

涪陵榨菜(002507)深度报告

渠道铺设成就行业领导者

投资要点

- **推荐逻辑:** 面对竞争,涪陵榨菜利用品牌、资本、种植基地的先发优势确立了行业中的领导地位。通过产品升级的方式,结合品牌建设,渠道铺设的方式实现业务转型,实现为市场提供高品质的产品,创造更高的利润进一步夯实公司在行业中的领导地位。同时,原材料储备基地建设将在原有的基础上加快扩张,降低原材料价格波动对企业经营管理的影响。市场开拓、成本控制双重作用下,企业的收入增长、利润增长将得以保障。
- **原材料基地建设。**涪陵榨菜原材料成本占成本的绝大多数比例,面对原材料价格大幅波动的现实情况,公司利用其拥有资本、品牌等先发优势,加快原材料窖池建设,并在合适的时间内投入使用,增加原材料的储备,降低原材料价格波动对企业业绩带来的影响。
- **企业规模持续扩张。**涪陵榨菜上市后利用募集资金有序的进行产能扩张,使企业充分分享规模经济的竞争优势。
- **销售战略调整。**消费群体基础夯实程度在一定程度上影响了企业在该领域的销售战略的布局,针对销售收入30万、10万等不同地区采用了不同的销售战略。面对,销售收入较大的地区,建立标杆性的市场,使标杆性市场的收入增长成为其他地区效仿的对象,并使标杆性的市场中的品牌效应传递至其他地区。销售战略调整后,企业的现金流更加充裕,应收账款的回款率也有所提高。
- **三线城市销售渠道铺设。**华南地区成为公司销售收入的主要来源,但是随着销售收入基数扩大后,增长率有所下降。面对华南市场的问题,涪陵榨菜通过开发三线城市的销售渠道,降低经销商的准入门槛打开初期市场的销售局面,并根据不同的经销商实行有序辅导、提供有利的销售激励制度。
- **盈利预测与投资建议。**预计2013~2015年EPS分别为1.09元、1.26元、1.46元,对应PE分别为35.01、30.61、26.41倍,根据公司的发展战略,给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动;食品安全;三线渠道推进速度慢于预期;新品销售速度慢于计划。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	712.66	1068.99	1282.79	1475.20
增长率	1.14	50.00	20.00	15.00
归属母公司净利润(百万元)	126.45	170.21	194.71	225.67
增长率	43.04	34.60	14.40	15.90
每股收益EPS(元)	0.82	1.09	1.26	1.46
净资产收益率ROE	13.28	15.93	16.21	16.66
PE	47.13	35.01	30.61	26.41
PB	6.26	5.58	4.96	4.40

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:梁从勇
执业证号:S1250511110003
电话:010-57631180
邮箱:lyong@swsc.com.cn
研究助理:杨仁眉
电话:023-63823221
邮箱:yrm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.55
流通A股(亿股)	0.54
52周内股价区间(元)	20.32-42.43
总市值(亿元)	58.34
总资产(亿元)	12.64
每股净资产(元)	6.62

相关研究

1. 涪陵榨菜(002507):渠道建设提升盈利能力(2013-08-01)

目 录

一、公司概况：榨菜行业领导者	4
（一）行业概况及业务结构	4
（二）各项业务运行情况	4
二、管理层持股	5
三、青菜头种植基地建设及原料价格波动	6
（一）青菜头种植基地的发展模式	6
（二）发展战略	6
四、生产线建设	6
（一）固定资产规模及投资	6
（二）原材料储备及变动	7
五、销售战略及渠道建设	8
（一）销售收入的地区分布	8
（二）销售费用支出及增长	11
（三）销售收入现金流	11
（四）应收账款、应收票据及预收账款变动	12
（五）销售渠道建设	14
六、涪陵榨菜产品升级	15

插图目录

图 1: 2012 公司业务收入结构.....	4
图 2: 各项业务收入变动.....	4
图 3: 固定资产规模及变动.....	7
图 4: 固定资产与总资产比例 (%).....	7
图 5: 原材料.....	7
图 6: 原材料增幅 (%).....	7
图 7: 2012 年不同地区销售收入 (百万元).....	8
图 8: 2012 年境内与境外销售收入 (百万元).....	8
图 9: 国内销售收入增长率 (%).....	8
图 10: 国外销售收入增长率 (%).....	8
图 11: 华南销售收入增长率 (%).....	9
图 12: 华北销售收入增长率 (%).....	9
图 13: 西北销售收入增长率 (%).....	9
图 14: 西南销售收入增长率 (%).....	9
图 15: 华中销售收入增长率 (%).....	10
图 16: 华东销售收入增长率 (%).....	10
图 17: 中原销售收入增长率 (%).....	10
图 18: 东北销售收入增长率 (%).....	10
图 19: 销售费用.....	11
图 20: 销售费用增长率.....	11
图 21: 销售商品、提供劳务收到的现金.....	12
图 22: 销售商品、提供劳务收到的现金增长率.....	12
图 23: 应收账款 (万元).....	12
图 24: 应收账款增长率 (%).....	12
图 25: 应收账款回款率.....	13
图 26: 应收票据 (万元).....	13
图 27: 应收票据增长率 (%).....	13
图 28: 预收账款 (万元).....	14
图 29: 预收账款增长率 (%).....	14
图 30: 预收账款 (万元).....	15
图 31: 预收账款增长率 (%).....	15

表格目录

表 1: 管理层持股.....	5
表 2: 销售渠道分类.....	15
附录: 财务预测表 (单位: 百万元).....	16

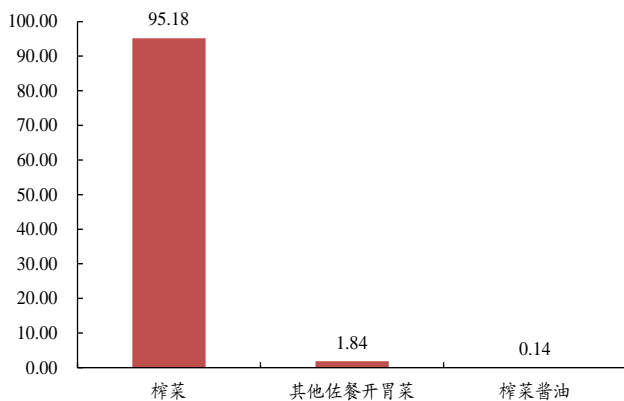
一、公司概况：榨菜行业领导者

（一）行业概况及业务结构

涪陵榨菜作为榨菜行业的老兵，也是榨菜行业的排头兵，经过上百年的积累涪陵榨菜已经成为行业标准制定者与行业品牌领导者。涪陵榨菜自从设立以来，公司的收入、净利润逐年增加。一个榨菜行业的收入能达到 10 亿元是一件十分不简单的事情，并且企业成立以来持续继续工艺改进，提高企业自身的运营效率，最后成为行业标准制定者与品牌领导者。品牌领导者的地位难以被行业中的其它企业所撼动，涪陵榨菜在行业中的地位充分体现了企业的领导者竞争优势。

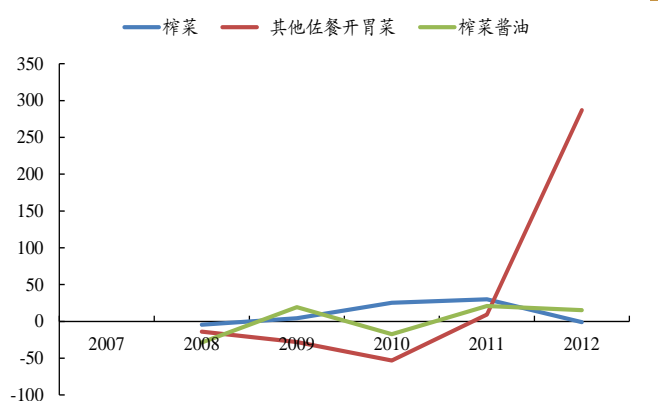
榨菜行业的竞争几乎属于完全竞争行业，行业中的其它企业并未在竞争中脱颖而出，而是被涪陵榨菜打败。涪陵榨菜能成为行业的领导者依靠的是用时间积累奠定的品牌效应。品牌使涪陵榨菜在行业竞争过程中拥有很强的定价权，强大的定价权使涪陵榨菜拥有夯实的市场积累，市场积累存在让公司在行业竞争过程中独占鳌头，涪陵榨菜的市场占有率约为 15% 左右。

图 1：2012 公司业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：各项业务收入变动



数据来源：公司公告，西南证券

2010 年以来涪陵榨菜的榨菜产品的收入快速增加，截至 2012 年年末，涪陵榨菜的榨菜收入占收入的 95.18%，其它佐餐开胃菜等业务的占比相对较小，收入占比小的条件下利润占比则更小。

（二）各项业务运行情况

涪陵榨菜的产品包括榨菜、榨菜酱油、其他佐餐开胃菜等三大类，公司在以榨菜为利基业务条件下发展衍生业务，即其它佐餐开胃菜、榨菜酱油等产品。通过衍生业务的发展壮大逐步丰富企业的产品群，增加企业的业务收入。

品牌方面主要使用“乌江”。公司目前以乌江牌系列榨菜为主导品牌，产品按照含盐量划分为低盐(含盐量低于 6%)、中盐(含盐量在 6%至 7.5%之间)；按外形划分为全形、丝状、片状、块状、颗粒状等；按口味划分为原味、鲜爽、脆口、微辣、古坛、鲜香、川香、美味、红油等。公司成立之初产品种类较少，经过 20 年的时间先后开发出 100 多个花色品种榨菜

产品，经过优化整合目前公司保留了 20 余种不同口味、规格、形状的榨菜产品，其中明星产品是以 70g 新一代健康食品以及鲜爽菜丝为代表的小包装榨菜。

公司收入构成中，榨菜占比达到 95%，2012 年实现收入 6.78 亿，是公司最重要收入来源。佐餐开胃菜 12 年收入 1300 万，11 年仅为 340 万，但在总收入中占比依然很低为 2%。榨菜酱油收入规模很小为 73 万，另外公司通过控股子公司重庆红天建筑工程公司承担部分建筑业务，12 年收入 2000 万，占比 3%。公司毛利构成更为集中，2012 年榨菜毛利 3 亿，贡献毛利总额的 98%，其他佐餐开胃菜贡献 2%。

二、管理层持股

竞争性行业管理层的作用对企业的发展起着关键性的作用，涪陵榨菜管理层始终以专一、专注的态度经营企业，企业在管理层的带领下茁壮成长，销售收入由几千万上升至近 10 亿人民币。消费品行业收入上升至 10 亿人民币成为企业发展的分水岭，企业在此基础上实现跨越式发展也成为大概率事件。涪陵榨菜管理层相对稳定，上市以来管理层尚未更迭。同时，管理层持有的上市公司股份也出现减持的现象，部分管理层在企业发展过程中出于一些其它原因的考虑减持了部分股权，但是更多的管理层不但尚未减持上市公司股份反而增持了上市公司的股份，管理层增持上市公司股份体现了管理层对上市公司发展的信心，管理层也将上市公司当做自身的个人事业，个人的资产进行管理。因此，涪陵榨菜的管理层与投资者处于相同的位置，即是上市公司管理层又是上市公司的投资者，身兼二职。面对管理层的约束，涪陵榨菜的股东可以相对放心管理层的诚信度。

管理层的经营管理经验以及管理层的经营管理能力也成为上市公司发展的驱动力，对此我们整理了上市公司管理层的履历。根据上市公司管理层的履历判别涪陵榨菜管理层的业务能力，并从侧面监察上市公司管理层的战略部署与战略执行力。

表 1：管理层持股

	职位	持股数	占比	上市时持股	累计减持	累计减持比例
周斌全	董事长	3,202,000	2.07%	5,520,000	2,318,000	1.50%
赵平	董事，总经理	476,002	0.31%	846,227	370,225	0.24%
毛翔	董事、副总经理	476,002	0.31%	846,227	370,225	0.24%
黄正坤	董事、董秘	371,668	0.24%	531,124	159,456	0.10%
肖大波	监事会主席	584,670	0.38%	846,227	261,557	0.17%
贺云川	总经理助理	476,002	0.31%	846,227	370,225	0.24%
合计		5,586,344	3.60%	9,436,032	3,849,688	2.48%

数据来源：公司公告，西南证券

管理层的持股数量与比例可以看出，截至 2012 年 12 月 31 日，涪陵榨菜的管理层持股合计比例为 3.6%。涪陵榨菜的管理层持股的行为也体现了管理层切身为企业的发展着想，管理层不仅参与上市公司的管理，同时持有上市公司的股权。管理层持股在一定程度上也表明管理层对企业未来发展的信心，刺激管理层切实为公司的发展做出更加理性的决策。涪陵榨菜的发展历史也表明，涪陵榨菜的管理层战略部署与战略执行的效率相对较高。企业在管理层的努力下，涪陵榨菜的收入也将可能突破 10 亿元。对于涪陵榨菜而言，收入突破 10 亿元后将开启涪陵榨菜发展的新纪元。

三、青菜头种植基地建设及原料价格波动

涪陵榨菜生产制造榨菜具有天然竞争优势，中国重庆涪陵地区的青菜头种植面积占据了全国 70% 最优基地。涪陵地区政府面对当地具有的竞争优势，地方政府因地制宜，充分发挥当地的种植优势，扩大青菜头的种植面积，2015 年青菜头的种植面积将达到 75 万亩。涪陵地区的一包烟、一碟菜的发展战略将得以贯彻落实，位于涪陵地区的涪陵榨菜显然是近水楼先得月。涪陵榨菜得益于当地的地理优势以及政府的政策优势，涪陵榨菜的先发优势将得以强化，企业在发展过程中的成本有可能低于行业内的竞争对手的成本。成本对于其它竞争对手后，企业的竞争优势将逐渐显现，其市场份额也不断提高。

（一）青菜头种植基地的发展模式

涪陵榨菜的青菜头的种植模式更多的是采用公司+农户的模式，公司+农户的模式在某种程度上将使公司表内的固定资产的投资处于低估状态。同时，其存货也同样可能处于低估的状态。采用此模式，在一定程度上也有利于公司降低折旧成本，降低企业的营业成本。原材料行业波动幅度相对较大，依然是靠天吃饭的模式，涪陵榨菜通过分散种植的丰收分散原材料价格波动的风险，有利于降低公司利润波动的风险，使公司的业绩相对平稳，现金流也相对充裕，更加有利于企业的运营。

青菜头种植基地分布涪陵地区最佳种植基地，最佳种植基地为涪陵榨菜生产提供了最优质的原料。研究表明，青菜头的最佳种植基地位于中国涪陵地区。

（二）发展战略

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 吨的原料窖池储备进行收储。现阶段，公司拥有 10 万吨原料窖池群，相对于公司的发展战略而言，原料储备数量依然无法与产品销量实行有效匹配。

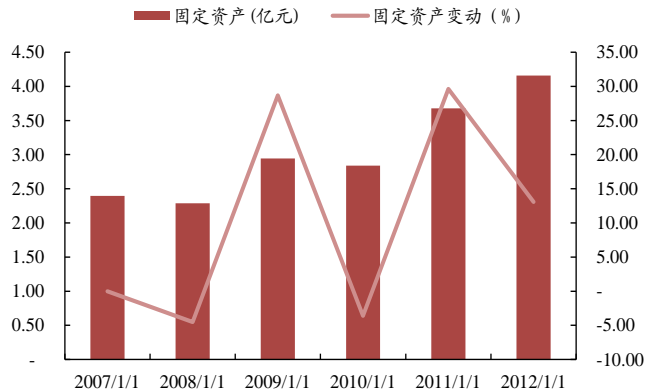
公司在积极扩大窖池容量，增强原料供求平衡调节能力。2012 年，公司超募资金投资建设的“垫江 10000 立方米榨菜原料加工贮藏池建设项目”建成并投入使用，“江北榨菜原料加工贮藏基地项目”、“华凤榨菜原料加工贮藏池项目”、“华舞榨菜原料加工贮藏池项目”部分项目已经投入使用。未来一段时间内，公司将进一步扩大原材料窖池建设面积，增加原材料储备，降低原材料价格波动对公司经营的影响。

公司利用行业龙头的先发优势，通过“公司+订单合同/保护价合同+农户”的模式来带动涪陵地区青菜头种植面积的扩张，在一定程度上稳定上游原材料的供给，同时引导通过现代种植科学技术扩大单位种植面积产量，增加总体产量，促进青菜头种植业务的良性发展。

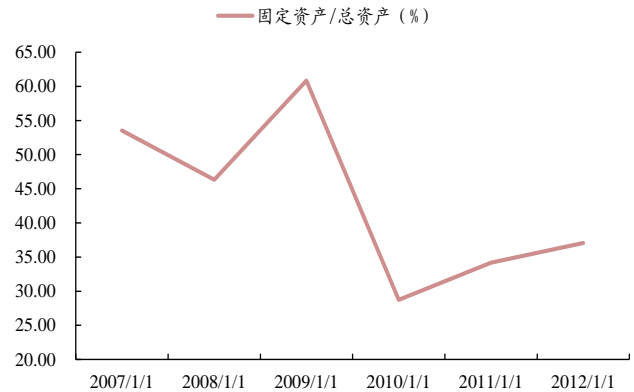
四、生产线建设

（一）固定资产规模及投资

制造企业生产产品需要大量的固定资产的投入，包括厂房、机器设备等相关固定资产。固定资产的规模已经变动幅度在一定程度上也体现了企业战略发展规划以及企业战略的执行效率。对此，我们整理了涪陵榨菜固定资产规模以及变动幅度，侧面观察企业的发展方向。

图 3: 固定资产规模及变动


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 固定资产与总资产比例 (%)


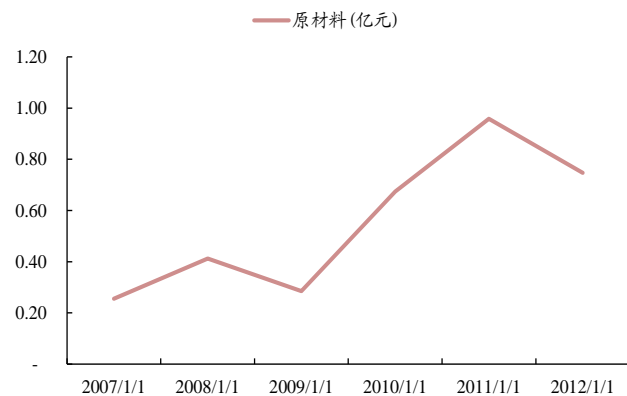
数据来源: 公司公告, 西南证券

固定资产规模持续增加, 可见企业的规模在持续扩张。固定资产扩张过程中, 固定资产的扩张速度有所变动, 可能是缘于外部因素导致企业固定资产扩张的脚步有所波动。但是, 固定资产扩张脚步的波动并不影响企业固定资产的扩张战略。

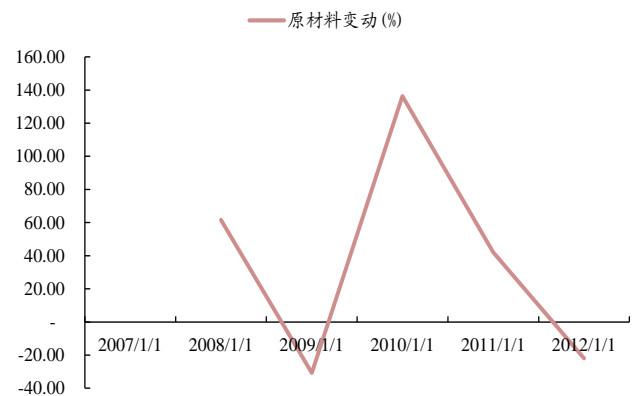
固定资产与总资产的比例有所提高, 但是提高速度并不显著, 固定资产与总资产的比例变动的现象足以体现企业在发展过程中更加企业综合竞争优势。企业上市后, 拥有更强的资本先发优势, 在资本的作用下, 企业通过统筹安排相关的资本, 建立稳固的运营平台, 逐步夯实其竞争基础。

(二) 原材料储备及变动

固定资产增加后, 自然需要更多的原材料才能为市场提供更多的产品。同时, 通过调整企业的业务结构调整提升产品的附加值。

图 5: 原材料


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 原材料增幅 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

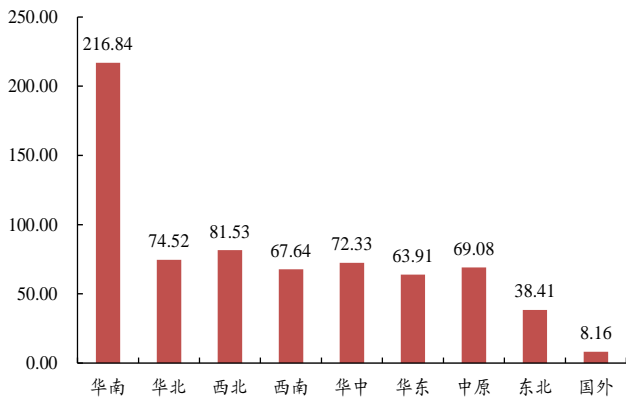
原材料储备伴随着固定资产增加后逐渐增加, 增加的幅度有所变化。增幅变动不仅受到企业自身的窖池规模影响, 也受到外部天气因素的影响。因此, 图 6 中可以看到原材料储备的波动相对较大。

五、销售战略及渠道建设

(一) 销售收入的地区分布

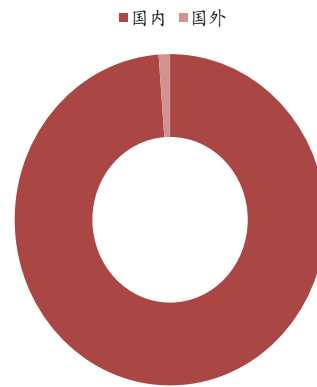
销售方式、销售渠道建设成为企业发展壮大的基础，特别是在竞争性的行业中，拥有高品质产品的企业缺乏销售能力依然无法在市场上立足，或者无法成为行业霸主，成为行业中的优秀企业，最后成为老字号企业。

图 7: 2012 年不同地区销售收入 (百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

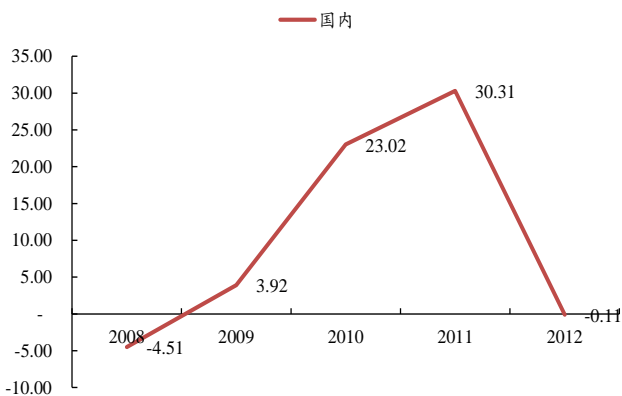
图 8: 2012 年境内与境外销售收入 (百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

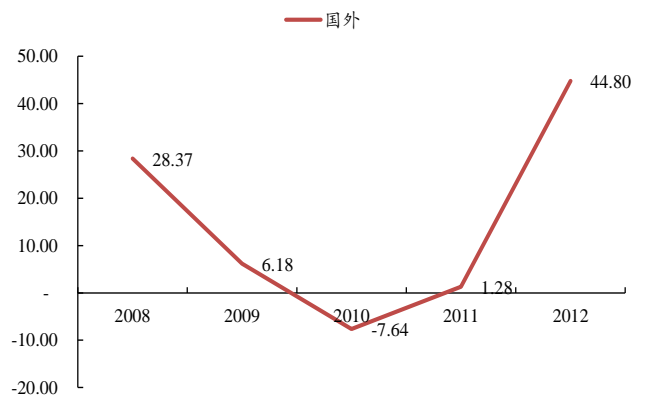
涪陵榨菜销售收入地区分布来看, 国内地区的额销售依然似乎公司的主要市场, 国外的销售收入占比依然十分小。但是, 国外市场的销售收入占比较小也成为企业未来的发展提供了空间, 成为企业未来战略布局的一个方向。从国内的销售收入来看, 华南地区是其销售收入的主要来源, 华南地区的销售收入占其收入的 30% 左右。华北、西北、华中地区的销售收入步入了 7000 万的行列, 西南、华东、中原地区的销售收入也逐渐步入 7000 万的行业, 上述收入尚未过亿的地区为企业在国内市场铺设销售渠道提供了空间。华南地区的销售品牌效应也为其他地区的销售品牌效应提供了参照。

图 9: 国内销售收入增长率 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券

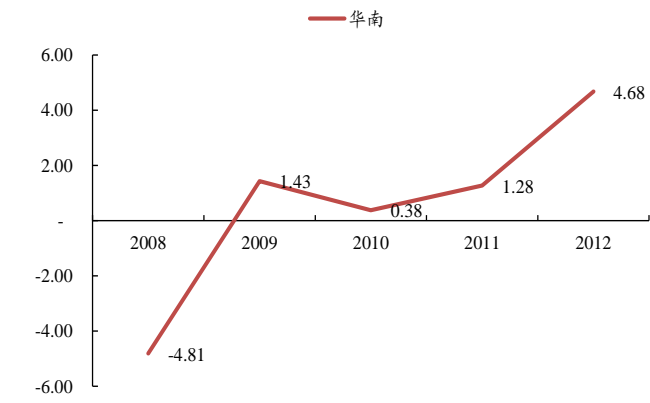
图 10: 国外销售收入增长率 (%)



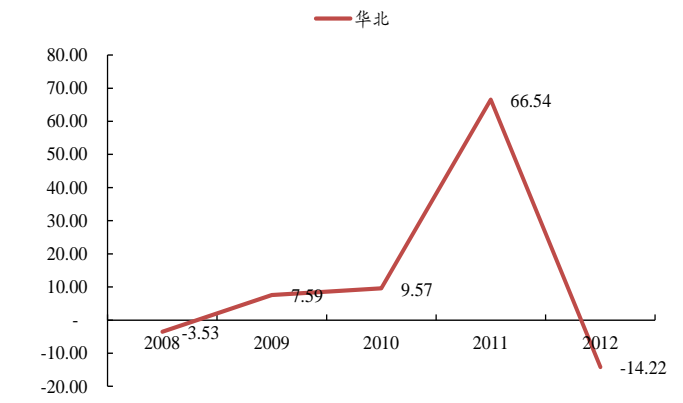
数据来源: 公司公告, 西南证券

2008 年-2011 年期间, 国内销售收入增长率持续上升, 2011 年的收入增长率达到了 30.31%。2012 年国内的销售收入由于各种原因, 销售收入出现了负增长, 相对于 2011 年

的增长率有所下滑，其增长率仅为 0.11%。但是，国外市场的销售收入却出现了大幅增长的趋势，2012 年销售收入增长率达到了 44.80%，国外市场的增长率大幅提升也表明涪陵榨菜的产品得到了国际市场消费者的赞许，国际市场销售收入的增长为涪陵榨菜开展国内市场业务提供了坚实的基础。国内市场的增长率的大幅波动主要是源于销售收入来源重点地区的收入波动，各个不同地区销售收入的波动，我们将通过以下 8 个图形进行详细分析，并找出波动的主要原因。

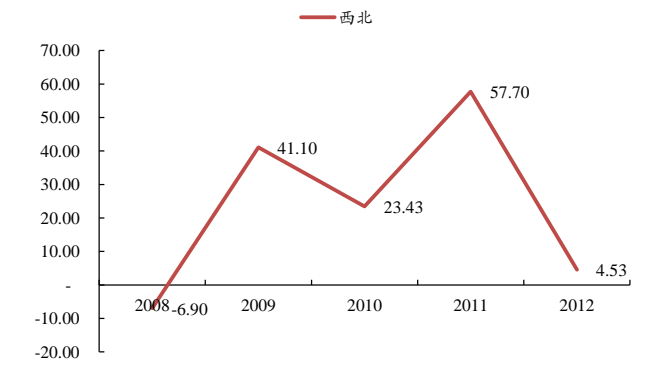
图 11: 华南销售收入增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

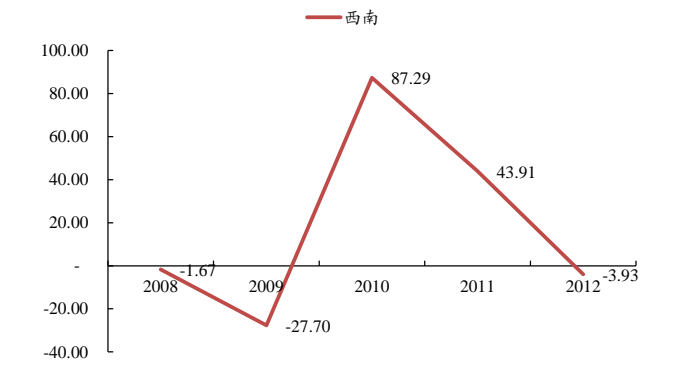
图 12: 华北销售收入增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

华南地区的销售收入自 2009 年以来持续增长，而华北地区的销售收入在 2012 年出现了大幅下降的现象，华北地区的销售收入下降可能是源于外部原因，并非公司自身的产品竞争力的原因。

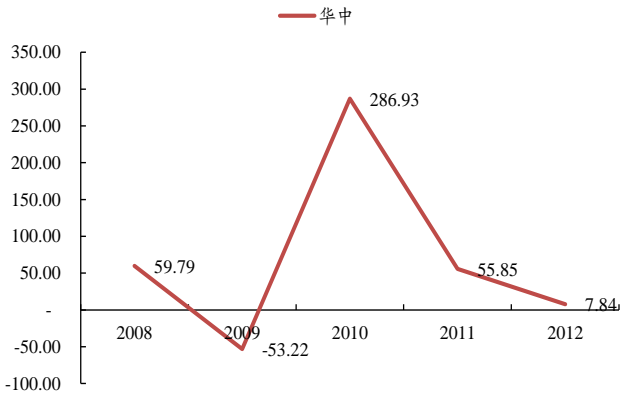
图 13: 西北销售收入增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

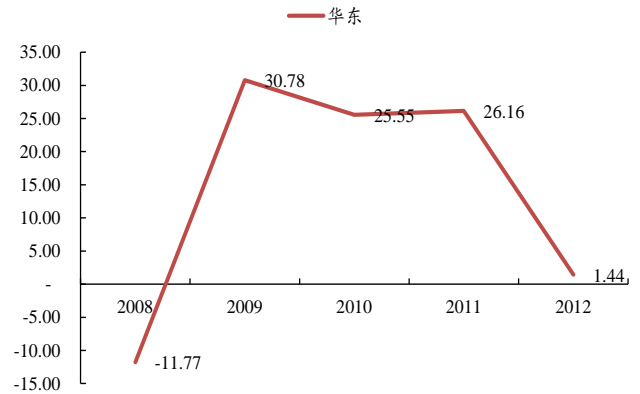
图 14: 西南销售收入增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

西北地区的收入在 2012 年也出现了相同的现象，而西南地区的销售收入自 2010 年以来联系连年都出现了增长率放缓的现象。西南地区的增长率放缓可能是源于企业对原有市场的销售战略调整的原因，导致销售收入的增长率有所下降。但是 2013 上半年以来西南地区的销售收入出现了大幅增长迹象，西南地区的销售收入的增长将在未来一段时间内得以持续。

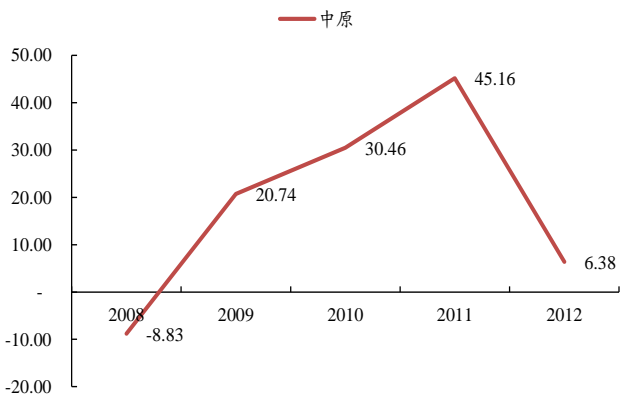
图 15: 华中销售收入增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

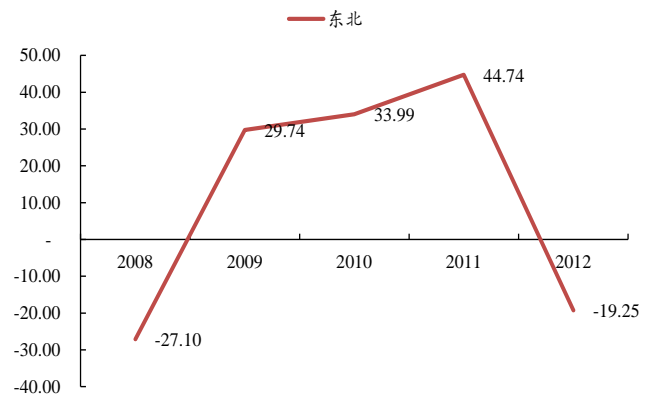
图 16: 华东销售收入增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

华中与华东地区的销售收入增长速度也有所下降, 并且上述两个地区的销售收入下降的幅度大约其他地区的下降幅度, 其中华中地区的销售收入增长率下降的速度快于华东地区的销售收入增长率。

图 17: 中原销售收入增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 18: 东北销售收入增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

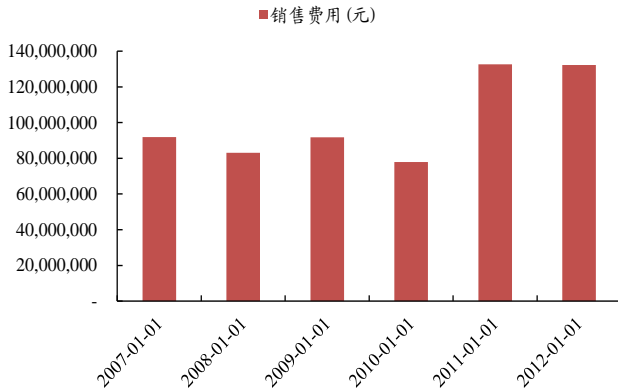
中原、东北地区的销售收入也出现了其他地区相同的迹象, 2012 年销售收入的增长率均大幅下降。特别是东北地区的销售收入增长率在 2012 年出现了负增长的现象, 2012 年东北地区的销售收入增长率为负的 19.25%。

上述不同地区销售收入增长率的变动现象反应了行业竞争格局, 同时也反应了企业业务的竞争优势, 在不同地区的竞争优势十分显著, 部分地区的竞争优势并不是分显著。竞争力不显著的原因可能在于涪陵榨菜在上市地区的战略有所不同, 导致短期内其竞争优势难以发挥, 表现在销售收入上结果并非十分理想。但是, 我们看到在行业竞争加剧的条件下, 涪陵榨菜在华南地区的销售收入并未受到影响, 其销售收入的增长率相对稳定, 并且销售收入的增长率在行业竞争加剧的条件下依然持续上升。涪陵榨菜在不同地区实行差异化的销售战略, 不仅为涪陵榨菜在华南地区赢得了更强的竞争优势, 也为涪陵榨菜在西北、西南、华东、中原、东北、华北等地区的战略调整赢得了时间, 更为公司未来在这些地区开拓新的市场奠定了新的基础。

（二）销售费用支出及增长

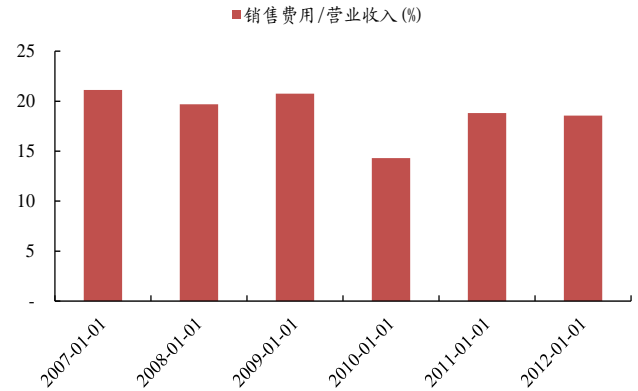
企业销售产品自然需要销售费用的开支，对此我们通过历年的销售费用的变动规律判断企业销售费用的变动方向，进而判断企业销售战略调整后对公司销售费用的影响。

图 19: 销售费用



数据来源：公司公告，西南证券

图 20: 销售费用增长率



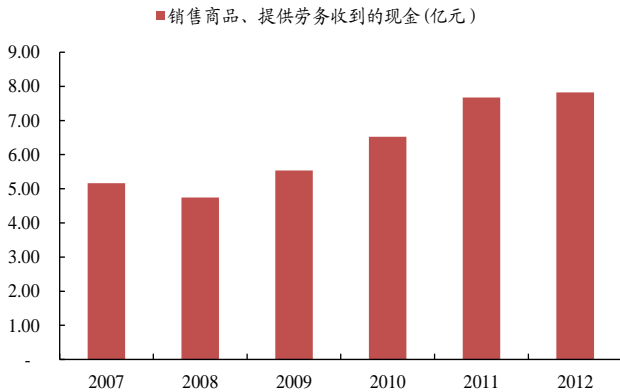
数据来源：公司公告，西南证券

涪陵榨菜的销售费用稳步增长，2011、2012 年的销售费用绝对值变化并不大，相对稳定，销售费用与营业收入的比值也相对稳定。2011、2012 年的销售费用与收入的比值相对于 2007、2008、2009 有所下降，2012 年销售费用与收入的比值为 18.56%，相对于 2007 年的 21.11% 下降了 2.55 个百分点。销售收入发生了变化，销售费用绝对值却为发生变动，充分表明企业的销售战略变动特征，可能是企业针对此前的战略进行了修正，部分地区的销售战略可能是发生了翻天覆地的变化。销售战略的调整为企业未来的发展赢得了时间与空间，销售战略调整后，相关的销售战略得以执行后，企业的销售收入将会在原有的基础上出现飞跃式的变化，2013 年上半年的销售收入的变动充分体现了企业销售战略调整带来的成果。随着，其他地区销售战略相继调整并执行后，2014、2015 年销售收入将出现更加喜人的局面。

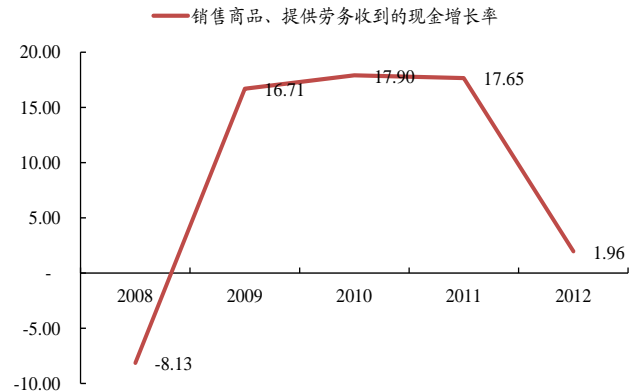
（三）销售收入现金流

销售收入的增加固然可以体现企业销售战略的调整，但是销售战略的调整也可能仅仅带来利润，尚未为企业创造更多现金。但是，涪陵榨菜的销售战略调整后不仅改变涪陵榨菜销售收入的增长率，也为企业创造了大量的现金流，使企业成为现金流奶牛。

2012 年，销售收入增长率为负。但是，销售收入、提供劳务收到的现金增长率却为 1.96%，现金的变动反应了企业销售战略的调整并非仅仅以增加收入为目的，企业更多的是在销售收入现金流的回流。现金流回流质量为企业的后期的业务开展提供了现金支撑，同时也为企业在行业发展困难时期通过并购的方式扩大企业规模提供了切实的现金流保障。涪陵榨菜在拥有现金流企业，制定了各种积极的策略提高企业现金流的使用效率，企业以购买短期理财产品的方式提高现金的增值效率。

图 21: 销售商品、提供劳务收到的现金


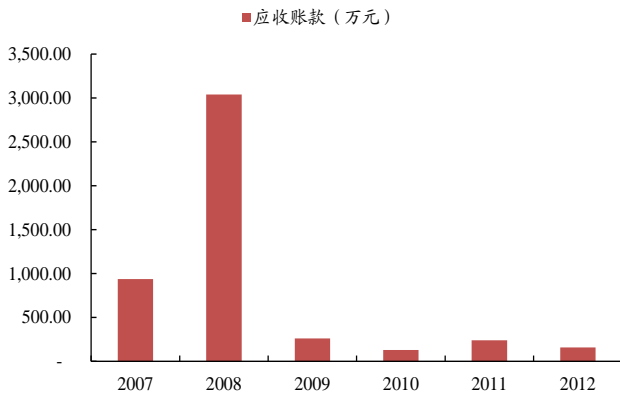
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 22: 销售商品、提供劳务收到的现金增长率


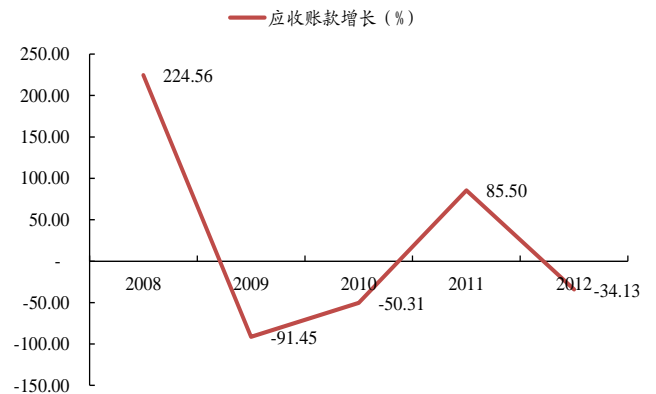
数据来源: 公司公告, 西南证券

(四) 应收账款、应收票据及预收账款变动

销售收入部分表现为现金流收入, 部分表现为应收账款、应收票据或预收账款的形式。对此, 我们分别梳理了应收账款、应收票据与预收账款的变动, 根据公司的制定的相关战略判断相关战略的执行效果。在此基础上, 进一步观察企业应收账款、应收票据、预收账款变化后可能产生的各种结果。

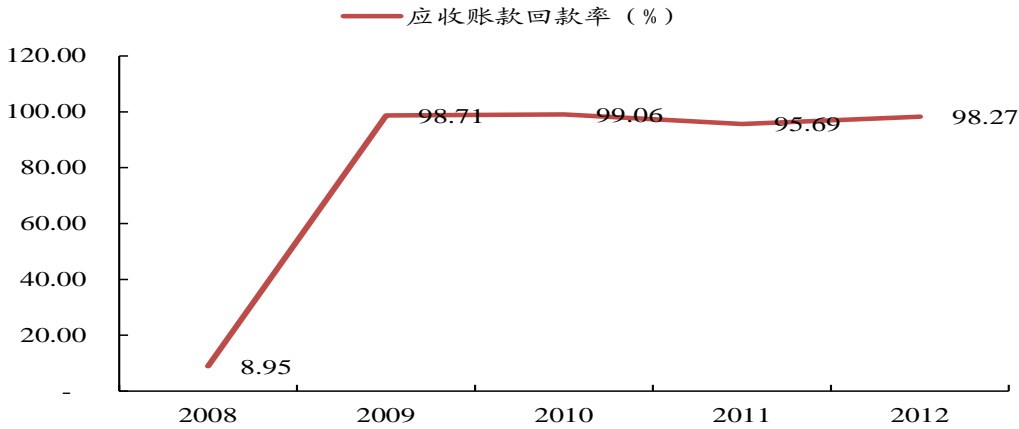
图 23: 应收账款 (万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 24: 应收账款增长率 (%)


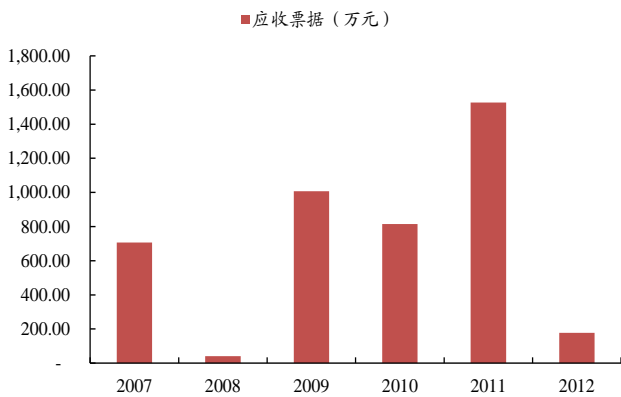
数据来源: 公司公告, 西南证券

应收账款绝对值相对较小, 并且应收账款的增长率自 2011 年以来逐年下降, 应收账款的下降并非由于应收票据的增加所导致, 更主要是由于企业销售战略的调整与修正。同时, 应收账款回款率也反应了企业销售战略执行效率。

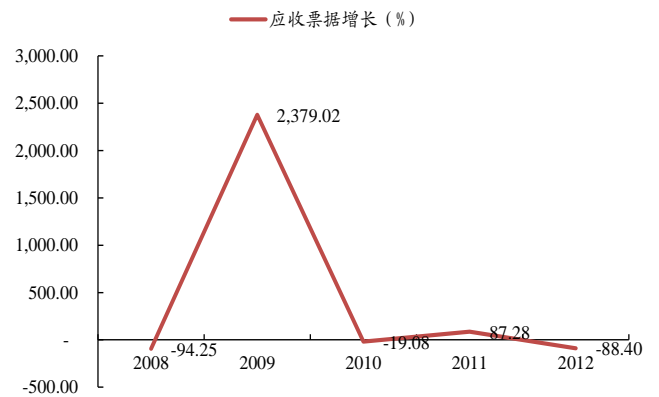
图 25: 应收账款回款率


数据来源: Wind, 西南证券

应收账款的回款率相对稳定, 回款率的稳定来源于企业自身应收账款的管理能力。应收账款的回款率也在一定程度上说明了企业对销售系统中各个环节的协调能力。

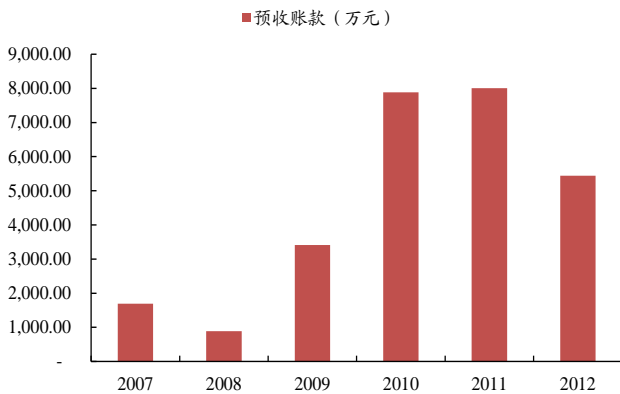
图 26: 应收票据 (万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

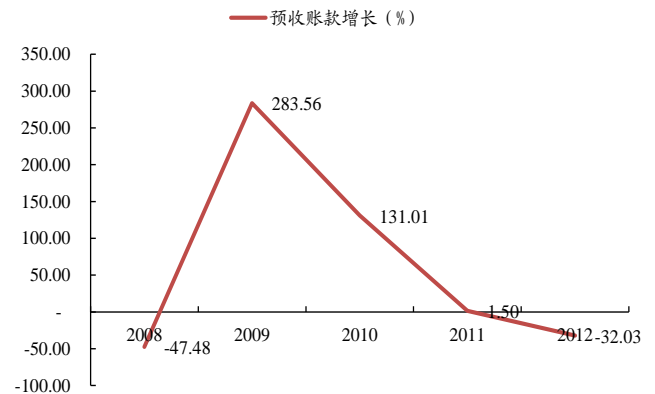
图 27: 应收票据增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

应收票据 2011 年有所增长, 但是 2012 年的应收票据的增长率大幅下降。应收票据的结算表明企业结算方式有所变化, 通过更加安全的应收票据的方式进行结算, 有利于降低企业销售回款的风险。

图 28: 预收账款 (万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 29: 预收账款增长率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券

涪陵榨菜预收账款自 2010 年以来大幅增长, 但是增长率有所下降, 增长率的下降并不意味着涪陵榨菜的定价权降低, 预收账款的变动部分反映了企业在宏观经济有所走坏的条件采用了新的预收账款策略, 使企业的经销商在行业困难事情能较好的度过行业困境, 形成企业与经销商共担风险的局面, 在一定条件下有利于企业建设牢固的销售渠道, 并且也有利于企业在未来调整增量市场、存量市场的销售战略。

(五) 销售渠道建设

涪陵榨菜的收入及收入的现金结构在一定程度上也受到公司销售渠道建设的影响, 经过多年的积累。现阶段, 公司拥有 1000 多家一级经销商客户, 销售网络也覆盖了全国 34 个省市自治区, 264 个地市级市场, 产品也出口至海外多个国家地区。为了对不同地区的销售实行差异化管理, 涪陵榨菜将其所拥有的全国销售区域划分为 9 个大区, 并在 34 个省市自治区建立了 34 个办事处对经销商实行差异化的指导和管理, 使产品的销售渠道保持畅通。企业规模逐渐扩张后, 产品品种越来越丰富, 其品牌知名度也逐渐提升, 并成为全国性的品牌。在品牌的影响下, 渠道建设也成为影响销售的重要因素。

2011 年, 公司对渠道进行一轮优化, 在各办事处组织了“标杆市场”的渠道建设试点, 对部分优秀的经销商进行了解析, 对部分不适应公司发展的经销商按照公司制定的相关考核机制进行了淘汰或切分, 使得销售网络进一步细化和巩固。同时, 公司为了进一步扩大其品牌影响力, 涪陵榨菜也在原来的基础上加大了广告投入, 广告费相对于此前大幅增加, 其广告效应也在 2013 年的半年报中得以充分体现。

2012 年, 随着全国销售渠道铺设结束后, 标杆性市场的销售收入大幅增加, 企业的品牌知名度的不断提升, 公司控制广告投入维持在 4300 万, 同比下降 10%。但是, 广告费下降期间, 由于销售存量市场的扩大, 消费者群体扩大后, 市场维护的范围与难度也有所增加。公司对此加大了市场推广和市场调研费用的投入, 在原有的基础上将销售渠道进一步下沉, 即将销售渠道普世至三线城市, 实现有消费能力地区的销售渠道的完善。

表 2: 销售渠道分类

	划分标准	战略
一级市场	省会城市及人口在 200 万以上	在成熟市场, 对贡献战略经销商降低任务增长率, 保留或切分保留市场经销权
二级市场	50-200 万人口城市	年销售额在 30 万以下的为空白市场, 降低标准进行合作, 扩大经销商队伍, 增加销售任务, 强化激励机制
三级市场	10-50 万人口城市	年销售额在 10 万以下的为空白市场, 降低标准进行合作, 扩大经销商队伍, 增加销售任务, 强化激励机制

数据来源: 公司公告, 西南证券

从上面的表格中可以看出, 涪陵榨菜针对不同消费容量的市场实行差异化的销售战略, 并对上述实行进行有差别的管理。针对新增市场, 公司降低了进入标准, 并未此区域的经销商提供尽可能多的服务, 实现企业与经销商双赢的战略。

六、涪陵榨菜产品升级

涪陵榨菜针对消费者的需求升级了其产品, 包括包装、包装外表设计、原材料等都进行了重新设计, 为市场推出了不同口味、不同风格的产品。公司在 2013 年第一季度完成了品牌宣传升级, 新广告和包装以中国红、脸谱和剪纸为主, 不再使用明星代言的方式进行广告宣传, 而是将中国国粹文化融入产品中, 使消费者消费产品的同时充分体验中国的文化, 新广告和包装自 2013 年 3 月以来已陆续投放市场。

图 30: 脆口榨菜


数据来源: 公司网站, 西南证券

图 31: 古坛榨菜


数据来源: 公司网站, 西南证券

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	489.10	651.95	860.02	1061.56	营业收入	712.66	1068.99	1282.79	1475.20
应收和预付款项	15.28	55.43	29.42	68.16	减:营业成本	410.22	672.58	807.09	928.16
存货	113.43	225.27	181.17	286.23	营业税金及附加	8.67	13.00	15.60	17.94
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	132.28	149.66	192.42	221.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	30.90	46.34	55.61	63.96
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-14.04	-12.84	-17.01	-21.62
固定资产和在建工程	469.66	404.72	339.79	274.86	资产减值损失	0.10	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	16.55	14.73	12.92	11.10	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.59	0.30	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1104.61	1352.40	1423.31	1701.91	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	144.54	200.25	229.07	265.49
应付和预收款项	126.70	258.46	196.65	321.42	加:其他非经营损益	4.54	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	149.08	200.25	229.07	265.49
其他负债	25.71	25.71	25.71	25.71	减:所得税	22.63	30.04	34.36	39.82
负债合计	152.41	284.18	222.36	347.13	净利润	126.45	170.21	194.71	225.67
股本	155.00	155.00	155.00	155.00	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	557.49	557.49	557.49	557.49	归属母公司股东净利润	126.45	170.21	194.71	225.67
留存收益	239.71	355.74	488.47	642.29	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	952.20	1068.22	1200.95	1354.78	经营性现金净流量	152.49	204.19	253.04	251.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-92.37	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	952.20	1068.22	1200.95	1354.78	筹资性现金净流量	-54.25	-41.35	-44.97	-50.22
负债和股东权益合计	1104.61	1352.40	1423.31	1701.91	现金流量净额	5.89	162.85	208.07	201.55

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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，仅限内部使用，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。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	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
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn