

恒顺醋业 (600305.SH)

公司管理改善, 未来5年收入有望加速增长

核心观点:

- **食醋行业未来5年收入有望复合增长6%+, 龙头市占率有望持续提升。**根据调味品协会, 我国食醋行业18年收入168.3亿元, 10-18年复合增长5.7%, 量、价复合增长2.5%/3.2%。受益于家庭烹饪向餐饮转化、人口老龄化和产品结构升级, 预计未来5年行业量、价复合增长3%、3%+。18年行业CR3为13.5%, 恒顺食醋收入11.6亿元, 市占率6.9%; 第二品牌海天市占率3.6%; 第三品牌山西水塔市占率3.0%。日本食醋龙头中酿店市占率51.9%, 我国食醋行业集中度提升空间大。
- **公司渠道能力较差, 新管理层上任带来管理改善。**公司近三年ROE平均14.6% (海天32.3%), 费用率高(24.9%)、总资产周转率低(0.6)导致其ROE低, 核心问题是渠道能力较差。1.渠道: 激励机制弱, 高管年薪25-36万元无持股, 销售人员年薪10万元; 资源投放力度小, 轻视外埠市场。近两年公司渠道力缓慢改善, 新管理层上任有望加强渠道激励和资源投放, 提升销售能力, 加速全国扩张。2.品牌: 食醋品牌价值第一名。3.产品: 掌握最好的工艺, 产品零添加且口感最好。
- **受益于管理改善, 预计未来5年公司调味品收入复合增长15%。**13-18年公司调味品收入复合增长10.1%, 扣非归母净利润复合增长39.1%。公司新管理层上任, 期待内部机制改善和全国扩张加速, 我们预计公司未来5年收入有望加速增长。其中醋业务受益渠道扩张和产品结构升级, 预计未来5年量、价复合增长10%+、3%+; 料酒业务受益渠道扩张, 预计未来5年收入复合增长25%左右。
- **投资建议:** 我们预计19-21年公司收入18.66/21.78/25.18亿元, 同比增长10.2%/16.7%/15.6%; 归母净利润3.22/3.49/4.11亿元, 同比增长5.6%/8.6%/17.5%, 对应PE估值45/41/35倍。我们给予公司2020年45倍PE估值, 对应合理价值20.25元/股, 维持买入评级。
- **风险提示:** 公司渠道扩张不达预期; 食品安全问题。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,542	1,694	1,866	2,178	2,518
增长率(%)	6.5	9.9	10.2	16.7	15.6
EBITDA(百万元)	303	367	360	420	499
净利润(百万元)	281	305	322	349	411
增长率(%)	64.8	8.4	5.6	8.6	17.5
EPS(元/股)	0.47	0.39	0.41	0.45	0.52
市盈率(P/E)	25.30	26.75	44.56	41.04	34.93
市净率(P/B)	3.95	4.00	6.33	5.71	5.11
EV/EBITDA	23.46	22.22	39.32	33.12	27.33

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

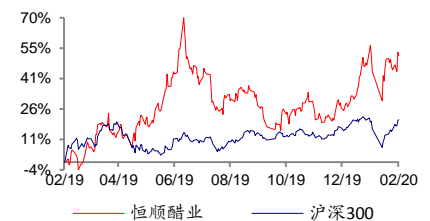
识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	18.3元
合理价值	20.25元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-25

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	783.56/783.56
总市值/流通市值(百万元)	13727/13727
一年内最高/最低(元)	19.77/11.18
30日日均成交量/成交额(百万)	18.18/303.58
近3个月/6个月涨跌幅(%)	25.41/17.35

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



010-59136617



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

恒顺醋业(600305.SH):公司	2020-01-12
新管理层上任, 期待内部机制改善和全国扩张	
恒顺醋业(600305.SH):提价	2019-08-27
导致销量短期承压, 公司全年调味品业绩有望稳健增长	

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、食醋行业未来 5 年收入有望复合增长 6%+，龙头市占率有望持续提升.....	5
（一）食醋行业 2018 年收入 168.31 亿元，预计未来 5 年复合增长 6%+	5
（二）食醋行业 CR3 为 13.47%，集中度有望持续提升	7
二、公司渠道能力较差，新管理层上任带来管理改善.....	9
（一）公司渠道能力较差，新管理层上任有望加速改善激励机制和渠道开拓力度..	10
（二）恒顺品牌 180 年历史，食醋行业品牌价值第一名	14
（三）恒顺掌握最好的固态发酵工艺，产品零添加且口感最好	16
三、受益于管理改善，预计未来 5 年公司调味品收入复合增长 15%.....	18
（一）醋业务受益渠道扩张和产品结构升级，预计未来 5 年量、价复合增长 10%+、 3%+	19
（二）料酒业务受益渠道扩张，预计未来 5 年收入复合增长 25%左右	21
四、投资建议与风险提示.....	22

图表索引

图 1: 2018 年食醋行业收入 168.31 亿元, 10-18 年复合增长 5.74%.....	5
图 2: 10-18 年食醋行业产量复合增长 2.45%	5
图 3: 10-18 年食醋行业均价复合增长 3.21%	5
图 4: 日本食醋人均消费量 3.53kg/人.....	6
图 5: 中国食醋人均消费量 3.13kg/人.....	6
图 6: 恒顺醋业打造高端产品: 三年陈六年陈	6
图 7: 恒顺高端产品增速明显高于食醋整体 (2018 年)	6
图 8: 食醋行业 CR3=13.47% (2018 年)	7
图 9: 日本食醋龙头市占率 50%+ (1988 年)	7
图 10: 醋的口感记忆明显使四大名醋区域性强, 产能点状分布, 聚集于发源地..	8
图 11: 食醋市场 60%仍为配置醋 (2018 年)	8
图 12: 10-18 年百强企业食醋收入 CAGR=10.88%.....	9
图 13: 10-18 年百强企业食醋产量 CAGR=7.43%.....	9
图 14: 恒顺华东市场收入占比 48.70% (2018 年)	10
图 15: 恒顺华东市场收入增长最快 (亿元)	10
图 16: 恒顺醋业渠道集中于家庭渠道 (2017 年)	11
图 17: 恒顺醋业销售人员平均年薪仅为 10.42 万元, 海天 22.01 万元 (2018 年)	12
图 18: 2018 年恒顺销售人员薪酬明显提升	13
图 19: 恒顺销售人员人均创收持续提升	13
图 20: 恒顺销售人员仅为海天数量 29.48%.....	14
图 21: 恒顺华东经销商质量更高 (2018 年)	14
图 22: 近两年恒顺醋业销售人员数量持续增加	14
图 23: 恒顺获得 2018 年中国食醋品牌价值第一名	15
图 24: 恒顺持续加强品牌力	15
图 25: 15-18 年恒顺广告费用复合增长 31.33%	15
图 26: 恒顺食醋酸度 5.0 以上.....	16
图 27: 13-18 年恒顺调味品收入复合增长 10.05%.....	18
图 28: 13-18 年恒顺扣非归母净利润复合增长 39.14%	18
图 29: 恒顺: 醋产品收入占比 76.11% (2018 年)	18
图 30: 公司 16-18 年醋产品收入复合增长 8.75%.....	19
图 31: 公司 16-18 年醋产品销量复合增长 4.58%.....	19
图 32: 公司 16-18 年醋产品均价复合增长 3.99%.....	19
图 33: 恒顺食醋产能 32.5 万吨, 有望支撑未来 5 年销量复合增长 16.29%.....	20
图 34: 公司华东大区 16-18 年收入复合增长 13.14%.....	20
图 35: 2016-2018 年公司高端香醋收入复合增长 18.88%.....	21
图 36: 2014-2018 年公司料酒业务收入复合增长 18.43%.....	21
图 37: 公司 16-18 年料酒产品销量复合增长 25.36%.....	22
图 38: 公司 16-18 年料酒产品均价复合下降 3.92%.....	22

图 39: 老恒和料酒收入 6.09 亿元, 居行业首位 (2018 年) 22

表 1: 恒顺直接提价周期 3 年左右 7

表 2: 恒顺醋业 ROE 水平较低主要源于费用率高、总资产周转率低 9

表 3: 恒顺醋业高管激励机制较其他调味品公司弱 (2018 年) 11

表 4: 恒顺醋业业绩目标相对较低, 渠道推动力较弱 12

表 5: 近两年恒顺醋业大部分高管年薪持续提升 12

表 6: 恒顺醋业品牌历史厚重 15

表 7: 恒顺醋业采取固态发酵, 产品质量更好 16

表 8: 恒顺醋业产品聚焦醋和料酒产品 17

表 9: 恒顺提价周期 3 年左右 20

表 10: 恒顺醋业业务拆分 23

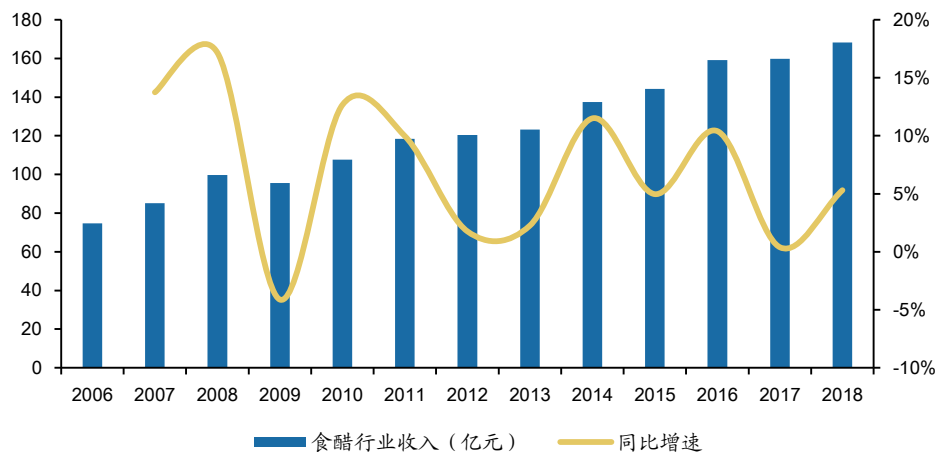
表 11: 可比公司估值 (以 2 月 24 日收盘价为准) 23

一、食醋行业未来 5 年收入有望复合增长 6%+，龙头市占率有望持续提升

(一) 食醋行业 2018 年收入 168.31 亿元，预计未来 5 年复合增长 6%+

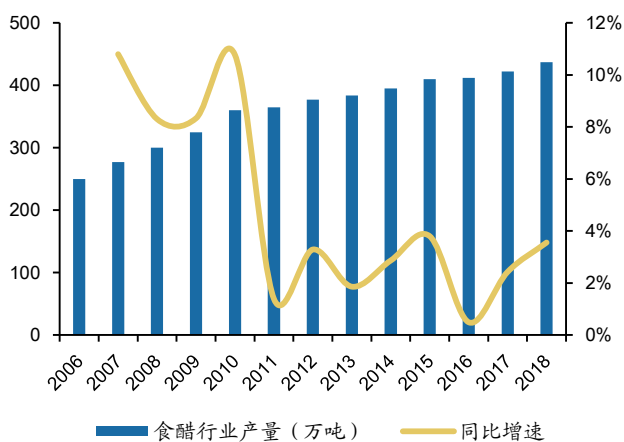
食醋行业2018年收入168.31亿元，2010-2018年复合增长5.74%。根据中国调味品协会数据，2018年食醋行业收入168.31亿元，2010-2018年复合增长5.74%，拆分量价来看，2010-2018年食醋行业销量（企业以销定产，以产量估算）复合增长2.45%，均价（百强企业出厂均价）复合增长3.21%。

图 1：2018 年食醋行业收入 168.31 亿元，10-18 年复合增长 5.74%



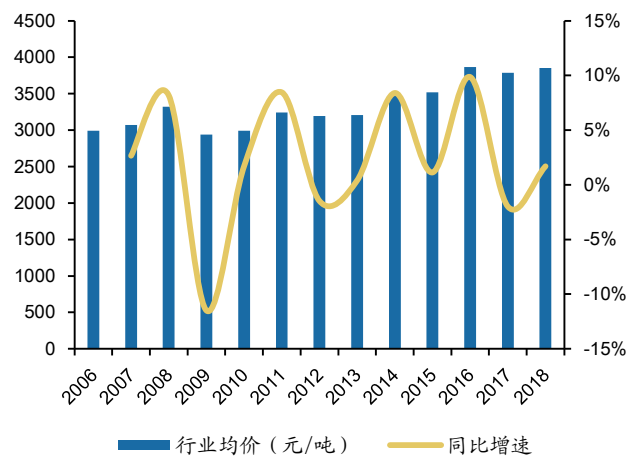
数据来源：中国调味品协会，智研咨询，广发证券发展研究中心

图 2：10-18 年食醋行业产量复合增长 2.45%



数据来源：智研咨询，广发证券发展研究中心

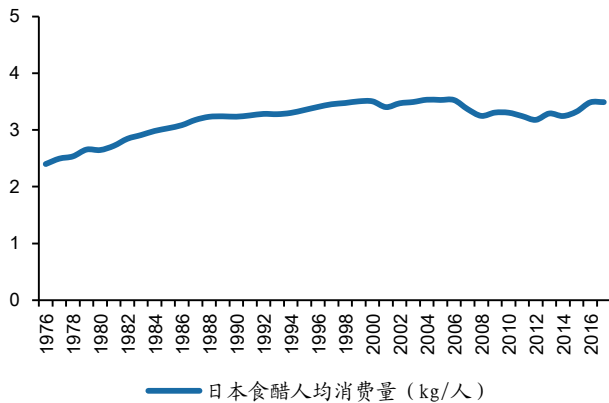
图 3：10-18 年食醋行业均价复合增长 3.21%



数据来源：中国调味品协会，广发证券发展研究中心

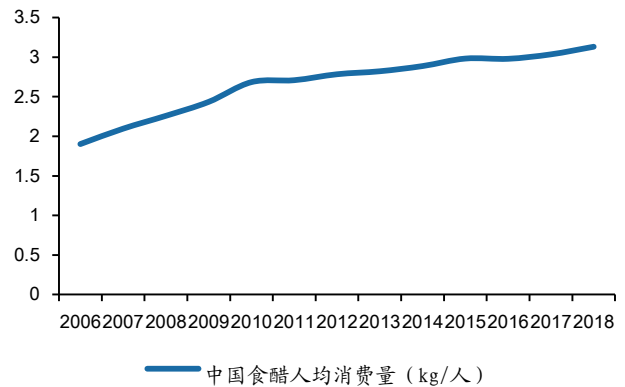
受益于家庭烹饪向餐饮转化以及人口老龄化带动的消费习惯增加，我们预计未来5年食醋行业销量复合增长3%。对比日本，其食醋人均消费量3.53kg/人，我国食醋人均消费量目前3.13kg/人，销量仍有发展空间。据调味品协会，餐饮渠道每千克食物调味品的摄入量约为家庭烹饪消费量的1.57倍，伴随外卖形式兴起带动的家庭烹饪向餐饮渠道转化，食醋行业销量有望持续增加。另外，食醋具备降低胆固醇、降血压、软化心血管等保健功能，龙头近两年加大醋功能推广，叠加人口老龄化，食醋消费习惯有望提升，我们预计未来5年食醋行业销量有望加速增长，有望复合增长3%左右。

图 4: 日本食醋人均消费量3.53kg/人



数据来源：日本统计局，广发证券发展研究中心

图 5: 中国食醋人均消费量3.13kg/人



数据来源：中国调味品协会，wind，广发证券发展研究中心

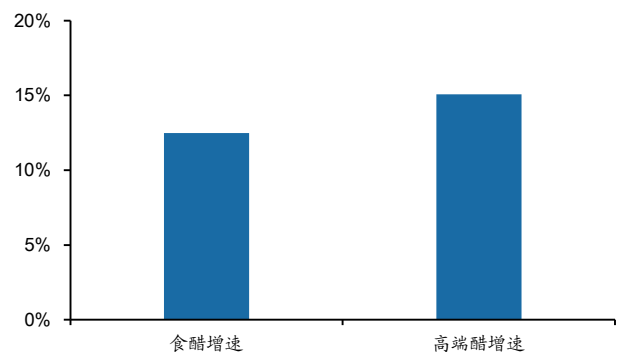
受益于产品结构升级以及龙头带动的行业性提价，我们预计未来5年行业均价复合增长3%+。叠加销量增长，预计未来5年收入复合增长6%+。（1）消费升级带动的产品结构升级：龙头恒顺醋业近几年率先推出三年陈、六年陈等高端产品，且根据公司年报，2018年高端产品收入同比增长15.07%，明显高于公司食醋整体增速（12.49%）。目前食醋行业仍有大部分消费为低端配置醋，伴随居民收入提升带动的消费升级，预计食醋行业产品结构升级将持续进行，推动行业均价提升。（2）龙头带动的提价：龙头恒顺醋业提价，带动行业性提价，推动行业均价提升。复盘恒顺提价历史，其提价周期约为3年左右——2004、2006、2010、2013、2016、2019年分别对主要醋产品进行提价，提价幅度5%+。

图 6: 恒顺醋业打造高端产品：三年陈六年陈



数据来源：恒顺官网，广发证券发展研究中心

图 7: 恒顺高端产品增速明显高于食醋整体(2018年)



数据来源：恒顺年报，wind，广发证券发展研究中心

表 1: 恒顺直接提价周期3年左右

提价时间	公司	提价情况
2019年1月	恒顺醋业	对公司恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒等五个品种的产品进行出厂价格调整, 提价幅度 6-15%
2016年6月	恒顺醋业	公司主营经典醋系列, 共 19 个单品, 调价平均幅度 9%左右。
2013年	恒顺醋业	主要醋产品提价
2010年	恒顺醋业	高档提 10%, 中低档提 5%
2006年7月	恒顺醋业	对约占公司产量比重 15%的低价位产品进行提价, 上调幅度约为 15%-25%, 并且对所有产品每月选择 1-2 个逐步提价
2004年6月	恒顺醋业	公司于二季度末全面提高了新包装产品价格, 提高幅度平均在 10%左右, 公司主导产品改用全新包装、实行全新价格。

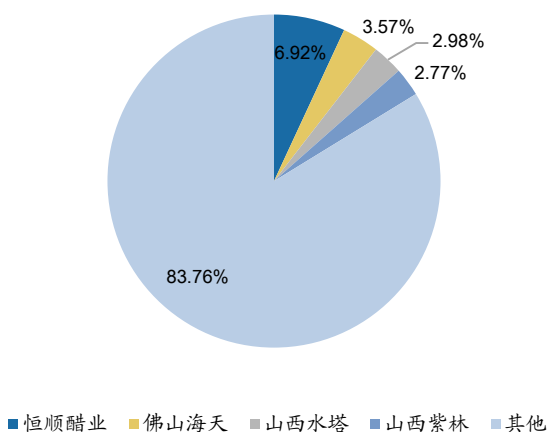
数据来源: 公司提价公告《关于公司部分产品提价公告》, 广发证券发展研究中心

(二) 食醋行业 CR3 为 13.47%, 集中度有望持续提升

食醋行业区域割据, 2018年CR3为13.47%, 集中度有望持续提升。食醋与其他调味品不同, 具有较强的地域性, 各地区口味迥异, 主要区分为四大名醋——镇江香醋、山西陈醋、四川保宁醋、福建永春醋。且四大名醋之中除四川保宁醋之外, 都申请了原产地域产品保护, 区域割裂严重。

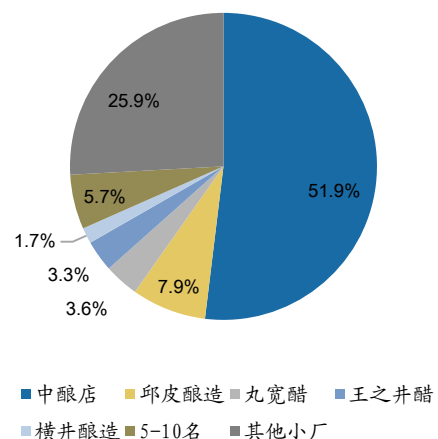
2018年食醋行业收入168亿元, CR3为13.47%, 其中恒顺醋业食醋收入11.63亿元, 市占率6.92%; 第二品牌海天食醋收入6亿元, 市占率3.57%; 第三品牌山西水塔收入5亿元, 市占率2.98%。恒顺醋业市占率明显高于竞争对手, 借鉴日本食醋行业龙头中酿店市占率51.9%, 我国食醋行业集中度仍有较大的提升空间。

图 8: 食醋行业CR3=13.47% (2018年)



数据来源: 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

图 9: 日本食醋龙头市占率50%+ (1988年)



数据来源: 日本调味品协会, 广发证券发展研究中心

图 10: 醋的口感记忆明显使四大名醋区域性强, 产能点状分布, 聚集于发源地

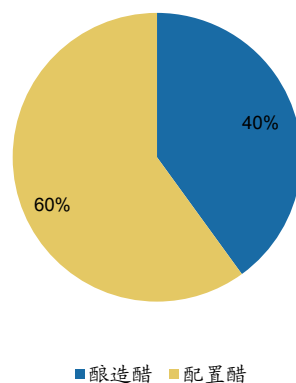


数据来源: 搜狐, 广发证券发展研究中心

食醋行业集中度提升趋势明显, 2010-2018年调味品百强企业食醋收入复合增长**10.88%**, 明显高于食醋行业整体增速。根据中国调味品协会数据, 食醋行业集中度持续向头部企业集中——调味品百强企业食醋收入2010-2018年复合增长**10.88%**, 明显高于食醋行业整体增速**5.74%**; 调味品百强企业食醋产量2010-2018年复合增长**7.43%**, 明显高于食醋行业整体增速**2.45%**。

目前食醋市场仍有**60%**是配置醋(小作坊生产, 原料含食用醋酸、食品添加剂等), 酿造醋(主要源于调味品百强企业生产, 原料全是粮食)占比仅为**40%**, 行业整合空间大。配置醋质量明显低于酿造醋, 且不利于身体健康, 伴随居民品牌意识提升以及头部企业渠道加速扩张, 我们预计食醋行业集中度有望持续提升。

图 11: 食醋市场60%仍为配置醋(2018年)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图 12: 10-18年百强企业食醋收入CAGR=10.88%

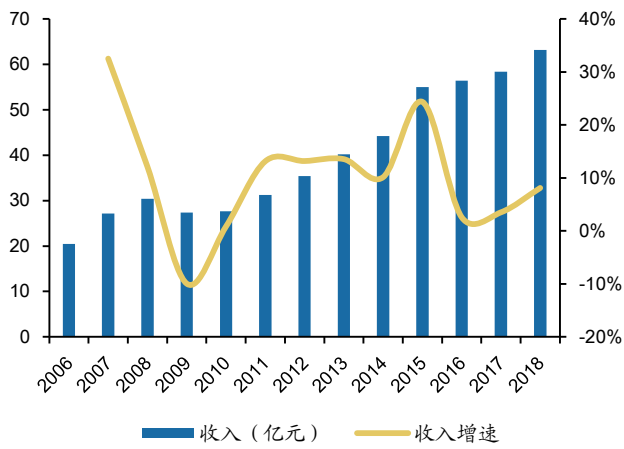
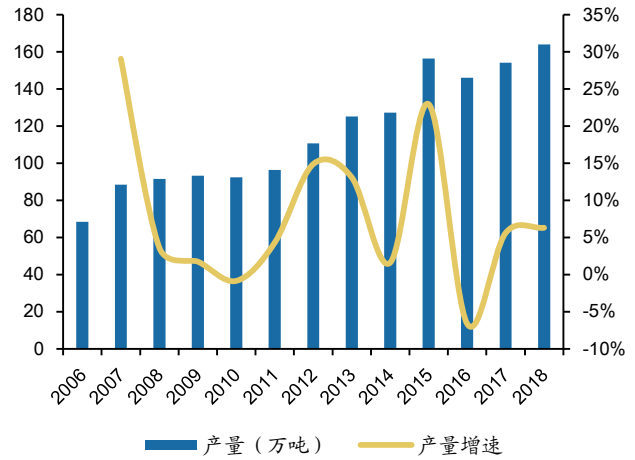


图 13: 10-18年百强企业食醋产量CAGR=7.43%



数据来源: 紫林招股书, 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

数据来源: 紫林招股书, 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

二、公司渠道能力较差，新管理层上任带来管理改善

恒顺醋业近三年ROE平均水平14.58%（海天为32.27%），费用率高、总资产周转率低导致其ROE较低，核心问题是恒顺渠道能力较差。恒顺醋业近三年平均ROE水平在调味品行业排名第5，较龙头海天味业仍有较大的提升空间。

1. 费用率高。2018年恒顺毛利率、期间费用率、净利率分别为42.19%、24.85%、17.94%，海天毛利率、期间费用率、净利率分别为46.47%、16.57%、25.63%，恒顺净利率低主要源于费用率较高。（1）由于恒顺渠道能力较差，收入规模不够大，导致公司不具备规模优势（海天收入为恒顺11.15倍），财务上表现出费用率高。（2）恒顺渠道能力较差导致销售费用率和管理费用率均较高，最终导致费用率较高。**2. 总资产周转率低。**2018年恒顺总资产周转率仅为0.63，低于海天0.93和榨菜0.70总资产周转率，主要源于公司渠道能力较弱。

表 2: 恒顺醋业ROE水平较低主要源于费用率高、总资产周转率低

公司	ROE (%)				2018年ROE分解			2018年净利率分解(%)	
	2016	2017	2018	平均	净利率 (%)	总资产周转率	杠杆比率	毛利率	期间费用率
海天味业	30.30	32.45	34.06	32.27	25.63	0.93	1.42	46.47	16.57
涪陵榨菜	17.49	23.70	30.08	23.76	34.57	0.70	1.24	55.76	17.60
千禾味业	14.74	14.75	20.26	16.58	22.53	0.68	1.32	45.74	27.27
中炬高新	13.64	15.26	18.01	15.64	16.35	0.74	1.67	39.12	21.20
恒顺醋业	11.19	16.66	15.89	14.58	17.94	0.63	1.41	42.19	24.85

梅花生物	11.98	12.92	11.00	11.96	8.07	0.70	1.99	24.90	14.34
加加食品	7.91	7.94	5.45	7.10	6.45	0.65	1.30	26.23	17.32
佳隆股份	2.93	1.90	3.06	2.63	11.03	0.25	1.09	45.28	28.28

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

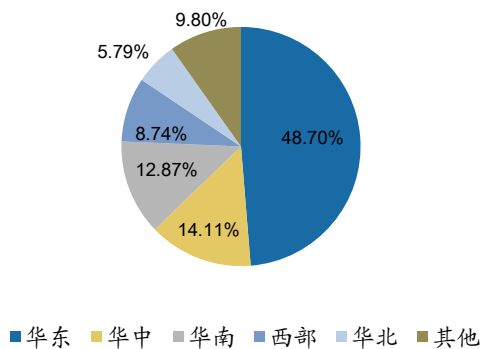
(一) 公司渠道能力较差, 新管理层上任有望加速改善激励机制和渠道开拓力度

公司以华东作为大本营市场, 全国渠道扩张进度缓慢。根据wind数据, 公司渠道目前以华东市场为主——2018年华东市场收入8.25亿元, 占比48.70%; 华中市场次之, 收入2.39亿元, 占比14.11%; 华南市场收入2.18亿元, 占比12.87%; 其他市场收入1.5亿元以下。且从各市场收入增长情况来看, 华东市场基数最大、增长最快——2018年华东市场收入增长20.26%, 为公司主要增长来源; 第二、三大市场华中和华南市场收入增速仅为12.21%和12.37%。分渠道来看, 公司依赖传统渠道(流通、农贸渠道), 餐饮和商超渠道扩张进度缓慢。根据同花顺财经, 2017年恒顺渠道集中于家庭渠道, 收入占比87%; 餐饮渠道收入2亿元左右, 收入占比13%。

公司新管理层上任, 期待内部机制和渠道扩张力度加速改善。公司渠道扩张进度较缓慢。我们认为主要源于以下两方面: 公司渠道激励力度相对较弱; 费用和人员投放较少, 且不重视华东以外市场扩张。

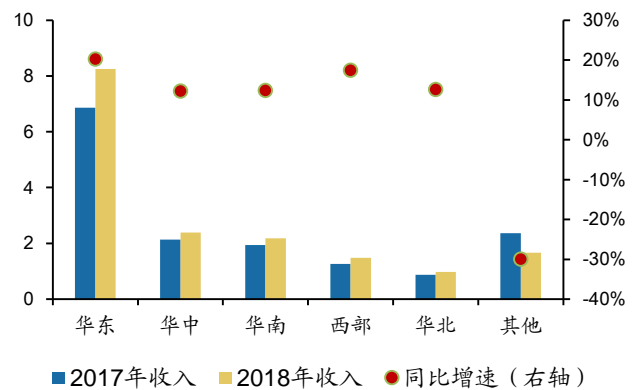
公司1月10日股东大会审议通过《关于选举公司第七届董事会董事长的议案》, 选举董事杭祝鸿先生为公司第七届董事会董事长。新董事长具备多年政府工作背景, 1997年开始历任镇江市委市政府要职; 2015年4月任镇江市政府秘书长、党组成员、市政府办党组书记; 2019年10月晋升一级调研员, 11月晋升二级巡视员。根据恒顺股东大会, 杭祝鸿董事长表示将加强公司内部管理和激励机制、激发经营活力, 并进一步推动公司深化改革。未来公司有望加强渠道销售人员激励力度(如增加工资和现金激励)和资源支持力度(人员、费用), 提升渠道活力, 推动渠道加速扩张。

图 14: 恒顺华东市场收入占比48.70% (2018年)



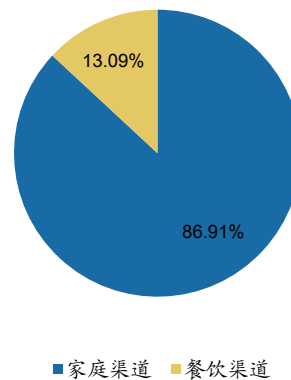
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 恒顺华东市场收入增长最快 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 恒顺醋业渠道集中于家庭渠道 (2017年)



数据来源: 同花顺财经, 广发证券发展研究中心

1. 公司激励机制相对较弱, 新管理层上任有望加速改善

恒顺醋业管理层和渠道激励机制低于其他调味品公司, 提升空间大。根据wind数据, 恒顺醋业董事长和副董事长在关联单位领取薪酬, 且无上市公司持股, 其他主要高管2018年薪酬25-36万元, 无上市公司持股。恒顺醋业高管激励力度弱于渠道标杆海天味业, 甚至弱于同为国企体制的涪陵榨菜。海天味业薪酬排名前9位的管理层人员2018年“薪酬+持股市值”分别为4~180亿元, 涪陵榨菜薪酬排名前9位的管理层人员2018年“薪酬+持股市值”分别为26万元~2.2亿元。公司激励水平相对较低, 我们认为将导致管理层积极性下降, 管理能力无法得到充分发挥, 对渠道推动力相对较弱——基数较低情况下, 管理层对渠道目标设定相对较低, 调味品收入目标增速10-15%, 净利润目标增速15-20%, 低于海天味业(每年收入目标增长15%+, 净利润增长20%+)。

恒顺醋业销售人员平均薪酬较低, 导致渠道活力较弱。2018年恒顺醋业销售人员平均薪酬10.42万元, 渠道标杆海天味业2018年销售人员平均薪酬22.01万元, 恒顺仅为海天平均薪酬水平的47%。

表 3: 恒顺醋业高管激励机制较其他调味品公司弱 (2018年)

职位			薪酬(万元)			期末参考持股市值(万元)			薪酬+期末持股市值(万元)		
恒顺	海天	榨菜	恒顺	海天	榨菜	恒顺	海天	榨菜	恒顺	海天	榨菜
董事长	董事长	董事长	0	485	55	0	1,777,852	21,710	0	1,778,337	21,765
副董事长	副董事长	监事会主席	0	465	45	0	589,255	4,884	0	589,720	4,929
董事	董事	董事, 总经理	36	72	51	0	111,123	3,737	36	111,194	3,788
副总经理	副总裁	副总经理	34	259	42	0	99,377	2,741	34	99,637	2,783
总经理	董事, 副总裁	总经理助理	31	192	19	0	93,834	468	31	94,026	487
副总经理	董事会秘书	副总经理	29	133	44	0	62,904	385	29	63,037	429

财务总监	职工代表监事	副总经理	28	106	40	0	56,397	135	28	56,503	175
董秘	副总裁	副总经理	28	276	37	0	52,059	0	28	52,335	37
监事	董事	副总经理	25	137	26	0	40,744	0	25	40,881	26

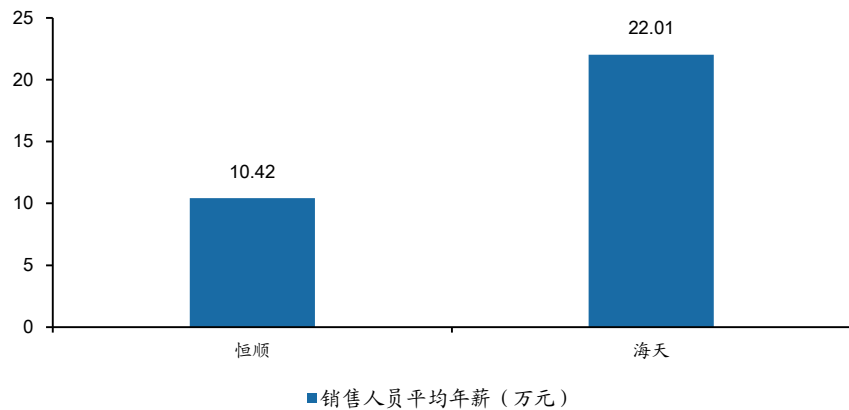
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 恒顺醋业业绩目标相对较低, 渠道推动力较弱

经营计划	调味品收入计划增长	扣非归母净利润计划增长
2016	10%	15%
2017	15%	20%
2018	13%	20%
2019	12%	15%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 恒顺醋业销售人员平均年薪仅为10.42万元, 海天22.01万元 (2018年)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

近两年恒顺高管和销售人员激励持续、缓慢改善, 期待新管理层上任加速改善进程。(1)近两年恒顺醋业大部分高管年薪持续提升, 上调幅度较17年前明显增加; (2)恒顺销售人员平均薪酬2015-2018年复合增长2.90%, 其中2018年同比提升17.37%, 主要源于公司对销售人员激励力度略加大——完成目标基础上基础工资提升20%。伴随激励力度增加, 公司销售人员人均创收(调味品收入/销售人员数量)2017、2018年持续提升, 分别同比增长3.55%/2.74%。

新管理层上任, 董事长对渠道推动力加强, 预计将加速改善高管和销售人员激励力度。我们预计公司对高管业绩激励力度有望提升; 对销售人员激励预计主要从薪酬激励开始, 预计完成业绩目标的奖励倍数将进一步增加、且增加现金激励。

表 5: 近两年恒顺醋业大部分高管年薪持续提升

职务	薪酬(万元)	2018年调薪	2017年调薪	2016年调薪
董事	36	10	-4	6
副总经理	34	8	6	0
董事, 总经理	31	-2	7	1

董事,副总经理	29	7	-2	1
财务总监	28	2	3	1
董事会秘书	28	8	7	1

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2018年恒顺销售人员薪酬明显提升

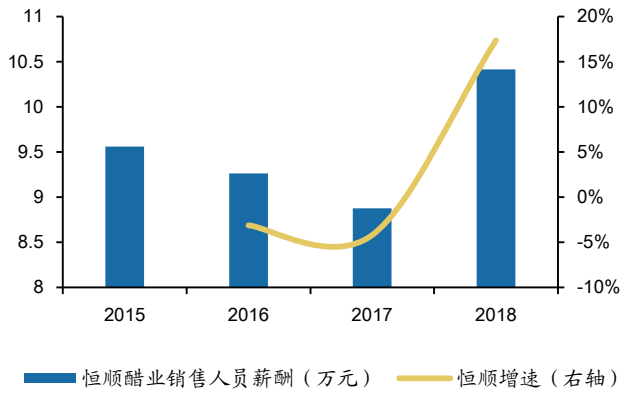
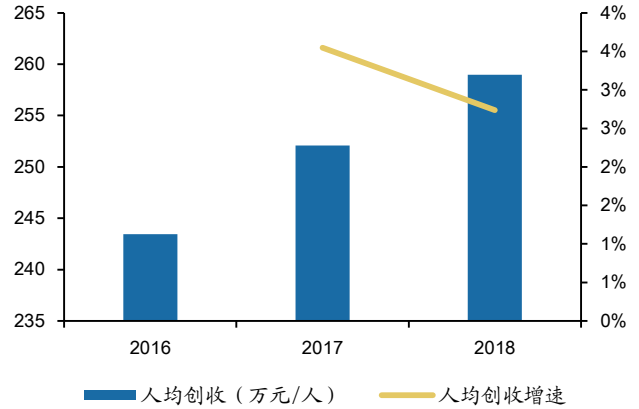


图 19: 恒顺销售人员人均创收持续提升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

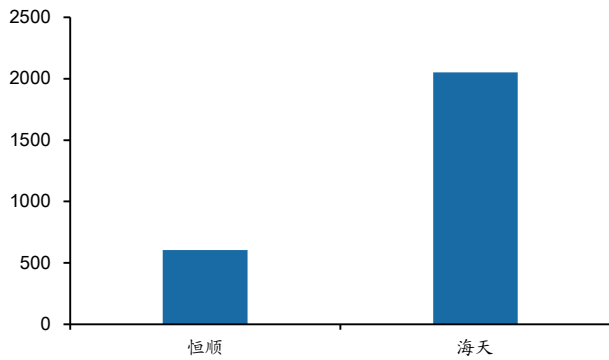
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2. 渠道资源投放少限制扩张进度, 新管理层上任有望加大资源投放提升销售能力

公司渠道资源投放力度较小, 且重点倾向于华东地区, 限制渠道扩张。(1) 人员投放少, 不重视外埠市场: 根据公司财报数据, 2018年恒顺醋业销售人员数量605人, 仅为海天味业销售人员数量29.48%。分区域来看, 恒顺将大部分销售人员资源投放在华东市场, 对其他区域重视程度较低。以家庭渠道为例, 北京、上海、广州、深圳为公司的KA渠道重点城市, 2019年公司收购镇江恒顺商场、加强家庭渠道布局, 外埠市场无明显投放。从经销商质量角度看, 公司华东市场经销商质量最高, 2018年单个经销商年均贡献收入300万元以上(剔除华东KA直营影响), 其他区域经销商单个经销商年均贡献收入均在100万元以下。

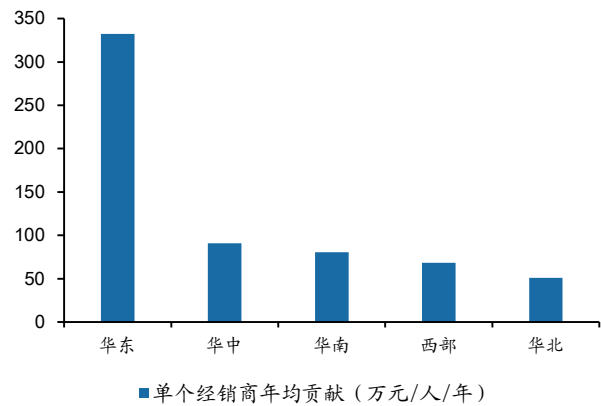
(2) 销售费用投放不重视外埠市场, 限制渠道扩张。根据公司财报, 2018年公司渠道建设费用整体投放3.86%(渠道促销费用/调味品收入), 其中公司在华东市场投放力度较大、高于整体, 在外埠区域费用投放力度小。

图 20: 恒顺销售人员仅为海天数量29.48%



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 21: 恒顺华东经销商质量更高 (2018年)

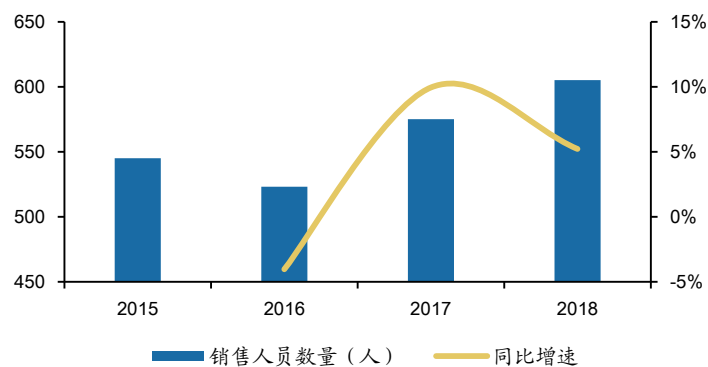


数据来源: 公司年报, 定期经营数据公告, 广发证券发展研究中心

近两年公司渠道资源投放力度持续缓慢增加, 预计新管理层上任将加速投放力度。根据公司财报, 公司销售人员数量持续、缓慢增加, 2017、2018年分别同比增加9.94%、5.22%。

新管理层上任, 董事长对渠道推动力加强, 重视市场份额抢占, 预计将进一步加强对渠道人员和费用的投放力度, 且有望提升对华东以外地区重视程度, 加速渠道全国扩张。

图 22: 近两年恒顺醋业销售人员数量持续增加



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 恒顺品牌 180 年历史, 食醋行业品牌价值第一名

恒顺品牌始于1840年朱恒顺糟坊, 距今180年历史, 品牌积淀厚重, 仅次于酱油龙头海天味业 (发轫于清代“佛山酱园”, 距今300多年历史), 中炬高新距今历史150多年。调味品行业为传统消费, 重传统、重历史基因的大环境下恒顺醋业品牌优势突出。

根据2018中国品牌价值评价信息发布会，恒顺获得2018年中国食醋品牌价值第一名。

表 6: 恒顺醋业品牌历史厚重

品牌/公司	前身/缘起	诞生时代	距今年份
恒顺醋业	朱恒顺糟坊	清末民初	180年
海天味业	佛山酱园、海天酱园	清朝	300多年
中炬高新	香山酱园	清末民初	150多年

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

图 23: 恒顺获得2018年中国食醋品牌价值第一名



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

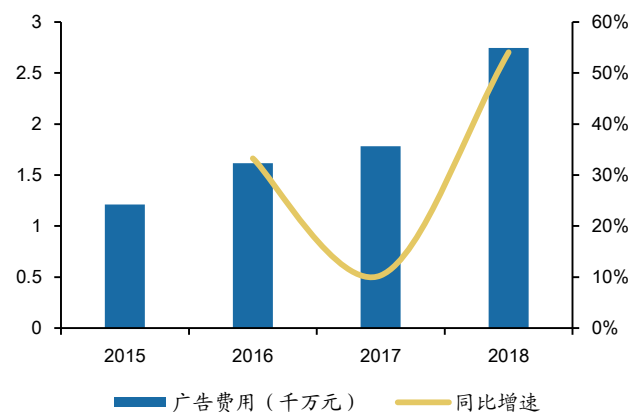
公司围绕“中国食醋领导品牌”的品牌战略，不断投放资源，持续加强品牌力。2015年开始恒顺借力高铁LED广告打造品牌地位，2018年2月，恒顺正式加入中国高铁城市品牌计划，通过高铁电视广告开展品牌营销。根据公司财报数据，公司15-18年广告费用复合增长31.33%，2018年广告费用达2748万元。

图 24: 恒顺持续加强品牌力



数据来源：搜狐，广发证券发展研究中心

图 25: 15-18年恒顺广告费用复合增长31.33%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(三) 恒顺掌握最好的固态发酵工艺，产品零添加且口感最好

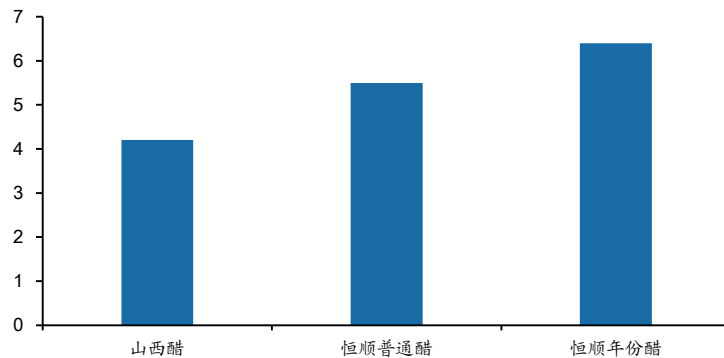
恒顺掌握最优质的工艺，产品品质最高。(1) 恒顺采取固态发酵，保障品质。酿造醋工艺可分为固态发酵和液态发酵两种方式，固态发酵因发酵充分、品质更高(醋工艺：发酵越充分、产品品质越高)。目前固态发酵工艺只有镇江和山西醋掌握。(2) 恒顺全部食醋产品无添加剂且口感最好。镇江和山西以外的大部分醋酸度4.2以下，配料包含醋酸或者苯甲酸。食醋酸度5.0以上说明有杀菌功能，产品不需要防腐剂。恒顺普通食醋产品酸度均为5.0以上，年份产品酸度6.0以上，产品品质有保障。山西醋酸度不足5.0，但口感酸度明显高于恒顺。目前终端价格30元以下并且没有食品添加剂的食醋产品中，90%源于恒顺普通产品，10%源于其他公司高端产品。(3) 恒顺醋中有利于软化心血管的物质是其他醋的2倍。

表 7: 恒顺醋业采取固态发酵，产品质量更好

	工艺	代表品类	工艺简介	工艺特征
酿造食醋	固态发酵	镇江、山西醋	固态发酵食醋酒精发酵结束后，酒醪中拌入麸皮、谷壳、稻壳变成固体的“醋醅”，采用固态醋醅发酵，需要经过淋醋才能变成液体的食醋。	发酵更充分、品质更好
	液态发酵	白醋等	液态发酵食醋是以粮食、水果等为原料，酒精发酵结束直接以液态醋醪发酵酿制而成，不用淋醋，过滤即可。	品质相对固态发酵较弱

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 26: 恒顺食醋酸度5.0以上



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司目前产品以醋和料酒产品为主，2018年收入占比分别为76.11%和12.67%。根据公司财报披露，2018年公司醋产品收入11.63亿元，占比76.11%，料酒产品收入1.94亿元，占比12.67%。

公司醋产品主要由黑醋、白醋构成，2018年黑醋收入9.24亿元，白醋收入1.63亿元。公司黑醋产品已经形成结构梯队，以年份醋为主的高端产品2018年收入2.42亿元；A类核心产品由15个左右单品构成，2018年收入5亿元左右；其他产品收入不到2亿元。公司目前具备几十个SKU，产品品质优良，但核心大单品并不突出，预计

公司将持续聚焦打造大单品。

表 8: 恒顺醋业产品聚焦醋和料酒产品

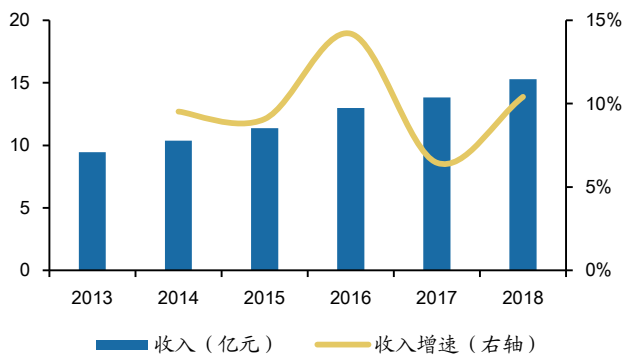
品类	规模	分类	图片示例	终端价	工艺优势
醋产品	收入 11.63 亿元, 占比 76.11%	黑醋 9.24 亿元	高端年份产品 2.42 亿元 	23/32 元/580ml 以上	精选江南优质糯米为主要原料, 历经制酒、制醋、淋醋三大过程、大小 40 多道工序, 约 180 天以上时间的贮存, 独具“酸而不涩, 香而微甜, 色浓味鲜, 愈存愈醇”的特色。目前, 该工艺已被列入首批国家级非物质遗产保护名录。 食醋本身具有较高酸度, 不易变质, 恒顺醋的酸度更是高于整体醋类产品, 具有较强食品安全壁垒。
		A 类核心产品(15 个左右), 5 亿元左右		8 元/500ml 以上	
		其他产品, 2 亿元左右	—	—	
		白醋 1.63 亿元		6 元/500ml 以上	
		其他醋 (0.76 亿元)	—	—	
料酒产品	收入 1.94 亿元, 占比 12.67%			7 元/L 以上	公司最为核心的技术是采取鲜姜鲜葱为原料, 通过先进淬取设备获得原汁原味的复合型调味液, 定量添加, 确保料酒的风味稳定。
其他产品	收入 1.71 亿元, 占比 11.22%			—	酱菜, 酱类, 酱油, 麻油等产品

数据来源: 公司年报, 恒顺电商旗舰店, 广发证券发展研究中心

三、受益于管理改善，预计未来 5 年公司调味品收入复合增长 15%

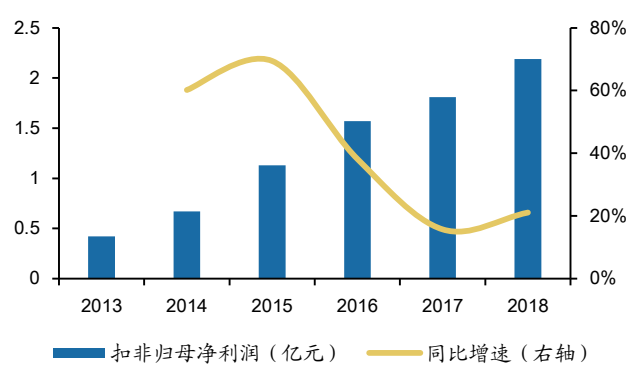
恒顺醋业调味品业绩持续稳增长，2013-2018年收入复合增长10.05%，扣非归母净利润复合增长39.14%。2018年公司调味品收入15.28亿元，扣非归母净利润2.19亿元，2013-2018年调味品收入复合增长10.05%，扣非归母净利润复合增长39.14%。公司产品涵盖食醋、料酒和酱类酱油等多个品类，食醋是公司发展最成熟的品类，料酒是公司目前重点发展的品类——2018年公司醋和料酒产品收入分别占比76.11%、12.67%。

图 27: 13-18年恒顺调味品收入复合增长10.05%



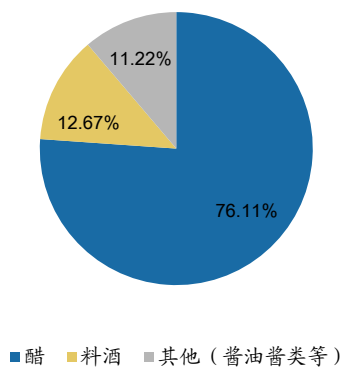
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 13-18年恒顺扣非归母净利润复合增长39.14%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 恒顺: 醋产品收入占比76.11% (2018年)

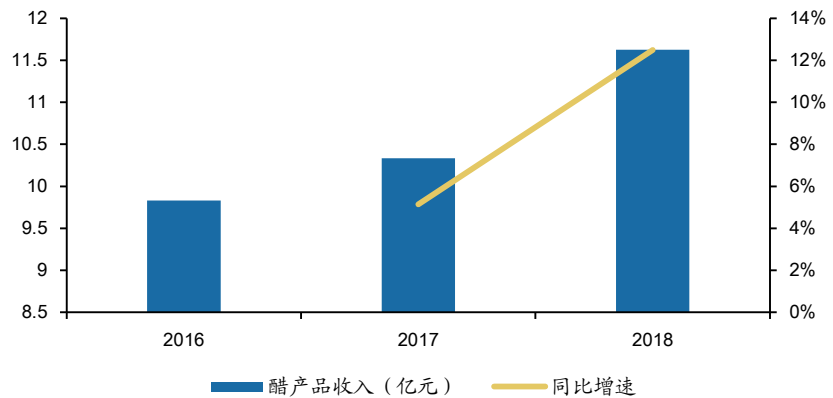


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(一) 醋业务受益渠道扩张和产品结构升级, 预计未来 5 年量、价复合增长 10%+、3%+

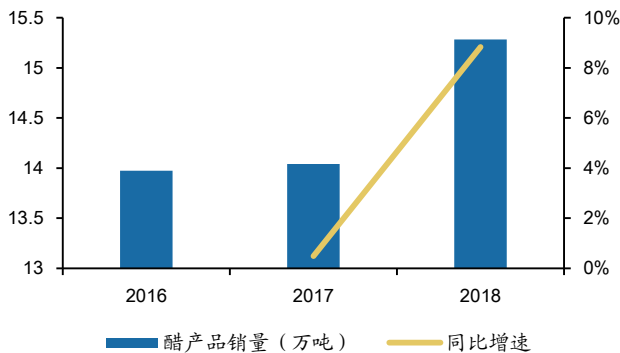
公司醋业务稳健增长, 2016-2018年收入复合增长8.75%。根据公司年报数据, 2016-2018年公司醋业务收入复合增长8.75%, 量、价分别复合增长4.58%、3.99%。其中销量增长主要源于渠道动销自然增长(2016-2018年公司渠道开拓较缓慢), 均价提升主要源于公司提价和产品结构升级。

图 30: 公司16-18年醋产品收入复合增长8.75%



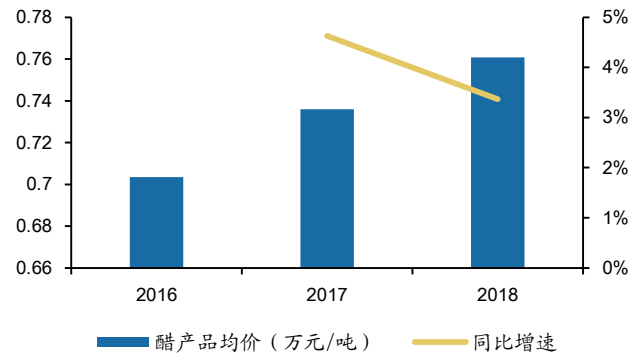
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 公司16-18年醋产品销量复合增长4.58%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 公司16-18年醋产品均价复合增长3.99%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

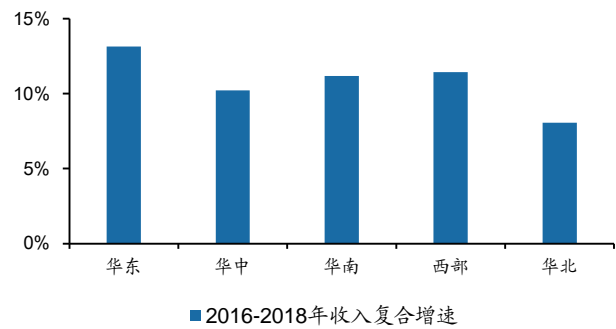
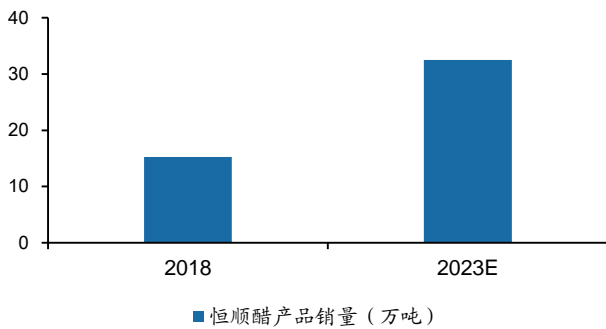
受益渠道加速扩张, 我们预计未来5年公司醋业务销量有望复合增长10%+。对比酱油龙头海天味业, 恒顺渠道销售仍有较大发展空间。(1) 覆盖网点数量: 公司2018年覆盖60万个网点, 对比海天覆盖的80多万个网点, 仍有较大的提升空间。(2) 网点销售潜力: 海天80万网点数量对应200亿收入, 公司60万网点数量对应18亿收入, 网点销售潜力弱。2018年公司醋业务销量15.28万吨, 公司目前食醋产能接近满

产，2019下半年新增10万吨食醋产能，不考虑技改情况下，有望支撑其未来5年销量复合增长11.22%。

公司新管理层上任，重视渠道扩张，对渠道推动力和人员、资源投放力度加大，推动渠道加速扩张。分区域来看，2016-2018年公司成熟大区华东大区收入复合增长13.14%（高于整体收入5pct左右），剔除均价贡献，我们估算得华东大区16-18年醋业务销量复合增长10%左右（高于醋业务整体销量增速5pct左右）。受益于渠道推动力加强和餐饮渠道扩张，我们预计未来5年华东大区醋业务收入有望维持10%左右复合增速。且公司新管理层上任后，对外埠区域重视程度增加，叠加低基数影响，预计外埠区域醋业务销量复合增速高于华东大区，即未来5年公司醋业务整体销量有望复合增长10%+。

图 33: 恒顺食醋产能32.5万吨，有望支撑未来5年销量复合增长16.29%

图 34: 公司华东大区16-18年收入复合增长13.14%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

受益直接提价和产品结构升级，我们预计未来5年公司醋业务均价复合增长3%+。

(1) 直接提价: 龙头恒顺醋业提价周期3年左右，推动公司均价提升。(2) 产品结构升级: 恒顺醋业近几年率先推出三年陈、六年陈等高端产品，且根据公司年报，2016-2018年高端醋产品收入复合增长18.88%，明显高于公司醋产品整体增速（复合增长8.75%）。伴随居民收入提升带动的消费升级，预计公司产品结构升级将持续进行，推动均价提升。

表 9: 恒顺提价周期3年左右

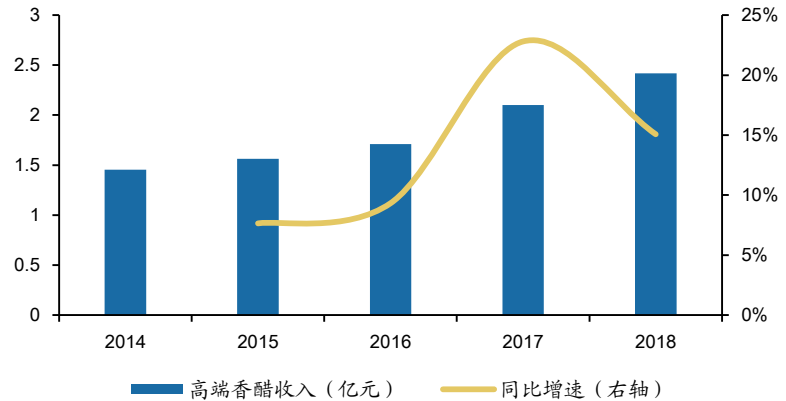
提价时间	公司	提价情况
2019年1月	恒顺醋业	对公司恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒等五个品种的产品进行出厂价格调整，提价幅度6-15%
2016年6月	恒顺醋业	公司主营经典醋系列，共19个单品，调价平均幅度9%左右。
2013年	恒顺醋业	主要醋产品提价
2010年	恒顺醋业	高档提10%，中低档提5%
2006年7月	恒顺醋业	对约占公司产量比重15%的低价位产品进行提价，上调幅度约为15%-25%，并且对所有产品每月选择1-2个逐步提价
2004年6月	恒顺醋业	公司于二季度末全面提高了新包装产品价格，提高幅度平均在10%左右，公司主导产品改用全新包装、实行全新价格。

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

图 35: 2016-2018年公司高端香醋收入复合增长18.88%

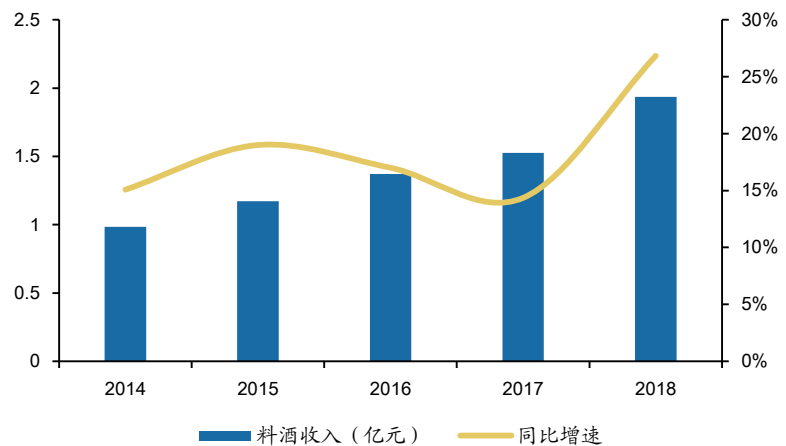


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 料酒业务受益渠道扩张, 预计未来 5 年收入复合增长 25%左右

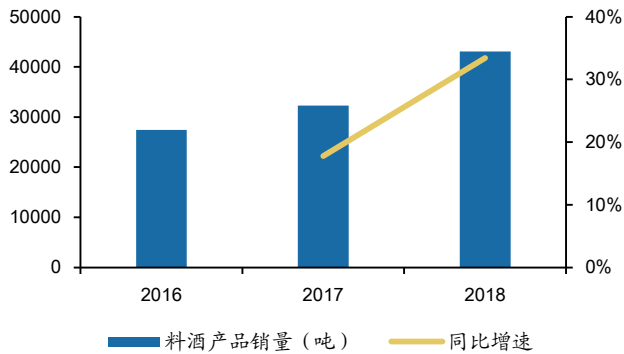
公司料酒业务持续高增长, 2014-2018年收入复合增长18.43%, 且近两年增长加速。根据公司财报数据, 公司料酒业务收入从2014年0.98亿元增长至2018年1.94亿元, 复合增长18.43%。公司料酒业务近两年增长明显加速——2016-2018年公司料酒收入复合增长20.44%; 销量、均价分别复合增长25.36%、-3.92%, 主要源于公司近两年料酒产品发展战略为加大性价比抢占市场份额, 买赠促销力度加大导致料酒均价下降。

图 36: 2014-2018年公司料酒业务收入复合增长18.43%



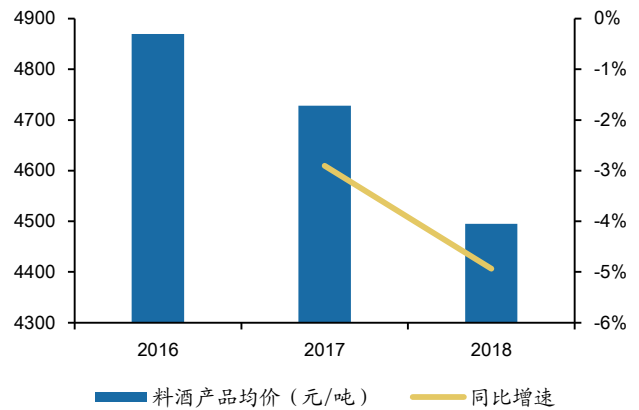
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 公司16-18年料酒产品销量复合增长25.36%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

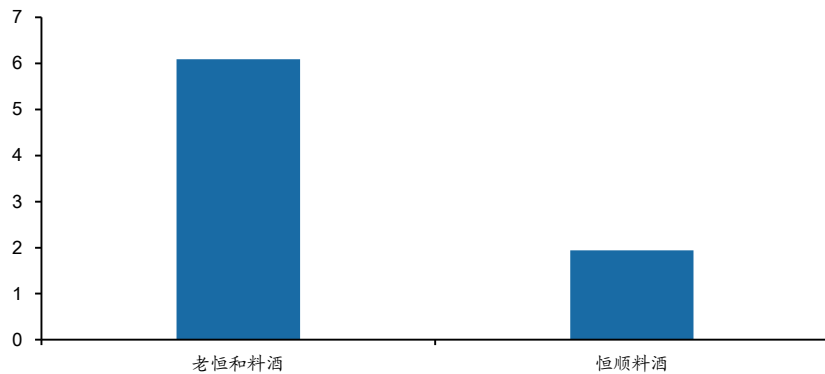
图 38: 公司16-18年料酒产品均价复合下降3.92%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

受益于渠道力改善, 我们预计未来5年料酒业务有望维持25%复合增长。(1) 料酒行业无明显龙头, 公司目标为料酒行业第一名, 对料酒业务重视程度高。根据中国江苏网, 公司料酒业务目前市占率居行业第三位, 2018年料酒行业龙头为老恒和, 料酒收入6.09亿元。(2) 新管理层上任改善公司渠道力, 渠道有望加速扩张, 料酒业务为公司第二重点品类, 有望充分受益, 维持之前25%左右复合增速。

图 39: 老恒和料酒收入6.09亿元, 居行业首位 (2018年)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、投资建议与风险提示

盈利预测关键假设:

(1) 醋业务: 新管理层上任, 期待公司管理改善、渠道力提升, 预计华东大本营市场维持之前10%左右复合增长, 外埠市场有望发力、增速赶超大本营市场, 推动醋业务加速增长;

(2) 料酒业务: 第二重点品类, 抢占市场份额为主、目标为料酒行业第一名。

受益于渠道力改善（激励加强、资源投放加强），料酒业务有望维持之前25%复合增速。

我们预计2019-2021年公司收入18.66/21.78/25.18亿元，同比增长10.2%/16.7%/15.6%；归母净利润3.22/3.49/4.11亿元，同比增长5.6%/8.6%/17.5%（2018年非经常性损益基数大，导致2019年净利润增速放缓）；EPS为0.41/0.45/0.52元/股，对应PE估值45/41/35倍。2020年可比公司平均PE估值39倍，酱油龙头海天估值45倍，考虑恒顺醋业作为食醋行业龙头，且受益于渠道力持续加强、2020年收入有望开始加速增长，我们给予公司2020年45倍PE估值，对应合理价值20.25元/股，维持买入评级。

表 10：恒顺醋业业务拆分

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
酱醋调味品收入（亿元）	11.38	13.00	13.84	15.28	16.94	20.00	23.37
YOY	9.80%	14.20%	6.47%	10.41%	10.85%	18.10%	16.81%
醋收入（亿元）			10.33	11.63	12.81	15.04	17.34
YOY			5.14%	12.49%	10.21%	17.42%	15.26%
销量（万吨）			14.04	15.28	16.35	18.64	21.06
YOY				8.83%	7.00%	14.00%	13.00%
均价（万元/吨）			0.74	0.76	0.78	0.81	0.82
YOY				3.37%	3.00%	3.00%	2.00%
料酒收入（亿元）			1.53	1.94	2.44	3.19	4.17
YOY			14.36%	26.84%	26.10%	30.68%	30.68%
销量（万吨）			3.23	4.31	5.60	7.39	9.75
YOY				33.42%	30.00%	32.00%	32.00%
均价（万元/吨）			0.47	0.45	0.44	0.43	0.43
YOY				-4.93%	-3.00%	-1.00%	-1.00%
其他调味品收入（亿元）			1.98	1.72	1.68	1.77	1.86
YOY				-13.14%	-2.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入（亿元）	1.67	1.47	1.58	1.66	1.73	1.78	1.81
YOY		-11.75%	7.38%	5.02%	4.00%	3.00%	2.00%
总收入（亿元）	13.05	14.47	15.42	16.94	18.66	21.78	25.18
YOY		10.88%	6.57%	9.86%	10.18%	16.70%	15.60%
归母净利润		1.7	2.809	3.05	3.22	3.48	4.06
YOY			64.84%	8.44%	5.65%	8.01%	16.89%
扣非归母净利润		1.59	1.81	2.19	2.52	2.78	3.36
YOY		40.46%	15.69%	21.06%	14.80%	10.23%	21.15%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 11：可比公司估值（以2月24日收盘价为基准）

可比公司	EPS（元/股）		PE		股价（元）
	2019	2020E	2019	2020E	
海天味业	1.95	2.33	53	45	103.94

中炬高新（调味品）	0.85	1.03	40	33	38.33
千禾味业	0.47	0.59	49	39	22.93
平均			47	39	

数据来源：wind，广发证券发展研究中心 备注：海天、千禾采取 wind 一致预期，中炬采取广发最新报告盈利预测

风险提示：

- (1) 公司渠道扩张不达预期；
- (2) 食醋行业竞争格局改善进度不达预期；
- (3) 食品安全问题。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	991	1,205	1,459	1,756	2,034	经营活动现金流	311	376	362	400	480
货币资金	136	159	400	600	800	净利润	280	304	322	349	411
应收及预付	147	149	148	179	206	折旧摊销	86	91	63	79	81
存货	305	304	315	377	427	营运资金变动	38	32	-2	-19	-5
其他流动资产	403	592	596	599	601	其它	-93	-52	-21	-10	-7
非流动资产	1,578	1,646	1,667	1,673	1,677	投资活动现金流	-291	-295	-59	-70	-75
长期股权投资	49	47	47	47	47	资本支出	38	-120	-69	-80	-85
固定资产	943	1,028	1,050	1,056	1,060	投资变动	-336	-194	0	0	0
在建工程	75	17	17	17	17	其他	7	19	10	10	10
无形资产	95	87	87	87	87	筹资活动现金流	-34	-57	-62	-130	-205
其他长期资产	416	466	466	466	466	银行借款	52	28	34	-22	-84
资产总计	2,569	2,850	3,127	3,429	3,712	股权融资	0	3	0	0	0
流动负债	569	641	686	742	732	其他	-86	-89	-96	-108	-121
短期借款	84	126	160	138	54	现金净增加额	-14	23	241	200	200
应付及预收	211	250	235	284	325	期初现金余额	150	136	159	400	600
其他流动负债	274	264	292	320	353	期末现金余额	136	159	400	600	800
非流动负债	123	85	85	85	85						
长期借款	53	20	20	20	20						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	69	65	65	65	65						
负债合计	691	725	771	826	817						
股本	603	784	784	784	784						
资本公积	470	304	304	304	304						
留存收益	727	947	1,178	1,424	1,717						
归属母公司股东权益	1,800	2,035	2,266	2,512	2,805						
少数股东权益	78	90	90	90	90						
负债和股东权益	2,569	2,850	3,127	3,429	3,712						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,542	1,694	1,866	2,178	2,518
营业成本	916	979	1,059	1,223	1,399
营业税金及附加	26	27	30	35	40
销售费用	234	252	302	379	431
管理费用	134	112	125	139	160
研发费用	13	48	54	61	71
财务费用	8	9	5	5	3
资产减值损失	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	45	49	0	0	0
投资净收益	11	17	10	10	10
营业利润	329	357	372	416	495
营业外收支	3	13	16	5	0
利润总额	333	370	388	421	495
所得税	52	66	66	72	84
净利润	280	304	322	349	411
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	281	305	322	349	411
EBITDA	303	367	360	420	499
EPS (元)	0.47	0.39	0.41	0.45	0.52

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	6.5%	9.9%	10.2%	16.7%	15.6%
营业利润增长	74.5%	8.2%	4.2%	11.9%	18.9%
归母净利润增长	64.8%	8.4%	5.6%	8.6%	17.5%
获利能力					
毛利率	40.6%	42.2%	43.3%	43.9%	44.5%
净利率	18.2%	17.9%	17.2%	16.0%	16.3%
ROE	15.6%	15.0%	14.2%	13.9%	14.6%
ROIC	9.9%	10.8%	11.6%	13.1%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	26.9%	25.4%	24.7%	24.1%	22.0%
净负债比率	5.6%	6.0%	6.6%	5.4%	2.7%
流动比率	1.74	1.88	2.13	2.37	2.78
速动比率	1.18	1.39	1.65	1.84	2.17
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.63	0.62	0.66	0.71
应收账款周转率	13.14	12.42	13.99	13.28	13.35
存货周转率	2.98	3.21	3.36	3.24	3.28
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.39	0.41	0.45	0.52
每股经营现金流	0.52	0.48	0.46	0.51	0.61
每股净资产	2.99	2.60	2.89	3.21	3.58
估值比率					
P/E	25.30	26.75	44.56	41.04	34.93
P/B	3.95	4.00	6.33	5.71	5.11
EV/EBITDA	23.46	22.22	39.32	33.12	27.33

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，6年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。