

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

百年恒顺，多举措改革值得期待

股票数据

05月30日收盘价(元)	11.05
52周股价波动(元)	9.93-13.30
总股本/流通A股(百万股)	1113/1003
总市值/流通市值(百万元)	12298/11083

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.0	-6.4	-13.5
相对涨幅(%)	1.8	-1.5	-7.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

分析师: 程碧升

Tel: (021)23154171

Email: cbs10969@haitong.com

证书: S0850520100001

投资要点:

- 食醋行业空间较大，公司市占率有望持续提升。**我们认为相较于其他传统调味品，食醋的营养价值较高，行业渗透率虽已较高，但产品多样化、高端化上还有较大延伸空间，行业规模有望持续增长。行业格局上，因为各区域食醋口味及生产工艺差异明显，形成味觉壁垒，行业高度分散，全国性龙头品牌尚未形成。其中以镇江香醋、山西陈醋、四川保宁醋、福建永春老醋为代表“四大名醋”成为区域性知名品类。我们认为恒顺作为行业龙头，产品、渠道、品牌等综合优势明显，市占率有望持续提升。
- 调味品业务占比持续提升，做深醋、做高酒、做宽酱。**公司是镇江香醋的代表，经历180余年发展，已成为目前国内最大的制醋企业，品牌稳居国内食醋品牌排行榜榜首。2005-2022年公司调味品业务收入从3.18亿元增长至20.32亿元，CAGR为11.53%，2022年调味品业务占公司收入比为95%。公司坚持做深醋、做高酒、做宽酱的产品战略，2022年食醋、料酒、酱系列占调味品收入比分别为63.2%、17.57%、12.61%。2016-2022年公司食醋收入CAGR为4.55%；2016-2022年料酒收入CAGR为15.74%；复合调味料行业景气度较高，公司正在积极拥抱，2022年公司位列复合调味料品牌影响力指数榜单前十，其中红烧肉料包、酸汤肥牛料包销售实现高速增长，2023年公司还将持续推出轻火锅系列、小龙虾系列、冷泡汁等产品
- 全国化进程中，大力拓展线上。**公司正处在在全国化过程中，2021年地级市覆盖率为89.7%、县级市场覆盖率为50.1%，22年华东收入占比49.52%。据2022年年度股东大会会议资料披露，公司全国化布局进程也正在加快，2022年非主力战区销售增长趋势较快，沪苏南、宁镇、苏北主力市场同比增长超全国平均水平。近几年公司也在大力拓展线上，线上收入从2017年的0.32亿元增长至2022年的2.81亿元，2017-2022年CAGR为54.43%，2022年线上收入占比提升至13.15%。
- 内部效率改善空间大，新一轮改革值得期待。**公司为镇江国资委旗下企业，对比同行高管薪酬与持股情况，公司高管的薪酬偏低，尚无对公司持股，且销售费用率偏高、管理费用率偏高，公司人均创收、创利、净利率都偏低，我们认为公司内部效率方面有较大的提升空间。2020年新任董事长杭祝鸿先生上任拉开了公司新一轮改革的序幕，公司陆续调整了营销总监人选、推出了营销战区制、启动了数字化项目、成立了财务中心&人力资源中心，期待消费复苏趋势下，释放更好的增长动力。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司23-25年EPS分别为0.20/0.26/0.31元，相关可比公司23年PE在39-42倍。我们认为公司作为行业食醋行业龙头，产品、品牌等综合优势明显，目前正发生积极的改革变化，未来有望实现较高增长，给予公司一定估值溢价，给予23年50-60倍PE，对应合理价值区间10-12元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

• **风险提示。** 竞争加剧，市场拓展不顺，材料价格波动等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	1893	2139	2415	2734	3105
(+/-)YoY(%)	-6.4%	13.0%	12.9%	13.2%	13.6%
净利润(百万元)	119	138	219	289	346
(+/-)YoY(%)	-62.3%	16.0%	58.8%	31.8%	19.8%
全面摊薄EPS(元)	0.11	0.12	0.20	0.26	0.31
毛利率(%)	37.6%	34.4%	35.7%	36.6%	37.5%
净资产收益率(%)	5.5%	6.3%	6.4%	7.8%	8.5%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 食醋行业空间较大，集中度有望持续提升	6
2. 历史悠久，聚焦主业	8
3. 做深醋、做高酒、做宽酱	10
3.1 食醋：坚持健康化发展，巩固龙头地位	10
3.2 料酒：格局分散，增长较快	11
3.3 复合调味品：行业景气，积极拥抱	12
4. 华东为主，线上占比持续提升	13
5. 地方国企，改善空间大	14
6. 多举措改革	16
6.1 用户思维的产品战略	17
6.2 推出营销战区制	18
6.3 提升信息化、内控水平	18
7. 非公开发行融资扩产能	19
8. 盈利预测与估值	20
9. 风险提示	21
财务报表分析和预测	22

图目录

图 1	调味品子品类发展阶段	6
图 2	2018 年食醋人均消费量 (kg/人)	6
图 3	国内调味品行业市场规模 (2014-2027E)	6
图 4	国内食醋产量及增速 (2010-2019)	6
图 5	国内调味品百强企业的食醋吨价及增速 (2016-2018)	7
图 6	国内调味品百强企业的食醋收入 (2012-2020)	7
图 7	2018 年食醋行业品牌市场份额占比	8
图 8	公司发展历史	9
图 9	2022 年中国品牌力指数食醋排行榜	9
图 10	公司食醋生产工艺流程	9
图 11	公司营收及增速 (2005-2022)	9
图 12	公司扣非后归母净利润及增速 (2005-2022)	9
图 13	公司调味品业务占比 (%，2008-2022)	10
图 14	公司产品示例	10
图 15	食醋、料酒、酱、其他产品占调味品收入比 (2016-2022)	10
图 16	公司食醋产品收入及增速 (2016-2022)	11
图 17	公司食醋销量及增速 (2016-2022)	11
图 18	国内料酒产量及增速 (2010-2019)	11
图 19	国内料酒行业竞争格局示例	11
图 20	公司料酒产品收入及增速 (2016-2022)	12
图 21	公司料酒销量及增速 (2016-2022)	12
图 22	2020 年各国复合调味品行业渗透率	12
图 23	国内复合调味品行业市场规模 (2011-2027E)	12
图 24	公司复合调味品产品示例	13
图 25	公司各区域收入占比 (2017-2022)	13
图 26	2022 年经销商数量区域分布 (个)	13
图 27	公司经销、直销收入占比 (2017-2022)	14
图 28	公司经销商数量及增速 (2019-2022)	14
图 29	单个经销商收入贡献及增速 (2019-2022)	14
图 30	公司线上收入占比 (2017-2022)	14

图 31	公司股权结构（截止 2023 一季度末）	15
图 32	各公司销售费用率（2011-2022）	16
图 33	各公司销售人员占比（2011-2022）	16
图 34	各公司人均创收（万元，2013-2022）	16
图 35	各公司人均创利（万元，2013-2022）	16
图 36	各公司管理费用率（2011-2022）	16
图 37	各公司净利率（2011-2022）	16
图 38	公司气泡水系列新品	17
图 39	公司研发费用率（2013-2022）	17
图 40	公司销售费用率（2014-2022）	18
图 41	公司广告费用率（2014-2022）	18
图 42	公司数字化项目进度示例 1	19
图 43	公司数字化项目进度示例 2	19

表目录

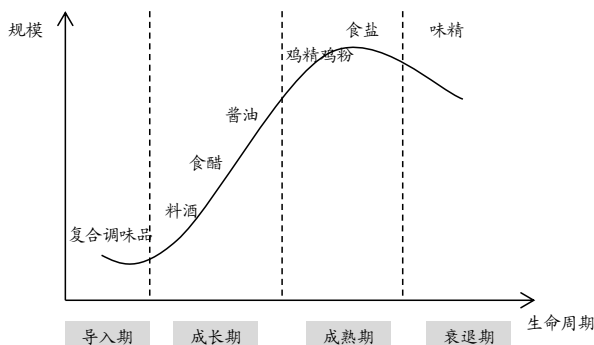
表 1	四大名醋工艺流程与产品特点	7
表 2	公司董事、高管团队简介	15
表 3	公司改革重要事件	17
表 4	公司营销资源投放举例	18
表 5	公司非公开发行融资项目介绍	20
表 6	公司主要业务拆分预测（百万元）	20
表 7	可比公司估值对比（2023.5.30）	21

1. 食醋行业空间较大，集中度有望持续提升

食醋里面含有丰富的有机酸、氨基酸、维生素及多种微量成分，具有较高的营养价值和多种保健功效，是烹饪中一种必不可少的调味品。按照制醋主要原料来分，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、香醋、米醋、麸醋等，因所使用的谷类或薯类主要原材料（如高粱、糯米、大米）制成而有所差异。

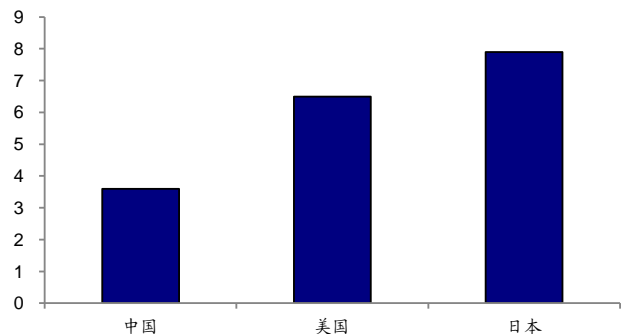
我们认为，目前国内食醋行业还处于品牌化发展前期，食醋的应用场景主要是在于调味，在于一日三餐需求的初级阶段，消费者味觉习惯、品牌意识也尚在培育之中。对比之下，日本很早就有喝醋的习惯，不仅把食醋当作调味品，还开发了很多保健醋和醋饮料等。我们认为食醋本身的营养价值较高，行业渗透率虽已较高，但产品多样化（如饮料醋、功能醋、保健醋）、高端化（如0添加醋、有机醋）上都有较大延伸空间，行业规模有望持续增长。

图1 调味品子品类发展阶段



数据来源：前瞻经济学人网，海通证券研究所

图2 2018年食醋人均消费量 (kg/人)



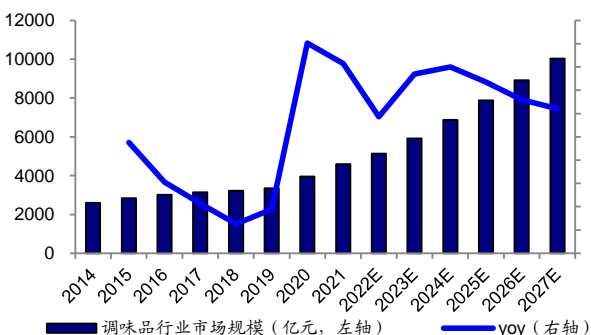
资料来源：中国调味品协会，前瞻经济学人网，海通证券研究所

具体行业规模上，我们以恒顺醋业2021年年报中披露的数据进行简单测算，公司“镇江香醋”作为食醋行业的龙头，其市占率为10%左右，以恒顺21年收入12.11亿元倒推，21年国内食醋行业规模为121.1亿元。

据智研咨询援引国家统计局数据，2010-2019年国内食醋行业产量呈现稳步增长趋势，2010-2019年CAGR为2.38%，2019年产量445万吨，同比增长1.83%。

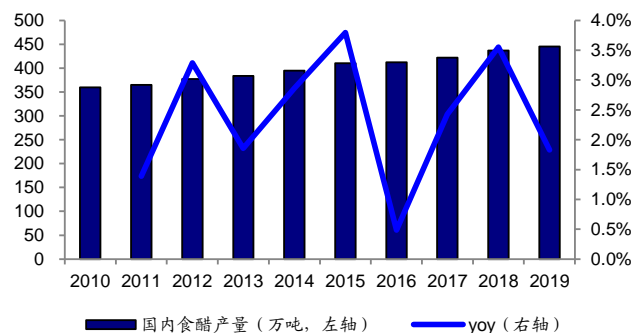
另外，据前瞻产业研究院援引中国调味品协会数据，2012-2019年国内调味品百强企业的食醋收入也逐渐增长，2012-2019年CAGR为9.08%，2019年达到65亿元，2020年受疫情影响，2020年初步估计下滑至56亿元。

图3 国内调味品行业市场规模 (2014-2027E)

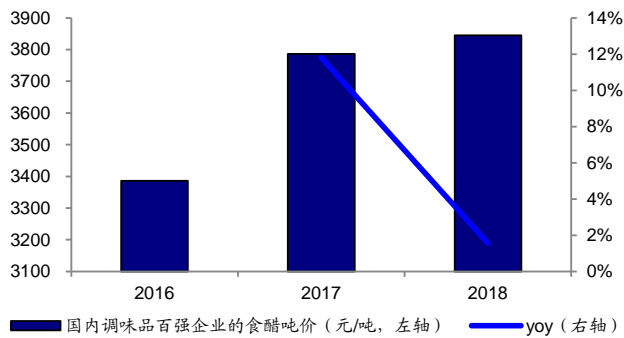


数据来源：艾媒咨询，海通证券研究所

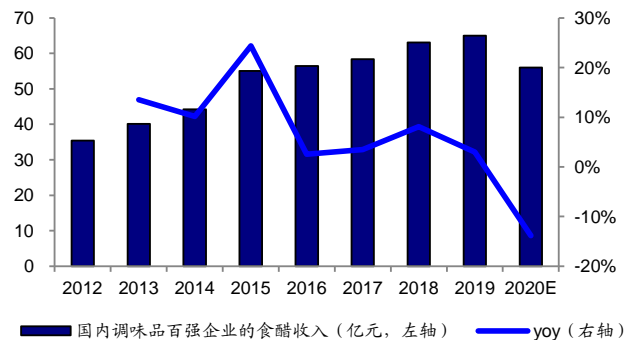
图4 国内食醋产量及增速 (2010-2019)



资料来源：智研咨询，国家统计局，海通证券研究所

图5 国内调味品百强企业的食醋吨价及增速 (2016-2018)


数据来源: 前瞻经济学人网援引中国调味品协会数据, 海通证券研究所

图6 国内调味品百强企业的食醋收入 (2012-2020)


资料来源: 前瞻经济学人网援引中国调味品协会数据, 海通证券研究所

行业格局上, 因为各区域食醋口味及生产工艺差异明显, 形成味觉壁垒, 行业高度分散, 全国性龙头品牌尚未形成。其中以镇江香醋、山西陈醋、四川保宁醋、福建永春老醋为代表“四大名醋”成为区域性知名品类。

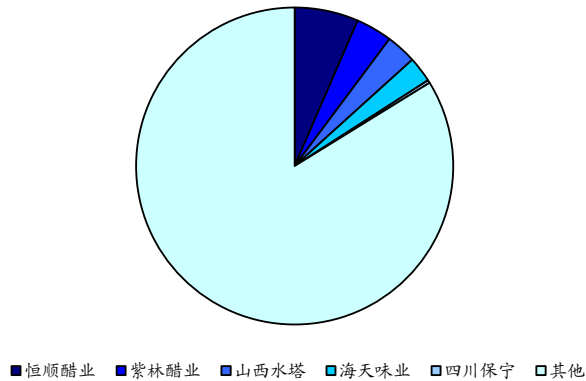
据紫林醋业招股书披露, 全国大小可生产食醋的企业达 6000 余家, 专业生产的有 3000 多家, 生产食醋的企业中, 品牌企业产量仅占 30%, 其他作坊式小企业占 70%。

因为行业本身门槛不高, 产品同质化严重, 因此我们认为行业集中度提升的过程相对会比较漫长。我们认为恒顺作为行业龙头, 产品、渠道、品牌等综合优势明显, 市占率有望持续提升。

表 1 四大名醋工艺流程与产品特点

四大名醋	工艺流程	产品特点
山西老陈醋	山西老陈醋是以高粱、麸皮为主要的酿造原料, 稻壳和谷壳为辅, 再以大麦、豌豆为原料经自然发酵生产的大曲为糖化发酵剂, 通过液态酒精发酵、固态醋酸发酵、熏醋、淋醋、陈酿工艺酿造而成的食醋。	山西老陈醋含有大量的功能性成分, 包括生理活性化学成分和生化活性成分等, 这些丰富的活性成分在生理和生物学活性方面都有利于人体健康。
镇江香醋	镇江香醋属于米醋, 产自江苏镇江, 是中国第一个被原产地保护的食醋产品。原料以当地的糯米为主, 其发酵工艺可分为酒精发酵、醋酸发酵、淋醋和杀菌三大工序。在优越的地理环境和气候条件下, 用优质糯米和清甜甘润的水质资源为原料, 以糖化发酵剂为香醋大曲, 科学选育的菌种进行醋酸发酵和别具一格的炒米色工艺是酿制镇江香醋的特色。	镇江香醋拥有酸而不涩、回味甘甜、香气悠远、愈存愈香的特点。镇江香醋既是一种调味品, 又可把它当作一种滋补品, 其含有的营养成分, 能提升人体免疫力, 缓解疲劳, 降三高和治疗糖尿病等作用。
永春老醋	永春老醋产自于福建省永春县, 主要的酿制原料有糯米、芝麻、红曲和白糖等, 它的酿造方法采用的是液态发酵法, 这与山西老陈醋有很大的不同。因特有的生产配方, 使其多年陈酿闻名于世。工艺流程大致是先将糯米用水浸泡之后沥干, 然后可以进行蒸料, 蒸煮一段时间进行冷风降温, 加入红曲拌料后就能酒精发酵, 过滤澄清形成清红酒才能进行醋酸深层发酵, 多年陈酿后便成了成品的永春老醋。	永春老醋具有酸而不烈、酸中微甘、回味使人生津的特点, 由于它的酸度比一般醋产品要高, 因而它具有天然防腐的作用, 在无需添加任何相关添加剂的情况下, 便可长时间不发生变质。研究表明, 永春老醋含有的醇、酯、醛、酮、酸以及多肽类营养成分, 能提高人体免疫力, 有治疗皮肤病和杀死寄生虫的功效。
保宁醋	保宁醋产于四川省的保宁镇, 一种传统的地方特色调味品, 是四大名醋中唯一的药醋。主要的酿造原料有大麦、糯米、麸皮等, 酿造工序为先用优质水源进浸泡糯米, 用手碾碎到没有硬心后, 将其进行蒸煮, 然后放入发酵池中, 加入特制的中草药曲均匀搅拌, 便可酒精发酵, 待米粒全部裂开, 发酵液呈糊状并能闻出酒味时, 进一步搅拌进行醋酸发酵, 当醋醅的颜色成深棕黑色时, 即表明发酵成熟。	现代在酿造保宁麸醋的过程中, 加入了能医治心血管疾病的杏仁、葛根、山里红和红珠仔刺, 以及能够预防流感的薄荷、忍冬、菊花和光果木鳖等药材, 再经过配置药材、碾药、踩曲, 使曲中的各种微生物及酶类分泌出氨基酸、维生素和芳香类物质被充分保存, 酿出的保宁麸醋即营养丰富, 又香味醇厚。

资料来源: 王宏霞《不同陈酿年份四大名醋风味和功能性成分的比较》, 海通证券研究所

图7 2018年食醋行业品牌市场份额占比


资料来源：前瞻经济学人网，海通证券研究所

2. 历史悠久，聚焦主业

公司是一家主要从事食醋、料酒等多种调味品研发、生产及销售的老字号企业，始于1840年清道光年间，是中国四大名醋之一的镇江香醋的代表。经历180余年发展，公司已成为目前中国最大的制醋企业，同时为同行业首家上市公司，主导食醋产品连续20多年销量全国领先，食醋年产量超30万吨（中国调味品协会口径），广销101个国家和地区，品牌稳居中国食醋品牌排行榜榜首。

公司醋产品多次蝉联国际金奖、国家质量金奖等，成为欧盟地理标志产品、中国名牌产品。公司主营产品香醋、陈醋采用传统的固态分层发酵工艺，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，该工艺也已被列入首批国家级非物质文化遗产保护名录。

在过往的发展中，公司曾尝试过多元业务发展，在上市第一年的2001年年报中就披露了“巩固发展主业、探索新兴产业、依靠技术创新、促进产业升级”的发展方针，在此方针指导下，公司涉足了光电子、生物工程、制药业、房地产等众多非调味品领域。

从最终经营结果来看，我们认为这些非调味品业务并没有给公司带来高质量的发展，反而影响了公司的专注度，也使得公司收入、利润等财务表现波动较大。在2012年年报中，公司披露要以壮大调味品主业为战略方向，明确了“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，调味品业务占比在近些年整体也在稳步提升。

具体看，2005-2022年公司收入从6.66亿元增长至21.39亿元，CAGR为7.11%；扣非后归母净利润从-0.05亿元增长至1.22亿元；其中调味品业务收入从3.18亿元增长至20.32亿元，CAGR为11.53%。随着相关非调味品业务的逐渐剥离，2022年调味品业务收入占比达到95%。

图8 公司发展历史



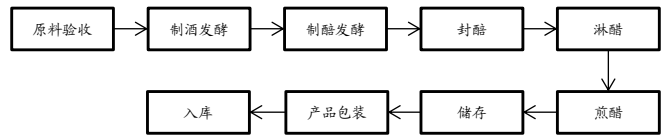
资料来源：公司官网、《恒顺醋业关于第七届董事会董事长辞职的公告》、恒顺集团公众号、百年恒顺公众号，海通证券研究所

图9 2022年中国品牌力指数食醋排行榜

品牌	2022年C-BPI得分	排名	变化
恒顺	533.9	1	+1
海天	533.6	2	-1
水塔	331.3	3	--
紫林	321.6	4	--
保宁	315.0	5	+2
舒太太	308.9	6	--
李锦记	302.9	7	new
宁化府	281.2	8	--
千禾	281.1	9	+2
巧德妇	278.0	10	+2
龙门	273.5	11	-1
老才臣	267.0	12	-3
东润	265.1	13	-8
天立	265.0	14	--
厨邦	262.4	15	new
东古	211.0	16	-1
加加	176.7	17	-1

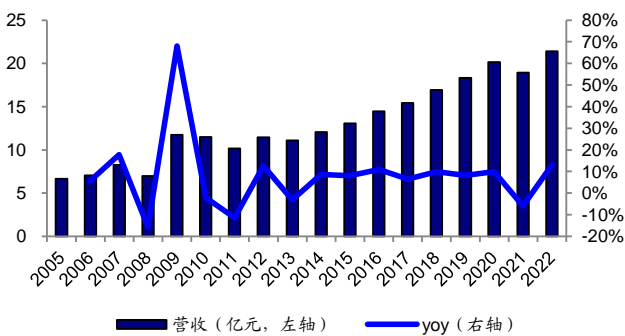
资料来源：Chnbrand，海通证券研究所

图10 公司食醋生产工艺流程



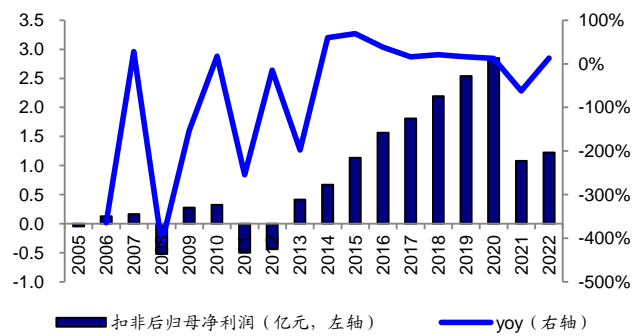
资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图11 公司营收及增速 (2005-2022)

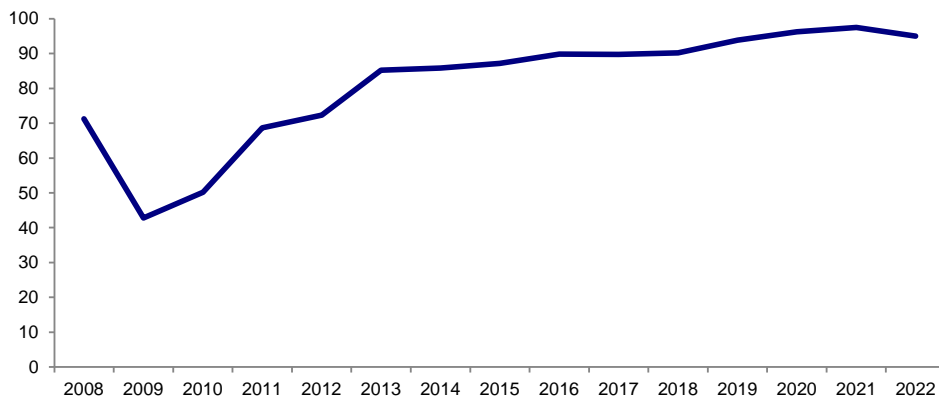


资料来源：wind，海通证券研究所

图12 公司扣非后归母净利润及增速 (2005-2022)



资料来源：wind，海通证券研究所

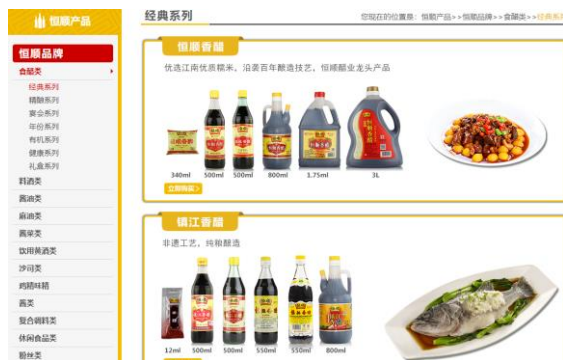
图13 公司调味品业务占比(%, 2008-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

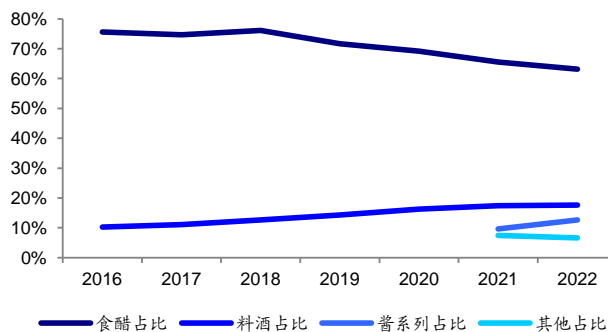
3. 做深醋、做高酒、做宽酱

公司聚力打造“一业多品”的产业格局, 聚焦调味品主业, 围绕“做深醋、做高酒、做宽酱”的产品战略, 健全复合调味料全品类体系, 在现有产品基础上丰富产品矩阵, 实施“大单品、大产线、大渠道、大协同”策略。

2022年调味品业务占公司收入比为94.98%, 食醋占调味品收入比为63.2%、料酒占调味品收入比为17.57%、酱系列占调味品收入比为12.61%。

图14 公司产品示例


资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

图15 食醋、料酒、酱、其他产品占调味品收入比(2016-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

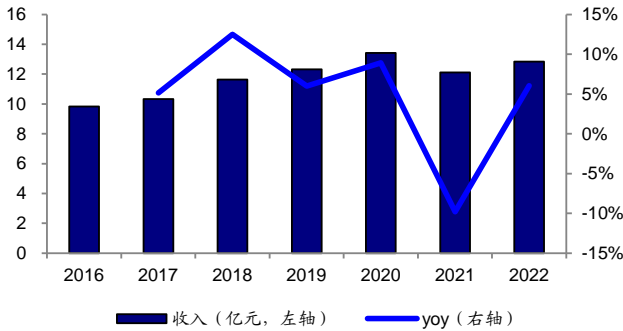
3.1 食醋: 坚持健康化发展, 巩固龙头地位

公司的食醋类产品有经典、精酿、宴会、年份、有机、健康、礼盒等系列, 2016-2022年, 公司食醋收入从9.83亿元增长至2022年的12.84亿元, CAGR为4.55%, 销量从13.97万吨增长至20.67万吨, CAGR为6.74%。

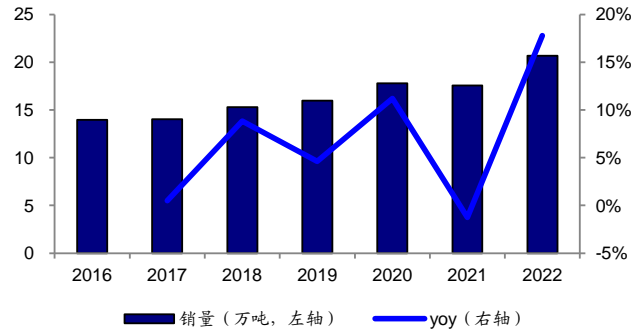
2020年公司年报中披露的最新数据, 2020年公司高端产品收入为2.6亿元, 占调味品业务收入比为13.41%, 黑醋收入为11.55亿元, 占食醋收入比为86.04%。在醋品类上, 公司将继续树立食醋龙头品牌形象, 高端引领、中端增量, 稳固香醋品类市场占比, 丰富其他食醋品类。

2023年在醋品类产品传播上, 继续聚焦“吃好醋, 选恒顺”的品牌定位, 围绕“金优零

添加”系列产品进行全方位的大单品打造。将“零添加”的健康卖点与“恒顺”品牌高度绑定，击穿消费者心智，提升品牌形象，进一步巩固和发展恒顺醋业龙头地位。

图16 公司食醋产品收入及增速（2016-2022）


资料来源：wind，海通证券研究所

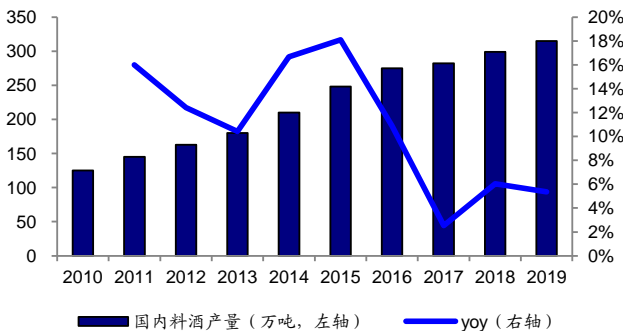
图17 公司食醋销量及增速（2016-2022）


资料来源：2017-2022年公司年报，海通证券研究所

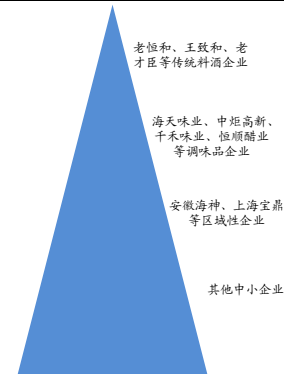
3.2 料酒：格局分散，增长较快

据智研咨询援引国家统计局数据，2010-2019年国内料酒行业产量呈现较快增长趋势，2010-2019年CAGR为10.82%，2019年产量315万吨，同比增长5.35%。

因为行业门槛较低，国内1000多家料酒生产企业，以中小型企业为主，区域性企业众多。规模比较大的有老恒和、王致和、老才臣等传统料酒生产企业，还有海天味业、恒顺醋业、中炬高新、千禾味业等调味品企业，以及安徽海神和上海宝鼎等区域性企业。据前瞻经济学人网援引调味品协会数据，2018年国内料酒行业CR5为16%。

图18 国内料酒产量及增速（2010-2019）


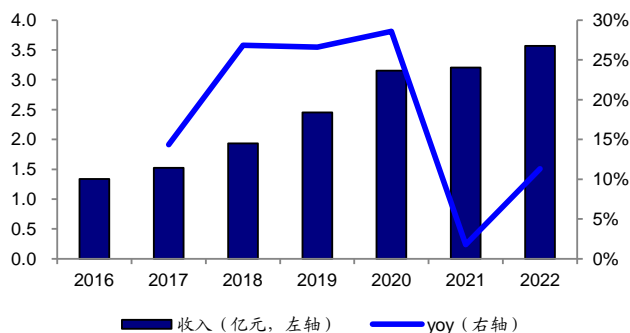
数据来源：国家统计局、智研咨询，海通证券研究所

图19 国内料酒行业竞争格局示例


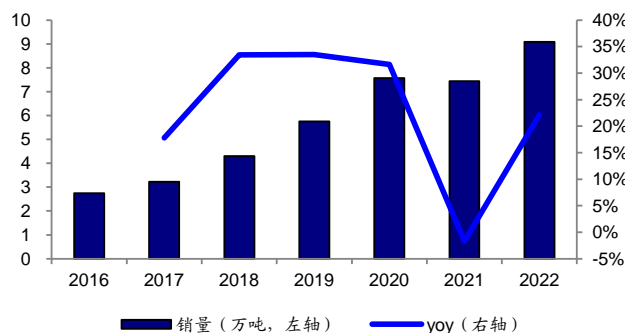
资料来源：智研咨询，海通证券研究所

公司的料酒是以传统黄酒为基础加入萃取的香辛料调配而成，最为核心的技术为采取新姜鲜葱为原料，通过先进萃取设备获得原汁原味的复合型调味液，祛腥效果较好，有利于切入餐饮市场，形成产品放量，打造恒顺“大单品”。

2016-2022年公司料酒收入从1.33亿元增长至2022年的3.21亿元，CAGR为15.74%，销量从2.74万吨增长至9.09万吨，CAGR为22.12%。

图20 公司料酒产品收入及增速 (2016-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图21 公司料酒销量及增速 (2016-2022)


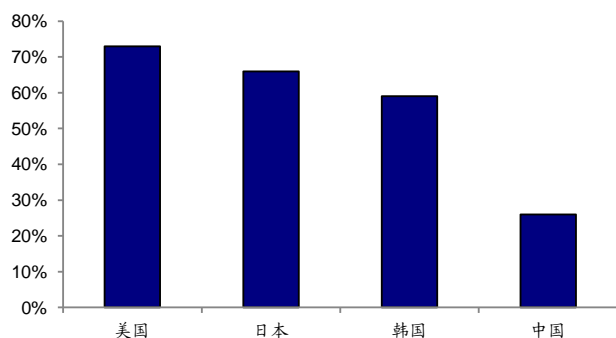
资料来源: 2017-2022 年公司年报, 海通证券研究所

3.3 复合调味品: 行业景气, 积极拥抱

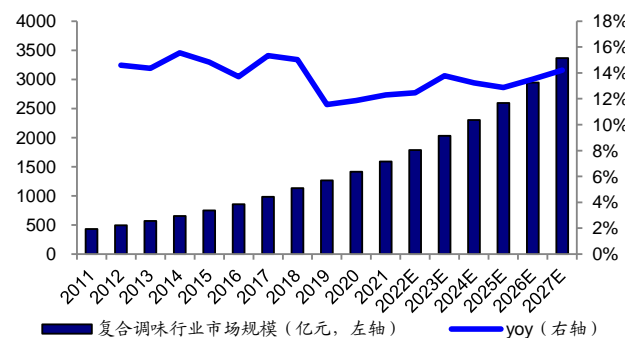
我们认为追求安全、效率、美味是家庭饮食、餐饮、食品工业的共同追求, 复合调味品可实现多种风味的调配, 使用便捷且味道丰富, 很好的契合了这些需求, 调味品行业发展也呈现了复合化的发展趋势。

海内外对比上, 目前国内复合调味品行业相较于海外, 尚处于发展早期阶段, 渗透率相对较低。据艾媒咨询数据, 2020年美国、日本、韩国复合调味品渗透率分别为73%、66%和59%, 而国内渗透率仅为26%。另外, 据天味食品招股说明书援引《中国食品工业年鉴(2016)》数据披露, 欧美等发达国家的调味品市场中复合调味料的占有量非常高, 而中国复合调味料的市场占比仅34%。同时据日辰股份招股说明书披露, 目前日本酱油、食醋等消费金额占比较小, 而各种复合调味料由于种类多、用量大、附加值高, 消费占比在90%以上。

行业规模上, 我们认为复合调味品行业景气度较高, 具有“小产品、大市场”的特征。据艾媒咨询数据, 2021年我国复合调味品市场规模为1588亿元, 2011-2021年CAGR为13.9%, 预期到2027年市场规模达到3367亿元, 2021-2027年CAGR为13.34%。

图22 2020年各国复合调味品行业渗透率


资料来源: 艾媒咨询, 海通证券研究所

图23 国内复合调味品行业市场规模 (2011-2027E)


资料来源: 艾媒咨询, 海通证券研究所

2021年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。

据百年恒顺公众号中文章《恒顺新局 合力同行 | 2022 恒顺醋业经销商大会在镇召开》披露，在公司 2022 年醋业经销商大会上，营销总监张冰表示，公司将进一步抢占复合调味品这一全新赛道，做精做深。在公司 2022 年年报中，公司披露复合调味料依旧是公司增量的重中之重，2022 年公司复调品类取得了不俗的成绩，位列复合调味料品牌影响力指数榜单前十，其中红烧肉料包、酸汤肥牛料包销售实现高速增长，2023 年公司还将持续推出轻火锅系列、小龙虾系列、冷泡汁等产品。

我们认为复合调味品行业成长性好，但门槛并不高、竞争激烈，对于公司来说虽都是增量，但能否做大做强，尚待观察。

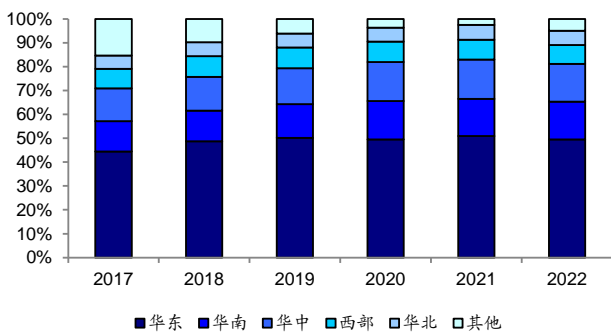
图24 公司复合调味品产品示例


资料来源：京东，海通证券研究所

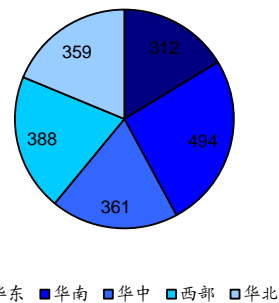
4. 华东为主，线上占比持续提升

公司在 2021 年年报中披露，地级市覆盖率为 89.7%，县级市场覆盖率为 50.1%。据 2022 年年度股东大会会议资料披露，公司全国化布局进程也正在加快，2022 年非主力战区销售增长趋势较快，沪苏南、宁镇、苏北主力市场同比增长超全国平均水平。

具体区域分布上，华东作为公司大本营市场，一直也是公司占比最大的区域，2022 年华东、华南、华中、西部、华北的收入占比分别为 49.52%、15.86%、15.8%、7.92%、5.88%。各区域经销商数量差异不算大，由此可见华东经销商综合实力明显更强，华东外经销商潜力尚待挖掘。

图25 公司各区域收入占比（2017-2022）


资料来源：wind，海通证券研究所

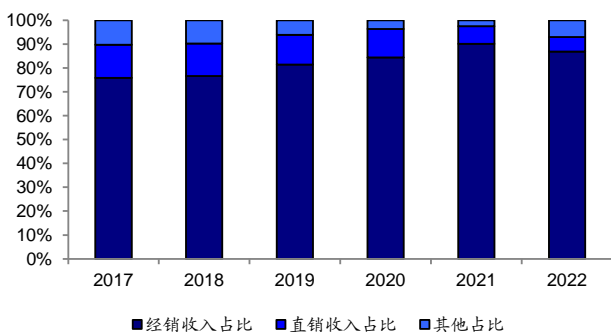
图26 2022 年经销商数量区域分布（个）


资料来源：2022 年公司经营数据公告，海通证券研究所

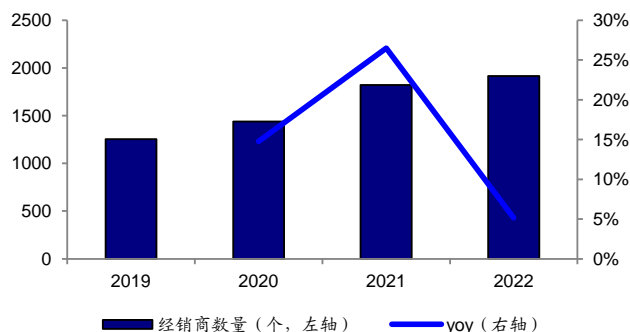
公司采用以传统渠道+现代渠道的销售模式,传统渠道的销售以 KA 卖场、连锁超市、各类零售终端、批发商和餐饮店为主,现代渠道以特通、定制和电子商务等形式为主。销售模式以经销为主、直销为辅,2017-2022 年经销模式收入占比在 75-91%之间波动,直销收入占比从 2017 年的 14%下滑至 2022 年的 6%。

2019-2022 年经销商数量从 1254 个增加至 1914 个, CAGR 为 15.14% (同期公司收入 CAGR 为 5.3%), 单个经销商收入贡献从 2019 年的 118.93 万元减少至 2022 年的 97.08 亿元。

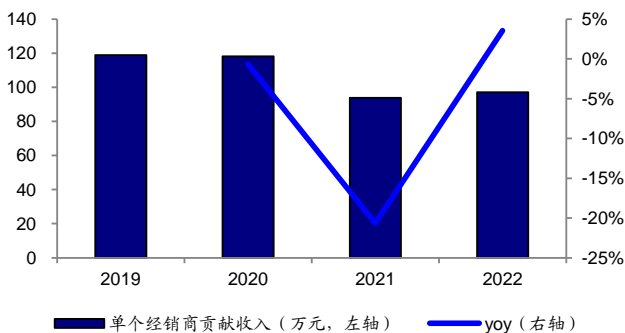
近几年,公司大力拓展线上业务,线上收入从 2017 年的 0.32 亿元增长至 2022 年的 2.81 亿元,2017-2022 年 CAGR 高达 54.43%,2022 年线上收入占比提升至 13.15%。

图27 公司经销、直销收入占比 (2017-2022)


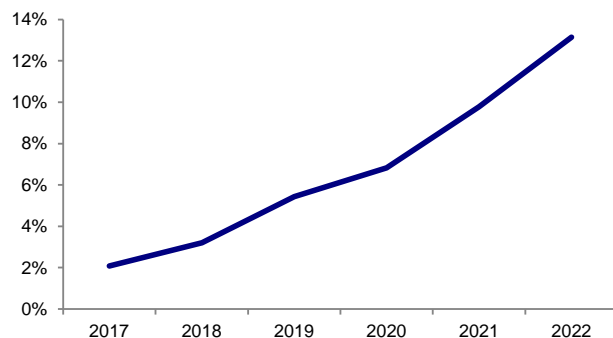
资料来源: 2018-2022 年公司年报, 海通证券研究所

图28 公司经销商数量及增速 (2019-2022)


资料来源: 2019-2022 年公司经营数据公告, 海通证券研究所

图29 单个经销商收入贡献及增速 (2019-2022)


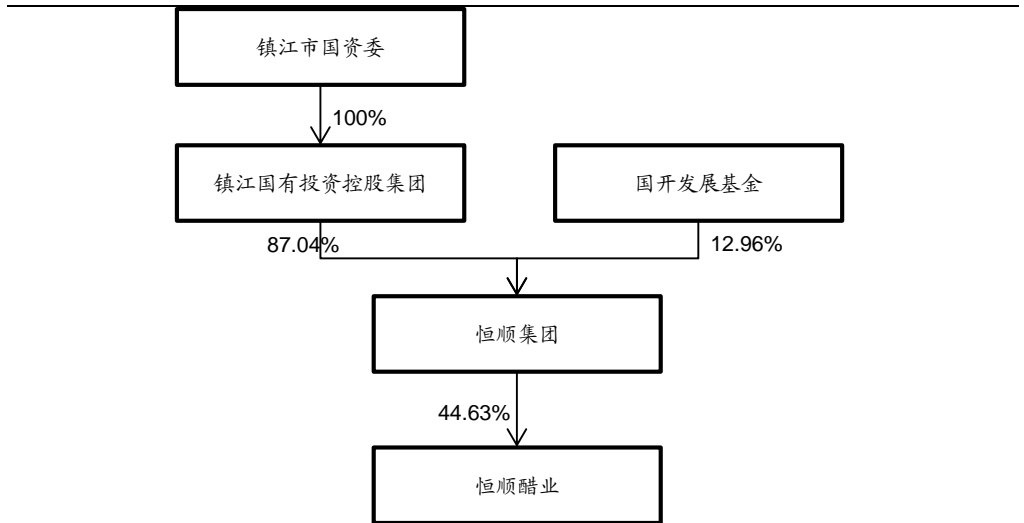
资料来源: wind、2019-2022 年公司经营数据公告, 海通证券研究所

图30 公司线上收入占比 (2017-2022)


资料来源: 2018-2022 年公司年报, 海通证券研究所

5. 地方国企, 改善空间大

公司为镇江国资委旗下企业,截止 2023 年一季度末,大股东恒顺集团持有公司 44.63%股份,镇江国资委通过镇江国有投资持有恒顺集团 87.04%股份,国开发展基金持有恒顺集团 12.96%股份。

图31 公司股权结构 (截止 2023 一季度末)


资料来源: wind, 海通证券研究所

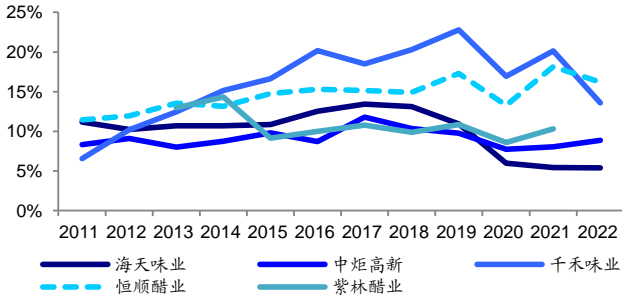
对比同行高管薪酬与持股情况,恒顺高管的薪酬偏低,尚无对公司持股。公司 2021 年 5 月 27 日公司公告以集中竞价交易方式回购股份方案,回购股份将用于股权激励。2021 年 8 月 25 日完成回购,已实际回购 1002.22 万股,回购均价约 17.29 元/股,使用资金 1.73 亿元。

表 2 公司董事、高管团队简介

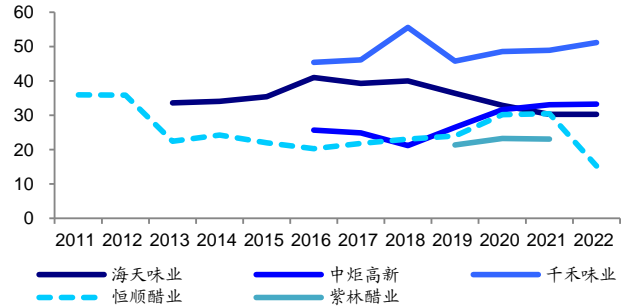
职位	姓名	简介
董事长、董事	杭祝鸿	男, 1965 年生, 研究生学历, 现任江苏恒顺集团有限公司党委书记&董事长、江苏恒顺醋业股份有限公司董事长。1988 年 8 月历任扬中县委办秘书、综合科副科长、科长、副主任; 1995 年 11 月兼任扬中市委研究室副主任; 1997 年 8 月历任镇江市委办公室综合一处副处长、市委办公室助理调研员、市政府办公室副主任; 2002 年 8 月任镇江市政府副秘书长、办公室党组成员, 期间兼任市政府研究室主任、党组书记; 2003 年 5 月任镇江市委副书记, 2013 年 2 月兼任农工办主任; 2015 年 4 月任镇江市政府秘书长、党组成员、市政府办党组书记; 2019 年 10 月晋升一级调研员, 11 月晋升二级巡视员。
副董事长、董事	殷军	男, 1974 年生, 研究生学历, 现任江苏恒顺集团有限公司党委副书记、总经理。历任丹阳团市委副书记、书记, 丹阳市陵口镇镇长、党委副书记、书记, 丹阳市新桥镇党委书记, 丹阳市丹北镇党委副书记, 镇江市国资委党委委员, 副主任(其间在江苏证监局挂职一年)。
董事	董茂云	男, 1963 年生, 博士研究生学历, 法学博士, 现任宁波大学法学院教授, 兼任广发基金管理有限公司独立董事, 无锡鑫宏业线缆科技股份有限公司独立董事, 浙江合创律师事务所兼职律师, 复旦大学兼职教授。
董事、副总经理	王召祥	男, 1972 年生, 本科学历, 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、副总经理。历任镇江恒丰醋有限公司质管部经理、采供部经理、企管部经理、品控部经理、生产部经理。
董事	尹正国	男, 1972 年生, 研究生学历, 上海正名商务咨询有限公司创始人&董事。曾任联合利华中国有限公司力士品牌经理, 卡夫食品有限公司纳贝斯克高级品牌经理, 柯达(中国)有限公司中国区市场总监, 大中华区市场总监和北亚区市场总监, 中德安联人寿保险有限公司市场部副总裁, 英威达服饰事业部中国大陆和香港市场业务总监及全球市场委员会成员, 汉堡王中国有限公司中国区首席营销官。
副总经理	杨永忠	1968 年生, 研究生学历, 现任江苏恒顺醋业股份有限公司副总经理、董事。历任林业部镇江林机厂团委副书记、副科长, 镇江团市委学少部副部长, 市团校常务副校长, 镇江市外贸集团组织人事处处长、办公室主任, 镇江南泰对外经贸有限公司副总经理, 江苏恒顺集团有限公司综合办主任、总经理助理, 江苏恒顺醋业股份有限公司董事会秘书。
副总经理	高云海	1966 年生, 大专学历, 现任公司副总经理兼任镇江恒顺新型调味品有限公司总经理。历任镇江市豆制品厂厂长、公司销售公司副总经理, 镇江恒顺新型调味品有限公司总经理兼镇江恒顺生物工程有限公司总经理, 挂职援疆新疆兵团四师, 任兵团伊力特股份有限公司党委委员、副总经理。
副总经理	季嵘鹏	男, 1969 年出生, 本科学历, 现任公司副总经理兼任江苏恒宏包装有限公司董事长。历任镇江恒顺醋厂团委副书记、团委书记, 镇江恒顺商场副总经理, 公司罐装车间主任、新品车间主任、生产技术部部长, 公司总助兼任山西恒顺老陈醋公司总经理, 恒顺房地产公司执行董事, 镇江恒欣科技公司总经理, 恒顺房地产公司现场项目总指挥。
副总经理	束锋	男, 1976 年出生, 本科学历, 现任公司副总经理。历任公司保障部经理、采供部经理、徐州恒顺万通食品酿造有限公司常务副总经理、恒顺房地产公司事业部总经理。
财务总监	刘欣	女, 1971 年 3 月生, 大学学历, 中级会计师职称。历任上海光明乳业郑州公司财务经理, 阿雷蒙紧固件(镇江)有限公司财务经理。
董秘	魏陈云	男, 1978 年生, 本科学历。现任江苏恒顺醋业股份有限公司证券事务代表、内控部副经理。历任江苏恒顺集团有限公司综合办科员, 江苏恒顺醋业股份有限公司证券事务代表, 证券投资部副经理(主持工作)。

资料来源: wind, 恒顺醋业关于控股股东董事长变更的公告, 海通证券研究所

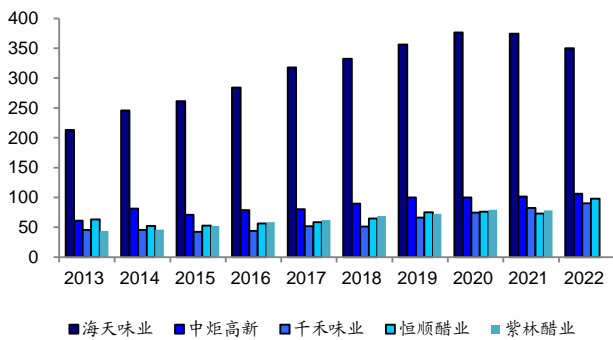
和同行相比，公司的人均创收、创利偏低，销售费用率偏高、销售人员占比偏低，管理费用率偏高、净利率偏低，我们认为公司内部效率方面有较大的提升空间。

图32 各公司销售费用率 (2011-2022)


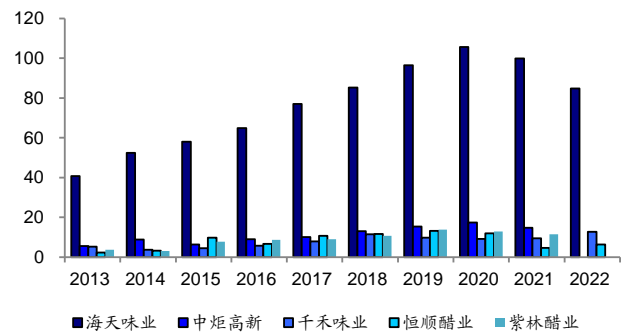
资料来源: wind, 海通证券研究所

图33 各公司销售人员占比 (2011-2022)


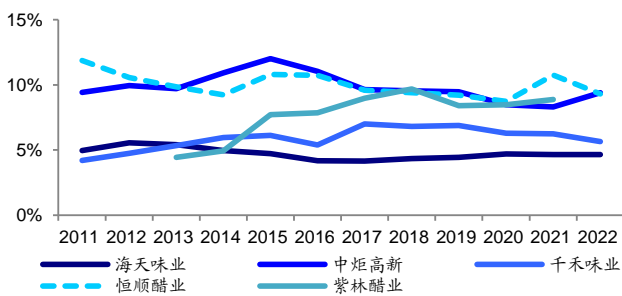
资料来源: wind, 海通证券研究所

图34 各公司人均创收 (万元, 2013-2022)


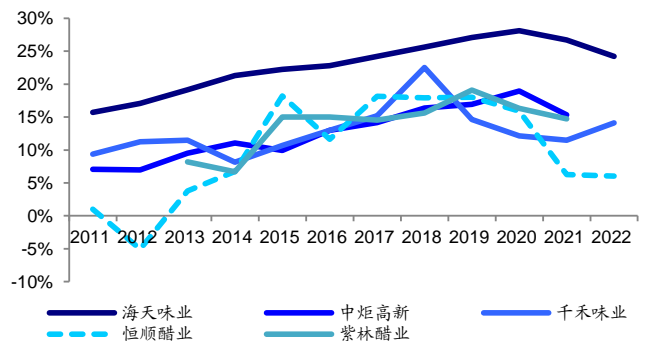
资料来源: wind, 海通证券研究所

图35 各公司人均创利 (万元, 2013-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图36 各公司管理费用率 (2011-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图37 各公司净利率 (2011-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

6. 多举措改革

2020年1月，杭祝鸿先生当选为董事长，杭祝鸿先生1965年出生，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。

我们认为，2020年杭祝鸿先生上任拉开了公司新一轮改革的序幕，恰逢遇到了疫情，改革效果预计受到一定程度影响，期待疫情后释放更好的增长动力。

表3 公司改革重要事件

2019年12月25日	张玉宏辞任公司董事长
2020年1月10日	杭祝鸿当选为公司董事长
2020年7月14日	董事高云海辞任营销总监职务，总经理李国权兼任营销总监
2020年8月1日	举办公司营销中心八大战区出征誓师大会
2020年7月3日	恒顺集团全数字化重塑项目正式启动
2021年11月22日	李国权辞任总经理、营销总监，不再担任公司任何职务
2021年11月24日	聘请张冰为公司营销总监、陈胜东为公司营运总监
2023年1月6日	公司“财务中心”、“人力资源中心”正式揭牌成立

资料来源：《恒顺醋业关于第七届董事会董事长辞职的公告》、《恒顺醋业第七届董事会第十五次会议决议公告》、《恒顺醋业关于更换营销总监的公告》、恒顺集团公众号、《江苏恒顺醋业股份有限公司关于董事、总经理辞职的公告》、《江苏恒顺醋业股份有限公司关于聘任营销总监、营运总监的公告》、百年恒顺公众号，海通证券研究所

6.1 用户思维的产品战略

我们认为公司在产品的开发思维上，有了明显的改善，更多的站在了消费者角度思考产品。正如公司在2022年年报中披露的，产品战略是最头部的战略决策，公司正从品牌方思维向用户思维转变。

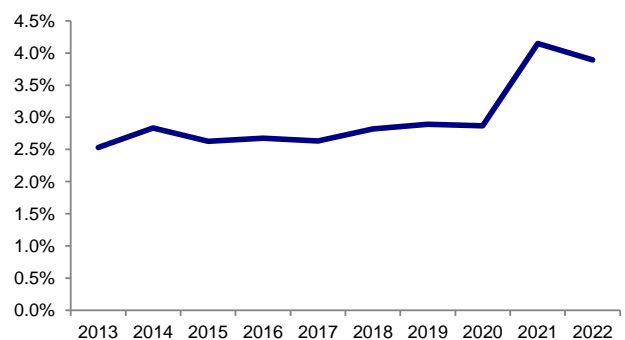
2022年，公司产品战略委员会实体化、常态化运作，具体体现在：

- ✓ 一是、大力推进产品梳理整合。决议淘汰低销额、低毛利、竞争力弱等老旧产品，不断提升“大单品”策略，销售占比明显提升。
- ✓ 二是、复合调味料增长达到预期。其中红烧肉料包、酸汤肥牛料包销售实现高速增长。
- ✓ 三是、规划新品上线。6大系列新品已于第46届恒顺酱醋文化节发布上市。

2023年，公司将继续向“0零加、便捷化、年轻化”方向打造恒顺产品家族，形成“一业多品”的产业格局，提升产品价值。

图38 公司气泡水系列新品


资料来源：百年恒顺微信公众号，海通证券研究所

图39 公司研发费用率（2013-2022）


资料来源：wind，海通证券研究所

6.2 推出营销战区制

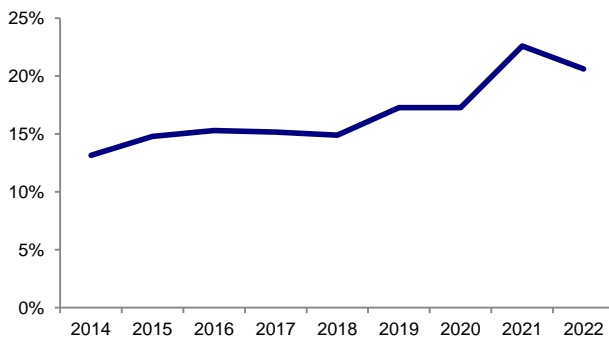
营销关键人员的调整: 2020年7月14日, 董事高云海辞任营销总监, 由总经理李国权兼任营销总监; 2021年11月22日, 李国权辞任总经理、营销总监; 2021年11月24日, 张冰当选为新一任营销总监, 张冰拥有箭牌糖果、亨氏、李锦记、好记食品等公司销售管理经验。

推出并逐步优化营销战区制:

- ✓ 2019年公司年报中提到, 公司将36个片区重新整合划分成四大战区(华东战区、北方战区、南方战区、本部战区)。
- ✓ 到了2020年, 公司将国内市场细分为八大“战区”, 由总部直接指挥, 实施营销管理“战区”制, 强化市场统筹规划的作战意识, 配合市场化激励调动销售团队积极性, 加速经销商&终端渠道拓展。各战区负责人的选择以高层业务人员过去几年的业绩情况作为考核标准, 能者上弱者下。
- ✓ 公司在2021年年报中也披露, 优化调整了战区负责人, 强调业绩导向、结果导向及过程管理。
- ✓ 2023年年初, 公司对销售组织架构做了进一步优化, 全国调整为2个大区、10个战区, 使得管理颗粒度更加精细, 提升了人员管理效率。

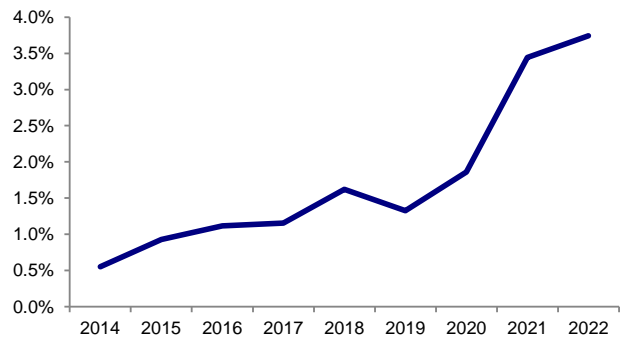
2018年至今, 公司销售费用率有了比较明显的提升, 从2018年的14.9%提升至2022年的20.62% (2020-2022年销售费用率计算中, 包含了运输费用)。其中广告费用率近两年也有明显提升, 从2018年的1.62%, 提升至2022年的3.74%。

图40 公司销售费用率 (2014-2022)



资料来源: wind, 2020-2022年公司年报, 海通证券研究所
备注: 2020-2022年销售费用率计算中, 包含了运输费用

图41 公司广告费用率 (2014-2022)



资料来源: wind, 2014-2022年公司年报, 海通证券研究所

表4 公司营销资源投放举例

2020	在全国10省、128站、247屏结合4个月的流量高峰进行了客旅信息LED屏的全国覆盖, 提升恒顺品牌的时尚感。 冠名两列高铁列车, 在全国近30个重点高铁站投放候车厅广告; 与江苏广电总台达成深度合作; 在年轻人喜欢的油醋汁、复合调料包、火锅底料等品类, 持续通过小红书、抖音、站内达人直播等各种方式与年轻消费者进行沟通互动; 全年各类渠道打造终端超过10000家;
2021	在新零售渠道方面, 借助品牌传播资源置换、创新产品合作首发等各种方式, 提升恒顺各类产品的曝光度和页面位置排名。
2022	全年广告投放江苏卫视黄金广告插口, 节目累计覆盖人数超10亿次, 全年新媒体热度大大提升。

资料来源: 2020-2022年公司年报, 海通证券研究所

6.3 提升信息化、内控水平

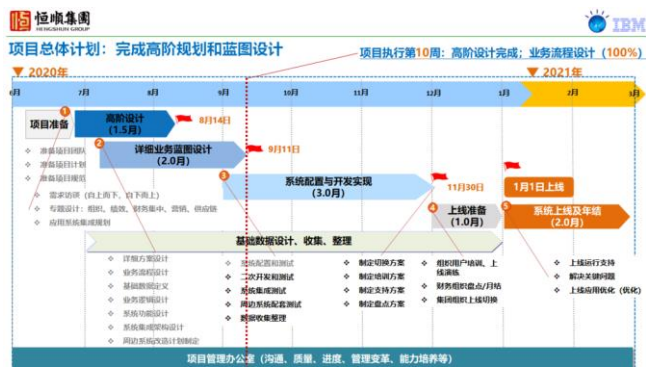
2020年7月恒顺集团全数字化重塑项目正式启动，将通过全数字平台建设重塑，进一步对组织、人才、流程、制度等创新赋能。

2020年恒顺建立大数据分析中心，通过设立会员制度，对客群的区域、年龄段、喜好等进行精准分析，从而针对性地开发产品，实现精准营销。

公司在2021年年报中也披露，SAP系统2021年1月4日成功上线运行，完成了67个专题设计，梳理了178个业务流程，实现了9大系统对接和数据互通。完成163个关键用户集训和财务、供应链、OA及TMS之间的12次系统磨合，并获国家及省相关政策支持。

2023年“人力资源中心”、“财务共享中心”挂牌成立。

图42 公司数字化项目进度示例 1



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图43 公司数字化项目进度示例 2



资料来源：公司官网，海通证券研究所

7. 非公开发行融资扩产能

2022年5月4日公告非公开发行预案（修订稿），募集资金总额不超过17.9亿元，投入到食醋、料酒、酱油、复合调味料等业务的扩产建设与配套项目，实现由醋企龙头向调味品龙头的跨越，募投项目包括：

- ✓ “恒顺香醋扩产续建工程项目（二期）”，围绕公司目前的镇江香醋业务继续增加产能、扩大优势；
- ✓ “年产3万吨酿造食醋扩产项目”，由山西恒顺子公司实施，加码山西老陈醋品类的建设；
- ✓ “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”，立足徐州地区生产具有当地特色的白米醋；
- ✓ “云阳公司年产10万吨调味品智能化生产项目”，进行豆瓣、火锅底料等川味调味料的生产，匹配川渝地区消费者的消费需求；
- ✓ “年产10万吨复合调味料建设项目”则用于公司发展油醋汁、番茄沙司、麻油、小龙虾调味料等复合调味料产品。

2023年5月16日公告，最终募集资金为11.43亿元，扣除相关发行费用（不含增值税）0.21亿元，实际募集资金净额11.21亿元，发行股份1.1亿股，发行价格10.39元/股。

表 5 公司非公开发行融资项目介绍

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	恒顺香醋扩产续建工程项目（二期）	21600.00	15000.00
2	年产 3 万吨酿造食醋扩产项目	15334.48	13500.00
3	10 万吨黄酒、料酒建设项目（扩建）	21000.00	16500.00
4	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	35000.00	29000.00
5	云阳公司年产 10 万吨调味品智能化生产项目	55230.48	22300.00
6	年产 10 万吨复合调味料建设项目	30792.00	23000.00
7	智能立体库建设项目	6700.00	6000.00
8	补充流动资金	53700.00	53700.00
合计		239356.96	179000.00

资料来源：公司 2021 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿），海通证券研究所

8. 盈利预测与估值

如前文所述，我们认为恒顺作为食醋行业龙头，近几年内部出现较大改革的积极变化，随着消费复苏、成本下降、规模效应加强，主要业务未来有望实现较快增长。结合公司各项业务的历史数据，做出如下假设：

- 假设食醋未来三年收入增速分别为 12.5%、12.75%、13%，毛利率分别为 43.04%、44.04%、45.04%。
- 假设料酒未来三年收入增速分别为 10.5%、10.75%、11%，毛利率分别为 29.51%、30.51%、31.51%。
- 假设酱系列未来三年收入增速分别为 20.5%、20.75%、21%，毛利率分别为 17.52%、18.52%、19.52%。

表 6 公司主要业务拆分预测（百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
食醋	收入	1283.93	1444.42	1628.59	1840.30
	yoy	6.03%	12.50%	12.75%	13.00%
	毛利率	41.54%	43.04%	44.04%	45.04%
料酒	收入	356.95	394.43	436.83	484.88
	yoy	11.30%	10.50%	10.75%	11.00%
	毛利率	28.01%	29.51%	30.51%	31.51%
酱系列	收入	256.26	308.80	372.87	451.17
	yoy	44.48%	20.50%	20.75%	21.00%
	毛利率	16.02%	17.52%	18.52%	19.52%

资料来源：wind，海通证券研究所

我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.20/0.26/0.31 元，相关可比公司 23 年 PE 在 39-42 倍。我们认为公司作为行业食醋行业龙头，产品、品牌等综合优势明显，目前正在积极的改革变化，未来有望实现较高增长，给予公司一定估值溢价，给予 23 年 50-60

倍 PE，对应合理价值区间 10-12 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 7 可比公司估值对比 (2023.5.30)

公司名称	股票代码	股价(元/股)	每股收益(元/股)			市盈率(X)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
海天味业	603288.SH	61.93	1.34	1.48	1.73	46.22	41.77	35.87
中炬高新	600872.SH	36.57	-0.75	0.93	1.11	-48.76	39.36	32.81
千禾味业	603027.SH	21.18	0.36	0.52	0.66	58.83	40.86	32.01

注：可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

9. 风险提示

竞争加剧，市场拓展不顺，材料价格波动等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2139	2415	2734	3105
每股收益	0.12	0.20	0.26	0.31	营业成本	1404	1552	1733	1941
每股净资产	2.19	3.08	3.34	3.65	毛利率%	34.4%	35.7%	36.6%	37.5%
每股经营现金流	0.19	0.20	0.50	0.28	营业税金及附加	25	30	33	37
每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	347	362	410	466
P/E	89.12	56.12	42.57	35.54	营业费用率%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
P/B	5.05	3.59	3.31	3.03	管理费用	116	133	149	170
P/S	5.18	5.09	4.50	3.96	管理费用率%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	46.06	33.13	25.96	21.58	EBIT	174	255	316	384
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	3	-8	-33	-37
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	-0.3%	-1.2%	-1.2%
毛利率	34.4%	35.7%	36.6%	37.5%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	6.5%	9.1%	10.6%	11.1%	投资收益	-9	0	0	0
净资产收益率	6.3%	6.4%	7.8%	8.5%	营业利润	164	263	349	421
资产回报率	4.6%	5.0%	6.2%	6.7%	营业外收支	0	5	5	5
投资回报率	6.0%	5.9%	6.7%	7.5%	利润总额	164	268	354	426
盈利增长 (%)					EBITDA	262	343	431	533
营业收入增长率	13.0%	12.9%	13.2%	13.6%	所得税	34	51	71	83
EBIT 增长率	12.9%	47.2%	23.5%	21.6%	有效所得税率%	20.9%	19.1%	20.0%	19.6%
净利润增长率	16.0%	58.8%	31.8%	19.8%	少数股东损益	-9	-2	-6	-3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	138	219	289	346
资产负债率	25.0%	21.6%	19.4%	21.5%					
流动比率	1.94	3.02	3.15	2.56	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.24	2.24	2.51	1.77	货币资金	348	1378	1535	1236
现金比率	0.56	1.65	1.96	1.24	应收账款及应收票据	69	123	80	159
经营效率指标					存货	298	516	356	642
应收账款周转天数	12.42	14.33	13.38	13.85	其它流动资产	499	512	499	521
存货周转天数	86.74	94.43	90.59	92.51	流动资产合计	1214	2530	2470	2557
总资产周转率	0.69	0.65	0.60	0.63	长期股权投资	101	85	67	50
固定资产周转率	2.34	2.51	2.30	1.96	固定资产	890	1031	1346	1828
					在建工程	188	188	196	208
					无形资产	121	135	139	148
					非流动资产合计	1754	1878	2169	2639
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2968	4408	4639	5196
净利润	138	219	289	346	短期借款	29	31	35	38
少数股东损益	-9	-2	-6	-3	应付票据及应付账款	238	336	282	423
非现金支出	89	87	116	149	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	14	-4	-4	-4	其它流动负债	359	469	467	538
营运资金变动	-41	-78	161	-175	流动负债合计	626	836	784	999
经营活动现金流	192	222	556	312	长期借款	0	0	0	0
资产	-187	-241	-438	-649	其它长期负债	116	116	116	116
投资	256	35	37	36	非流动负债合计	116	116	116	116
其他	49	0	0	0	负债总计	742	952	900	1115
投资活动现金流	119	-206	-402	-614	实收资本	1003	1113	1113	1113
债权募资	-100	2	4	3	归属于母公司所有者权益	2195	3426	3715	4061
股权募资	12	1121	0	0	少数股东权益	31	29	23	20
其他	-187	-110	-1	-1	负债和所有者权益合计	2968	4408	4639	5196
融资活动现金流	-275	1013	3	2					
现金净流量	36	1029	158	-300					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业
 程碧升 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,水井坊,承德露露

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓泮莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
联系人
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@htesc.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金焱(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com