

# 榨菜似小，亮点颇多

## ——涪陵榨菜（002507）调研报告——

增持

### 内容摘要:

- **行业外部空间不断扩展。**消费群体和消费区域扩大、餐饮市场开拓等不断扩大行业外部空间，传统市场与新兴消费共同促进行业发展，预计整个行业销量复合增速在10%以上。涪陵榨菜作为行业龙头企业，与行业发展相互促进，能够最大程度地分享行业增长带来的效益。
- **行业内部结构持续升级。**首先，受益行业结构升级下的小包装榨菜快速增长。大包装逐步向小包装过渡代表着行业发展规律，食品安全整治加速了这一进程，公司明显受益；其次，食品安全与行业标准的提升将促进行业集中度提高，以公司为代表的行业力量逐步推进机械化、精加工，大小企业间的品牌与品质差距逐步拉大。
- **公司战略目标清晰理性。**公司中短期的目标仍是以做大做强榨菜主业为主，包括深度营销和行业并购等；中长期的目标是丰富产品品类，定位于佐餐开胃食品。路径上首先是立足榨菜，增强渠道控制力，其次才是丰富产品品类，打造乌江牌系列佐餐食品。当前大力推广新品类的时机并不成熟，预计三四年内榨菜深度营销仍是主要的利润来源。
- **公司业务优势相对明显。**一是原料优势，公司拥有对原材料“原产地青菜头”的掌控优势，并通过增加收储能力，降低原料价格波动性。二是技术优势，技术革新背景下消费者对产品的重新认知，通过机械化与加强安全检测，基本消除榨菜食品安全的部分隐患。三是品牌优势，持续广告投入增加规模化壁垒，无形中提高了行业规模化的成本，预计销售费用仍将保持相对高位。四是渠道优势，从战略经销向深度分销转型，把原有的粗放式营销向精细化方向发展，增加空白市场开拓力度，预计后期新市场销售增速会明显加快。
- **盈利分析与估值预测：**预计公司2012-2014年营业收入为7.96亿元、9.89亿元和12.27亿元，净利润1.25亿元、1.58亿元和2.05亿元，EPS分别为0.809元、1.020元和1.324元，当前价格下PE分别为25.15倍、19.95倍和15.37倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**经济增速下滑带来的影响；食品安全问题。

### 分析师

黄仕川  
执业证号：S1250109101224  
电话：023-63725713  
邮箱：hsc@swsc.com.cn

### 股价走势



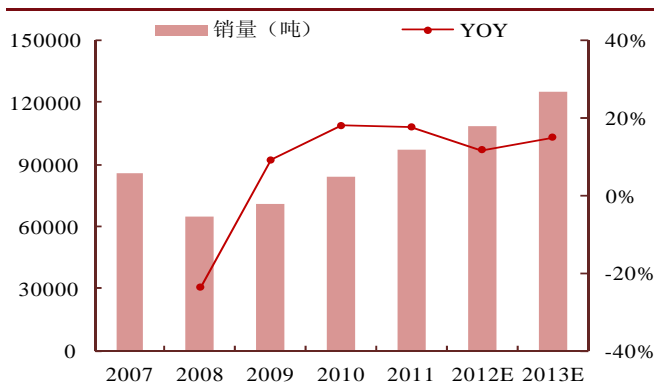
### 基础数据

总股本(亿股)	155.00
流通A股(亿股)	49.67
52周内股价区间(元)	13.27-22.99
总市值(亿元)	31.54
总资产(亿元)	10.57
每股净资产(元)	5.70
当前价(元)	21.00

## 一、行业外部空间不断扩展

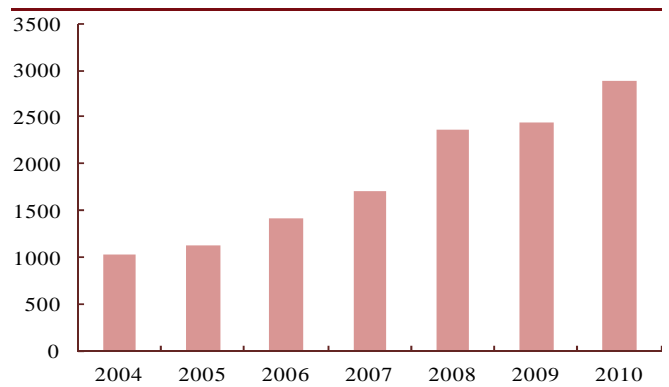
**1、传统市场拥有稳定快速增长的空间。**榨菜传统的消费以个人及家庭为主，首先在各区域上人们对榨菜的接受度并没有明显的差异，企业也积极推出适合各地口味的相关产品，由此榨菜将被越来越多的地区和人群所接受，行业可以通过营销区域扩张和现有市场深耕细作来拓展行业空间。其次，城市化推动消费方式改变，家庭自主腌制泡菜的习惯减少，快速消费品消费保持较快增长，榨菜开始走上越来越多家庭的餐桌。因此，我们认同榨菜行业能够保持稳定较快增长的判断，预计未来几年整个行业销量复合增速在 10% 以上。

图 1：公司榨菜产品销量及增速



数据来源：西南证券研发中心

图 2：限额以上餐饮业餐费收入规模（亿元）



数据来源：WIND、西南证券研发中心

**2、餐饮等新兴消费领域拥有广阔空间。**从市场调研来看，榨菜消费市场仍是以传统的个人或家庭佐餐消费为主，仅有少量用于做菜、煲汤等餐饮消费。而餐饮市场拥有非常大的发展空间，如果实现榨菜与餐饮的对接，将大大地提高榨菜的消费市场空间。当然，新消费习惯的培育是渐进的过程，而且需要行业龙头积极推动。基于此，公司积极推动榨菜与餐饮结合，并成立销售二部，专注于餐饮产品市场的开拓。相较于日本、韩国等的酱腌菜企业，榨菜行业空间巨大。传统市场与新兴消费共同促进行业空间扩展，涪陵榨菜作为行业龙头企业，与行业发展相互促进，能够最大程度地分享行业增长带来的效益。

## 二、行业内部结构持续升级

**3、受益行业结构升级下的小包装榨菜快速增长。**榨菜产品可粗分为大包装和小包装两大类，小包装相对优势在于精加工、食品安全信赖度高、产品品质有保障，毛利率也相对更高。我们认为大包装逐步向小包装过渡代表着行业的发展规律和产品结构升级趋势，小包装的增长速度明显快于行业的整体增长。而全国范围内严厉的食品安全隐患，加速了这一产品结构升级进程，我们认为小包装仍大幅升级的空间。公司产品全部为小包装，毛利率高、市场形象好，能够分享结构升级带来的好处。

**4、行业集中度低，食品安全促市场占有率提升。**我们预计公司的市场占有率约为 16% 左右，而主要竞争对手鱼泉、铜钱桥、辣妹子和备得福与公司规模相距甚远，而大量的小微型生产企业存在生产条件和安全质量等方面的问题。因此，食品安全与行业标准的提升将促

进行业集中度提高，近年重庆涪陵地区部分小榨菜生产企业被注销，常年开工生产的榨菜企业 20-30 家。以公司为代表的行业力量逐步推进机械化、精加工和新的质量标准，大小企业间的品牌与品质差距逐步拉大。配合以对原材料的影响和控制，小企业生存空间被压缩，按照行业发展规律，龙头企业市场占有率可以达到 25%-30% 以上，公司销售规模仍有较大增长空间。

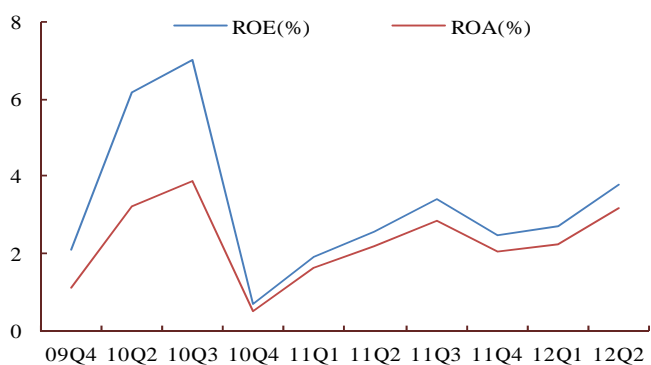
### 三、公司战略目标清晰理性

**5、理性战略护航公司中长期稳定增长。**公司中短期的目标仍是以做大做强榨菜主业为主，包括深度营销和行业并购等路径；中长期的目标是丰富产品品类，定位佐餐开胃食品（先期延伸豆腐干、辣椒等品类）。公司并不如市场所期望的急于开展丰富产品品类，而且专注于榨菜主业，超募资金也主要用于榨菜上下游配套。路径实施方面，首先是立足榨菜，在把榨菜市场进一步做精、做细、做大、做透，增强渠道控制力，其次才是在渠道控制力增强的基础上，定位佐餐开胃食品供应商，不断丰富产品品类，打造乌江牌系列佐餐食品。我们认为此定位非常理性，为公司中长期发展转型做好了规划。因此公司近几年的思路还是大力发展榨菜产业，增加对渠道的控制力和影响力，当前大力推广新品类的时机并不成熟，预计三四年内榨菜仍是主要的利润来源。

### 四、公司运营效率相对较高

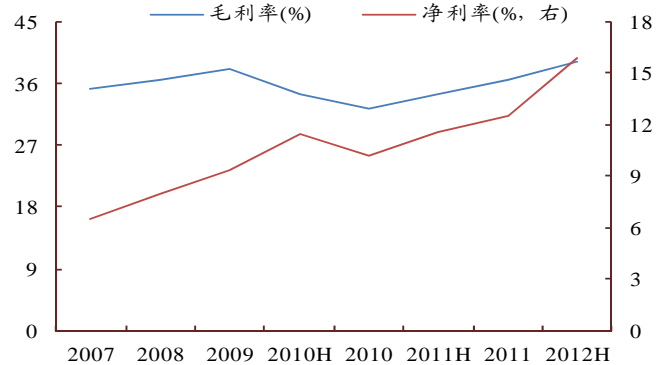
**6、净资产收益和总资产收益率将逐步提升。**公司 IPO 募资 5.24 亿元，其中超募资金约 3 亿元。随着募集项目的逐步投产，资金效率将逐步发挥出来，公司资产收益率有望继续提升。货币资金会陆续转化为固定资产，公司杠杆率可能也会逐步提升，生产规模的扩大，将促使销售成为公司的重点。由于榨菜行业的资产收益率较低，因此在资产效率提升过程中，公司业绩能够有较为明显的增长。

图 3：公司资产收益率稳步提升



数据来源：WIND，西南证券研发中心

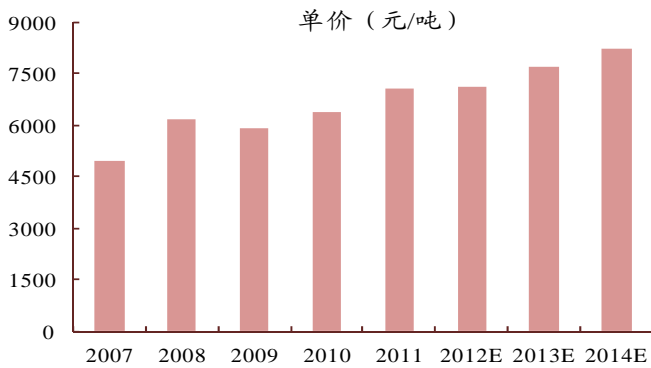
图 4：销售毛利率和销售净利率



数据来源：WIND，西南证券研发中心

7、灵活调控毛利率，税收优惠延续至 2020 年。公司以毛利率为调控目标，通过成本控制与产品提价等方式，近年都保持在 35% 左右，2012 年因成本下降而毛利率有明显提升。产品提价方面公司较为谨慎，但可以通过产品结构和包装大小等方式实现较强的调控能力。税收优惠方面，15% 的企业所得税延续至 2020 年；此外，公司作为农业产业化龙头企业，能够享受部分政策支持和政府补助。

图 5：榨菜销售吨价



数据来源：西南证券研发中心

图 6：政府补助占净利润的比重

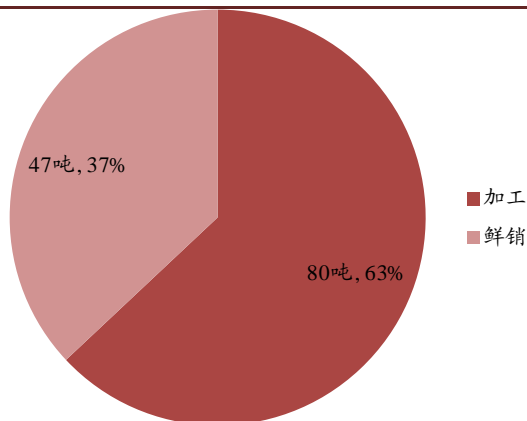


数据来源：WIND、西南证券研发中心

## 五、公司业务优势相对明显

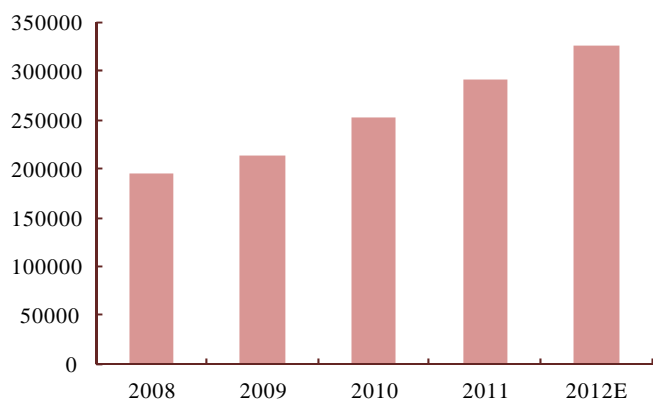
8、原料优势：公司拥有对原材料——“原产地青菜头”的掌控优势。谁能掌控原料，谁就掌握主动权。“涪陵榨菜”是一种原产地标识，青菜头这一原材料仅在重庆涪陵、浙江余姚和四川部分地区成规模种植，且不适合远距离运输。涪陵地区估算 2012 年产青菜头 127 万吨，其中约 80 万吨用于加工，而我们估算涪陵榨菜年消耗量约接近 30 万吨（折算为青菜头），公司原材料需求量最大、影响力最强，拥有明显的掌控优势。

图 7：近期季涪陵地区青菜头产量估算



数据来源：西南证券研发中心

图 8：公司青菜头消耗量估算 (吨)

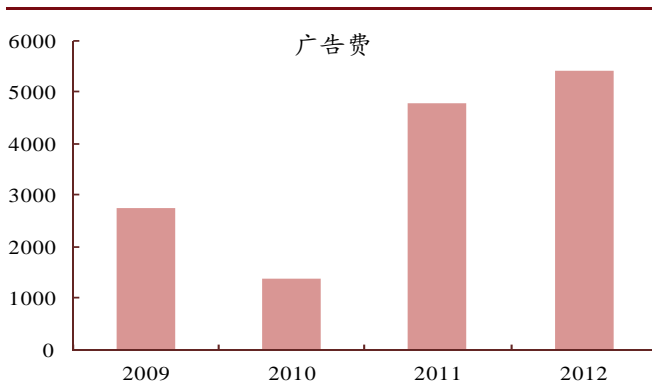


数据来源：西南证券研发中心

公司作为区政府重点扶持企业，能够代表行业与地方政府就关系农民利益的青菜头收购价进行谈判，政府也不会轻易破坏现有平衡。对原材料的采购主要从每年2月份开始，按照与政府协调的保护价收购部分青菜头（而小企业难以就保护价进行参与谈判）。接下来的再根据市场原则收购头盐、二盐和三盐。使得公司既能够通过与合作政府掌控原材料，又能够通过市场原则调节采购成本。长期来看，青菜头的价格仍将呈现较大波动，而加工规模的扩大也可能进一步拉升原料价格。公司一是强化基地发展建设工作，引导农民扩大种植面积和依靠科学种植提高单产，增加产量；二是加大投入，在原料基地建原料收储站，扩大原料窖池容量，增强原料供求平衡调剂能力，抑制人为竞争带来的原料价格过度上涨；目前，公司具有原料收储存能力9万多吨，预计今年底明年初可达11.5万吨。公司将根据用地指标情况，力争窖池容量达到20-25万吨（窖池成本相对较低），届时对原材料的调控能力将大大增加

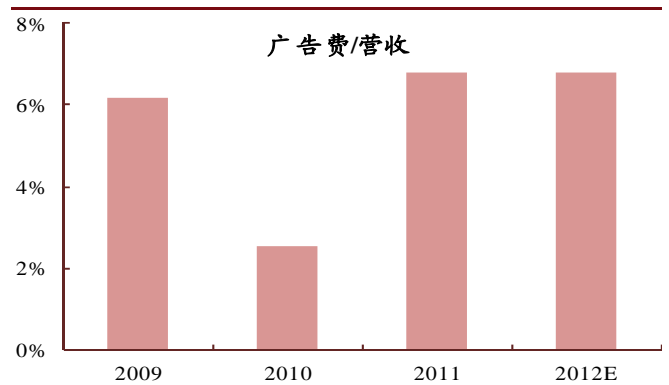
**9、技术优势：技术革新背景下消费者对产品的重新认知。**榨菜食品安全的部分风险因素都已基本消除。盐度方面，高盐、中盐和低盐相对以前已有大幅下降，低盐成发展趋势。公司产品盐度普遍在5度左右，并能通过机械化实现精准调控；同时，公司通过充氮保鲜和巴氏杀菌，不添加防腐剂，并对重金属、农残等进行检测。公司为行业内机械化率最高的企业，公司的金属检测器等分析检测设备在本行业均为国内、国际先进的设备，保证了产品质量。目前公司9个加工厂，11条生产线，已全部实现机械化，其中仅有部分工厂计量包装工序还没有完全自动化，并正在进行技术改造。同时，技术优势体现在对于人工的替代，公司近年加工规模和营业快速增长，但员工数量并无明显改变。同时，榨菜产品拥有多种氨基酸和营养物质，也将被消费者逐步认识。

图 9：公司广告投入（万元）



数据来源：WIND，西南证券研发中心

图 10：广告占公司营业收入的比重



数据来源：WIND，西南证券研发中心

**10、品牌优势：持续广告投入增加规模化壁垒。**公司“乌江”牌榨菜畅销全国，市场占有率第一，品牌知名度第一。公司生产的榨菜产品属于快速消费品，广告费、促销费、品牌宣传费与产品销售量呈一定的正相关关系。品牌宣传是公司销售的一个重要手段，广告投入能够提供相应的销量保证。对市场深耕细作，广告投入更是必不可少，公司后期仍有继续增加广告投入的可能。且广告持续投入，无形中提高了行业规模化的成本，虽然行业的直接门槛较低，但小企业一旦想要扩大规模，就会受到品牌的制约。未来增加品牌影响力，以品牌影响力带动经销商销售扩张、增加经销商盈利的思路不会变，预计销售费用仍将保持相对高位。



**11、渠道优势：从战略经销向深度分销转型，增加空白市场开拓力度。**公司拥有 1000 多家一级经销商客户，凭借品牌优势和奖惩措施实现与经销商的长期合作。原有的战略经销模式为公司扩大市场占有率，形成现有市场地位，实现快速增长做出了较大贡献。而公司今年提出做深做细市场的方向，把原有粗放式营销向精细化方向发展。公司根据销售区域的实际情况进行政策调整，对于多年快速增长且人均消费量已经很高的地区，采用以保护市场为主的策略，取消大幅度的折让；对于竞争不足和开拓不够的区域，重新划定经销商的管辖范围，并新增部分经销商，加强业绩考核，拓展原有市场的深度。预计后期销售人员将大幅增加，新市场的增速会明显加快。

## 六、盈利分析与估值预测

**12、预计公司业绩仍能保持稳定较快增长。**受益于成本下降，今年上半年公司毛利率从 36% 提升至 39%，使得上半年在收入仅增长 11.17% 的基础上，实现了利润 52.4% 的增长。毛利率明显提升，主要源于包装品、原材料价格的下降，部分地区价格略有调整。收入增长放缓的原因在于经济增速放缓带来较大冲击，以及部分地区竞争对手采取较大力度的促销策略所致。目前原材料价格仍处于下降趋势，公司下半年将加大市场投入，预计竞争地区的销售情况将有所好转。同时，行业增速的整体下滑，也成为争夺市场份额的重要时机。综合预计公司 2012-2014 年有望实现营业收入 7.96 亿元、9.89 亿元和 12.27 亿元，实现净利润 1.25 亿元、1.58 亿元和 2.05 亿元，EPS 分别为 0.809 元、1.020 元和 1.324 元，当前价格下 PE 分别为 25.15 倍、19.95 倍和 15.37 倍，给予“增持”评级。

**财务和估值数据摘要 (单位:百万元)**

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	442.06	545.04	704.66	795.93	988.54	1226.78
增长率(%)	4.78%	23.29%	29.29%	12.95%	24.20%	24.10%
归属母公司股东净利润	41.56	55.75	88.40	125.40	158.11	205.19
增长率(%)	23.03%	34.15%	58.59%	41.85%	26.08%	29.78%
每股收益(EPS)	0.268	0.360	0.570	0.809	1.020	1.324
每股经营现金流	0.995	0.732	0.762	0.867	1.144	1.454
销售毛利率	38.23%	32.36%	36.45%	38.70%	36.50%	37.50%
销售净利率	9.40%	10.23%	12.55%	15.76%	15.99%	16.73%
净资产收益率(ROE)	16.28%	6.65%	10.05%	12.96%	14.66%	16.79%
市盈率(P/E)	75.90	56.58	35.68	25.15	19.95	15.37

数据来源: Wind, 西南证券

**报表预测 (单位:百万元)**

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	487	470	506	628	营业收入	705	796	989	1227
应收和预付款项	23	33	41	48	减:营业成本	448	488	628	767
存货	129	145	162	187	营业税金及附加	6	7	9	11
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	133	140	148	184
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	26	30	35	43
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-11	-14	-15	-17
固定资产和在建工程	404	507	583	603	资产减值损失	0	0	0	0
无形资产和开发支出	17	16	14	13	加:投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1	1	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	1061	1170	1305	1478	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	102	145	184	239
应付和预收款项	155	176	200	229	加:其他非经营损益	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	利润总额	105	148	186	241
其他负债	27	27	27	27	减:所得税	16	22	28	36
负债合计	181	203	227	256	净利润	88	125	158	205
股本	155	155	155	155	减:少数股东损益	0	0	0	0
资本公积	557	557	557	557	归属母公司股东净利	88	125	158	205
留存收益	168	255	366	510	<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
归属母公司股东权益	880	968	1078	1222	经营性现金净流量	118	134	177	225
少数股东权益	0	0	0	0	投资性现金净流量	-118	-129	-109	-59
股东权益合计	880	968	1078	1222	筹资性现金净流量	-47	-23	-33	-45
负债和股东权益合计	1061	1170	1305	1478	现金流量净额	-47	-17	36	122

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券投资评级说明

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦

邮编：400023

电话：(023) 63786246

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>