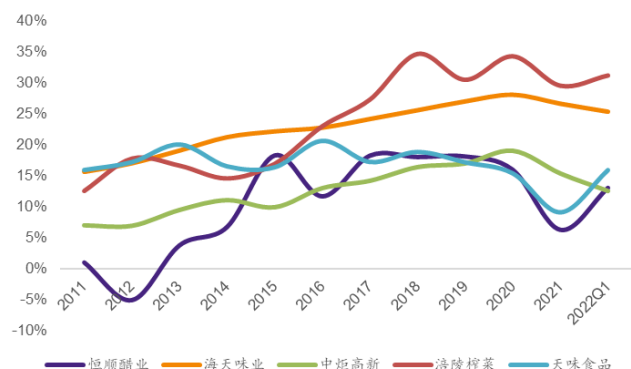
资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 9：恒顺醋业毛利率行业中位于较高位置



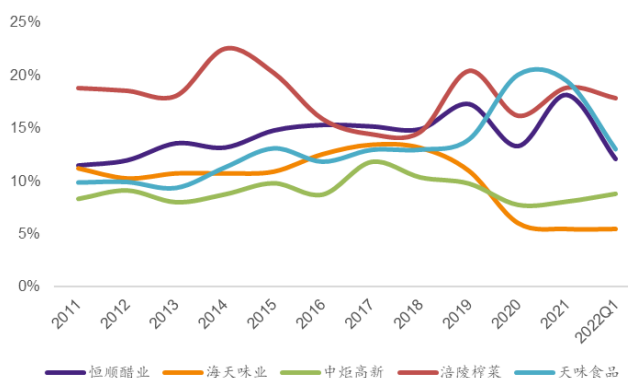
资料来源：恒顺醋业、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、天味食品公告，华鑫证券研究

图表 10：恒顺醋业净利率在改革下有所恢复



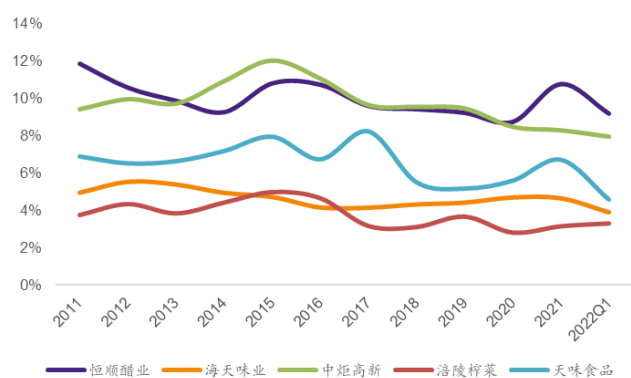
资料来源：恒顺醋业、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、天味食品公告，华鑫证券研究

图表 11：恒顺醋业销售费用率 2022Q1 为 12%，位于行业中游



资料来源：恒顺醋业、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、天味食品公告，华鑫证券研究

图表 12：恒顺醋业管理费用率 2022Q1 为 9%，行业中处于较高位置

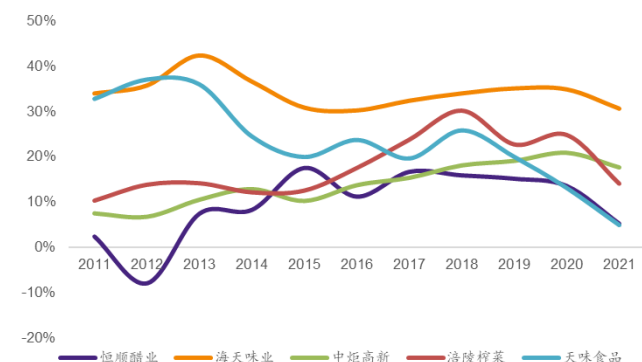


资料来源：恒顺醋业、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、天味食品公告，华鑫证券研究

2021 年 ROE 为 5.21%，ROE 水平主要受净利率影响。公司 ROE 水平总体呈现上升趋势，2020、2021 年由于持续进行改革，费用投放加大，加上原材料价格

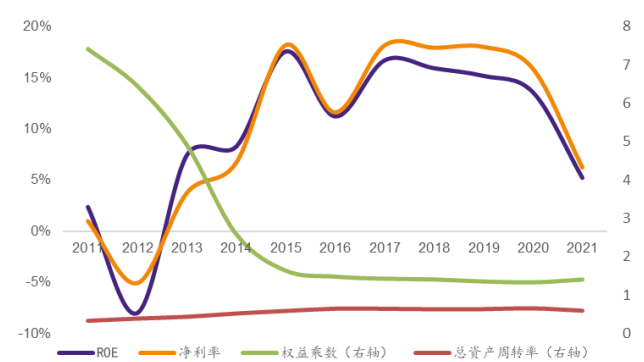
上涨，ROE 水平有所下滑，2021 年 ROE 为 5.21%。通过杜邦分析拆分，公司 ROE 水平主要受净利率影响，与净利率走势基本一致。权益乘数在 2015 年之后基本保持在 1.3-1.5 区间，总资产周转率 2014 年之后保持在 0.5-0.6 区间，2021 年权益乘数和总资产周转率分别为 1.41、0.59。

图表 13：恒顺醋业 2021 年 ROE 为 5.2%



资料来源：恒顺醋业、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、天味食品公告，华鑫证券研究

图表 14：恒顺醋业 ROE 与净利率水平紧密相关



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

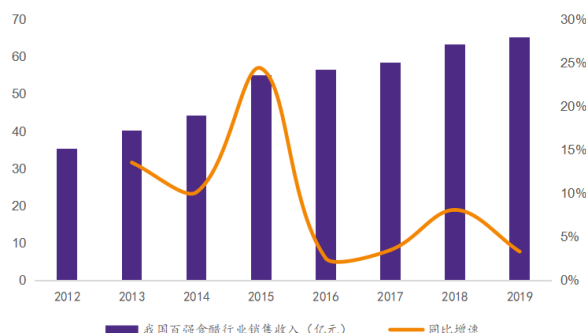
2、食醋、料酒景气度较高，集中度有望继续提升

2.1、食醋行业市场潜力大，集中度有望持续提升

食醋作为传统调味品第二大品类，行业保持较高增速。我国调味品百强企业食醋销售收入从2012年35亿元增至2019年65亿元，7年CAGR为9.13%。我国食醋总产量从2012年377万吨增至2019年445万吨，7年CAGR为2.40%。整体来看，我国食醋仍处于消费者与品牌意识的培育期。从单价来看，百强企业食醋销售单价2018年为3846元/吨，11-18年CAGR约2.5%。假定食醋整体均价与百强企业单价相似且每年保持2%左右增长，产量保持2%左右增长，则我们预计2020年食醋行业均价约为4000元/吨，产量约450万吨，市场规模可达180亿元，预计2025年市场规模达290亿元。

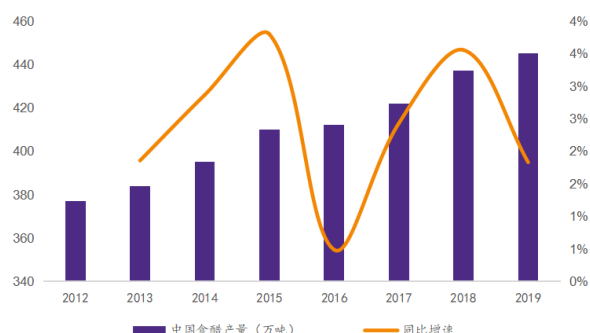
拆分量价看：我国食醋销售单价约为4000元/吨，近几年销售单价CAGR约为2.5%；2020年食醋产量约450万吨，近几年产量CAGR约为2.4%。

图表 15：我国百强食醋行业销售收入从 2012 年 35 亿增至 2019 年 65 亿，7 年 CAGR 为 9%



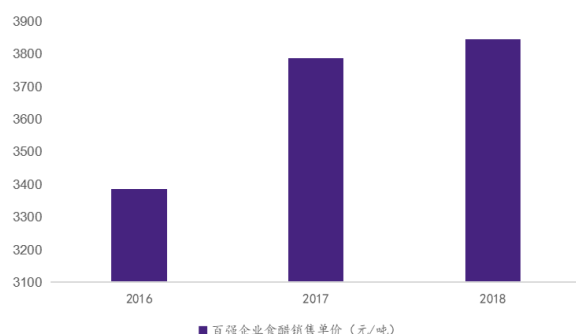
资料来源：华经产业研究院，中国调味品协会，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 16：我国食醋产量从 2012 年 377 万吨增至 2019 年 445 万吨，7 年 CAGR 为 2.4%



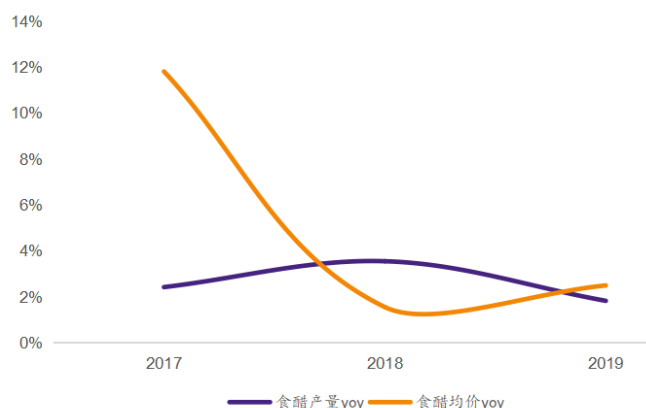
资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 17：2018 年我国百强食醋销售均价 3845 元/吨



资料来源：中国调味品协会，华鑫证券研究

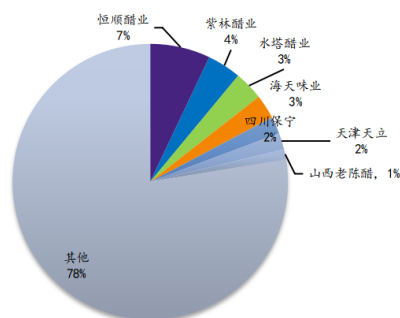
图表 18：食醋行业整体呈现量价齐升



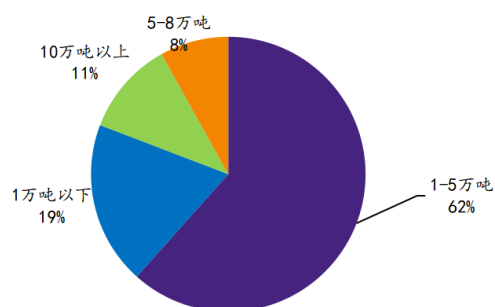
资料来源：中国调味品协会，中国调味品协会，观研天下，华鑫证券研究

我国食醋区域特点显著，市场集中度有待提高。我国幅员辽阔，饮食文化历史悠久，也造成了不同地区的饮食习惯不同，食醋的发展区域特点显著，行业品牌集中度较低。我国拥有传统的四大名醋，分别为四川保宁醋、山西老陈醋、镇江香醋，福建永春老醋，它们口感特点和主要销售区域均有所不同。另外还有水塔醋业、紫林醋业等区域品牌，这也导致我国食醋行业品牌集中度较低，其中恒顺醋业市占率第一，仅有7%的市场份额，CR5不到20%。对比日本2019年CR5占比70%仍有较大提升空间。从产量来看，中小企业居多，食醋百强企业中，产量为1-5万吨的占61%，占比最多；1万吨以下的企业占19%；10万吨以上的企业仅占11%。与邻国日本相比，在80年代中后期CR5便超过70%，我国食醋行业市场集中度仍有较大提升空间，也为我国龙头醋企提供发展机遇。2018年我国发布食醋新国标移除配置醋，而我国配制醋占比达60%，在此标准下小作坊式食醋企业将逐步淘汰，行业集中度有望进一步提升。

图表 19：食醋行业 CR5 约为 19%



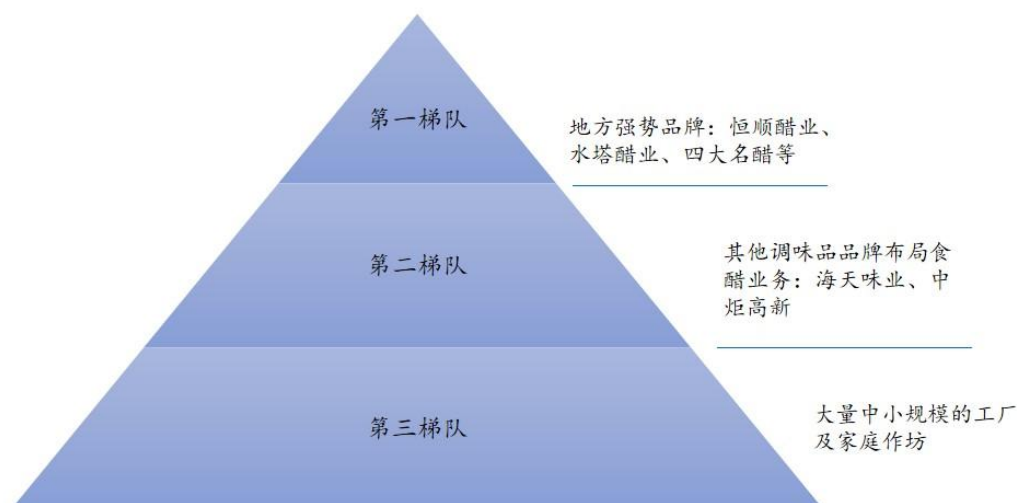
图表 20：百强食醋企业产量 5 万吨以下占 81%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 21：食醋行业梯度分布



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 22：四大传统名醋各有特点

四大名醋	原料	特点	主要市场
山西老陈醋	优质糯米	富含氨基酸、糖、维生素	山西等华北地区
四川保宁醋	麸皮、大麦、大米	唯一的药醋	江浙沪等华东地区
镇江香醋	优质高粱	酸而不涩、色浓味鲜	四川等西南地区
福建永春老醋	糯米、红曲、芝麻	加入芝麻调香	福建等华南地区

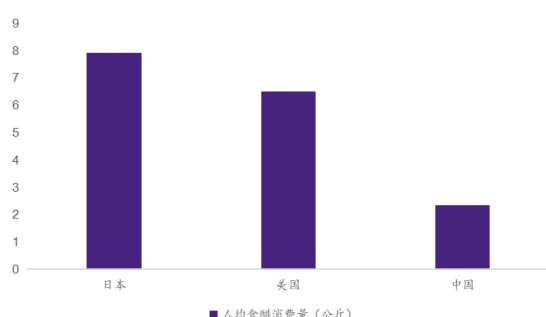
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

我国食醋消费量和消费价格均有较大提升空间。从量来看，2018年我国人均食醋消费量仅2.34公斤，远低于美日的6.5、7.9公斤，对标美、日消费情况我们认为中国食醋至少还有2倍的成长空间。从价来看，中国食醋均价远低于日本，根据日本统计局数据，日本食醋均价约为29000元/吨，而我国百强食醋企业均

价仅为3845元/吨，具有较大差距。因此从量价来看，对比国际市场，我国食醋行业仍具有量价齐升的空间。

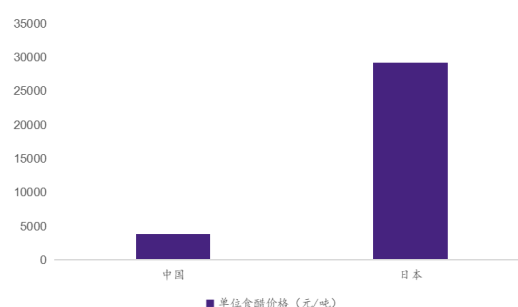
高端、健康化和功能细分化共振，促进食醋行业发展。我国食醋单价持续提升，并且各企业针对消费升级的情况纷纷推出高端产品。随着消费场景的细分，功能化食醋也逐渐受到欢迎，包括饺子醋、蟹醋、凉拌醋等调味醋不断推出，苹果醋、山楂醋等醋饮料发展迅速，市场规模达到约50亿元。我们认为未来随着生活水平的提高以及健康意识的提升，醋行业结构升级趋势将会加速，保健品或者饮料等衍生产品也将带来增量空间。

图表 23：中国食醋人均消费量仍有 2 倍的成长空间



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 24：食醋均价较日本有 7 倍成长空间

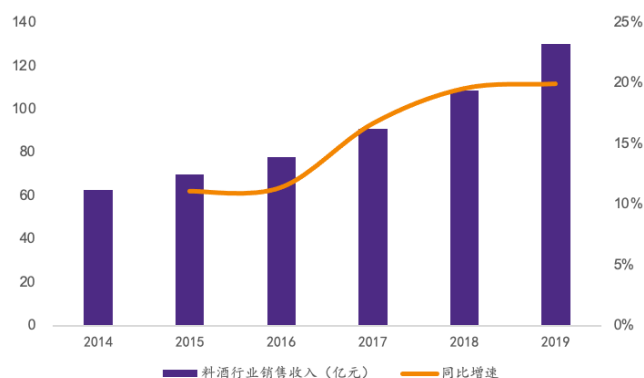


资料来源：观研天下，华鑫证券研究

2.2、料酒行业尚处成长期，预计将保持双位数增长

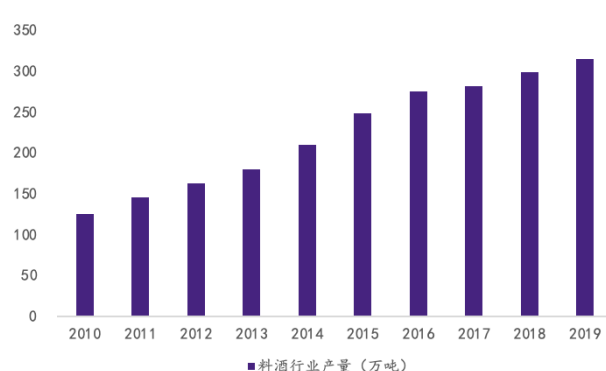
行业快速增长，尚处于成长期。料酒在烹制菜肴中广泛使用，主要作用为去腥、增香，随着我国生活水平的提升，居民对美味的追求越来越高，料酒的使用也开始增多。料酒行业销售收入从 2014 年 63 亿元增至 2019 年 130 亿元，5 年 CAGR 为 15.68%；产量从 2010 年 125 万吨增至 2019 年 315 万吨，9 年 CAGR 为 10.82%。拆分量价看，料酒均价从 2014 年 3000 元/吨增至 2019 年 4142 元/吨，5 年 CAGR 为 6.67%，实现量价齐升。

图表 25: 料酒行业销售收入从 2014 年 63 亿元增至 2019 年 130 亿元, 5 年 CAGR 为 16%



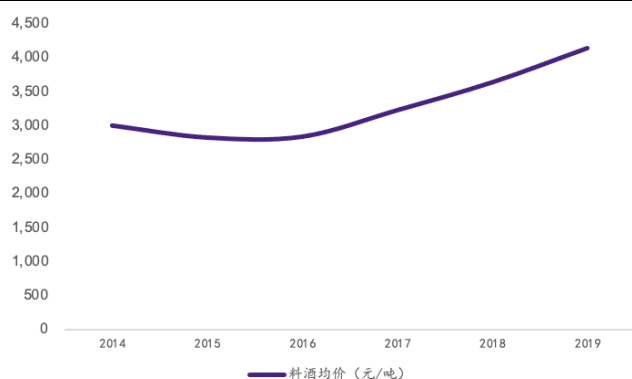
资料来源: 华经产业研究院, 华鑫证券研究

图表 26: 料酒产量从 2010 年 125 万吨增至 2019 年 315 万吨, 9 年 CAGR 为 11%



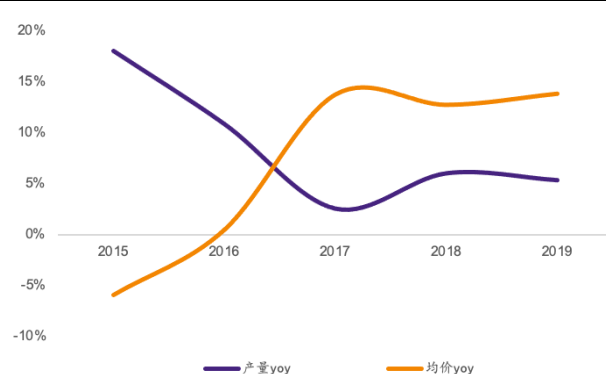
资料来源: 智研咨询, 华鑫证券研究

图表 27: 料酒均价从 2014 年 3000 元/吨增至 2019 年 4142 元/吨, 5 年 CAGR 为 7%



资料来源: 华经产业研究院, 智研咨询, 华鑫证券研究

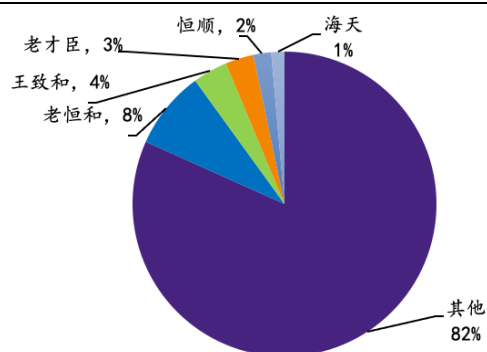
图表 28: 料酒行业实现量价齐升



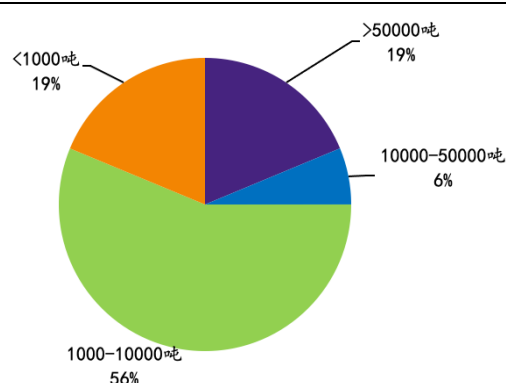
资料来源: 华经产业研究院, 智研咨询, 华鑫证券研究

市场集中度较低, 龙头企业发展潜力大。由于料酒行业尚处于发展初期, 许多料酒生产企业以小作坊或者中小企业为主。我国约有超 1000 家料酒生产企业, 其中百强调味品企业中料酒企业共有 16 家, 产量 5 万吨以上的仅占 19%, 1-5 万吨占 6%, 1 万吨以下产能的中小企业占比超过 75%。从集中度来看, 目前行业集中度分散, 区域型企业较多, 尚未出现全国性的龙头企业。市占率最高的老恒和, 占比仅 8.3%, 王致和、老才臣、恒顺、海天分别占比约 3.7%、3.0%、1.9%、1.4%, CR5 为 18.3%。我们认为随头部企业品牌和渠道优势逐渐显现, 料酒行业集中度有望得以提升, 头部企业发展潜力更大。

图表 29：料酒市场 CR5 为 18%



图表 30：料酒企业产能低于 1 万吨占 75%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：中国调味品协会，华鑫证券研究

3、百年醋企焕新生，多番改革展新颜

3.1、 传承百年经典，塑造国民食醋品牌

恒顺醋业获得多项荣誉，具备较强品牌力。恒顺醋业作为百年醋企，其品牌影响力受到广泛肯定，公司在发展阶段获得多项国家和国际性荣誉，其特有的“恒顺香醋酿制技艺”入选国家首批非物质文化遗产保护名录。在各大品牌排行榜中，恒顺醋业作为镇江香醋的代表均入选前十，且名次靠前。

图表 31：恒顺醋业获得多项荣誉

时间	获得荣誉
1929	获得国货展览会一等奖
1985	获得法国美食旅游博览会金奖；获得国家质量金奖并三次蝉联
1988	获得巴黎博览会金奖
2001	中国食品工业协会认定“中国食品公业 20 大著名品牌企业”
2005	中国调味品协会认定“中国调味品行业食醋十强品牌企业”
2006	“恒顺香醋酿制技艺”入选国家首批非物质文化遗产保护名录
2010	获得上海世博会食醋行业产品质量奖
2013	获得亚洲名优品牌奖
2016	中国调味品产业领军企业

资料来源：恒顺集团官网，华鑫证券研究

图表 32: Chnbrand 品牌排行榜中恒顺排食醋第一



资料来源: Chnbrand, 华鑫证券研究

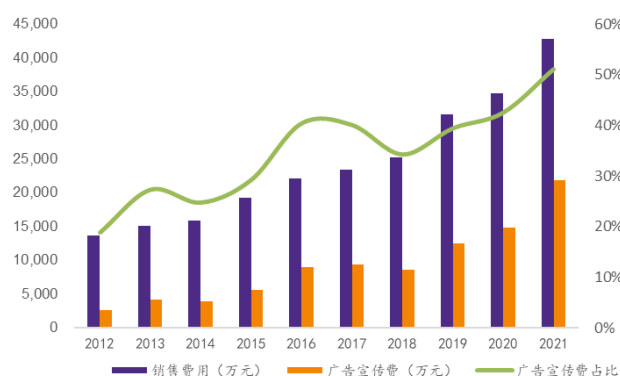
图表 33: 食醋十大品牌中恒顺居首

排名	品牌	发源地
1	恒顺醋业	江苏镇江
2	东湖醋	山西太原
3	水塔醋业	山西太原
4	紫林醋业	山西太原
5	宁化府	山西太原
6	保宁醋	四川南充
7	天立老醋	天津
8	海天	广东佛山
9	千禾味业	四川眉山
10	李锦记	广东珠海

资料来源: CNPP 大数据, 华鑫证券研究

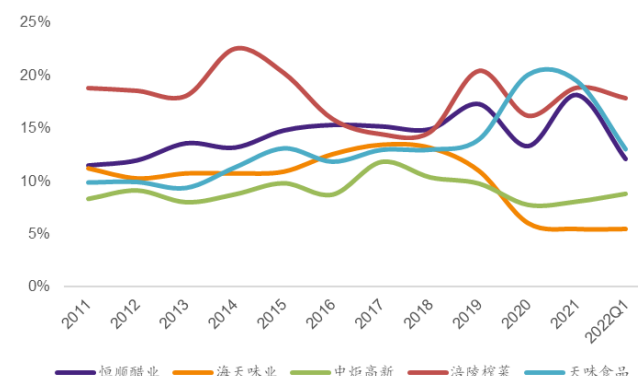
加大广告宣传, 费用投放持续增长。公司十分注重品牌宣传和广告营销, 销售费用率在调味品行业中处于中上水平。从广告宣传费看, 费用快速增长, 从2012年0.26亿元增长至2021年的2.18亿元, 占销售费用比重从18.86%提升至51.07%, 持续的费用投放也让公司品牌深入人心。

图表 34: 广告宣传费 2021 年 2.2 亿



资料来源: 恒顺醋业公告, 华鑫证券研究

图表 35: 恒顺醋业销售费用率行业中处于较高水平

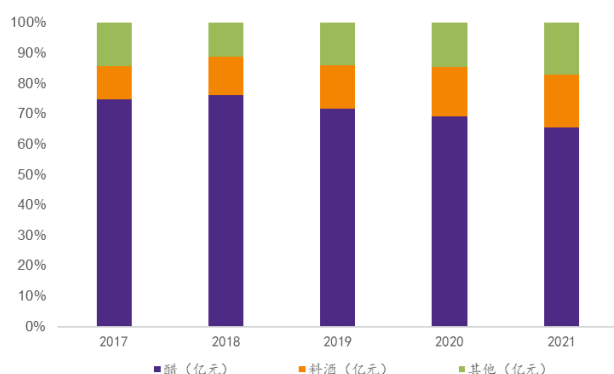


资料来源: 恒顺醋业公告, 华鑫证券研究

3.2、三驾马车并行, 产能翻倍奠定发展基础

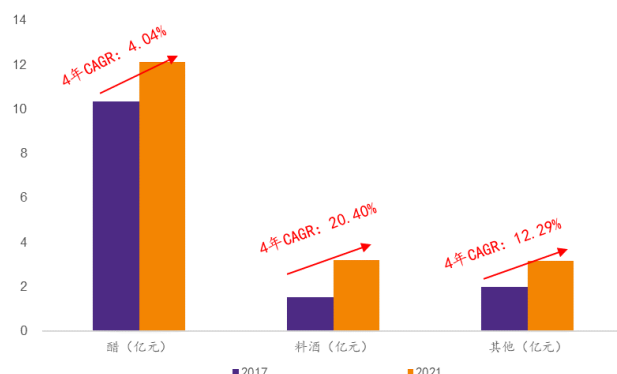
“醋、酒、酱”三驾马车齐驾并行。公司在2012年便制定规划恒顺“醋、酒、酱”三驾马车齐驾并行的发展策略。明确紧紧围绕“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”三大核心主业发展。经过多年的发展, 公司食醋、料酒、酱类主要产品收入均得到稳定增长。2021年食醋、料酒、其他实现营收12.11、3.21、3.15亿元, 占比分别为65.59%、17.37%、17.04%, 食醋+料酒合计占总营收比重82.96%。从增速看, 食醋、料酒、其他类2017-2021年CAGR为8.24%、44.97%、26.09%。

图表 36：食醋/料酒 2021 年占比 66%/17%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

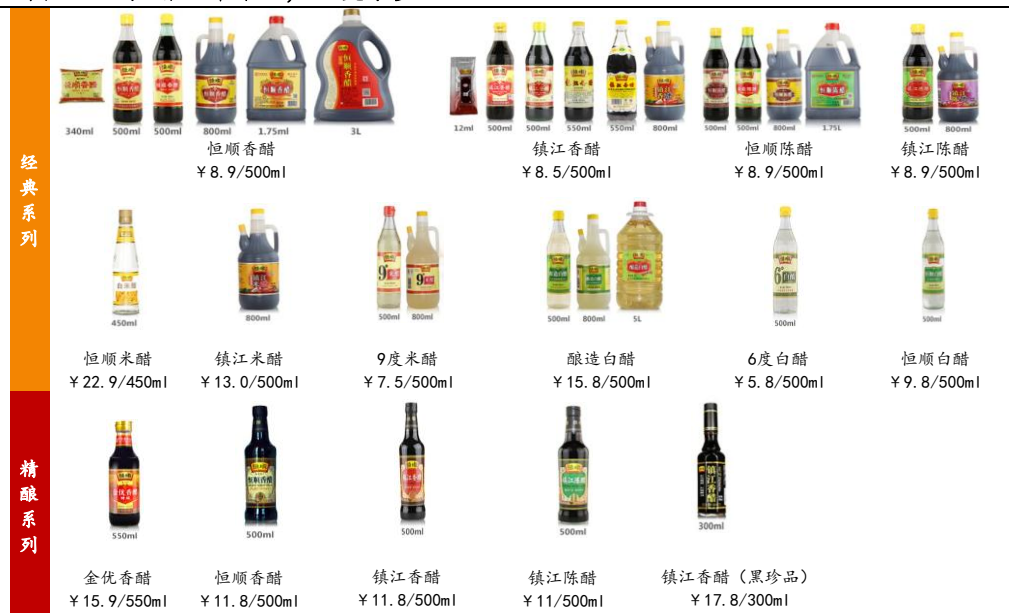
图表 37：醋/料酒 4 年 CAGR 为 4%/20%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

食醋稳定发展，矩阵齐全。食醋作为公司最主要的核心品类，产品矩阵丰富，拥有经典系列、精酿系列、宴会系列、年份系列、有机系列、健康系列等多种产品系列，产品涵盖香醋、黑醋、白醋、醋饮料等不同类型。公司持续保持食醋生产和销售稳居全国第一，健全“香陈白米果”醋类产品体系。2021 年食醋实现营收 12.11 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 4.04%，其中黑醋产品实现收入 10.43 亿元。食醋收入稳定增长，在大力发展多品类情况下，占比从 2017 年的 75% 下滑至 2021 年的 65.59%。食醋毛利率有所增长，从 2017 年的 42.01% 增长至 2021 年的 43.97%。

图表 38：食醋矩阵齐全，品类繁多

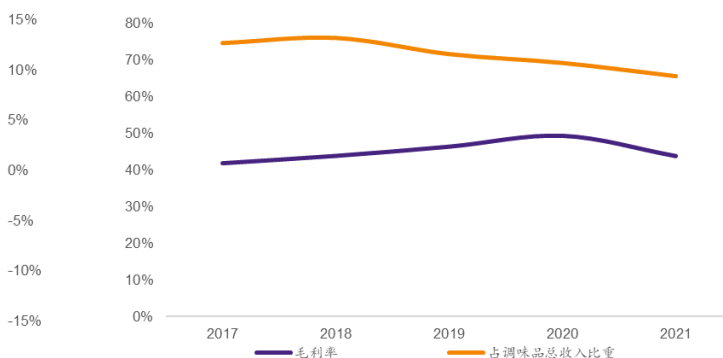
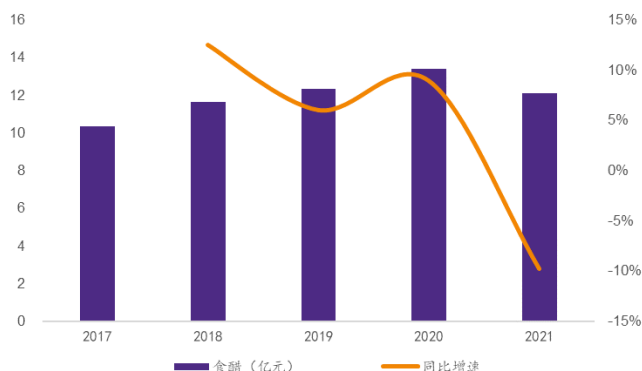




资料来源：恒顺醋业官网，恒顺醋业天猫商城，华鑫证券研究

图表 39：食醋营收从 2017 年 10 亿增至 2021 年 12 亿，4 年 CAGR 为 4%

图表 40：2021 年醋毛利率为 44%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

“恒顺+北固山”双品牌运作, 优化醋类产品结构。公司食醋主要通过“恒顺+北固山”双品牌运作, 明确系列产品之间的差异化和卖点, 以满足不同消费者的需求。“恒顺”定位中高端, 作为主品牌价格在 10-30 元, “北固山”定位中低端, 价格在 5-10 元。公司持续关注“主推产品”和“高端产品”销售, 产品结构不断优化, 2020 年高端产品实现收入 2.6 亿元, 占总营收比重达到 12.91%, 毛利率在 50% 以上, 并且不断推出如大师手工醋、枸杞口服醋等中高端、功能型醋等, 高端产品未来有望持续增长。

图表 41：北固山品牌主要为中低端食醋产品



资料来源：恒顺醋业官网，恒顺醋业天猫商城，华鑫证券研究

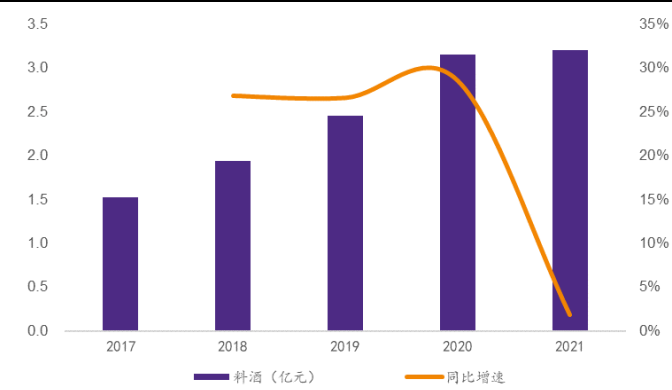
料酒业务快速增长，成为公司第二大品类。料酒作为重点发展品类，实现快速发展，持续加大传统料酒营销力度，同时在饮用黄酒领域发力，全面布局恒顺高端黄酒“百花”系列，形成花样年华、花开富贵、花开盛世等 6 款产品。料酒营收从 2017 年 1.53 亿元增至 2021 年 3.21 亿元，4 年 CAGR 为 20.40%，增速最快，占比从 2017 年 11.03% 提升至 2021 年 17.37%。毛利率水平较为稳定，2021 年为 37.38%（去除运输费用同口径）。

图表 42：料酒品类产品矩阵丰富



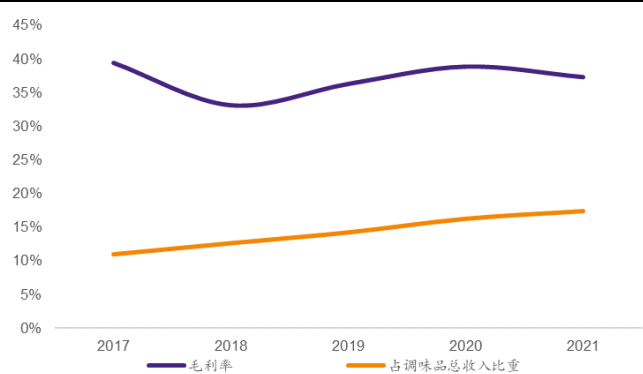
资料来源：恒顺醋业官网，恒顺醋业天猫商城，华鑫证券研究

图表 43：料酒营收从 2017 年 1.53 亿元增至 2021 年 3.21 亿元，4 年 CAGR 为 20%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 44：料酒占比从 2017 年 11% 提升至 2021 年 17%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

酱类稳步拓展，多品类协同发展。除了食醋和料酒外，公司还将做宽酱业，酱类产品主要包括酱菜，酱类，酱油，麻油等产品，保持较快增长态势。另外公司还拥有复合调味料、休闲食品、沙司类、饮用黄酒等产品，实现多产品布局。公司首次将复合调味料作为产品新趋势的战略发展高度，并根据产品的特性和消费场景，找准目标人群，并将费用高度聚焦到复合调味料上，全国各市场的营销人员联合经销商的业务团队，在终端全力开展复合调味料的试吃活动，同时通过挂条、盒装的特殊的陈列形式，加强复合调味料的生动化陈列，实现新品类的高速增长。

图表 45：酱类产品矩阵不断丰富



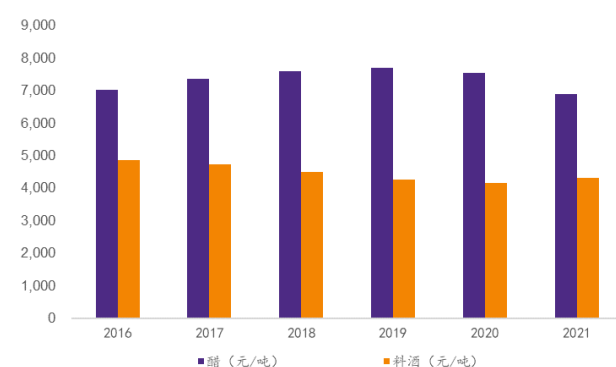
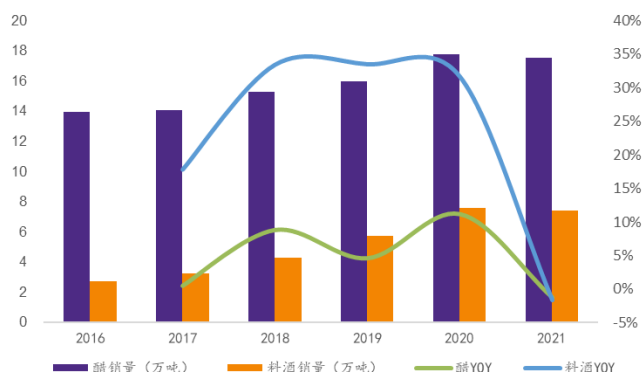
酱菜类		375g 洋姜	¥ 9.9/375g
		375g 香菜芯	¥ 9.5/375g
		375g 糖醋蒜瓣	¥ 11.4/375g
		375g 什锦菜	¥ 8.8/375g
		375g 乳黄瓜	¥ 10.9/375g
		375g 嫩甜瓜	¥ 9.5/375g
		375g 嫩姜	¥ 10.8/375g
		375g 萝卜头	¥ 8.8/375g
		375g 姜丝乳瓜	375g
		375g 宝塔菜	¥ 10.8/375g

资料来源：恒顺醋业官网，恒顺醋业天猫商城，华鑫证券研究

销量稳定增长，量增为主要驱动。拆分量价来看，量增为主要驱动因素，主导食醋产品连续 20 多年销量全国领先。量：食醋销量从 2016 年 13.97 万吨增长至 2021 年 17.55 万吨，5 年 CAGR 为 4.67%；料酒销量从 2016 年 2.74 万吨增长至 2021 年 7.44 万吨，5 年 CAGR 为 22.11%。价：食醋均价从 2016 年 7035 元/吨增长至 2020 年 7553 元/吨，4 年 CAGR 为 1.79%。2021 年由于产品结构调整，吨价下滑至 6899 元/吨；料酒均价有所下滑，从 2016 年 4870 元/吨降至 2021 年 4310 元/吨。从单位成本来看：醋吨成本从 2016 年 4014 元/吨降至 2021 年 3421 元/吨；料酒吨成本从 2016 年 2695 元/吨降至 2021 年 2574 元/吨。

图表 46：食醋/料酒销量 2016-2021 年 CAGR 为 5%/22%

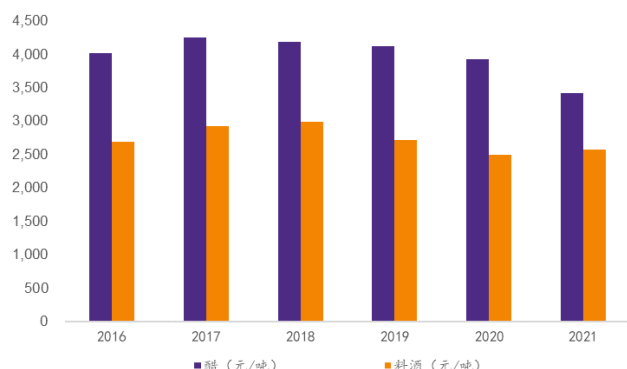
图表 47：2021 年食醋/料酒吨价分别 6899/4310 元/吨



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

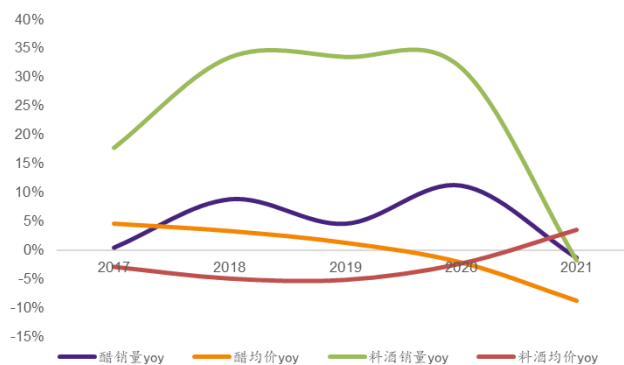
资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 48：2021 年食醋/料酒吨成本分别 3421/2574 元/吨，呈下滑趋势



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 49：料酒、食醋主要靠销量带动增长



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

产能翻倍助力公司改革进程。2021 年 11 月公司发布非公开发行股票预案，拟募资不超过 17.9 亿元，新建 43.5 万吨调味品产能，其中食醋、料酒、酱油、豆瓣、复合调味品分别新增产能 12.5/10/4/4/13 万吨。本次扩产有利于完善公司产品布局，巩固食醋“龙头”地位，扩产区域集中在江苏、重庆、山西，有望配合公司渠道变革和扩张，推进全国化战略。

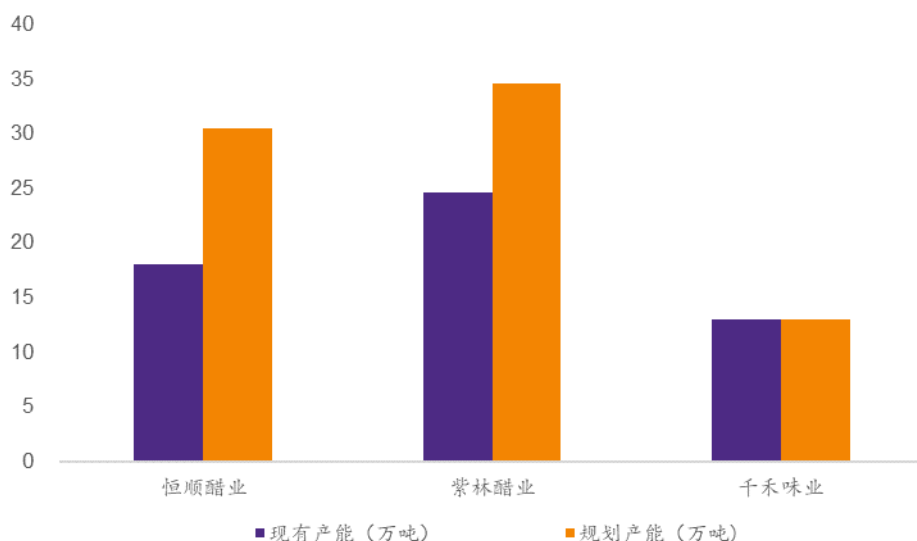
图表 50：恒顺醋业募投项目预计增加 43.5 万吨产能

项目名称	新增产能	建设周期	投资总额 (万元)
恒顺香醋扩产续建工程项目 (二期)	4 万吨/年黑醋、2 万吨/年白醋	24 个月	21600.00
年产 3 万吨酿造食醋扩产项目	3 万吨/年酿造食醋	18 个月	15334.48
10 万吨黄酒、料酒建设项目 (扩建)	4 万吨/年黄酒、6 万吨/年料酒	36 个月	21000.00
徐州恒顺万通食品酿造有限公司年产 4.5 万吨原酿酱油醋智能化产线项目	4 万吨/年高盐稀态原酿酱油、0.5 万吨/年液态原酿米醋	28 个月	35000.00
年产 10 万吨调味品智能化生产项目	4 万吨/年豆瓣、3 万吨/年食醋、3 万吨/年复合调味料	36 个月	55230.48
年产 10 万吨复合调味料建设项目	10 万吨/年复合调味料	24 个月	30792.00

资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

食醋和料酒产能行业领先。公司现有食醋产能 18 万吨，料酒产能 8 万吨，根据规划，定增募投项目将分别增加食醋和料酒产能 12.5/10 万吨，届时恒顺将拥有食醋产能 30.5 万吨，料酒产能 18 万吨，合计产能 69.5 万吨。食醋和料酒产能处于行业领先地位。

图表 51：恒顺醋业食醋产能行业领先

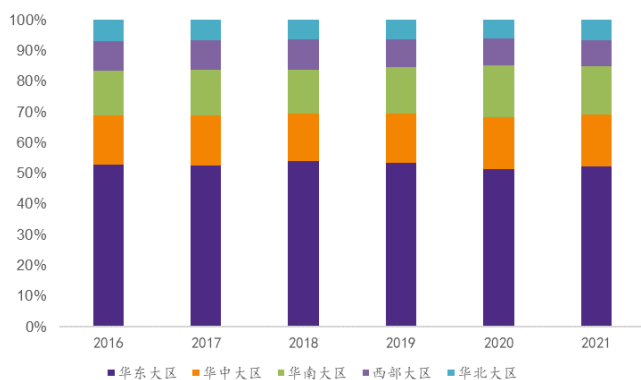


资料来源：恒顺醋业、千禾味业公告，紫林醋业招股说明书，华鑫证券研究

3.3、渠道改革初见成效，全国化布局仍待深入

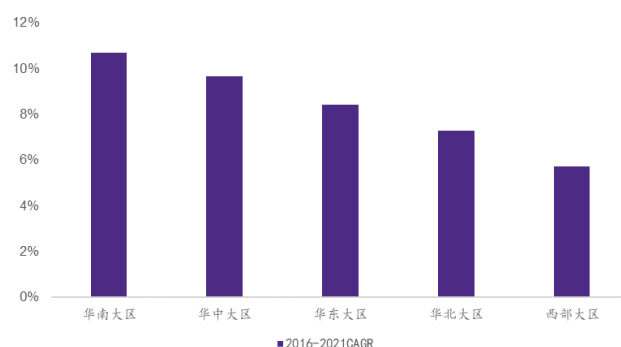
华东为主要市场，全国化布局仍待深入。华东区域仍为公司核心销售大区，2016 年以来占比常年稳定在 50%以上，2021 年营收 9.65 亿元，占比为 52.29%。2021 年华中、华南、西部、华北营收分别 3.11、2.94、1.57、1.19 亿元，占比分别为 16.86%、15.92%、8.49%、6.44%。从增速来看，华南和华中增长最快，2016-2021 年 CAGR 为 10.70%、9.65%。我们认为公司主要销售区域仍集中在华东、华中、华南等优势区域，尚未形成全国化销售网络，仍具较大开发潜力。

图表 52：华东为主战场，占比常年超过 50%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

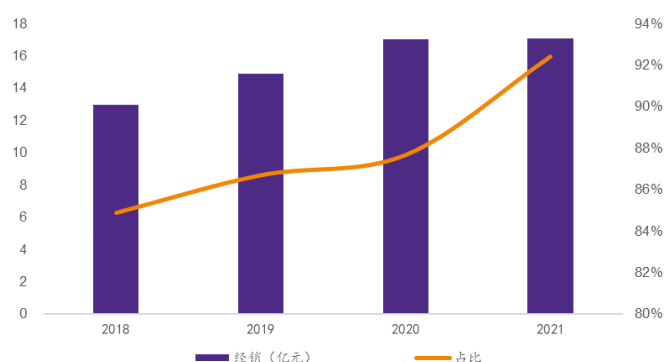
图表 53：2016-2021 年华南/华中/华东/华北/西部 CAGR 为 11%/10%/8%/7%/6%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

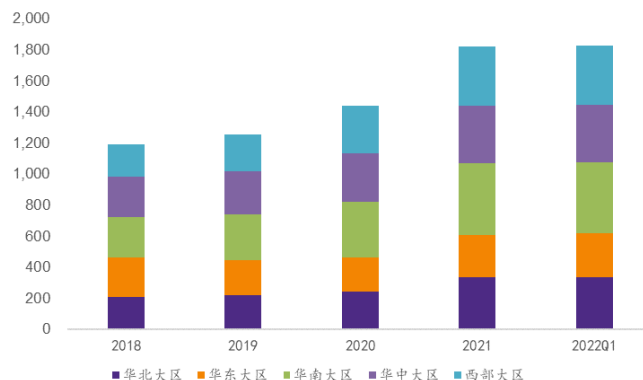
经销为主，传统渠道+现代渠道“双驱发动”。公司实行双擎驱动的营销模式。传统渠道的销售以KA卖场、连锁超市、各类零售终端、批发商和餐饮店为主；现代渠道以特通、定制和电子商务等形式开拓新型业务，通过“特通事业部”深挖团购业务。先款后货和保证金的合作制度有效维护产品价格体系，保障各渠道的利润空间。2021年公司经销收入占比达到92.41%。在此期间，公司注重销售渠道建设，利用营销中心下设的30个办事处布局全国，拥有覆盖各地区的经销网点50万个，实现了地级市场覆盖率达89.7%，县级市场覆盖率50.1%。经销商数量从2018年的1189家提升至2022Q1的1829家，其中华南经销商最多增长最快。

图表 54：公司以经销为主，2021 年占比达 92%



资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 55：经销商快速增长，2022Q1 达 1829 家

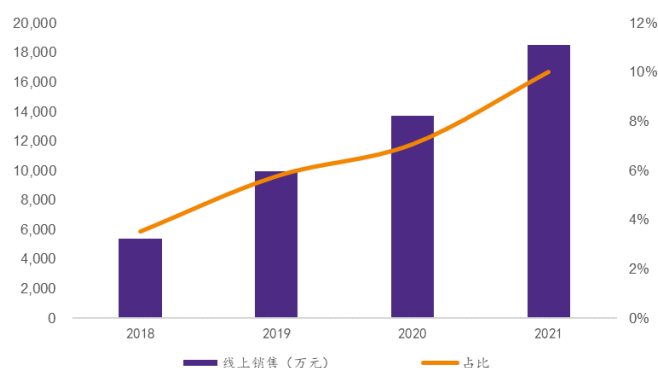


资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

线上于新零售销售持续发力，占比快速提升。公司通过淘宝、微信商城等传统电商以及短视频、直播等新媒体渠道大力发展线上销售，积极与阿里巴巴零售通、京东新通路、百世店加、中商惠民惠配通、美菜网等新型2B电商渠道进行合作，以及盒马鲜生、天猫超市、京东超市、苏宁易购等2C端电商和社区电商展开全面合作。以网络直播、大V种草等创新模式，强化线上线下的营销联动，形成“两微一抖”自媒体矩阵布局。深化与美食平台合作，利用达人定制食谱、关键词搜索、落地页活动三大模式撬动过亿流量。在大力的投入下公司线上销售额实现快速增长，从2018年5420.37万元增至2021年1.85亿元，占比提升至10.02%。公司提出22年电商倍增计划，聚焦年轻化和到家类业务模式，有望实现持续高速增长。

加强餐饮渠道端以及新零售拓展。公司仍主要以C端的流通渠道和商超渠道为主，占比约85%，B端餐饮渠道占比约15%。但公司十分注重餐饮渠道的开拓，2018年成立餐饮事业部，并开发大包装产品专供餐饮渠道。目前公司主要在销售强势区域进行餐饮渠道的拓展。

图表 56: 2021 年线上销售 1.9 亿元, 占比达 10%



资料来源: 恒顺醋业公告, 华鑫证券研究

图表 57: 开通淘宝和微信商城

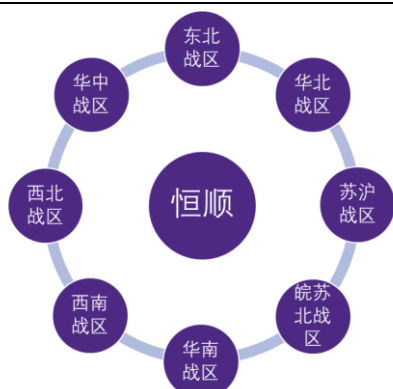


资料来源: 恒顺醋业天猫商城, 恒顺醋业微信商城, 华鑫证券研究

升级八大战区, 渠道改革初见成效。公司以战区制推动全国化布局, 将原有的四大战区再划分为八大战区, 包括苏南沪、苏北皖、华北 (京津晋冀鲁蒙)、东北 (黑吉辽)、华中 (豫湘鄂)、西北 (陕甘宁新青藏)、西南 (云贵川渝桂)、华南 (赣闽粤浙琼), 并下设 36 个大区, 通过不同市场消费能力推出核心单品。2022 年升级至九大战区, 对战区进行权力下放, 各大战区互有竞争, 给予市场化绩效薪酬, 未来将有更多战区逐渐向全国化拓展。

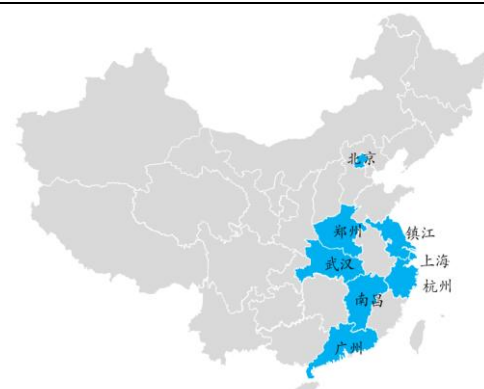
增加样板市场, 带动区域市场。通过在上海、杭州样板市场的成功经验, 公司将样板市场从 3 家增加至 8 家, 新增北京、广州、武汉、郑州、南昌, 公司选定样板市场的标准会综合判断市场空间, 从费用投入、经销商管理、产品输入、市场开拓等方面入手。通过样板市场可以有限的费用进行精准投放, 未来有望推广至全国其他区域。

图表 58: 恒顺提出八大战区



资料来源: 恒顺醋业公告, 华鑫证券研究

图表 59: 样板市场增加至 8 家



资料来源: 恒顺醋业公告, 华鑫证券研究

3.4、具备较强定价权，静待提价落地

具备较强定价权，提价落地有望增厚公司利润。恒顺作为醋行业龙头企业，具备较强定价权，基本每 2-3 年便会对旗下产品进行提价。2021 年 11 月，由于原辅材料、运输等成本大幅上涨，公司对部分产品进行提价，提价幅度 5%-15% 不等。目前提价传导及终端落地情况较为顺利。2021Q4 的提价也为 2022 年业绩增长奠定基础，同时由于原材料成本回落概率较大，公司在 2022 年促销费用有望回落，综合来看，毛利率水平有望实现同比提升，利润弹性将得到有效释放。

图表 60：恒顺醋业每隔 3 年左右进行提价

时间	提价内容
2004.6	对主导产品提价 10%-15%
2006.7	对部分低价位产品提价 15%-25%；并在下半年每个月对 1-2 个产品提价 10%-15%
2010.11	对中低端产品提价 5%，主力产品提价 10%
2014	对主力产品提价 5%
2016.6	对经典醋系列提价约 9%
2019.1	对恒顺香醋、恒顺陈醋系列产品平均提价 15.04%；对恒顺料酒、镇江香醋【K 型 010072】系列产品平均提价 10%；对镇江香醋【金恒顺 115050】系列产品平均提价 6.45%
2021.11	对部分产品提价 5%-15%

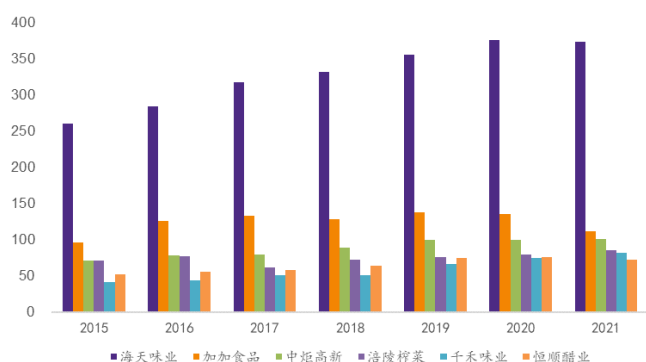
资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

3.5、多番改革展新颜，完善市场化激励机制

人均效用较低，管理层激励不足。公司作为地方性国有企业，发展得到当地政府有力支持的同时激励缺乏市场化机制导致创收缺乏一定的积极性。对比主要调味品上市企业，我们可以看到，恒顺醋业人均创收和创利在行业中处于较低水平。2021 年恒顺醋业人均创收 73 万元，海天味业、加加食品、中炬高新、涪陵榨菜人均创收 374、113、101、86 万元；恒顺醋业人均创利 5 万元，海天味业、涪陵榨菜、中炬高新人均创利 100、25、15 万元，均高于恒顺醋业。

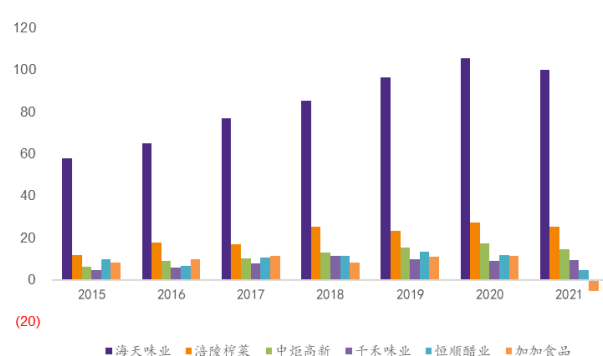
从薪酬来看，恒顺醋业 2021 年人均薪酬 12 万元，海天味业、加加食品、中炬高新人均薪酬 20、14、11 万元，恒顺醋业销售人员人均薪酬 13 万元，处于较低位置。考虑到涪陵榨菜和千禾味业位于西南地区，人均收入和可支配收入本就低于东南地区。从管理层薪酬来看，恒顺醋业高管人员人均薪酬在可比企业中最底，并且并没有相应的股权激励，管理层亦没有持股，管理层的激励也有较大提升空间。我们认为公司员工由于缺乏市场化激励机制，积极性尚未完全激发，管理效率仍有待提高。

图表 61：恒顺醋业 2021 年人均创收 73 万元



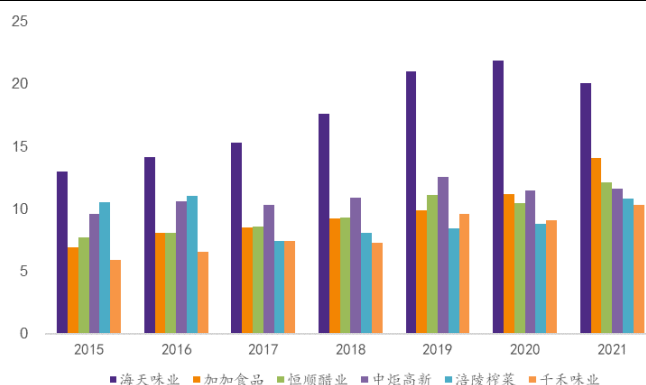
资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜、加加食品、恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 62：恒顺醋业 2021 年人均创利 5 万元



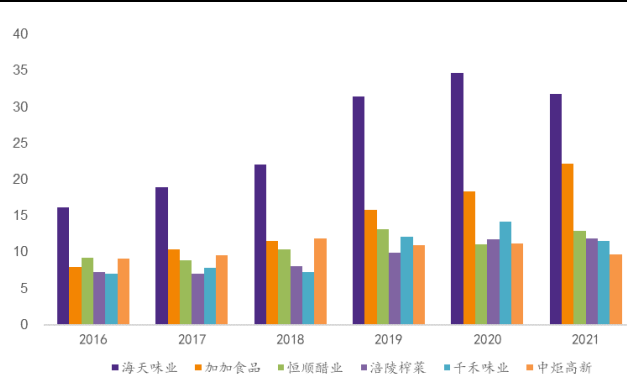
资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜、加加食品、恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 63：恒顺醋业 2021 年人均薪酬 12 万元



资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜、加加食品、恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 64：恒顺醋业 2021 年销售人员人均薪酬 13 万元



资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜、加加食品、恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 65：恒顺醋业高管薪酬和激励有待提升

公司名称	高管人数	管理层人均薪酬（万元）	管理层持股数量（万股）	企业性质
恒顺醋业	12	18.66	0	国营企业
海天味业	10	299.43	61357.43	民营企业
中炬高新	13	251.44	0	民营企业
千禾味业	8	62.56	37757.11	民营企业
涪陵榨菜	11	43.04	1271.64	国营企业
加加食品	6	62.60	5.02	民营企业

资料来源：海天味业、恒顺醋业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜、加加食品公告，华鑫证券研究

新董事长上任，多番改革措施展新颜。2020 年恒顺醋业迎来新任董事长杭祝鸿先生，祝总就任后对公司进行多方面改革措施。

营销方面：前文我们已经重点分析了公司在八大战区和八个样本市场方面的改革。在营销上，公司以“有效资源向有效市场、有效终端倾斜”的方式，大

力打造终端的“品牌化”“标准化”“样板化”策略落地，构建全方位、全渠道构建品牌营销体系。

渠道方面：公司持续加大渠道建设投入，推进全国化和渠道下沉。根据不同区域、渠道进行针对性制定品牌落地政策，实施“春耕造林”、“品牌终端落地活动”，分别活动聚焦农贸渠道和KA、MA渠道的陈列打造，助推品牌渠道下沉。大力推进流通渠道、商超渠道、餐饮渠道、特通渠道和新零售渠道等多方面发展，特别是餐饮渠道和新零售渠道。

激励方面：公司积极引入外部人才，2021年外部聘请张冰为公司营销总监，陈胜东为公司营运总监。激励方面，以业绩为导向，鼓励战区间竞争，并完善薪酬体系，提高一线销售人员的基本工资和绩效奖励，加强完成目标后的薪酬激励和额外奖励。对于高管的激励，公司于2021年8月完成股份回购，回购均价17.29元/股，使用资金总额约1.73亿元，回购公司股份1002万股，占公司总股本约1%，拟用于公司股权激励。若股权激励方案落地，将极大改变公司目前管理层薪酬较低且无持股的现状，极大增强高管的积极性和公司的运营能力。

图表 66：恒顺醋业与新东方烹饪达成战略合作



资料来源：恒顺醋业官网，华鑫证券研究

图表 67：股权回购完成，拟用于股权激励

股票代码：600305 股票简称：恒顺醋业 公告编号：临2021-051

江苏恒顺醋业股份有限公司
关于股份回购实施结果暨股份变动公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

一、回购审批情况和回购方案内容

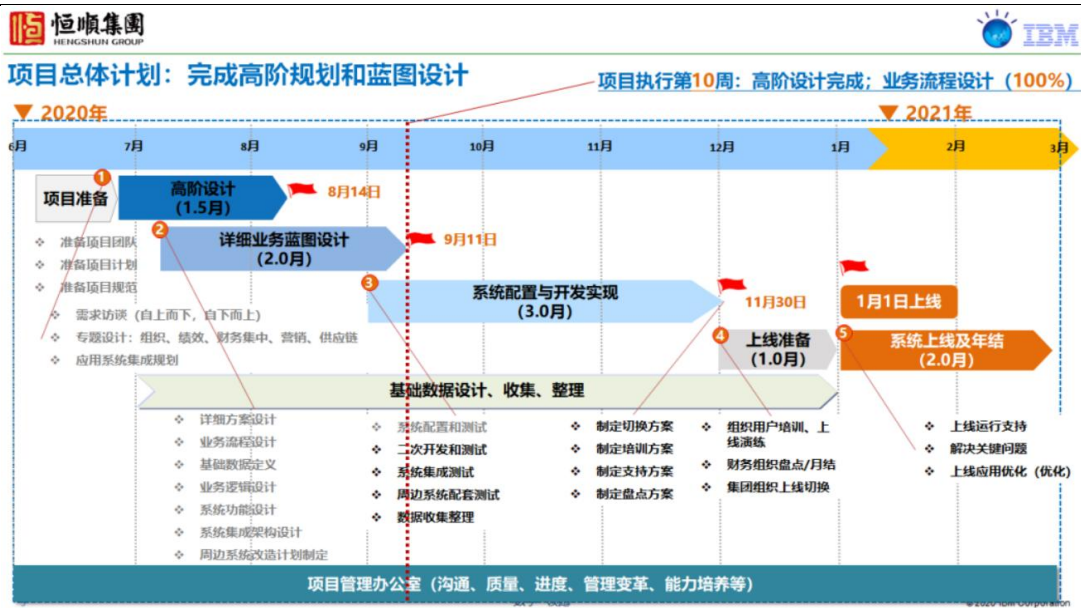
江苏恒顺醋业股份有限公司（以下简称“公司”）于2021年5月26日召开第八届董事会第三次会议和第八届监事会第二次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，同意公司以集中竞价交易方式使用自有资金回购公司股份，回购价格为不超过人民币28元/股（含），回购股份资金总额为不低于人民币14,041.38万元且不超过人民币28,082.77万元，回购期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过12个月。具体内容详见公司于2021年6月3日披露的《江苏恒顺醋业股份有限公司关于公司回购股份的报告书》（公告编号：临2021-036）。

公司因2020年度权益分派实施后调整回购股份价格上限，本次回购股份价格上限由不超过人民币28元/股（含）调整为不超过人民币27.84元/股（含）。具体内容详见公司于2021年7月10日在《上海证券报》及上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）披露的《江苏恒顺醋业股份有限公司关于实施2020年度利润分配方案后调整回购股份价格上限的公告》（公告编号：临2021-043）。

资料来源：恒顺醋业公告，华鑫证券研究

全方位数字化改革。由于现在信息较多，处理量较大，且各个信息系统无法整合，导致管理层不能及时获取各单位业务情况和分析数据，无法满足公司战略决策和日常管理的需求。因此公司于SAP、IBM公司合作，引入国际先进管理理念及最佳业务实践的企业管理平台，生产层面对上百种成品和半成品的原辅物料进行数字化定义，工艺层面将酿酒、制醅、淋醋等40多道工序，用数字化模型标准化，管理层面打破分散各部门系统统一搭建智能管理平台。从研发、生产到质量管理、物流和售后服务全方位掌握公司各方面数据，并对生产、财务、经销商管理等方面进行科学化管理，为数字化营销建立起框架。

图表 68：恒顺集团全数字化重塑项目



资料来源：恒顺醋业官网，华鑫证券研究

4、盈利预测与评级

我们看好公司改革带来的经营活力以及聚焦醋酒做宽酱带来的业绩增长，在 2021 年低基数下有望弹性发展。暂不考虑增发对公司业绩影响，预计 2022-2024 年 EPS 为 0.12/0.18/0.22 元，当前股价对应 PE 分别为 100/70/57 倍，维持“推荐”投资评级。

图表 69：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,893	2,085	2,401	2,760
增长率	-6.0%	10.1%	15.2%	14.9%
归母净利润（百万元）	119	125	180	222
增长率	-62.2%	5.4%	43.8%	23.0%
EPS（元）	0.12	0.12	0.18	0.22
ROE	5.3%	5.4%	7.5%	8.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

5、风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 疫情拖累消费；
- (3) 产能扩张不及预期；
- (4) 企业改革不及预期；
- (5) 非公开发行进展不及预期等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	1,893	2,085	2,401	2,760
现金及现金等价物	311	619	787	1,030	营业成本	1,182	1,294	1,463	1,647
应收款	85	91	86	106	营业税金及附加	24	27	31	39
存货	379	362	409	370	销售费用	344	387	432	497
其他流动资产	707	594	610	625	管理费用	125	146	168	208
流动资产合计	1,482	1,667	1,892	2,130	财务费用	6	-7	-10	-16
非流动资产：					研发费用	79	87	100	115
金融类资产	543	553	562	570	费用合计	553	612	690	804
固定资产	941	920	875	823	资产减值损失	2	0	0	0
在建工程	68	27	11	4	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	127	121	114	108	投资收益	-3	0	0	0
长期股权投资	122	122	122	122	营业利润	146	151	217	270
其他非流动资产	471	471	471	471	加：营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	1,730	1,660	1,593	1,528	减：营业外支出	5	2	2	2
资产总计	3,212	3,327	3,485	3,658	利润总额	143	151	217	270
流动负债：					所得税费用	25	26	37	49
短期借款	90	130	160	180	净利润	118	125	180	222
应付账款、票据	243	253	287	323	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	442	442	442	442	归母净利润	119	125	180	222
流动负债合计	776	826	889	946					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	105	105	105	105	成长性				
其他非流动负债	82	82	82	82	营业收入增长率	-6.0%	10.1%	15.2%	14.9%
非流动负债合计	187	187	187	187	归母净利润增长率	-62.2%	5.4%	43.8%	23.0%
负债合计	963	1,013	1,076	1,133	盈利能力				
所有者权益					毛利率	37.6%	37.9%	39.1%	40.3%
股本	1,003	1,003	1,003	1,003	四项费用/营收	29.2%	29.4%	28.7%	29.1%
股东权益	2,249	2,314	2,409	2,526	净利率	6.2%	6.0%	7.5%	8.0%
负债和所有者权益	3,212	3,327	3,485	3,658	ROE	5.3%	5.4%	7.5%	8.8%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	30.0%	30.4%	30.9%	31.0%
净利润	118	125	180	222	营运能力				
少数股东权益	-1	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
折旧摊销	84	69	67	64	应收账款周转率	22.3	22.8	28.1	26.1
公允价值变动	-1	0	0	0	存货周转率	3.1	3.7	3.7	4.6
营运资金变动	122	143	-15	49	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	323	338	233	335	EPS	0.12	0.12	0.18	0.22
投资活动现金净流量	107	53	52	50	P/E	105.3	100.0	69.5	56.6
筹资活动现金净流量	-122	-20	-56	-85	P/S	6.6	6.0	5.2	4.5
现金流量净额	308	370	230	300	P/B	5.8	5.6	5.4	5.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1 年半食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究担任食品饮料助理分析师，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。