

2020年05月10日

证券研究报告·行业研究·食品饮料

调味品行业深度报告



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

快速成长，亟待整合 ——食醋行业深度报告

投资要点

- 食醋行业：竞争格局分散，正值快速成长。**食醋行业正处快速成长阶段，伴随食醋功能细分和健康化趋势加强，未来食醋行业将保持较快增长。食醋行业具有较强的区域分布性，品牌集中度较低，与调味品其它子板块相比，食醋领域龙头优势不明显，行业面临整合契机，未来随着龙头企业规模优势突显以及向外扩张，市场份额将逐步向龙头企业集中。
- 食醋未来的空间有多大？1、未来空间：**根据我们的测算，按餐饮消费比例法计算，十年后食醋行业收入规模可达到453亿元；按对标国外法计算，十年后食醋行业收入规模可达到548亿元，与2018年192亿元收入规模相比，提升空间巨大。**2、驱动因素：**食醋作为基础调味品，行业收入规模的不断扩大，可以拆分为两方面，量的驱动因素是：1) 餐饮业务的发展，2) 消费习惯健康化；价的驱动因素是：1) 消费者品牌意识树立，2) 产品结构高端化。
- 食醋行业未来三大发展趋势：1) 功能化：**与酱油品类相比，食醋产品细分成熟度仍处于较低水平，未来伴随消费者口味的差异化和消费升级强化，食醋细分趋势会更加明显，带来家庭保有量进一步提升。**2) 健康化：**随着人们对饮食健康的要求提高，消费者对有益健康、安全、营养的调味品关注度日益提高，食醋企业推出无添加、有机概念系列单品，产品附加值提升。**3) 高端化：**我国消费者由温饱型饮食向健康型饮食迈进，消费心理日臻成熟，对产品的天然性、营养性等要素提出了更高要求，低品质的“配制醋”配方难以满足市场长期需求。
- 食醋行业未来格局如何演变，何种食醋企业能打破地方品牌各自为政的局面？****1) 渠道建设是根本，**食醋本质上仍具备调味品宽渠道特征，渠道管控能力是醋企竞争的重要指标，醋企应把握餐饮渠道，以传统渠道+现代渠道结合，实现销售新增长；**2) 品类扩张推动业绩持续增长，**对标日本食醋龙头味滋康，醋企应通过品类扩张不断打开空间；**3) 异地拓张实现全国化，**参考海天推广酱油案例，醋企应加强品牌知名度，提升产品品质，结合渠道布局实现全国化之路。
- 重点公司推荐：**目前食醋行业格局分散，行业面临整合契机，未来龙头企业市场占有率将进一步提升。**恒顺醋业（600305）**作为食醋行业龙头，品牌力与产品力兼备。公司通过渠道渗透与结构优化实现量价齐升，高端醋占比将进一步提升；料酒作为第二大品类持续放量。新董事长上任后，有望改革渠道机制，不断完善激励系统，调动员工积极性，实现业绩加速增长。**海天味业（603288）**作为综合型调味品龙头企业，平台优势明显，已通过并购方式进军镇江，公司利用现有渠道优势，新兴品类快速起量。
- 风险提示：**原材料价格或大幅波动，食品安全问题，销售不达预期。

重点公司盈利预测与评级

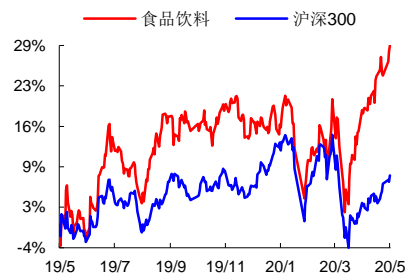
代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600305	恒顺醋业	19.65	持有	0.41	0.47	0.52	47.44	41.81	37.79
603288	海天味业	108.72	买入	1.98	2.29	2.74	54.91	47.48	39.68

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn
联系人：周可为
电话：023-67710114
邮箱：zhkw@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	99
行业总市值(亿元)	43,628.12
流通市值(亿元)	43,030.01
行业市盈率TTM	35.74
沪深300市盈率TTM	12.2

相关研究

- 白酒行业：白酒迎来绝佳配置时点 (2020-02-18)
- 白酒行业：动销超预期+估值切换，白酒确定性收益明显 (2020-01-22)
- 食品饮料行业2020年投资策略：降速博弈，效率为先，从高成长到高质量 (2019-11-29)
- 食品饮料行业2019年中报总结：白酒持续高景气，挖掘大众品细分品类机会 (2019-09-03)
- 食品饮料行业中期策略：竞争格局为先，兼顾价值与成长 (2019-08-05)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 食醋：竞争格局分散，正值快速增长	1
1.1 行业增速：醋意正浓，快速增长	2
1.2 行业格局：诸侯割据，日渐集中	3
2 食醋未来的空间有多大？	5
3 食醋未来的发展趋势	11
3.1 功能化：细分品类不断出现	11
3.2 健康化：注重天然营养，零添加、有机产品受推崇	12
3.3 高端化：配置醋大幅减少，高端系列增速快	13
4 食醋企业如何破局？	14
4.1 行业破局之道：渠道建设	14
4.2 行业破局之道：品类扩张	17
4.3 行业破局之道：异地扩张	18
5 重点公司推荐	20
5.1 恒顺醋业（600305）：醋业龙头，看好改革加速	20
5.2 海天味业（603288）：业绩稳定性强，长期发展无忧	21
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 调味品子品类发展阶段	1
图 2: 调味品百强企业 2010-2018 年食醋销售收入及同比增速	2
图 3: 百强企业食醋产品销售量及同比增速	3
图 4: 百强企业食醋产品销售单价及同比增速	3
图 5: 2018 年百强企业食醋产量分布	4
图 6: 2018 年食醋企业市场份额	4
图 7: 恒顺醋业各大区销售占比 (截止 2020Q1)	4
图 8: 紫林醋业各大区销售占比	4
图 9: 调味品子品类集中度 (CR5)	5
图 10: 2010-2019 年我国餐饮业行业收入 (亿元)	6
图 11: 中国食醋行业收入预测 (亿元)	6
图 12: 中国食醋行业消费量预测 (万吨)	6
图 13: 中国食醋行业收入预测 (亿元)	6
图 14: 2010-2019 年我国餐饮业行业收入及同比增速	7
图 15: 中国与美、日年人均食醋消费量对比	7
图 16: 日本食醋消费量快速提升	8
图 17: 中国与美、日年人均食醋消费量对比	8
图 18: 2019 年食醋行业中国品牌力指数	10
图 19: 2015 年以来瓦楞纸价格 (元/吨)	10
图 20: 2015 年以来玻璃价格持续走高	10
图 21: 食醋品类细分初步形成	11
图 22: 各醋业推出零添加等产品	12
图 23: 食醋龙头所在区域 GDP 增速情况	12
图 24: 食醋龙头所在区域人均可支配收入情况 (元)	12
图 25: 消费者在购买调味品时关注的因素	13
图 26: 食醋包装方式不断升级	13
图 27: 普通食醋 VS 高端食醋增速	14
图 28: 紫林醋业渠道网络情况	15
图 29: 在外用餐比家庭烹饪调味品消耗量更高	15
图 30: 2013-2017 年我国全体居民饮食服务消费支出	15
图 31: 外卖服务兴起	16
图 32: 网络零售额占比不断提升	16
图 33: 海天味业广告费用投入	19
图 34: 海天味业南部市场收入占比	19
图 35: 海天味业冠名东方卫视《天籁之战》	20
图 36: 海天味业冠名江苏卫视《一站到底》	20

表 目 录

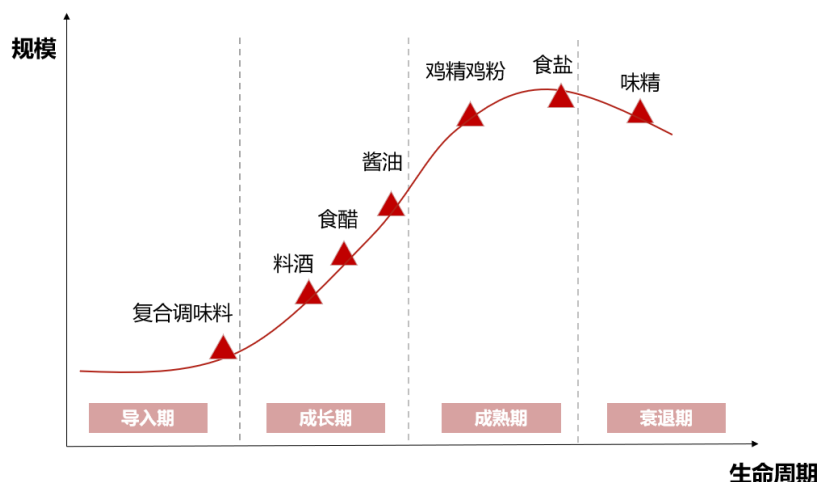
表 1：四大名醋特点.....	2
表 2：不同类型食醋及其使用场景.....	2
表 3：各醋企推出的高端单品价格.....	9
表 4：恒顺醋业历次提价情况.....	10
表 5：20 世纪 90 年代日本已形成食醋全品类.....	11
表 6：食醋企业覆盖区域情况.....	14
表 7：味滋康发展进程.....	17
表 8：味滋康产品矩阵.....	17
表 9：味滋康并购时间表.....	18
表 10：海天味业冠名节目.....	19

1 食醋：竞争格局分散，正值快速成长

仅供饱腹的一日三餐已不能满足国人对食物的诉求，丰富的营养与多样的风味受到消费者日益重视，消费习惯的改变为调味品企业营造出广阔的行业空间。从广义上讲，调味品包括咸味剂、酸味剂、甜味剂、鲜味剂和辛香剂等，像食盐、酱油、食醋、味精、糖、鸡精、料酒等都属此类。作为日常饮食一部分的调味品，消费频次较低，价格平价，因而受经济波动较小，刚需属性明显。

不同调味品发展阶段不一，其中食醋正处于快速成长阶段。食醋作为中国传统的调味品，渗透程度不及酱油，由于口味悬殊导致四大名醋割据，在各自根据地呈主流消费，尚未出现全国化企业，目前食醋行业已经步入发展的快车道，随着食醋产品定位的丰富，自身结构的升级，食醋行业将继续保持稳定增长。

图 1：调味品子品类发展阶段



数据来源：调味品协会，西南证券整理

不仅仅是中国，世界各地都有食用食醋的习惯，但不同地区生产的醋各具特色。在美国，食醋主要是由麦芽酿造的，具有浓郁的柠檬味，常用作腌制蔬菜；在意大利，盛行由高粱发酵酿造的黑醋，质地粘稠而醇厚、味道酸中带甜；在日本，食醋是由梅子酿成的。食醋在各国酿造方式和风味虽各不同相同，但其保健作用受到了广泛认可，因其富含氨基酸、乳酸和多种有机酸，具备帮助消化、降低血压血脂的功效。

➤ 按照生产工艺的不同，食醋可以被分为酿造食醋和配制食醋。

酿造食醋：以粮食、果实、酒类作为原料，经生物发酵酿制而成的液体调味品，富含多种有机酸、氨基酸、维生素和矿物质，营养价值较高；

配制食醋：以酿造食醋为主体，与冰醋酸、调味剂、食用色素、食品添加剂配制而成的调味式食醋，仅具有调味功能。

➤ 按照食醋的发酵方式的同，可以分为固态发酵式食醋和液态发酵式食醋。

固态发酵：醋酸发酵物为麸皮、稻壳，成品醋风味醇香，酸味柔和，是我国食醋酿造的主要工艺，但发酵周期长、原料利用率低。

液态发酵：利用淀粉酶调浆实现发酵，香味较淡，色泽较浅，但原材料利用率高，出醋率比固态发酵可提高 10%，发酵周期短。

表 1：四大名醋特点

四大名醋	发源地	酿造原材料	品牌
山西老陈醋	山西	以高粱、麸皮、谷糠	紫林、水塔、东湖、宁化府
镇江香醋	江苏	糯米	恒顺、金山寺、丹玉
保宁醋	四川	麸皮，小麦，大米，糯米	保宁
福建永春老醋	福建	糯米、红曲、芝麻	桃溪

数据来源：产业信息网，西南证券整理

- 根据不同的功能和使用场景，食醋可以分为烹调型、佐餐型、保健型、饮料型。其中烹饪和佐餐型食醋发展相对较早，渗透率较高；保健型食醋尚处于起步阶段，未来空间较大。

表 2：不同类型食醋及其使用场景

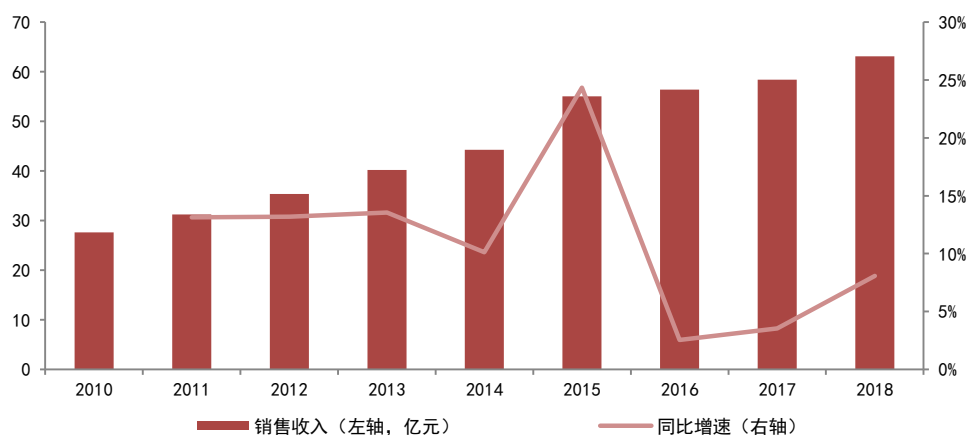
类型	酸度	用途	代表产品
烹调型	5%	味浓醇香，解腥去膻增鲜，适合烹饪海鲜、肉类制品	恒顺香醋、老陈醋
佐餐型	4%	味较甜，适合拌凉菜，做蘸料，以增鲜为主	恒顺香醋、纯酿米醋
保健型	3%	与保健品相类似的、对人体具有保健作用，而非烹饪用醋，强身健体	东湖保健醋、水塔保健醋
饮料型	2.5%	这个类型的醋是指在发酵过程中加入蔗糖、水果等，防暑降温、生津止渴、增进食欲	海天苹果醋、天地壹号苹果醋

数据来源：前瞻网，西南证券整理

1.1 行业增速：醋意正浓，快速成长

食醋行业正处于快速成长阶段。根据调味品协会的统计，我国调味品百强企业食醋销售收入由 2010 年的 27.6 亿元增长为 2018 年的 63.1 亿元，2010-2018 年间 CAGR 达到 11%。伴随食醋功能细分和健康化趋势加强，未来食醋行业将保持较快增长。

图 2：调味品百强企业 2010-2018 年食醋销售收入及同比增速



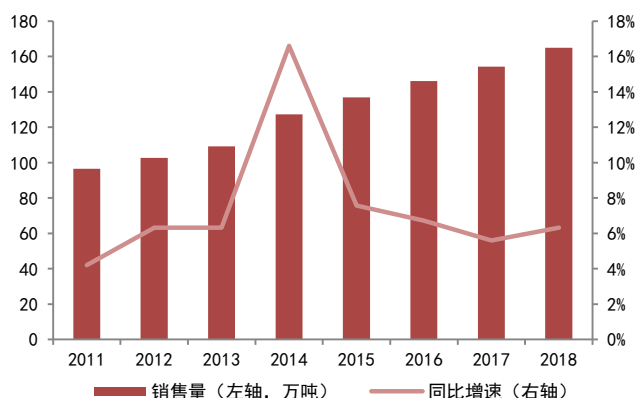
数据来源：调味品协会，西南证券整理

量增多于价增，过去十年餐饮复苏带动食醋消费量快速增长，但食醋品类功能细分尚处初期，高端食醋贡献有限，价格抬升作用尚不明显。

从量的角度来看，百强企业食醋产品销售量从 2011 年 96.5 万吨扩大至 2018 年 164.9 万吨，CAGR 约为 8%。未来随着餐饮行业快速发展，以及市场份额不断向龙头集中，预计十年将维持 5% 增速。

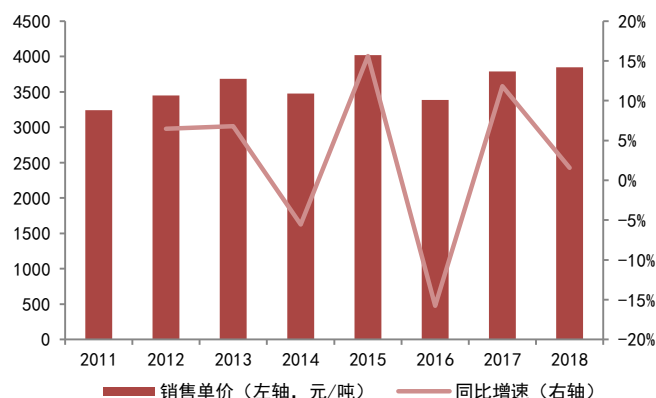
从价的角度看，百强企业食醋销售均价已经从 2011 年的平均 3238 元/吨上涨到 2018 年平均 3845 元/吨，CAGR 约为 2%。伴随消费升级，我国食醋行业的产品结构将持续优化，产品单价保持稳步上升，吨价有望持续提升，预计未来十年价格仍有 2% 左右的增长。

图 3：百强企业食醋产品销售量及同比增速



数据来源：调味品协会，西南证券整理

图 4：百强企业食醋产品销售单价及同比增速



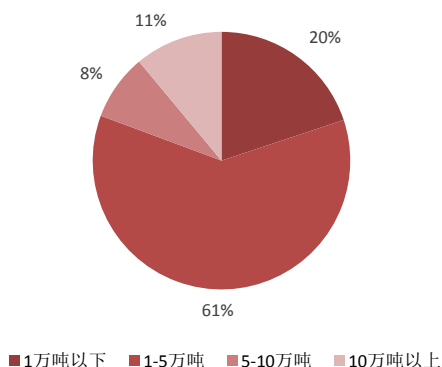
数据来源：调味品协会，西南证券整理

1.2 行业格局：诸侯割据，日渐集中

长久以来，食醋行业是整个调味品市场中变化最小、结构最为稳定的市场，长江以南，江苏恒顺醋业一枝独秀，长江以北山西陈醋分庭抗礼，这一格局可追溯至百年以前。但由于近十年来食醋市场快速发展，吸引其他调味品板块龙头企业，纷纷布局食醋产能，撬动食醋行业过去百年的竞争格局。

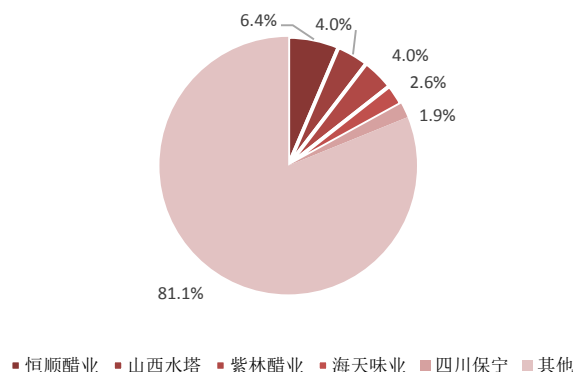
食醋行业具有较强的区域分布性，品牌集中度较低。根据中国调味品协会统计，2018 年我国百强企业中，食醋产量在 1 万吨以下的有 7 家，占比 20%；总产量在 1-5 万吨的企业有 22 家，占比 61%；产量在 5-10 万吨的企业有 3 家，占比 8%；产量在 10 万吨以上的食醋企业有 4 家，占比 11%，行业产量结构分散。根据调味品协会数据，2018 年中国食醋产量接近 500 万吨，前五大企业分别为恒顺醋业、山西水塔、紫林醋业、海天味业和四川保宁，根据上市公司公告及草根调研数据，前五大企业分别占据 6.4%/4.0%/4.0%/2.6%/1.9% 的市场份额，CR5 为 18.9%，其中恒顺醋业市占率为 6.4%，位列行业第一。

图 5：2018 年百强企业食醋产量分布



数据来源：调味品协会，西南证券整理

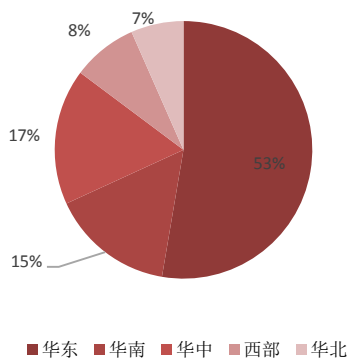
图 6：2018 年食醋企业市场份额



数据来源：公司公告，调味品协会，草根调研，西南证券整理

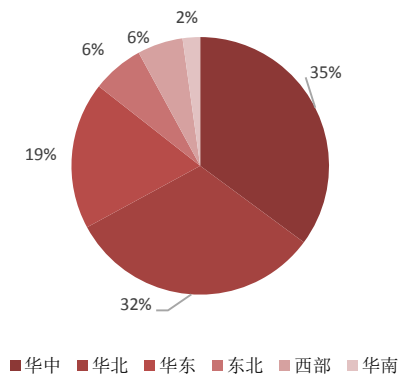
长江以南以恒顺醋业为典型代表，尤其在华东地区最为强势，长江以北以山西老陈醋市
场份额较高，以紫林醋业为代表。以恒顺醋业和紫林醋业公开数据进行对比，恒顺醋业华
东地区占比最大，贡献营收半壁江山，华中地区次之，贡献 17% 收入体量，西部、华北地区相
对弱势；紫林醋业则以华中、华北两大核心区域分别占比 35%、32%，华东地区人均可支配
收入高，消费体量大，贡献 19% 收入。

图 7：恒顺醋业各大区销售占比（截止 2020Q1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

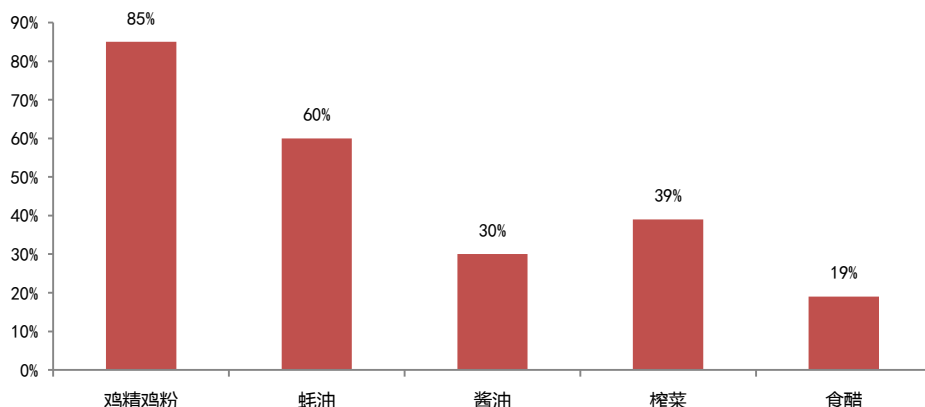
图 8：紫林醋业各大区销售占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

与调味品其它子板块相比，食醋领域龙头优势不明显，行业面临整合契机。调味品其它
子板块因其各自产品属性不同，龙头企业市占率各有高低，但总体而言远高于食醋行业。鸡
精鸡粉行业比较成熟，龙头太太乐、美极等五家企业市占率达 85%；蚝油行业海天一骑绝尘，
市占率 47% 左右，与李锦记、中炬、欣和、味事达合计市场份额约 60%；酱油行业海天、
中炬、加加等五家企业市占率约 30%；榨菜行业中涪陵榨菜一家独大，CR5 约为 39%。相
较而言，食醋行业集中度处于较低水平，未来随着龙头企业规模优势突显和向外扩张，市
场份额将持续会向龙头企业集中。

图 9：调味品子品类集中度（CR5）



数据来源：公司公告，调味品协会，草根调研，西南证券整理

食醋行业是典型的“大市场、小企业”，尚无全国性食醋品牌，食醋行业内主要有家庭式小作坊企业、区域性龙头、业界外企业三类公司，其发展状况如下：

家庭式小作坊企业逐步退出。随国家食品安全要求严格，环保工作的加强，食品安全、资金、技术等行业门槛逐步提高，家庭式小作坊企业生存空间受到挤压，不少小企业被依法关闭、取缔，低标准、低成本的小作坊越来越少。

各区域性龙头割据地方市场。食醋区域间口味差异明显，四大名醋在各自区域呈主流消费，不同地区间存在口味、品牌壁垒，其中恒顺镇江香醋与山西紫林、水塔市场规模较为领先，区域龙头在巩固大本营的同时，也开启异地扩张步伐，抢占其他区域市场份额。

业界外玩家介入加剧竞争。2017 年，海天味业发布公告收购丹和醋业 70% 股权，进军香醋发源地镇江；2018 年，李锦记宣布进入食醋领域，推出 12 个规格的醋单品，以“零添加”概念为切入口争夺中高端消费群体；2019 年，千禾味业发布公告收购恒康酱醋 100% 股权，成为海天之后又一进驻镇江的调味品企业。从公司整体渠道、品牌和管理经验来看，海天、李锦记等企业实力雄厚，食醋行业整合将会进一步加快。

2 食醋未来的空间有多大？

根据我们的测算，按餐饮消费比例法计算，十年后食醋行业收入规模可达到 453 亿元；按对标国外法计算，十年后食醋行业收入规模可达到 548 亿元。

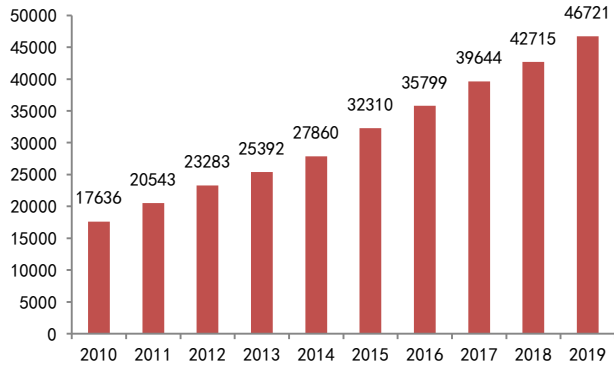
按照中国调味品协会数据，2018 年我国食醋销量约为 500 万吨，调味品百强企业食醋销售吨单价为 3845 元/吨，假设百强企业食醋销售吨单价近似于行业吨单价，可计算出 2018 年行业销售规模约为 192 亿元。与测算数据相比较，未来十年食醋行业提升空间巨大。

➤ 测算方式一：餐饮消费比例法

2018 年，我国食醋行业销售规模约为 192 亿元，调味品及发酵制品行业收入为 3427 亿元，餐饮行业收入规模为 42715 亿元，食醋行业占调味品行业收入比重为 5.60%，占餐饮行业收入比重为 0.45%。餐饮行业 2010-2019 年 CAGR 达到 11%，预计下一个十年餐饮行

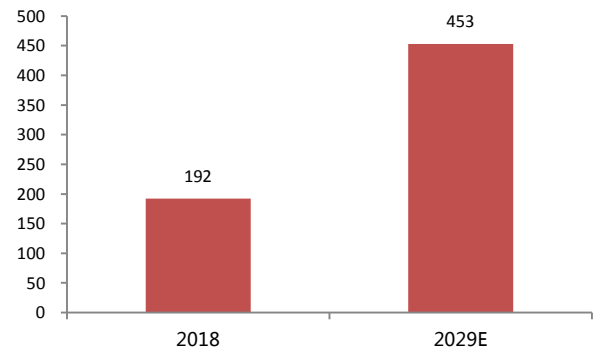
业仍保持 8% 增长，食醋规模占比给与最保守估计仍维持在 0.45% 左右，则可计算出食醋行业 2029 年行业收入约为 453 亿元。

图 10：2010-2019 年我国餐饮业行业收入（亿元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 11：中国食醋行业收入预测（亿元）

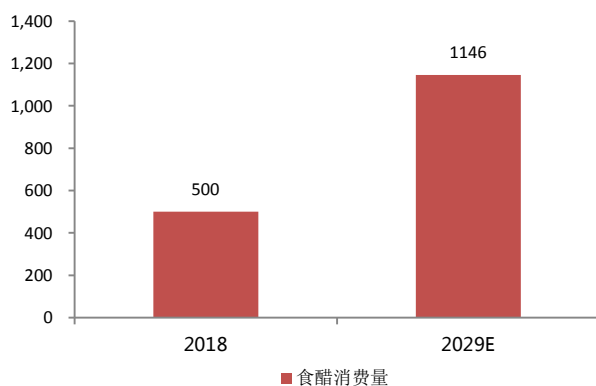


数据来源：西南证券

➤ 测算方式二：国外对标法

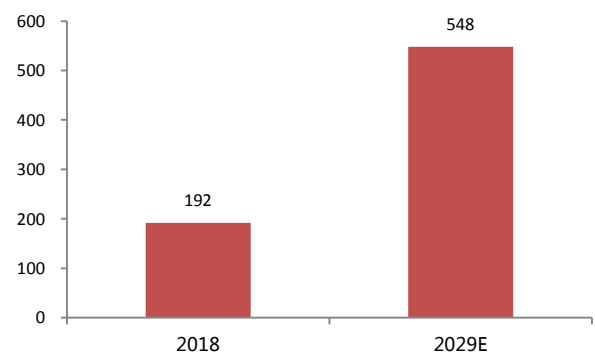
2018 年我国人均食醋消费量为 3.6 公斤，若 2029 年达到与中国饮食文化类似的日本 7.9 公斤，根据国家卫计委估算，我国 2029 年人口将达到 14.5 亿人，计算得出十年后我国食醋消费量约为 1146 万吨。根据调味品协会数据，2018 年我国食醋吨单价为 3845 元/吨，日本龙头味滋康、德国食醋龙头冠利食醋吨单价在 20000 元/吨以上，我国食醋行业吨单价提升空间较大，根据调味品协会统计数据，百强企业食醋吨单价 2011-2018 年年复合增速为 2%，预计未来十年我国食醋吨单价年复合增速仍为 2%，则 2029 年我国食醋行业收入规模将达到 548 亿元。

图 12：中国食醋行业消费量预测（万吨）



数据来源：调味品协会，国家卫计委，西南证券

图 13：中国食醋行业收入预测（亿元）



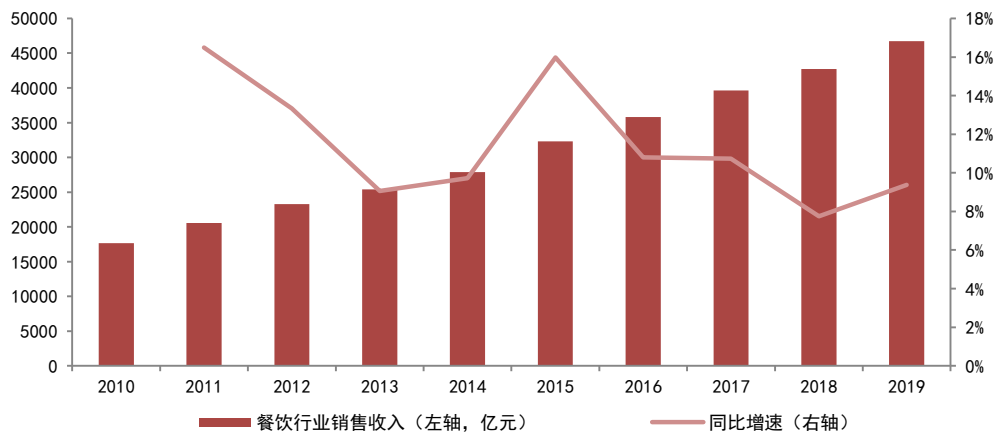
数据来源：西南证券

食醋作为基础调味品，行业收入规模的不断扩大，主要由两方面因素驱动：从量方面来看：1) 餐饮业务的发展，2) 消费习惯健康化；从价方面来看：1) 品牌意识树立，2) 产品结构高端化。

量的驱动因素之一：餐饮行业蓬勃发展

近年来由于我国城镇化率的提升和居民可支配收入的增加，餐饮行业发展迅速，作为调味品发展的核心驱动力，餐饮业表现出高速发展的态势，2010-2019 年年均复合增长率达到 11%。未来外出就餐的人数进一步提升，以及居民收入水平的不断升高，未来十年餐饮行业将继续维持高景气度，带动调味品行业的蓬勃发展。

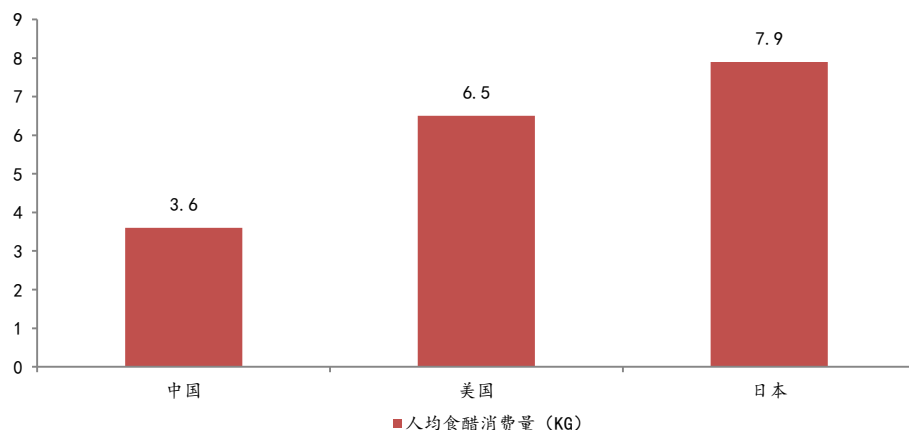
图 14：2010-2019 年我国餐饮业行业收入及同比增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

调味品协会数据显示，2018 年中国食醋消费量为 500 万吨，中国人口数量为 13.9 亿，由此计算可得中国食醋每年的人均消费量 3.6 公斤，而美国年人均消费量为 6.5 公斤，同属亚洲饮食文化地带的日本每年的人均消费量达到了 7.9 公斤。日本和美国的现代化速度都早于我国，消费升级比国内领先，对标日本和美国，保守估计我国的食醋年人均消费量至少有一倍增长空间。

图 15：中国与美、日年人均食醋消费量对比



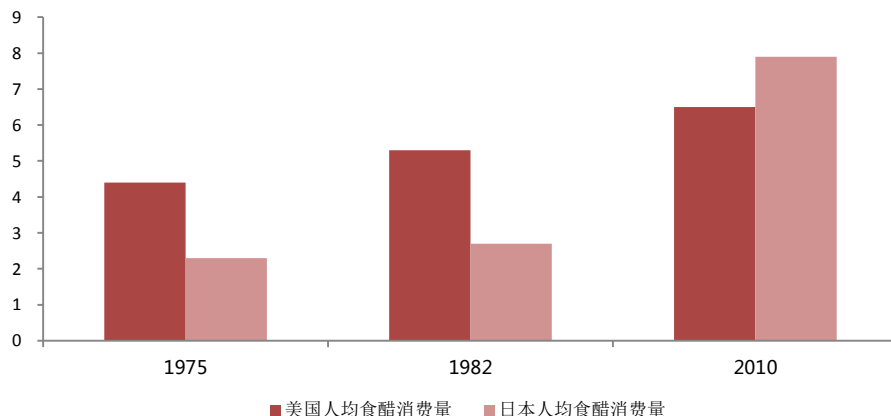
数据来源：产业信息网，西南证券整理

量的驱动因素之二：消费习惯健康化

日本政府实施健康促进计划，推动国民少吃盐、多吃醋，食醋消费量快速提升。日本食醋的消费，根据不同地区也有很大的差异，北海道地区食用海鲜较多，食盐摄入量居高不下，食醋消费量偏低，当地居民中患动脉硬化、脑血栓患者发病率高。日本厚生省在 1985 年发布《饮食健康指南》，号召日本居民每日食盐摄入量不超过 10g，北海道地区、东北地区居

民每日食盐摄入量在 12g 以上，在食盐摄入量降低 17% 的同时，食醋消费量大幅提升。1985 年以前，日本食醋消费量远低于美国，人均食醋摄入量仅为美国一半左右，经政府推动饮食健康运动后，食醋消费量快速提升，2010 年已大幅超越美国，1982-2010 年间人均食醋消费量 CAGR 达到 4%。

图 16：日本食醋消费量快速提升



数据来源：产业信息网，西南证券整理

中国政府也在推行减盐运动。高盐饮食已成为我国高发慢性病的主要诱因之一，世界卫生组织建议人均每日食盐摄入量不高于 5g，中国疾病预防控制中心数据显示，中国居民人均每日食盐摄入量为 10.5g。根据最新版的《中国居民平衡膳食宝塔》建议，居民每日食盐摄入量不多于 6g。《国民营养计划（2017-2030 年）》提出，到 2030 年，实现全国人均每日食盐摄入量降低 20% 的目标。食盐摄入量降低后，消费者对于味觉满足的需求仍未改变，这一部分需求未来将更多的被食醋替代。

图 17：中国与美、日年人均食醋消费量对比



数据来源：《中国居民膳食指南》，西南证券整理

价格驱动因素之一：产品结构高端化

食醋产品内部升级迭代，产品结构持续优化。参考日本食醋的发展历史，随着日本居民收入的增加，饮食习惯逐步多样化、西方化，米醋、玄米醋、苹果醋等高档食醋的需求日益增长，配制醋的需求量持续下滑。我国消费者因收入上升而具备更强消费力，健康、营养、美味的高附加值调味品更多受到消费者认可，逐步带动了食醋产品内部的升级迭代，横行的品类细分，整体产品结构呈现不断升级的趋势。

食醋企业顺应消费者重视健康的趋势，推出高端、健康的食醋产品系列，中高端食醋加速扩张。食醋行业早期较为混乱，产品品质参差不齐，整体行业及产品价值受到局限，但伴随消费者喜好高端、健康属性的产品，产品品质拉动整体行业升级。醋业推出高端产品系列，以“零添加”、“年份醋”等标签为亮点。恒顺醋业推出三年陈酿、六年陈酿、十年陈酿多年陈酿系列，带动价格与档次上升；紫林、水塔也推出手工陈醋系列；千禾以零添加为主打，推出五年、六年、十年窖醋。

表 3：各醋企推出的高端单品价格

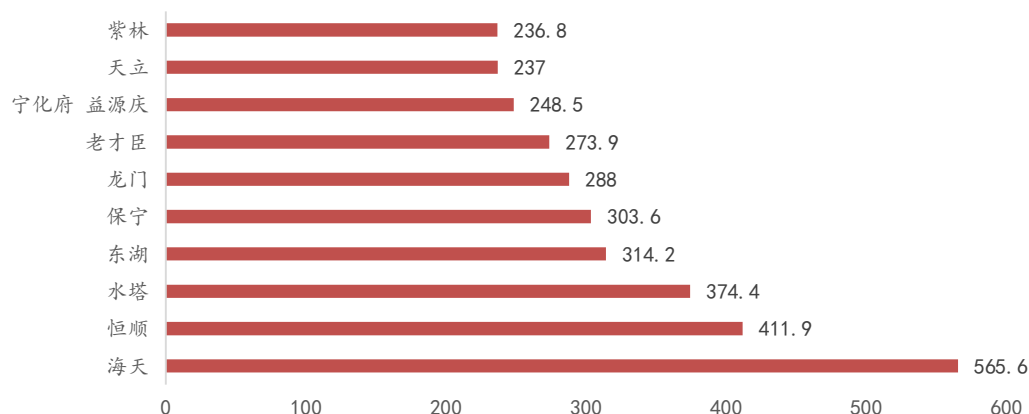
品牌	系列	价格
恒顺	三年陈	22.9 元/580ml
	六年陈	32 元/580ml
	十年陈	88 元/300ml
紫林	六年陈（6 度酸山西老陈醋）	25.9 元/500ml
	六年陈（6 度味爱家赞系列）	32.9 元/500ml
	八年陈(6.5 度山西老陈醋)	29.9 元/500m
水塔	手工三年老陈醋	23.8 元/420ml
	手工五年老陈醋	34.8 元/420ml
	手工六年老陈醋	41.8 元/420ml
千禾	零添加五年窖醋	17.38 元/500ml
	零添加六年窖醋	39.38 元/1000ml
	零添加十年窖醋	30.58 元/500ml

数据来源：天猫商城，西南证券整理

价格驱动因素之二：品牌意识觉醒，醋企提价周期顺畅

醋企在消费升级趋势下，品牌价值不断拔高。调味品作为消费者日常需求商品，采购频次不高、刚需属性强，消费者对于价格提升更敏感度较低。在食醋行业整体升级过程中，消费者品牌意识觉醒，具备品牌辨识度的行业龙头更为获利。2019 年中国品牌力指数食醋行业前三位分别是海天、恒顺、水塔。

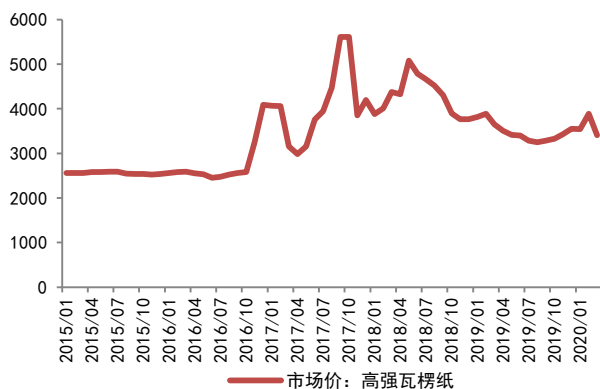
图 18：2019 年食醋行业中国品牌力指数



数据来源：Chnbrand，西南证券整理

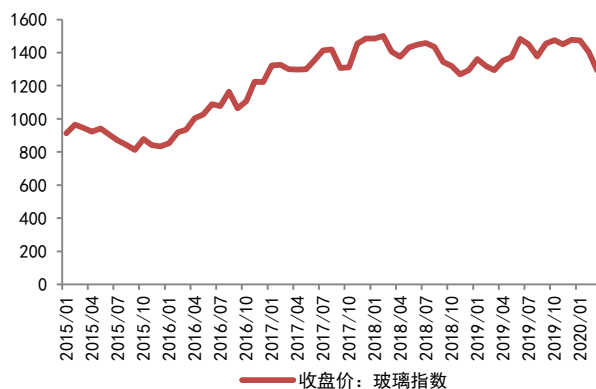
醋企在树立品牌的同时，定价权也不断提升，由于成本推动及消费升级驱动，食醋企业对产品价格进行调整，转移成本压力。醋企主要原材料包括糯米、瓦楞纸、玻璃瓶等，2016 年以来，瓦楞纸、玻璃价格持续走高，醋企也对产品价格做出上调，缓解成本压力。以恒顺醋业为例，公司形成三年左右的提价周期，2016 年恒顺上调经典醋系列 19 个产品单价，平均提价幅度在 9% 左右，2019 年 1 月上调香醋、陈醋等 5 个系列产品价格，不同产品出厂价提升幅度从 6%-15% 不等，在醋类龙头引领提价下，行业价格体系整体抬升。

图 19：2015 年以来瓦楞纸价格（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2015 年以来玻璃价格持续走高



数据来源：Wind，西南证券整理

表 4：恒顺醋业历次提价情况

时间	提价品类	提价幅度	提价原因
2004 年 6 月	主导产品	10-15%	包装改版与重新定位
2006 年	低价位产品	15-25%	理顺渠道价格
	高档香醋	15%	
2010 年	中低端产品	10%	原材料成本上涨
2011 年	主导产品	15%	理顺渠道价格
2014 年	主导产品	5%	理顺渠道价格
2016 年 6 月	经典醋系列	9%	理顺渠道价格

时间	提价品类	提价幅度	提价原因
2019 年 1 月	恒顺香醋系列	15.04%	包材等成本上涨
	恒顺陈醋系列	15.04%	
	恒顺料酒系列	10%	
	镇江香醋【K 型 010072】系列	10%	
	镇江线粗【金恒顺 115050】系列	6.45%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 食醋未来的发展趋势

3.1 功能化：细分品类不断出现

食醋的使用场景不断细分，食醋品类增加，但与酱油品类相比细分程度较低。传统的食醋产品同质化程度高，已经不能满足消费者多样的烹饪需求。根据不同的使用场景，食醋衍生出饺子醋、凉拌醋、寿司醋等品类，一些保健功能的食醋单品也层出不穷，细分功能不断丰富。但与酱油品类相比，产品细分成熟度仍处于较低水平，未来伴随消费者口味的差异化以及消费升级强化，食醋的细分趋势会更加明显，家庭保有量会进一步提升。目前，各个食醋企业都有推出各种类型的食醋产品，且普遍采用小瓶装，每瓶容量在 150ml 至 200ml 之间，零售价则比普通装的产品高出很多。

图 21：食醋品类细分初步形成



数据来源：产业信息网，西南证券整理

与日本相比较，目前我国食醋细分程度偏低，多样性不够。20 世纪 90 年代日本已形成齐全的食醋品类矩阵，出现荞麦醋、柚子醋、蜂蜜醋、五谷醋、麦芽醋等细分调味醋，品类更为丰富齐全，使用场景多样，满足不同层次消费者的需求。我国食醋品类多元化程度远不及日本，预计未来将出现更多细分功能的食醋单品，形成全品类全系列食醋产品。

表 5：20 世纪 90 年代日本已形成食醋全品类

类别	日本农林省规定使用量	细分单品
谷物醋	谷物使用量大于 40g/L	荞麦醋、五谷醋、小麦胚芽醋、麦芽醋
	大米使用量大于 40g/L	玄米醋

类别	日本农林省规定使用量	细分单品
果实醋	果汁使用量大于 300g/L	草莓醋、柿子醋、桃醋、番茄醋、乌饭果醋、酸梅醋、海枣醋、柚子醋
	苹果醋	苹果醋
	葡萄醋	葡萄醋
酿造醋	除谷物、果实以外的酿造醋	蜂蜜醋、草药醋、黑糖醋、昆布醋、大豆黑醋、生药醋、酒醋、龙艾醋、蛋白醋、生醋、白蛋白醋

数据来源：《中国调味品》，西南证券整理

3.2 健康化：注重天然营养，零添加、有机产品受推崇

随着人们对饮食健康的要求提高，对调味品的选择也在发生变化，消费者对有益健康、安全、营养的调味品关注度日益提高，食醋企业推出无添加、有机概念系列单品，推动食醋产品附加值提升。

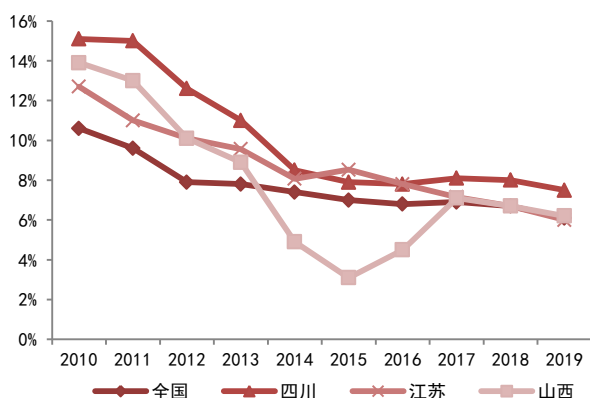
图 22：各醋业推出零添加等产品



数据来源：天猫商城，西南证券整理

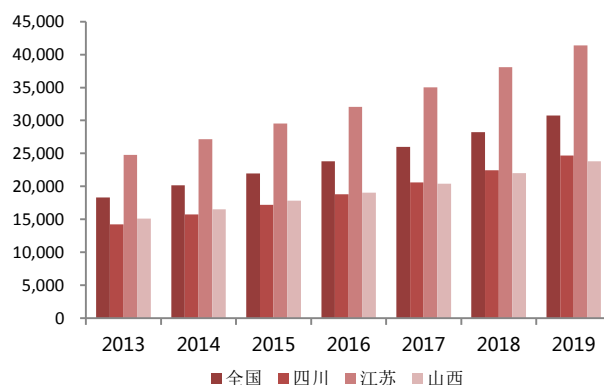
人均可支配收入增加为产品升级奠定基础。我国 2011 年全国 GDP 保持稳定增速，一直保持在 6% 以上；人均可支配收入稳定增长带来消费者购买能力的提升，品质更高、用料更好、价格更高的产品受到消费者的青睐。

图 23：食醋龙头所在区域 GDP 增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

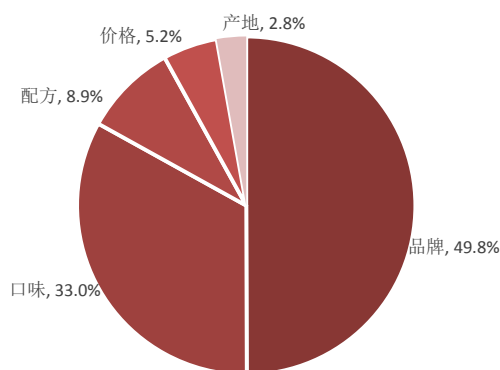
图 24：食醋龙头所在区域人均可支配收入情况（元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

消费者在购买调味品时，日益关注品牌因素，对健康营养的调味品更为偏好。由于人们对饮食要求的提高，消费者对食品品质愈发敏感，在选择调味品时注重调味品品牌。根据《信息时报》的调研显示，50%的消费者将品牌列为购买调味品的首要考虑因素，认为品牌是产品质量的保障，产品味道和配方也会更优。

图 25：消费者在购买调味品时关注的因素



数据来源：《信息时报》，西南证券整理

3.3 高端化：配置醋大幅减少，高端系列增速快

我国消费者由温饱型饮食向健康型饮食迈进，消费心理日臻成熟，对产品的健康性、天然性、营养性等要素提出了更高的要求，低品质的“配制醋”配方难以满足市场长期需求。长期以来，食醋企业鱼龙混杂，小作坊式企业占整体行业比重七成以上，导致产品品质良莠不齐，卫生问题无法保障。伴随居民可支配收入的提高，健康、安全成为消费者日益重视的品质需求，有品牌保障的健康产品逐渐受到消费者青睐。

为了保障质量，调味品的包装会采用更加方便和健康的包装，塑料制品由于老百姓的担忧，部分高端产品会向玻璃瓶方向发展。从包装形式上来看，食醋产品包装形式包括桶装、壶装、瓶装、袋装、礼盒装等；并且包装的整体画面形象和材质也有了很大程度上的升级改造。就整个食醋行业，从销量上来看，袋装产品销售占比持续走低，壶装、桶装产品增长明显；礼盒装和保健醋增长快，但目前市场份额较低。

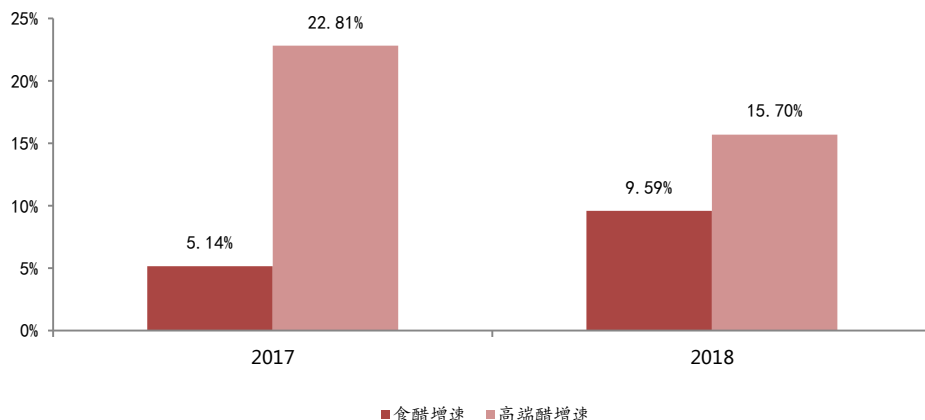
图 26：食醋包装方式不断升级



数据来源：《调味品行业研究》，西南证券整理

恒顺醋业高端食醋增速明显高于香醋整体品类，产品高端化趋势延续。以恒顺醋业为例，公司高端食醋产品增速远远领先于黑醋大类产品，2017 年普通食醋与高端醋增速分别为 5%/23%，2018 年普通食醋与高端醋增速分别为 10%/16%。随着未来消费升级趋势，食醋行业高端产品比重将持续提升，产品结构将会进一步优化。

图 27：普通食醋 VS 高端食醋增速



数据来源：《调味品行业研究》，西南证券整理

4 食醋企业如何破局？

目前我国食醋市场仍是区域品牌割据的态势，全国性的强势品牌非常少，食醋行业整体的全国化水平并不高，各醋企仍分散于全国各区域，华北以山西陈醋为主，华东以镇江香醋为主，西南以四川保宁醋为主，华东以福建永春为主。

表 6：食醋企业覆盖区域情况

食醋品牌	主要覆盖区域
山西东湖、水塔、紫林	东北三省、北京、河北、山西、河南、山东、内蒙、上海、湖北、广东、湖南、安徽、四川、山西、浙江、江苏等
江苏恒顺	上海、安徽、浙江、江苏、山东
四川保宁	四川、重庆、云南、贵州等省区
福建永春	福建、浙江、广东、广西等省区
天津立门	北京、河北、山东、东北三省等
北京龙门	北京、天津、河北、华北等

数据来源：食品资讯网，西南证券整理

我们分析了国外食醋龙头以及海天的成功经验，总结出食醋企业如何打破目前地方品牌各自为政的局面：1) 渠道建设是根本；2) 品类扩张推动业绩持续增长；3) 异地扩张实现全国化。

4.1 行业破局之道：渠道建设

调味品宽渠道特征，渠道能力成为了醋企竞争的重要指标。食醋是调味品行业的一种，刚需属性强，消费者复购频次高，渠道在本质上具备宽渠道的消费特征，使得醋企的渠道管

控较为复杂，渠道能力成为了醋企竞争的重要指标。醋企如果能够覆盖更全面、更广泛的终端消费者，不断提升渠道覆盖率和覆盖质量，就能在全国化进程中取得更好的成绩。食醋企业应当首先以优势产品打开市场，配合全面渠道布局，扩大品牌知名度，不断提升市场份额，有序推进公司的全国化进程。

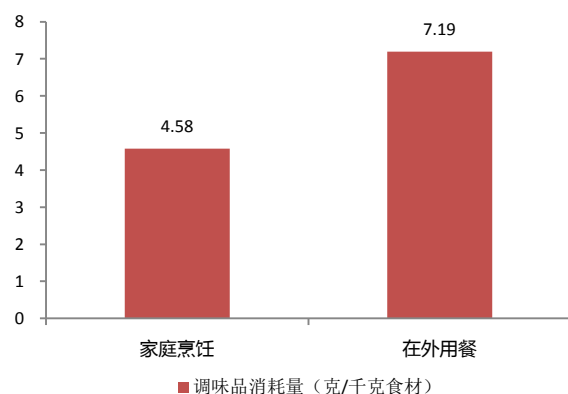
图 28：紫林醋业渠道网络情况



数据来源：紫林醋业招股书，西南证券整理

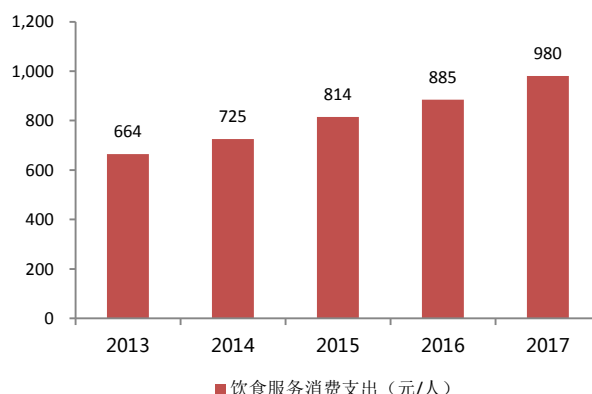
餐饮渠道是醋企全国化进程重要突破点。餐饮渠道调味品消费量占据整体调味品消费量六成左右，并且餐饮渠道使用主体为厨师，渠道黏性大，使用习惯培养成熟后不易更换。由于烹饪习惯的差异，外出就餐时调味品消耗量明显高于家庭烹饪，约为家庭烹饪的 1.6 倍。另外伴随外出就餐频次的提升和单价的增加，居民饮食服务消费支出逐年攀升。

图 29：在外用餐比家庭烹饪调味品消耗量更高



数据来源：《调味品行业研究》，西南证券整理

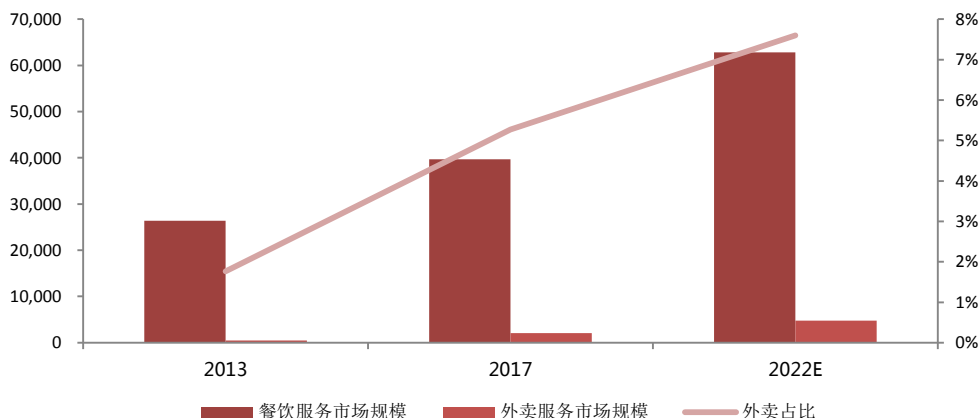
图 30：2013-2017 年我国全体居民饮食服务消费支出



数据来源：国家统计局，西南证券整理

新兴消费渠道层出不穷，外卖产业兴起进一步推动了餐饮行业的发展，家庭端烹饪比重进一步降低。外卖作为外出就餐、在家烹饪之外的第三种就餐选择，因其丰富的品类和价格带受到消费者的广泛推崇。2017 年外卖服务市场规模已经达到 2091 亿元，占整体餐饮行业 5% 左右，预计 2022 年外卖市场规模将达到 4770 亿元。

图 31：外卖服务兴起

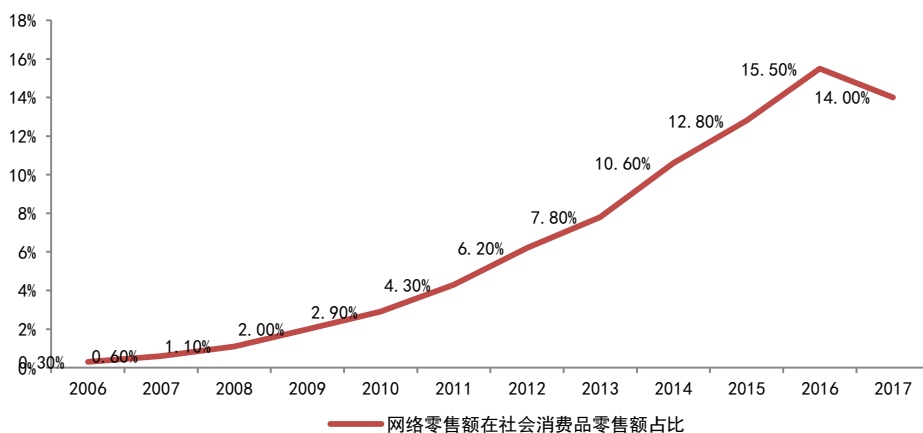


数据来源：海底捞公司公告，西南证券整理

随着电子商务的发展，食品行业将在电商取得长足进展，电商渠道将贡献重要的业绩增量。产品电商化已经进入深水区，不少 80、90 后的消费人群逐步在线上购买调味品，阿里巴巴零售通、京东新通路、百世店加、中商惠民惠配通、美菜网等为代表的新型 2B 电商渠道不断涌现。近几年生鲜消费需求上升，国家对电商政策的指引，阿里与腾讯纷纷布局食品生鲜行业，食品生鲜与餐饮的渗透率有望进一步提升。同时随着各电商品牌忠诚度的建立，老用户的消费频次比新用户大，用户不断沉淀，消费频次有上升趋势。

食醋企业可通过品牌推广、产品展示、网络专供产品等方式，打造互联网的营销爆款，推动品牌在网络渠道的拓展，连接新兴消费者用户，拓展消费者覆盖范围，提升产品和品牌价值感。

图 32：网络零售额占比不断提升



数据来源：智研咨询，产业信息网，西南证券整理

4.2 行业破局之道：品类扩张

主流观点认为，食醋行业因口味差异较大，未能出现全国化企业，区域龙头占据当地主流市场，对标日本来看，日本食醋也存在口味、原料诸多差异，但发展出了食醋龙头味滋康这样全国性龙头企业。

味滋康案例：以食醋起家的调味品龙头企业

味滋康以单一食醋品类起家，不断开发新品，延伸至鱼露、高汤、调味酱、纳豆等领域，后以外延并购方式进军美国和欧洲市场，针对当地消费者口味推出番茄酱、黑醋等产品系列，形成了全品类调味品矩阵。味滋康凭借优异的产品品质以及强大的渠道能力，成为了国际化调味品龙头，由单一调味品发展为调味品平台型企业。

纵观味滋康的发展历史，大致可分为三个阶段：

表 7：味滋康发展进程

年代	事件
1804-1964	聚焦食醋及类似产品。
1964-1981	推出酱油、汤料、纳豆等产品，初步建立起味滋康集团丰富的产品矩阵。
1981-至今	通过海外收购投厂的方式，进驻当地市场

数据来源：公司官网，西南证券整理

- **聚焦食醋单品抢占市场份额：**公司在这个阶段主要聚焦于一种调味品单品，不断提升产量，以食醋单品为核心打开市场，树立公司在食醋领域的龙头地位。1964 年以前，味滋康主要聚焦于食醋产品，不断提升产品质量，优化口感以获得消费者认可可以实现快速增长。
- **品类扩张扩大销售规模：**通过多元化产品品类方式，充分利用现有渠道资源，实现内生式增长。在这一时期，味滋康提出“超越醋战略”，实现非醋产品占比超过 50%，陆续推出酱油、汤料、鱼露、调味酱等多种产品，新兴领域足够的行业空间打开了公司成长天花板，公司凭借卓越的品牌力和产品品质进一步发展。

表 8：味滋康产品矩阵

食醋					调味露		
							
谷物醋	特浓醋	米醋	纯玄米醋	苹果醋	鱼露	柑橘酱油	柚子柑橘酱油
高汤					蘸料		
							
豆乳锅汤底	海陆锅高汤	烤飞鱼锅高汤			坚果芝麻酱	芝麻酱	芝麻酱

数据来源：公司官网，西南证券整理

- **外延并购进军海外市场：**公司通过对外投资并购方式，获得当地知名品牌，借助现有渠道资源迅速切入海外市场。从 20 世纪 80 年代开始，味滋康便开启了积极海外扩张的步伐，1981 年公司收购 American Industry 公司，生产白醋、葡萄酒醋，约占美国食醋行业市场份额 8%，味滋康食醋正式进入北美市场。随后，公司又在美国、英国收购胡椒品牌和泡菜品牌，公司产品品类进一步多元化。

表 9：味滋康并购时间表

时间	事件
1981 年	收购美国主要的醋制造商 American Industries Company，开始积极进行海外扩展
1998 年	在英国成立中野欧洲公司
2005 年	在中国北京成立拥有 100% 股份的销售子公司 Mizkan China Co., Ltd.。
2011 年	在美国收购 Border Foods，并进入不断发展的胡椒市场。开始制造和销售绿色辣椒和墨西哥胡椒产品。
2012 年	在英国收购 Sarson 醋和海华德泡菜品牌。
2013 年	在英国收购 Branston 甜咸菜。
2014 年	收购 RAGÚ 和 Bertolli 意大利面酱。

数据来源：公司官网，西南证券整理

品类扩张的关键：

- **新品研发：**目前消费升级背景下，消费者的偏好有所改变，美味健康的产品更加受消费者喜爱。公司应密切关注消费者需求变迁，加大产品开发力度，优化现有产品，不断改进老产品工艺和配方，推出适应需求的新品，要求公司具有敏锐的市场嗅觉，对消费者喜好进行精准定位。
- **制造大单品：**集中力量培育大单品，快速扩大生产，通过规模效应压缩成本，并提高复制速度，通过大单品策略，引领新兴细分市场，实现销售额的新增长。

4.3 行业破局之道：异地扩张

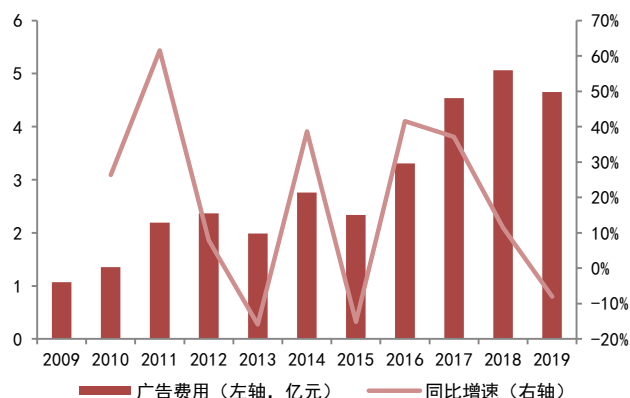
不仅仅在食醋领域，在调味酱、复合调料等领域都存在着口味悬殊难以统一的问题，较为成功的案例是海天将酱油从华南推广向全国的酱油。调味品企业在省内市场达到一定饱和度后，都必然面临如何向省外市场扩张的问题，将产品销往全国的必要条件是建立一个全国化的品牌，配合渠道资源，实现异地扩张。

海天案例：酱油全国化之路

在调味品行业整体景气度上行时期，海天味业凭借卓越的产品品质、品牌以及强大的渠道，通过多年口碑积累和品牌传播，实现酱油的全国化之路。

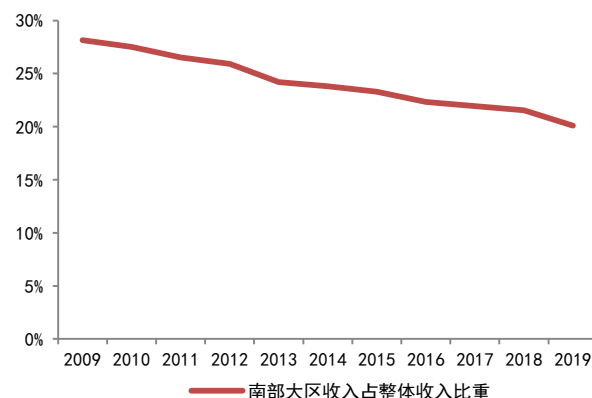
- **海天确立品牌化发展战略，不断强化品牌宣传。**海天是目前为止成功将粤式酱油推广至全国的调味品企业，其成功的核心要素是，占领消费者心智，整合渠道资源，推拉结合，走向全国市场。海天在央视、地方卫视大笔投放广告，2009 年广告费用约为 1.1 亿元，至 2019 年达到 4.7 亿元，年均复合增速达到 16%。同时海天省外市场销售收入占比也不断提高，大本营南部大区市场收入占比由 2009 年 28.2% 下降至 2019 年 20.1%，省外收入占比份额扩大。

图 33：海天味业广告费用投入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：海天味业南部市场收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

- 在传统媒体年代，与央视及地方卫视合作，塑造海天安全、健康、值得信赖的品牌形象。从2001年开始，海天便在央视投放广告，利用《新闻联播》、《焦点访谈》、《天气预报》等高收视率节目，不仅让城市消费者认可海天，也走进农村的千家万户。配合海天针对农村市场的长远规划，海天逐步实行由县至乡渠道下沉，逐步覆盖农村空白县份。

表 10：海天味业冠名节目

时间	节目名称	产品
2015 年	搜狐《极品女士》	招牌拌饭酱
2016 年	东方卫视《天籁之战》	味极鲜
2016 年	央视《全家好拍档》	黄豆酱
2016 年	东方卫视《四大名助》	黄豆酱
2016 年	江苏卫视《一站到底》	酱油
2017 年	江苏卫视《非诚勿扰》	蚝油
2017 年	湖南卫视《我是未来》	酱油
2018 年	爱奇艺《极限挑战》	味极鲜
2018 年	爱奇艺《奇葩说 5》	招牌拌饭酱
2019 年	腾讯视频《吐槽大会 4》	黄豆酱
2019 年	央视《挑战不可能》	蚝油

数据来源：公开资料，西南证券整理

图 35：海天味业冠名东方卫视《天籁之战》



数据来源：西南证券整理

图 36：海天味业冠名江苏卫视《一站到底》



数据来源：西南证券整理

异地扩张的关键：扩大品牌影响力、高端系列先行

- **扩大品牌影响力：**醋企应该加强品牌宣传和广告投入，加强品牌传播力度，提升醋企在外地消费市场的影响力，积攒品牌优势，卓越的品牌力是醋企在异地扩张中的重要环节，持续不断投入市场，以实现份额快速扩张。公司应该针对消费升级趋势，清晰精准地树立高端品牌形象，与互联网平台合作，加大品牌和产品宣传推广力度。
- **高端系列先行：**醋企在异地扩张过程中，难免会遇到外地市场的当地品牌，当地品牌通常规模有限，产品多集中于中低价格带。若醋企仍选择以中低产品竞争，由于当地品牌在消费者群体中普遍认知度较高，醋企不具备优势。应选择以高端产品系列出击，错位竞争，避免与当地品牌正面交锋，同时也建立起品牌形象。

5 重点公司推荐

5.1 恒顺醋业（600305）：醋业龙头，看好改革加速

20Q1 调味品业绩环比加速，料酒放量表现抢眼。恒顺 2020 年一季度实现营业收入 4.7 亿元，同比增长 0.4%，实现归母净利润 7592 万元，同比增长 3.7%，扣非后归母净利润 6860 万元，同比增长 9.9%。调味品业务收入为 4.3 亿元，同比增长 4%，公司餐饮渠道比重较高，受疫情影响增速有所放缓。分品类看，食醋实现营业收入 3.0 亿元，较去年同期基本持平，其中黑醋受餐饮影响下滑，白醋增速维持在 20% 以上；料酒实现营业收入 8044 万元，同比增长 27%，料酒市场开拓顺利，保持高速增长，料酒作为公司重点发力产品，全年有望延续 20% 以上增长。在营销端，公司进一步深化营销体系改革，着重打造样板市场，基地市场华东稳中有进，华南华中呈现快速增长态势。

食醋为主，料酒/酱料为辅。恒顺是四大名醋镇江香醋的代表，为“中华老字号”企业，是目前中国最大的制醋企业，恒顺香醋精选江南优质糯米为主要原料，消费者中知名度高，品牌力深入人心。随着公司不断推出新品，公司产品结构有望持续升级，盈利能力将不断提升。目前公司向料酒、酱料等产品延伸发展，20Q1 料酒同比增长 27%，坚定看好公司未来料酒业务快速放量；调味酱行业集中度低，行业空间大，发展潜力巨大。

聚焦主业，理顺机制，公司提升空间大。公司 2020 年目标实现调味品业务营收 19.3 亿元，同比增长 12%，归母净利润 2.8 亿元，同比增长 12%。短期疫情对餐饮端消费影响较为明显，但公司积极应对。品牌和产品一直是恒顺优势所在，但渠道和机制的短板限制公司发展最大潜力，期待公司深化国企改革，推动体制和机制创新，不断完善激励机制，调动员工积极性，实现业绩加速增长。

预计 2020-2022 年收入分别为 20.8 亿元、23.6 亿元、26.8 亿元，归母净利润分别为 3.7 亿元、4.1 亿元、4.6 亿元，对应动态估值 42X、38X、33X，维持“持有”评级。

5.2 海天味业（603288）：业绩稳定性强，长期发展无忧

20Q1 业绩稳定，符合预期。公司餐饮渠道占比较高，受疫情较为明显。20Q1 三大核心品类酱油、蚝油、调味酱分别实现营业收入 34.8 亿元（+6%）、9.6 亿元（+4%）、7.3 亿元（+2%）。分渠道来看，线下渠道同比增长 6%，线上渠道受物流影响，同比下滑 17%。东部、南部、中部、北部、西部地区营收增速分别为 1%、-9%、17%、4%、24%，东部、南部、北部地区流动人口返工延迟，增速放缓，中、西部地区市场增长潜力得到进一步挖掘。经销商开拓层面，截止 2020 年一季度末，公司共有经销商 6107 家，净增加 301 家，公司加大对成熟市场的布局 and 精耕。

积极应对，长期展望乐观。公司积极应对疫情，转换市场资源投入方式拉动市场销售，降低疫情负面影响。长期来看，公司拥有强大的全国化渠道网络、优秀的品牌力以及卓越的管理能力，在酱油、蚝油、调味酱三大核心品类基础上，培养新兴产品，牢牢把握餐饮渠道、加快渠道网络细化，推动营销网络升级，我们坚定看好公司在渠道、产品、品牌方面的核心竞争力。

预计 2020-2022 年收入复合增速为 16%，归母净利润复合增速为 18%，EPS 分别为 2.29、2.74、3.22 元，对应 PE 分别为 47X、40X、34X，维持“买入”评级。

6 风险提示

原材料价格或大幅波动，食品安全问题，销售不达预期。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn