

2016年01月06日

涪陵榨菜 (002507.SZ)

从小乌江到大乌江，打造佐餐调味品龙头

■质地优良的小品种龙头，第一主业拥有极宽的护城河：2008年-2014年公司收入增长2倍，利润增长4倍，位于食品行业前列。其盈利稳健增长得益于：1)榨菜原材料青菜头的主要产地在重庆(占全国70%以上)，同时生鲜的运输半径短，产地局限性带来行业天然的进入壁垒；2)乌江在榨菜行业一家独大(30%)，市场份额为剩下四家龙头的总和，具有绝对的行业定价权，近8年来涪陵榨菜出厂价从4956元/吨涨至9458元/吨，8年涨幅90%，幅度大幅超越同期CPI。未来在产能、品牌、渠道三大优势下，其提价-毛利率提升-净利率提升的逻辑持续。

■中国消费品品牌正迈入品类延伸和多元化的新纪元：中国消费品的品牌化和全国化开始于2000年左右，经过15年的发展绝大部分品类已迈入成熟期。如何突破现有品类增长瓶颈、寻求到新的增长点是当前几乎所有食品饮料企业面临的普遍问题。国际食品饮料巨头的经验表明：品类延伸和多元化是企业做大做强的必经路径。而我们认为这也将是中国消费品企业未来几十年最核心成长逻辑。

■从榨菜到更宽泛的佐餐调味品，看好涪陵榨菜从小乌江到大乌江的转型：公司历史上经历过“品牌化”、“差异化”、“正宗化”(中国榨菜看涪陵、涪陵榨菜看乌江)的三次成功战略转型。2014年公司提出从小乌江到大乌江的战略转型目标，并于2015年收购四川泡菜品牌“惠通”正式开始产业整合、实现战略落地。我们看好乌江从榨菜龙头到佐餐龙头的战略蜕变：1)榨菜作为最基础的佐餐食品，拥有广泛的消费群体基础；2)佐餐品类市场空间大而格局散乱，乌江是佐餐调味品行业唯一实现品牌渠道全国化的企业，同时也是唯一一个上市企业，拥有绝对优势；3)榨菜与其他佐餐调味品有较强的协同效应，消费群体和渠道基础共享性强，有望实现1+1>2的整合效应。从海天发展路径看，其通过酱油打下品牌和渠道基础并不断向调味酱、蚝油、料酒等其他调味品延伸，当前酱油以外的调味品收入占比超过30%。我们看好乌江在佐餐调味品中成为下一个海天。

■管理层上市以来第一次变相增持，利益高度一致：公司属于已部分改革的国企标的，目前第一大股东为涪陵国资委，上市前管理层持股10%左右。2015年公司向管理层定向增发收购惠通，是上市后管理层第一次变相增持，凸显了管理层对于公司未来战略转型的积极态度。作为管理层部分持股的国有企业，其自下而上推动国企改革的诉求更强。

■我们预计2015/2016年EPS分别为0.46/0.57元，16年估值29倍。考虑到公司战略变化及业绩改善，给予目标价22.8元(16年40倍)，“买入-A”评级。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	846.2	906.4	937.5	1,121.8	1,250.9
净利润	140.6	132.0	151.3	188.1	236.5
每股收益(元)	0.43	0.40	0.46	0.57	0.72
每股净资产(元)	3.16	3.46	4.49	4.93	5.50

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	39.0	41.5	36.2	29.1	23.2
市净率(倍)	5.3	4.8	3.7	3.4	3.0
净利润率	16.6%	14.6%	16.1%	16.8%	18.9%
净资产收益率	13.5%	11.6%	10.3%	11.6%	13.1%
股息收益率	0.6%	0.4%	0.7%	0.7%	0.9%
ROIC	2.4	2.0	1.6	2.1	2.4

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他食品

投资评级 买入-A

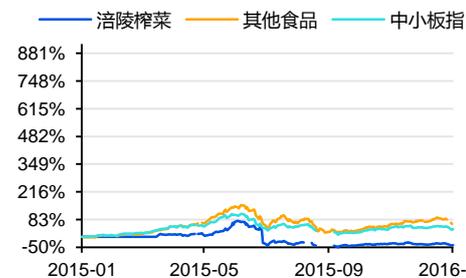
首次评级

6个月目标价：22.8元
 股价(2016-01-06) 17.27元

交易数据

总市值(百万元)	5,680.08
流通市值(百万元)	3,195.07
总股本(百万股)	328.90
流通股本(百万股)	185.01
12个月价格区间	14.29/50.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.23	-8.0	-54.43
绝对收益	-7.15	6.28	-7.19

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
 sucheng@essence.com.cn
 021-68767593

刘颜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060003
 liuyan@essence.com.cn
 012-68767593

相关报告

涪陵榨菜：涪陵榨菜：点缀生活小滋味 2010-11-11

内容目录

1.	榨菜的产地属性决定行业护城河	3
2.	榨菜是中华饮食文化消费的特定制成品.....	10
3.	中国消费品迈入了品类扩张和多元化的新纪元.....	12
4.	从小乌江到大乌江，看好乌江打造全国佐餐调味品龙头.....	16
5.	管理层绑定进新公司，战略转型决心坚定.....	23
6.	关于估值.....	25
7.	风险提示.....	26

1. 榨菜的产地属性决定行业护城河

1.1 榨菜行业市场概况

榨菜是一种半干态非发酵性咸菜，以茎用芥菜为原料腌制而成，是中国名特产品之一，与欧洲酸菜、日本酱菜并称世界三大名腌菜。榨菜在 1898 年始见于中国四川涪陵，时称“涪陵榨菜”。因加工时需用压榨法榨出菜中水分，故称“榨菜”。现已发展到四川省内 30 多个市县，浙江、福建、江苏、上海、湖南、广西、台湾等省、市、自治区也有生产。

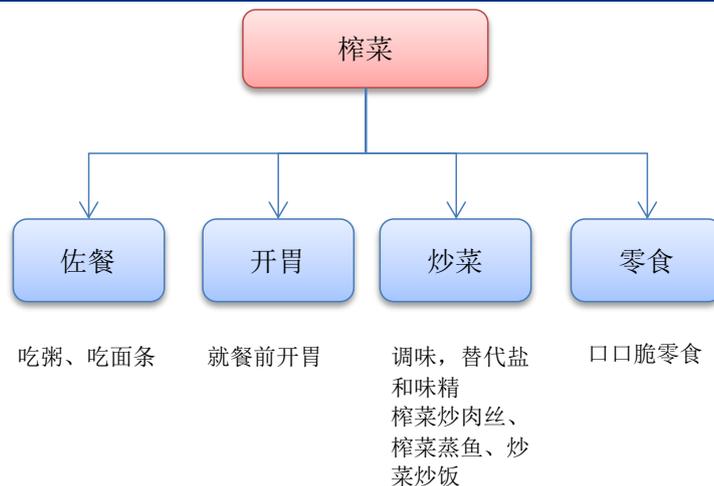
榨菜以重庆涪陵和浙江余姚最为有名，其中川榨和浙榨加工工艺的区别在于，前者先经晾晒再腌制，后者则不经过晾晒直接腌制。

榨菜的原材料为青菜头，从青菜头到榨菜一般要经过晾晒或人工脱水（晾晒完一般为鲜菜重量的 36%-40%）——头次盐腌（头盐，3-4%的量加盐）——二盐（7%-8%加盐）——榨菜。在经过脱水、风干、腌制的过程后，1 吨青菜头一般能转化为 0.3 吨的榨菜。

全年全国榨菜产量在 260 万吨。其中生鲜食用大概占 30%，剩余 70% 用于制作榨菜，青菜头到榨菜的转换比大概在 3:1（脱水、去老筋老皮后）。2012 年榨菜销量约 60 万吨，其中小包装榨菜销量为 41.1 万吨，占比为 68.5%，相较于 2008 年占比提升了 10pct。乌江涪陵榨菜小包装产品占行业小包装产品的 30% 左右份额，占整个行业市场份在 17% 左右。

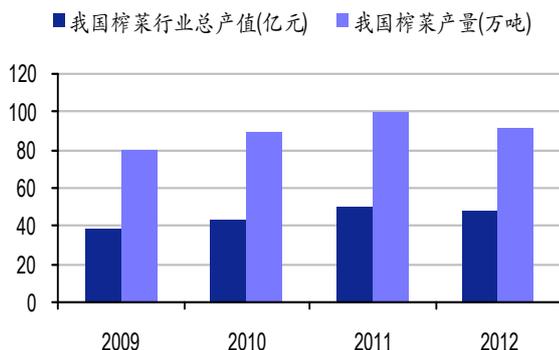
榨菜的主要消费情境包括：配菜（吃粥、面条）；佐餐开胃（餐饮）；炒菜（榨菜肉丝）；休闲零食（口口脆）

图 1：榨菜的消费情境



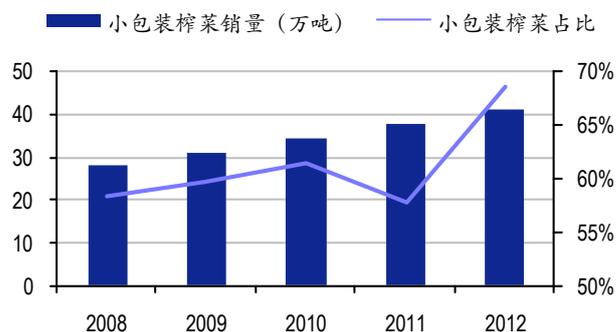
数据来源：蔬菜行业协会，安信证券研究中心

图 2：榨菜行业市场规模



资料来源：蔬菜行业协会，安信证券研究中心

图 3：小包装榨菜情况



资料来源：蔬菜行业协会，安信证券研究中心

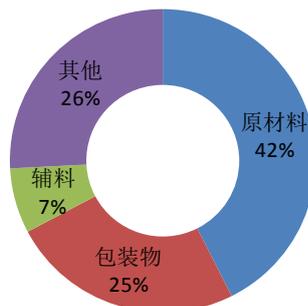
榨菜的成本结构中原材料（青菜头等）成本大概占 42%，包装物成本占 25%，其他成本占 30% 左右。其中原材料中又分为青菜头、头盐（青菜头经过第一道盐腌制）、二盐（青菜头经过第二道盐腌制）和盐菜块（青菜头经过第三道盐腌制），青菜头的价格主要受制于当年产量的波动情况，如 2008 年大雪导致产量大幅减少从而带来价格大幅攀升。而头盐、二盐、盐菜块由于有一定的储存期，除了受青菜头价格的影响，还受囤积商的囤积行为影响。

由于原材料成本无替代品且成本占比较高，因此榨菜受青菜头和头盐二盐等原材料成本波动影响大。为了解决成本波动扰动，近年来乌江一方面加强直接与上游农户的直接合作关系（公司-基地-农户模式）来稳定源头价格；另一方面也大量增加了窖池，增加原材料储存，平滑对原材料供需波动的影响。（一般榨菜的储存时间可达 2-3 年）。榨菜产品产销和原料窖池的配比一般为 1: (1.5-2)，即每生产 1 吨榨菜产品配置 1.5-2 吨的原料窖池比较合理。截止至 2015 年 3 月公司产能为 12 万吨，贮藏能力为 15.45 万吨。

2016 年，我们预计榨菜的成本有望企稳甚至回落，同时今年包装等辅材价格下降幅度较大，有利于整体成本的下降。

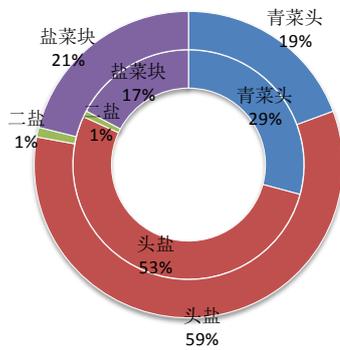
图 4：榨菜的成本结构

榨菜成本结构



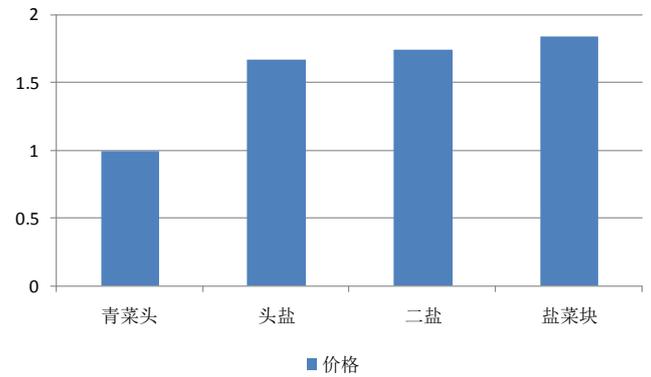
数据来源：蔬菜行业协会，安信证券研究中心

图 5：公司原材料用量（内圈为量，外圈为金额占比）



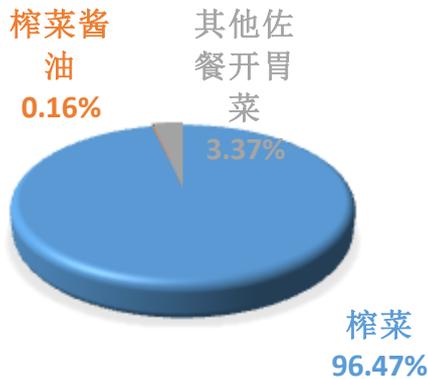
数据来源：报告网，安信证券研究中心

图 6：青菜头、头盐、二盐、三盐价格



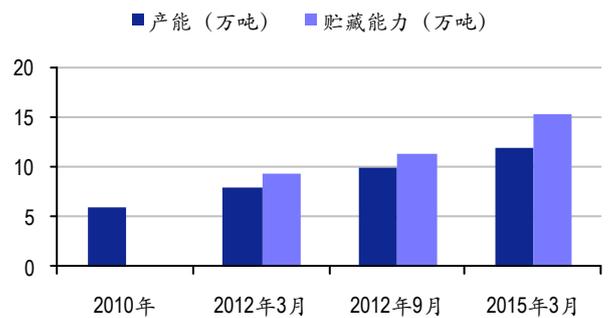
数据来源：涪陵榨菜行业协会，安信证券研究中心

图 7：公司产品收入结构



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：公司产能和贮藏能力



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2 近 8 年价格涨幅 90%，区域壁垒和品牌地位构建乌江不断升级基础

近 8 年来涪陵榨菜单吨出厂价从 4956 元/吨涨至 9458 元/吨，8 年涨幅 90%，提价幅度高于青菜头涨幅。也大幅超越同期 CPI 指数上涨 (26%)。我们认为榨菜之所以能每年稳健提价，主要得益于其产能特殊性决定的行业进入壁垒、以及乌江在涪陵榨菜中的品牌地位。

图 9：近 8 年来涪陵榨菜的价格涨了近一倍（高于 CPI 26%）

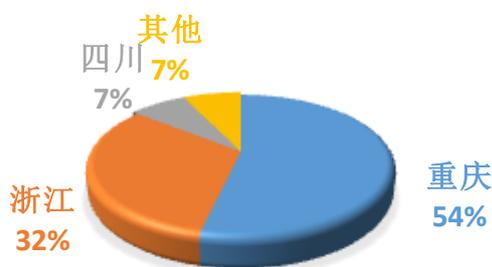


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

榨菜的主要原材料为青菜头，我国青菜头种植主要集中在重庆和浙江。其中重庆和浙江占比超过 80%，其中重庆产量占全国产量预计 60%-70%。由于青头菜的保质期极短，如果采取外购加工则运输成本极其高昂，因此只有当地企业才有生产的可能。这也构成了榨菜天然的进入壁垒。

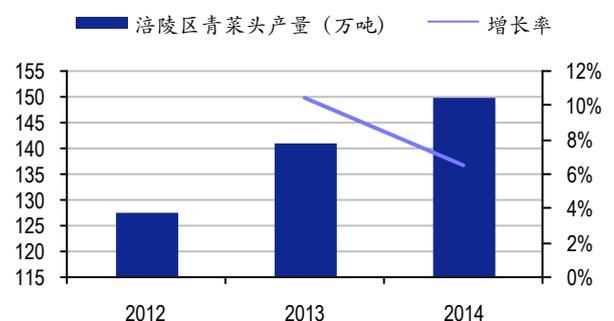
涪陵区榨菜产业不断发展。据涪陵官方统计，2014 年涪陵全区青菜头种植面积达 72 万亩，青菜头总产量达 150 万吨，相比 2013 年同比增长 6.49%，全区青菜头销售收入 12.6 亿元，产销成品榨菜 47 万吨，榨菜产业总产值突破 85 亿元。涪陵区规划力争到 2020 年，青菜头种植面积达到 80 万亩、产量 180 万吨（年复合增长 3%），鲜销早市青菜头 60 万吨，产销成品榨菜 60 万吨，实现榨菜产业总产值 100 亿元。

图 10：我国青菜头产量分布区域



数据来源：智研数据中心，安信证券研究中心

图 11：涪陵区青菜头产量

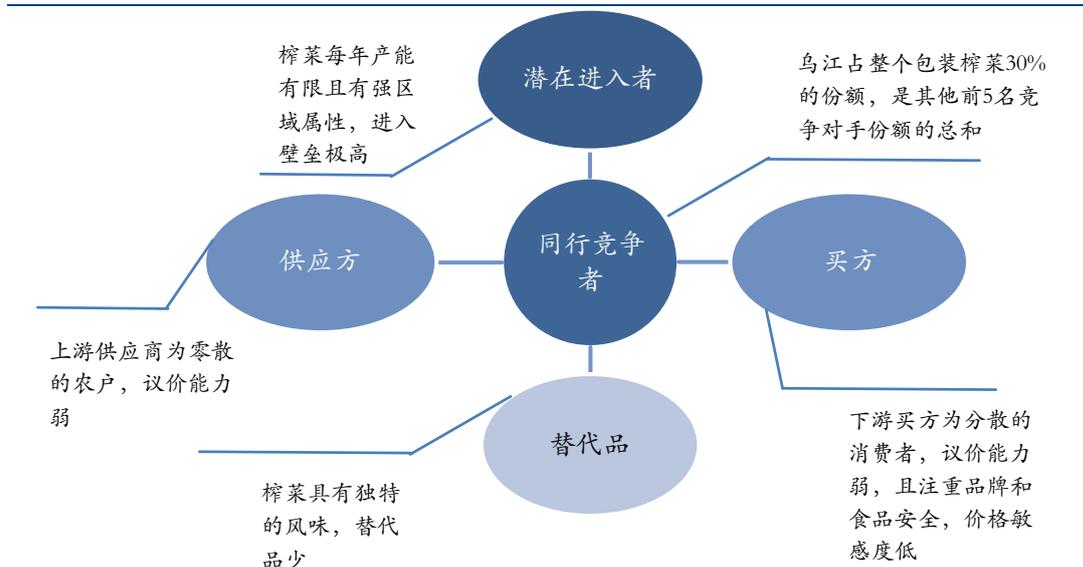


数据来源：重庆涪陵区官网，安信证券研究中心

乌江在行业中的品牌地位强势，产业链中话语权强。首先，榨菜的上游为农户、下游为消费者。乌江一家的生产量占整个涪陵区供应量的30%以上，上游又是零散的农户，因此乌江对上游议价权较强。其次，对于下游消费者的议价权来自于消费者自身的价格敏感度以及市场竞争格局。行业格局未，乌江、铜钱桥、备得福、辣妹子、鱼泉的市场份额分别是15.0%、4.6%、2.5%、2.9%、2.3%，乌江一家是四家龙头份额的总和，基本属于一家独大的格局，类似于海天在酱油市场的地位，因此行业定价权在乌江手中。同时由于榨菜价格很低且对于消费者而言非高频消费产品（油盐），因此价格敏感度低。

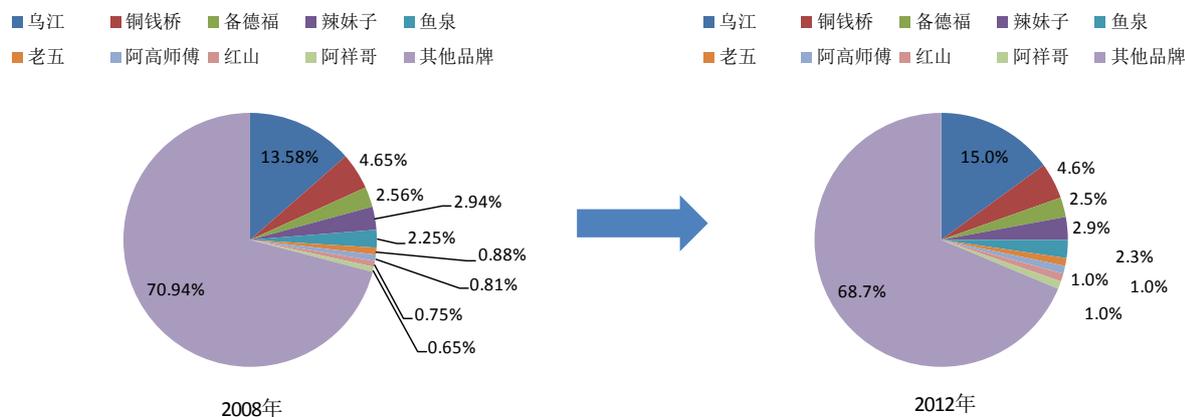
以上几大因素构成乌江过去几年不断提价的基础。目前看着几大因素均为出现大的变量，未来乌江价格依然有提升空间。

图 12：榨菜行业的波特五力分析



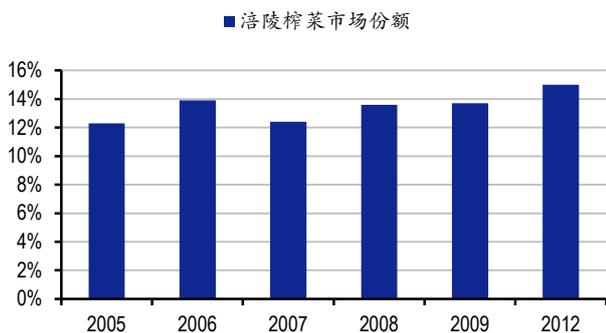
数据来源：安信证券研究中心

图 13：我国榨菜行业市场份额情况



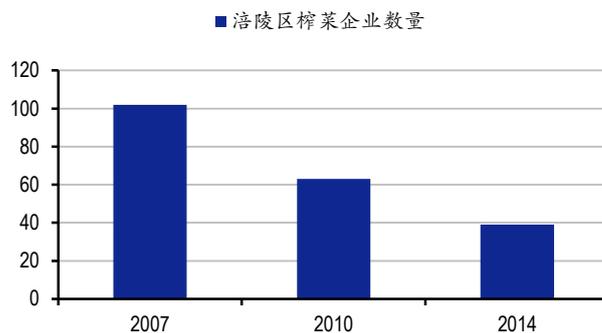
数据来源：公司招股说明书，智研数据中心，安信证券研究中心

图 14: 涪陵榨菜历年市场份额占比



数据来源: 招股说明书, 智研数据中心, 安信证券研究中心

图 15: 涪陵区榨菜企业数量 (单位: 个)

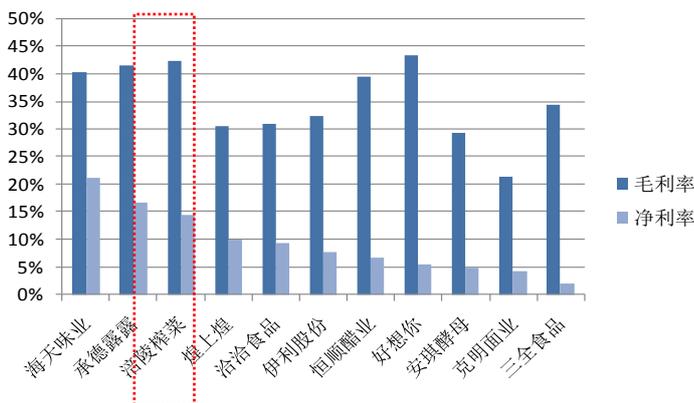


数据来源: 重庆涪陵区官网, 安信证券研究中心

1.3 盈利能力超群, 品牌、渠道和产能共筑行业护城河

公司盈利能力表现超群, 在所有食品行业公司中表现排名前列, 其中毛利率仅次于好想你, 净利率仅次于海天和承德露露。

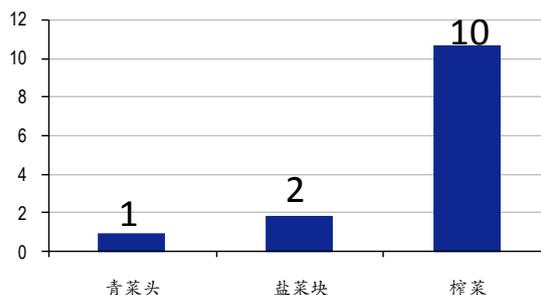
图 16: 食品公司盈利能力对比



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

与许多食品品类农产品属性较强不同 (红枣、挂面等), 榨菜的品牌属性更强。从青菜头到榨菜, 价格最终约提升 10 倍。

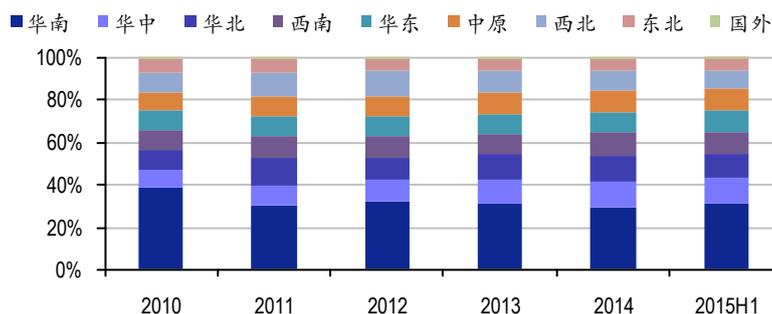
图 17: 从青菜头到榨菜价格涨 10 倍



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

乌江榨菜是目前佐餐调味品行业内唯一拥有全国化销售渠道网络的公司。腌菜行业极度分散，大部分公司都是区域性的公司，乌江是目前佐餐调味品行业内唯一一个拥有全国化销售渠道网络的公司，目前公司拥有 1000 多个经销商，其他竞争对手，铜钱桥的销售区域主要是在东北，鱼泉的销售市场主要是在北京、成都，备得福主要是在华北。公司 2012 年制定了“打到三线去，解放全中国”的战略，按三年销售规划，进行渠道下沉，在全国二、三线城市进行空白市场开发。公司 2013 年完成了 139 个地级，500 多个县级空白市场的开发，2014 年完成了 800 多个县级空白市场的开发，完成空白市场开发任务的 70%左右，明年继续开发完成剩余的 30%。

图 18：涪陵榨菜销售区域



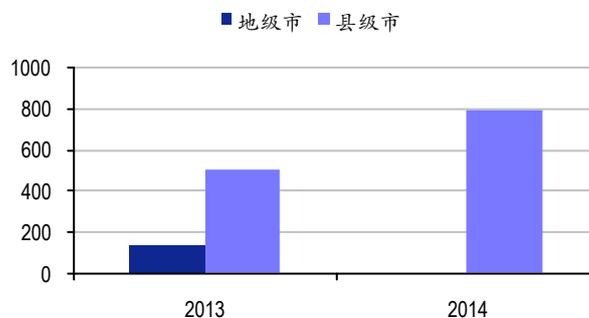
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：公司销售渠道构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20：公司新开发市场情况



数据来源：公司调研，安信证券研究中心

2. 榨菜是中华饮食文化消费的特定必需品

2.1 榨菜是不分阶层的消费品，具有中国饮食文化特色

过去为了保存时鲜蔬菜，利用腌制、脱水等方式将蔬菜保存更长的时间，解决的是蔬菜的季节性问题。但是随着经济和农业技术的发展，在不同季节吃到时鲜蔬菜已经不是问题。那是否以榨菜为代表的腌渍菜就应退出历史潮流呢？

我们认为并非如此！诚然随着经济水平的发展和居民消费水平的提高，以榨菜为代表的腌渍菜作为过去作为蔬菜替代品的“必需品”属性正在衰减，但是其作为具有地域特性的美食文化属性却在增强。

日本至今定食中腌渍菜依然是其中最重要的角色。在日本各地都有腌渍菜的名产，种类多达六百种以上，堪称世界第一的腌渍菜王国。

韩国泡菜世界驰名，泡菜甚至代表了韩国烹调文化，如今在韩国，每年消费的泡菜总量几乎都达到 150 万吨，与肉类消费量相同。全国 95% 以上的居民一天至少吃有一顿会吃到泡菜，每周摄取最频繁的单一食品泡菜排名第二（第一是咖啡）。可见，虽然腌渍菜作为新鲜蔬菜替代品的角色已开始逐渐失去其原有意义，但是其具有某种特定美食文化传承的意义却在加强。

我们认为榨菜作为开胃菜的代表从未失去其价值，无论是月薪 2000 的农民工还是年薪百万的高级白领，当需要吃粥吃面时，榨菜的功能是其他任何蔬菜、肉类菜肴不可替代的。这也就是榨菜作为腌渍菜代表其必要性的体现。

2.2 农民工返乡潮带动了涪陵榨菜全国的品牌推广

榨菜的主要消费情境分为两类，第一类为城市家庭吃粥吃面时伴餐，第二类为农民工进城出于便利性和成本因素把榨菜作为主菜食用。

2008 年金融危机以来，中国农民工整体数量保持在个位数增长，其中过去农民工最主要流入东部地区农民工数量减少，而主要流出的中部和西部则明显增加，农民工返乡回流的趋势明显。

受农民工回流的影响，涪陵榨菜的区域结构出现显著改变，其中传统优势的南部区域从 2008 年占比将近 48% 下降至 2014 年 29%，华东区域由于 8% 略升至 10%，而中部、西部等区域收入占比由 2008 年的 44% 提升至 2014 年的 61%。

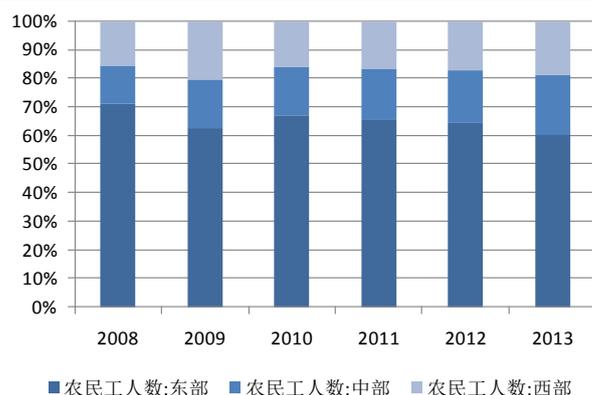
农民工的返乡潮一方面对于过去涪陵榨菜优势销售区域消费人群缩减，但另一方面由于农民工回乡依然是回其当地城市工作，其对榨菜的需求没有改变，因此有利于涪陵榨菜在全国的推广。

图 21: 近年来农民工的数量增速放缓 (单位: 百万)



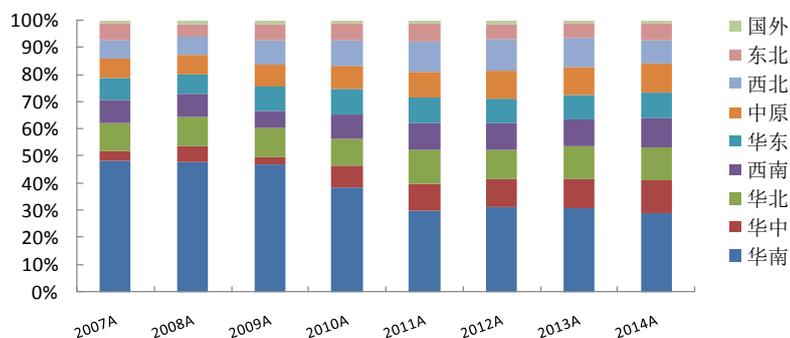
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 22: 农民工向中部和西部回流趋势明显



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 23: 涪陵榨菜的消费区域中中部和西部占比明显提升



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 中国消费品迈入了品类扩张和多元化的新纪元

3.1 品类多元化是中国消费品企业未来几十年必经的历程

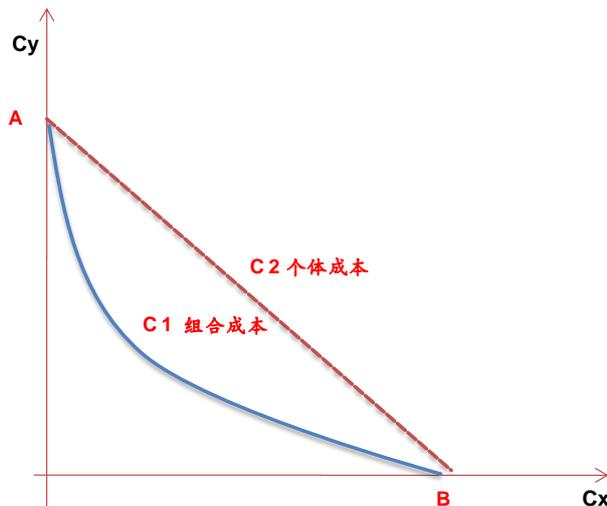
几乎所有的消费品企业在其成长阶段中均会面临品类延伸的问题。这是所有成功企业均会经历必然成长路径。世界食品龙头最终的发展路径也一定是通过推出新产品或者外延的方式进行品类延伸，但同样也不乏众多转型或品类扩充最后以失败收场的企业。

品类多元化的目的在于在实现规模经济后寻找实现范围经济效益的途径。

其中规模经济主要是指生产、销售单一产品，随着产品数量增加，对固定成本的摊薄，企业的单位生产成本将递减。这一规模经济效益往往体现为随着公司收入规模的不断增加，毛利率和净利率也随之提升，而小企业由于规模问题，在成本上与大企业不具竞争力，也因此逐渐被淘汰出局，行业集中度得以提升。在过去 20 年中国消费品市场化基本遵循的是这一路径。

而范围经济指的是企业通过扩大经营范围、增加产品品类，实现两种或以上产品生产销售从而带来单位成本的下降。相比于规模经济来自于生产固定成本的摊销带来成本节约不同，范围经济不一定在生产上共享资源，但是可以共享企业的品牌、渠道、研发资源，从而带来销售成本、广告费用、研发费用等弹性成本的节约。同时“范围经济”除了降低企业成本意义外，还能增加企业抵御风险的能力，减少企业因过于依赖单品带来的风险。

图 24：范围经济成本图



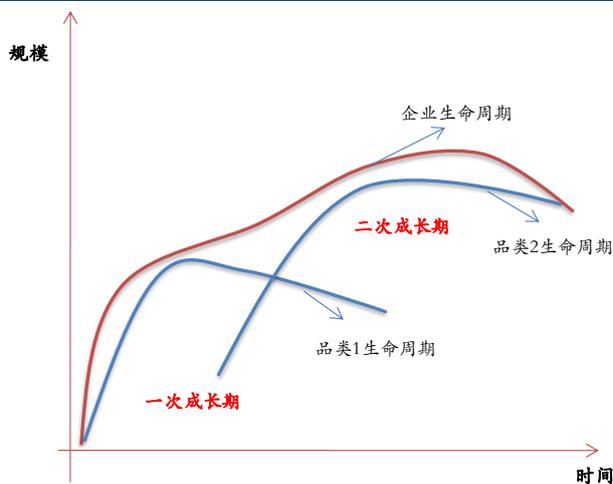
资料来源：安信证券研究中心

品类的生命周期一般分为：品类爆发期-成长期-成熟期-衰退期四个阶段，但是对于企业来说，随着品类的延伸，其生命周期是由数个品类的生命周期构成的，理论上而言，只要企业能持续开发出新的成长品类，企业生命周期可以一直持续下去。企业所需要做的是选择市场空间足够大、且生命周期更长的品类进入。

根据彭博数据，以美国为例，1950 年《财富》杂志所列的美国 500 强企业中，只有 38.1% 的企业多元化经营超过总体收入的 25%，到 1974 年，这一比例已增加至 63%，而单一或主导产业的公司比例下降至 37%。随着资本的积累，适时和适度的多元化经营成为多数企业追求的成长战略。

随着中国绝大部分消费品均走过了品牌化路路程，各细分品类行业格局既定，各龙头市场份额提升空间有限，成长性遇到瓶颈，企业均面临通过品类延伸实现二次增长的问题。多元化成为产业成长周期的必然路径。

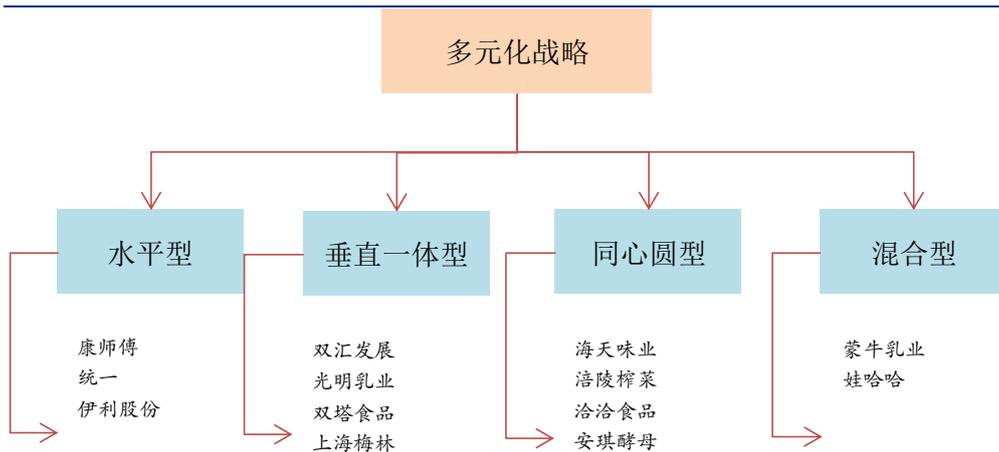
图 25：品类生命周期与企业生命周期



资料来源：安信证券研究中心

品类延伸的多元化分为水平型、垂直型、同心圆型和混合型几种。以 A 股龙头公司为例，海天为同心圆型，以酱油为基础，向周边相关品类延伸；而伊利属于水平型，其生产销售牛奶、奶粉以及饮料；光明更类似于垂直一体化，在生产销售牛奶以外，还向上游牧业延伸（掌控国内及海外牛奶资源）；蒙牛则更类似于混合型，在牛奶以为销售奶粉、饮料，同时还向上游养殖业做垂直一体化。

图 26：品类生命周期与企业生命周期



资料来源：安信证券研究中心

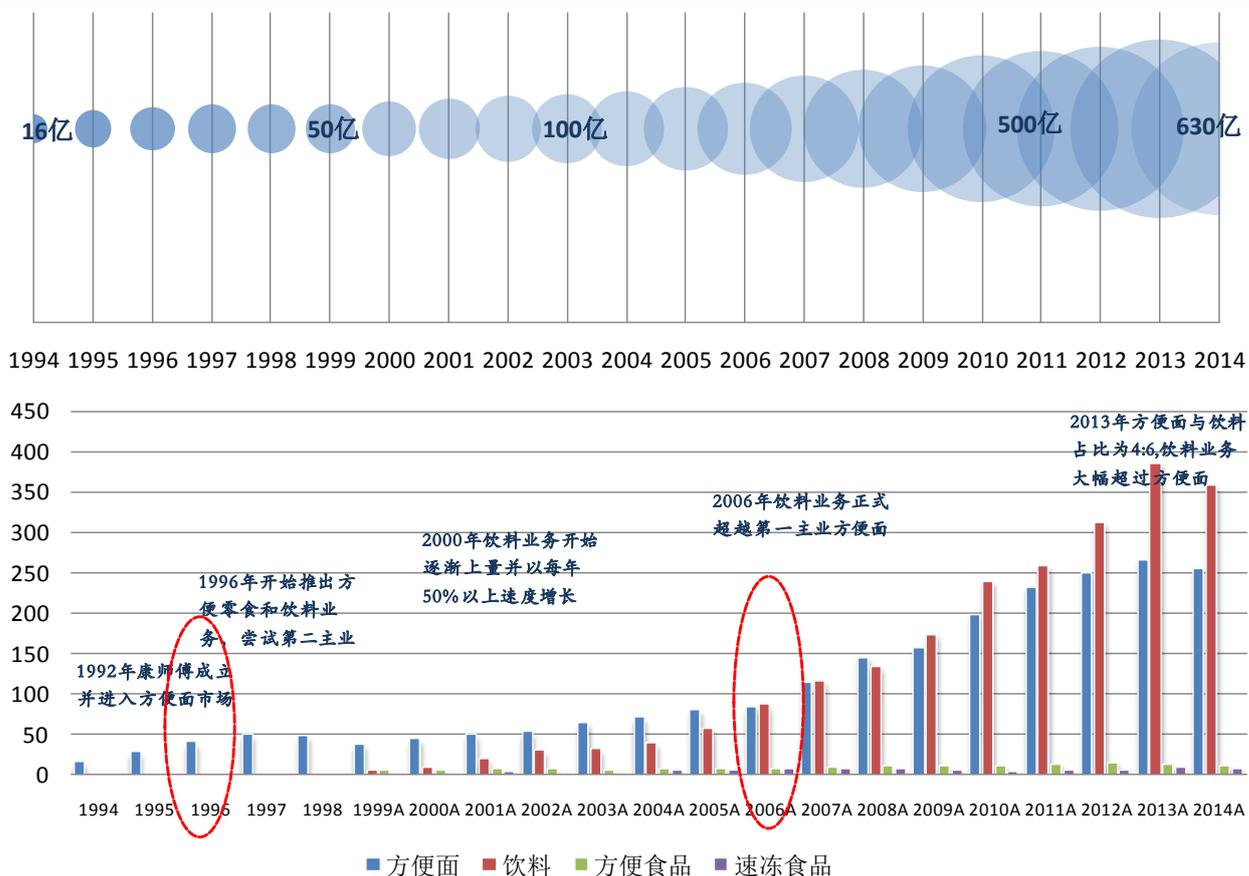
3.2 多元化成功的关键在于协同效应

品类延伸和多元化是企业发展到一定阶段的必要路径。在主业发展触及成长天花板时，企业为了延长其生命周期，必须寻找新的增长点。世界龙头消费品牌几乎都经过了这一发展路径。

以可口可乐为例，其以可乐为基础品类，不断进行品类延伸，目前涉及的饮料包括可乐、矿泉水、能量饮料、果汁、运动饮料、茶饮料和即饮咖啡，其中可乐、果汁、即饮咖啡的市场份额均为全球第一，矿泉水、能量饮料、运动饮料为全球第二，茶饮料的市场份额为全球第三。

国内以康师傅为例，1992年公司成立并正式进军方便面行业成为行业龙头品牌，1996年公司开始进入饮料行业，寻找第二增长点，至2006年，公司饮料收入正式超过泡面成为第一主业。公司也从一开始的食品企业成为食品饮料的综合龙头。目前公司在泡面领域市场份额占全国的55.6%，为绝对第一的龙头；同时包装茶饮料市场份额为47%，为绝对的第一，果汁饮料市场份额26%，位列全国第二。

图 27：康师傅的成长路径（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

而因多元化过于激进而失败甚至拖累主业最终破产的企业也比比皆是。以百事可乐为例，在70-80年代因过度多元化而导致可乐主业市场份额远远落后于可口可乐而不得不最终剥离不相关业务，重新回归饮料。国内如巨人集团、太阳神均以多元化过于分散激进而最终破产。饮料龙头中如娃哈哈从儿童饮料到饮料龙头的成功延伸，再到白酒、零售、教育的多元化失败：90年代推出营养液起家，2000年前后推出娃哈哈AD钙奶发展壮大，2004年通过推出营养快线进入更大众的饮料市场，并创

下单品 200 亿的销售神话。通过一次次成功的品类创新（或模仿）创下了当前在饮料市场难以撼动的地位。但 2010 年开始娃哈哈销售收入增速放缓之后，娃哈哈明显加快了多元化的步伐。2010 年高调宣称进军婴幼儿奶粉领域；2012 年娃哈哈进入零售业，首家娃欧商场开始营业；2013 年，当白酒业告别“黄金十年”之时，娃哈哈又于 2013 年高调进入白酒行业。过多非关联性的多元化导致娃哈哈在主业饮料上份额节节败退，同时其他新入业务乏善可陈。

我们认为进行品类延伸或多元化发展成果的关键在于：

- 企业本身的基础品类强势且基础要素（团队，渠道等）具有高普适性：通过拥有广泛消费群体的基础品类做渠道和用户，最终获取高覆盖度和高知名度的品牌；
- 企业自身主业市场地位稳固，龙头地位强势，在进行品类延伸时不会担心丢失主体市场；
- 新进入行业与主业的相关性对多元化经营的成败起关键作用。所延伸的品类在人群、品牌和渠道上拥有协同性，能产生 1+1>2 的效果；
- 所延伸的品类自身行业的供求矛盾、市场竞争激烈程度，以及行业所处的生命周期。所进入的行业最好是行业中无强势龙头、行业竞争不激烈，或虽激烈但格局尚未稳定。

相反企业品类延伸或多元化失败往往是因为：

- 扩张过急，且投资过于分散，思路不明确，未能有效享受到主业品牌和渠道支持；
- 新进入的市场竞争异常激烈，且行业本身的生命周期是向下的。

4. 从小乌江到大乌江，看好乌江打造全国佐餐调味品龙头

4.1 历史三次战略转型，未来从小乌江到大乌江

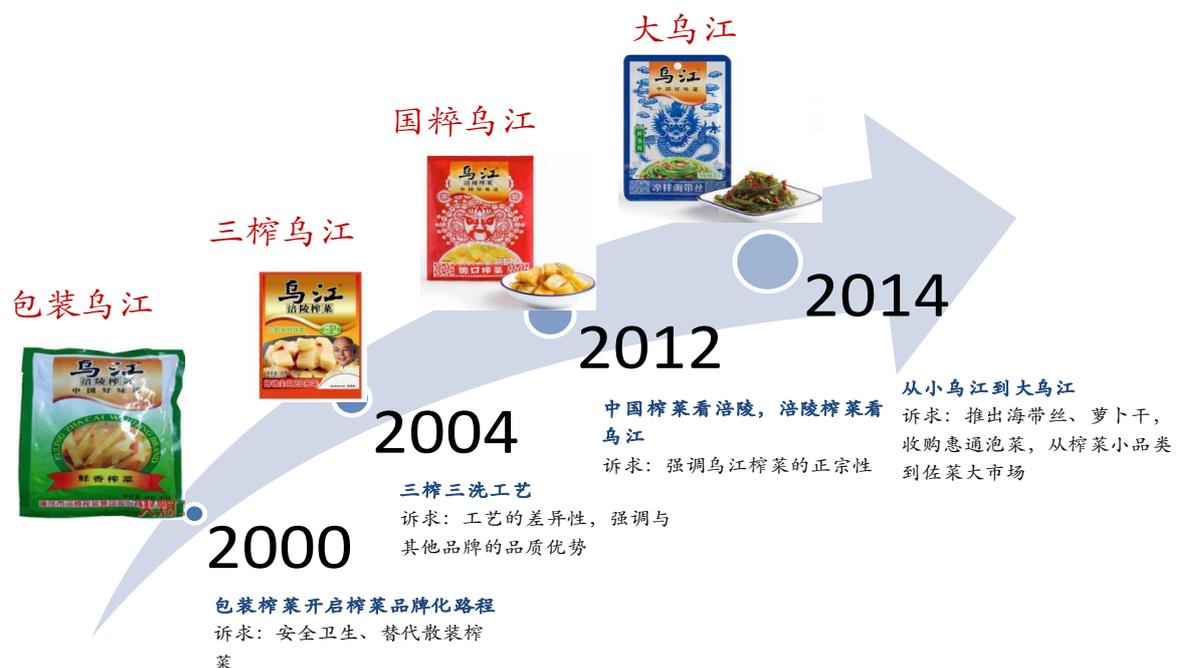
榨菜并不是一个新产品，它是一个有较长历史的刚性需求消费品，但在不同时期，消费者对榨菜的需求是不断变化的，需求变化下企业的战略也随之改变。一个真正伟大的品牌，一定是在不断解决消费者冲突的过程中，逐步成长并最终获得消费者认可的。

涪陵榨菜自 2000 年至今完成了几次战略转变：

1. 2000 年之前，乌江开始对榨菜从散装到小包装的品类培育，在行业尚未形成品牌时，乌江推出小包装榨菜，率先引导需求从散装向更加安全卫生的小包装转型。
2. 在完成品类培育后，开始“乌江”品牌差异化培育：2005 年“三清三洗三腌三榨”，突出差异化竞争优势，将其定价从 0.5 元提升到 1.2 元；2005 年乌江产量同比增长 1.38 万吨，其中创新产品三榨销量突破 1 万吨，利润是老产品的 4 倍。也正是通过“三榨”策略的执行，乌江成为榨菜市场的绝对强势品牌；
3. 2012 年，放弃“三榨”诉求，以“中国榨菜数涪陵、涪陵榨菜数乌江”，强调正宗概念，打造榨菜中的标杆性品牌。并要求乌江放弃其他酱腌菜领域，聚焦在榨菜品类。
4. 2014 年从“小乌江”到“大乌江”，从正宗榨菜到国粹乌江。随着消费者对于乌江榨菜的品牌认知度提升，乌江在榨菜领域市场份额不断攀升，至 2014 年公司在小包装市场份额已经达到了 30%，然而公司也面临着过于聚焦的成长瓶颈。2014 年提出了从小乌江到大乌江的战略转型，推出了海带丝和萝卜干等新品类，2015 年收购惠通泡菜进军泡菜市场，突破过去榨菜的品类瓶颈，实现品类跨越。

从历史上看，公司过去三次战略转型都是成功的，体现了公司管理层战略眼光的前瞻性及其较强市场执行力。第四次转型是公司成长阶段中必须发展的一步，也是最考验公司各方面能力的一次。

图 28：乌江涪陵榨菜近 15 年来的战略布局图



资料来源：安信证券研究中心

4.2 从榨菜到佐餐大品类的协同效应强，看好乌江打造全国佐餐调味品龙头

我们看好涪陵榨菜在佐餐调味品市场中的品类延伸和整合的原因在于：

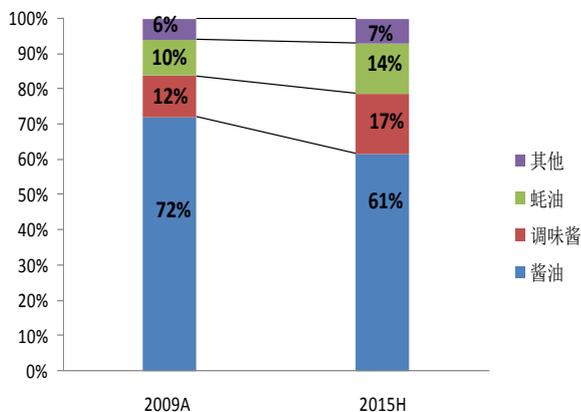
1. 榨菜作为佐餐调味品中最基础的调味品，已经建立了强大的品牌基础，周边品类延伸的难度小于跨品类延伸难度。比如海天，以酱油这一最具普适性的品类作为基础，从而建立了其在基础调味品中老不可破的地位，其最初的品类延伸也是在蚝油、醋、料酒等的相关基础调味品，对于品类延伸的初期尝试着，这个难度最小且教育成本最低；

2. 佐餐调味品在人群消费、渠道上与榨菜高度重合，而乌江作为当前行业中品牌和渠道最强势的企业，具有整合产业基础，榨菜与其他佐餐调味品的整合能产生 1+1>2 的效果；

3. 佐餐调味品虽然竞争格局零散，但其市场空间大且行业格局尚未定。因为要打进市场格局稳定的市场必然要牺牲比现有竞争者更高的代价，而切入一个零散、行业格局尚不稳定、尚无龙头出现的品类竞争成本更低。这也是为什么我们不看好中粮、鲁花做酱油、不看好海天做醋但看好海天做酱料和料酒的原因。

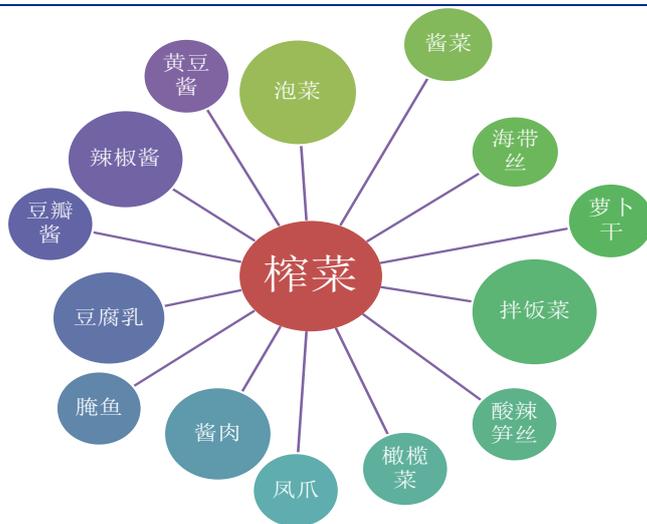
公司 2014 年推出萝卜干和海带丝市场情况一般，主要由于这是公司第一次尝试的战略转型，在市场经验上有很多不足，但这并不意味着公司的战略转型是失败的。任何品类需要时间，海天黄豆酱从上市到放量经历了近 5 年的培育期。

图 29：海天以酱油为基础品类不断向其他品类延伸



资料来源：安信证券研究中心

图 30：未来乌江可延伸的方向



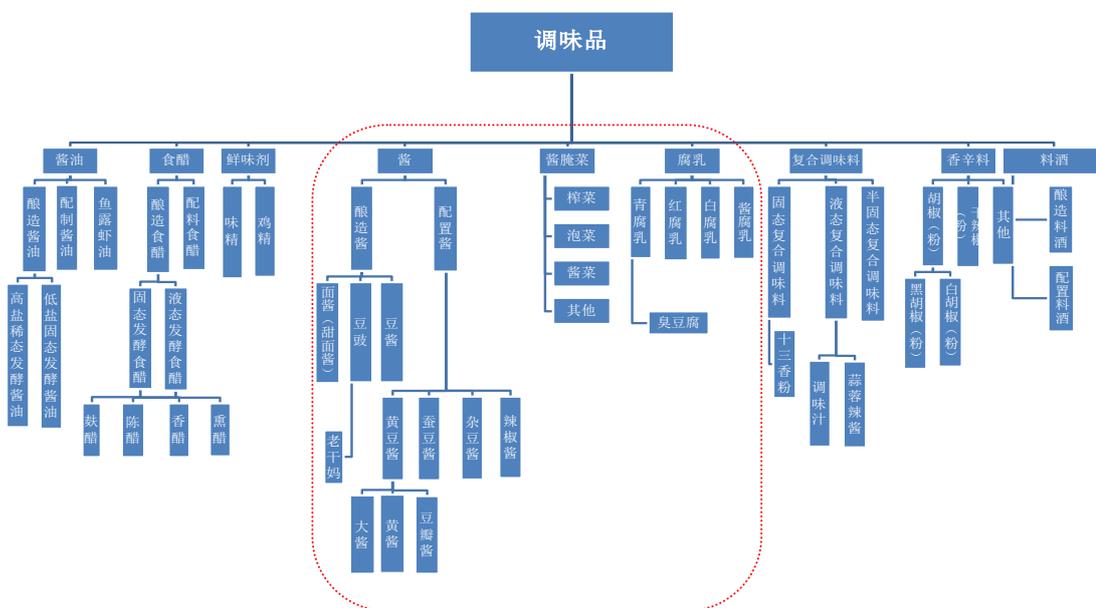
资料来源：安信证券研究中心

4.3 佐餐调味品市场空间大、格局极度零散

中国调味品市场结构中基本分为以下几类：

- 1) 基础调味品：**即家家户户必备的调味品，几乎每个人每天都要用到，如最基本的油盐，以及酱油、醋、味精、鸡精。
- 2) 复合调味品：**主要在基础调味品基础上再给菜色增加风味，如料酒（去腥）、香辛料（增加香味）、复合调味料（如浓汤宝之类）
- 3) 佐餐调味品：**为消费者在主菜之外可以食用的调味品，其区别于一般调味品的区别在于可以直接食用，有替代或部分替代菜肴的功能，比如腐乳、榨菜等；部分佐餐调味品甚至可以作为基础调味品用，比如老干妈炒肉、榨菜炒肉丝等。

图 31：调味品行业市场结构



数据来源：安信证券研究中心

目前我国佐餐调味品的市场空间很大，以占比比较大酱腌菜以及辣椒酱等为例，根据调味品协会数据，我国酱腌菜的总量规模在 450 万吨，其中酱菜 50 万吨，榨菜 100 万吨，泡菜 200 万吨，其他新型蔬菜制品 100 万吨。2014 年我国辣椒酱产量已达 480 万吨，市场规模 278 亿元。粗略估算，佐餐调味品市场容量将近千亿，而由于细分品类极多、且各地方饮食习惯、盛产的农产品均有较大差异，导致每个地方都拥有大量具有地方风味的佐餐调味品公司。

比如重庆和浙江盛产榨菜，于是有以乌江、鱼泉、铜钱桥为代表的榨菜龙头；四川和湖南盛产辣椒，于是有饭扫光、美乐、辣妹子等以辣椒著名的企业；贵州盛产豆豉，且消费者喜辣，于是出现老干妈这样的领导品牌；

表 1: 佐菜排名前 10 的品牌

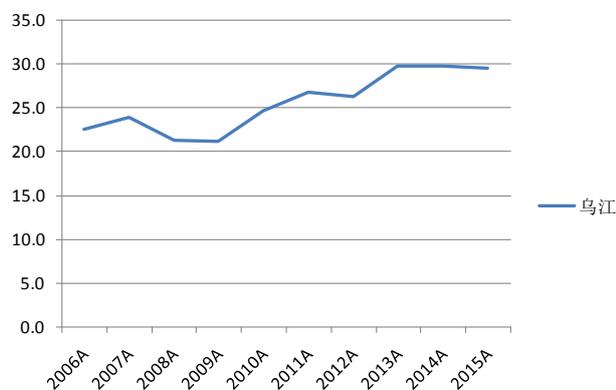
排名	酱菜前 10 名品牌	辣椒酱前 10 名品牌	下饭菜排名前 10
1	乌江涪陵榨菜 (重庆)	老干妈 (贵州)	乌江 (重庆)
2	宜宾碎米芽菜 (湖北)	花桥 (广西)	鱼泉 (重庆)
3	沁香坊峨眉赋菜 (广西)	辣妹子 (湖南)	吉香居 (四川)
4	六必居酱腌菜 (北京)	李锦记 (香港)	辣妹子 (重庆)
5	鱼泉榨菜 (重庆)	茂德公 (广东)	铜钱桥 (浙江)
6	辣妹子榨菜 (重庆)	吴文善户户 (青岛)	川南 (四川)
7	国泰余姚榨菜 (浙江)	饭扫光 (四川)	味聚特 (四川)
8	铜钱桥余姚榨菜 (浙江)	美乐 (四川)	惠通 (四川)
9	桂馨斋 (北京)	黄灯笼 (海南)	饭扫光 (四川)
10	保定春不老 (河北)	海天 (广东)	国泰 (浙江)

资料来源: 品牌网, 安信证券研究中心

乌江在整个包装酱腌菜领域具绝对龙头地位。2006 年至今其市场份额从 20% 提升至 2015 年 29%，而其他前 5 名的份额分别为：鱼泉 13%、高福记(饭扫光) 9%、六必居 9%、味聚特 7%，乌江的市场份额是第二名的 2 倍，第三名的 3 倍以上，在行业中具备绝对的定价权。同时公司也是佐餐调味品行业中唯一的上市公司。

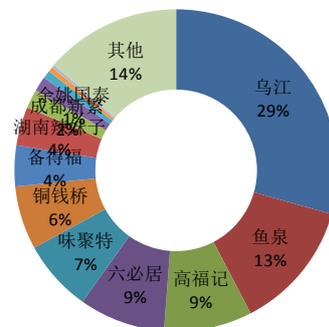
市场地位的绝对优势以及资本的优势决定：乌江是佐餐调味品中最具整合行业可能性的龙头企业。

图 32: 乌江在包装腌制菜市场份额不断提升



数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图 33: 乌江占包装腌制菜市场 29%，一家独大



数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

4.4 四川佐餐调味品品类和品牌众多，乌江具备地域优势

中国调味品在区域分布上基本形成了“南部酱油、东部醋（料酒）、中西部酱料和腌渍菜、北部大料、酸菜”的格局。

- 1.以海天、厨邦、李锦记为代表的“广东酱油集群”；
- 2.以恒顺为代表的镇江醋集群，和以紫林、水塔为代表的山西老陈醋集群；
- 3.以老恒和为代表的浙江料酒集群；
- 4.以涪陵榨菜、眉山泡菜为代表四川腌渍菜集群；
- 6.以贵州老干妈、湖南辣妹子为代表的中西部酱料集群；
- 7.以黑龙江翠花酸菜、沈阳榆园酸菜为代表的东北酸菜集群。

图 34：中国调味品版图



数据来源：中国调味品协会，安信证券研究中心

四川在调味品尤其是佐餐调味品上具有得天独厚的优势。一方面，四川气候宜人，蔬菜可露地越冬，无论春夏秋冬都有应季蔬菜生产，生产蔬菜品种近千个；另一方面四川温暖湿润的气候环境利于乳酸菌发酵，有利于腌制发酵；同时，四川盛产辣椒、花椒、胡椒等香辛料农产品。

目前四川已经建成了以眉山中心的泡菜生产基地；以成都郫县、资阳和自贡为代表的豆瓣、香辣酱等调味品区域；以南充高坪区和顺庆区为代表的传统腌菜生产基地；以及以重庆涪陵区域为主的涪陵榨菜生产基地。

佐菜调味品行业前 10 大品牌中，一半以上在四川和重庆。乌江涪陵榨菜地处重庆，具有地域优势。

表 2：四川知名佐餐调味品品牌

行业	品牌	所处区域	主要业务范围	收入/产量规模
榨菜	乌江	重庆涪陵区	榨菜、榨菜酱油	收入规模 10 亿，年产榨菜规模 10 万吨
	鱼泉	重庆	榨菜、萝卜、雪菜、竹笋、魔芋、调味品	收入规模 5 亿元
	重庆辣妹子	重庆涪陵	榨菜、泡菜、蔬菜制品、调味品	生产能力 5 万吨，产值 3 亿元
泡菜	饭扫光	四川成都郫县	川味开胃菜	生产能力 2.5 万吨，产值 3 亿元
	吉香居	四川眉山	泡菜、豆豉、牛肉酱、青椒拌饭酱	泡菜年产 2 万吨
	味聚特	四川眉山	高档四川特色小菜、辣酱	年产量数亿元
	川南	四川眉山	下饭酱、辣酱、特色菜、佐料	生产能力 5 万吨，收入 8000 万元
郫县豆瓣酱	惠通	四川眉山	泡菜、调味调料、肉类罐头	生产能力 5 万吨，收入 8000 万元
	鹃城	四川郫县	郫县豆瓣酱	产能规模 10 万吨（前身为元丰源、益丰和号酱园，1955 年成立郫县豆瓣厂，2011 年成为国有控股公司）
	丹丹	四川郫县	郫县豆瓣、火锅底料、鸡精、四川泡菜	年产量 5 万多吨，销售额 3.4 亿
	望红	四川郫县	郫县豆瓣、红油豆瓣、豆豉、甜面酱、蒸肉米粉、复合调料等	销售额 4000 万元
火锅料	川郫	四川郫县	豆瓣、豆豉、甜面酱、复合产品	生产能力 100,000 吨
	大红袍（天味）	重庆	川味复合调料、火锅底料、火锅调料、酱料	收入规模 9 亿元
	红九九	重庆	浓缩火锅底料、调味品	年生产能力可达到 10 万余吨，13 年销售额 7.55 亿
	周君记	重庆	重庆火锅底料、超浓缩火锅底料、川味菜调料、川味面佐料等复合	
泡椒	德庄	重庆	火锅底料、复合调料、佐餐	
	金宫川	四川成都	火锅调料、鱼调料、冬季调料	年营业额 5000 万-1 亿
泡椒	有友食品	四川	“泡肉”、“泡菜”、卤制品	收入 9 亿
花椒	黎红花椒油	四川汉源县	花椒油	

资料来源：四川泡菜协会，安信证券研究中心

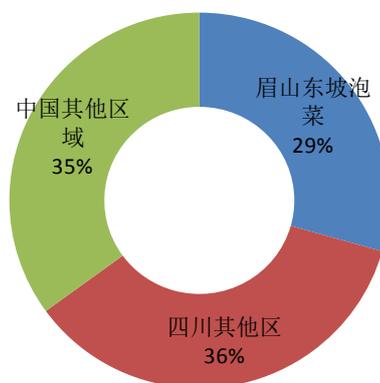
4.5 收购惠通仅仅是开始：中国泡莱看四川，四川泡莱看眉山

2015 年 3 月 19 日，公司与王爱萍、曹绍明、曹晓玲签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》，以发行股份的方式购买王爱萍、曹绍明、曹晓玲合计持有的惠通食业 100% 股权。正式从榨菜行业切入到泡菜行业。根据《发行股份及支付现金购买资产协议》，标的资产惠通食业 100% 股权的评估值为 1.29 亿元。2014 年惠通收入 7422 万元。

2014 年，全国泡菜产量在 500 万吨左右，其中四川省泡菜产量 310 万吨，产值 260 亿元，其中，眉山市东坡泡菜产量 140 万吨，产值 121.77 亿元。四川泡菜占全国泡菜总量的 60%-70%，而其中眉山东坡泡菜四川泡菜 45% 左右，占全国市场份额 30% 左右。2015 年四川泡菜产量预计在 330 万吨，实现产值 277 亿元。

2001 年，眉山市政府把泡菜产业作为农业产业化拳头产品加以扶持，站在高起点上，定位泡菜产业发展。2005 年 10 月，市委制发了《眉山市加快蔬菜产业化发展打造“中国泡菜之乡”实施方案》，泡菜产业上升到政府高度。2006 年，东坡区被命名为“中国泡菜之乡”，打造了全市泡菜产业的第一张名片，眉山泡菜开始以整体形象参与全国市场的竞争。2007 年，获得了“吉香居”、“李记”、“味聚特”、“川南”、“惠通”等 5 个“中国驰名商标”，眉山逐步在全国泡菜行业占领品牌高地。经过 10 多年发展，眉山市泡菜产业相比 2004 年增长了 30 多倍，产值超过 120 亿。

图 35：全国泡菜区域市场份额



数据来源：四川泡菜协会，安信证券研究中心

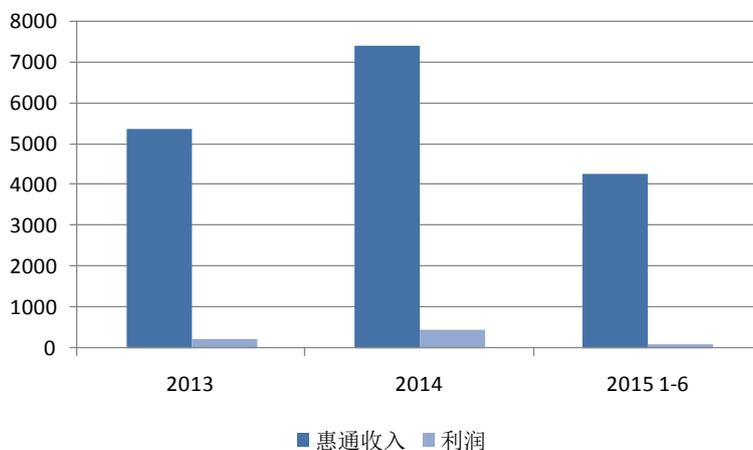
相比于韩国泡菜，我国泡菜产业未来的方向：

1) 规模化生产，集中度提升；1950 年代，韩国泡菜仍是以家庭作坊为主，但随着韩国旅游业的发展，韩国泡菜也逐渐从家庭作坊发展为工业化大生产，1974 年开始第一家工业化生产泡菜的企业出现，至今韩国有斗山食品和农协泡菜。韩国泡菜变成一种高附加值的商品。

2) 品牌化还远远未完成，行业整体价格偏低，我国泡菜的单吨价格仅是韩国的 1/3 左右。

惠通是眉山东坡泡菜的知名品牌，与“吉香居”、“李记”、“味聚特”、“川南”是四川五大泡菜龙头品牌。惠通食品主要生产各类泡菜、榨菜、调味调料以及以东坡肘子为代表的肉类罐头四大系列产品。相比于乌江涪陵榨菜在全国在榨菜行业的影响力，泡菜行业尚未出现强势的标杆性品牌。乌江收购惠通的战略目标在于把惠通建立起四川泡菜的标杆性品牌。

图 36：惠通泡菜收入及利润（单位：万元）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

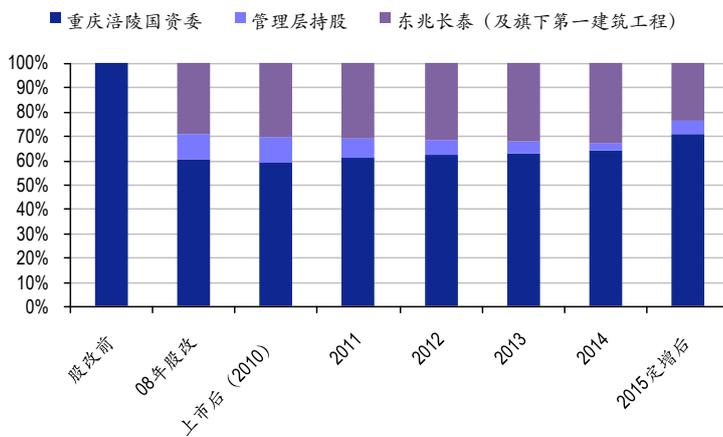
5. 管理层绑定进新公司，战略转型决心坚定

5.1 公司管理层实现部分控股，并通过资本整合方式继续增持

目前公司第一大股东为涪陵国资委(39.7%)、第二大股东为小非东北长泰(13.4%)、第三大股东为管理层(3%，其中董事长周斌全持股2%)；

公司上市后管理层为了各种原因，自2010年至2014年一直处于减持状态。同时公司二股东（小非）东北长泰（以及其旗下第一建筑工程公司）此前持有公司股份在20%左右，2011年解禁后继续延长锁定期3年，2015年上半年减持了近一半。

图 37：涪陵榨菜股权结构变化



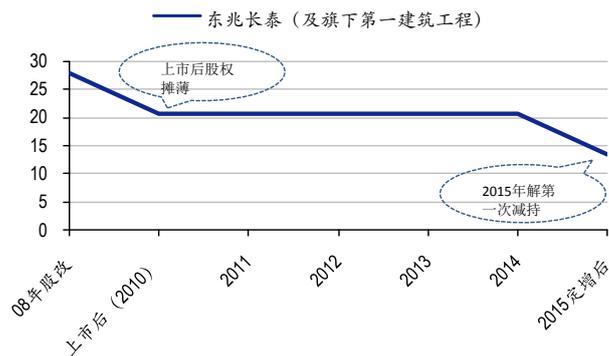
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 38：2015 年管理层第一次实施增持



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 39：小非已减持过半股份



数据来源：Wind，安信证券研究中心

根据公司公告, 2015 年, 公司收购四川惠通泡菜公司, 通过定向增发发行新股 649.8 万股: 其中向惠通原有 3 名股东发行 449 万股, 同时向公司管理层 (董事长周斌全等等 7 名高管) 非公开发行 200.7 万股。其中向惠通原有股东发行的股份在未来 1-3 年内分 3 期解禁 (4:3:3); 而向周斌全等管理层发行的股份锁定期为 3 年。通过本次增发, 管理层实现了对公司上市以来的首次变相增持。同时增发价格为 15.97 元/股 (当前股价为 16.6 元。)

表 3: 向管理层定向增发收购惠通, 管理层实现变相增持

	姓名	职务	发行股份数
向惠通股东发行股份 449 万股	王爱萍	惠通原股东	2,245,590
	曹绍明	惠通原股东	2,021,031
	曹晓玲	惠通原股东	224,559
	合计		4,491,180
向涪陵榨菜管理层发行股份 200.8 万股	周斌全	董事长	1,654,321
	贺云川	副总经理	128,491
	赵平	副总经理	80,307
	袁国胜	副总经理	64,245
	刘洁	副总经理	32,123
	聂川	副总经理	32,123
	韦永生	副总经理	16,061
	合计		2,007,671

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6. 关于估值

6.1 相对估值

我们统计了食品行业市值在 200 亿以下公司的估值（剔除亏损公司），2016 年行业平均估值在 38 倍左右，PEG 为 2.58 倍，涪陵榨菜 2016 年 PE、PEG 分别为 29、1.24 倍，均低于行业平均值。

表 4：板块主要食品公司估值

公司	股价	市值	EPS		PE		PEG
			2015	2016	2015	2016	
黑芝麻	14.68	47	0.4	0.43	37	34	1.03
双塔食品	11.24	142	0.18	0.25	62	45	0.97
安琪酵母	29.19	96	0.9	1.19	32	25	0.39
洽洽食品	16.85	85	0.72	0.84	23	20	0.99
好想你	15.62	23	0.29	0.39	54	40	9.81
加加食品	7.38	85	0.13	0.15	57	49	4.17
克明面业	47.88	41	1.12	1.35	43	35	1.16
煌上煌	32.00	41	0.78	0.88	41	36	5.60
恒顺醋业	22.89	69	0.79	0.55	29	42	0.93
中炬高新	14.28	114	0.29	0.5	49	29	1.46
均值					46	38	2.58
涪陵榨菜	16.66	55	0.43	0.57	38	29	1.24

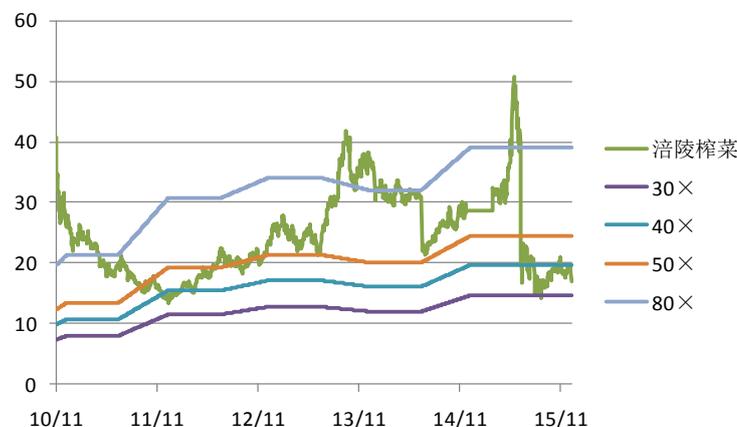
资料来源：Wind，安信证券研究中心

备注：①剔除亏损公司；②股价为 2016-1-5 日的股价；③其中黑芝麻、双塔、煌上煌为市场一致预期，其他为安信研究所盈利预测

6.2 绝对估值

公司历史 PE-BAND 中枢在 50 倍左右，2015 年由于市场及公司业绩下滑原因，估值下探到 30 倍，当前股价相当于 2016 年业绩估值在 29 倍左右。考虑到公司未来战略有较大变化，以及 2016 年业绩大幅改善的可能性，我们给予公司 40 倍估值，目标价 22.5 元，从中长线逻辑重点推荐，首次覆盖给予“买入-A”评级。

图 40：公司历史 PE-BAND 中枢在 40-50 倍



数据来源：Wind，安信证券研究中心

7. 风险提示

食品安全风险；新品类增长低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	846.2	906.4	937.5	1,121.8	1,250.9	成长性					
减:营业成本	511.0	522.2	522.1	618.7	671.6	营业收入增长率	18.7%	7.1%	3.4%	19.7%	11.5%
营业税费	10.4	11.0	11.2	13.5	15.0	营业利润增长率	6.6%	-6.5%	15.8%	24.6%	26.7%
销售费用	153.0	204.5	210.9	252.4	268.9	净利润增长率	11.2%	-6.2%	14.6%	24.3%	25.7%
管理费用	32.5	40.0	39.4	44.9	50.0	EBITDA 增长率	7.0%	-4.4%	17.9%	21.9%	24.1%
财务费用	-14.4	-12.8	-11.0	-13.5	-15.9	EBIT 增长率	7.0%	-6.1%	18.8%	24.7%	27.3%
资产减值损失	0.0	-0.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	7.8%	-6.8%	19.1%	24.7%	27.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	14.6%	44.1%	-6.2%	13.2%	-7.5%
投资和汇兑收益	0.3	2.3	2.0	2.0	2.0	净资产增长率	9.1%	9.7%	29.4%	10.0%	11.5%
营业利润	154.0	144.0	166.8	207.8	263.2	利润率					
加:营业外净收支	10.6	11.7	11.2	13.5	15.0	毛利率	39.6%	42.4%	44.3%	44.8%	46.3%
利润总额	164.6	155.7	178.0	221.2	278.2	营业利润率	18.2%	15.9%	17.8%	18.5%	21.0%
减:所得税	24.0	23.7	26.7	33.2	41.7	净利润率	16.6%	14.6%	16.1%	16.8%	18.9%
净利润	140.6	132.0	151.3	188.1	236.5	EBITDA/营业收入	20.4%	18.2%	20.8%	21.2%	23.6%
						EBIT/营业收入	16.5%	14.5%	16.6%	17.3%	19.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	185	190	195	164	147
						流动资产周转天数	-1	36	35	19	22
						流动资产周转天数	284	279	325	340	358
						应收账款周转天数	4	4	4	4	4
						存货周转天数	48	51	51	48	48
						总资产周转天数	515	530	599	584	579
						投资资本周转天数	204	249	275	237	217
						投资回报率					
						ROE	13.5%	11.6%	10.3%	11.6%	13.1%
						ROA	10.8%	9.6%	8.7%	9.9%	11.1%
						ROIC	26.7%	21.7%	17.9%	23.8%	26.8%
						费用率					
						销售费用率	18.1%	22.6%	22.5%	22.5%	21.5%
						管理费用率	3.8%	4.4%	4.2%	4.0%	4.0%
						财务费用率	-1.7%	-1.4%	-1.2%	-1.2%	-1.3%
						三费/营业收入	20.2%	25.6%	25.5%	25.3%	24.2%
						偿债能力					
						资产负债率	20.0%	16.9%	15.6%	14.2%	15.0%
						负债权益比	25.0%	20.4%	18.4%	16.5%	17.7%
						流动比率	3.82	4.75	4.72	5.79	5.54
						速动比率	3.20	3.79	4.13	4.90	4.90
						利息保障倍数	-9.70	-10.23	-14.18	-14.41	-15.55
						分红指标					
						DPS(元)	0.09	0.06	0.12	0.12	0.15
						分红比率	22.0%	15.3%	26.7%	21.3%	21.1%
						股息收益率	0.6%	0.4%	0.7%	0.7%	0.9%

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	510.7	382.7	769.0	823.4	1,068.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	14.7	7.2	13.7	11.2	16.5
应收票据	0.1	-	8.2	2.1	3.2
预付账款	21.6	18.0	9.6	28.9	13.9
存货	114.4	141.5	124.1	173.8	157.5
其他流动资产	42.7	152.5	66.2	87.2	102.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	452.5	504.8	510.4	512.0	509.6
在建工程	65.2	54.8	54.8	54.8	54.8
无形资产	62.0	92.7	178.1	183.1	187.9
其他非流动资产	14.8	17.6	12.9	15.1	15.2
资产总额	1,298.6	1,371.9	1,747.0	1,891.6	2,129.0
短期债务	-	-	-	-	-
应付账款	92.5	78.4	96.9	106.4	115.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	91.8	69.4	112.9	88.1	130.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	75.7	84.5	62.0	74.1	73.5
负债总额	260.0	232.4	271.8	268.6	319.5
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	155.0	201.5	328.9	328.9	328.9
留存收益	883.6	938.1	1,146.2	1,294.1	1,480.7
股东权益	1,038.6	1,139.6	1,475.1	1,623.0	1,809.6

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	140.6	132.0	151.3	188.1	236.5
加:折旧和摊销	33.6	34.3	39.1	43.3	47.6
资产减值准备	0.0	-0.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.2	0.1	-11.0	-13.5	-15.9
投资损失	-0.3	-2.3	-2.0	-2.0	-2.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	44.1	-160.8	141.6	-86.8	60.9
经营活动产生现金流量	199.7	109.2	319.0	129.1	327.1
投资活动产生现金流量	-132.1	-206.0	-128.0	-48.0	-48.0
融资活动产生现金流量	-54.3	-31.0	195.2	-26.7	-34.0

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.43	0.40	0.46	0.57	0.72
BVPS(元)	3.16	3.46	4.49	4.93	5.50
PE(X)	39.0	41.5	36.2	29.1	23.2
PB(X)	5.3	4.8	3.7	3.4	3.0
P/FCF	72.8	-58.2	27.8	56.6	18.6
P/S	6.5	6.0	5.8	4.9	4.4
EV/EBITDA	30.9	32.7	24.1	19.5	14.9
CAGR(%)	10.2%	21.5%	6.2%	10.2%	21.5%
PEG	3.8	1.9	5.9	2.9	1.1
ROIC/WACC	2.4	2.0	1.6	2.1	2.4
REP	4.3	3.7	4.2	2.8	2.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖、刘颜声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034