

# 深耕渠道做增量，上行周期再启航

## ——涪陵榨菜 (002507.SZ) 投资价值分析报告

公司深度

◆ **小行业，大公司。** 公司是国内唯一主营榨菜销售的上市企业，也是榨菜行业唯一的全国化企业。公司 2019 年营业收入 19.9 亿元，我们估算榨菜行业 2019 年产值在 80 亿以上，公司市场份额为 25% 左右。

◆ **提价转嫁成本压力，渠道推动营收周期。** 一方面，由青菜头自身“娇贵”导致的原材料价格高波动是公司成本端的主要不确定性来源，另一方面，产品的供需关系赋予公司提价转嫁成本的能力。不同的提价策略对应不同的渠道推力，而渠道推力的周期性变化使得营收呈现周期性波动。

◆ **量价齐升诚可待，上行周期再启航。** 产能释放、渠道下沉稳步、渠道库存压力出清，利好产品放量；缩包装提价稳步推进，促进单价上升。综合来看，2020 年量价齐升已成大概率事件，新的上行周期已然到来。

◆ **下沉市场空间广阔，深耕渠道释放增量。** 2019 年公司积极推动渠道下沉消化渠道库存，2020 年公司减缓扩张速度，更加追求经销商存活率。不同于 2013 年的浅尝辄止，我们判断本轮县级市场拓展具备可持续性。结合 2019 年以及 2020 年 1-5 月县级市场经销商的表现，我们测算 2020/2021 年县级市场能为公司营收带来 7%/3% 左右的同比增量。

◆ **泡菜酱料虽受阻，榨菜萝卜仍可期。** 费用投放不足、新品类毛利率较低、收购屡次不及预期是公司过去品类拓展受阻的主要原因。通过对比不同品类的产品本质、产能情况、产业链和渠道的协同性，我们判断升级榨菜和萝卜品类是适宜的短期扩展目标。结合脆口榨菜和萝卜的产能相继释放，预计脆口系列继续维持高增长，萝卜品类成长提速可期。从中长期来看，公司将通过乌江品牌为泡菜赋能，并逐步进入广阔的酱料类蓝海市场。

**盈利预测、估值与评级：** 疫情带来的需求增长是短期的确定性来源，大量的县级市场新经销商带来的增量是中期的确定性来源，从历史看，经营由滞缓转为高增长意味着上行周期的开始，我们判断 2020 年新的周期已然启航，且本轮周期将为公司带来 2-3 年的快速增长，基于此，我们上调公司 2020/21/22 年营业收入至 22.87/26.03/29.21 亿元；上调净利润至 7.47/8.62/9.79 亿元，对应 EPS 为 0.95/1.09/1.24 元；给予涪陵榨菜目标价 45.00 元，对应 2020 年 48 倍 PE，上调评级至“买入”。

**风险提示：** 消费者接受度不佳，县级市场风险，食品安全风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,914	1,990	2,287	2,603	2,921
营业收入增长率	25.92%	3.93%	14.94%	13.81%	12.23%
净利润 (百万元)	662	605	747	862	979
净利润增长率	59.78%	-8.55%	23.46%	15.42%	13.53%
EPS (元)	0.84	0.77	0.95	1.09	1.24
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.78%	21.08%	22.09%	21.45%	20.65%
P/E	47	51	42	36	32
P/B	12.6	10.8	9.2	7.7	6.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 07 月 28 日

## 买入 (上调)

当前价/目标价：39.39/45.00 元

### 分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)  
021-52523657  
[yeqianyu@ebsecn.com](mailto:yeqianyu@ebsecn.com)

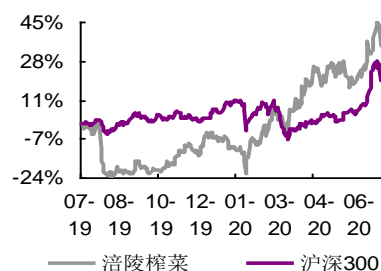
张喆 (执业证书编号：S0930519050003)  
021-52523805  
[zhangzhe@ebsecn.com](mailto:zhangzhe@ebsecn.com)

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)  
021-52523689  
[chenyt@ebsecn.com](mailto:chenyt@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：7.89  
总市值(亿元)：310.93  
一年最低/最高(元)：21.01/42.00  
近 3 月换手率：92.91%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.65	-6.54	23.17
绝对	11.02	12.96	41.57

资料来源：Wind

### 相关研报

渠道库存回补提速——涪陵榨菜 (002507.SZ) 跟踪报告  
.....2020-06-19  
预收高企，手握余粮——涪陵榨菜 (002507.SZ) 2020 年一季报点评  
.....2020-04-21

## 投资聚焦

### 关键假设

对主要品类销量的预测：（1）渠道库存处于低位，渠道下沉增量显著；（2）各品类产能相继释放；（3）脆口处于高速增长期；我们预测乌江、脆口系列榨菜 2020/21/22 年销量分别为 131725/143581/155067 吨、26991/32389/35628 吨，同比+8%/9%/8%、+30%/20%/10%。

对主要品类售价的预测：（1）公司以往的缩包装提价节奏；（2）2020 年上半年主力产品缩包装已经完成。我们预测乌江、脆口系列榨菜 2020/2021/2022 年销售单价分别为 12205/12571/12948 元/吨、13950/14229/14514 元/吨，同比+4%/4%/3%、+3%/2%/2%。

综合考虑核心业务的量价关系以及非主业的展望，我们预计公司 2020/2021/2022 年营业总收入为 22.87/26.02/29.21 亿元，同比+14.9%/13.8%/12.2%。

综合考虑公司主营业务和其他业务的收入结构和毛利率情况，我们预测公司 2020/2021/2022 年综合毛利率分别为 59.3%/59.7%/60.3%。

### 我们的创新之处

我们通过梳理榨菜产业链的特点和公司发展的历程，揭示了渠道推力是公司营收周期性波动产生的主要动因。并结合渠道库存情况、渠道下沉进度判断 2020 年公司产品量价齐升是大概率事件，新的上行周期已然到来。

我们详细对比了本轮渠道下沉和 2013 年的渠道下沉的差异，判断本轮渠道下沉将持续释放增量。此外，我们运用 2019 年以及 2020 年 1-5 月的县级市场调货数据，创新型地对 2020/2021 年渠道下沉的空间做了定量分析。

我们梳理了公司过去品类拓展不及预期的原因，通过对比各品类产品本质，产业链和渠道的协同性，分析了品类拓展的优先次序。

### 股价上涨的催化因素

疫情带来短期确定性，渠道下沉带来中期确定性。展望中期，经过 2019 年费用投放和疫情带来的短期需求扩张，渠道库存水平较低，叠加榨菜和萝卜品类的产能相继释放，量增逻辑通顺。从价的角度看，公司已于 2020 年上半年完成主力产品的缩包装提价，价增将于下半年开始体现，同时预计公司将继续推进提价。综合来看，基本面向好，估值面改善催化股价上涨。

### 估值与目标价

疫情带来的需求增长是短期的确定性来源，大量的县级市场新经销商带来的增量是中期的确定性来源，2020 年新的周期已然启航，从历史看，本轮周期将为公司带来 2-3 年的快速增长，基于此，我们认为此前对公司的看法相对保守，不足以反映公司的内在价值。按总股本 7.89 亿股（截至 2020 年 7 月 28 日）计算的 2020/21/22 年 EPS 为 0.95/1.09/1.24 元。采用 FCFF/APV 两种估值方法测算得到涪陵榨菜的每股价值为 45 元/44 元。综合绝对估值和相对估值法，我们给予涪陵榨菜目标价 45.00 元，对应 2020 年 48 倍 PE，上调评级至“买入”。

## 目 录

1、 小行业、大公司——理解涪陵榨菜的三个角度 .....	6
2、 为何公司业绩有明显的周期性？ .....	7
2.1、 周期起始于原料端——榨菜产业链的起点 .....	7
2.2、 提价对冲成本形成不同的渠道推力 .....	9
2.3、 渠道推力是周期性波动的主要原因 .....	12
2.4、 2020 年上行周期再次来临 .....	14
3、 增长破局之道——渠道下沉 .....	17
3.1、 渠道下沉的背景和模式——两次渠道下沉的比较 .....	17
3.2、 渠道下沉的空间 .....	19
4、 增长破局之道——品类拓展 .....	21
4.1、 品类扩张必要性和可行性 .....	21
4.2、 为何公司过去的品类拓展受阻？ .....	22
4.3、 品类拓展的优先级——升级榨菜>萝卜>泡菜>酱料 .....	24
5、 盈利预测 .....	26
5.1、 营业收入预测 .....	26
5.2、 毛利率和费用率预测 .....	27
6、 估值分析与投资评级 .....	28
6.1、 相对估值 .....	28
6.2、 绝对估值 .....	29
6.3、 估值结论与投资评级 .....	31
7、 风险分析 .....	31

## 图表目录

图 1：涪陵榨菜的营业收入同比增速呈现出明显的周期性 .....	6
图 2：2018 年全国各地青菜头种植面积占比 .....	8
图 3：造成青菜头价格波动较大的因素 .....	8
图 4：涪陵区加工用青菜头收购均价及同比变动 .....	8
图 5：涪陵区青菜头采购价与公司吨均材料成本变动 .....	8
图 6：2007-2010H1 公司成本结构 .....	8
图 7：2012-2019 年公司成本结构 .....	8
图 8：天气导致青菜头减产情况下三个主体的决策树 .....	9
图 9：2012 年至 2019 年公司销售/生产量（万吨）变动情况 .....	10
图 10：2008 年榨菜行业公司市占率 .....	10
图 11：2019 年测算榨菜行业公司市占率 .....	10
图 12：调味品龙头企业毛利率比较 .....	11
图 13：调味品龙头企业净利率比较 .....	11
图 14：直接提价/间接提价的比较以及出现的现实结果 .....	12
图 15：公司量价拆分以及历次周期主要内容 .....	13
图 16：2020 年 Q1 部分调味品龙头企业营收+预收增速 .....	14
图 17：一条利益链连接起种植户-合作社-公司三个主体 .....	15
图 18：公司存货结构印证原材料储量不断上升 .....	15
图 19：公司营收与青菜头均价变动直接存在一致性 .....	16
图 20：公司吨销售价变动多数情况下大于吨成本价变动 .....	16
图 21：2013 年与 2019 年渠道下沉对比 .....	18
图 22：2013 年-2019 年公司销售费用率/推广费用率比较 .....	18
图 23：重庆市涪陵区青菜头种植面积和产量已多年维持稳定 .....	22
图 24：2015 年-2019 年公司收入结构情况 .....	23
图 25：2016-2019 年公司各品类销售收入增长率 .....	23
图 26：2019 年公司各品类体量和毛利率情况 .....	24
图 27：公司历年兼并收购结果简述 .....	24
图 28：2012-2019 年公司市场推广费用及其占收入比重 .....	24
图 29：榨菜产品的营销历程 .....	24
图 30：2019 年 7 月-2020 年 6 月阿里系平台部分品类线上按销售额计算的市场集中度比较 .....	25
图 31：萝卜品类和榨菜品类在产品本质、产业链、渠道存在协同性 .....	25
表 1：历年重大事件、公司主要应对措施及结果梳理 .....	13
表 2：公司窖池储藏能力变动情况 .....	15
表 3：公司生产/销售人员数量和结构变化情况 .....	18

表 4：2020 年县级市场及全年收入测算.....	19
表 5：2021 年县级市场收入测算.....	21
表 6：2021 年各级市场及全年收入测算.....	21
表 7：调味品分类 .....	22
表 8：可选佐餐调味料的共性和个性、行业情况以及公司各个品类产能情况比较.....	26
表 9：公司产能变动情况一览 .....	26
表 10：涪陵榨菜营业总收入拆分 .....	27
表 11：涪陵榨菜毛利率分析 .....	28
表 12：2017 年至今调味品公司 PE 估值波动区间.....	29
表 13：调味品可比公司市场一致盈利预测与对应 PE .....	29
敏感性分析 .....	30
估值结果汇总.....	30

## 1、小行业、大公司——理解涪陵榨菜的三个角度

榨菜是调味品中的一个细分品类，根据我们的测算，2019 年行业规模约为 80 亿，涪陵榨菜集团是榨菜行业的龙头，也是唯一一家全国性的榨菜企业，其业务以榨菜为根本，同时也正逐步扩张到其他佐餐调味品。

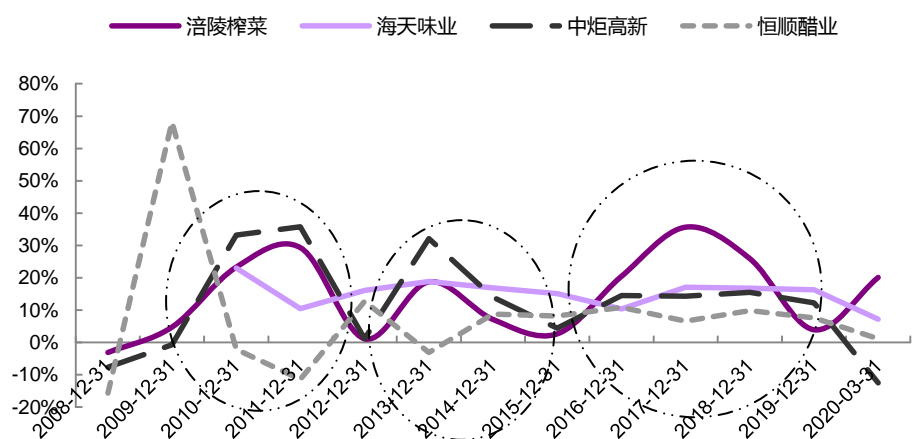
通过回顾公司的发展历史，比较同类企业的经营和财务状况，我们试图通过拆分量价关系和剖析产业链的特点去分析当下公司的三大看点：

一、公司的营收增长波动呈现周期性，高增长和滞缓交替出现。我们发现，虽然其他调味品龙头企业在早期也会存在经营业绩大幅波动的阶段，但步入成熟期后营收波动会有所降低。而涪陵榨菜的营收却呈现出明显的周期性波动，且波动幅度较大，最近的一轮周期在 2016 年-2019 年，四年的营收同比增速分别为 20.4%/35.6%/25.9%/3.9%，2019 年收入增长的突然滞缓令人思考，当年公司净利润更是五年来首次出现下降。是什么导致了公司营收的周期性波动以及如何理解这种波动，这是本文要回答的首要问题。

二、公司新一轮渠道下沉成效如何，是否具备可持续性，能为公司带来多少增量。对公司而言，渠道下沉即由省市区市场拓展至县级市场，公司在 2013 年进行过一次向县级市场的扩张，但是仅维持了 2-3 年，未能持续，随后销售人员数量也遭遇了下滑。2018 年公司推动了销售体系裂变，2019 年进行了第二次渠道下沉。因此，弄清楚本轮渠道下沉与上一轮有何不同，是否具备可持续性，这是理解公司未来增长空间的关键。

三、公司品类扩张进程如何，为何过去品类扩张的进度不佳。公司以榨菜起家，在达到一定规模以后，也曾多次试图通过兼并收购的手段进行品类的扩张，不过，纵观公司近年来的收购动作，2015 年收购惠通食品之后经营业绩不及预期，后续的多次收购行为也因各种原因而终止，拓展之路并不顺利。为何进行品类拓展是一种必然，公司过去的扩张之路缘何收效不佳，未来的出路又在何处？理解这些问题有助于帮我们认识到公司的增长潜力。

图 1：涪陵榨菜的营业收入同比增速呈现出明显的周期性



资料来源：wind，光大证券研究所整理



## 2、为何公司业绩有明显的周期性？

### 2.1、周期起始于原料端——榨菜产业链的起点

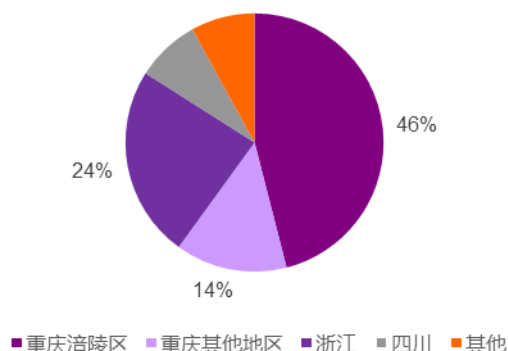
青菜头自身的“娇贵”特点是致其价格波动较大的内因。首先，榨菜的原材料青菜头种植条件较为苛刻，全国仅有重庆、四川、浙江等地较为适宜种植。根据智研资讯数据，2018年涪陵地区青菜头种植面积占全国的40%以上，产量约占全国的36%，整个重庆地区的种植面积占全国的60%左右。青菜头种植集中，若一地产量不佳，就会影响全国的青菜头价格水平，譬如2016-2017年浙江青菜头减产，浙江榨菜企业为维持生产被迫到涪陵地区收购青菜头，造成了涪陵地区青菜头价格的上升。

其次，青菜头种植要求温度较低，9月种下，1-2月份即可收割，而若遭遇暖冬或极寒，则都会造成青菜头减产。此外，青菜头收割时机较短，块茎成熟可收获到雨水季节来临不过1个月的时间，雨水浸泡过的青菜头会迅速膨胀，重量增加但是口感变差，品质也有所下滑。根据涪陵区政府网的数据，2019年雨水季节前的青菜头收购价格在700-800元/吨，而雨水季节来临后的青菜头收购价在600-700元/吨。此外，收获的青菜头保鲜时间较短，要求加工户或者厂商在几天内进行加工，这又要求榨菜工厂毗邻产地以最大化运作效率。

行业特点决定公司原材料成本占比较高，原材料价格波动是公司成本的主要不确定性来源。根据公司招股说明书的数据，公司原材料成本占据营业成本的40%左右，梳理2012-2019年公司成本结构，材料费用（原材料+包装材料）共占据成本的70%-75%，行业特点决定公司原材料成本占比难以降低。从涪陵区青菜头收购均价来看，青菜头的价格波动少则10-20%，多则能达到40%，因此，原材料价格波动是影响公司成本端的主要不确定因素。

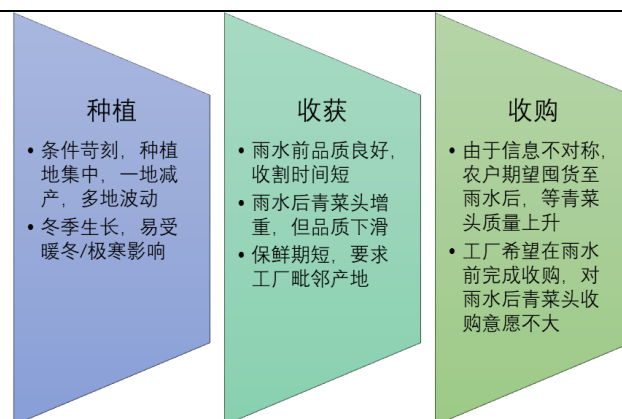
原材料市场种植户-合作社-公司三者之间的交易成本过高，加剧了价格波动。很长一段时间内，由于市场不透明且缺乏合理的机制，农户-合作社-公司三者之间围绕收购价格问题往往要进行多次博弈，这种博弈往往没有赢家。从农户角度说，农户的期望是将青菜头卖个好价钱，最好的青菜头是雨水前的，但此时青菜头较轻，雨水过后的青菜头重量增加了，但是由于品质问题，工厂却不愿意采购。工厂-农户这一对博弈中，农户往往是弱者，一旦拖得太久，“娇贵”的青菜头烂在地里，最终结果是农户没有卖出符合自己的期望价格，工厂也可能难以收到足够的优质原料。

图 2：2018 年全国各地青菜头种植面积占比



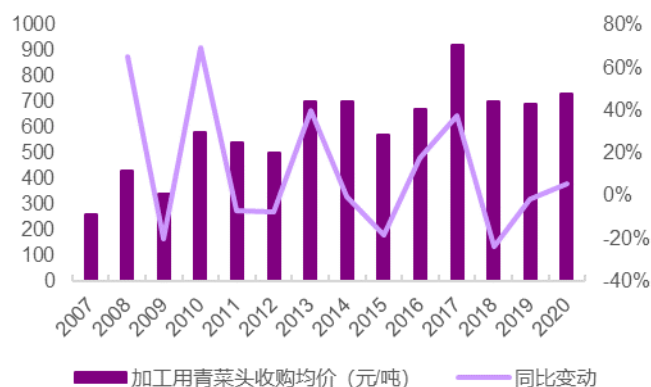
资料来源：涪陵区政府网，光大证券研究所整理

图 3：造成青菜头价格波动较大的因素



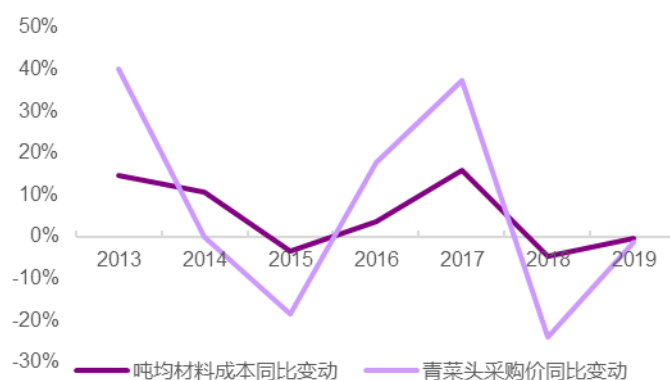
资料来源：乌江涪陵榨菜官网，光大证券研究所整理

图 4：涪陵区加工用青菜头收购均价及同比变动



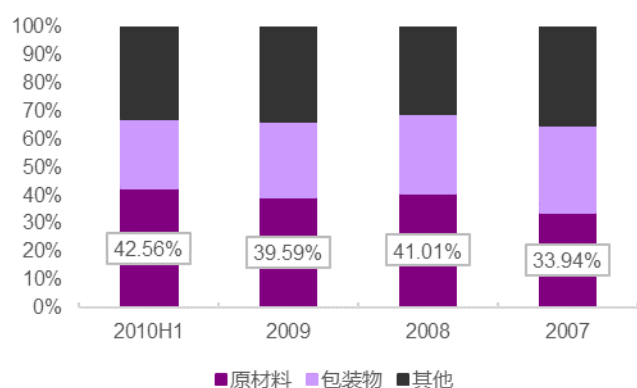
资料来源：涪陵区政府网，光大证券研究所整理，备注：青菜头收购已于 2 月份全部完成，故 2020 年收购价格数据为实际数据。

图 5：涪陵区青菜头采购价与公司吨均材料成本变动



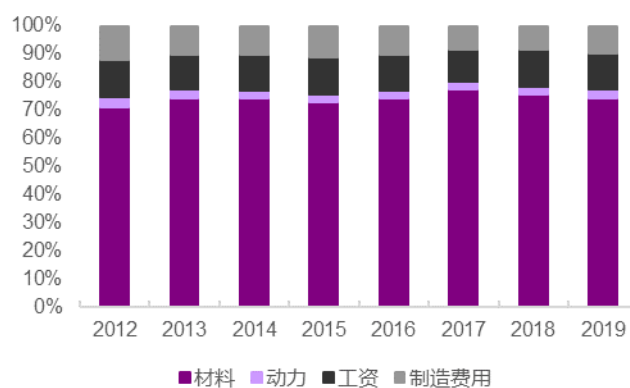
资料来源：涪陵区政府网，公司公告，光大证券研究所整理

图 6：2007-2010H1 公司成本结构



资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

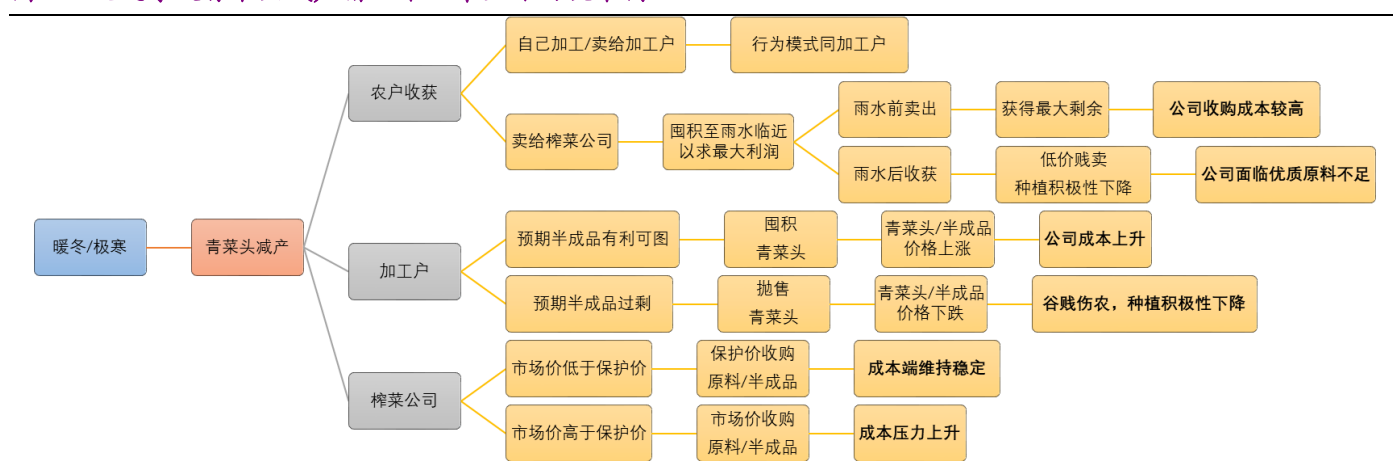
图 7：2012-2019 年公司成本结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理



图 8：天气导致青菜头减产情况下三个主体的决策树



资料来源：光大证券研究所整理

## 2.2、提价对冲成本形成不同的渠道推力

### 2.2.1、公司为何能以提价对冲成本压力？

强有力的供给端控制能力和较低的终端需求弹性决定公司能以提价转嫁成本压力。

从榨菜的需求层面看，产品的需求弹性较低，消费者对价格变动不敏感。经济发展伴随物价水平温和上升，人们收入逐渐提高，终端消费能力的上升使得消费者对榨菜价格更加不敏感。即使经过多次提价，榨菜 2 元左右的单价绝对值仍处较低水平，且公司往往使用不易被察觉的方式间接提价，消费者抵触情绪较小。

从产品的供给层面看：公司对原材料和渠道的把控力度较强，在产业链上处于强势地位。就原材料把控而言，因为原材料的特殊性，榨菜行业上游集中，全国青菜头产量又以重庆市涪陵区占比最高。公司身为国企，地处涪陵，在原料采购上掌握主动权，对供应商的议价能力稳固。2018 和 2019 年公司青菜头采购量均在 30 万吨左右，其采购量占涪陵区加工用青菜头的 30% 左右，占企业收购量的 75%。从渠道层面看，公司的先天优势带来渠道优势，截至 2019 年底，1800 个经销商保障公司产品的顺利流通，公司也因此成为榨菜行业唯一的全国性公司。

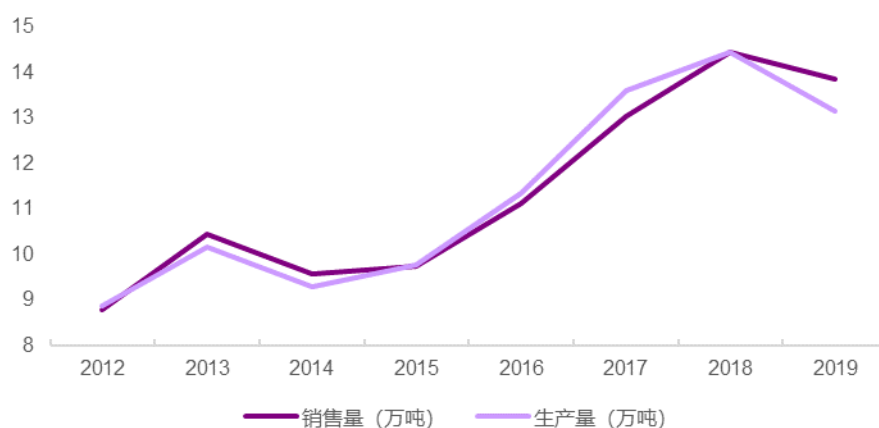
我们结合欧睿数据、《榨菜产业经济学研究》（何侍昌等著）内容与青菜头产量测算公司市占率位于 25%-30% 左右。1、欧睿口径市占率存在偏差，但其给出的行业增速可以借鉴。腌制品（pickled product）从内涵上包括榨菜、泡菜等多个品类，其规模应远远大于单独的榨菜行业规模，而根据欧睿数据，2019 年中国腌制品销售额仅为 67 亿左右，因此测算得公司市占率 40%。我们认为根据这一数据测算的市占率存在偏差。不过，欧睿测算时使用的行业增速和各家公司终端销售额具备一定的参考价值。

2、根据《榨菜产业经济学研究》数据，2012 年榨菜行业产值在 45 亿左右，若以欧睿数据 2012-2019 年 9.83% 的年均复合增速计算，2019 年榨菜行业规模 86.75 亿，公司的全口径收入 23.74 亿，市占率 27.37%。

3、根据青菜头产量测算，2017-2019 年涪陵区加工用青菜头收购量维持在 105 万吨左右，根据智研资讯资料，2018 年涪陵区青菜头产量约占全国的 36%，可得全国加工用青菜头总量接近 300 万吨。根据草根调研信息，我们得知公司近三年每年平均需要青菜头 42 万吨左右，从青菜头用量测算公司占有率 14-15%，考虑到公司的连续提价后，公司吨均价在行业内处于较高水平，我们按销售额测算的近三年公司市占率在 20%-30%之间。

提价的最终结果是公司的利润率不断上行。从盈利能力看，公司的毛利率/净利率逐年稳步上升，上升幅度在调味品公司中处于领先地位。2007 年至 2019 年，公司的毛利率从 35%增长到 57%，净利率水平从略大于 5%增加到 30%以上，可见公司的净利润水平提升主要来自于毛利率水平的上升。

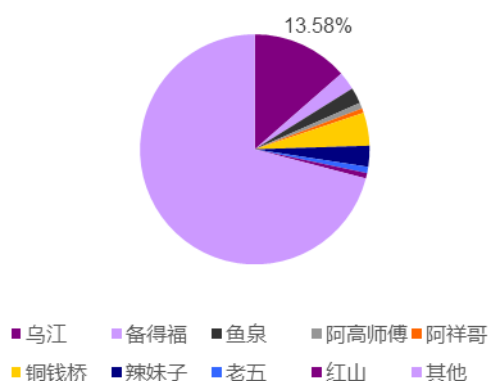
图 9：2012 年至 2019 年公司销售/生产量（万吨）变动情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

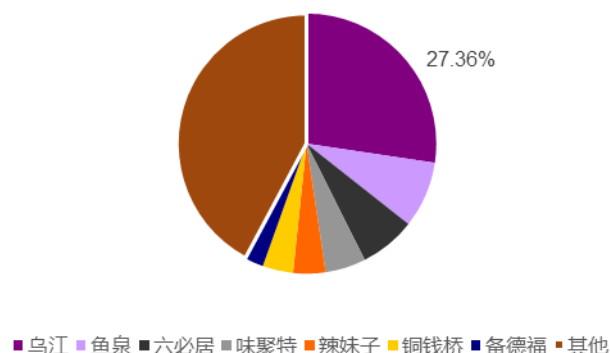
备注：由于公司多次通过缩包装提价，使得产品吨记销售量出现下滑，但是件记销售量未出现下滑，若从公司营收层面看，除了 2008 年以外，还没有出现过营收下滑的现象。

图 10：2008 年榨菜行业公司市占率



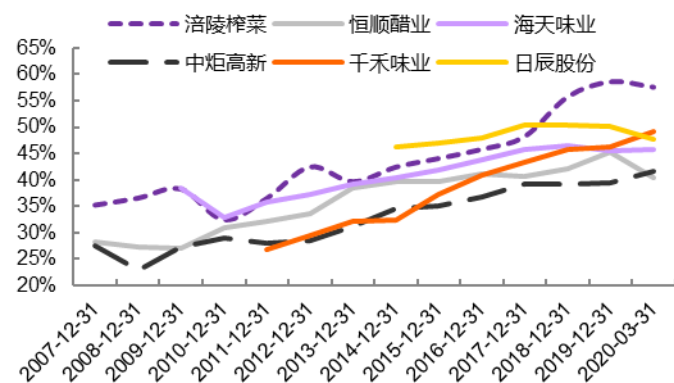
资料来源：招股说明书，《榨菜产业经济学研究》（何侍昌等著），光大证券研究所整理

图 11：2019 年测算榨菜行业公司市占率



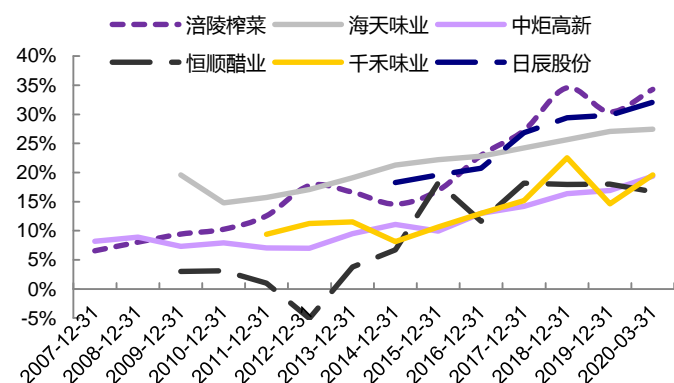
资料来源：Euromonitor，《榨菜产业经济学研究》（何侍昌等著），光大证券研究所整理

图 12：调味品龙头企业毛利率比较



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 13：调味品龙头企业净利率比较



资料来源：wind，光大证券研究所整理

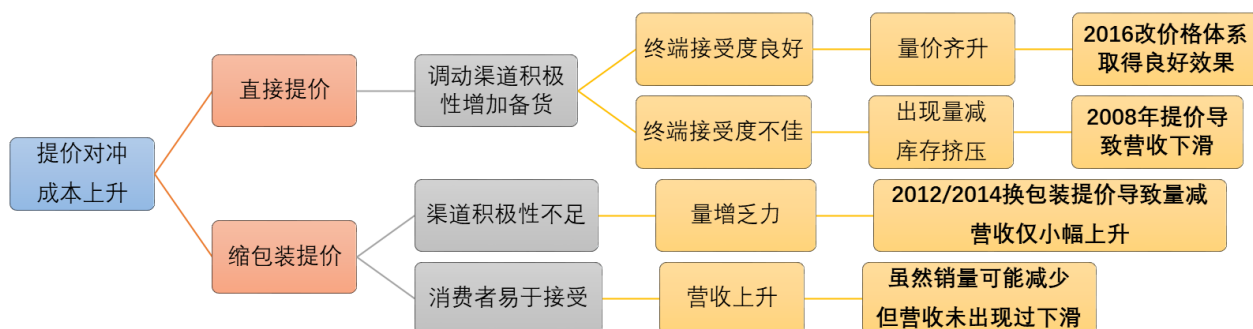
## 2.2.2、如何提价的战术选择——直接提价与间接提价的比较

**直接提价**，经销商受益，推动量增，但能否成功取决于终端接受度。直接提价指公司直接提升出厂价/零售价，或两者均有，从公司发展历史来看，出于维持渠道利润率的考虑，较少出现提升出厂价但不提升终端售价的提价策略。2008年和2016年的两次价格体系改革均同时提升了出厂价和零售价，并且增加了渠道利润空间，这使得经销商受益，积极性提升，带动销量上升。不过，对于终端消费者来说，直接提价带来直观体验，若产品和包装没有发生变化，则不易为终端接受。

**间接提价**，易被终端接受，但经销商不直接受益，存在积极性不足的问题。间接提价通常指代缩小产品包装但不改变产品价格的提价模式，这样的模式较为隐蔽，加上榨菜产品本身价格绝对值较低，消费者往往难以察觉，因此在终端接受度上占有优势。不过，这样的提价形式没有改变渠道利润水平，经销商并不能从中受益，因此，经销商缺乏扩大调货的动力。

从公司的策略来看，回顾 2008 年至 2020 年上半年的提价操作，十余次提价中，仅有两次是完全更改价格体系的直接提价，剩下的均是通过缩小包装推动的间接提价，只有缩小包装的空间实在有限时（如每件产品含量下降到 60g 左右），公司才会进行价格体系的改革。究其原因，一是频繁的价格变动对消费者冲击明显，二是价格体系改革涉及到所有产品，而缩包装可以分产品进行，更加简便。从作用效果来说，更改价格体系的直接提价为后续的间接提价提供了空间，而间接提价则是提升公司毛利率的主要手段。

图 14：直接提价/间接提价的比较以及出现的现实结果



资料来源：光大证券研究所整理

## 2.3、渠道推力是周期性波动的主要原因

经销商可以作为公司产品的蓄水池，但产品是否能被销售最终要看终端需求，经销商的推动弹性较大，终端需求的增长速度较为稳定，由此形成了周期性波动的基础，而经销商推力和终端需求这对关系中，**经销商推力对营收周期性波动的产生起着决定性的作用**。通过梳理各年份公司策略和效果，我们得以一探究竟渠道在其中的作用。

**2008 年，外部冲击下的终端接受度不佳导致提价后营收下滑。**2008 年价格体系改革恰逢国内大范围雪灾和国际金融危机的供需双重冲击，且当时榨菜的主要消费者为外出打工的流动人口，危机之下终端消费者收入普遍下滑，生活水平下降，此时公司提价虽然在商业层面合理，但是终端接受度不高，当年销量明显下滑。

**2009-2011 年，需求恢复与经销商推力合力促进销量跃升。**虽然 2008 年的价格体系改革市场认可度不佳，但是榨菜的价格进入 1 元时代为后续的成长奠定了空间。2009 年公司开始推动战略经销商合作模式，意在增加渠道积极性。同时，从宏观背景看，雪灾损害出清，救市计划投入，总需求恢复良好。渠道积极推动叠加终端接受度良好促成了 09-11 年的量增。

**2012 年，区域调整+缩包装提价致使营收承压。**2012 年公司对东北、华北地区进行了产品结构调整，同时推动缩包装提价，当年销量下滑，营收承压，增速仅为 1%。

**2013-2015 年，渠道下沉配合连续提价，间接提价空间达到天花板。**2012 年的调整和提价对销量和营收带来压力，公司产能释放要求销售体系变革。公司于 2013 年推动渠道下沉，当年量增 20%。2014 年公司继续缩包装提价，渠道下沉未能持续，当年公司价增量减，营收仅增长 7%。2015 年公司收购惠通食品，进军泡菜等新品类。由于缩包装提价空间受限，公司在广东率先实验价格体系改革。

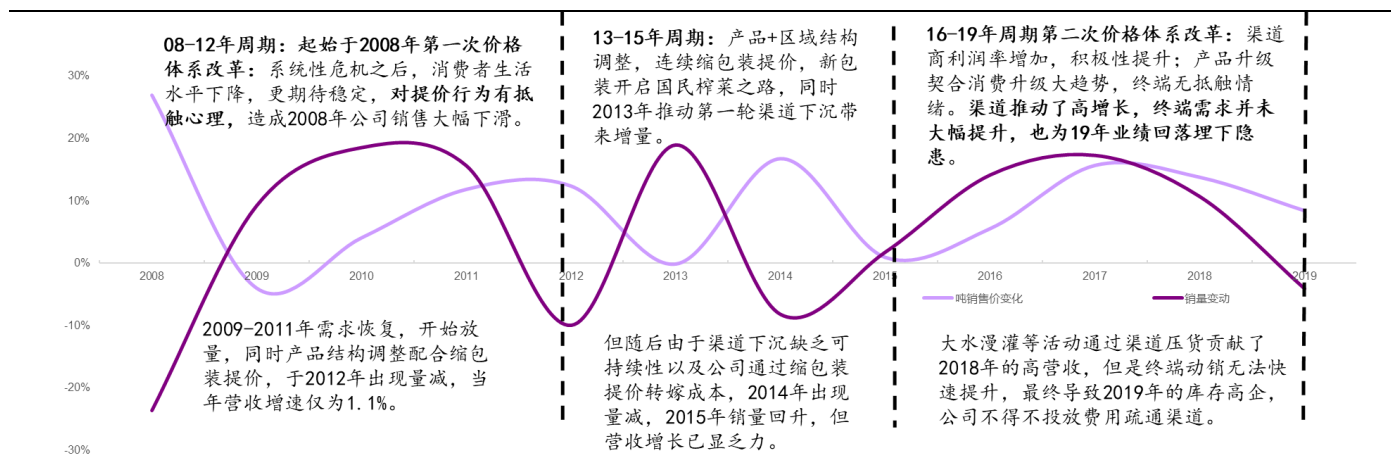
**2016-2018 年，价格体系改革促进渠道推力，乘消费升级东风，公司进入快速增长期。**2016 年价格体系改革正值消费升级大趋势抬头之际，此时的产品结构升级有助于改变榨菜在消费者眼中的低端形象；与此同时，2016

年的榨菜消费者已逐渐由流动人口转向家庭单位，消费者消费能力增强，对榨菜的价格变动敏感性不高；价格体系改革赋予经销商更大的利润空间，叠加公司的大规模促销活动，公司市占率快速上升，渠道推力带动 2016-2019 年销量大幅跃升。不过，终端消化能力并不能跟上渠道推动的节奏，2018 年的增长已经显现乏力，公司通过向渠道压货延续了增长态势，也为 2019 年动销乏力埋下了隐患。

**2019 年渠道下沉去库存，出清渠道压力，迎接上升周期到来。**2019 年公司亟需处理此前积累的渠道压力。公司通过投放费用推动第二次渠道下沉消化库存，出清渠道压力，迎接上升周期到来。由于费用投放较高，公司净利润多年来首次出现下滑。

综合来看，公司营收周期的核心是渠道周期，渠道利润率上升促进经销商积极性上升，2009-2011 年与 2016-2018 年这两个时间段内的快速放量证实了渠道的推力作用。2013 年渠道下沉后量增显著，但后续未能持续，导致 2014-2015 年销量增长乏力。不过，渠道推动的高增长会面临终端动销水平的制约，高增长之后往往是渠道压力出清和量减，由此形成销量变动导致的营收周期性波动。

图 15：公司量价拆分以及历次周期主要内容



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 1：历年重大事件、公司主要应对措施及结果梳理

年份	2008	2009-2011	2012	2013	2014
重大事件 主要挑战	全国雪灾 金融危机冲击	大规模救市计划 投资带动经济	区域调整 价格调整冲击营收	追求市占率上升 寻求新的增长空间	渠道下沉难以持续
原料端波动	原材料价格大幅上升 60%	成本总体上升	成本小幅下滑	原材料价格上升 40%	成本维持平稳
应对策略	缩包装提价 第一次改价格体系	砍掉低消产品 聚焦主力产品	砍掉低消产品 缩包装提价	第一次渠道下沉+缩包装 提价+央视投广告推广	继续渠道下沉 缩包装提价
经销商是否受益	受益	受益	-	受益于渠道下沉	无明显受益
终端接受度	糟糕	良好	一般	良好	一般
量价变动	价格上升但量减显著， 营收同比下降 3.1%	价小幅上升，量恢复 良好，营收上升显著	价升量减，当年营收同比 增速仅为 1.1%	渠道下沉+营销带动量 增，价格平稳，营收同比 上升 18.7%	价增量减，营收同比上升 7.1%



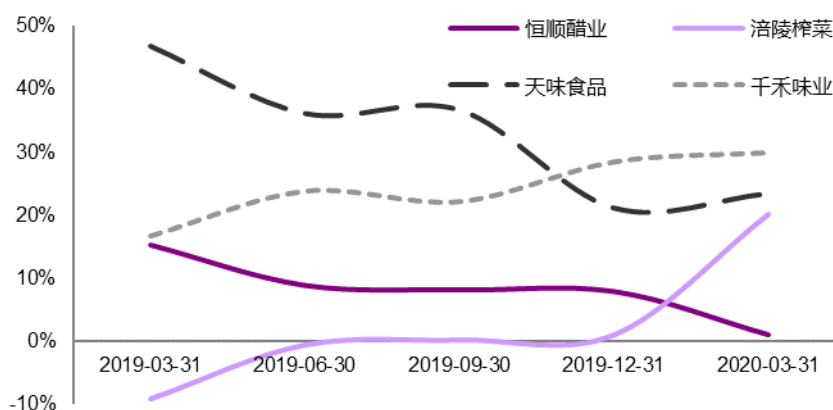
年份	2015	2016-2017	2018	2019	2020E
重大事件 主要挑战	消费升级趋势 自然动销增长疲软	冰雪天气 青菜头减产	压货支撑增长 自然动销疲软	渠道库存高企	疫情席卷全国 家庭端消费短期猛增
原料端波动	原材料价格下滑 20%	成本显著上升	原材料价格回落 24%	成本小幅下滑	成本小幅上升
应对策略	在广东试水第二次 更改价格体系	全国价格体系改革 连续提价	“大水漫灌”策略 直接提价	投放费用 第二次渠道下沉	缩包装提价 巩固渠道下沉成果
经销商是否受益	-	受益积极性上升	受益，大量囤货	缓解库存压力	受益，库存压力彻底出清
终端接受度	-	良好	一般	一般	良好
量价变动	量价均维持稳定，营 收同比增长 2.7%	量价齐升，2016/17 营收同比增速分别 为 20.4%/35.7%	量价齐升，营收同比增长 26%，但增长靠压货支 撑，终端需求疲软	价增量减，营收同比增速 回落至 3.9%，首次出现 净利润下滑	预计大概率出现量价齐 升，标志新周期的开始

资料来源：涪陵区政府网，公司公告，光大证券研究所整理

## 2.4、2020 年上行周期再次来临

祸兮福所依——疫情致家庭端榨菜需求短期扩张，公司 2020 年业绩开门红。公司的榨菜销售渠道中，流通渠道占据 60%，商超占据 30%，餐饮端只占不到 2%，因此，虽然疫情对餐饮业造成了显著的打击，但是公司未被明显冲击，反而在家庭端迎来了需求的短期扩增，渠道库存一度不足两周。截至 2020 年 6 月份，渠道库存水平在 4 周左右，位于公司标准的下限，库存压力的彻底出清为产品正常流通提供了有利条件。

图 16：2020 年 Q1 部分调味品龙头企业营收+预收增速



资料来源：wind，光大证券研究所整理

### 2.4.1、预计 2020 年成本保持稳定。

新机制稳定公司原料成本。2020 年是涪陵区“一个保护价、两份保证金，一条利益链”收购新机制落地的第一年。种植户入股合作社，与合作社签订合同，缴纳一定保证金就能以不低于 800 元/吨的价格将青菜头卖给合作社；合作社则与公司签订协议，缴纳保证金后能以不低于 1728 元/吨的价格向企业出售半加工品。保证金制度将三者绑定在一起，有效避免了公司与单个农户进行交易的较高交易成本，既稳定了原材料价格，又保障了农户的

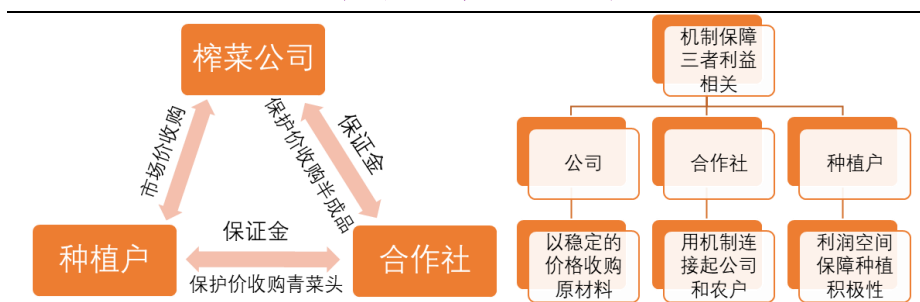


种植积极性。公司在上游的议价能力不体现在以最低的价格收购原材料，而是保证原材料的稳定供应和良好品质。

**原料贮藏能力有助于熨平公司的成本波动。**一般而言，榨菜产品产销量和原料窖池配比为 1: 1.5-2 时，运作效率较为理想，截至 2019 年末，公司拥有榨菜产能 14 万吨左右（主力榨菜 12 万吨+脆口产品 2 万吨），拥有窖藏能力 30 万吨，若窖池全部储满，窖藏原料能够满足全年的生产要求。

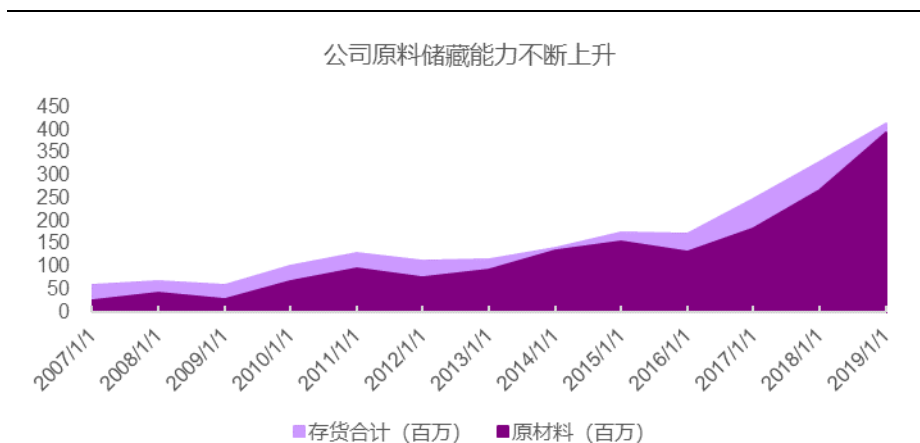
**2020 年原材料成本预计维持平稳。**考虑 1、在原材料青菜头采购上,2020 年公司继续以保护价收购青菜头,而保护价本身高于市场均价;在加工半成品采购上,大部分加工户仍然延续与公司的合同价格。2、根据草根调研的信息,公司的 2019 年收购的原材料储备足够 2020 年全年的使用。因此,虽然 2020 年的原材料价格上浮,其对公司本年度成本端不会构成较大压力。

图 17：一条利益链连接起种植户-合作社-公司三个主体



资料来源：重庆新闻，草根调研，光大证券研究所整理

**图 18：公司存货结构印证原材料储量不断上升**



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 2: 公司窖池储藏能力变动情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
窖池贮藏能力（万吨）	9.5	11.35	11.35+	15.5	20.5	20.5	20.5-25	30	30
备注	超额资金建设窖池4.2万吨			“珍溪榨菜原料加工贮藏基地项目”和“好味源榨菜原料加工贮藏池建设一期	好味源榨菜原料加工贮藏池建设二期			眉山4万立方米原料池投产	

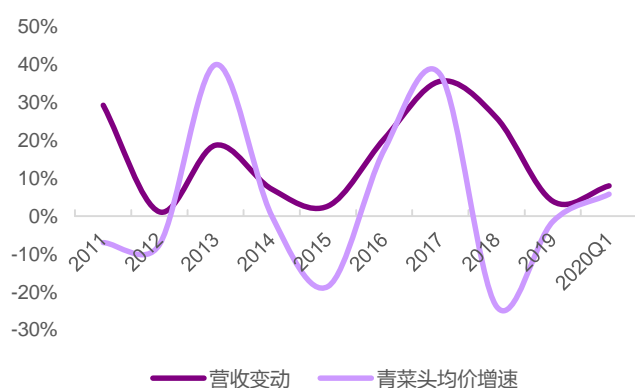
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

## 2.4.2、成本控制能力让公司在原料上涨时得以逆流而上

上游保护价机制和公司储藏能力相互促进，尽可能熨平原材料价格波动对成本端的影响，其结果是公司可以在原料价格上涨时逆流而上，经验证据显示公司往往能从原料价格上涨中获益。

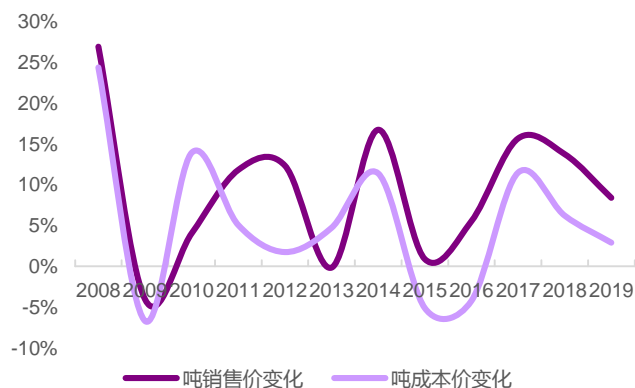
从营收看，营收增速与原菜头价格变动方向呈现出一致性，即原材料价格上升时，公司的营收增速也上升；原材料价格下跌时，营收增速反而不佳。其原因可能是原料成本上升时，中小榨菜企业经营困难，又无法通过提价对冲，因此其份额逐渐被公司抢占；而在原材料价格下降时，中小榨菜企业盈利水平上升，能够支撑业务扩张，公司的成本控制优势和提价优势反而不明显。

图 19：公司营收与青菜头均价变动直接存在一致性



资料来源：公司公告，涪陵区政府网，光大证券研究所整理

图 20：公司吨销售价变动多数情况下大于吨成本价变动



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

## 2.4.3、2020 年量价齐升是大概率事件，新的上行周期已然到来

**产能释放与渠道下沉为量增奠定基础。**主力榨菜和脆口产能释放，2019 年中期脆口榨菜产能得到释放，脆口产能达到 3.4 万吨，眉山惠通食品 5 万吨榨菜厂预计于 2020 年投产，届时主力榨菜产能达到 17 万吨。结合 2018 年末以来完成的渠道裂变和 2019 年的大规模渠道下沉，我们认为 2020 年公司产品销量增长势在必得。

**缩包装提价完成促进售价上升。**2020 年上半年，新一轮缩包装提价业已完成，占销售额 55% 的主力产品鲜脆菜丝包装全部由 80g 换为 70g，考虑到一个月左右的渠道库存，我们预计市场上的存量 80g 包装产品将于 2020 年中期左右全部使用完毕，2020 年下半年新的包装将直面消费者，全年公司吨均销售价格上升几乎成定局。**综合销量和售价判断，2020 年出现量价齐升是大概率事件，新的上行周期已经到来。**

展望中期，本轮周期类似于 2012-2014 年连续缩包装提价+渠道下沉的周期，在缩包装提价上，两次周期主要区别在于本次周期缩包装提价空间稍显不足，2012 年公司主力产品包装在 100g 左右，而 2020 年缩包装提价以后主力产品鲜脆菜丝包装缩至 70g。考虑到公司仅在 2014 年将部分产品包装缩小至 60g，此后便进行了价格体系改革，因此我们认为主力产品进一步缩小包装的空间有限；在渠道下沉上，本轮周期渠道下沉更具备可持续性（详

见 3.1 分析)，预计能带动县级市场持续放量。综合来看，本轮周期预计在 3 年左右，不排除公司在 2021-2022 年推动第三次价格改革的可能性。

### 3、增长破局之道——渠道下沉

#### 3.1、渠道下沉的背景和模式——两次渠道下沉的比较

对公司而言，渠道下沉指代公司业务向县级市场扩张。2013 年和 2019 年公司推动了两次渠道下沉，两次下沉的开展产生于不同的背景，采用不同的模式，而 2013 年渠道下沉未能持续下去，那么，这次渠道下沉有何不同，是否能够持续下去？有必要梳理两次渠道下沉的异同。

2013 年的渠道下沉背景：（1）**2012 年区域调整与价格提升造成营收压力，公司迫切要实现营收增长。**2012 年公司进行了区域调整和缩包装提价，造成全年销量下滑，全年营收同比增速仅为 1.14%，处于业绩低谷。

（2）**产能大量释放要求销售体系扩充。**2013 年公司产能迎来释放，由 6 万吨跃升至 10 万吨，产能大幅度提升对公司销售能力提出了要求。（3）**渠道力相对较弱，缺乏在县级市场设立经销商的条件。**2012 年的公司市占率约在 15%，龙头地位尚不稳固，不论是公司的体量、渠道深度还是销售体系都还不足以支撑公司直接在县级市场设立经销商。

2013 年渠道下沉的模式和结果：**市级经销商辐射县级市场，渠道下沉无法持续，浅尝辄止。**在扩张模式上，公司采取市级经销商辐射下一级县级市场的方法进行渠道下沉。从销售体系扩编看，公司销售人员从 2012 年的 112 人增至 2013 年的 361 人。不过，这样的渠道下沉无法依靠终端自然动销维持，放量需要依赖持续的费用投放，与公司利润为首的战略方向相悖。从结果上看，渠道下沉帮助公司 2013 年完成了放量的目标，全年销量和营收增长均达到 19%，但是届时公司体量不大，难以支撑持续的费用投入，2016 年公司销售人员出现下滑，县级市场开拓也陷入停滞。从财务数据上看，2012/2013/2014 年公司销售费用率 18.6%/18.1%/22.6%，净利率分别为 17.7%/16.6%/14.6%，印证了上述逻辑。

2019 年渠道下沉的背景：（1）**2018 年公司位于上行周期的末端，渠道库存压力过大，终端自然动销乏力。**2016 年-2018 年价格体系改革叠加消费升级的东风，公司经历了三年的高增长，销售增速均达 20% 以上，2018 年中公司推出“大水漫灌”活动大量调货导致经销商库存高企，资金压力过大。进入 2019 年，公司亟需帮助渠道缓解压力，出清过剩的产品。（2）**公司的体量和渠道力支持在县级市场直接设立一级经销商。**本轮下沉前公司销售额接近 20 亿，有充足的费用投放能力。此外，公司已拥有 300 个左右较为成熟的县级市场经销商，在其他县级市也已经有了一定的二批商积累，设立县级市场的一级经销商可谓水到渠成。

2019 年渠道下沉的模式和预期结果：**直接设立县级市场一级经销商，预计将持续释放增量。**全年设立经销商超过 600 个，县级市场覆盖总计达到 900 个。通过保姆式的培训，2019 年新设立的经销商实现县级市场收入八千万以上，其中增量部分五千万左右，对营收贡献 2-3%。虽然 2019 年市场推

广费率达到 12.55%，但是考虑到县级市场经销商具备依靠终端自然动销既能实现持续增长的能力，我们预计这种模式将不会依赖费用的持续投放。

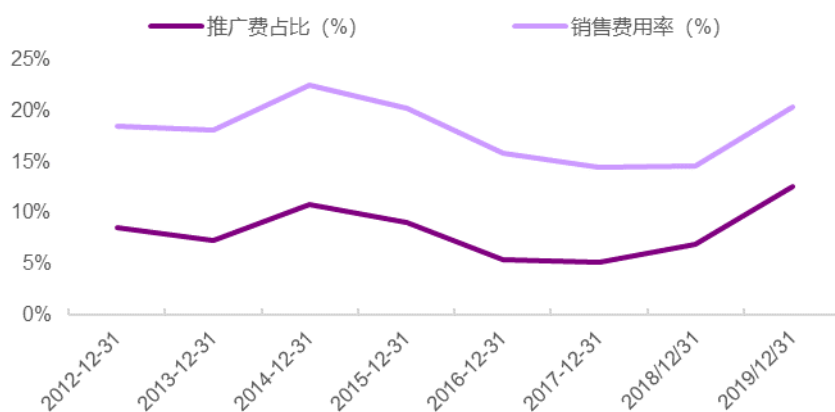
2020 年开始，公司在县级市场再次转变策略，更加看重县级市场经销商的存活率和调货能力。综合来看，推动渠道下沉是公司做大蛋糕的主要抓手，考虑到本次渠道下沉的模式更具可持续性以及公司努力维护县级市场开拓成果的决心，我们认为这次渠道下沉将为公司营收带来持续增量。

图 21：2013 年与 2019 年渠道下沉对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 22：2013 年-2019 年公司销售费用率/推广费用率比较



资料来源：wind，光大证券研究所整理

表 3：公司生产/销售人员数量和结构变化情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
生产人员	561	524	507	499	423	546	749	1695	1673	1822
销售人员	92	117	112	361	402	453	372	366	376	501
总员工数	909	913	872	1115	1085	1311	1437	2431	2630	2607
生产人员比重	61.7%	57.4%	58.1%	44.8%	39.0%	41.6%	52.1%	69.7%	63.6%	69.9%
销售人员比重	10.1%	12.8%	12.8%	32.4%	37.1%	34.6%	25.9%	15.1%	14.3%	19.2%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

## 3.2、渠道下沉的空间

### 3.2.1、测算 2020 年各级市场的收入

前文分析了本轮渠道下沉和 2013 的异同，并判断本次县级市场拓展将具备可持续性，随之而来的问题是渠道下沉能为公司带来多少增量？我们根据渠道调研数据，通过比较新/老县级经销商在 2019 年以及 2020 年 1-5 月的表现，进行 2020 年全年收入测算；

由于公司公报数据口径和渠道调研口径有所偏差，我们的测算以渠道调研口径为准，测算仅用于探讨统一口径下的增长率表现。

我们进行预测的基本假设是：1、疫情带来的是一过性快速增长需求，预计下半年将回归正常状态；2、县级市场、线上平台仍在成长期，增速较高，省市级市场维持自然动销；3、各级市场收入增长具备可持续性，不考虑大量压货或公司执行类似 2018 年的大规模促销活动；4、2020 年开始的营收周期类似于 2012-2015 年连续缩包装提价+渠道下沉的周期，参考 2012-2015 年年均复合增长率 9.3%。

**1、2020 年县级市场的收入测算。**我们将县级市场经销商结构分为 2019 年以前存在的老经销商、2019 年新设立的经销商以及 2020 年新设立的经销商。根据渠道调研信息，得知老经销商/19 年新开设经销商/20 年新开设经销商分别为 370/717/216 家。考虑到 2019 年渠道下沉步子稍大，经销商存活率较低，预计 2020 年仍有调货的大约在 600 家出头。2020 年 1-5 月期间，老/19 新开/20 新开经销商调货额估算为 1.4/0.84/0.16 亿，由此可得单个经销商月平均调货额。考虑到疫情期间，经销商调货量上升 16% 左右，预计疫情结束后需求增长恢复至正常水平，基于此，我们认为 2020 年 6-12 月的经销商单月调货额为 1-5 月的 85%，由此测算得 2020 年县级市场销售同比增速达到 40% 以上，对全年收入贡献达 7% 以上。

**2、省/市级市场以及线上电商的收入测算。**本轮周期类似于 2012-2015 年的连续缩包装提价+渠道下沉的周期，参考 2012-2015 年三年的年均复合增长率 9.3%，结合疫情的短期效应，我们预计 2020 年省市级市场的增长率为 7.5%。线上收入方面，由渠道调研得知 2019 年电商渠道收入同比增速在 60% 以上，考虑到电商体量较低，且疫情期间线上表现亮眼，我们保守预计 2020 年线上收入同比增长 60%。

我们的预测结果显示，2020 年县级市场/省市级市场/电商分别能为全年带来 7%/6%/3% 的增量，全年增速有望达到 16%，预计县级市场将成为主要的增量来源。

**表 4：2020 年县级市场及全年收入测算**

2020 县级市场收入测算关键假设	老经销商	19 新经销商	2020 新经销商
经销商数量 (个)	370	717	216
2020 年经销商存活率	100%	85%	100%
当年调货经销商数量 (个)	370	609	216
1-5 月完成额度 (亿)	1.4	0.84	0.16
1-5 月单个经销商调货额 (万/月)	7.57	2.76	1.48
预计 6-12 月平均收入占 1-5 月	85%	85%	85%



6-12 月(2020 年常态情况)单月调货额(万)	6.43	2.34	1.26
预计全年贡献(亿)	3.07	1.84	0.35
预计全年县级市场收入(亿)	5.26		
<b>2020 年分级市场收入测算</b>	<b>县级市场</b>	<b>省/市级市场</b>	<b>电商平台</b>
2019 年各级市场收入(亿)	3.6	18.3	1.2
2020 年各级市场收入同比增速	46.00%	7.50%	60.00%
2020 年预计各级市场收入(亿)	5.26	19.62	1.84
2019 年总收入(销售+线上)(亿)	23		
2020 年各级市场增量对全年的营收增速贡献	7.20%	5.95%	3.00%
预计 2020 年总收入(销售+线上)(亿)	26.71		
备注 1: 测算基本假设	2020 年上半年受疫情影响,家庭端收入短期快速增长,预计下半年回归常态(即不增不减),并在此基础上推断各级市场收入情况。		
备注 2:	由于公司销售公司统计的收入口径和报表披露的口径存在差异,本测算仅用于探讨 2020 年营业收入的增长率情况。		

资料来源:公司公告,草根调研,光大证券研究所预测

### 3.2.2、测算 2021 年各级市场的收入

基于前文对 2020 年各级市场收入的测算,我们试图进一步讨论 2021 年渠道下沉的空间和各级市场的收入。

我们预测的基本假设是:1、2021 年渠道拓展维持 2020 年的节奏,即追求存活率,稳步推进;2、县级市场、线上平台仍在成长期,增速较高,省市级市场维持自然动销;3、收入增长具备可持续性,不考虑大量压货或公司执行类似 2018 年的大规模促销活动。4、2020 年开始的营收周期类似于 2012-2014 年连续缩包装提价+渠道下沉的周期,参考 2012-2015 年的年复合增长率 9.3%。

**1、2021 年县级市场收入测算:**老经销商所在市场接近成熟,假设在 2020 年基础上增长 10%自然动销;我们据此保守估计 19 年新开经销商经过两年成长,于 2021 年较 2020 年常态情况下增长 20%达到月调货 2.81 万;2020 年新开经销商调货额沿用 2019 年新开经销商 2020 年常态情况下的单月调货水平。假设 2021 年渠道拓展节奏上维持 2020 年的高存活率策略,预估 2021 年新开经销商 200 家,2021 年新经销商调货额沿用 2020 年新经销商当年常态情况下单月调货水平。综上所述,在不考虑增加费用投放的情况下,我们预计仅靠自然增长,县级市场能为 2021 年全年收入带来近 3%的增量。

**2、省市级市场以及线上渠道的收入增速:**结合 2020 年省市级市场的预计销售额增速为 7.5%,由于疫情带来的短期需求激增不会持续到 2021 年,所以我们估计 2021 年省市级市场自然增速小幅下降至 7%。线上渠道方面,预测线上收入增速较 2020 年小幅下滑至 50%。

根据我们的测算,在不考虑额外费用投入的情况下,县级市场能带来近 3%的增量,全年自然增速有望达到 11%以上。



表 5：2021 年县级市场收入测算

县级市场收入测算	老经销商	19 新经销商	20 新经销商	预计 21 新经销商
经销商数量 (个)	370	600	216	200
经销商当年存活率	100%	100%	90%	100%
当年调货经销商数量 (个)	370	600	194	200
预计 2020 年常态情况下月调货额 (万)	6.43	2.34	-	-
预计 2021 年调货额同比 2020 年常态情况下的增速	10%	20%	-	-
平均单月调货额 (万)	7.08	2.81	2.34	1.26
预计全年贡献 (亿)	3.14	2.02	0.55	0.30
预计全年县级市场收入 (亿)	6.01			
备注	1、老经销商所在市场接近成熟，假设为 10% 自然动销； 2、我们据此保守估计 19 年新开经销商经过两年成长，2021 年月均调货额较 2020 年常态月均调货额增加 20%； 3、2020 年新开经销商调货额沿用表三中 2019 年新开经销商 2020 年常态情况下的月调货额水平。 4、2021 年新经销商沿用表三中 2020 年新经销商当年常态情况下的月调货额水平。			

资料来源：公司公告，草根调研，光大证券研究所预测

表 6：2021 年各级市场及全年收入测算

	县级市场	省/市级市场	电商平台
预计 2020 各级市场收入 (亿)	5.26	19.62	1.84
2021 年各级市场收入同比增速	14.44%	7.00%	50.00%
2021 年预计各级市场收入 (亿)	6.01	20.99	2.76
预计 2020 年总收入 (销售+线上) (亿)	26.71		
2021 年各级市场增量对全年的营收增速贡献	2.84%	5.14%	3.44%
预计 2021 年总收入 (销售+线上) (亿)	29.77		
备注 1	1、本表格测算借鉴 12-15 年连续缩包装提价+渠道下沉的周期，并以 2020 年预测为基础。 2、表格中县级市场收入沿用表 5 的测算数据；省市级市场增速参照 12-15 复合年均增速以及表 5 中 2020 年预计增速水平； 3、线上增长较快，参照 2020 年预计增长水平。		
备注 2	由于公司销售公司统计的收入口径和报表披露的口径存在差异，本测算仅用于探讨 2021 年营业收入的增长率情况。		

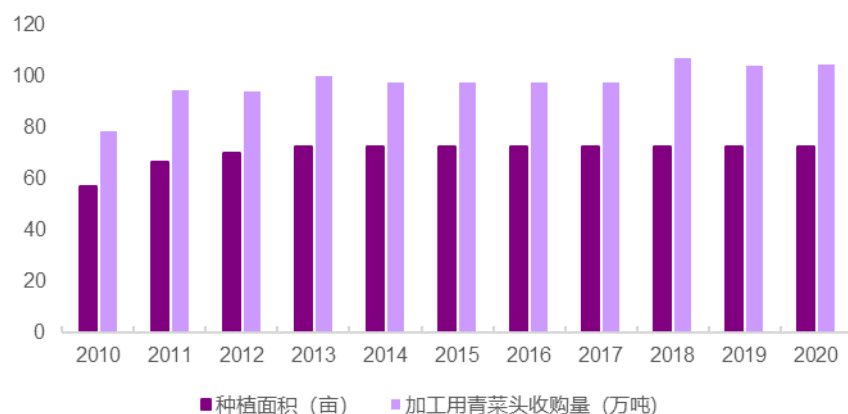
资料来源：公司公告，草根调研，光大证券研究所预测

## 4、增长破局之道——品类拓展

### 4.1、品类扩张必要性和可行性

榨菜的供给受限，单一品类需求天花板较低。从供给看：涪陵区青菜头产量多年维持在 160 万吨左右，早已达到种植上限。从需求看：产品本身的特点（品类单一的可选佐餐调味品）决定天花板较低，餐饮端增长潜力弱。公司若要维持长期持续增长，空间在于品类扩张。

图 23：重庆市涪陵区青菜头种植面积和产量已多年维持稳定



资料来源：涪陵区政府网，光大证券研究所整理

榨菜及拓展品类在产品本质、渠道上存在协同性，因此具备拓展可行性。若将调味品分为三类，榨菜、萝卜、泡菜等腌制品属于可选（非必需的）佐餐调味品，其应用无特定菜系搭配要求，使用主要集中在家庭端。

从产品协同上看，拓展萝卜、泡菜等品类有助于细分终端需求，做大整个佐餐调味品市场的规模。

从渠道协同角度看：佐餐调味料使用群体以家庭为主，流通渠道主要依赖商超和经销商，分发渠道具备协同能力，公司既有的渠道体系有助于新品类的短期放量。

表 7：调味品分类

本质	必需的基础调味品	可选的基础调味品	可选的佐餐调味品
特点	饮食做饭的基础，适用于所有菜系	特定菜系的基础 or 特定菜品/口味需要	非必需，无菜系搭配要求
应用场景	适用于绝大部分场景	适用于某些特殊场景	无特定应用场景，多用于佐餐拌饭，充当菜品
品类	盐、糖、酱油等	料酒、鸡精鸡粉、火锅底料、酸菜鱼底料等	榨菜、泡菜、酱料等
应用渠道	家庭、餐饮均必不可少	制作特定菜系的餐饮、家庭	家庭为主，餐饮较少

资料来源：光大证券研究所整理

## 4.2、为何公司过去的品类拓展受阻？

虽然公司早在 2014 年就开始了品类拓展的动作，但是从 2019 年回顾过去的品类拓展进程，似乎阻碍重重，新品类的收入占比维持较低水平，涪陵=乌江=榨菜的消费者认知也没能打破。那么，究竟是什么导致了过去这些年品类拓展受阻，我们从以下角度给予解答：

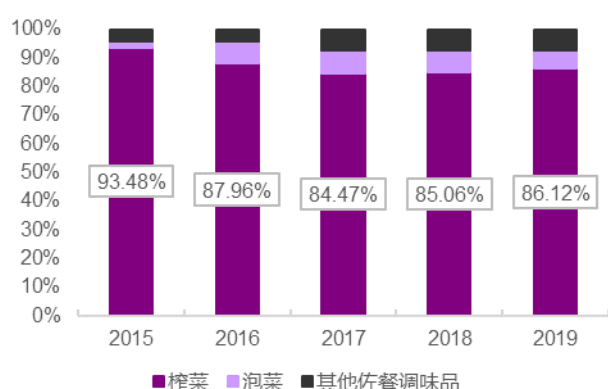
一、市场推广、品类投入不足，拓展品类的消费者教育尚未完成，仅靠终端自然增长难以为继。乌江榨菜品类的推广是十几年来多次产品升级和营销的结果，2006 年公司请当时火遍全国的明星张铁林代言榨菜，大笔支出 1400 万在央视投放广告，开始建立起乌江品牌在全国的认知，2013 年再次更换国粹版包装，将传统文化与产品结合，打造乌江=榨菜的消费

者认知，随着体量的增大，产品营销方式也逐渐精细化，从广域投放转向与各种场景结合。梳理公司的营销历程不难发现，榨菜产品的消费者教育既需要费用上的投放，也需要时间的沉淀。相比之下，在新品类拓展方面，公司2014年推出萝卜和海带丝品类，2015年收购惠通食品推出泡菜品类，但公司并没有跟上相应的市场推广和营销宣传。从销售额看，这几个新品类经过1-2年的快速增长以后便进入沉寂，近三年增速也低于榨菜，公司收入结构中，17/18/19年榨菜收入占比84.5%/85.1%/86.1%，呈现逐年上升之势，侧面印证了新品的增长乏力。

**二、战略方向上保利润而不是扩收入，新品毛利率较低导致缺乏扩大规模动力，规模效应无法充分体现反过来抑制了毛利率上升。**从毛利率角度说，2019年萝卜毛利率52%，泡菜毛利率在41%左右，均不及榨菜的60%高毛利；究其原因，一是品类的规模差异较大，2019年年报披露数据显示，榨菜品类规模达到17亿，而萝卜和泡菜品类都仅有1亿出头，规模较小导致成本分担能力较小，萝卜和泡菜的毛利率水平也较低；二是公司缺乏对泡菜和萝卜产品的绝对定价能力。在新品类上，公司缺乏榨菜产品在上游原料端的核心掌控力，新品类行业格局分散，公司市占率不高，提价逻辑不畅，造成毛利率较低。从公司营收和利润的角度看，可知公司的战略方向是保利润大于扩收入，因此，新品类的低毛利和小规模形成了一个循环，因为毛利率较低，公司缺乏投放费用扩大销售的动力，反过来因为规模较小，产品毛利率始终无法上升。

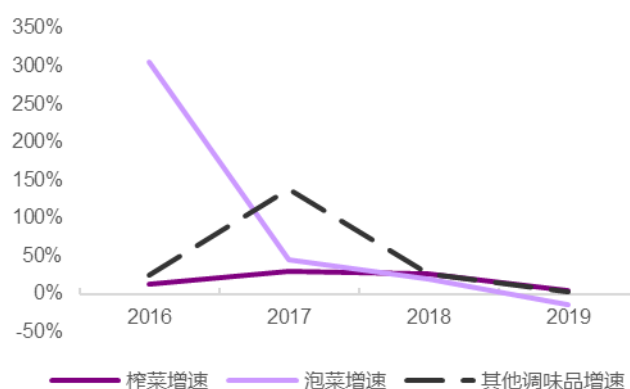
**三、近年来数次收购兼并受阻拖延了公司品类拓展的进程。**公司2015年全资收购惠通食品，但是后续泡菜的销售立马遭遇瓶颈，业绩不及预期。公司2016年尝试收购某调味品生产企业、2017收购东北某大酱企业、2018年尝试收购四川某酱类企业的努力均告失败，一定程度上阻碍了品类拓展的进度。

图 24：2015 年-2019 年公司收入结构情况



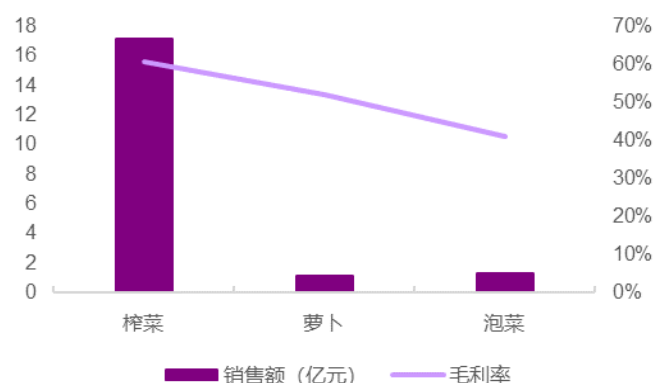
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 25：2016-2019 年公司各品类销售收入增长率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 26：2019 年公司各品类体量和毛利率情况



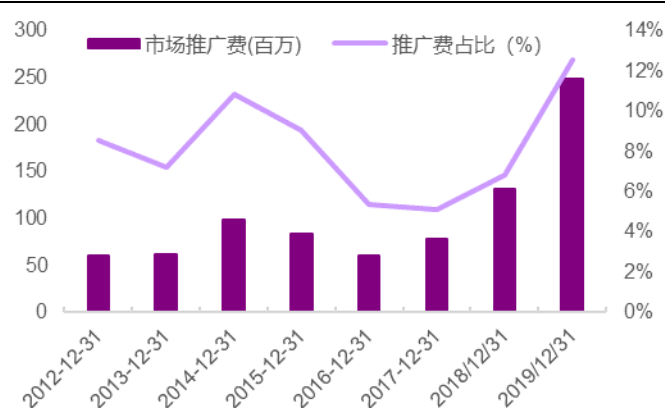
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 27：公司历年兼并收购结果简述

时间	收购标的	结果
2011年	贵州独山盐酸菜	成功
2015年	惠通食品	成功收购，但业务后续增长不及预期
2016年	某调味品生产企业	终止
2017年	某东北大酱企业	终止
2018年	某四川酱类企业	终止

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 28：2012-2019 年公司市场推广费用及其占收入比重



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 29：榨菜产品的营销历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 4.3、品类拓展的优先级——升级榨菜>萝卜>泡菜>酱料

从榨菜内部结构来看，榨菜升级产品是近年来增速最快的单品，也是产品结构升级的主要抓手，包括主力榨菜中的新口味微辣榨菜以及主打高端化的脆口榨菜。2013 公司开始重新推脆口榨菜，随着 2017 年华富榨菜厂产能释放，脆口产能达到 1.8 万吨，2018 年脆口单品销售额涨幅约为 50%，2019 年中涪陵 1.6 万吨脆口榨菜产能释放，脆口榨菜总产能达到 3.4 万吨，将有效支撑该品类的持续放量。根据渠道调研信息，脆口榨菜在 2020 年疫情期间销售额同比增长约 30%，预计 2020 年全年将延续强势表现。

萝卜是离榨菜最“近”的新品类，品类拓展优先级仅次于升级榨菜。萝卜品类和榨菜品类在产业链、渠道上具备相似性。（1）**产业链特征近似**。和榨菜类似，萝卜的适宜产地也较为集中，以东北为主，其加工工艺简单，产品风味受原材料质量影响较大。由于产业链相似，公司具备快速复制萝卜产业链的能力。（2）**渠道协同**。萝卜的受众群体与榨菜存在一定的重合，可以通过共同的渠道分发销售，虽然可能对榨菜销量产生一定的替代效应，但是多元化的产品将有助于细分终端需求，从整体来看，仍将做大腌制品市场。（3）**释放规模效应，改变收入成本结构**。2019 年萝卜品类销售 1.2 亿，毛利率仅为 49%，与榨菜的 60%相比仍有空间，规模效应释放将分担单位

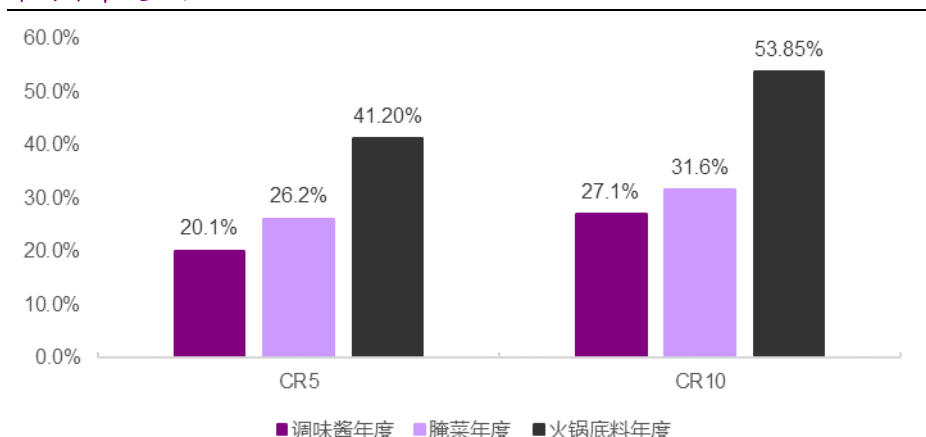
成本，有助于毛利率提升；此外，萝卜产品放量也将改变收入和成本结构，缓解榨菜原材料价格波动导致的成本压力。从品牌角度看，大力拓展萝卜品类长远的意义在于打破涪陵=乌江=榨菜的固有认知，为后续进军市场空间更大的泡菜、酱类调味料等奠定认知基础。

渠道下沉的完成、萝卜品类产能释放、公司战略方向的转变或为品类拓展提速创造条件。公司位于辽宁的 5 万吨萝卜工厂预计于 2021 年投产，总产能来到 6.2 万吨，为此，2020 年下半年公司已将大力推广萝卜单品列于公司三大产品战略之一。

**通过乌江品牌为泡菜产品赋能。**泡菜产品品种多样，市场空间大但较为分散，从中期看，公司启用惠通+乌江两个品牌分别销售泡菜，一方面维持惠通食品的原有市场，另一方面利用乌江的品牌发力推广泡菜品类。

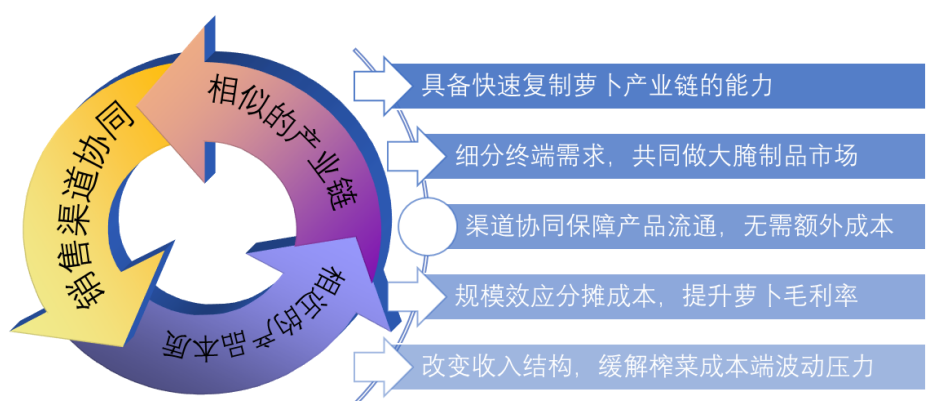
**调味酱市场是较为遥远但更加广阔的蓝海。**佐餐调味品中，酱料类产品种类最多，不同产品原产地分散，市场规模大而龙头市占率不高，虽然公司今年收购酱类企业失利，但行业特点决定公司仍可选择酱类作为远期扩展目标，截至 2020 年年中，公司在酱料方面的动作仅为采取代加工模式试销。

图 30：2019 年 7 月-2020 年 6 月阿里系平台部分品类线上按销售额计算的市场集中度比较



资料来源：淘数据，光大证券研究所整理

图 31：萝卜品类和榨菜品类在产品本质、产业链、渠道存在协同性



资料来源：光大证券研究所整理



表 8：可选佐餐调味料的共性和个性、行业情况以及公司各个品类产能情况比较

品类拓展的选择	升级榨菜	萝卜	泡菜（下饭菜）	酱料
产品本质	相近，均为可选的佐餐调味料			
上游原材料	产地较为集中，区域性较强		不同蔬菜产地分散	不同原料产地分散
加工复杂度	品类单一、工艺较为简单		品类较多，工艺较为复杂	
产品差异性	原料单一，加工程度低，产品差别不大，更易标准化		可选原料多样，口味差异大，可实现较大产品差异性	
销售渠道	流通、商超为主，餐饮比重较少			
公司营收规模（2019）	20 亿	1.1 亿	1.3 亿	试销阶段，暂无明确部署
行业规模	80 亿左右	少于榨菜	400 亿左右	400 亿左右
行业格局	乌江一家独大，市占率 25%	分散，缺少龙头企业	分散，龙头企业市占率不高	分散，龙头企业市占率不高
产能情况（截至 2020）	主力榨菜 12 万吨 脆口榨菜 3.6 万吨	1.2 万吨，5 万吨新工厂 预计将于 2021 投产	3.4 万吨	无专用厂房
品类扩张优先次序	升级榨菜（脆口）优先级最高	近期目标	中远期目标	远期目标

资料来源：公司公告，《光大证券调味品行业深度报告：民以食为天，食以味为先》（叶倩瑜，20190520），光大证券研究所整理

表 9：公司产能变动情况一览

产能（万吨）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
榨菜	6.1	6.1	6.1	10	11	12	12	12	12	12	17	17+
脆口			-	1	1	1	1	1.8	1.8	1.8	3.4	3.4
泡菜（下饭菜）			-	-	-	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
萝卜+海带丝				1	1	1	1	1.2	1.2	1.2	1.2	6.2
窖池贮藏能力			9.5	11.35	11.35+	15.5	20.5	20.5	20.5-25	30	30	30
备注： 产能变动				榨菜计量包装 自动化改造项目 部分完成；4 万吨榨菜生产 线投产		收购惠通，惠 通产能 3.4 万 吨；5 万吨 绿色蔬菜深 加工		华富榨菜厂扩 建 1.7 万吨（其 中 1.8 万吨脆 口）			涪陵 1.6 万吨脆 口榨菜；眉山 （惠通）5.3 万 吨榨菜生产线	辽宁 5 万 吨萝卜预 计投产

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

## 5、盈利预测

### 5.1、营业收入预测

- 考虑：（1）疫情的短期需求扩张效应；（2）公司 2019 年大规模渠道下沉的推动作用；（3）脆口榨菜正处于快速成长期，2019 年下半年 1.6 万吨脆口产能释放，主力榨菜品类产能释放在即。我们预计乌江系列榨菜 2020/2021/2022 年销量分别为 131725/143581/155067 吨，同比+8/9/8%；脆口系列榨菜 2020/2021/2022 年销量分别为 26991/32389/35628 吨，同比+30/20/10%。
- 考虑：（1）主力榨菜产品缩包装提价于 2020 年上半年完成；（2）产品的缩包装提价周期；我们预计乌江系列榨菜 2020/2021/2022 年销售单价分别为 12205/12571/12948 元/吨，同比+4/4/3%；脆口系列榨菜 2020/2021/2022 年销售单价分别为 13950/14229/14514



元/吨，同比+3/2/2%。

- 考虑：（1）公司将萝卜品类列为三大产品战略之一，2021 年萝卜即将迎来 5 万吨产能释放；（2）泡菜品类维持稳定。我们预测泡菜品类 2020/2021/2022 年营收增速分别为+10/10/10%；萝卜品类 2020/2021/2022 年营收增速分别为+10/15/30%；其他产品、其他业务 2020/2021/2022 年营收增速分别为 5%/5%/5%、0%/0%/0%。
- 综合考虑核心业务的量价关系以及非主业的展望，我们预计公司 2020/2021/2022 年营业总收入为 22.87/26.02/29.21 亿元，同比 +14.9%/13.8%/12.2%。

## 5.2、毛利率和费用率预测

- 考虑乌江榨菜的缩包装提价完成，我们预计乌江系列榨菜 2020/2021/2022 年毛利率继续稳步提升，分别为 60.5%/60.8%/61.6%；考虑脆口榨菜业务规模提升，规模效应显现，我们预测脆口榨菜业务 2020/2021/2022 年毛利率保持稳中有升的趋势，分别为 63.8%/63.9%/64.0%；考虑公司泡菜毛利率维持稳定，萝卜产能释放能够带来规模效应，我们预测公司 2020/2021/2022 年泡菜、萝卜产品毛利率分别为 42%/42%/42%、53%/54%/55%；综合考虑公司主营业务和其他业务的收入结构和毛利率情况，我们预测公司 2020/2021/2022 年综合毛利率分别为 59.3%/59.7%/60.3%。
- 考虑到 2020 年县级市场渠道开拓速度降低，且疫情期间费用节省，需求扩张进一步促进渠道库存压力出清，公司不再需要大量投放费用消化渠道库存和推动渠道下沉。此外，参考 2012-2014 年的费用率水平，我们预计公司 2020/2021/2022 年销售费用率分别为 17.27%/17.57%/17.99%；2020/2021/2022 年管理费用率分别为 3.19%/3.14%/3.09%；

表 10：涪陵榨菜营业总收入拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	1,913.29	1,989.35	2,286.62	2,602.35	2,920.75
（yoy,同比）		3.98%	14.94%	13.81%	12.23%
榨菜品类总收入(百万元)	1627	1713	1984	2266	2525
（yoy,同比）		5.27%	15.86%	14.19%	11.44%
榨菜：乌江系列销售额（百万元）	1390	1431	1608	1805	2008
榨菜：乌江系列销售量（吨）	123200	121968	131725	143581	155067
yoy(%)		-1%	8%	9%	8%
榨菜：乌江系列单价（元/吨）	11284	11735	12205	12571	12948
yoy(%)		4%	4%	3%	3%
榨菜：脆口系列销售额（百万元）	237	281	377	461	517
榨菜：脆口系列销售量（吨）	18000	20762	26991	32389	35628
yoy(%)		15%	30%	20%	10%
榨菜：脆口系列单价（元/吨）	13149	13544	13950	14229	14514
yoy(%)		3%	3%	2%	2%

泡菜销售额（百万元）	147	127	140	154	169
（yoy, 同比）		-14%	10%	10%	10%
萝卜销售额（百万元）	109	110	121	140	181
（yoy, 同比）		1%	10%	15%	30%
其他产品销售额（海带丝+榨菜酱油等）（百万元）	28	37	39	41	43
（yoy, 同比）		34%	5%	5%	5%
其他业务销售额（百万元）	2.22	2	2	2	2
（yoy, 同比）		0%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 11：涪陵榨菜毛利率分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公司综合毛利率	55.73%	58.72%	59.31%	59.73%	60.31%
榨菜品类毛利率	57.40%	60.64%	61.09%	61.46%	62.09%
其中：乌江系列榨菜毛利率	56.75%	60.08%	60.46%	60.84%	61.60%
其中：脆口系列榨菜毛利率	61.24%	63.50%	63.80%	63.90%	64.00%
泡菜毛利率	44.34%	41.29%	42.00%	42.00%	42.00%
萝卜毛利率	49.24%	52.12%	53.12%	54.12%	55.12%
其他产品毛利率	42.34%	48.86%	48.86%	48.86%	48.86%
其他业务毛利率	72.55%	72.55%	72.55%	72.55%	72.55%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

**涪陵榨菜盈利预测。**综合考虑公司的收入、毛利率和费用率，我们经财务模型测算得涪陵榨菜 2020/21/22 年营业收入分别为 22.87/26.02/29.21 亿元；2020/21/22 年净利润为 7.47/8.62/9.79 亿元；按总股本 7.89 亿股（截至 2020 年 7 月 28 日）计算的 2020/21/22 年 EPS 为 0.95/1.09/1.24 元。

## 6、估值分析与投资评级

### 6.1、相对估值

**涪陵榨菜相对估值比较。**考虑：（1）A 股调味品公司，根据一致盈利预测通过整体法计算 2020/21 年对应 PE 估值倍数在 68/57 倍，海天味业/中炬高新/恒顺醋业/千禾味业/天味食品一致盈利预测对应的 2020 年 PE 估值分别为 70/62/56/81/96 倍，而同期涪陵榨菜估值倍数较低。（2）调味品板块 PE 估值底部逐渐抬升，2017/18/19 年的 PE 估值底部分别为 25/29/33 倍，2020 年疫情期间，板块由于成长的确性享受的估值溢价明显显现；涪陵榨菜 PE 估值底部跟随板块从 23 倍抬升至 25 倍，2017-2019 年 PE 估值顶部均落在 42 倍，且 2019 年至 2020 年 3 月的 PE 估值中枢在 31 倍；（3）由于榨菜行业规模相较于其他调味品而言较小，因此存在一定的估值折价；（4）2020 年疫情帮助公司彻底出清渠道压力，节省费用，且本轮渠道下沉增量具备确定性，量价齐升是大概率事件。综合考虑：涪陵榨菜细分龙头市场地位以及所在行业的成长空间、历史的 PE 估值区间、本轮渠道下沉的增量确定性，我们给予涪陵榨菜 2020 年 PE48X，对应股价为 45.00 元。

表 12：2017 年至今调味品公司 PE 估值波动区间

代码	简称	当前市值 (亿元)	wind 一致净利润预测 平均值 (亿元)		一致盈利预测 对应估值		2017 年至今估 值波动区间		2018 年至今估 值波动区间		2019 年至今 估值波动区间		
			2020 年	2021 年	2020 年	2021 年	底部	顶部	底部	顶部	底部	顶部	中枢
603288.SH	海天味业	4,737.20	63.01	74.48	75	64	30	77	38	65	43	65	57
600872.SH	中炬高新	562.35	8.52	10.58	66	53	30	54	38	54	42	54	48
600305.SH	恒顺醋业	203.70	3.63	4.23	56	48	20	48	20	48	22	48	35
002507.SZ	涪陵榨菜	310.93	7.24	8.47	43	37	23	42	24	42	25	42	31
603027.SH	千禾味业	233.63	2.71	3.52	86	66	24	59	24	59	24	61	49
603317.SH	天味食品	360.29	3.69	4.72	98	76	--	--	--	--	30	77	61
603755.SH	日辰股份	72.38	1.04	1.32	70	55	--	--	--	--	45	70	58
整体		6,480.49	89.84	107.32	72	60	--	--	--	--	--	--	--
平均值					75	60	25	56	29	54	33	60	48

资料来源：wind，光大证券研究所整理，备注：股价日期为 2020 年 7 月 28 日。

表 13：调味品可比公司市场一致盈利预测与对应 PE

代码	简称	当前市值 (亿 元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603288.SH	海天味业	4,737.20	146.19	1.98	1.94	2.30	2.70	74	75	64	54
600872.SH	中炬高新	562.35	70.59	0.90	1.07	1.33	1.62	78	66	53	44
600305.SH	恒顺醋业	203.70	20.31	0.41	0.36	0.42	0.50	49	56	48	41
603027.SH	千禾味业	233.63	35.09	0.43	0.41	0.53	0.67	82	86	66	52
603317.SH	天味食品	360.29	59.95	0.74	0.61	0.79	1.04	81	98	76	57
603755.SH	日辰股份	72.38	73.4	1.04	1.05	1.33	1.66	71	70	55	44
平均值	-	-	-	-	-	-	-	72	75	60	49
中位数	-	-	-	-	-	-	-	76	72	59	48
002507.SZ	涪陵榨菜	310.93	39.39	0.77	0.95	1.09	1.24	51	41	36	32

资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020 年 7 月 28 日，涪陵榨菜 EPS 取光大证券研究所预测值，其余调味品公司 2020-2022EPS 取 Wind 一致盈利预测

## 6.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：采用中信二级行业分类-食品行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 15%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.91%

$\beta(\text{levered})$	0.77
$R_m - R_f$	4.24%
$K_e(\text{levered})$	6.18%
税率	15.00%
$K_d$	0.00%
$V_e$	30,672.4
$V_d$	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	6.18%

资料来源：光大证券研究所

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3,092.19	9.07%
第二阶段	7,638.50	22.41%
第三阶段 (终值)	23,353.88	68.52%
企业价值 AEV	34,084.57	100.00%
加：非经营性净资产价值	1,351.74	3.97%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	35,436.31	103.97%
股本 (百万股)	789.36	-
每股价值 (元)	44.89	-
PE (隐含)	47.43	-
PE (动态)	41.62	-

资料来源：光大证券研究所

### 敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.18%	49.21	53.87	60.00	68.42	80.71
5.68%	43.52	46.99	51.41	57.22	65.19
6.18%	38.95	41.60	44.89	49.08	54.58
6.68%	35.20	37.27	39.79	42.91	46.88
7.18%	32.07	33.72	35.69	38.07	41.03

资料来源：光大证券研究所

### 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	45	32 — 81	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
APV	44	31 — 80	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源：光大证券研究所

综上,我们采用 FCFF/APV 两种估值方法测算得到涪陵榨菜的每股价值为 45 元/44 元。

### 6.3、估值结论与投资评级

投资建议。（1）A 股调味品公司，根据一致盈利预测通过整体法计算 2020/21 年对应 PE 估值倍数在 68/57 倍，海天味业/中炬高新/恒顺醋业/千禾味业/天味食品一致盈利预测对应的 2020 年 PE 估值分别为 70/62/56/81/96 倍，而同期涪陵榨菜估值倍数较低。（2）调味品板块 PE 估值底部逐渐抬升，2017/18/19 年的 PE 估值底部分别为 25/29/33 倍，2020 年疫情期间，板块由于成长的确定性享受的估值溢价明显显现；涪陵榨菜 PE 估值底部跟随板块从 23 倍抬升至 25 倍，2017-2019 年 PE 估值顶部均落在 42 倍，且 2019 年至 2020 年 3 月的 PE 估值中枢在 31 倍；（3）由于榨菜行业规模相较于其他调味品而言较小，因此存在一定的估值折价；（4）采用 FCFF/APV 两种估值方法测算得到涪陵榨菜的每股价值为 45 元/44 元。

经历了 2019 年的大规模费用投放和渠道下沉消化渠道库存的努力后，公司渠道压力进入良性区间，恰逢 2020 年疫情导致的短期榨菜需求激增，使得公司 2020 年上半年经营业绩取得开门红，销售额实现较高增速的同时，渠道压力进一步出清，费用率也得到了缩减，更重要的是保住了公司 2019 年的县级市场开拓成果。考虑到公司的渠道下沉进度稳步推进，存量县级市场经销商持续调货带来的增量，公司对主力产品提价完成带来的销售单价上升，2020 年全年销量和价格双双增长是大概率事件。纵观公司过去的发展历程，从营收滞缓到量价齐升的转变往往是一个新周期的开始，我们有理由相信 2020 年新的周期已然到来，并且将给公司带来 2-3 年的快速增长。综上所述，疫情带来的需求增长是短期的确定性，渠道下沉带来的增量是中期的确定性，我们认为此前对公司的看法相对保守，不足以反映公司的内在价值。结合绝对估值和相对估值法，我们给予涪陵榨菜目标价 45.00 元，对应 2020 年 48 倍 PE，上调评级至“买入”。

## 7、风险分析

**消费者接受度不佳。**相较于渠道推力的较大弹性，消费者对榨菜的需求弹性较低，增长缓慢且平稳。若渠道对产品的推力过大，则可能导致终端动销不佳，渠道库存高企，从而影响产品销售。

**县级市场风险。**本轮渠道下沉，公司在县级市场设立一级经销商，不过县级市场体量和终端消费能力都与省市级市场存在较大差异，若经销商产品自然动销困难，则部分经销商可能无法存活，导致县级市场开发受阻。

**食品安全风险。**榨菜是公司的主营产品，若曝光出食品安全风险，则会对公司产品销售造成负面影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,914	1,990	2,287	2,603	2,921
营业成本	847	823	931	1,048	1,159
折旧和摊销	58	70	67	73	82
税金及附加	30	29	33	38	42
销售费用	281	407	395	457	526
管理费用	59	63	73	82	90
研发费用	1	10	12	13	15
财务费用	-3	-5	-28	-38	-47
投资收益	53	34	0	0	0
营业利润	786	719	896	1,031	1,167
利润总额	778	712	879	1,015	1,152
所得税	117	107	132	152	173
净利润	662	605	747	862	979
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	662	605	747	862	979
EPS(按最新股本计)	0.84	0.77	0.95	1.09	1.24

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	559	517	797	906	959
净利润	662	605	747	862	979
折旧摊销	58	70	67	73	82
净营运资金增加	-571	25	35	38	103
其他	410	-183	-52	-67	-206
投资活动产生现金流	545	-613	-204	-200	-260
净资本支出	-292	-647	-200	-200	-260
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	837	34	-4	0	0
融资活动现金流	-118	-205	-146	-154	-180
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-49	-16	180	81	84
净现金流	986	-301	446	552	519

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	55.8%	58.6%	59.3%	59.7%	60.3%
EBITDA 率	41.1%	37.6%	40.9%	40.9%	41.1%
EBIT 率	38.1%	34.1%	37.9%	38.1%	38.3%
税前净利润率	40.7%	35.8%	38.4%	39.0%	39.4%
归母净利润率	34.6%	30.4%	32.7%	33.1%	33.5%
ROA	22.2%	18.0%	18.4%	18.1%	17.6%
ROE (摊薄)	26.8%	21.1%	22.1%	21.5%	20.7%
经营性 ROIC	38.0%	26.1%	31.8%	34.4%	35.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	17%	15%	17%	16%	15%
流动比率	4.52	4.25	4.36	5.05	5.65
速动比率	3.70	3.17	3.43	4.29	4.88
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,978	3,362	4,052	4,771	5,575
货币资金	1,128	956	1,402	1,954	2,473
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	8	0	0	21	17
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	4	17	11	13	15
存货	330	414	465	419	464
其他流动资产	334	243	303	366	430
流动资产合计	1,810	1,636	2,190	2,782	3,408
其他权益工具	0	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	761	909	924	1,040	1,179
在建工程	173	244	365	379	421
无形资产	155	151	148	145	142
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	16	357	359	359	359
非流动资产合计	1,169	1,726	1,863	1,990	2,167
总负债	507	491	671	751	835
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	74	76	121	136	128
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	155	102	160	208	248
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	400	385	502	551	603
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	89	88	162	194	226
非流动负债合计	107	106	169	200	232
股东权益	2,471	2,871	3,381	4,020	4,740
股本	789	789	789	789	789
公积金	214	245	320	406	416
未分配利润	1,467	1,837	2,273	2,824	3,535
归属母公司权益	2,471	2,871	3,381	4,020	4,740
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	14.66%	20.45%	17.27%	17.57%	17.99%
管理费用率	3.08%	3.17%	3.19%	3.14%	3.09%
财务费用率	-0.18%	-0.26%	-1.23%	-1.47%	-1.61%
研发费用率	0.05%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.26	0.30	0.28	0.33	0.37
每股经营现金流	0.71	0.65	1.01	1.15	1.21
每股净资产	3.13	3.64	4.28	5.09	6.00
每股销售收入	2.43	2.52	2.90	3.30	3.70

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	47	51	42	36	32
PB	12.6	10.8	9.2	7.7	6.6
EV/EBITDA	38.5	40.7	32.1	27.7	24.2
股息率	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼