

# 恒顺醋业 (600305.SH)

## 百年恒顺，蓄势待发

**恒顺众生，源远流长。**恒顺醋业于1993年成立，1999年由镇江恒顺酱醋有限公司变更为江苏恒顺醋业股份有限公司（前身为成立于1840年的朱恒顺糟坊），经过品牌确立、多元化发展阶段、聚焦调味品主业三个阶段，恒顺已经成为拥有180年历史的食醋老字号。2001年恒顺醋业在上海证券交易所成功上市，成为食醋行业唯一一家上市公司。

**食醋、料酒均处成长期，集中度尚有提升空间。****1) 食醋行业：**我们预计2019年食醋行业规模约为170亿元，展望未来十年，我们认为人均消费量仍处上行周期，同时提价以及产品结构升级有望推升行业价增，预计未来十年量、价CAGR分别约为2%、3%。**竞争格局方面，**四大派系区域割据以及恒顺多元化战略失误导致行业竞争格局非常分散，展望未来，从区域竞争的角度看，我们认为恒顺醋业最有望突围，市场份额有望达到近20%的水平。**2) 料酒行业：**料酒行业维持双位数高增（2010-19料酒产量CAGR约11%），目前龙头地位尚未确立，但行业中餐饮渠道占比超40%，此为料酒全国化布局奠定良好基础。

**改革进行时：对症下药，不破不立。**2019年12月杭祝鸿先生任董事长以来，针对激励制度、品牌产品、渠道营销等多方面实施改革：**1) 本质优化：**我们认为体制原因是根本，薪酬差距仅为表象。董事长上任后任人唯贤，团队整体年轻化，同时强化员工培训，改革薪酬考核体系，另外数字化转型实现降本增效，努力向极致的管理能力看齐。**2) 强化优势：**新董事长提出聚焦产品“三剑客”，做强醋、做深酒（黄酒、料酒系列）、做宽酱（酱油、酱菜、酱料系列）的口号，为品牌产品继续赋能。**3) 补齐短板：**渠道+营销改善空间较大。公司通过划分八大战区，打造八大样本市场以实现对市场的精耕细作，同时加大销售费用投放以及品牌形象覆盖，实现渠道渗透率提升。此外增强销售人员激励力度，充分激活终端。

**盈利预测：**我们预计公司2020/2021/2022年营业收入分别约为20.4/23.8/27.7亿元，同比+11.1%/16.8%/16.5%；归母净利润分别约为3.3/3.9/4.6亿元，同比+1.5%/18.3%/17.4%，对应PE为64/54/46倍。目前公司国企改革行在途中，体制、营销及渠道方面均出现积极变化，我们给予目标价25元，对应2021年65倍PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动，行业增速不及预期，行业竞争加剧，假设测算与实际情况可能存在误差。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,694	1,832	2,035	2,377	2,768
增长率 yoy (%)	9.9	8.2	11.1	16.8	16.5
归母净利润(百万元)	305	325	330	390	458
增长率 yoy (%)	8.4	6.6	1.5	18.3	17.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.30	0.32	0.33	0.39	0.46
净资产收益率 (%)	14.3	14.1	13.2	14.0	14.6
P/E (倍)	69.0	64.8	63.8	53.9	45.9
P/B (倍)	10.3	9.3	8.7	7.8	6.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	食品加工
最新收盘价	20.46
总市值(百万元)	20,520.48
总股本(百万股)	1,002.96
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.69

#### 股价走势



#### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com



## 内容目录

一、恒顺众生，源远流长.....	6
1、百年老字号如何酿成？.....	6
2、股权结构集中，国资委为最大实控人.....	8
二、行业尚处成长期，量价均有提升空间.....	8
1、食醋是一门怎样的生意？.....	9
1.1 食醋生意本质透视.....	9
1.2 行业集中度为何分散，未来是否可能实现集中？.....	12
2、料酒行业快速增长，竞争格局较为分散.....	17
2.1 行业增长潜力大，餐饮渠道占比高.....	17
2.2 竞争格局：赛道并不拥挤，全国龙头地位尚未确立.....	18
三、改革进行时：对症下药，不破不立.....	18
1、本质优化：国企制度优化，激励机制完善.....	18
2、强化优势：品牌产品继续赋能.....	21
2.1 如何做强醋？.....	22
2.1 怎样做强酒？.....	24
2.3 为何做宽酱？.....	25
3、补齐短板：渠道+营销改善空间较大.....	26
四、盈利预测.....	28
风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程梳理.....	7
图表 2: 恒顺醋业营业总收入规模及增速情况.....	7
图表 3: 恒顺醋业归母净利润规模及增速情况.....	7
图表 4: 恒顺醋业产品收入结构图.....	7
图表 5: 恒顺醋业各产品营收结构图（2019年）.....	7
图表 6: 公司股权结构图.....	8
图表 7: 我国各调味品细分子行业的发展情况对比.....	8
图表 8: 各调味品细分行业成长阶段对比.....	9
图表 9: 2017年我国调味品消费结构（按销量）.....	9
图表 10: 食醋行业分类.....	9
图表 11: 中国食醋产量及增速.....	10
图表 12: 食醋行业百强企业量价拆分.....	10
图表 13: 1965-2008年日本人均食醋消费量（kg）.....	11
图表 14: 我国人均食醋消费量及增速.....	11
图表 15: 美国食醋在各食品中占比分布（2005年）.....	11
图表 16: 日本两人以上家庭人均每年调味品食用量（ml）.....	11
图表 17: 我国醋饮料行业市场规模及增速情况.....	11
图表 18: 日本及美国各类型醋的占比.....	11
图表 19: 中国食醋及酱油出厂吨价对比（元/吨）.....	12
图表 20: 日本食醋及酱油吨价对比（二人以上家庭消费均价：日元/100ml）.....	12
图表 21: 调味品 CPI 同比与 CPI 同比间的相关性较强（%）.....	12
图表 22: 日本酿造醋占比不断走高.....	12

图表 23: 调味料各细分子行业竞争格局对比.....	13
图表 24: 食醋行业整体集中度 (2018 年).....	13
图表 25: 日本食醋行业竞争格局 (1989 年, 按产量).....	13
图表 26: 中国食醋行业 100 强企业规模分布 (2017 年).....	13
图表 27: 我国四大派系醋对比.....	14
图表 28: 我国调味品行业整体渠道构成 (2019 年).....	14
图表 29: 各公司餐饮渠道占比对比 (2018 年).....	14
图表 30: 食醋行业参与者梯队划分.....	15
图表 31: 品牌企业产量及作坊式小企业产量占比对比.....	15
图表 32: 镇江及山西食醋产量对比 (万吨).....	15
图表 33: 恒顺在镇江市食醋产量中占比约 60%.....	15
图表 34: 2020 年各地区食醋企业数量对比 (家).....	15
图表 35: 2007-2016 年山西省规上食醋企业区域分布占比.....	15
图表 36: 各品牌区域布局情况.....	16
图表 37: 各品牌在各区域人均消费量 (千克) 对比及市场份额估算.....	16
图表 38: 料酒行业发展情况梳理.....	17
图表 39: 料酒百强企业产量及吨价情况.....	17
图表 40: 中国料酒行业产量及增速.....	17
图表 41: 中国料酒市场规模及增速.....	18
图表 42: 2012 年中国料酒销量明细 (按经销渠道划分).....	18
图表 43: 料酒行业竞争格局情况 (2012 年).....	18
图表 44: 老恒和经销商全国布局情况 (2012 年).....	18
图表 45: 各调味品公司人均创收对比 (万元).....	19
图表 46: 各调味品公司人均创利对比 (万元).....	19
图表 47: 各调味品公司人均薪酬对比 (元).....	19
图表 48: 各公司高管薪酬对比 (2019 年).....	19
图表 49: 杭祝鸿先生履历介绍.....	20
图表 50: 今年以来公司内部人员调整.....	20
图表 51: 恒顺醋业 12 月 1 日“数字人力”系统将正式上线.....	20
图表 52: 恒顺醋业人才发展相关支撑工作.....	20
图表 53: SF 系统下人才考核体系流程.....	21
图表 54: 各公司管理费用率情况对比 (不含研发费用, %).....	21
图表 55: 人力资源数字化平台运作流程.....	21
图表 56: 2019 年食醋行业中国品牌力指数.....	22
图表 57: 恒顺醋业与同行食醋业务收入规模及增速对比 (百万元).....	22
图表 58: 恒顺醋业与紫林醋业盈利能力对比 (%).....	22
图表 59: 各调味品公司食醋品类毛利率对比 (%).....	22
图表 60: 恒顺醋业、紫林醋业、千禾味业食醋品类吨价对比 (元).....	23
图表 61: 恒顺醋业与紫林醋业成本构成对比 (2019 年).....	23
图表 62: 海天味业主打大单品战略.....	23
图表 63: 恒顺产品规格及包装丰富多元.....	23
图表 64: 2018 年恒顺各系列产品收入规模及占比 (万元).....	24
图表 65: 高端食醋的规模及在食醋营收中的占比情况.....	24
图表 66: 恒顺醋业及老恒和料酒业务收入规模及增速对比 (百万元).....	24
图表 67: 恒顺醋业及老恒和料酒业务吨价对比 (元/吨).....	24
图表 68: 恒顺醋业及老恒和料酒业务毛利率对比 (%).....	25
图表 69: 老恒和高中低端料酒占料酒产品总销售额的百分比.....	25

图表 70: 我国复合调味料的构成.....	25
图表 71: 我国复合调味料市场规模及增速 .....	25
图表 72: 公司分地区的收入结构图 .....	26
图表 73: 公司各地区的收入规模及增速情况 (万元) .....	26
图表 74: 各调味品企业各区域营收占比对比 .....	26
图表 75: 各调味品公司经销商数量对比.....	27
图表 76: 各调味品公司销售费用率对比 (%) .....	27
图表 77: 各调味品公司销售人员数量 (人) .....	27
图表 78: 恒顺醋业流通渠道覆盖率提升规划.....	28
图表 79: 各调味品公司销售人元薪酬对比 (万元) .....	28
图表 80: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (亿元) .....	29
图表 81: 可比公司估值比较 .....	29
图表 82: 恒顺醋业 PE(TTM)走势图 .....	30



## 一、恒顺众生，源远流长

### 1、百年老字号如何酿成？

恒顺醋业于1993年成立，1999年由镇江恒顺酱醋有限公司变更为江苏恒顺醋业股份有限公司。其前身为成立于1840年的朱恒顺糟坊，经过180年的发展，恒顺已经成为我国最具影响力的食醋老字号，是目前中国最大的制醋企业。2001年恒顺醋业在上海证券交易所成功上市，成为食醋行业唯一一家上市公司。

经过梳理，我们认为公司的发展主要分为以下几个发展阶段：

**品牌确立阶段（1840-2001年）：产品+营销造就恒顺品牌化发展之路。**

**1）“朱恒顺”时代打造产品：**1840年，朱兆怀创立了朱恒顺糟坊，以酿造“百花酒”闻名，并成为朝廷贡品。1850年，恒顺利用酒糟加入谷壳发酵，酿制镇江香醋，更名“朱恒顺糟淋坊”，酒醋同制以提高效率。1898年，再度改牌号为“朱恒顺酱醋糟坊”。1910年参加南洋劝业会，恒顺香醋走出国门。

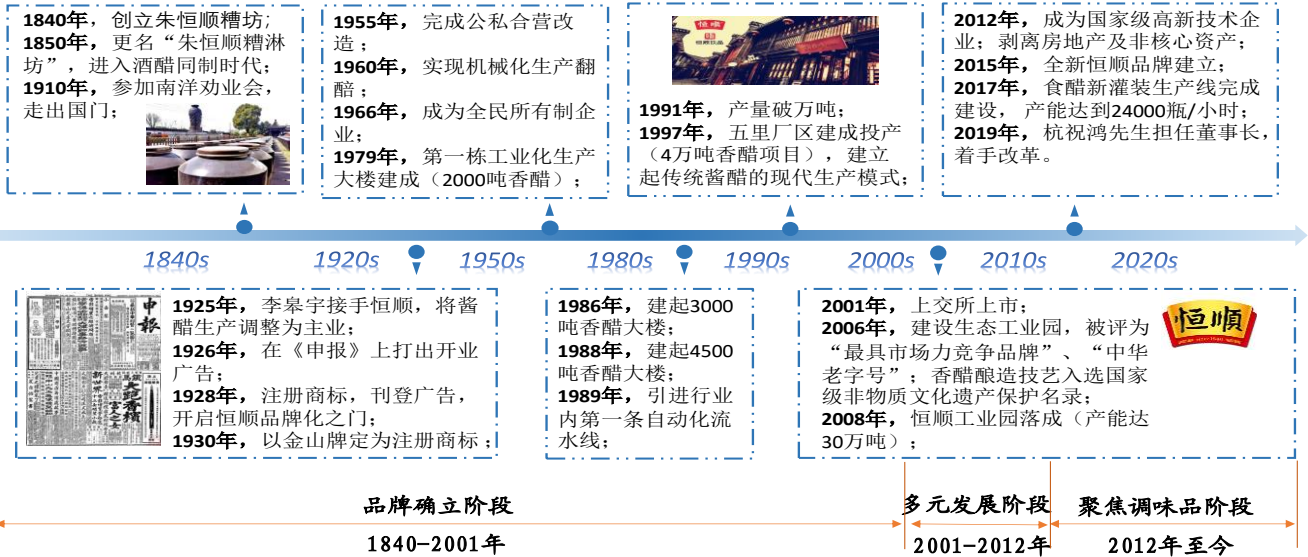
**2）“李恒顺”时代塑造品牌。**1925年朱氏后代经营不善，将恒顺转手给浙江商人李皋宇，李皋宇将牌号改为“镇江恒顺源记酱醋糟坊”，通过**投营销**（申报开业广告等）、**重商标**（采用“金山寺”外景图案，以金山牌定为注册商标）、**换包装**（订制马口铁罐头改进酱菜包装，玻璃瓶装高端醋）等方式打开恒顺的品牌化之门，同时1928-1930年间恒顺在镇江、上海设多家分店以强化品牌影响力及渠道网络。民国时期恒顺香醋年产3000坛，稳居镇江醋厂第一。

**3）转为国有，夯实食醋龙头地位。**1955年，恒顺完成公司合营改造，1960年实现机械化生产翻醋，1966年恒顺正式成为全民所有制企业。1979年，商业部拨款60万元，恒顺兴建了首栋工业化生产大楼（香醋产能2000吨），随后1986年、1988年分别建起3000吨、4500吨的香醋大楼，1989年恒顺从意大利引进业内第一条自动化流水线。1997年五里厂区建成投产，上马4万吨香醋工程。2006年恒顺开工建设恒顺生态工业园，2008年首期工程建成投产，恒顺香醋产能达到30万吨。

**多元发展阶段：（2001-12年）：盲目多元化拖累主业，错过调味品黄金发展十年。**恒顺醋业于2001年在上海证券交易所上市，上市后公司便着力开始了多元化的发展战略，涉足房地产、建筑安装工程、光电产品、汽车等业务，但此类业务与食醋主业难以协同，对营收及盈利的稳定性产生较大冲击。2000-2013年营收复合增速约为17%（增速极值分别为-16%、+68%），归母净利润复合增速约为6%（增速极值分别为-264%、+268%）。

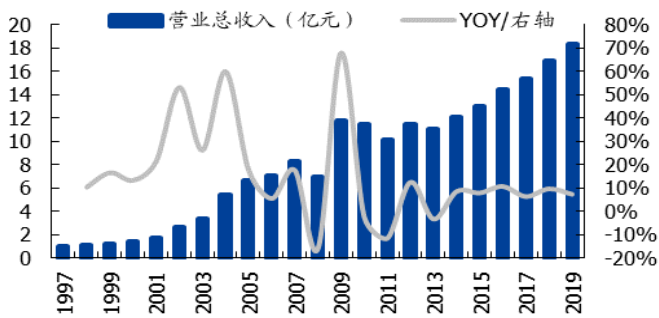
**聚焦调味品主业（2012年至今）：营收及利润增长开始趋于稳定。**2012年董事长尹名年上任，明确“以食醋业为核心，带动相关调味品、酒类、醋类衍生品等产业发展”这一“同心多元”式的战略构想，对房地产及其他非核心业务进行剥离，重新聚焦调味品业务。2005年酱醋类调味品业务收入占比仅约48%，至2019年该比例提升至94%。与此同时，公司营收及利润增长开始趋于稳定，2013-2019年营收复合增速约为9%，归母净利润复合增速约为42%。

图表1: 公司发展历程梳理



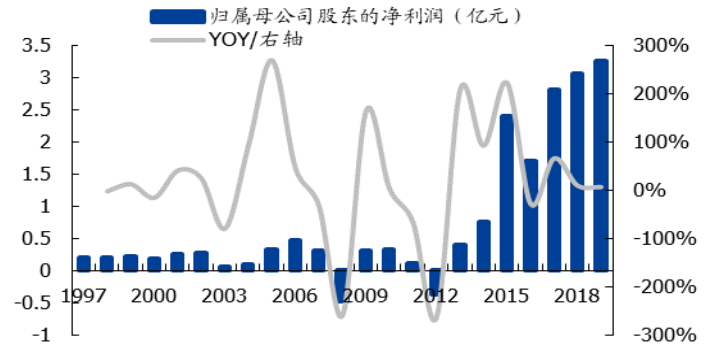
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表2: 恒顺醋业营业收入规模及增速情况



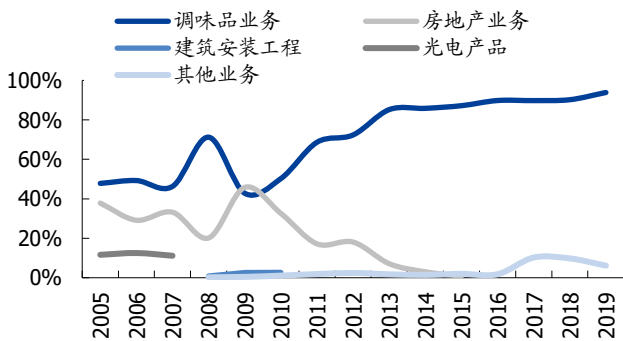
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表3: 恒顺醋业归母净利润规模及增速情况



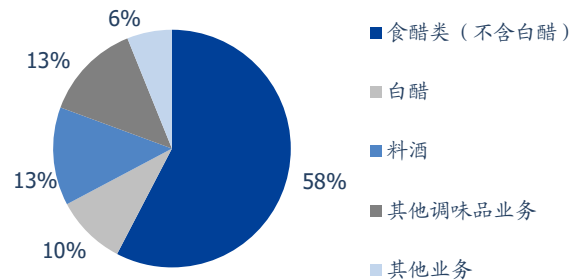
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 恒顺醋业产品收入结构图



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 2017年及以后年份的其他业务按照总收入减去调味品业务收入计算得出)

图表5: 恒顺醋业各产品营收结构图(2019年)

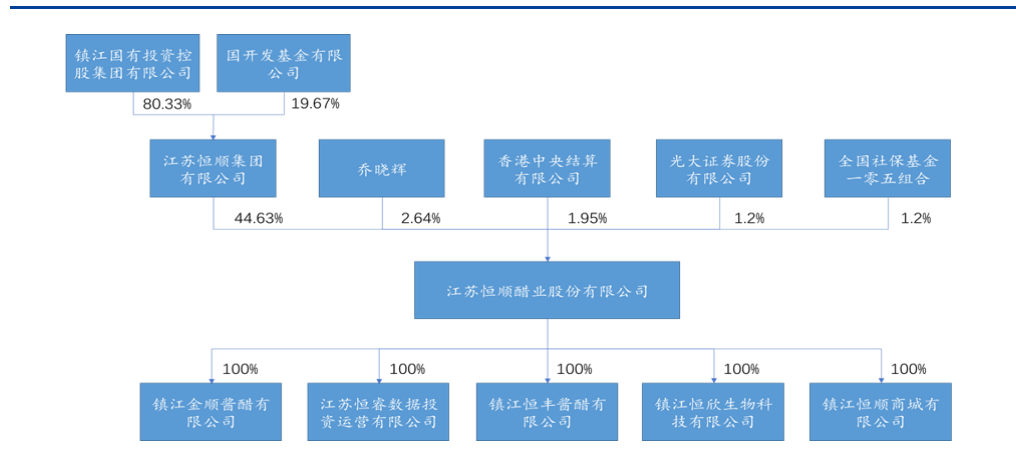


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2、股权结构集中，国资委为最大实控人

截至2019年底，江苏恒顺集团有限公司对江苏恒顺醋业股份有限公司持股44.63%，是公司的第一大股东。镇江市国有资产监督管理委员会通过江苏恒顺集团有限公司间接持有公司35.9%的股份，是公司的实际控制人。

图表6：公司股权结构图



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

## 二、行业尚处成长期，量价均有提升空间

**调味品行业概览：**经过对比我们发现，成长期的行业通常具有以下几个特点：**1）**量价均有增长空间；**2）**行业结束混战局面，竞争格局形成中。综合以上两个标准，我们认为食醋行业目前仍处于成长期，且发展的程度优于料酒而不及酱油。

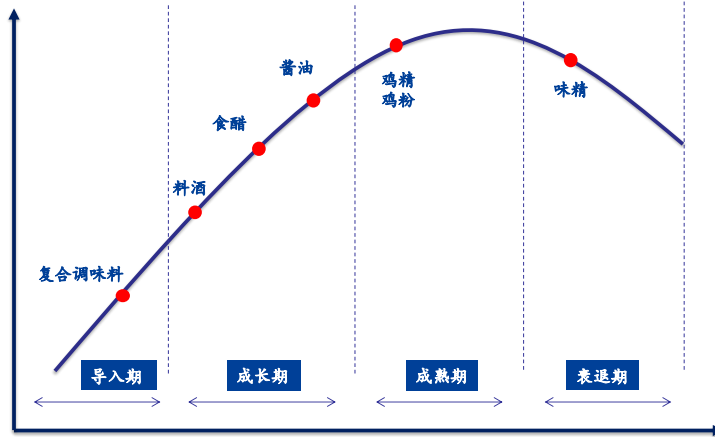
图表7：我国各调味品细分子行业的发展情况对比

行业发展阶段	细分子行业	行业规模	行业增速	行业特征	行业集中度	主要参与者
导入期	复合调味料	2018年行业规模约1091亿元（零售口径，含鸡精鸡粉）	2011-18年川调CAGR约20%，2013-18年底料CAGR约15%	渗透率低，行业快速发展，量增为主，价增为辅	极其分散	颐海国际、天味、日辰等
	料酒	2018年约109亿元	2015-18年CAGR约17%	行业集中度低	较为分散	老恒和、王致和、老才臣、恒顺、成都巨龙
成长期	食醋	2019年约170亿元	2010-19年CAGR约9%	价增有空间，量增稳定，半全国化龙头出现	CR5=17%	恒顺、水塔、紫林、四川保宁、佛山海天
	酱油	2018年约600亿元（出厂口径）	2013-18年行业规模CAGR约10%（零售口径）	量价齐升，行业竞争格局稳固，渗透率约99%	CR5=31.53%	海天味业、李锦记、美味鲜、六月鲜、加加酱油
成熟期	鸡精鸡粉	2019年约45亿元	2014-19年市场规模CAGR约16%	渗透率较高（约64%）	CR5=85%	太太乐、美极、豪吉、家乐、佳隆
衰退期	味精	2019年产量205万吨	呈下滑态势，2019年产量下滑6.82%	渗透率高（约78%）	CR2=65%	阜丰、梅花、伊品、三九味精、莲花

资料来源：前瞻产业研究院，中国产业信息网，国盛证券研究所



图表 8: 各调味品细分行业成长阶段对比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

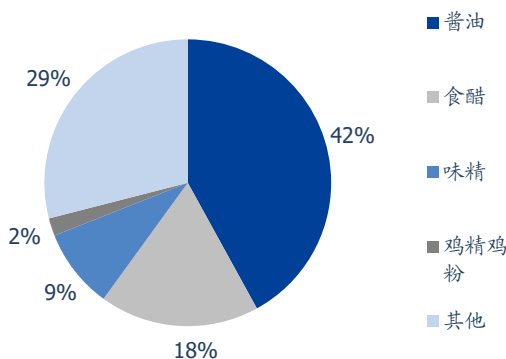
经过分析, 食醋及料酒两个行业均处成长期, 我们将分别对两个行业的生意本质、竞争格局进行探讨:

## 1、食醋是一门怎样的生意?

### 1.1 食醋生意本质透视

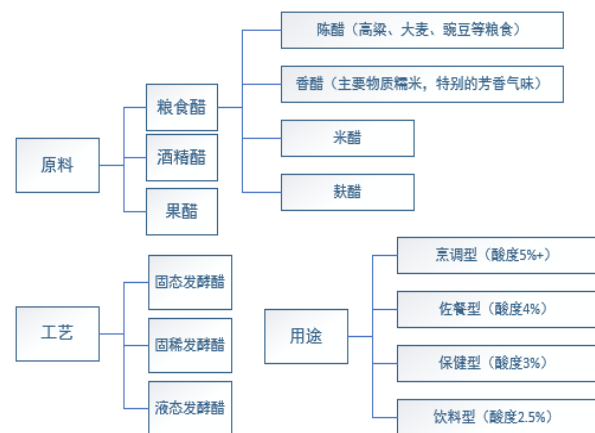
所谓食醋, 即指使用含有淀粉、糖的物料或酒精, 经微生物发酵酿造或食用醋酸调制而成的酸味调味品或食品。食醋历史悠久, 我国食醋的历史最早可追溯至西周时代, 距今已有几千年的历史。根据智研咨询的数据, 2017年我国调味品消费结构中, 食醋占比约18%, 仅次于酱油(42%)。根据不同的分类标准, 食醋的种类繁多: **1) 按原料分:** 食醋可以分为粮谷醋、酒精醋、果醋等, 其中粮谷醋又包括陈醋(以山西老陈醋为代表)、香醋(以镇江香醋为代表)、米醋、麸醋等; **2) 按工艺分:** 食醋通常可以分为固态发酵醋、固稀发酵醋以及液态发酵醋; **3) 按用途分:** 食醋一般可以分为烹饪型、佐餐型、保健型和饮料型。

图表 9: 2017年我国调味品消费结构(按销量)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

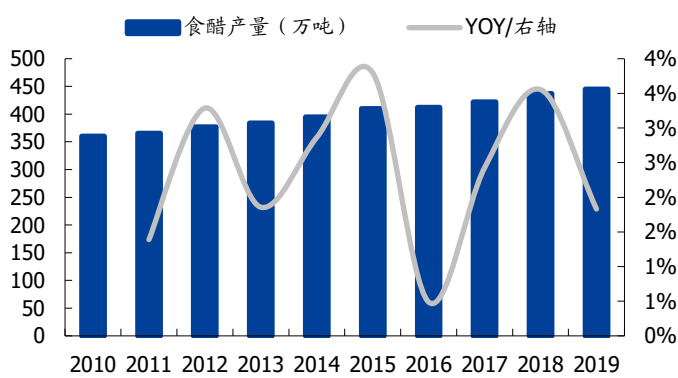
图表 10: 食醋行业分类



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

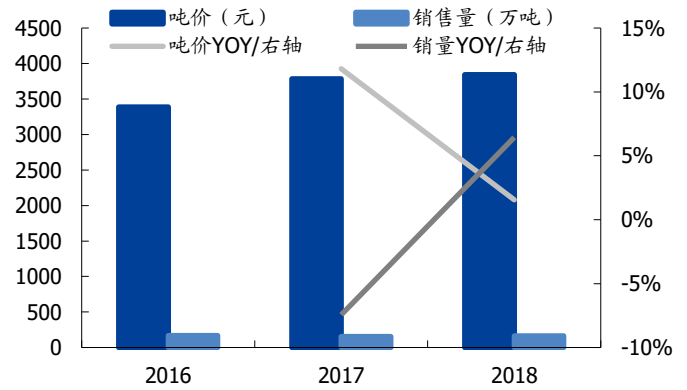
食醋行业量价齐升，行业规模约为 170 亿元。根据中国产业信息网的数据，2019 年我国食醋产量为 445 万吨，2010-2019 年复合增速约为 2.4%。另外根据中国调味品协会统计，2016-2018 年食醋百强企业吨价分别为 3386 元、3786 元、3846 元，复合增速约为 6.6%。我们以百强食醋企业的吨价走势作为行业价格走势的模拟，则 2010-2019 年食醋行业增速约为 9%，假设行业平均吨价约为 3800 元，则 2019 年食醋行业规模约为 170 亿元。

图表 11: 中国食醋产量及增速



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 12: 食醋行业百强企业量价拆分



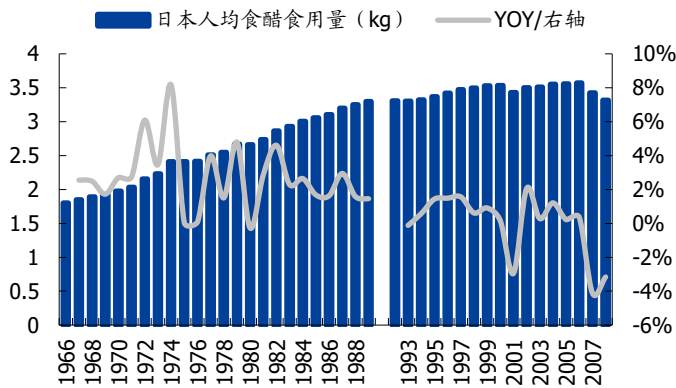
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所 (注: 2018 年百强企业中食醋企业 39 家, 2017 年为 36 家, 销量增速参考性相对较弱)

展望未来，我们认为量价仍有提升空间。

**量: 预计未来十年销量 CAGR 约 2%。**我们对比中国及日本人均食醋消费量情况，可以发现日本人均食醋食用量 1966-2006 年呈上行趋势 (CAGR 约 2%，2006 年人均消费量约为 3.57kg)，此后人均食醋食用量呈下行趋势。根据中国产业信息网的数据，按照 445 万吨的食醋产量估计，2019 年我国食醋人均消费量约为 3.2kg (2010-2019 年 CAGR 约为 2%)。从食醋消费量的绝对值来看，我国食醋人均消费量已经开始接近日本 2006 年的高点水平，但我们认为我国食醋人均消费量仍然有提升空间，主要原因系：

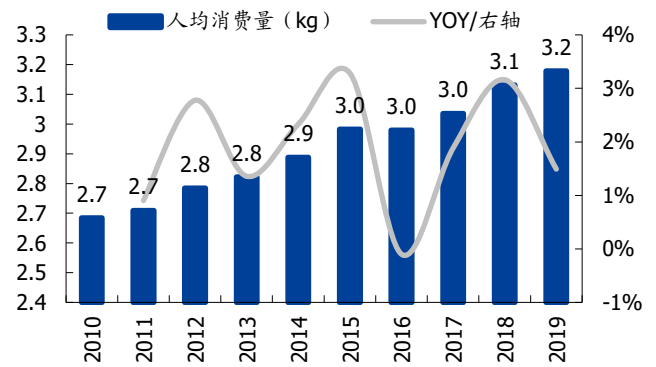
- **食醋符合健康发展趋势，目前仍处于上行周期。**我国发展阶段与日本的 1980s 相似，从发展阶段及趋势上看，我国食醋人均消费量仍处于上行周期。
- **国内酸味替代物较少，食醋重要性更大。**我们拆分了日本两人以上家庭人均调味品消费量的情况，发现自 2004 年以来人均食醋食用量在下降，而与此同时，调味汁、番茄酱等酸味复合调味料食用量稳步走高。另外根据《美国食醋市场最新动态及发展趋势》报告，2005 年美国瓶装醋仅占食醋消费量的 35%，更多的食醋被用于调味料和沙司、腌汁、芥末等其他复合调味料中。目前我国食醋在复合调味料中的占比仅约 5%，在我国复合调味料尚处萌芽期之际，食醋作为重要的酸味调味品，具有难以替代的作用，人均食用量仍有提升的空间。同时未来随着复合调味料的兴起，食醋在其中渗透亦有较大的空间。
- **醋品类多元化发展空间较大。**根据前瞻产业研究院的数据，2013-2018 年我国醋饮料行业 (以水果、果汁或果酒为主要原料，经微生物发酵酿制而成的一种发酵型酸味饮品) 市场规模的复合增速约为 16.8%，远快于食醋行业的增长，我们认为食醋品类的多元将极大增加食用场景开发，实现增长潜能挖掘。

图表 13: 1965-2008 年日本人均食醋消费量 (kg)



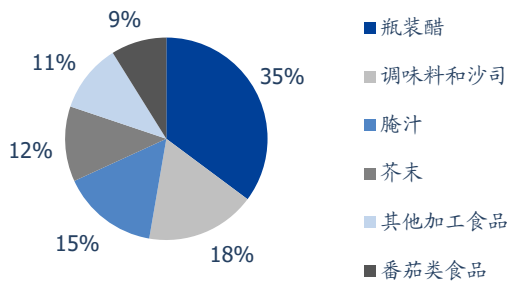
资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所 (注: 原始数据单位为 L, 按照 1.5g/cm<sup>3</sup> 的密度进行换算)

图表 14: 我国人均食醋消费量及增速



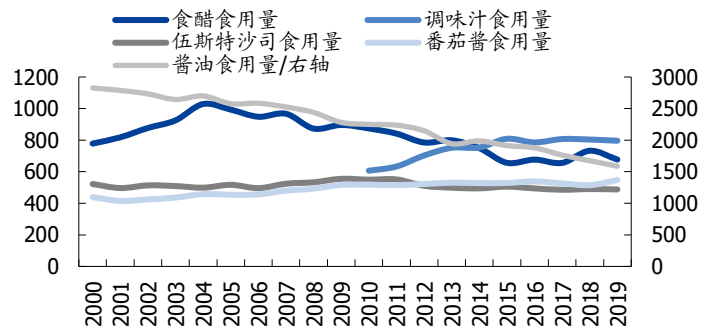
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 15: 美国食醋在各食品中占比分布 (2005 年)



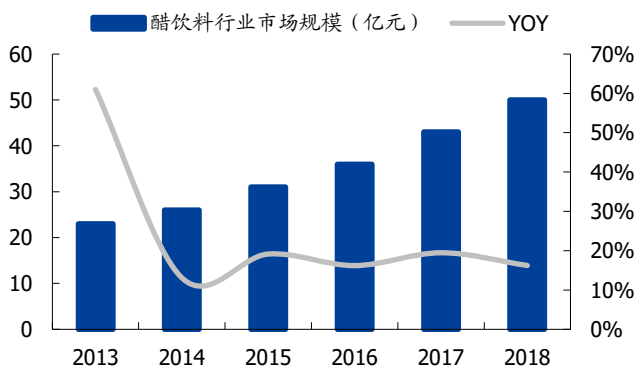
资料来源: 《美国食醋市场最新动态及发展趋势》, 国盛证券研究所

图表 16: 日本两人以上家庭人均每年调味品食用量 (ml)



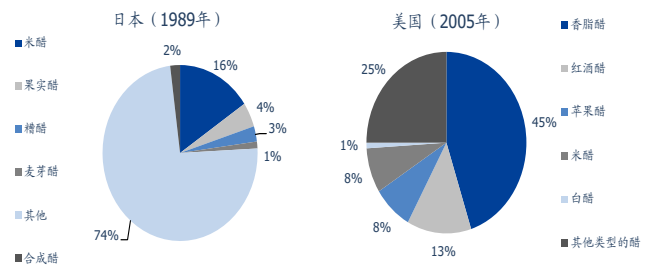
资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所

图表 17: 我国醋饮料行业市场规模及增速情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

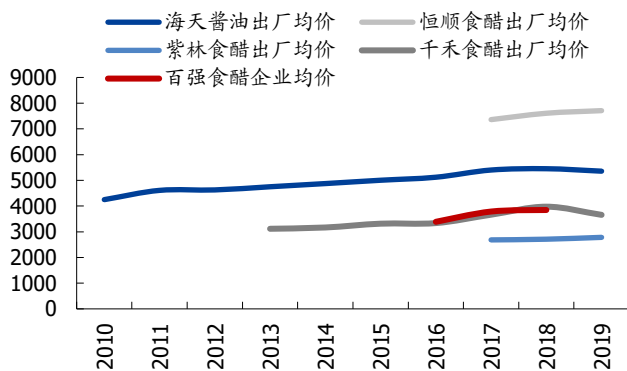
图表 18: 日本及美国各类型醋的占比



资料来源: 《美国食醋市场最新动态及发展趋势》, 《日本食醋》, 国盛证券研究所

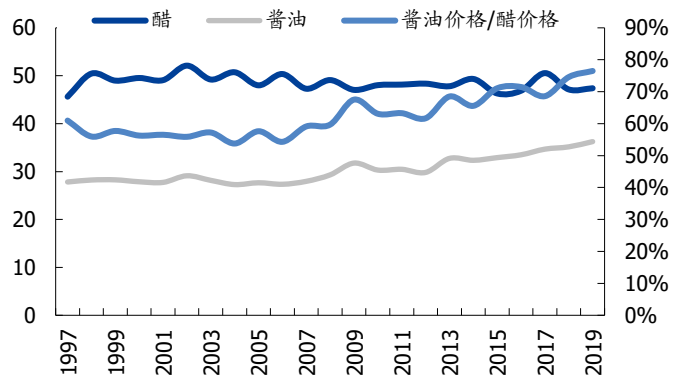
价：行业提价以及产品高端化趋势有望带动吨价走高。根据恒顺醋业公司公告，我国食醋人均消费金额与发达国家相比仍有三倍以上提升空间。对比中日食醋及酱油的价格，可以发现日本酱油的吨价仅约食醋吨价的80%，而2018年中国百强食醋企业吨价约为3845元，相较海天味业5450元的吨价仍有较大的差距。调味品作为生活必需品，与CPI间的拟合效果较好，行业会呈现周期性提价（恒顺于2016年对经典醋系列提价约9%、2019年对香醋、陈醋系列提价约15%，镇江香醋【K型010072】、【金恒顺115050】系列分别提价10%、6.5%，综合提价幅度约2%）。另外从结构上来看，结构升级将有望推升吨价。日本酿造醋的占比自1965年的31%持续提升至1982年的97%，而目前我国酿造食醋占比仍较低，随着健康理念以及经济发展水平的提升，我国酿造食醋的占比有望走高从而带动吨价上行，我们预计未来十年吨价增速约为3%。

图表 19: 中国食醋及酱油出厂吨价对比 (元/吨)



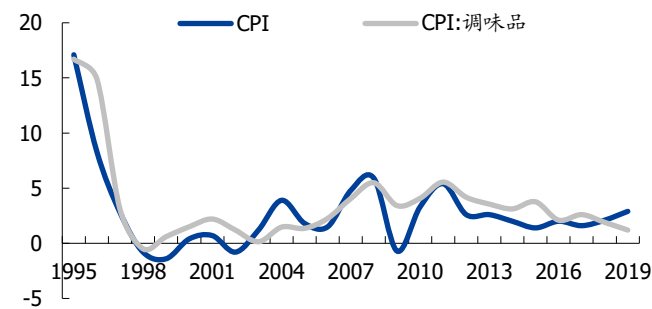
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 20: 日本食醋及酱油吨价对比 (二人以上家庭消费均价: 日元/100ml)



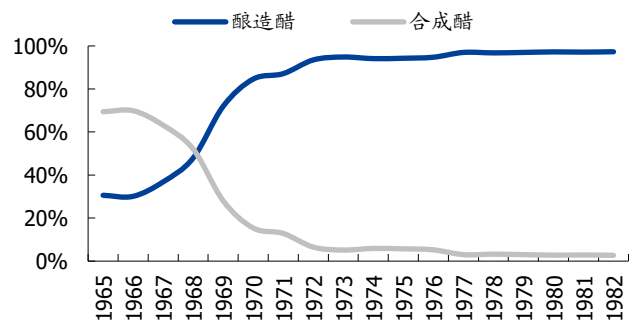
资料来源：日本统计局，国盛证券研究所

图表 21: 调味品 CPI 同比与 CPI 同比间的相关性较强 (%)



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 22: 日本酿造醋占比不断走高

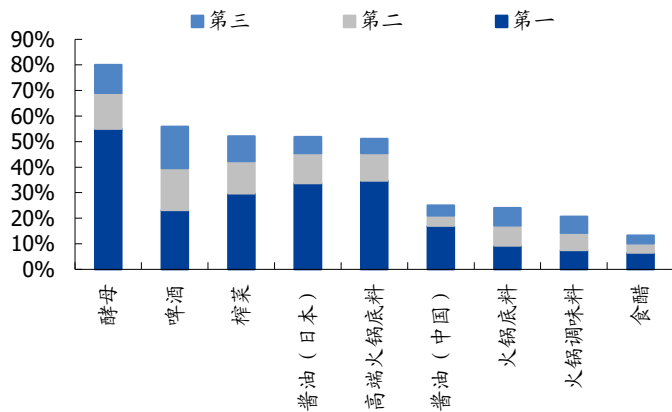


资料来源：《对日调味品技术考察报告》，国盛证券研究所

## 1.2 行业集中度为何分散，未来是否可能实现集中？

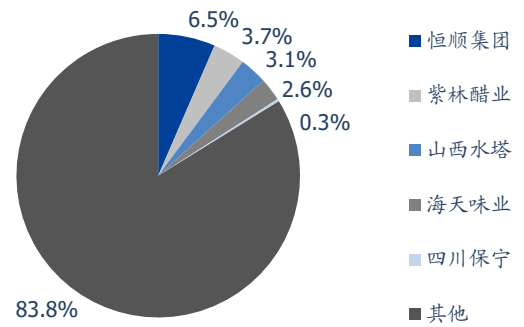
多维度对比，我国食醋行业集中度较为分散。我们首先横向对比我国食品饮料行业各细分行业的集中度情况，根据中国调味品协会数据，2018年我国食醋行业CR3仅为13%，远低于酵母、啤酒等行业，甚至略低于火锅调味料行业。同时，我们对标日本食醋酱油行业的发展情况，1989年，中醋店的产量占比高达52%，市场占有率甚至高于酱油龙头龟甲万在酱油行业的份额（2018年约34%）。

图表 23: 调味料各细分行业竞争格局对比



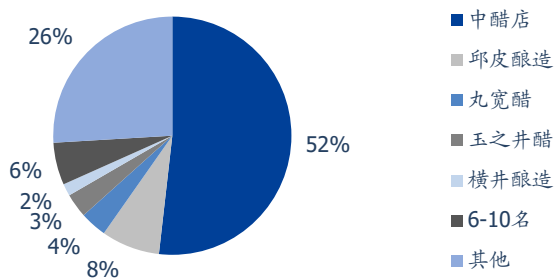
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所 (注: 火锅调味料, 火锅底料, 高端火锅底料竞争格局均为 2015 年数据, 酱油 (中国) 为 2016 年数据, 榨菜行业为 2017 年数据, 其余均为 2018 年数据)

图表 24: 食醋行业整体集中度 (2018 年)



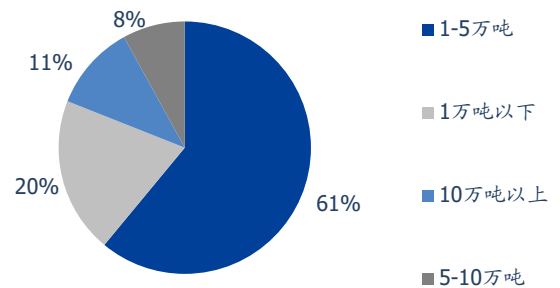
资料来源: 中国调味品协会, 国盛证券研究所

图表 25: 日本食醋行业竞争格局 (1989 年, 按产量)



资料来源: 《日本食醋》, 国盛证券研究所

图表 26: 中国食醋行业 100 强企业规模分布 (2017 年)



资料来源: 中国调味品协会, 国盛证券研究所

经历了数百年的发展, 为何我国食醋行业竞争格局仍较为分散?

一方面, **生产工艺壁垒较高, 四大派系区域割据明显**。经过几千年的发展, 目前我国食醋行业形成以山西老陈醋、镇江香醋、四川保宁醋、福建永春老醋为代表的四大派系, 各派系在酿造原料、发酵工艺上不尽相同, 口味上亦各有其独到之处。在区域布局上, 四大派系割据明显, 山西老陈醋优势销售区域集中在北京、河北、山西等北方市场, 镇江香醋多据守以江苏为中心的华东地区, 此外四川保宁醋及福建永春老醋主销售区域分别在四川云贵及福建沿海地区。



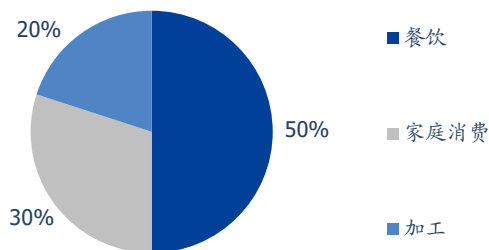
图表 27: 我国四大派系醋对比

四大名醋	主要原料	生产周期	特点	主要生产商	销售地区
山西老陈醋	高粱、麸皮为主，稻壳、谷物为辅	20 多道工序（大曲制备到酿造完成），生产周期近一年	色泽呈酱红色，食之绵、酸、香、甜、鲜，富含氨基酸、酸、糖类、维生素和盐等	紫林醋业；山西水塔；太原宁化府；山西美和居老醋坊	北京、河北、山西、河南、山东、东三省、内蒙、湖北、湖南、安徽、江苏等
镇江香醋	糯米为主	制酒、制醋、淋醋三大过程，采用独有的固态分层发酵工艺，40 多道工序，贮存 180 天+	独具酸而不涩，香而微甜，色浓味鲜，愈存愈醇的特色	江苏恒顺醋业	上海、江苏、浙江、安徽、山东等
四川保宁醋	小麦、大米、糯米、麸皮	纯粮为料，中药为曲，“松华”井水为体，麸醋经典工艺和现代科技，42 道工序，发酵 30-50 天，陈酿周期可长可短，最长达 30 年	保宁醋始于公元 936 年，四大名醋中唯一的药醋，四川麸醋鼻祖，独居色泽红棕、酸味柔和、醇香回甜、绿色健康的特点	四川保宁醋有限公司	四川、云南、贵州、重庆等
福建永春老醋	优质糯米、红曲、芝麻	用独特配方、精工发酵、陈酿多年而成（佳酿 3 年+、优酿 3.5 年+、精酿 4.5 年+、特酿 5 年+）	色泽棕黑，酸而小涩，酸中带甜，具有一种令人愉快的香气，芝麻调味调香为其特色	福建永春老醋醋业有限公司	福建沿海等东南地域

资料来源：前瞻产业研究院，紫林醋业招股说明书，国盛证券研究所

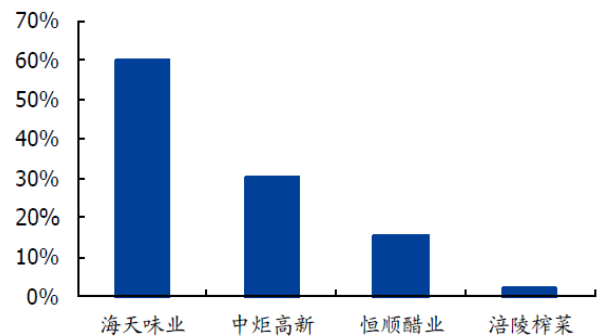
**另一方面，巨龙沉睡，错失餐饮发展东风，导致大一统局面尚未出现。**以餐饮为媒介是调味品实现全国化布局的最佳途径，根据中国调味品协会的数据，目前我国调味品行业中餐饮渠道、家庭渠道以及加工渠道占比分别约为 50%、30%、20%。从各调味品公司的渠道布局角度来看，2018 年海天味业、中炬高新的餐饮渠道占比分别约 60%、30%，而食醋行业龙头恒顺醋业餐饮渠道占比不及 20%。恒顺多元化发展战略失误以及国有体制激励不足共同导致其尚未成为全国化龙头，食醋行业缺少一统天下的龙头企业。

图表 28: 我国调味品行业整体渠道构成（2019 年）



资料来源：中国调味品协会，国盛证券研究所

图表 29: 各公司餐饮渠道占比对比（2018 年）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 展望未来：行业集中度有没有可能实现提升？

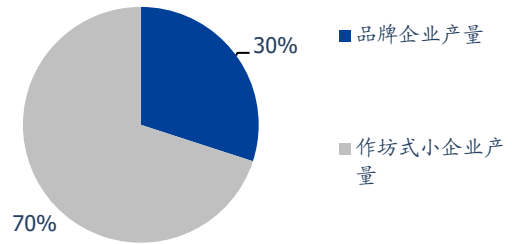
**从梯队角度来看，行业梯队分级鲜明，第一梯队为选主力选手。**将行业参与者按照主营业务以及规模分类，目前我国的食醋行业共可以分为三个梯队：**1) 第一梯队：地方强势品牌为选主力选手**，如恒顺醋业、山西水塔、紫林醋业、四川保宁等四大名醋；**2) 第二梯队：主业协同难度大，食醋不是布局重点。**其他调味品企业布局食醋业务，如海天味业、中炬高新、千禾味业等，由于食醋与酱油生产难以产生协同，因此酱油企业在品类多元化发展过程中，多以蚝油、酱等复合调味料为方向，食醋业务在各品牌中占比均较低，海天味业、中炬高新食醋营收占比均低于 10%；**3) 第三梯队：作坊式小企业占比高达 70%，为行业集中度提升创造空间。**据前瞻产业研究院数据，目前我国食醋行业作坊式小企业占比高达 70%，而日本 1994 年前五大食醋企业产量占比已高达 70%，由于小企业生产没有规模优势，因此竞争加剧将加速行业整合，从而为行业集中度提升创造空间。

图表 30: 食醋行业参与者梯队划分



资料来源：前瞻经济学人，国盛证券研究所

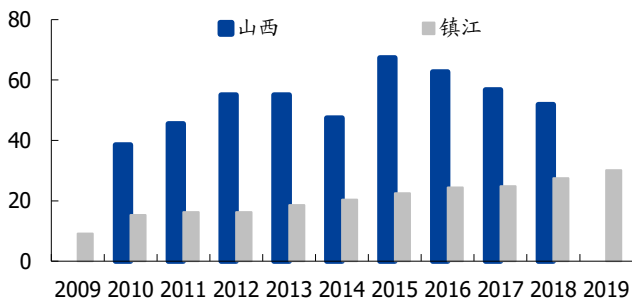
图表 31: 品牌企业产量及作坊式小企业产量占比对比



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

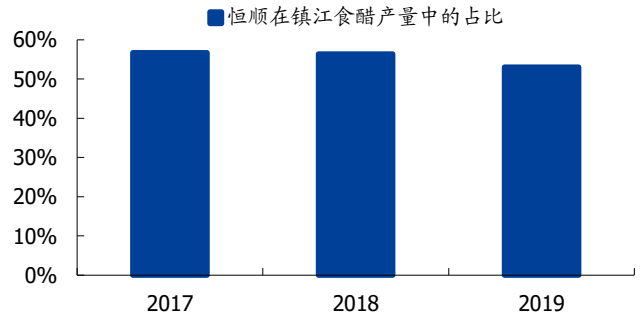
**第一梯队中，江苏地区恒顺一家独大，山西省群雄争锋，我们认为恒顺突围可能性大。**在第一梯队中，山西老陈醋及镇江香醋为主要阵营，根据统计局数据，2009-2019 年镇江地区食醋产量稳步走高（CAGR 约 13%，2019 年产量约 30.2 万吨），而山西省食醋产量近年有所下滑（2019 年产量约 51.8 万吨）。从竞争格局角度来看，全国食醋生产厂家约 6000 家，其中山西省共有食醋企业 812 家，其中太原市清徐县共有 85 家，在山西省内部间亦形成割据局面（代表企业“紫林”、“水塔”、“东湖”），而恒顺在镇江食醋总产量中占比近 60%，龙头地位稳固。

图表 32: 镇江及山西食醋产量对比（万吨）



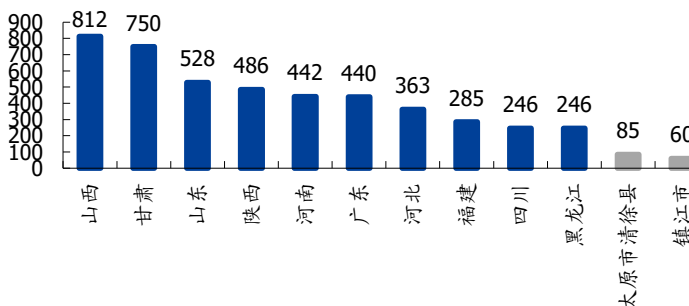
资料来源：《山西省统计年鉴》，镇江统计局，国盛证券研究所

图表 33: 恒顺在镇江市食醋产量中占比约 60%



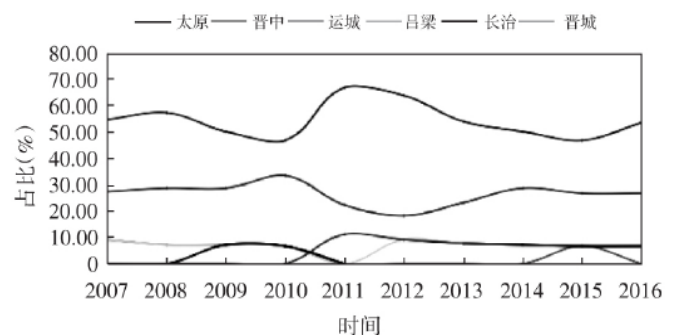
资料来源：公司公告，镇江统计局，国盛证券研究所

图表 34: 2020 年各地区食醋企业数量对比（家）



资料来源：企查查，国盛证券研究所

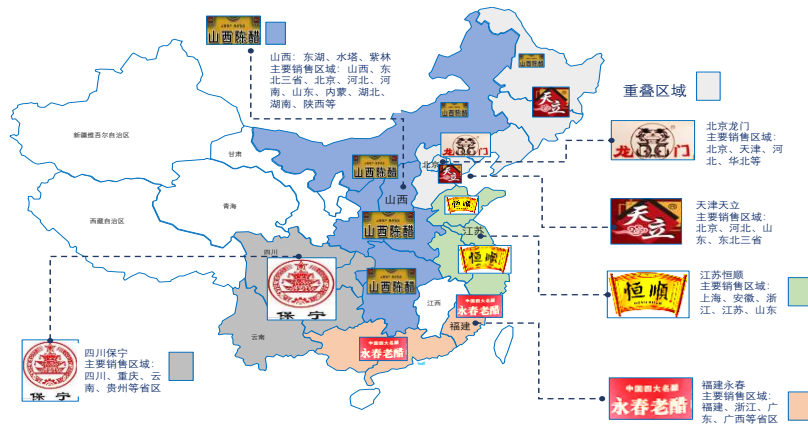
图表 35: 2007-2016 年山西省规上食醋企业区域分布占比



资料来源：《山西省规上食醋酿造企业变动趋势及特点》，国盛证券研究所

我们认为行业集中度提升空间大，恒顺有望达到近 20% 的市场份额。从区域布局上来看，各区域消费者在食醋的饮用习惯上存在较大差异。根据中国调味品协会的市场统计，我国华北地区人均食醋年消费量约为 4-5kg，而长江以南地区人均食醋年消费量约为 2.5-4kg。我们试图分区域对恒顺及紫林现有市占率进行分析，并对未来的竞争格局演变进行推演。目前华东地区以及华中地区分别为恒顺及紫林的核心销售区域，而从两个地区的人均食用量的增速看，恒顺在华东基地市场地位稳固且增速超过紫林醋业，同时在华中地区亦加速追赶紫林人均消费量水平，我们认为恒顺有可能在这两个地区成为地区龙头。在华北市场来看，目前恒顺尚不占优势，且人均食用量的增速尚不及紫林，我们认为想要反超存在一定困难。从静态的角度看，通过对各地区市场份额假设，我们认为食醋行业的集中度有望提升，在以下假设条件下，恒顺醋业的市场占有率有望达到 18%，紫林的市场占有率有望达到 9%。

图表 36: 各品牌区域布局情况



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所整理

图表 37: 各品牌在各区域人均消费量 (千克) 对比及市场份额估算

		2015	2016	2017	2018	2019	人均食用量	市占率	市占率假设	
华东大区	恒顺			0.23	0.26	0.29	2.5	12%	30%	
	YOY				16%	9%		4%	8%	
	紫林	0.06	0.07	0.08	0.09	0.09				
	YOY	16%	27%	11%	13%	4%				
华中大区	恒顺			0.13	0.14	0.16	3.0	5%	25%	
	YOY				8%	14%		9%	10%	
	紫林	0.16	0.23	0.25	0.27	0.27				
	YOY	13%	40%	10%	7%	3%				
华南大区	恒顺			0.16	0.17	0.19	3.0	6%	25%	
	YOY				7%	15%		1%	5%	
	紫林	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02				
	YOY	18%	-7%	1%	-24%	7%				
华北大区	恒顺			0.07	0.07	0.08	4.5	2%	10%	
	YOY				9%	7%		9%	15%	
	紫林	0.22	0.28	0.32	0.36	0.39				
	YOY	13%	29%	16%	12%	7%				
西部大区	恒顺			0.06	0.06	0.07	3.5	2%	10%	
	YOY				13%	6%		1%	8%	
	紫林	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04				
	YOY	2%	29%	10%	13%	9%				
	西南地区	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01				
YOY	4%	17%	-3%	23%	-23%					
西北地区	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11					
YOY	2%	32%	12%	11%	16%					
东北大区	恒顺						4.5		5%	
	紫林	0.09	0.09	0.10	0.11	0.11		3%	5%	
	YOY	-7%	10%	10%	6%	2%				
总计		按照各区域的市占率假设，恒顺醋业市场份额有望达到 18%，紫林醋业约 9%								

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: A 区域人均某公司食醋消费量计算公式=A 地区营业收入/A 常住人口数/该公司食醋吨价; 各地区的人均食用量参考中国调味品协会数据进行估算; 某公司在 A 地区现有市占率=A 地区人均某公司食醋消费量/A 地区人均食醋消费量)

## 2、料酒行业快速增长，竞争格局较为分散

### 2.1 行业增长潜力大，餐饮渠道占比高

恒顺最早便以“百花酒”起家，酒醋同源，因此料酒成为了恒顺重点布局的第二大赛道。从赛道的发展情况来看，料酒行业增速较快，并且龙头地位尚未稳固，赛道参与者并不拥挤，同时2012年餐饮渠道在整体渠道结构中占比约42%，餐饮渠道的快速发展对料酒行业的增长提供支撑，同时也为其全国化布局奠定基础。

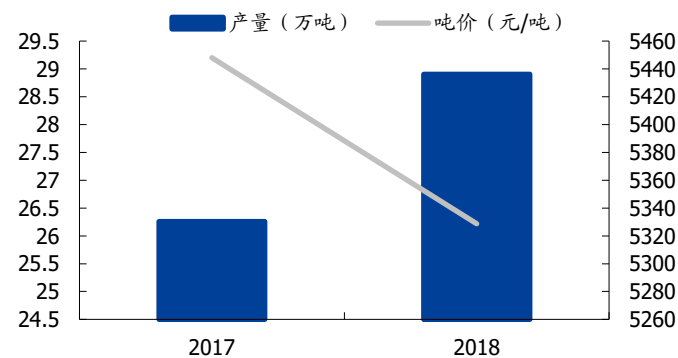
图表 38: 料酒行业发展情况梳理

	2008年	2012年	2017年	2008-2012年 CAGR	2012-2017年 CAGR (E)
生产商产值 (亿元)	27	58	133	21.5%	18.0%
生产商产量 (万吨)	95	166	290	14.9%	11.8%
生产商吨价 (元/吨)	2794	3494	4586	5.7%	5.6%
零售额 (亿元)	18	42	106	23.40%	20.30%
零售量 (万吨)	46	83	150	15.60%	12.70%
零售均价 (元/吨)	3927	5099	7067	6.7%	6.7%

资料来源: 紫林醋业招股说明书, 国盛证券研究所

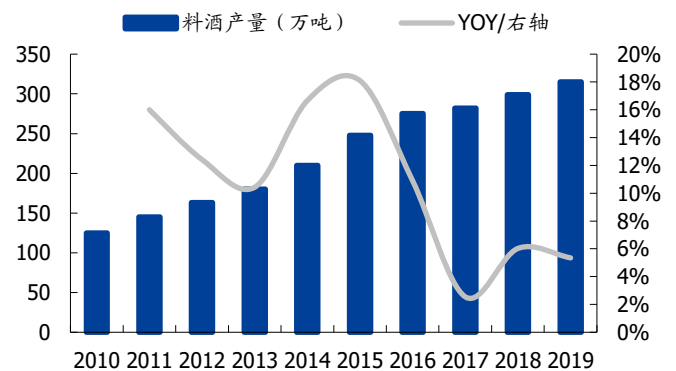
料酒行业维持双位数高增，餐饮渠道占比超40%。根据中国产业信息网的数据，2010-2019年我国料酒产量复合增速约11%，2019年产量约为315万吨；2018年料酒市场规模约为108.8亿元，2015-2018年CAGR约为17%，2018年料酒吨价约为3639元。另外据中国调味品协会披露，2018年中国调味料酒百强企业产品总产量及销售收入分别为28.9万吨、15.4亿元（吨价为5329元），分别同比增长10%、8%。

图表 39: 料酒百强企业产量及吨价情况



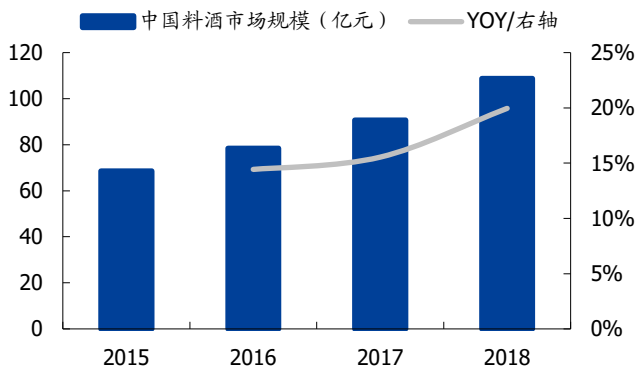
资料来源: 中国调味品协会, 国盛证券研究所 (注: 参与2018年中国调味品著名品牌100强统计的料酒企业有16家)

图表 40: 中国料酒行业产量及增速



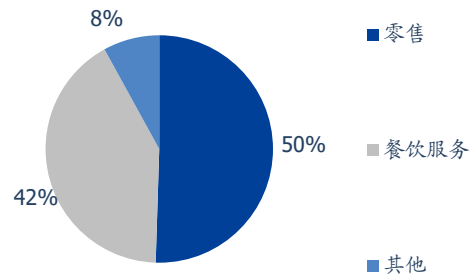
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 41: 中国料酒市场规模及增速



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 42: 2012 年中国料酒销量明细 (按销售渠道划分)

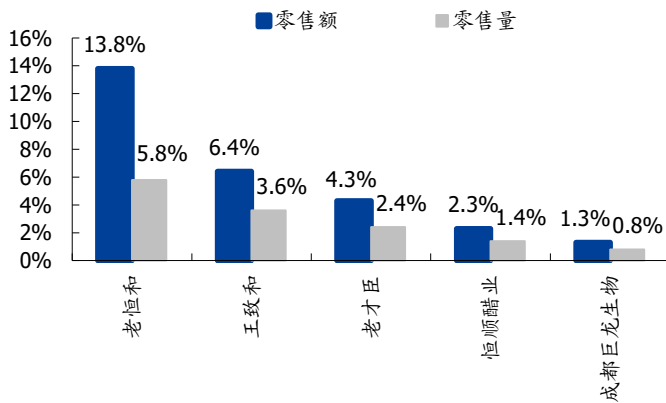


资料来源: 老恒和招股说明书, 国盛证券研究所

## 2.2 竞争格局: 赛道并不拥挤, 全国龙头地位尚未确立

行业集中度较低, 全国化龙头地位尚未确立, 餐饮渠道高占比为全国化布局奠定基础。据老恒和招股说明书披露, 2012 年我国料酒行业 CR3 约为 11.8% (零售量口径), 行业竞争格局较为分散。且根据中国调味品协会数据, 参与 2018 年中国调味品著名品牌 100 强统计的调味料酒企业中, 产量 5 万吨以上的有 3 家, 1 到 5 万吨有 1 家, 1 千到 1 万吨有 9 家, 1 千吨以下的有 3 家, 行业呈现“长尾效应”。由于料酒口味差异性相对食醋较弱, 同时餐饮渠道的占比较高, 因此较为容易通过餐饮渠道的渗透实现全国化的布局。

图表 43: 料酒行业竞争格局情况 (2012 年)



资料来源: 老恒和招股说明书, 国盛证券研究所

图表 44: 老恒和经销商全国布局情况 (2012 年)



资料来源: 老恒和招股说明书, 国盛证券研究所

## 三、改革进行时: 对症下药, 不破不立

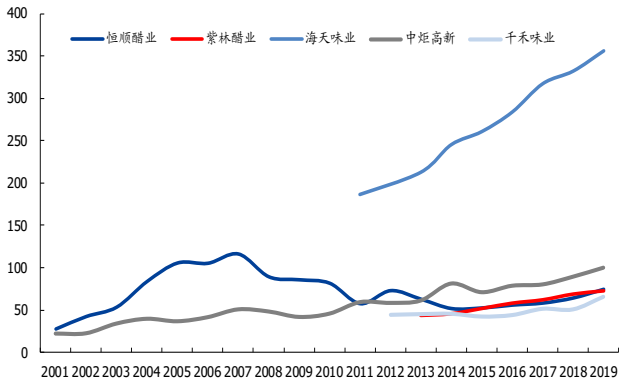
### 1、本质优化: 国企制度优化, 激励机制完善

体制原因是根本, 薪酬差距为表象。我们对比了恒顺海天以及其他调味品公司的各项指标, 2019 年恒顺醋业人均创收、人均创利以及人均薪酬分别约为 75 万元、13 万元、11



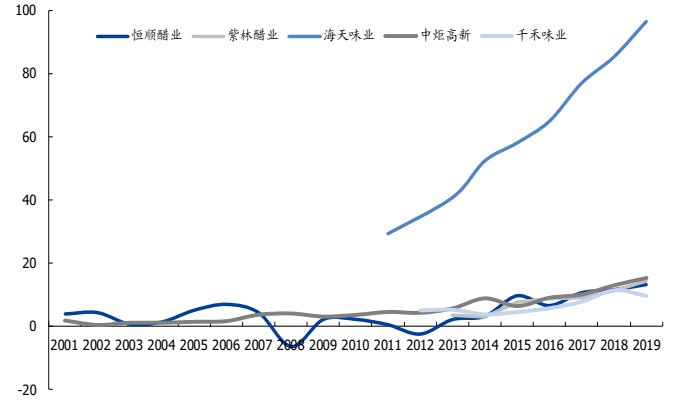
万元（2012-2019年CAGR仅约2%），分别约为海天味业的1/5、1/7、1/2，在同行中均处于较低水平，2019年人均创收与紫林醋业相当，而人均创利甚至低于紫林醋业。相较于海天味业等民营企业，我们认为恒顺醋业作为国有企业，其内部体制是阻碍增长的根本原因，激励不足成为制约发展的核心因素。

图表 45: 各调味品公司人均创收对比 (万元)



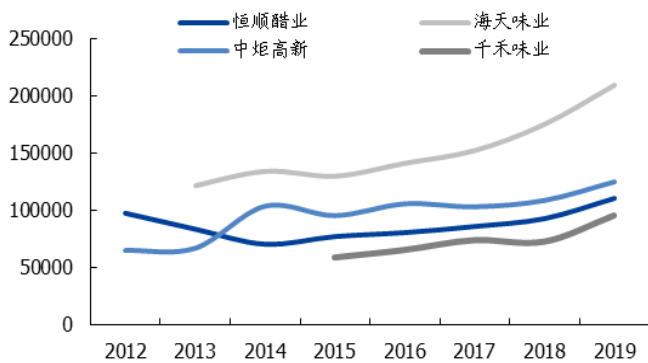
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 46: 各调味品公司人均创利对比 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 各调味品公司人均薪酬对比 (元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 48: 各公司高管薪酬对比 (2019年)

职级	公司	姓名	薪酬/万元
海天味业	董事长	庞康	559
	其他高管人均薪酬	19人	161
中炬高新	总经理/总裁	李翠旭	63
	副总经理	朱洪滨	286
	其他高管人均薪酬	17人	68
恒顺醋业	董事	高云海	40
	总经理/总裁	李国权	44
	其他高管人均薪酬	7人	23
紫林醋业	董事长	罗建纯	94
	其他高管人均薪酬	11人	24

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**治根本：体制优化，新董事长上任，多管齐下促优化。**2019年12月25日，恒顺醋业董事长张玉宏先生以及副总经理余永建先生提交书面辞职报告，新董事长杭祝鸿上任（1965年生，研究生学历）。根据过往履历，杭祝鸿先生拥有多年与国资委合作的经验，2015年4月任镇江市政府秘书长、党组成员、市政府办党组书记，2019年10月、11月连升两级，并于2019年12月任命恒顺醋业董事长，其工作能力及实力可见一斑。新董事长上任后，主要对以下工作进行优化：

**任人唯贤，整体团队年轻化。**2020年7月，高云海先生辞去营销总监，由李国权先生担任营销总监，李国权先生1976年生，历任恒顺醋业研究所副所长、生产部副经理，具备丰富的生产工作经验。此外，2020年8月，提拔品控部经理、生产部经理王召祥先生为公司董事，强化升职加薪的力度，团队活力被激活。

图表 49: 杭祝鸿先生履历介绍

时间	履历
1987年7月	于苏州城建环保学院（现苏州科技大学）任教
1988年8月	历任扬中县委办秘书、综合科副科长、科长、副主任
1995年11月	兼任扬中市委研究室副主任
1997年8月	历任镇江市委办公室综合一处副处长、市委办公室助理调研员、市政府办公室副主任
2002年8月	任镇江市政府副秘书长、办公室党组成员，期间兼任市政府研究室主任、党组书记
2003年5月	任镇江市委副秘书长
2013年2月	兼任农工办主任
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
2019年11月	晋升二级巡视员
2019年12月	任恒顺醋业董事长

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 50: 今年以来公司内部人员调整

事项	新任领导的简介
2020年7月 高云海先生辞去营销总监职务，其仍为公司董事，由李国权先生兼任营销总监。	李国权：男，1976年生，硕士学位、博士在读，高级工程师。现任江苏恒顺集团有限公司董事，江苏恒顺醋业股份有限公司董事、总经理。历任公司研究所副所长、生产部副经理，江苏恒顺调味品有限公司工艺设备部经理，公司生产部经理，公司研发部经理，公司生产仓储物流部经理。
2020年8月 王召祥任公司董事	王召祥：男，1972年11月出生，本科学历。历任镇江恒丰醋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。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

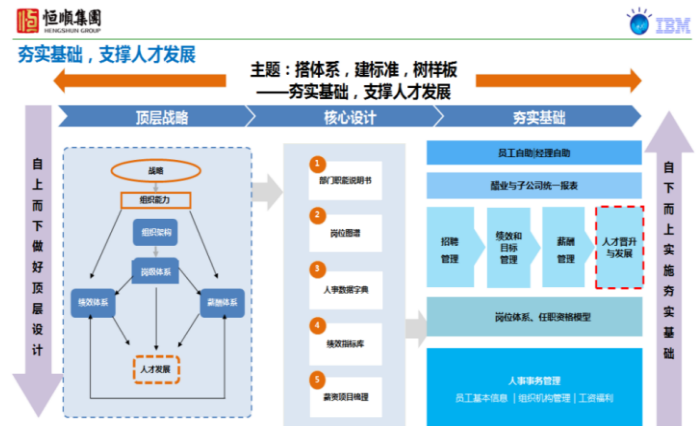
**强化员工培训，改革薪酬考核体系。**今年6月恒顺与 SAP、IBM 公司合作，启动了数字化重塑项目，并于11月16日召开全数字化重塑项目 SF 系统上线动员会，建立数字化系统搭体系、建标准、树样板，夯实基础，支撑人才发展。主要体现在：**1) 明确岗位任职**要求；**2) 建立培训机制**，提升员工工作效率及工作能力，深化人才；**3) 打造职务序列体系及可兑现的薪酬体系**，激发员工积极性及潜能，将激励与业绩有效挂钩。

图表 51: 恒顺醋业 12 月 1 日“数字人力”系统将正式上线



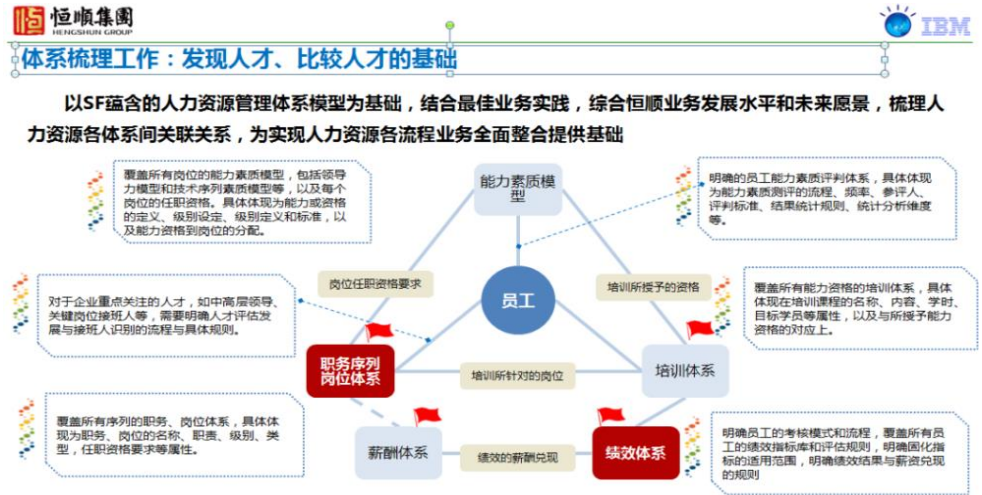
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 52: 恒顺醋业人才发展相关支撑工作



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

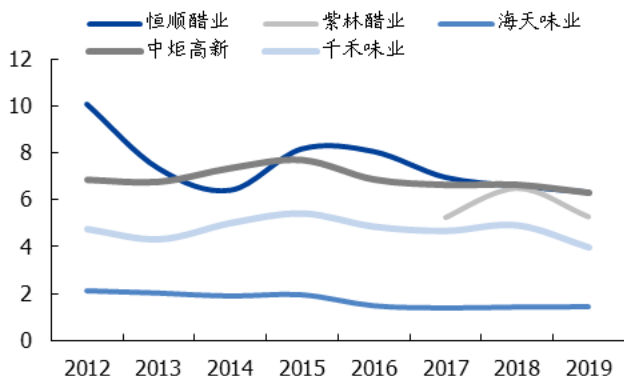
图表 53: SF 系统下人才考核体系流程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

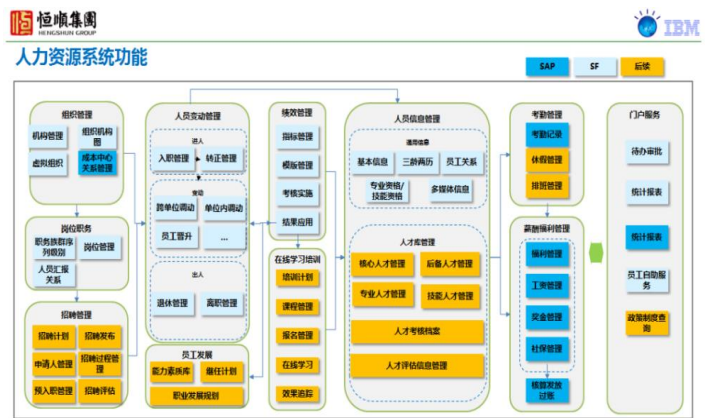
**数字化转型实现降本增效，向极致的管理能力看齐。**我们对恒顺醋业及同行的管理费用率水平，海天味业 2012 年管理费用率为 2%，近年来随着自动化率不断提升以及规模优势的显现，海天味业 2019 年管理费用率再度下降至 1.4%的水平，而 2019 年恒顺醋业的管理费用率高达 6.3%，尽管较 2012 年下降 3.8pct，但是仍处于较高水平。为提升全产业链和供应链运营管理效率，2020 年 6 月恒顺与 SAP、IBM 公司合作，通过 178 个流程、50 多项制度的整合变化，开启数字化重塑项目。该项目集业务服务、员工服务、数据服务为一体，预计将于 12 月 1 日正式上线。

图表 54: 各公司管理费用率情况对比（不含研发费用，%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 55: 人力资源数字化平台运作流程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 2、强化优势：品牌产品继续赋能

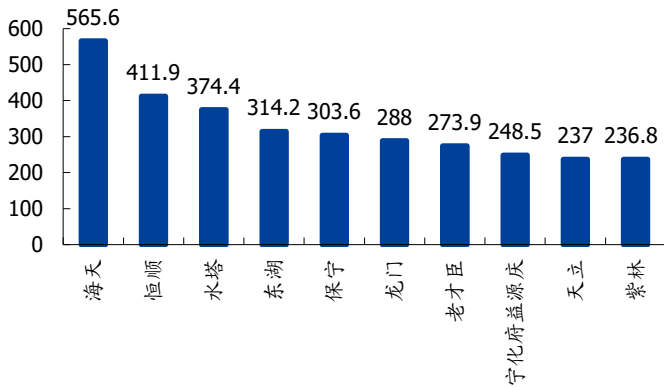
产品品牌为恒顺的核心竞争优势，恒顺醋业传统的“固态分层酿造”工艺为其独有，180 年的品牌积淀亦赋予了其强大的产品生命力。新董事长上任后聚焦产品“三剑客”，提出做强醋、做深酒（黄酒、料酒系列）、做宽酱（酱油、酱菜、酱料系列）的口号。我们将从以下三个方面分析战略的重要意义：

## 2.1 如何做强醋?

对标竞品，恒顺的品牌力及产品力为其发展奠定坚实基础。根据 Chnbrand 数据，从品牌力方面，恒顺经过了百余年的发展，其独家的酿造工艺赋予了其醇厚独特的口感，产品力雄厚，恒顺食醋品牌力高于水塔、保宁、紫林等地方性食醋品牌。同时，恒顺醋业的销售费用投放力度相较于竞品也处于高位。从盈利能力角度来看，恒顺醋业定位更加**高端，毛利率相对较高**。由于恒顺醋业酿造工艺更为复杂，且定位相对高端，因此吨价显著高于千禾味业及紫林醋业，同时恒顺醋业作为区域龙头，2016年及2019年分别对系列产品进行提价（2016年对经典醋系列提价约9%，2019年对食醋综合提价幅度约为2%），成功实现毛利率稳步上行，截至2019年，恒顺醋业毛利率为45.3%，较2013年同比提升6.8pct，高出紫林醋业3.5pct。

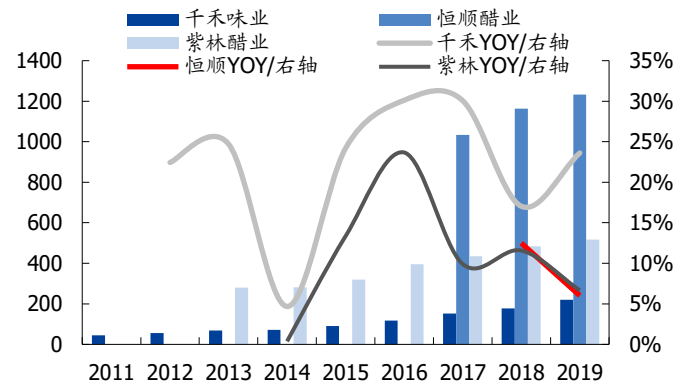
但是从近年来食醋业务的收入增速表现来看，恒顺食醋的营收增长并未展现出明显的超越优势。2018-2019年恒顺醋业食醋业务营收分别同增12.5%、6%，2019年增速甚至略慢于紫林醋业。

图表 56: 2019 年食醋行业中国品牌力指数



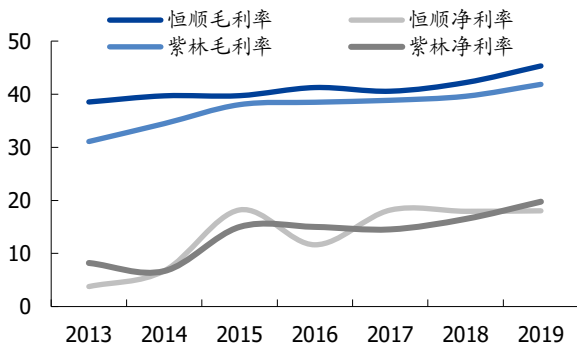
资料来源: Chnbrand, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 57: 恒顺醋业与同行食醋业务收入规模及增速对比 (百万元)



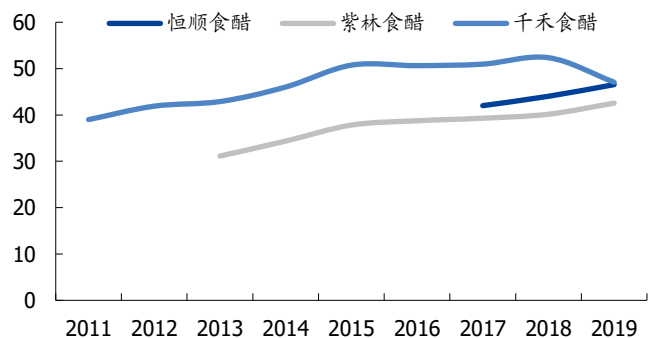
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 58: 恒顺醋业与紫林醋业盈利能力对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

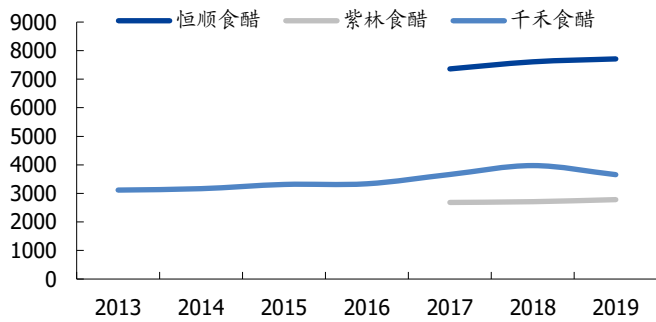
图表 59: 各调味品公司食醋品类毛利率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

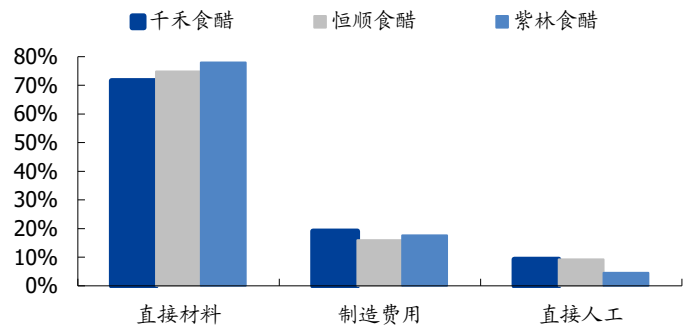


图表 60: 恒顺醋业、紫林醋业、千禾味业食醋品类吨价对比 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 恒顺醋业与紫林醋业成本构成对比 (2019年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为恒顺继续强化醋品类优势, 应当从以下两个方面入手:

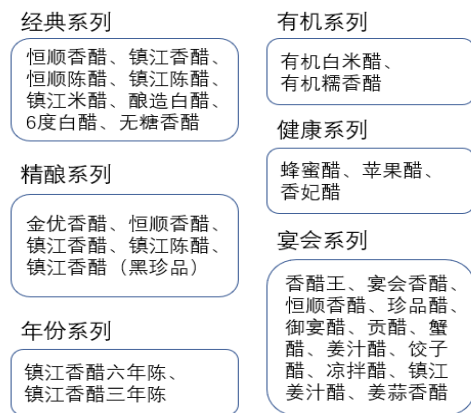
首先, 产品聚焦, 打造大单品。产品布局上, 恒顺醋业产品 SKU 更加杂, 大单品不突出, 相较于此, 海天味业打造金标生抽、草菇老抽、味极鲜等十亿级大单品 (在酱油业务百亿营收中占比约 10%), 中炬高新也推出厨邦酱油大单品。而 2018 年恒顺香醋系列产品营收在食醋营收中的占比仅约 8%, 陈醋系列产品营收约为 4861 亿元, 在食醋营收中的占比仅约 4% (公司于 2002 年成立了山西恒顺老陈醋有限公司, 以期突破口味的限制)。我们认为打造大单品一方面可以强化消费者认知度, 同时规模化生产有利盈利能力释放。

图表 62: 海天味业主打大单品战略

产品品类	
10 亿级大单品	海天金标生抽
	海天草菇老抽
	海天味极鲜酱油
	海天黄豆酱
	海天上等蚝油
2 亿级大单品	海天老字号系列 第一道头道酱油
	零添加头道酱油
	淡盐头道酱油
	365 高鲜头道酱油
海天有机系列	

资料来源: 海天味业公司官网, 国盛证券研究所

图表 63: 恒顺产品规格及包装丰富多元

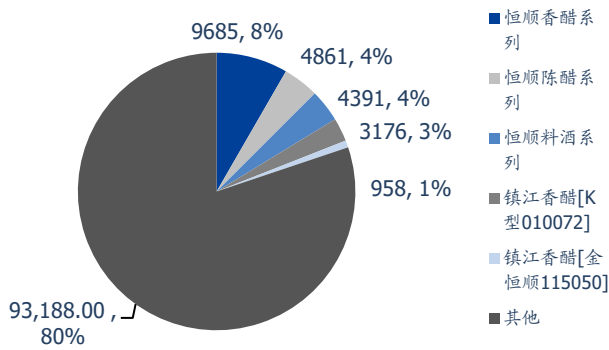


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

其次, 继续保持高端产品定位, “恒顺+北固山”双品牌运作。在品牌力和产品力加持的背景下, 公司通过北固山和恒顺双品牌运作, 持续打造“A类核心产品”和“高端产品”, 抢占腰部市场及中高端市场。目前恒顺高端香醋在食醋中的占比由 2015 年的 18% 不断提升至 2019 年的 21%, 高端香醋营收的年复合增速约 13%, 我们认为公司高端化的战略符合行业发展趋势, 有利于品牌力继续深化。

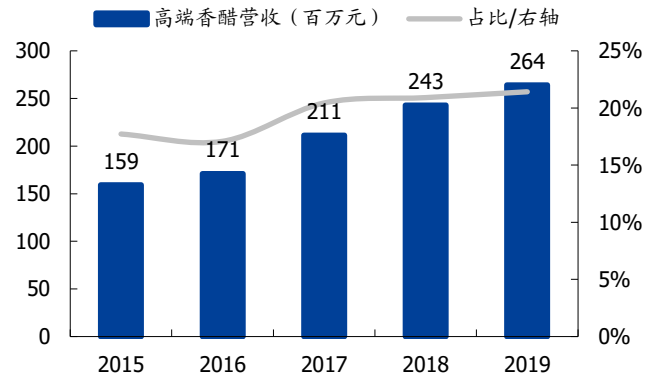


图表 64: 2018 年恒顺各系列产品收入规模及占比 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 65: 高端食醋的规模及在食醋营收中的占比情况

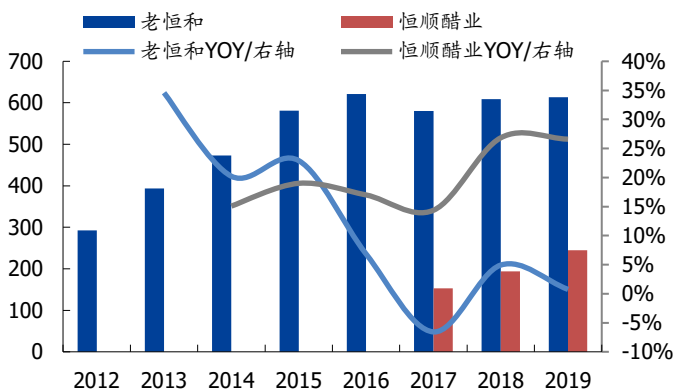


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.1 怎样做强酒?

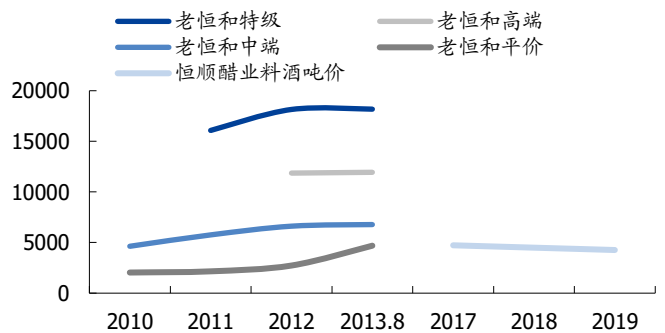
恒顺料酒快速发展, 老恒和定位相对高端。对比恒顺醋业和老恒和目前的料酒业务, 可以发现老恒和料酒业务规模近几年基本持平, 而恒顺则呈现加速追赶态势。2019 年老恒和的恒顺的料酒业务营收分别为 6 亿元、2.5 亿元, 2016-2019 年老恒和及恒顺料酒业务营收复合增速分别约为 0%、21%。

图表 66: 恒顺醋业及老恒和料酒业务收入规模及增速对比 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 2017 年以前披露数据为含税口径, 在此用披露的销售额增速进行模拟)

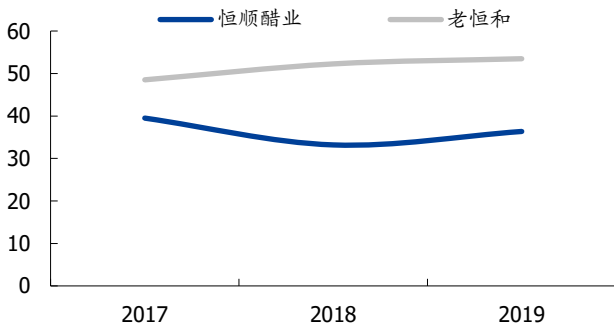
图表 67: 恒顺醋业及老恒和料酒业务吨价对比 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 老恒和原披露数据单位为升, 按照 0.92g/cm<sup>3</sup>密度换算, 2013.8 指 2013 年 1 月-8 月)

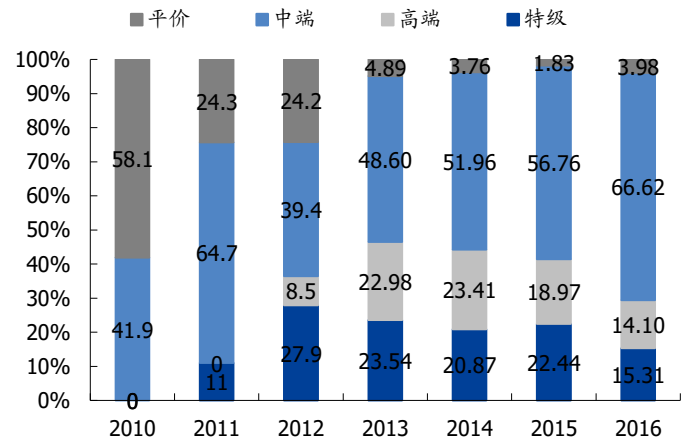
2019 年恒顺醋业料酒业务毛利率约为 36%, 低于老恒和 17pct。我们认为产品定位的不同是造成二者毛利率差别的主要原因。从吨价角度来看, 2012 年老恒和特级、高端、中端、平价产品吨价分别约为 18000 元、12000 元、6800 元、4700 元, 而恒顺的产品定位接近老恒和中端和平价产品。同时, 近年来老恒和的产品结构不断优化, 平价产品占比逐步下降, 2016 年老恒和特级、高端、中端、平价产品在料酒产品总销售额中的占比分别约为 15%、14%、67%、4%。

图表 68: 恒顺醋业及老恒和料酒业务毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 老恒和料酒业务毛利率以整体毛利率代替)

图表 69: 老恒和高中低端料酒占料酒产品总销售额的百分比



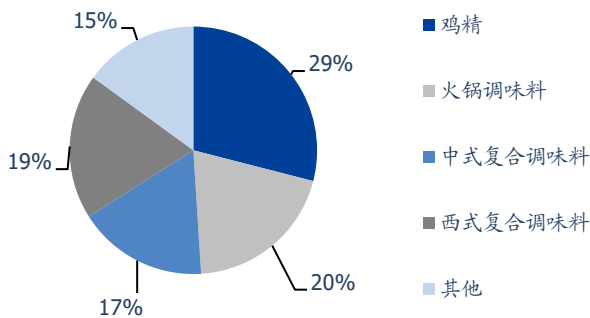
资料来源: wind, 国盛证券研究所

**突出产品性价比, 葱姜料酒有望打造成大单品。**恒顺料酒产品最为核心的技术为采取新鲜鲜葱为原料, 通过先进淬取设备获得原汁原味的复合型调味液, 祛腥效果较好。在品质保证下, 产品的定位赋予其极强的性价比优势, 从而有利于切入餐饮市场, 形成产品放量。目前, 根据公司官网数据, 恒顺葱姜料酒累计销量过亿瓶, 大单品雏形初现。

### 2.3 为何做宽酱?

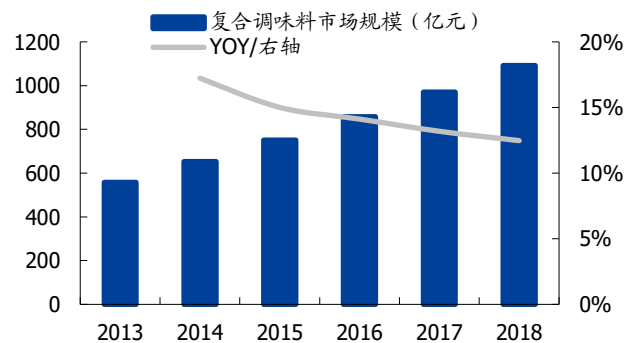
我们认为酱系列中酱油、酱菜竞争格局均已稳固, 公司做宽酱系列的战略意在布局, 目前复合调味料赛道蓬勃发展 (行业增速超 10%, 2018 年行业市场规模达 1091 亿元), 同时品类可开拓空间广阔。随着复合调味料行业发展红利不断释放, 酱油龙头海天已于今年 7 月推出四款火锅底料产品, 恒顺作为食醋品类的龙头企业, 有望通过布局复合调味品实现品类的进一步扩充。

图表 70: 我国复合调味料的构成



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 71: 我国复合调味料市场规模及增速

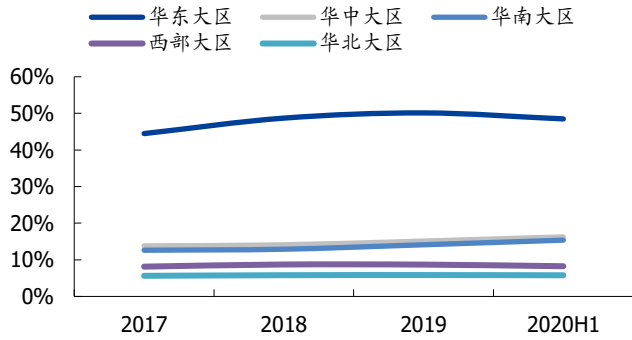


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3、补齐短板：渠道+营销改善空间较大

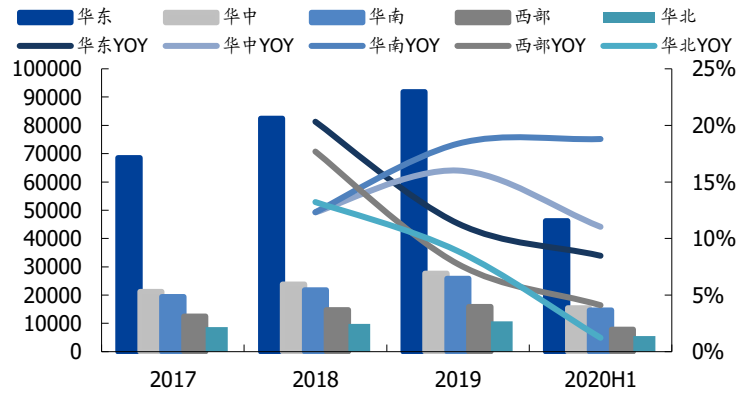
渠道及营销为短板，改善有望释放增长潜力。恒顺将从区域结构上来看，华东大区依然是恒顺的主战区（2019年占比约50%），与海天、中炬以及紫林相比，恒顺的全国化布局相对不均匀。并且经销商数量不及其他调味品同行，2019年海天味业经销商数量为5806家，而恒顺醋业经销商数量仅约其1/5（1254家）。

图表 72: 公司分地区的收入结构图



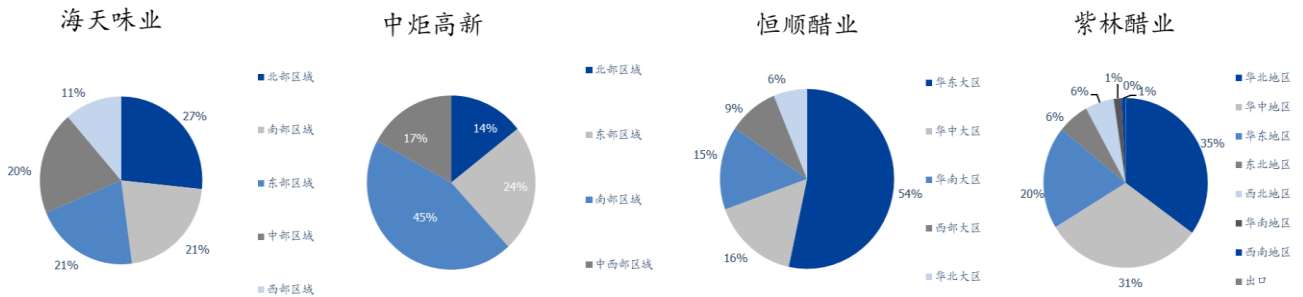
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 73: 公司各地区的收入规模及增速情况 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

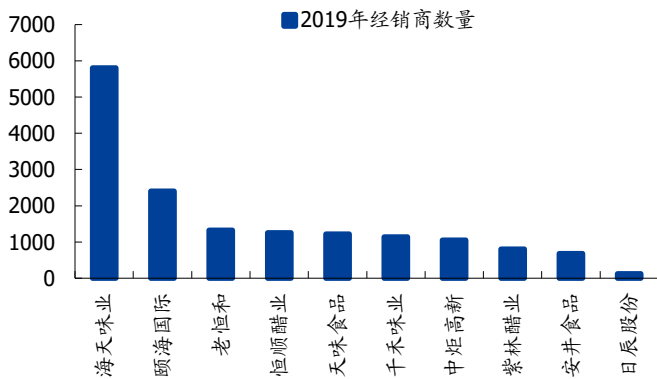
图表 74: 各调味品企业各区域营收占比对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

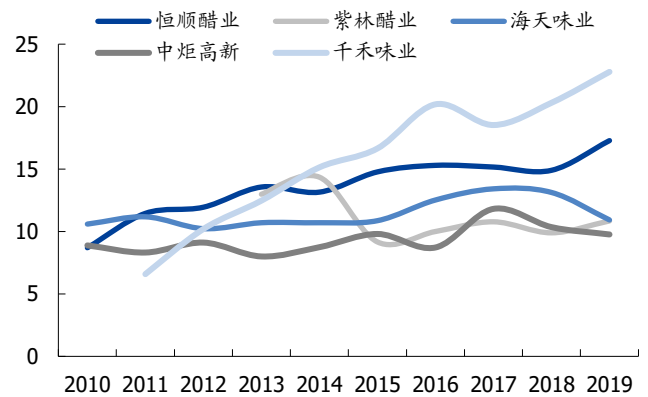
恒顺销售人员数量较少，薪酬激励处业内低位。另外，从销售人员的数量和销售费用投放角度来看，2011年至今，恒顺的销售人员并未见明显增加，2011年销售人员数量为633人，2020年上半年销售人员共622人，2019年销售人员人均薪资约为13万元，在行业中处于较低水平（海天味业同期约为31.4万元）。销售费用投放方面，恒顺醋业近年来有持续走高的态势，销售费用率由2010年的9%提升至2017年的17%。

图表 75: 各调味品公司经销商数量对比



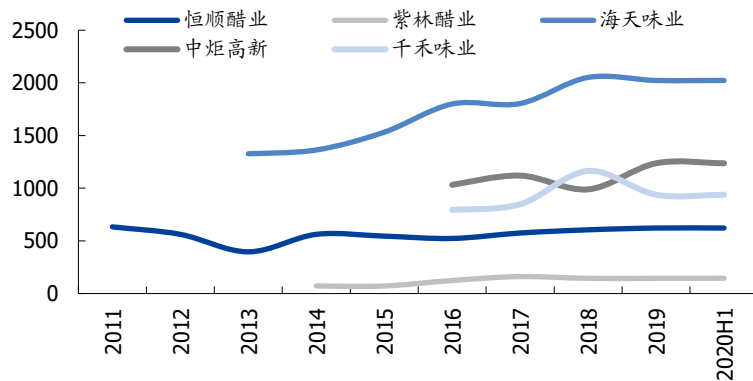
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 76: 各调味品公司销售费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 77: 各调味品公司销售人员数量 (人)



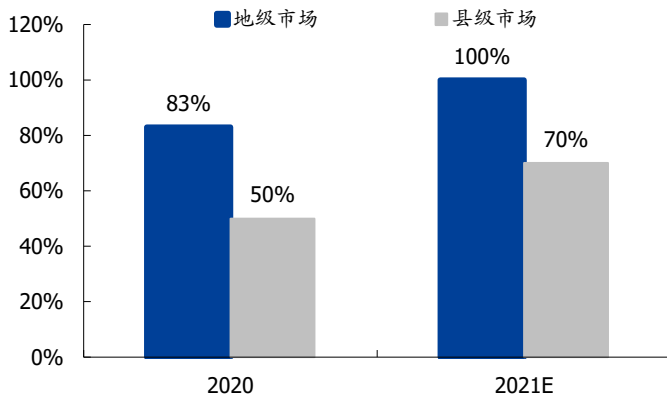
资料来源: wind, 国盛证券研究所

针对渠道及营销的问题, 恒顺目前的改革措施主要如下:

- **划分八大战区, 打造八大样本市场。**2019年恒顺首次提出营销体系改革, 实行战区制, 将现有36个片区重新整合划分成4大战区(华东战区、北方战区、南方战区、本部战区), 以强化市场统筹规划的作战意识。2020年恒顺进一步进行区域精耕细作, 将国内市场细分为八大战区(苏南沪、苏北安徽、华东华南、华北、华中、东北三省、西北和西南战区), 产品除了覆盖数百家大中型商超平台外, 有着数万家经销商、批发商和终端门店的营销网络, 并利用智慧新零售实现渠道的进一步深耕。另外, 公司加强了样板市场改造, 2020年将四大样板市场扩大到八个(镇江、北京、上海、广州、郑州、南昌、武汉、杭州), 以期以点带面实现全国化渗透。
- **加大品牌形象覆盖, 实现渠道渗透率提升。**根据恒顺的目标规划, 2021年计划实现地级市场全覆盖, 县级市场70%的覆盖率, 将销售过亿元的省份扩展到8个。同时公司将通过品牌形象店的方式强化品牌影响力, 目前累计打造品牌宣传(店招、车身、店面等)1万家, 2021年将持续加大品牌形象覆盖。
- **增强销售人员激励力度, 充分激活终端。**经过对比, 恒顺销售人员的人均薪资不及海天味业的1/3。新董事长上任后以薪酬激励+额外奖励的方式加强对一线销售人员

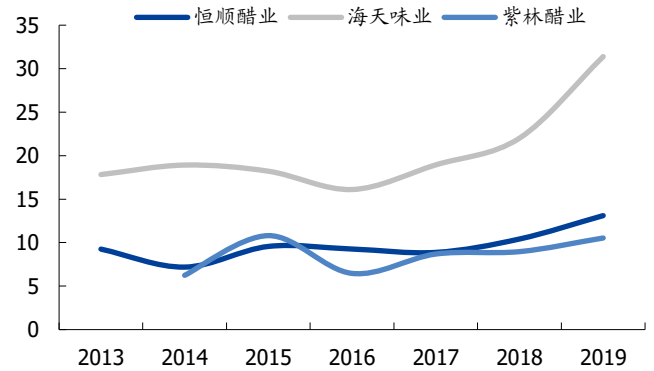
的激励，尤其对战区负责人高度重视，能者上、庸者下，权力下放（战区总负责人拥有人事权和绩效权），利用 PK 机制激发营销体系活力。根据 2020 年半年报，销售人员费用提升幅度约 17%，彰显了公司对于改善员工激励的决心。

图表 78: 恒顺醋业流通渠道覆盖率提升规划



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 79: 各调味品公司销售人元薪酬对比 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 四、盈利预测

**营收端:** 公司 2020 年进行全面改革, 我们认为改革红利有望在明后年实现逐步释放, 在内部活力充分激活之后, 有望实现营收增长的提速。分产品来看, 我们预计食醋 2020-2022 年营收增速分别为 7.1%/14.2%/13.3%, 料酒业务近年来保持双位数高增, 我们预计 2020-2022 年营收增速分别为 27.5%/28.8%/28.8%。整体来看, 我们预计未来三年的公司整体营收增速分别为 11.1%/16.8%/16.5%。

**盈利端: 1) 毛利率:** 2020 年运费政策调整 (将运费计入营业成本) 导致公司毛利率同比下滑, 若按同口径计算, 2020H1 调味品业务毛利率同比增加 1.97pct, 我们认为随着公司高端产品占比提升、产能释放规模效应显现以及内部降本增效工作落实, 未来毛利率有望呈现走高态势; **2) 费用率:** 运费政策调整带动今年销售费用率走低, 未来公司将加大销售费用的投放力度, 同时公司改革、数字化系统的搭建将带动管理费用的走高; **3) 净利率:** 2019 年公司处置中山西路资产实现资产处置收益 4389 万元, 我们预计高基数下今年公司归母净利润增速将有所放缓, 未来公司费用提升速度不及营收增长速度, 净利率将有望呈现稳步提升趋势。

### 投资建议:

我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别约为 20.4/23.8/27.7 亿元, 同比 +11.1%/16.8%/16.5%; 归母净利润分别约为 3.3/3.9/4.6 亿元, 同比 +1.5%/18.3%/17.4%, 对应 PE 为 64/54/46 倍。目前公司国企改革行在途中, 体制、营销及渠道方面均出现积极变化。横向来看, 目前恒顺醋业估值水平在同行中处于相对低位; 纵向来看, 恒顺醋业 2019 年估值中枢约为 33 倍, 2020 年至今估值中枢约为 55, 随着改革的不断推进, 恒顺醋业的估值水平不断爬坡, 我们预计改革红利的释放将进一步拉升估值水平。横纵分析后, 我们给予目标价 25 元, 对应 2021 年 65 倍 PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级。



图表 80: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1694	1832	2035	2377	2768
YOY	9.9%	8.2%	11.1%	16.8%	16.5%
酱醋调味品	1528	1720	1923	2259	2645
YOY	10.4%	12.6%	11.8%	17.5%	17.1%
食醋	1163	1233	1320	1507	1708
YOY	12.5%	6.0%	7.1%	14.2%	13.3%
料酒	194	245	312	402	518
YOY	26.8%	26.6%	27.5%	28.8%	28.8%
其他调味品业务	172	242	291	349	419
YOY	-13.1%	41.1%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	166	112	112	118	124
YOY	5.1%	-32.3%	0.0%	5.0%	5.0%
销售费用率	14.9%	17.3%	13.5%	14.3%	14.8%
管理费用率	6.6%	6.3%	5.8%	6.0%	6.0%
研发费用率	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
归母净利润	305	325	330	390	458
YOY	8.4%	6.6%	1.5%	18.3%	17.4%

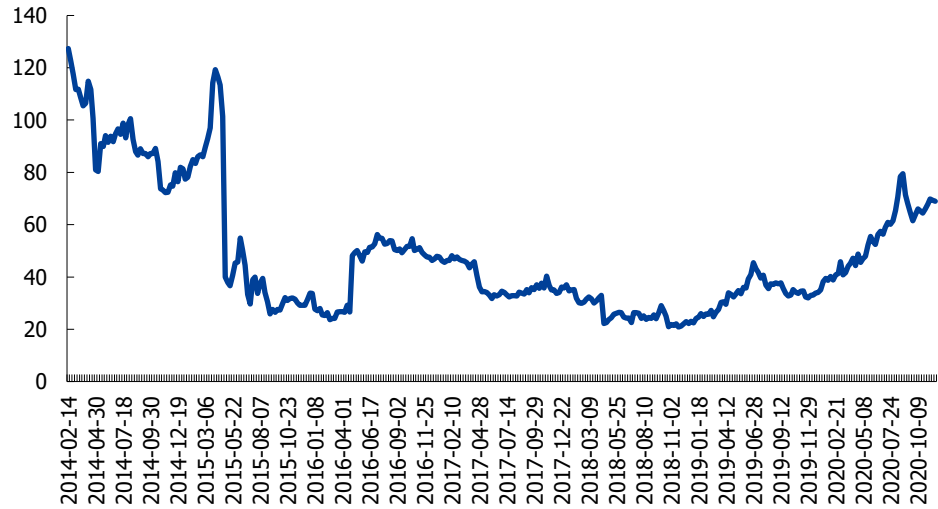
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 81: 可比公司估值比较

代码	证券简称	PE				EPS				总市值 (亿元)
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	
600305.SH	恒顺醋业	27	37	64	54	0.30	0.32	0.33	0.39	211
603288.SH	海天味业	43	54	83	69	1.35	1.65	1.97	2.36	5,323
600872.SH	中炬高新	39	44	55	44	0.76	0.90	1.11	1.36	481
603027.SH	千禾味业	21	50	82	62	0.74	0.43	0.45	0.59	246
平均值		32	46	71	58	0.79	0.83	0.97	1.18	1565

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (千禾味业预测数据采用 wind 一致预期, 其中历史年份 PE 计算公式为“历史年份最后一天股价/历史年份当年每股盈利”, 总市值为 2020 年 11 月 23 日收盘市值)

图表 82: 恒顺醋业 PE(TTM)走势图



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**原材料价格波动。**原材料在调味品行业成本中占比较高，原材料的价格波动情况可能会直接影响到调味品行业公司的提价时点、幅度及策略等。

**行业增速不及预期。**公司作为食醋行业中龙头公司，受行业景气度影响相对较大。如果行业整体增速不及预期，则公司的营收增速或将放缓。

**行业竞争加剧。**如果行业竞争加剧，则可能会影响到公司的市场拓展计划。

**假设测算与实际情况可能存在误差。**我们对行业增长规模以及公司发展情况均进行了假设和测算，如果在测算过程中对人均消费量、公司市占率等因素的假设存在偏差，则得出的结论可能与实际情况存在误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com