

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年11月13日
市场数据

目前股价	24.82
总市值（亿元）	195.92
流通市值（亿元）	192.98
总股本（万股）	78,936
流通股本（万股）	77,753
12个月最高/最低	31.74/20.31

分析师

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ 010-88366060

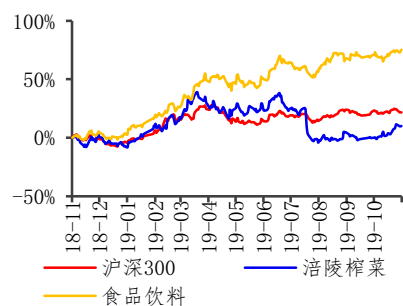
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<定价权+拓品类，“乌江”月涌大江流>>

2018-11-12

经营拐点已至，破局之路到来

——涪陵榨菜（002507）公司深度报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	1995	2210	2484
(+/-%)	4.2%	10.8%	12.4%
净利润	674	763	869
(+/-%)	1.8%	13.3%	13.8%
摊薄 EPS	0.85	0.97	1.10
PE	29	26	23

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 行业进入存量竞争时代，集中度不断提升。**07-17年我国榨菜行业年复合增速为6.7%，其中吨价增速保持在3-5%之间，主要受益于通胀与消费升级。未来随着品牌认知度提高、消费群体扩大化、消费场景多元，行业增速有望保持5%左右。从竞争格局来看，涪陵榨菜一家独大、整体格局较为分散，龙头市占率逐年提升，到17年达到29.7%；后续大概率进行挤压式增长阶段，市场份额将向头部企业进一步集中。
- 19年业绩面临调整，双管齐下去库存。**公司在17/18年经历高增长后，1H19增速仅为2.1%，进入业绩调整期。18年的高增长透支部分19年业绩，背后的原因是榨菜连续提价后红利逐渐消失、行业竞争略有加剧，以及公司大水漫灌、提价等活动逐步推高渠道库存，导致后期增长乏力。19年公司作出迅速反应，渠道调整与市场推广双管齐下，兼顾短期去库存与长期效应，其中渠道调整主要包括放宽授信额度、返利由季返改为月返、调整经销商任务指标、对渠道按需发货等短期政策，以及新增500多家县级经销商，同时裂变办事处，以加强对经销商的管理与服务，确保渠道下沉稳步推进，为下一步产能释放做铺垫。
- 以史为鉴，寻求破局之路。**2007-2019年公司的收入呈现明显的周期性，对此进行历史复盘发现，提价、渠道下沉、品类扩张是主要的收入增长驱动力，其中09-15年营收波动主要原因是渠道扩展与提价不成功，16-18年公司渠道网络较为完善，此时产品提价对收入的营收贡献最大。由此可推测公司未来的破局之路：**1）加强渠道下沉与精耕，收割市场份额。**目前公司在弱势区域（东北、西北区等）尚有空白市场，可加快渠道覆盖率；成熟市场可加大县乡下沉、渠道细化、加强品项陈列。**2）加快品类扩张，优化产品结构。**顺应消费升级，公司应坚持中高端定位策略不变，同时加强培育大单品，着力发展脆口系列与泡菜品类。
- 盈利预测与投资建议。**我国宏观经济处于下行周期，消费较为疲软，2019年公司面临经营调整期，但作为行业龙头，公司构筑了渠道、品牌、原料三大护城河，市占率遥遥领先于竞争对手，成为行业领导者，随着渠道下沉、品类扩张等效果逐步显现，未来公司的业绩提升具有可持续性，估值

4Q19 可能是业绩低点，2020 年业绩大概率企稳回升。我们预计 19-21 年的收入增速分别为 4.2%、10.8%、12.4%，净利润增速分别为 1.8%、13.3%、13.8%，EPS 分别为 0.85、0.97、1.10 元。

- **风险提示：**产品提价导致销量下滑，渠道库存增加，新品放量不及预期，原料及包材价格上涨压力，费用支出增加，食品安全问题。

目录

1. 公司简介：榨菜龙头，趋势向好.....	5
1.1 管理层经营动力足，团队稳定踏实.....	5
1.2 收入规模扩大，盈利能力向好.....	5
2. 行业：存量竞争时代，集中度不断提升.....	7
2.1 进入存量时代，竞争格局稳定.....	7
2.2 强者恒强，集中度提升趋势不变.....	9
3. 19年业绩面临调整，双管齐下去库存.....	12
4. 以史为鉴，寻求破局之路.....	14
4.1 历史复盘：提价+拓品类+扩渠道，成长路径清晰.....	14
4.2 破局之路一：加强渠道下沉与精耕，收割市场份额.....	18
4.3 破局之路二：加快品类扩张，优化产品结构.....	19
5. 盈利预测与投资建议.....	20
5.1 盈利预测.....	20
5.2 投资建议.....	22
6. 风险提示.....	22
附：盈利预测表.....	23

图表目录

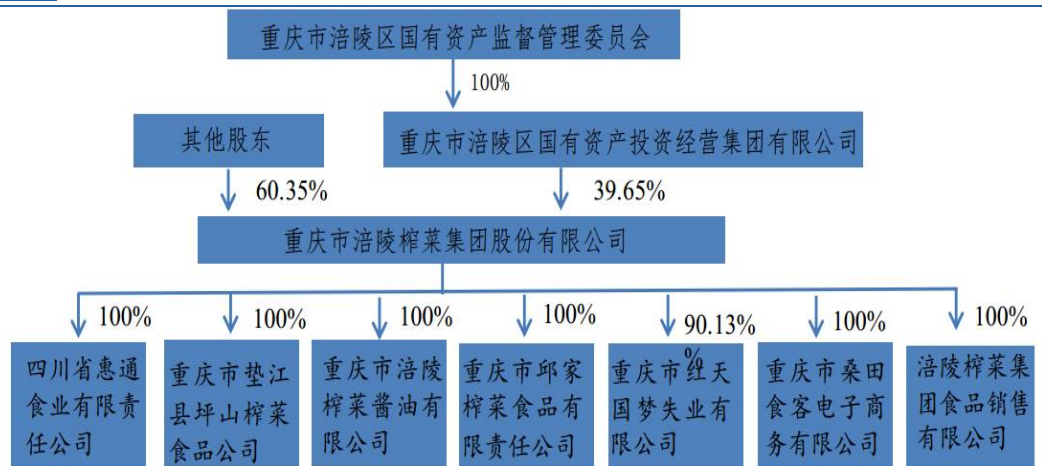
图 1:	涪陵榨菜股权结构图.....	5
图 2:	榨菜是主要收入来源, 近年占比不断下降.....	6
图 3:	榨菜毛利率最高, 泡菜尚有较大提升空间.....	6
图 4:	2007-2018 年收入规模不断扩大.....	7
图 5:	近两年公司净利润增速维持在高位.....	7
图 6:	2007-2018 年公司毛利与净利水平维持上行.....	7
图 7:	公司 ROE 处于调味品行业前列.....	7
图 8:	07-17 年榨菜行业规模稳步提升, CAGR 为 6.7%.....	8
图 9:	07-18 年包装榨菜产品占比不断提升.....	8
图 10:	10-17 年榨菜行业吨价增速在 3-5%波动.....	8
图 11:	11-17 年榨菜的销量稳步提升.....	8
图 12:	乌江榨菜市占率逐步提升, 其他 Top 品牌呈下降趋势.....	9
图 13:	榨菜消费群体由农民工向当地居民扩散.....	10
图 14:	2012 年以后农民工增速与涪陵榨菜销量呈弱相关.....	10
图 15:	2020-2025 年预计我国榨菜行业收入增速有望保持在 5%左右.....	11
图 16:	榨菜行业格局较为分散, 集中度不断提升.....	12
图 17:	公司收入在 1Q17-1Q18 经历高增长后大幅下滑.....	12
图 18:	公司预收账款在 4Q17-3Q18 高增长后逐渐回落.....	12
图 19:	1Q18-1H19 公司渠道库存变化与业绩调整情况.....	13
图 20:	2007-2019 年公司经历了四个周期.....	14
图 21:	2009-2018 年华北地区营业收入及同比增长.....	15
图 22:	2009-2018 年东北地区营业收入及同比增长.....	15
图 23:	公司渠道下沉与空白市场开拓历程.....	17
图 24:	涪陵榨菜的收入增长驱动因素.....	17
图 25:	经销商体系完善, 渠道把控力较强.....	18
图 26:	全国泡菜市场规模稳增长.....	20
图 27:	2016 年四川泡菜产量增速接近 10%.....	20
图 28:	公司榨菜产品吨价不断提升, 07-18 年的复合增长率为 7.8%.....	20
表 1:	公司管理层持股状况 (截至 19 年中报).....	5
表 2:	榨菜行业地域性较明显, 乌江是唯一全国化企业.....	8
表 3:	我国腌制菜人均消费量远低于美日 (Kg/人).....	10
表 4:	涪陵榨菜提价具体.....	16
表 5:	2011-2017 年公司渠道下沉情况.....	19
表 6:	收入预测 (百万元).....	21
表 7:	相关上市公司估值比较.....	22

1. 公司简介：榨菜龙头，趋势向好

1.1 管理层经营动力足，团队稳定踏实

国企资质，管理层持股，经营动力较足。公司的前身是 1988 年 4 月 30 日经原涪陵市人民政府批准成立的四川省涪陵榨菜集团公司，于 2008 年 3 月 31 日整体变更设立为股份有限公司。公司的实际控制人是涪陵区国资委，持股 39.7%；管理层持股共计 2.0%（截至 19 年中报），与公司利益捆绑，工作积极性较高。公司虽为国企资质，但管理层经营管理方面拥有绝对的话语权，且团队绝大部分在公司工作 20 年左右，团队稳定踏实，为公司长远发展奠定良好基础。

图 1：涪陵榨菜股权结构图



资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 1：公司管理层持股状况（截至 19 年中报）

姓名	职务	任职情况/司龄	持股情况-股	占总股本比例
周斌全	董事长	现任/19 年	10,051,056	1.27%
肖大波	监事会主席	现任/22 年	2,262,004	0.29%
赵平	董事，总经理	现任/14 年	1,730,258	0.22%
贺云川	副总经理	现任/21 年	965,839	0.1224%
陈林	总经理助理	现任/21 年左右	216,450	0.03%
袁国胜	董事，副总经理	现任/21 年	138,188	0.0175%
韦永生	董事，董秘，副总经理	现任/20 年	62,546	0.01%
合计			15,426,341	1.9599%

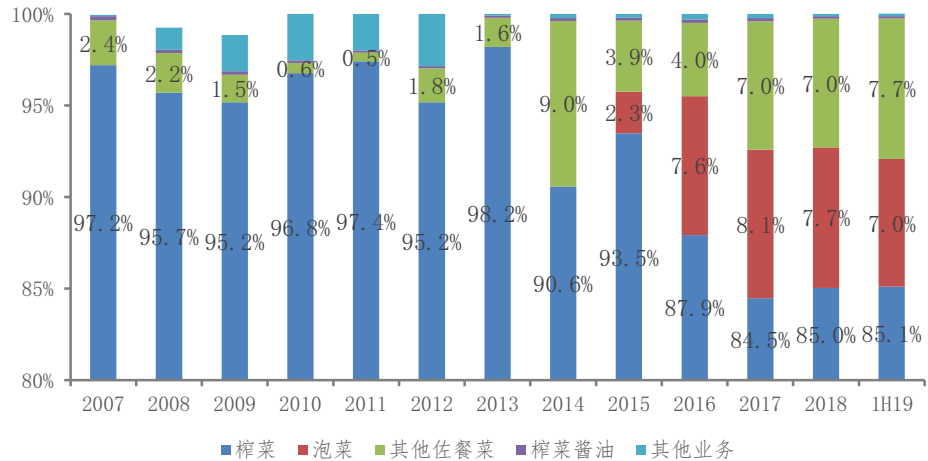
资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.2 收入规模扩大，盈利能力向好

榨菜贡献 80%+收入，其他品类稳步增长。2013 年以前公司收入 90% 左右来自于榨菜业务，为突破单一品类的发展瓶颈，公司于 2014 年大力开拓佐餐开胃菜业务（包括脆口萝卜、海带丝、萝卜干等），2015 年公司收购四川惠通泡菜业务。近两年随着脆口萝卜放量，泡菜加强市场推广，到 1H19 公司的泡菜、佐餐开胃菜收入占比分别提升至 7.0%、7.7%。

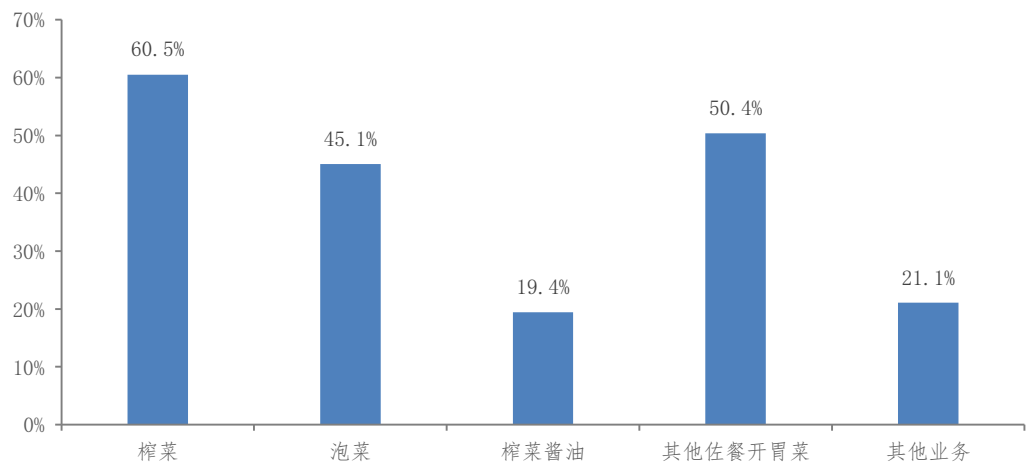
榨菜的收入占比逐步下降至 85%。从产品毛利率来看，榨菜的毛利率最高、其次是佐餐开胃菜，泡菜毛利水平尚有较大提升空间。未来公司将不断加快品类多元化发展，打造多品类龙头，未来榨菜的收入占比将逐步降低。

图 2: 榨菜是主要收入来源，近年占比不断下降



资料来源: Wind, 长城证券研究所

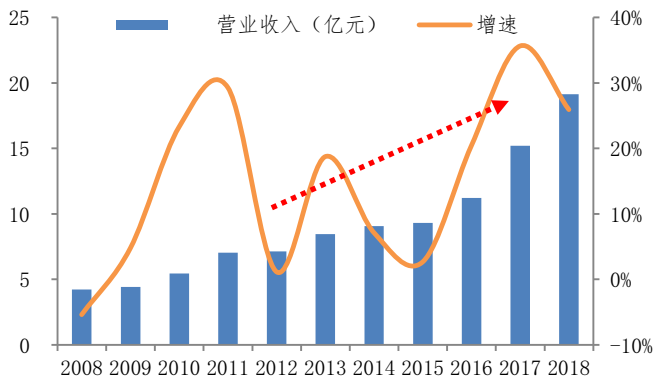
图 3: 榨菜毛利率最高，泡菜尚有较大提升空间



资料来源: 公司 2019 年中报, 长城证券研究所

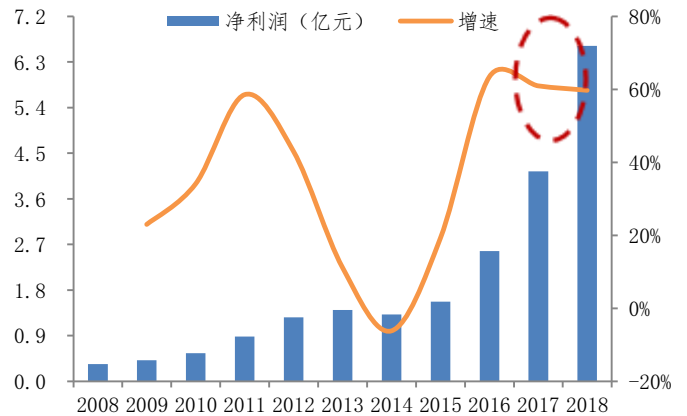
公司收入增速高于行业水平，盈利能力持续提升。受益于提价、产品结构优化、渠道下沉等因素，07-18 年公司收入规模不断扩大，年复合增长率为 12.0%，远远高于行业水平（6.7%）。从盈利能力来看，07-18 年公司归母净利润持续攀升，年复合增长率高达 27.8%，但中间也有波动，14 年受海带丝等业务拖累，净利大幅下滑，经过公司优化产品结构、费用投入逐步精细化，16-18 年加快恢复性增长，增速维持在 60% 左右；07 年至 18 年间公司净利率提升 28pct 至 35% 的峰值，ROE 也在 18 年达到历史高点（30%），大幅缩小与调味品龙头公司海天味业（33%）的差距。

图 4: 2007-2018 年收入规模不断扩大



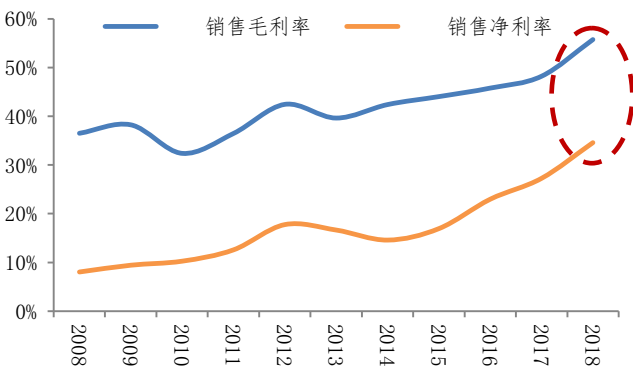
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 5: 近两年公司净利润增速维持在高位



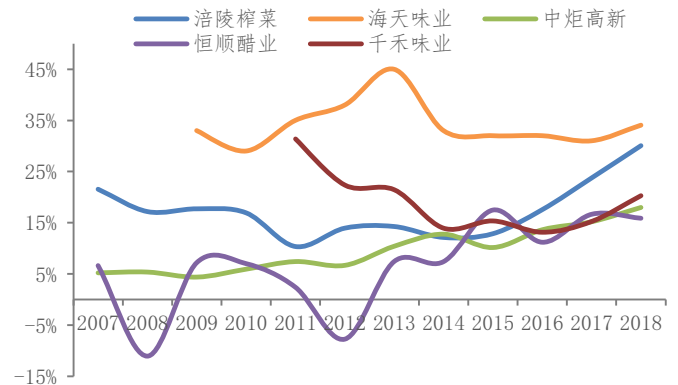
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 2007-2018 年公司毛利与净利水平维持上行



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 7: 公司 ROE 处于调味品行业前列



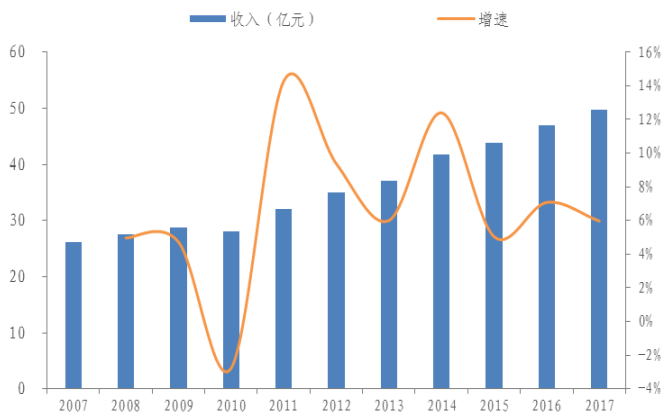
资料来源: Wind, 长城证券研究所

2. 行业: 存量竞争时代, 集中度不断提升

2.1 进入存量时代, 竞争格局稳定

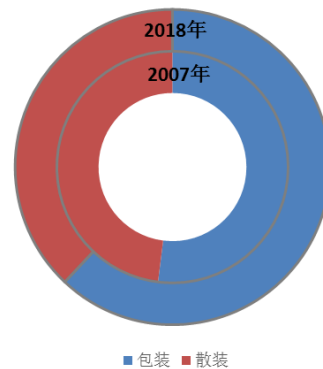
07-17 年榨菜行业收入复合年均收入增速 6.7%。据不完全统计, 2007 年我国包装榨菜行业规模为 26.0 亿元, 到 2017 年达 49.7 亿元, 10 年复合增速约 6.7%。考虑到消费者对传统食品的消费习惯相对稳定, 过去 10 年榨菜的增长动力主要来自于: 1) 居民可支配收入稳定增长下的消费升级, 消费者对食品健康、卫生和品质要求提高, 价格较高的包装产品对散装产品不断替代, 使得行业产品结构优化; 2) 榨菜消费最早兴起是作为农民工的咸辣调味菜, 前期农民工数量不断增加, 加大了对榨菜的需求, 后来消费习惯扩散至当地居民, 带动榨菜行业放量。

图 8: 07-17 年榨菜行业规模稳步提升, CAGR 为 6.7%



资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

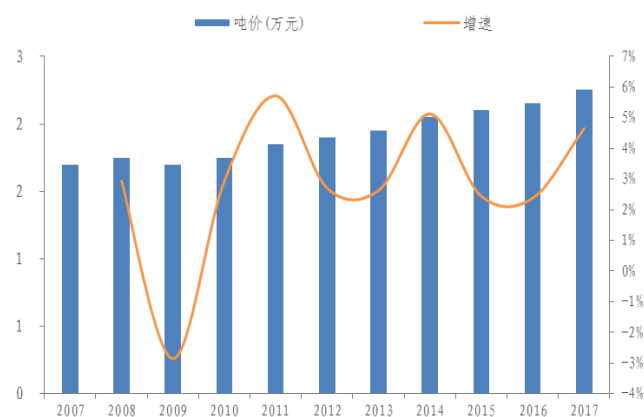
图 9: 07-18 年包装榨菜产品占比不断提升



资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

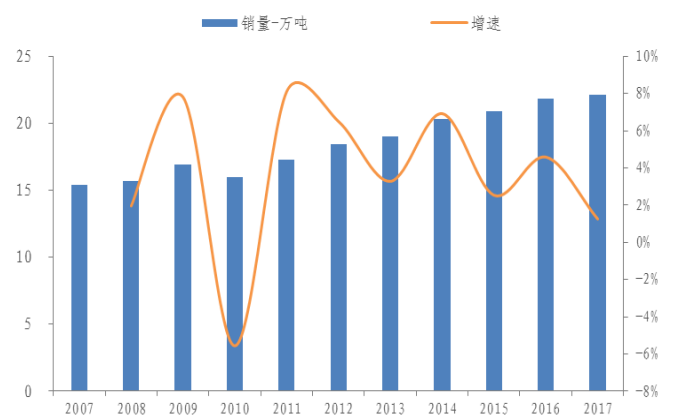
榨菜行业量价齐升, 价格增速相对稳定。对榨菜行业进行具体的量价拆分来看, 根据中国产业信息网, 10-17 年榨菜的吨价增速基本保持在 3-5% 之间, 保持平稳增长, 销量也保持上升趋势, 但每年销量增速较吨价增速的波动大一些。吨价的提升与通胀、产品结构升级, 以及企业提价改变消费者认知有关。

图 10: 10-17 年榨菜行业吨价增速在 3-5% 波动



资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

图 11: 11-17 年榨菜的销量稳步提升



资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

行业地域性明显, 乌江一家独大, 整体格局较分散。榨菜行业的区域性较明显, 一方面受榨菜原料产地约束, 榨菜加工企业主要分布在重庆涪陵、浙江、四川等地; 另一方面我国地域宽广、民族众多, 不同地域的居民饮食习惯存在一定差异。目前行业较有影响力的品牌集中在重庆、浙江, 包括乌江、备得福、铜钱桥、辣妹子、鱼泉等, 除了涪陵榨菜集团完成全国化布局以外, 其他企业尚是地域性销售。2017 年涪陵榨菜 (乌江) 收入占包装榨菜行业的比例达到 29.7%, 但 Top2 鱼泉的市占率仅为 12.6%, Top2-6 的整体份额占比为 33.5%, 略高于乌江的体量。由此可见, 榨菜行业处于乌江一家独大、整体格局分散的局面。

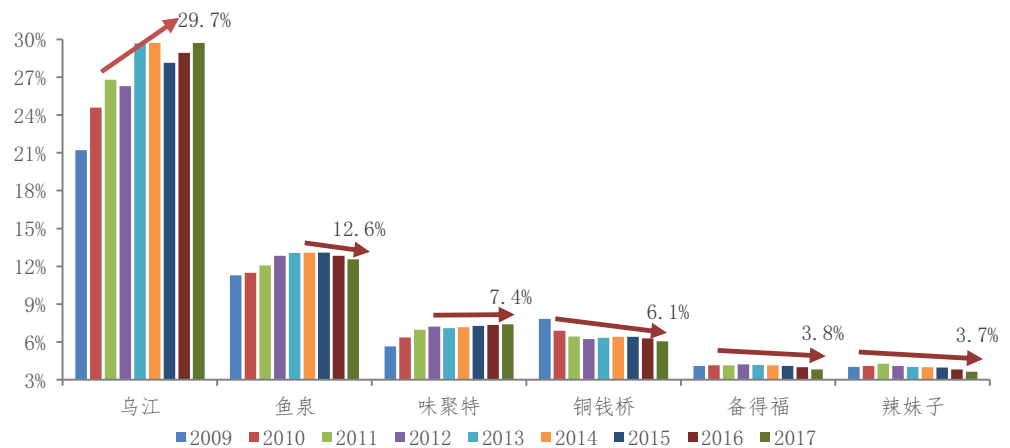
表 2: 榨菜行业地域性较明显, 乌江是唯一全国化企业

品牌名称	主营产品	主要区域
涪陵-乌江	榨菜、泡菜、海带丝、萝卜干、瓶装下饭菜、榨菜酱油等	全国 34 个省市自治区
宁波-铜钱桥	榨菜、海带丝、香辣萝卜、酸辣豇豆、辣椒酱、雪菜、干菜、泡菜等，以及番茄酱、沙司、玉米浆等	哈尔滨
重庆-鱼泉	榨菜、萝卜、竹笋、魔芋、雪菜等	成都、北京、国外
涪陵-辣妹子	“辣妹子”、“靓妹子”系列榨菜、泡菜、酱菜	南京、九江、柳州
余姚-备得福	“备得福”牌系列榨菜、萝卜干、大头菜、雪菜等	沈阳

资料来源: Wind, 长城证券研究所

乌江份额逐年提升，其他 Top 品牌固守市场。纵向来看，2009 至 2017 年乌江榨菜的市占率提升 8.7 个百分点至 30%，成为全国最大的佐餐开胃菜企业，品牌知名度为行业最高，而其他 Top 名牌——鱼泉、味聚特从 09 年份额分别提升至 13 年的 13.1%、7.1%，随后呈现略降的态势，铜钱桥、备得福、辣妹子份额也在逐年微幅下降。我们认为上述现象的主要原因是：榨菜行业属于完全竞争性行业，由于进入壁垒较低，导致行业竞争激烈，企业经营管理稍有疏忽或不当之处，市场份额就容易被蚕食；涪陵榨菜依靠多年的品牌培育和渠道深耕，再加上原料产地优势，从而脱颖而出。

图 12: 乌江榨菜市占率逐步提升，其他 Top 品牌呈下降趋势



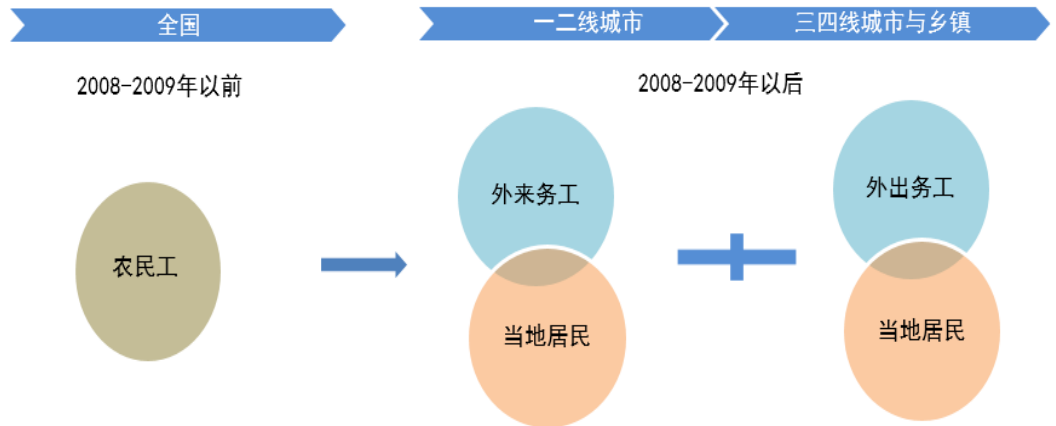
资料来源: 欧睿, 长城证券研究所

2.2 强者恒强，集中度提升趋势不变

未来行业增长的驱动力主要来自于消费群体扩大带来的量升，以及通胀、消费持续升级带来的价增。估计未来包装榨菜行业增速有望保持 5% 左右增长，具体阐述如下：

驱动力一：渠道深度下沉，消费群体扩大化。一方面以乌江榨菜为主的龙头企业开始做深度渠道下沉，表现为在县级市场招销售业务员、招一级经销商，营销活动落地，有助于下线城市的市场开拓。另一方面，榨菜作为含有人体所需的微量元素、维生素和多种氨基酸的佐餐开胃菜，越来越受到城市居民消费者的喜爱。榨菜消费者已由农民工向居民家庭扩散，城市居民目前也是高端榨菜产品的主要消费者。消费群体的扩散将带动榨菜的销量增长。

图 13: 榨菜消费群体由农民工向当地居民扩散



资料来源: 长城证券研究所整理

图 14: 2012 年以后农民工增速与涪陵榨菜销量呈弱相关



资料来源: Wind, 长城证券研究所

驱动力二: 摆脱佐餐开胃局限, 消费场景多元化。国内榨菜、泡菜等主要用于佐餐开胃, 包括配粥、拌面、夹馒头等, 后来开发出多元化消费场景, 比如和肉丝、鱼、鸡蛋等搭配炒菜, 可代替盐、味精进行调味; 乌江开发的脆爽、酸甜可口的脆口榨菜和脆口萝卜可作为休闲零食。随着摆脱佐餐开胃用途的局限, 消费场景多元化, 有望贡献消费增量。

对比美日, 我国腌制菜人均消费量较低。中国的饮食习惯与日本较为相近, 但腌制产品人均消费量与日本相去甚远。2017 年中国人均消费量为 0.4kg/年, 仅为日本 (27.7kg/年) 的 1.4%, 美国和英国人均消费量分别为 5.4 和 3.4kg/年, 也远高于中国的消费水平。

表 3: 我国腌制菜人均消费量远低于美日 (Kg/人)

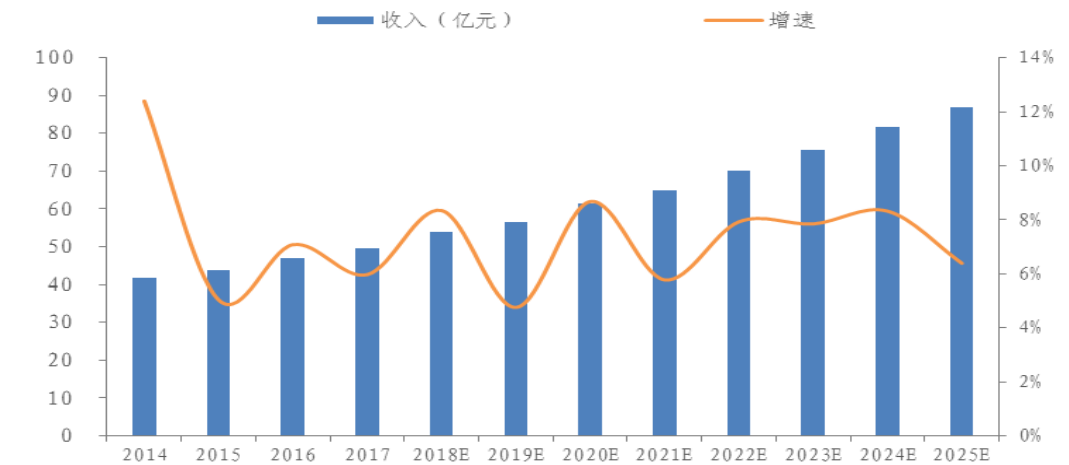
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
美国	7.0	6.7	6.3	6.0	6.0	6.0	6.2	6.1	5.9	5.7	5.5	5.4	5.5	5.5	5.4
日本	47.7	43.7	40.7	40.9	40.2	39.6	38.4	37.0	32.9	30.5	30.2	29.3	28.6	28.2	27.7
英国	3.8	3.8	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4
中国	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

资料来源: Wind, 长城证券研究所

驱动力三：品牌认知度不断提高，消费升级趋势持续。榨菜行业消费升级趋势持续，主要表现在品牌认知度不断提升、包装产品对散装产品的替代。1) 随着消费结构和消费方式的转变，人们更加关注食品的质量、安全、营养等，消费品牌产品成为必然趋势。近年来居民“低盐”健康意识提高，头部品牌企业率先改造生产工艺，研发出低盐产品，取得较高的市场认知度，消费者对品牌的忠诚度也不断提升。2) 我国城镇化程度在加深，家庭腌制逐渐转向市场购买，按需购买与食品安全敏感性，使得消费者青睐于选择包装产品。

行业判断一：预计未来榨菜行业收入增速有望保持在 5%左右。假设居民未来随着生活节奏加快、对方便食品需求增加，包装产品替代散装的趋势会持续，人均消费量将会增加，叠加渠道下沉、消费群体不断扩散、消费场景多元化，销量有望保持 3% 左右增速；在通货膨胀、消费升级等因素作用下，龙头企业主动引领行业产品走向高端化，预计吨价增速在 2% 左右；整体来看，我们估计未来 5 年榨菜行业收入增速将继续保持 5% 左右。

图 15: 2020-2025 年预计我国榨菜行业收入增速有望保持在 5% 左右

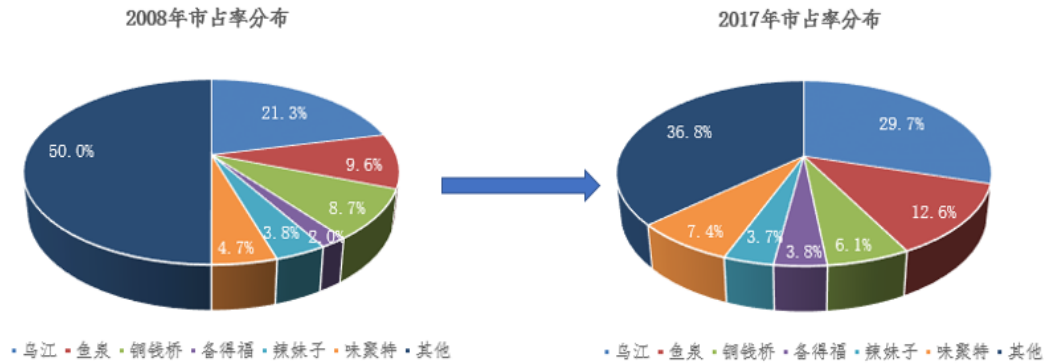


资料来源: Wind, 长城证券研究所

行业判断二：虽近年来榨菜提价推升行业整体盈利水平，但后续大概率进行挤压式增长阶段，市场份额将向头部企业进一步集中。2008 年受外部经济影响，榨菜行业销量严重下滑，部分中小企业生存受阻而不得不退出。2008 年至 2017 年期间，涪陵榨菜的市场份额提升 8.4 个百分点，且提升速度快于其他领先品牌，整体 CR6 的市占率由 50.0% 提升至 63.2% 水平。近年来，虽榨菜行业连续提价，提升行业整体盈利水平，但往未来展望榨菜零售价格已在高位，后续行业平均价格变化应是随 CPI 同步上行。行业将持续进入挤

压式增长阶段。未来经济环境不确定性较大，品牌企业的资金与技术实力雄厚，综合较强，不断引领升级趋势，行业的市场份额有望进一步向头部企业集中。

图 16: 榨菜行业格局较为分散，集中度不断提升

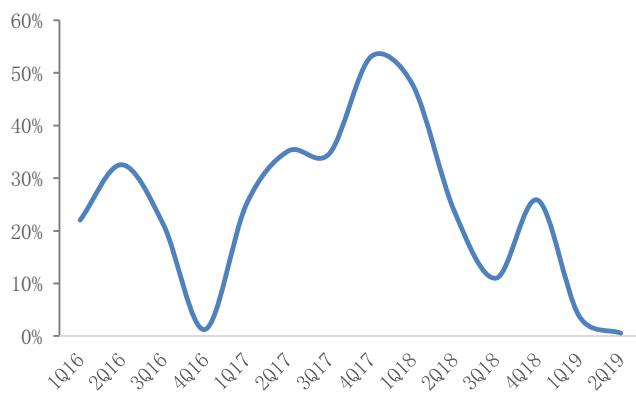


资料来源：欧睿，长城证券研究所

3. 19 年业绩面临调整，双管齐下去库存

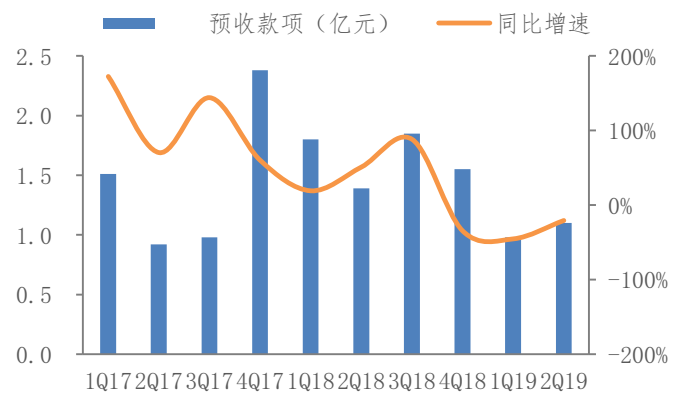
19 年公司收入增速大幅放缓，业绩进入调整期。公司收入在 17 年经历高增长后，延续至 1H18，这期间单季度的收入增速均在 20%+，但在 3Q18 回落至 11%，4Q18 由于经销商积极备货使得收入增速恢复至 26%；到 1H19 收入同增 2.1%，其中 Q1/Q2 分别为 3.8%、0.6%，增速明显放缓。公司采取先款后货的政策，预收账款的变化侧面反映出经销商的备货积极性，4Q17-3Q18 公司的预收账款均超过 1.5 亿元（淡季 2Q18 除外），处于历史高位，到 4Q18 后逐渐回落。预收款提升的背后原因更多是渠道对断货的恐慌、对公司提价的预期，而非终端需求大幅改善；相反，榨菜行业的终端需求处于稳定状态，而渠道积极囤货推高了公司的渠道库存，导致公司后期增长乏力，在 19 年业绩进入调整期。

图 17: 公司收入在 1Q17-1Q18 经历高增长后大幅下滑



资料来源：公司公告，长城证券研究所

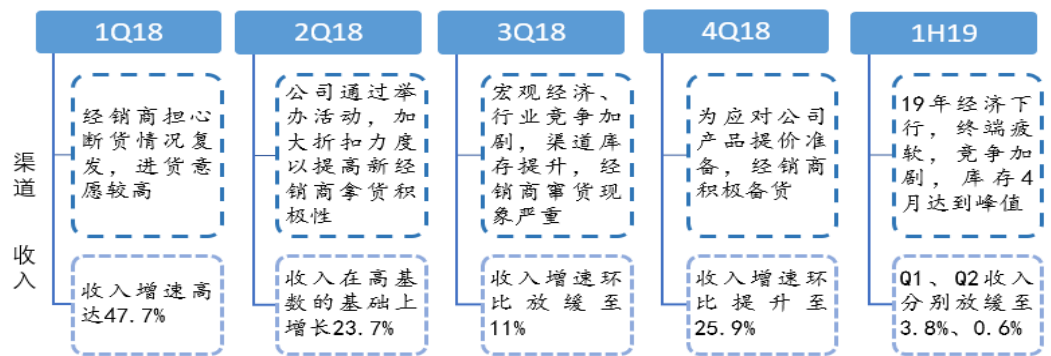
图 18: 公司预收账款在 4Q17-3Q18 高增长后逐渐回落



资料来源：公司公告，长城证券研究所

18年经销商囤货、终端消费疲软的双重因素，共同推高19年渠道库存。结合渠道库存，能更好地解释公司业绩调整的过程。具体来看，18年高库存初露端倪：1)年初经销商担心像17年那样出现断货的情况，因此进货意愿很高，1Q18收入增速高达47.7%；2)到5-6月份，公司举行“大水漫灌”活动，是为下一步产能释放，以高进货折扣抢占竞品的经销商。由于折扣力度远高于往常，新经销商拿货积极，公司2Q18收入在高基数的基础上增长23.7%；3)1H18经销商拿货积极，但终端受宏观经济及行业竞争加剧的影响，动销速度放缓，逐渐传导至渠道，从而渠道库存逐渐提升，经销商之间窜货的现象愈加加重，导致3Q18收入增速环比放缓至11.0%；3)为防止区域间窜货，对广东区产品提价，统一全国价格体系，而经销商担忧公司明年再次提价，从而又一波积极备货，4Q18收入增速环比提升至25.9%。19年经济下行，终端消费疲软，加上行业竞争不断加剧，导致渠道库存高企，4月达到顶峰，Q1、Q2收入逐步放缓至3.8%、0.6%。

图 19: 1Q18-1H19 公司渠道库存变化与业绩调整情况



资料来源：长城证券研究所整理

渠道调整与市场推广双管齐下，兼顾短期去库存与长期效应。针对19年渠道库存高企的情况，公司作出迅速反应，主要着手于两方面——渠道与市场推广，具体措施如下：

- ✓ **渠道方面可分为短期的政策调整与长期的渠道建设铺垫。短期渠道政策调整：**1) Q1对部分市场的部分经销商放宽授信额度，采取滚动赊销政策，以加强新品销售、增强空白市场的竞争力；2) 4月份对经销商的返利由季度改为月度，及时兑现绩效奖励以减轻经销商的资金压力；3) 不断调整/分解经销商的任务指标，平衡经销商之间的任务压力；4) 及时跟进渠道库存，按需发货。**长期渠道建设方面：**1) 对一线城市开拓外卖、社区团购等新零售渠道以及传统餐饮渠道（如酒店、与菜系搭配等），力求扩展新的消费群体；2) 对二线城市扶持大商，对全国的县级市场进行下沉，同时将原来的37个办事处裂变为67个，在首批500多个县级市场招聘销售人员与一级经销商，加强渠道下沉过程中对经销商的管理与服务。
- ✓ **市场推广方面分为短期加大市场推广与带来长期效应的宣传推广两个方面。市场推广：**1) 原有与裂变渠道均投入费用用于终端陈列、产品促销活动，由终端去库存带动渠道消化库存；2) 对新招经销商进行“保姆式”培训，指导经销商做市场推广，提高效率。**宣传推广：**1) 乌江品牌的萝卜、泡菜、下饭菜，对脆口榨菜、脆口萝卜、下饭菜等重点产品独立推广，由商超逐步走向流通，加强品类扩张，力求摆脱品类单一

的瓶颈；2) 以“运动补盐好搭档”的口号赞助马拉松比赛，树立乌江榨菜的健康食品形象，为长期发展奠定基石。

3Q19 业绩回暖，触底回升迹象显现，长期效果需待观察。短期来看，公司的调整效果逐步显现，一方面公司短期的加强市场投放与渠道政策调整，有效帮助渠道与终端消化库存，目前渠道库存基本回归正常水平，另一方面，19 年计划新增的县级市场已基本完成覆盖，新增经销商多数完成二次进货，县级市场增速显著快于整体；3Q19 营收同增 7.6%，增速环比加速，调整效果开始显现，有望成为业绩拐点。长期来看，一方面县级市场的下沉可有效弥补一二线市级城市的增长乏力缺口，另一方面公司积极扩展一二线城市的消费群体，这都需要长期的培育才能在某个时期出现爆发，且行且观察。

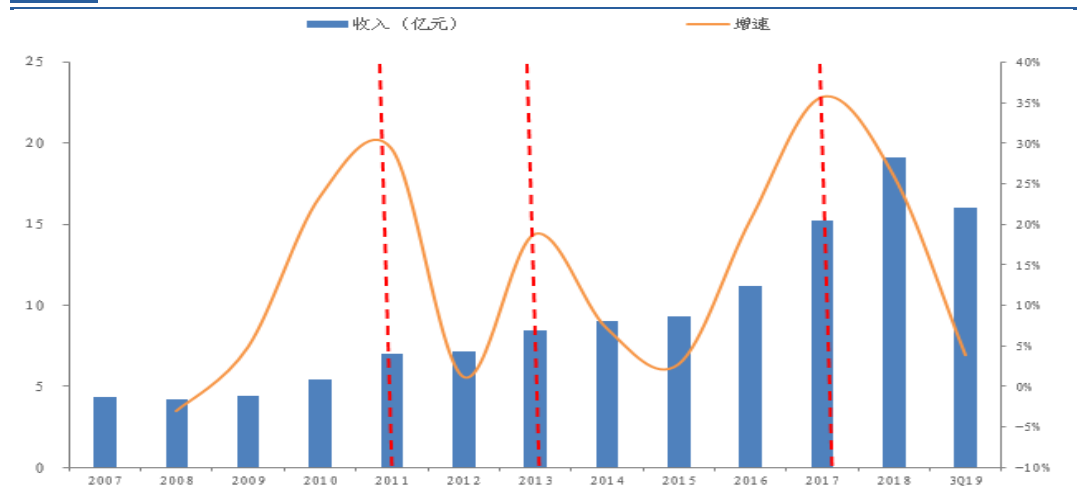
针对 19 年出现的短期业绩调整，下文我们将对公司的历史业绩进行复盘，以史为鉴，寻找涪陵榨菜业绩的突破口，以穿越经济周期，成为佐餐调味菜里的长跑冠军。

4. 以史为鉴，寻求破局之路

4.1 历史复盘：提价+拓品类+扩渠道，成长路径清晰

2007-2019 年公司经历四个周期，2020 年有望迎来拐点。按照经济周期的衰退、萧条、复苏、繁荣四个阶段，根据财务数据，我们将 2007 年-2019 年公司收入划分为四个周期，每个周期的时间在 2-5 年不等：1) 2007 年-2011 年处于周期的复苏、繁荣阶段，收入增速最高达到 29.3%，低于前一个周期的高点；2) 2011 年-2013 年是一个完整的周期，收入增速从最低的 1.1% 反弹至 18.7%；3) 2013 年-2017 年经历了一个长周期，收入增速从最低的 2.7% 攀升至 35.6%，高于前一个周期的最高点；4) 2017 年至今处于周期的下行阶段，随着公司调整到位，季度间收入不断改善，1-3Q19 收入增速为 3.8%，在 2011-2017 年的两个完整周期里，收入最低是个位数增长，预计 19 年将是公司收入的底部，明年有望迎来拐点。

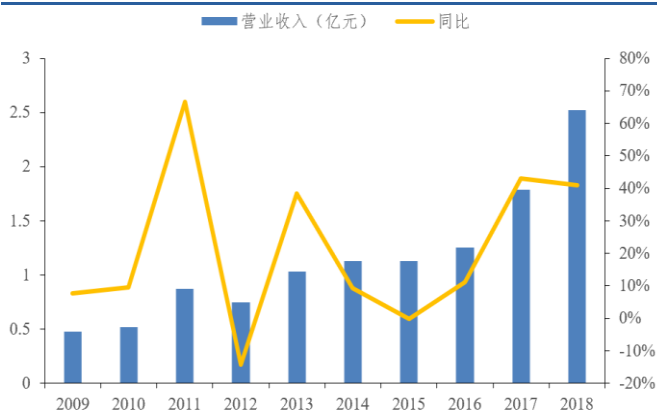
图 20: 2007-2019 年公司经历了四个周期



资料来源：公司公告，长城证券研究所

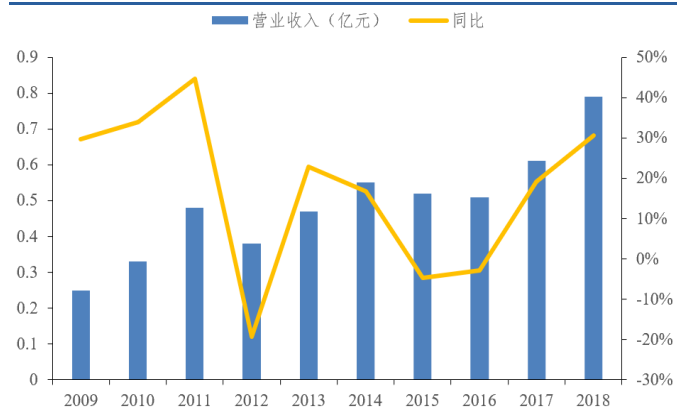
- 2008年：消费者对价格敏感度较高，提价拖累营收增长。**2008年公司营业收入4.22亿元，同比减少3.09%，主要原因是当年冰雪灾害致使主要原材料青菜头整体减产30%，为转嫁成本压力，公司通过间接提价的方式，对榨菜产品提价40%：将0.5元/70g的榨菜产品调整为1元/100g。尽管公司作为行业龙头，但由于当时消费主体为“流动人口主体里的农民工”，对价格的敏感度较高，再加上竞品未跟随提价，导致公司产品被低价的竞品（鱼泉、铜钱桥、六必居等）或其他腌制菜所替代，从而2008年公司销量下滑严重（下降23.65%），营业收入同比减少3.2%。
- 2009-2011年：实施战略经销商制，加强渠道精耕，加大品牌宣传，抢占市场份额。**2008年提价失败后，2009年公司开始改变营销策略，实施战略经销商合作模式，目的是对渠道进行精耕。所谓的战略经销商制是指公司依旧采取经销模式，但由被动营销变为主动营销，对经销商提出资金、人员、车辆、推广指标等具体要求，同时提高完成任务的返利与奖励，提高经销商的执行能力与积极性。此外，公司开始加大品牌宣传力度，请明星代言和央视广告投放。双重战屡实施下，公司市占率由2009年的21.2%提升至2011年的27%，经营业绩也得到高速发展，营收增速均在20%+。
- 2012年：调整产品与市场策略，重新定位中高端，一定程度上影响收入增长。**到2011年公司的市占率远高于竞品，但除了广东外，强势省份和地区较少，竞品也拥有自己的强势区域，比如鱼泉在北京、大连和成都三地的市占率排第一。早年公司为与竞品竞争，在进入华北、东北等地区时推出低端产品，对公司品牌产生一定的冲击。为维持公司的中高端品牌形象，健康可持续发展，2012年公司砍掉华东、华北的低端产品，重新布局中高端产品，导致当年这两个区域营业收入减少（华北同降14.2%，东北同降19.3%）。此外，2012年公司将1元/100g的包装替换为1元80g的包装，再次间接提价25%，也产生不利影响。2012年公司营收仅同增1.1%。

图 21：2009-2018 年华北地区营业收入及同比增长



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 22：2009-2018 年东北地区营业收入及同比增长



资料来源：公司公告，长城证券研究所

- 2013年：加强渠道下沉，调整经销商政策提高拿货积极性，营收恢复性增长。**2012年公司渠道已拓展到二三线城市，到2013年公司提出渠道下沉策略，下沉至三线城市，开发县级空白市场，同时稳固一线城市、将其做大做强，以提高公司渠道渗透率。同时对经销商的政策进行差异化调整，以提高渠道拿货积极性：1）对于优势市场，公司降低战略经销商的考核指标，以保证/增加他们的收益；2）对于空白市场，

降低经销商的进入门槛，以快速扩充队伍来抢占份额。渠道下沉加上经销商模式调整，2013年公司实现营收8.46亿元，同比增长18.7%。

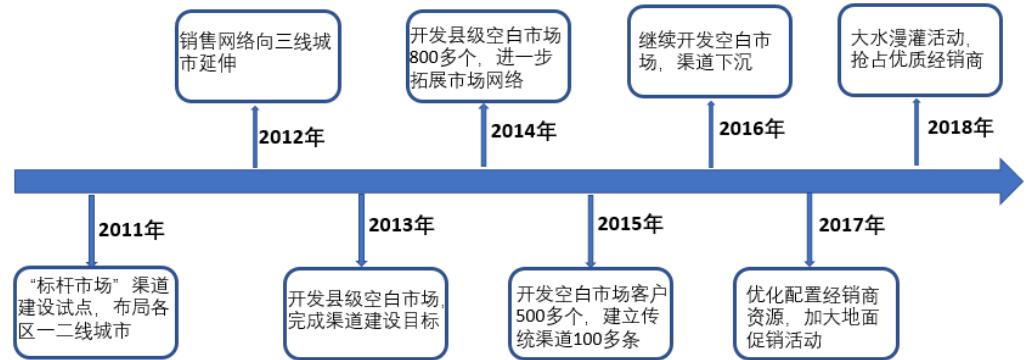
- **2014-2015年：提价、新品推广、渠道库存增加等多重因素，导致营收速度显著放缓。** 2014-2015年公司的营收同增7.1%、2.7%，对比2013年，呈现出低增长态势。2013-2015年均有间接提价：1) 13年将1元/80g的产品调整为1元/70g，间接涨价14%，同时将原本包装更换成红色脸谱包装；2) 14年将1元70g的产品调整为1元60g，间接涨价17%；15年广东版鲜爽菜丝从1元/60g升级至1.5元/88g，间接涨价2%。在当时宏观经济疲软的情形下，涨价显著影响销量的增长。同时，2014年公司进行品类延伸，大力推广海带丝、萝卜干等新品，对老品的投入相对降低，影响了整体收入提升。此外，2014年经销商囤货过多导致渠道库存增加，2015主动控货降库存。
- **2016-2018年：消费升级+提价效应+抢占份额，带动收入持续增长。** 2016-2018年公司收入增速均在20%以上，主要受益于消费升级、提价效应与抢占市场份额。1) 近几年随着居民收入提升，消费升级趋势明显，尤其是三四线城市明显快于一二线城市；2) 2016-2018年间公司进行了5次提价，前四次均较为成功，主要是原材料价格上涨导致行业出现断货现象，经销商囤货积极性高，实现量价齐升；3) 2018年5-6月份的“大水漫灌”活动，级以较高的折扣优惠抢占了部分竞争对手的经销商，加快抢占市场份额。

表 4: 涪陵榨菜提价具体

零售价	时间	提价幅度	提价方式	提价内容
1.0 元	2008 年	40%	间接	0.5 元/70g 调整为 1 元/100g
	2009 年	10%	直接	价格上调 10%
	2010 年	8%	直接	价格上调 8%
	2012 年	25%	间接	1 元/100g 调整为 1 元/80g
	2013 年	14%	间接	Q1 将 1 元/80g 调整为 1 元/70g，同时更换为红色脸谱包装
	2014 年 1 月	17%	间接	1 元/70g 调整为 1 元/60g
1.5 元	2015 年	2%	间接	广东区的鲜爽菜丝包装从 1 元/60g 升级至 1.5 元/88g
	2016 年	2%	间接	全国版的鲜爽菜丝由 1 元/60g 升级至 1.5 元/88g
	2016 年 7 月 1 日	8-12%	直接	商超产品和脆口产品共 11 个单品的到岸价上调 8-12%
2.0 元	2017 年 2 月	15-17%	直接	88g 榨菜（收入占比约 70%）到岸价上调 15-17%，零售价上涨到 2 元/包
	2017 年 11 月	10%/17%	间接	88g 主力产品和 175g 脆口系列调整为 80g 和 150g
	2018 年 10 月 29 日	10%	直接	7 款单品到岸价上调约 10%

资料来源：草根调研，长城证券研究所

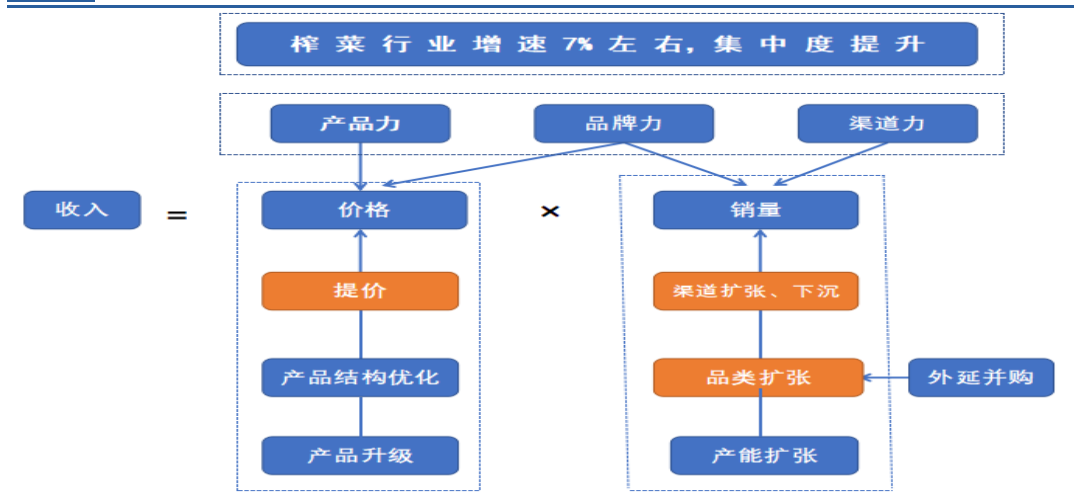
图 23: 公司渠道下沉与空白市场开拓历程



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

总结: 2008 至今, 提价、品类扩张、渠道下沉是公司前期收入增长的重要驱动因素。在榨菜行业收入增速 7% 左右、集中度不断提升的背景下, 我们认为公司收入增长的驱动力来自品牌力、产品力和渠道力的共同作用: 随着品牌忠诚度提高和改进产品工艺和质量, 乌江榨菜产品逐步实现价格提升、产品结构优化、产品品质升级, 从而推动吨价价格带上移; 在品牌知名度扩大化和渠道影响力加大的推动下, 公司完成全国化布局, 继续加强渠道扩张与下沉, 同时以并购手段快速实现品类扩张, 叠加产能扩建, 销量也实现稳步提升。在上述影响因素中, 我们认为提价、品类扩张和渠道下沉是更加重要的驱动因素。除去 2008 年, 涪陵榨菜的营业收入一直呈上涨的趋势, 同比增长却经历了几次起伏, 09-15 年营收波动主要原因是渠道扩展与提价不成功; 16-18 年公司渠道网络较为完善, 此时产品提价对收入的营收贡献最大, 成为收入增长的最主要驱动力。

图 24: 涪陵榨菜的收入增长驱动因素

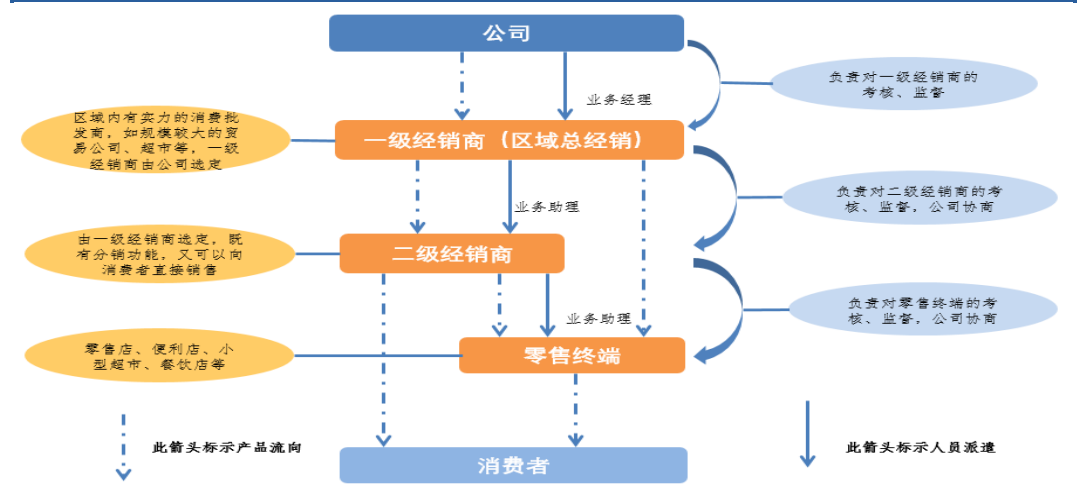


资料来源: 长城证券研究所整理

4.2 破局之路一：加强渠道下沉与精耕，收割市场份额

- **渠道网络不断完善，覆盖兼具广度和深度。**公司以经销模式为主，经销商层级包括一批商和二批商，目前在大力发展战略性一级经销商，组织结构较为扁平化。公司的渠道覆盖具有广度，目前拥有 1200 多家忠实的一级经销商，800 多个县级经销商，销售网络覆盖全国所有省份，包括 264 个地级市场；同时兼具深度，广东在乡镇覆盖率不断提高，华东区下沉至县级市；全面覆盖各类商超、各级农贸市场、便利店等，还包括餐饮、电商渠道，渠道结构逐步完善。目前零售终端覆盖率达到 80% 以上，其中商超占 30% 左右，流通占 70% 左右。近几年，KA、B、C 类卖场实现快速增长，流通渠道占比在下降。

图 25：经销商体系完善，渠道把控力较强



资料来源：公司公告，长城证券研究所

■ 加大渠道下沉，收割市场份额

- ✓ **布局空白市场，加大渠道下沉力度。**公司加快布局空白市场，加大渠道下沉，逐步完成全国化布局。2011 年最成熟市场—广东省率先下沉至乡镇级，其他区域仅覆盖一二线城市；14 至 15 年开始往三四线城市下沉；目前华南、华东渠道延伸至县级市，华北和华中大部分覆盖地级市，西北、东北等区的空白市场较多，尚有较大下沉空间。
- ✓ **成熟市场加大县乡下沉与渠道细化，非成熟市场加快渠道覆盖率。**目前公司基本完成全国化布局，东北、西北、华中、中原等地区尚有空白市场，各区域也存在不同层级市场的下沉空间。未来公司可根据不同区域的状况进行渠道网络布局，成熟市场：1) 加大县乡镇下沉，2) 加强产品品项陈列，3) 进行渠道细化，如传统渠道建设、建立与重点终端相匹配的多元渠道组合；非成熟市场：1) 空白市场加大渠道覆盖率，2) 基础较好市场则拓展品项陈列。此外，公司也积极开发电商、餐饮等新渠道，有望为公司继续贡献收入增量。

表 5: 2011-2017 年公司渠道下沉情况

区域	覆盖省份	2011 年下沉程度	2017 年下沉程度	竞争格局	未来下沉路径
华南区	粤、闽、琼	县级市、广东乡镇级	县级市、广东乡镇级	第一梯队	拓品项，开拓餐饮渠道
华东区	沪、浙、苏	一二线城市	县级市	第二梯队	下沉至乡镇，拓品项
华北区	京、津、冀、鲁	一二线城市	地级市	第二梯队	下沉至县乡镇，拓品项
华中区	湘、鄂、赣、桂	一二线城市	地级市	第二梯队	下沉至县乡镇，拓品项
其他区域	西北、东北、中原、西南	部分一二线城市	地级市	不成熟	扩大渠道覆盖率

资料来源：公司公告，长城证券研究所

4.3 破局之路二：加快品类扩张，优化产品结构

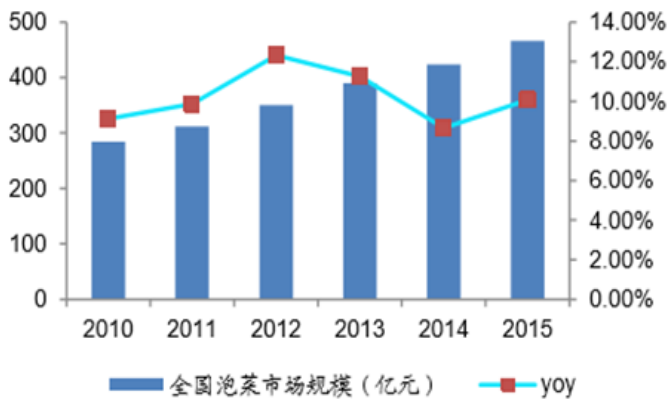
■ 加强培育大单品，着力发展脆口系列与泡菜品类

✓ **主力榨菜：销量增长趋稳，是渠道下沉的重点产品。**目前 80g 榨菜是公司的主力产品，包括鲜脆菜丝、原味菜片、鲜爽菜芯等。主力榨菜的收入占公司整体收入的比例超过 70%。之前收入增长主要来自于提价，销量贡献有限，未来公司主力榨菜（尤其是鲜脆菜丝等大单品）作为渠道向下渗透的产品是最优选择，有望实现放量。

✓ **脆口系列：商超明星产品，产能扩建待放量。**脆口系列包括脆口榨菜和脆口萝卜，目前零售价 4.5 元/150g 左右。脆口榨菜、脆口萝卜在 06 年推出，当时由于零售价与主流产品价格存在差异，市场接受度有限。公司在 15 年加强推广脆口榨菜、并在 16 年上市脆口萝卜，由于含盐度低、口感脆爽、口味酸甜，氮气包装、符合健康概念，一时成为商超明星产品。18 年脆口榨菜收入增速放缓，主要系 18 年费用投入和考核任务降低。目前脆口拥有三条生产线、产能超过 2 万吨，随着 1.6 万吨脆口榨菜生产线、以及辽宁脆口萝卜生产项目的建成，脆口系列将不断放量。

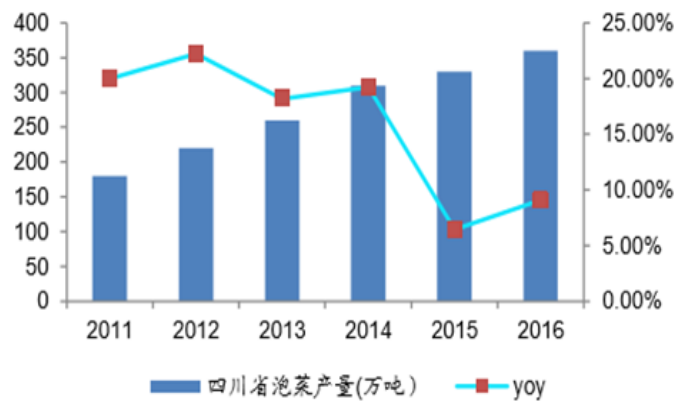
✓ **泡菜业务：采用“乌江”品牌，可培育下饭菜大单品，拓展泡菜品类。**从行业来看，2015 年泡菜市场规模为 466 亿元、增速为 10%，四川是泡菜大省，2016 年产量占全国约 70%，增速接近 10%，行业格局分散，市场集中度有待提高。公司并惠通泡菜后，开启品类扩张的第一步，对惠通公司进行多方面整合，不断增强业务协同作用，公司继续沿用“惠通”品牌，力求打造几大泡菜主力产品。但“惠通”的品牌知名度有限，而“乌江”在全国化的过程中更占优势，公司也相继推出“乌江”下饭菜、“乌江”瓶装泡菜等产品。瓶装下饭菜符合消费升级的趋势，也符合公司的中高端定位，未来有望培育成泡菜里的大单品；此外，辽宁 5 万吨产能尚待投产，未来可发展多种泡菜品类，随着渠道覆盖率提升，叠加提价预期，收入有望保持高速增长。

图 26: 全国泡菜市场规模稳增长



资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

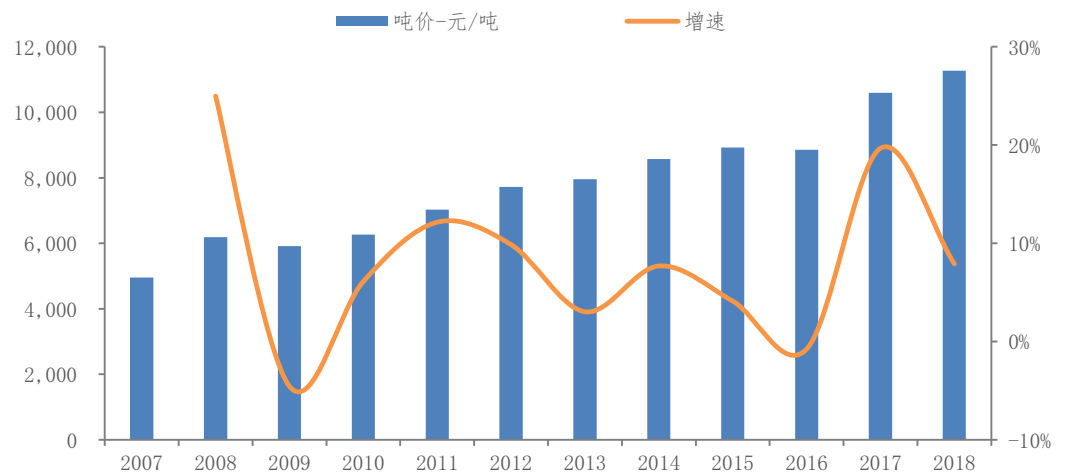
图 27: 2016 年四川泡菜产量增速接近 10%



资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

■ **坚持中高端定位策略不变, 持续升级产品结构。**公司产品战略从高端化升级到精品化, 不断淘汰毛利低、销量弱的产品, 未来也不应靠低端去抢占市场, 容易伤害价格体系。比如东北市场被浙江品牌长期占领, 一是东北居民习惯消费含水量较高的浙江榨菜, 二是价格较低, 公司之前尝试低价竞争, 但效果不佳, 在 17Q1 完成产品结构调整, 定位中高端人群, 目前市场消化充分。随着公司不断优化产品结构, 瓶装下饭菜、脆口系列等高端产品不断放量, 榨菜吨价逐年上升, 从 2007 年的 4955 元/吨提升至 2018 年的超过 11272 元/吨, 年复合增长率为 7.9%。随着产品结构逐步优化, 公司的榨菜吨价上行趋势不变。另外泡菜产品结构逐步改善中, 叠加提价预期, 吨价有望逐步提升。

图 28: 公司榨菜产品吨价不断提升, 07-18 年的复合增长率为 7.8%



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

盈利预测重要假设:

- **收入假设:** 考虑到宏观经济发展面临下行发展, 消费者的需求疲软, 为了应对新的局面, 公司将战略重点放于深度渠道下沉, 叠加产品结构升级、品类扩张等有利因素, 预计 19-21 年的整体收入增速在 4.2%、10.8%、12.4%, 具体业务的拆分如下。
 - ✓ **榨菜:** 考虑到榨菜行业正处于消费端疲软阶段, 19 年渠道库存较高, 影响销量增长, 随着公司采取增强渠道下沉力度、加大市场推广, 放宽经销商授信额度等系列措施增进销量, 2020 年有望进入行业拐点。鉴于此, 我们预计 19-21 年榨菜的销量每年增速为 -1%、7%、8%; 考虑到产品结构升级、提价周期等因素, 我们预计吨价增速分别为 1.30%、0.50%、0.50%; 整体收入增速将在 0.3%、7.5%、8.5%。
 - ✓ **泡菜:** 考虑到 2015 年公司收购四川惠通泡菜业务后, 泡菜业务有所增长, 19 年公司业绩调整期, 泡菜的销量受到冲击, 未来公司将用知名度较高的乌江品牌来推广泡菜品类, 同时加强渠道拓展, 预计 19-21 年销量增速分别为 -1.6%、15%、18%, 考虑到产品结构升级、等因素, 预计吨价增速分别为 0.5%、2.0%、2.0%, 预计整体收入增速为 -1.1%、17.3%、20.4%。
 - ✓ **其他佐餐开胃菜:** 考虑到品类拓展与渠道扩张的双重效应, 预计其他佐餐开胃菜 19-21 年收入增速分别为 57.3%、31.5%、31.9%。
- **毛利率假设:** 考虑到目前行业竞争格局较为稳定, 随着消费不断升级, 公司优化升级产品, 高毛利产品占比不断提升, 再加上主要原料青菜头的价格趋于稳定, 因此我们认为公司整体毛利率会是稳步提升的态势, 预计 19-21 年整体的毛利率分别为 57.1%、57.5%、58.0%。

表 6: 收入预测 (百万元)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (合计)	931	1,121	1,520	1,914	1,995	2,210	2,484
营收同比增长率	2.7%	20.4%	35.6%	25.9%	4.2%	10.8%	12.4%
毛利率	44.0%	45.8%	48.2%	55.8%	57.1%	57.5%	58.0%
营业成本 (合计)	521	608	787	847	856	940	1,044
毛利 (合计)	410	513	733	1,067	1,139	1,270	1,440
毛利同比增长率	6.6%	25.2%	42.9%	45.6%	6.7%	11.5%	13.4%
主营业务							
榨菜:							
营业收入	870	986	1284	1628	1633	1756	1906
营收同比增长率	6.0%	13.3%	30.3%	26.8%	0.3%	7.5%	8.5%
营业成本	519	658	693	665	703	748	519
毛利率	47.4%	48.8%	57.4%	59.3%	60.0%	60.8%	47.4%
毛利润	467	627	935	968	1,053	1,158	467
营收占比	87.9%	84.5%	85.0%	81.9%	79.5%	76.7%	87.9%
销量 (万吨)			12.2	13.5	13.3	14.2	15.4
泡菜:							
营业收入	21	85	123	147	145	171	205
营收同比增长率		302.1%	45.0%	19.3%	-1.1%	17.3%	20.4%
营业成本	17	56	66	82	84	96	114

毛利率	21.8%	33.7%	46.1%	44.3%	42.0%	43.4%	44.7%
毛利润	5	29	57	65	61	74	92
营收占比	2.3%	7.6%	8.1%	7.7%	7.3%	7.7%	8.3%
销量（万吨）	0.2	0.7	1.0	1.2	1.2	1.4	1.6
其他佐餐开胃菜							
营业收入	36	45	107	134	211	278	367
营收同比增长率	-56.0%	24.4%	138.2%	25.9%	57.3%	31.5%	31.9%
营业成本	26	25	57	68	102	136	178
毛利率	27.5%	45.3%	46.4%	49.6%	51.8%	51.1%	51.6%
毛利润	10	20	50	67	109	142	189
营收占比	3.9%	4.0%	7.0%	7.0%	10.6%	12.6%	14.8%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

5.2 投资建议

根据上述对收入拆分、毛利率与费用假设，经过测算，19-21 年的收入增速分别为 4.2%、10.8%、12.4%，净利润增速分别为 1.8%、13.3%、13.8%，EPS 分别为 0.85、0.97、1.10 元。我国宏观经济处于下行周期，消费较为疲软，2019 年公司面临经营调整期，但作为行业龙头，公司构筑了渠道、品牌、原料三大护城河，市占率遥遥领先于竞争对手，成为行业领导者，随着渠道下沉、品类扩张等效果逐步显现，未来公司的业绩提升具有可持续性，估值 4Q19 可能是业绩低点，2020 年业绩大概率企稳回升。

表 7：相关上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价	总市值 亿元	流通市值 亿元	EPS			PE		
					2019	2020	2021	2019	2020	2021
002507	涪陵榨菜	24.28	192	189	0.85	0.97	1.10	29	25	22
600298	安琪酵母	30.68	253	253	1.12	1.30	1.52	27	24	20
603288	海天味业	115.20	3111	3111	1.96	2.32	2.69	59	50	43
600872	中炬高新	46.51	371	371	0.88	1.08	1.33	53	43	35
600305	恒顺醋业	14.60	114	114	0.45	0.52	0.58	32	28	25
603027	千禾味业	24.30	113	112	0.49	0.60	0.71	50	41	34
	平均值	42.60	692	692	0.96	1.13	1.32	42	35	30
	中位数	27.48	223	221	0.87	1.03	1.22	41	35	30

资料来源：Wind，长城证券研究所

注：截止日期为 2019 年 11 月 5 日

6. 风险提示

产品提价导致销量下滑，渠道库存增加，新品放量不及预期，原料及包材价格上涨压力，费用支出增加，食品安全问题。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1520.24	1914.35	1994.52	2209.71	2483.87	成长性					
营业成本	787.19	846.87	855.64	939.93	1044.20	营业收入增长	35.6%	25.9%	4.2%	10.8%	12.4%
销售费用	219.46	280.59	333.08	353.55	385.00	营业成本增长	29.5%	7.6%	1.0%	9.9%	11.1%
管理费用	48.31	58.88	65.22	62.98	69.55	营业利润增长	70.4%	67.3%	-0.7%	13.4%	14.5%
研发费用	0.00	0.96	1.00	1.10	1.24	利润总额增长	59.5%	59.6%	1.8%	13.3%	13.8%
财务费用	-2.26	-3.43	-5.46	-7.24	-7.16	净利润增长	61.0%	59.8%	1.8%	13.3%	13.8%
其他收益	6.33	34.72	25.00	15.00	15.00	盈利能力					
投资净收益	24.10	53.39	38.74	46.06	42.40	毛利率	48.2%	55.8%	57.1%	57.5%	58.0%
营业利润	469.59	785.68	778.89	882.92	1011.22	销售净利率	27.2%	34.6%	33.8%	34.5%	35.0%
营业外收支	18.10	-7.19	12.64	13.43	9.25	ROE	21.5%	26.8%	22.9%	21.4%	20.2%
利润总额	487.70	778.49	791.53	896.35	1020.46	ROIC	22.2%	44.4%	51.8%	48.6%	58.8%
所得税	73.55	116.77	118.73	134.45	153.07	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	14.4%	14.7%	16.7%	16.0%	15.5%
净利润	414.14	661.72	672.80	761.89	867.39	管理费用/营业收入	3.2%	3.1%	3.3%	2.9%	2.8%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
					(百万)	财务费用/营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
流动资产	1523.57	1809.62	2368.63	2868.20	3627.21	投资收益/营业利润	5.1%	6.8%	5.0%	5.2%	4.2%
货币资金	142.18	1128.18	1765.00	2127.29	2948.27	所得税/利润总额	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据及应收账款合计	1.68	7.86	0.00	7.06	0.65	应收账款周转率	914.40	401.27	0.00	0.00	0.00
其他应收款	4.37	3.79	4.71	4.71	5.88	存货周转率	3.75	2.93	2.93	2.93	2.93
存货	247.76	329.93	253.74	387.43	324.87	流动资产周转率	1.21	1.15	0.95	0.84	0.76
非流动资产	960.75	1168.73	1184.99	1275.39	1377.31	总资产周转率	0.69	0.70	0.61	0.57	0.54
固定资产	718.58	761.06	793.85	892.31	1000.51	偿债能力					
资产总计	2484.31	2978.35	3553.63	4143.59	5004.52	资产负债率	22.4%	17.0%	17.3%	14.0%	14.2%
流动负债	470.37	400.04	506.84	473.66	601.59	流动比率	3.24	4.52	4.67	6.06	6.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.32	2.85	3.49	4.52	4.91
应付款项	109.51	74.01	115.36	90.47	139.40	每股指标 (元)					
非流动负债	86.01	107.06	107.06	107.06	107.06	EPS	0.52	0.84	0.85	0.97	1.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.44	3.13	3.72	4.51	5.44
负债合计	556.38	507.10	613.90	580.71	708.64	每股经营现金流	-0.04	1.63	1.10	0.76	1.36
股东权益	1927.94	2471.25	2939.72	3562.87	4295.87	每股经营现金/EPS	-0.07	1.94	1.28	0.78	1.24
股本	789.36	789.36	789.36	789.36	789.36	估值					
留存收益	1117.29	1660.60	2129.06	2681.41	3294.47	PE	47	30	29	26	23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PEG	1.02	0.48	0.77	1.14	2.38
负债和权益总计	2484.31	2978.35	3553.63	4143.59	5004.52	PB	10.16	7.93	6.66	5.50	4.56
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	35.98	23.13	21.91	18.96	15.83
经营活动现金流	522.78	559.38	865.00	597.27	1076.99	EV/SALES	12.84	9.70	8.99	7.95	6.74
其中营运资本减少	-474.64	629.62	184.60	-170.46	189.89	EV/IC	9.78	7.22	5.90	4.79	3.81
投资活动现金流	-600.23	544.59	-29.48	-103.72	-129.00	ROIC/WACC	2.11	4.22	4.92	4.61	5.57
其中资本支出	85.31	291.98	16.26	90.40	101.92	REP	4.63	1.71	1.20	1.04	0.68
融资活动现金流	-51.15	-118.40	-198.71	-131.26	-127.01						
净现金总变化	-128.59	986.00	636.82	362.29	820.98						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>