东兴证券
DONGXING SECURITIES

榨菜走向大舞台，细分市场龙头的崛起

——涪陵榨菜（002507）深度报告

2018 年 02 月 07 日

强烈推荐/首次

涪陵榨菜 | 深度报告

刘畅

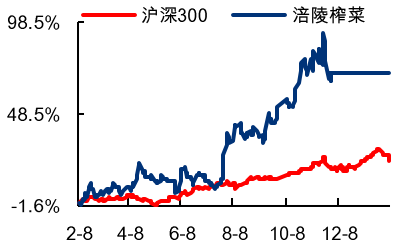
010-66554017 liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517120001

交易数据

52 周股价区间（元）	16.77-14.42
总市值（亿元）	132.38
流通市值（亿元）	129.15
总股本/流通 A 股（万股）	78936/77015
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.37

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《涪陵榨菜（002507）2013 年报点评：渠道下沉效果显著 多产品酱菜发展值得期待》2014-04-01

报告摘要：

主力产品持续畅销，提价逻辑不改，外延并购实现“榨菜、泡菜、酱菜”多元化发展，产品结构日趋丰富。2017 年主力榨菜突破 10 亿，脆口系列产品销售额达 2 亿，量价齐增；继 2015 年并购惠通后，2017 年 12 月停牌进行重大资产重组，目的实现多品类多元化发展；榨菜单价低，消费终端对提价不敏感，未来提价逻辑不改。

上下游布局完善，逐渐实现全国化销售网络。涪陵区政府扶持特色农产品基地建设，于 2020 年前拟建成 70 万亩榨菜深加工基地，平抑原材料价格波动，并且青菜头的种植具有明显的地域性，直接抬高了榨菜行业的进入门槛。公司渠道网络不断丰富，成为酱腌菜领域唯一拥有全国销售网络的公司，销售渠道全打通，泡菜、酱类等产品可以嫁接在榨菜渠道上开拓市场，减少试错成本。

“大众商品高端化”，酱菜类行业的升级空间远未没有结束，产品升级扩大消费场景。国粹版低克数包装提升产品档次，低盐口感开辟休闲零食领域，公司还推出各种精致的榨菜礼盒，应对消费升级的需求。榨菜富含多种微量元素、维生素和氨基酸，品类本身符合健康化消费升级的趋势，并且原有的消费人群不但没有萎缩，由于产品力的提升，新的消费场景还在扩大；餐饮行业已经从底部开始复苏，未来五年将会维持较高增速，作为佐餐的榨菜行业来说，也会受益，并且我们研究发现餐饮对调味品的影响存在 1 年的时滞期，餐饮的可持续发展将使得调味品行业需求得到进一步释放。

公司盈利预测及投资评级：上调公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 0.50 元、0.69 元、0.90 元，鉴于公司处于细分行业龙头地位，以及公司未来成长性和单品的良好预期，不断外延的复制能力，结合公司历史估值水平，给予公司 2018 年 35 倍 PE，对应目标价为 24 元，市值增长空间 41%，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全风险；青菜头产量波动。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	930.66	1,120.81	1,494.29	2,008.19	2,644.07
增长率（%）	2.67%	20.43%	33.32%	34.39%	31.66%
净利润（百万元）	157.37	257.23	391.41	555.89	730.52
增长率（%）	19.23%	63.46%	52.16%	42.02%	31.41%
净资产收益率（%）	11.45%	16.42%	18.27%	21.16%	22.57%
每股收益(元)	0.49	0.49	0.50	0.69	0.90
PE	34.22	34.22	33.82	24.25	18.63
PB	4.01	5.63	6.18	5.13	4.21

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 基本面更新：2017 年榨菜量价齐增，期间费用管控得当，主力产品持续畅销，2018 年增速可持续 4
1.1 提价逻辑长期不改，产能提升确保主力产品增长，多元化并购实现品类扩容 4
1.2 公司销售与原材料波动一致，未来会逐步平抑影响 5
1.3 地面营销替代电视广告，预算管控精细化，期间费用有望进一步下降 6
2. 调味品行业和餐饮复苏拟合度高，提价幅度大实现加速增长，环保压力倒逼行业加速集中 7
2.1 调味品行业龙头收入盈利双丰收，行业增速喜人 7
2.2 上游仍处于温和上涨周期，调味品行业提价有基础，力保行业稳中有进 8
2.2.1 上游原材料仍处于上涨周期之中 8
2.2.2 调味品行业提价有基础，成本转嫁能力保证行业稳中有进 8
2.3 餐饮稳定增长趋势不改，成为调味品增长的外生可持续动力，两者间有一年的滞后期 9
2.4 “大众产品高端化”在调味品行业趋势明显，龙头效应使得行业集中度进一步提高 10
2.4.1 消费需求引领调味品升级方向 10
2.4.2 龙头企业引领产品升级方向 11
3. 上游原料保障供应，销售渠道不断细化，产品结构提升使得渠道更有价值 12
3.1 政府协助，公司扩产，确保原材料供应平抑波动 12
3.2 渠道渗透全国化，营销网络精细化，小榨菜插上翅膀飞向大舞台 14
3.2.1 渠道不断下沉，拥有全国性、多层次、实体+电商相结合的销售网络 14
3.2.2 区域布局更加完善，未来是全国市场的不断渗透 16
3.3 行业集中度加速提升，龙头企业有了更多产品升级的空间 17
3.3.1 榨菜行业集中度低，马太效应将加快龙头企业对市场份额的抢夺 17
3.3.2 产品升级迎合消费升级趋势，丰富的产品结构形成对其他企业的挤压 18
3.4 丰富产品结构是渠道效率的诉求，也是在调味品行业实现全品类发展的殊途同归的手段 19
4. 提价天花板高，品类丰富创造新的需求点 19
4.1 产品单价低带来提价敏感度低，不排除每年提价的可能 19
4.2 产品结构的丰富是消费升级的体现，也是新的消费需求的创造 21
4.2.1 产品端的变化是核心竞争力 23
4.2.2 消费场景扩大是榨菜发展的更深远逻辑，边际变化值得关注 24
5. 盈利预测 25
6. 风险提示 25

表格目录

表 1:龙头企业提价历程 9
表 2:涪陵榨菜营销渠道的构建历程 15
表 3:2010-2017 各区域销售收入占比涨跌幅 17
表 4:龙头企业产品覆盖情况 19
表 5:涪陵榨菜产品类别 21
表 6:涪陵榨菜产品结构变化历程 23

表 7:榨菜的营养成分列表（每 100 克含:）.....24
表 8:泡菜的营养成分列表（每 100 克含:）.....24
表 9:公司盈利预测表.....26

插图目录

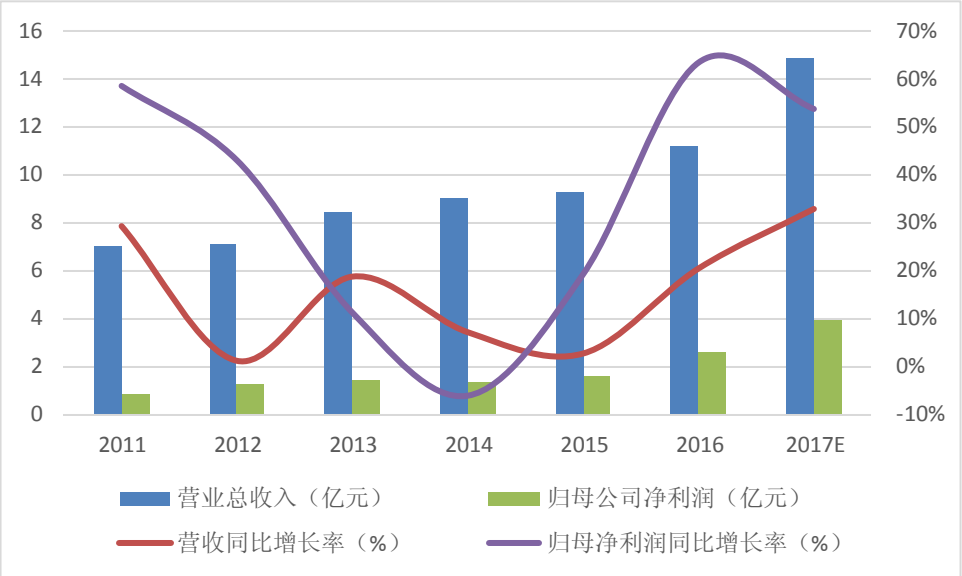
图 1:涪陵榨菜营业收入及净利润.....4
图 2:涪陵榨菜单季度营业收入及同比增长率.....5
图 3:涪陵榨菜营业收入与存货波动一致.....6
图 4:期间费用率与销售费用率.....6
图 5:调味品营业收入增速超过食品饮料板块.....7
图 6:调味品净利润增速带动食品饮料板块（Q3 有白酒增速过快影响）.....7
图 7:上游原材料仍处于上涨周期.....8
图 8:调味品行业整体毛利率稳中有进.....9
图 9:餐饮与调味品（滞后一期）的销售收入及同比增速.....10
图 10:餐饮回调后累计同比增速稳中有进.....10
图 11:选购食品安全的考虑因素.....11
图 12:消费者信心指数及消费意愿.....11
图 13:产品升级，大众产品高端化.....12
图 14:我国调味品 CR5 逐年递增.....12
图 15:涪陵区青菜头种植面积.....13
图 16:涪陵区特色农产品基地示意图.....14
图 17:并购业务后泡菜的营业收入及毛利率实现质的飞跃.....16
图 18:2010 年主营业务收入销售市场结构.....17
图 19:2017 年主营业务收入销售市场结构.....17
图 20:榨菜行业的市场占有率.....18
图 21:涪陵榨菜旧包装.....18
图 22:涪陵榨菜新包装.....18
图 23:涪陵榨菜提价空间的五力模型分析.....20
图 24:调味品行业及龙头企业的销售净利率.....21
图 25:榨菜消费用途多元化.....24

1. 基本面更新：2017 年榨菜量价齐增，期间费用管控得当，主力产品持续畅销，2018 年增速可持续

1.1 提价逻辑长期不改，产能提升确保主力产品增长，多元化并购实现品类扩容

前三季度涪陵榨菜营业收入为 12.27 亿元，增长率为 32.03%，归属于母公司股东的净利润为 3.96 亿元，同比增长 53.78%。前三季度收入猛增主要得益于主力产品量价齐增。在 2017 年 2 月份以榨菜为首的主力产品提价 15%-17%，88g 榨菜销售额突破 10 亿元，脆口系列产品销售额突破 1.8 亿元。由于榨菜单价低，消费者对价格不敏感，加上涪陵榨菜品类不断细化，从菜叶到菜头，从榨菜到海带丝，产品结构的丰富迎合了大江南北的消费者，涪陵榨菜提价逻辑长期不改，预计 2017 年全年的营业收入达接近 15 亿元，归属于母公司的净利润达接近 4 亿元，实现大幅增长。

图 1:涪陵榨菜营业收入及净利润



资料来源：Wind，东兴证券研究所

为保障脆口产能，2017 年公司投产第三条 175g 脆口生产线，年产能预计 2 万吨，新增 25g 小包装生产线，年产约 3000 吨，确保 2018 年的脆口销量。

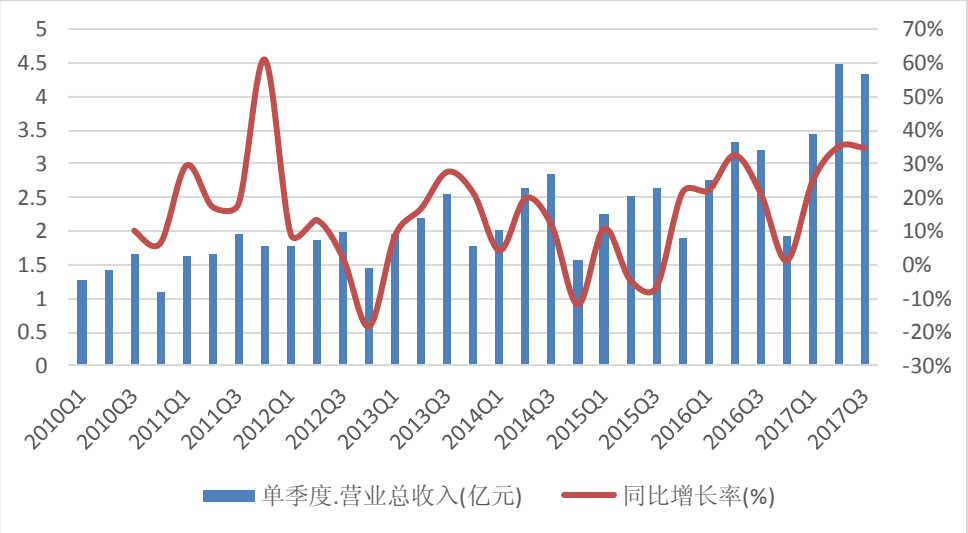
2016 年初推出脆口萝卜系列，2017 年前三季度销售额达 0.8 亿，上半年同比增长 80%。萝卜市场响应度较高，虽然公司暂停辽宁锦州滨海新区年产 5 万吨萝卜食品生产线的规划，但从长期来看，一方面为了保障萝卜的供应，打造大单品系列，另一方面，东北区域是涪陵榨菜销售市场的短板，为了进一步开拓东北市场，不排除在东北区域另寻萝卜生产线的可能性。并购惠通后，对原有业务去粗取精，泡菜一季度销售增量超过 50%，全年规划调货额达到一个亿。为保证泡菜销量，新增 1.3 万吨瓶装产品生产

线。2017 年 4 月向惠通增资 1500 万，支持泡菜业务的推广。涪陵榨菜一直着力于打造榨菜、泡菜、酱类三大产品链，旨在摆脱对榨菜的过度依赖。在 2015 年并购汇通泡菜后，成功在泡菜领域突围，2017 年 12 月份停牌进行重大资产重组，我们判断仍然是多品类发展的延续，从而进一步摆脱品类单一的现状，充分享受全国化的渠道网络。

1.2 公司销售与原材料波动一致，未来会逐步平抑影响

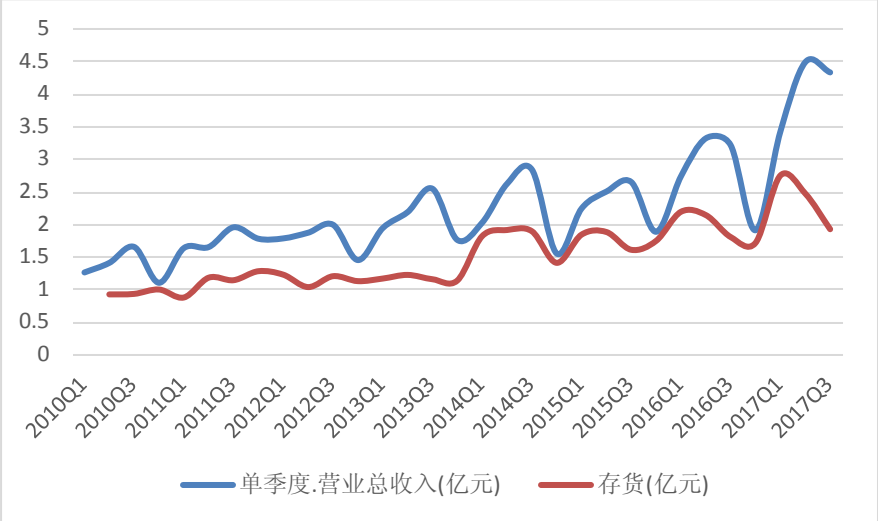
涪陵榨菜营业收入存在季度波动性，一般而言，前三季度营业收入逐步递增，到第三季度达到最大值，而到第四季度，营业收入往往会回落。比较营业收入与存货季节数据，二者存在明显的相关性。由于榨菜的主要原材料青菜头是在第一季度收割，榨菜企业此时会采购一年生产所需的原材料数量。在排除第四季度渐入冬季，消费者降低对常温食物的选择外，原材料的供应量或者说波动是造成销售波动的主要原因。

图 2:涪陵榨菜单季度营业收入及同比增长率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3:涪陵榨菜营业收入与存货波动一致

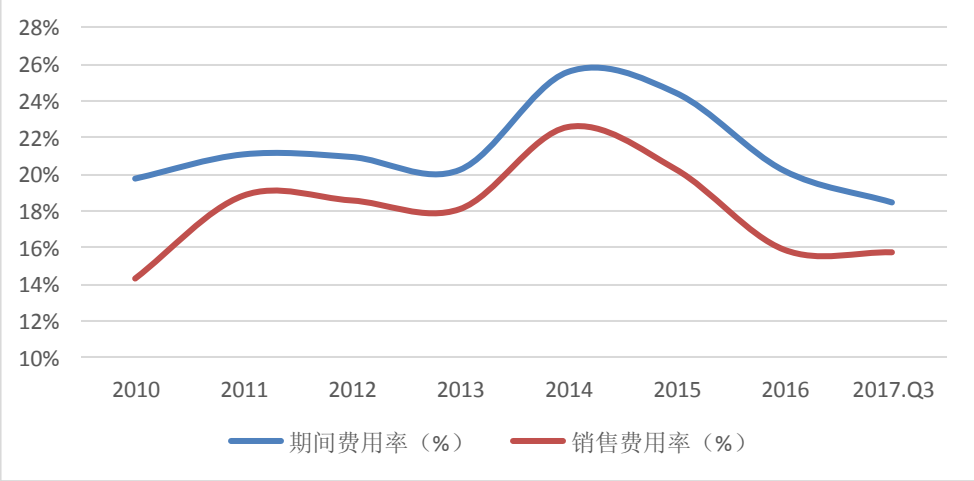


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.3 地面营销替代电视广告，预算管控精细化，期间费用有望进一步下降

2016 年公司对广告投入渠道进行结构性调整，用地面推广活动代替电视广告，促销有效带动销量增长，销售费用率同期下降 3.04%，对期间费用率的降幅贡献最大，加上公司注重预算模式对费用的全面管控，2017 年前三季度期间费用率下降至 18.45%，同比下降 18PCT。地面营销叠加全面预算实现对期间费用率的严格管控，期间费用率 2018 年有望降到进一步下降。

图 4:期间费用率与销售费用率



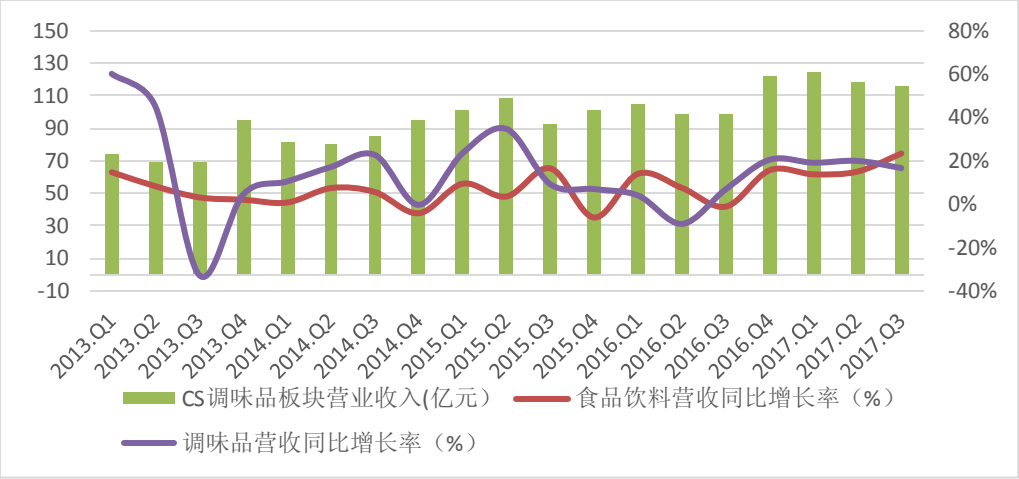
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 调味品行业和餐饮复苏拟合度高，提价幅度大实现加速增长，环保压力倒逼行业加速集中

2.1 调味品行业龙头收入盈利双丰收，行业增速喜人

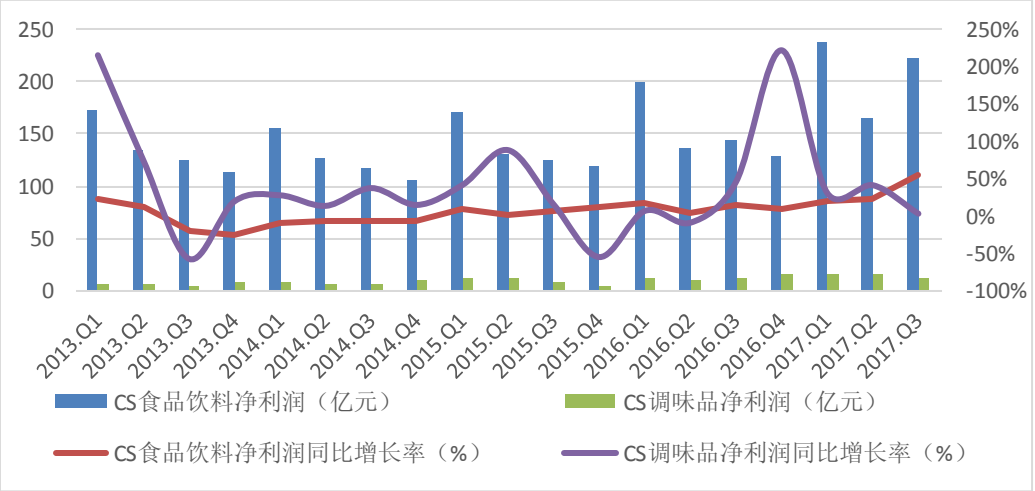
调味品行业前三季度营业收入和归属于母公司的净利润同比增幅保持高速增长态势，平均增幅分别为 18.61%、25.18%。由于个别企业净利润亏损较高，诸如莲花健康转型失败，前三季度亏损 143.29%，拉低了整个调味品行业净利润业绩。但从总体来看，调味品龙头企业引领增长趋势，以海天、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜为例，前三季度量价齐增，实现收入盈利双丰收。

图 5:调味品营业收入增速超过食品饮料板块



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6:调味品净利润增速带动食品饮料板块（Q3 有白酒增速过快影响）



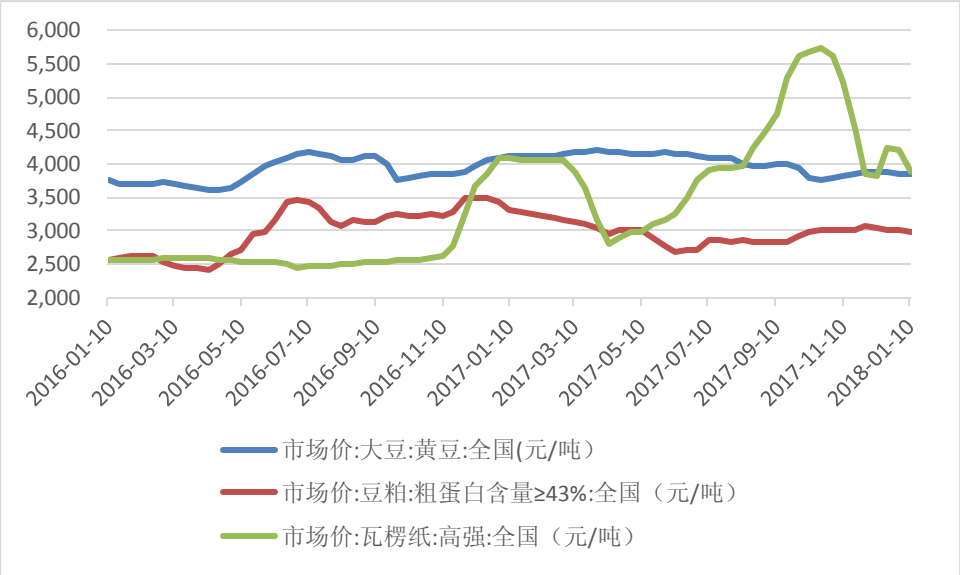
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 上游仍处于温和上涨周期，调味品行业提价有基础，力保行业稳中有进

2.2.1 上游原材料仍处于上涨周期之中

2016 年上半年以来，大豆、豆籽、瓦楞纸、青菜头等价格显著提高。大豆价格从 2016 年 4 月 3.6 元/千克上涨至 2017 年 7 月 4.1 元/千克，涨幅 13.88%，虽然价格有所回调，但 2017 年大豆价格始终在 4 元/千克左右徘徊。瓦楞纸价格波动最大，从 2016 年 11 月 2.62 元/千克上涨至 2017 年 11 月 5.23 元/千克，涨幅 99.62%。受下游榨菜企业囤货的影响，2017 年青菜头价格从 670 元/吨上涨至 920 元/吨，涨幅超过 35%。

图 7:上游原材料仍处于上涨周期



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2.2 调味品行业提价有基础，成本转嫁能力保证行业稳中有进

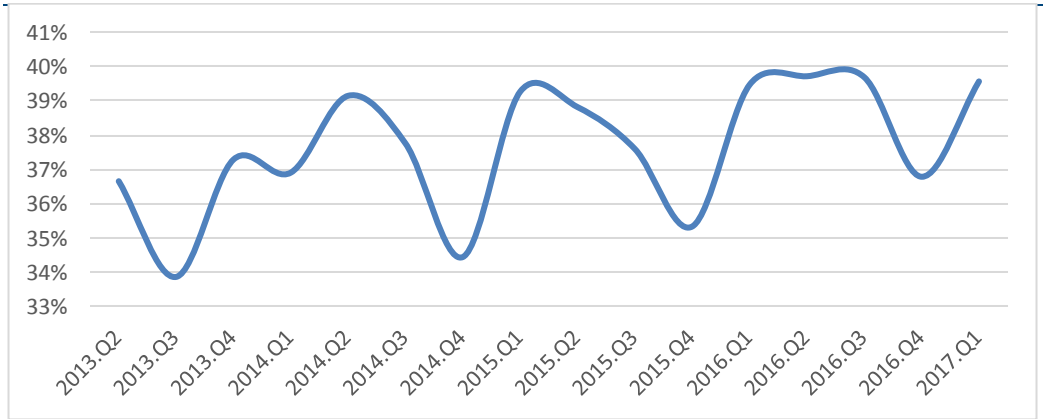
为应对成本上涨的负面影响，调味品行业掀起了提价高潮，以海天味业、涪陵榨菜为代表的龙头企业率先提价，将成本转嫁给终端市场。由于行业较强的成本转嫁能力，调味品行业的毛利率水平受到成本上涨的负面影响较微弱， 2016Q4 行业平均毛利率为 36.79%，同比增长 1.45%，整体保持稳中有进的态势。

表 1:龙头企业提价历程

公司名称	提价内容
海天味业	2016 年 12 月，海天宣布将旗下约 70-80%的产品提价 5%-6%
涪陵榨菜	2017 年 2 月涪陵榨菜上调 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 15-17%
中炬高新	2017 年 3 月中炬高新上调美味鲜和厨邦产品价格约 5%-6%
千禾味业	2017 年 4 月千禾味业对主要产品直接提价 8%-10%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8:调味品行业整体毛利率稳中有进

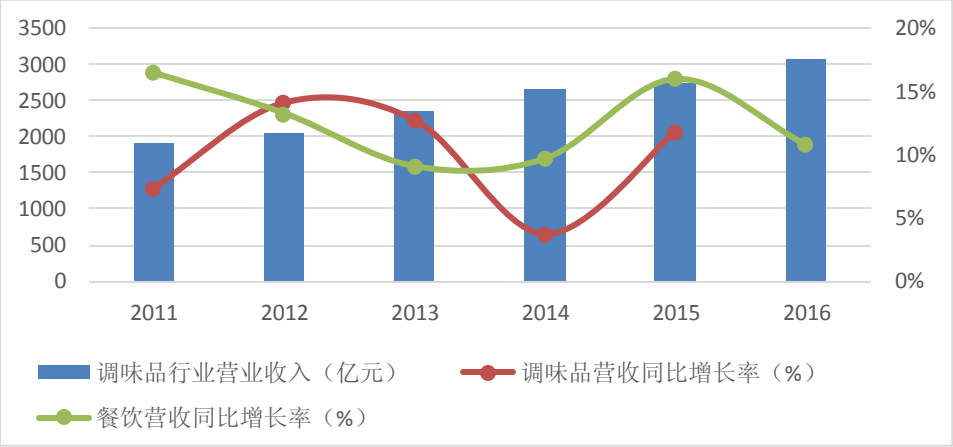


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

2.3 餐饮稳定增长趋势不改，成为调味品增长的外生可持续动力，两者间有一年的滞后期

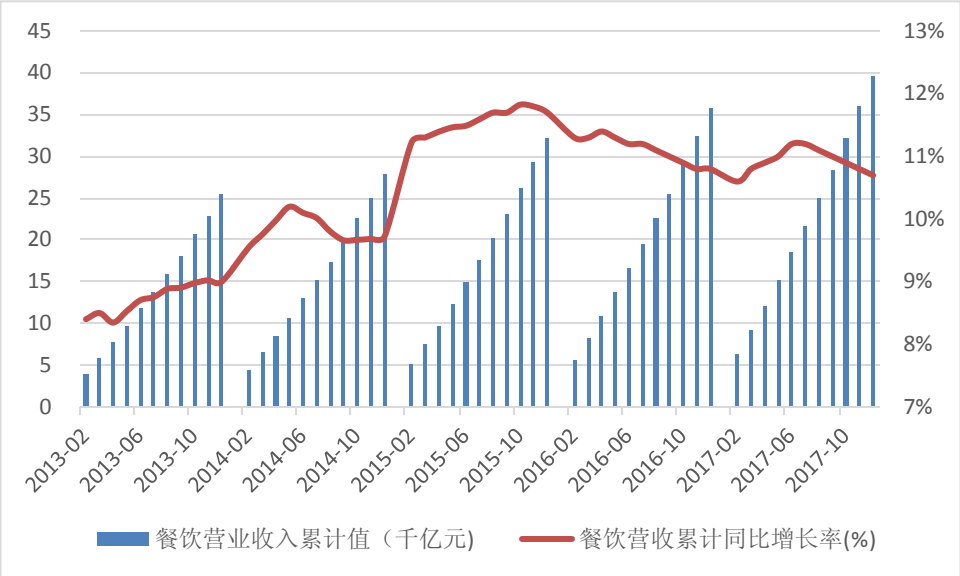
从调味品行业的下游来看，餐饮渠道占比 70%，由于市场传导机制存在时滞性，调味品营收增速滞后于餐饮一年（即 2016 年的数据对应 2015 年的实际值），二者发展趋势拟合度很高。看未来，中国餐饮行业在市场结构和商业模式上探索改革创新，餐饮市场实现趋稳回暖，2015 年实现餐饮收入 32310 亿元，同比增长 16%，正式宣告进入 3 万亿的历史新时期。与此同时，2016 年我国调味品、发酵制品制造行业规模以上企业累计实现产品销售收入 3073.65 亿元，同比大幅增长 11.87%。餐饮业经过 2015 年回调后处于稳定增长的态势，内生增长动力充足，这一利好格局将从需求端促进调味品行业的发展。调味品需求格局拓宽，业绩稳健增长是大概率事件。

图 9:餐饮与调味品（滞后一期）的销售收入及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，东兴证券研究所

图 10:餐饮回调后累计同比增速稳中有进



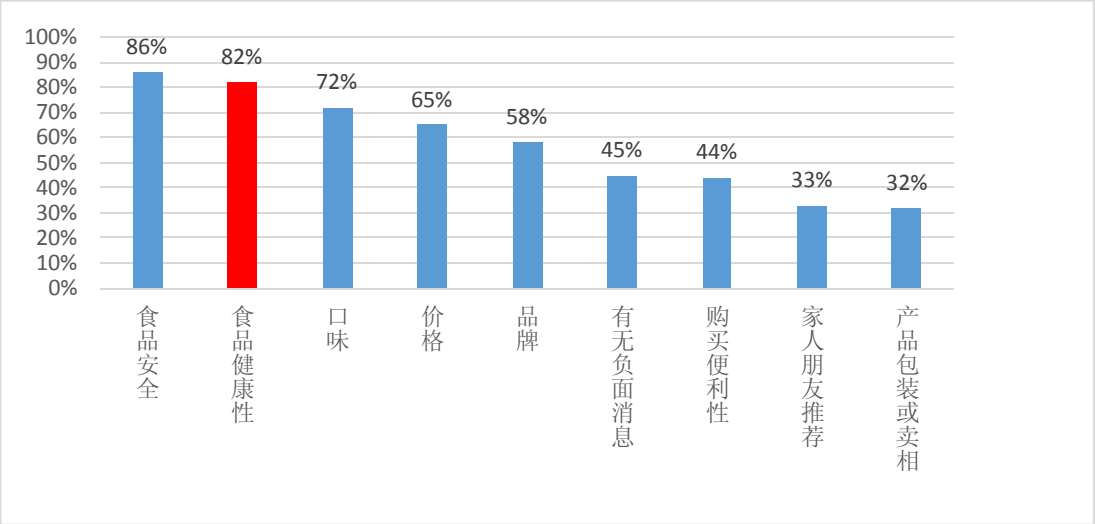
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.4 “大众产品高端化”在调味品行业趋势明显，龙头效应使得行业集中度进一步提高

2.4.1 消费需求引领调味品升级方向

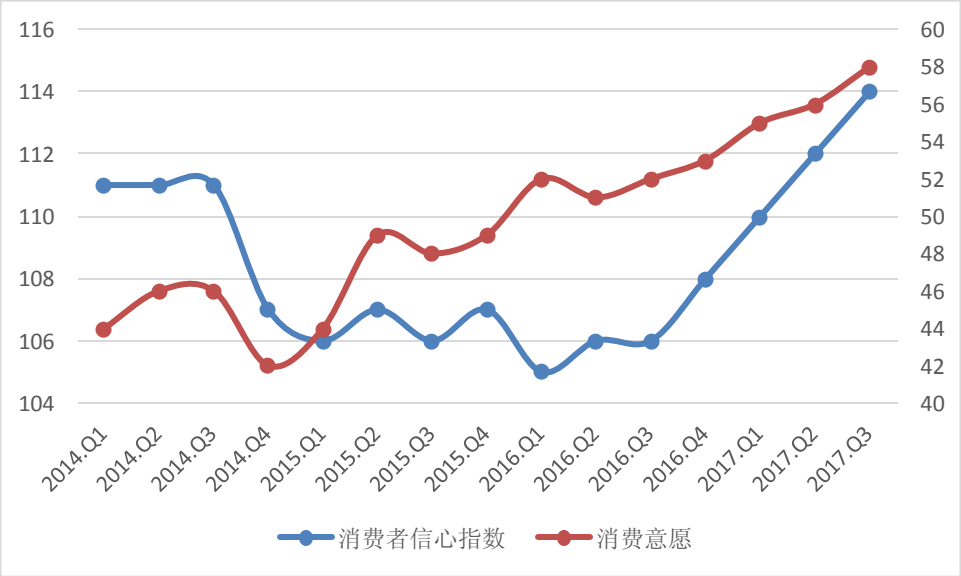
2000-2016 年城镇居民家庭人均可支配收入 CAGR 为 11.05%，由 6280 元提升至 33616 元，目前仍保持 5%-8%左右的增速，为消费升级提供了必要的经济基础。与此同时，消费者信心指数创历史新高，消费意愿领涨，叠加消费者对食品健康性的关注度进一步提升，引领调味品升级的发展方向。

图 11:选购食品安全的考虑因素



资料来源：IPSOS，东兴证券研究所

图 12:消费者信心指数及消费意愿



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

2.4.2 龙头企业引领产品升级方向

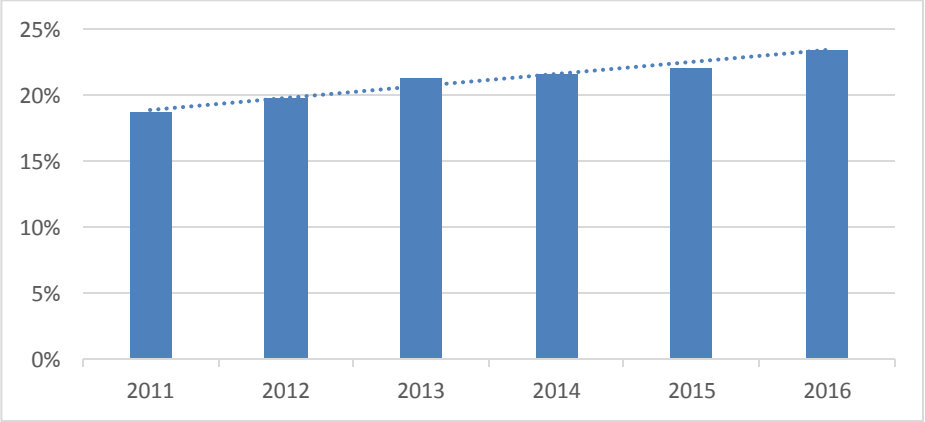
随着消费观念与习惯转变，调味品呈现出明显的消费升级趋势：（1）同一产品品类内升级：普通酱油升级为特级酱油、有机酱油；（2）功能相近的品类间升级：鸡精代替味精等；（3）产品细分化和多元化：各种功能型酱油食醋、各类调味酱、复合调味品等。

图 13:产品升级，大众产品高端化

资料来源：网络资料整理，东兴证券研究所

目前行业中的高端酱油种类越来越多，“大众商品高端化”在调味品行业非常明显，我们在年度策略报告中分析过，这样的趋势是在创造新的需求，而这是龙头企业引导的，目前看也只能由龙头企业来引领，这个过程会加速行业集中度的提升。同时成本的上涨过程中，龙头的转嫁能力很强，加速了小企业的淘汰。“强者恒强”也是调味品行业未来的主旋律。

图 14:我国调味品 CR5 逐年递增



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

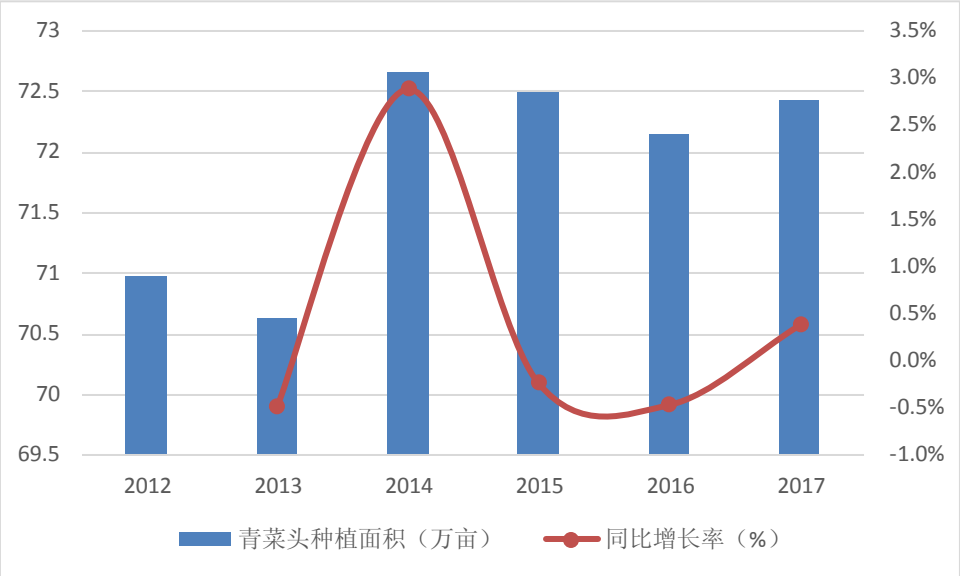
3. 上游原料保障供应，销售渠道不断细化，产品结构提升使得渠道更有价值

3.1 政府协助，公司扩产，确保原材料供应平抑波动

青菜头是榨菜的主要原材料，价格及产量容易受到雨雪天气影响及农民意愿的影响。2017 年青菜头价格从 670 元/吨上涨至 920 元/吨，涨幅 37.31%，价格的上涨将激发农民的种植意愿，预计以后年份青菜头的种植面积及产量将保持继续增长的态势。

同时，涪陵、浙江余姚等榨菜主产区政府为促进榨菜业的行业整合，正在加大对榨菜业的生产格局整顿和调整，关、停一批生产技术装备低、产品质量差、市场竞争力弱的小企业。涪陵区榨菜加工企业从 2010 年 61 家逐步递减至 2015 年的 39 家，弱化了竞争对手对青菜头的需求，减少了炒作风险，强化了涪陵榨菜对上游原材料的控制。

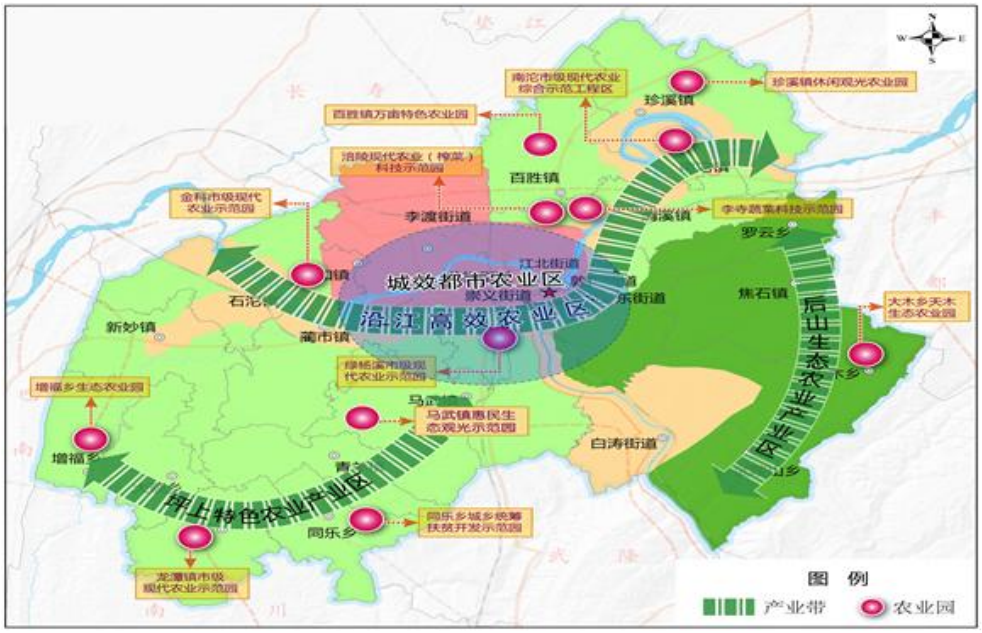
图 15:涪陵区青菜头种植面积



资料来源：涪陵区榨菜办，东兴证券研究所

同时，青菜头作为时令性农产品，受天气及农户种植意愿的影响较大，价格波动幅度较大。原料价格的波动会直接增加生产成本，降低销售毛利率。根据重庆市涪陵区第十三个五年规划纲要的要求，将于 2020 前建成 70 万亩榨菜深加工基地，建设 6932 亩榨菜特色生态园，新改建青菜头原料腌制池 42 万立方米，形成年产 10 万吨榨菜生产线，年产 2 万吨榨菜叶深加工产品生产线，年产 1 万吨有机榨菜加工生产线。特色榨菜园区的建设将进一步保障龙头榨菜企业的原料供应。

图 16:涪陵区特色农产品基地示意图



资料来源：《重庆市涪陵区国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，东兴证券研究所

公司拥有 20 余万吨的原料窖池，原料收贮及调剂能力处于行业绝对领先地位。榨菜产品产销和原料窖池的配比一般为 1:（1.5-2），即每生产 1 吨榨菜产品配置 1.5-2 吨的原料窖池比较合理。2016 年年末，公司产量达 11.36 万吨，销量达 11.13 万吨，供需相对均衡。考虑到年均 10%的销量增幅，当前公司正在加紧建立 4 万立方米榨菜原料池，以缓解未来原料收储之需。涪陵榨菜拥有强大的原料窖池，这能减缓青菜头价格波动对利润的冲击，同时为价格及产销策略调整赢得反应时间。

3.2 渠道渗透全国化，营销网络精细化，小榨菜插上翅膀飞向大舞台

3.2.1 渠道不断下沉，拥有全国性、多层次、实体+电商相结合的销售网络

纵观涪陵榨菜上市以来渠道深耕的过程，主要表现在以下 4 个方面：

1.强化与经销商合作。通过绩效考核等方式强化对经销商的控制，以便掌控终端市场的供应量；

2.采用多样且灵活的营销方式。央视、网络、地面推广并驾齐驱，适时用地面推广活动代替电视广告；

3.深耕传统渠道。开发县级空白市场，拓展航空配餐、快餐、学校、宾馆、海底捞、京东到家等渠道。

4.发展电商渠道。专门成立电商公司，并在天猫超市、京东超市、一号店等全国性重点门户类电商渠道开发了经销商。

销售渠道从大 KA，逐步覆盖到餐饮、学校、航空领域等，再覆盖到县级空白市场，借助电商渠道向全国的消费者零售。涪陵榨菜的销售渠道在不断地精细化。

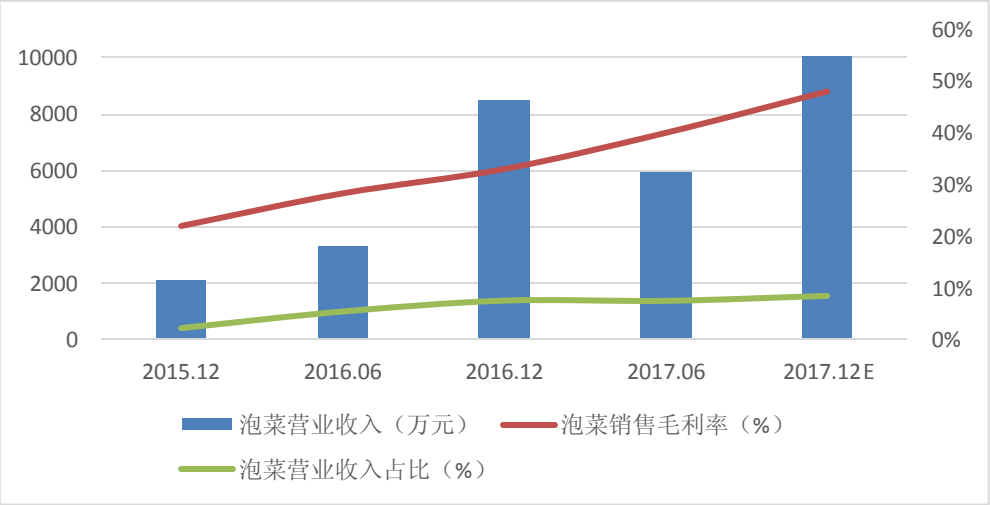
表 2:涪陵榨菜营销渠道的构建历程

年份	涪陵榨菜营销渠道的构建历程
2010 年	在市场通路建设上，进一步强化与经销商的战略合作关系，巩固原有通路，开辟新市场。
2011 年	公司通过深入推进战略合作模式，在各办事处组织了“标杆市场”的渠道建设试点，对 180 名经销商进行了解析，淘汰了 30 多名不合格的经销商。公司的市场网络进一步做细。
2012 年	通过央视、网络、地面等方式大力宣传产品；采取了广泛的铺市行动、订货会、品牌推广周等措施应对经济危机带来的销售受阻。
2013 年	推行差别化的战略经销商合作模式：制定窜货杀价管理黑名单、以结果为导向的目标绩效考核方法；开发县级空白市场。
2014 年	大力开发空白市场，全年开发县级空白市场 800 多个；在央视和全国各大卖场传播乌江品牌；通过“脆口风暴”、“看世界杯品乌江榨菜”、“旺季攻坚战”三大活动，将榨菜品牌时尚化，引导多元化消费；完成海带丝产品及青花龙广告策划；拓展电商市场，启动对公司天猫旗舰店的改造。
2015 年	深耕传统渠道，全年建立传统渠道 100 多条，拓展航空配餐渠道、快餐渠道，并在全国布局榨菜产品主力客户 500 多名，开发空白市场客户 500 多个；积极拓展电商渠道，发展省地级电商渠道 200 多个；专门成立电商公司，开发电商产品，并在天猫超市、京东超市、一号店等全国性重点门户类电商渠道开发了经销商。
2016 年	建立了与重点终端相匹配的多元渠道组合，开发了海底捞、京东到家等新兴餐饮和电商渠道。
2017 年	对广告投入渠道进行结构性调整，用地面推广活动代替电视广告，目前已组织了上万场品尝试吃活动；加强渠道建设，学校、宾馆、餐饮、航空等渠道都有了发展；惠通和乌江的销售渠道已全面完成对接。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

未来的市场份额是由渠道占有率决定的，产品有周期，销售渠道没有周期，公司的新产品都可以嫁接在原有的销售渠道上来开拓市场，降低试错成本。涪陵榨菜的销售网点覆盖了全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场，公司的产品遍布大到全国各大知名连锁超市和全国各级农贸市场，小到城乡的便利店等零售终端。涪陵榨菜成为酱腌菜领域唯一拥有全国销售网络的公司，销售渠道全打通。惠通泡菜已在乌江的销售渠道上顺利铺货，目前，泡菜营业收入占比 7.54%，已成为仅次于榨菜的第二大产品，销售毛利率迅速增长，达到 40%。与并购惠通前的销售毛利率平均值 26%相比，实现了质的飞跃。未来的并购都可以以相同的销售逻辑来开拓市场。

图 17:并购业务后泡菜的营业收入及毛利率实现质的飞跃



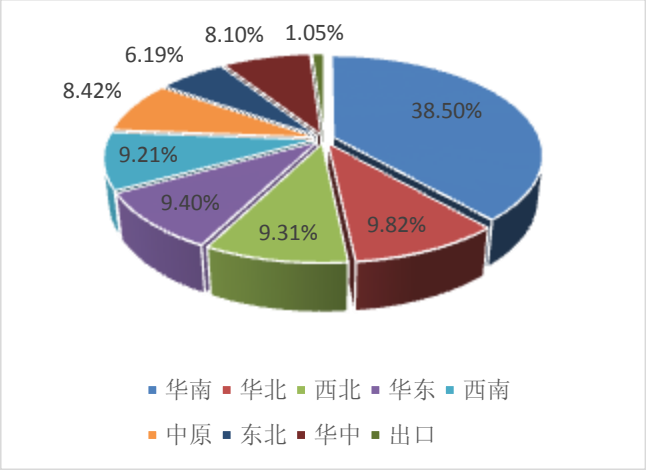
资料来源：Wind，东兴证券研究所

“渠道为王”意味着涪陵榨菜可以在原有渠道上自由安排榨菜、泡菜、酱类的销售，以最低的成本打造明星大单品；可以将新产品调配在不同区域的渠道上，测试市场的接受度，降低试错成本。当前涪陵榨菜主营业务主要集中在酱腌菜领域，而调味品的销售渠道具有同质性，换言之，销售榨菜的渠道同样可以销售酱油，因此，我们不排除涪陵榨菜涉足非酱腌菜领域，与海天等龙头正面抗衡的可能性。

3.2.2 区域布局更加完善，未来是全国市场的不断渗透

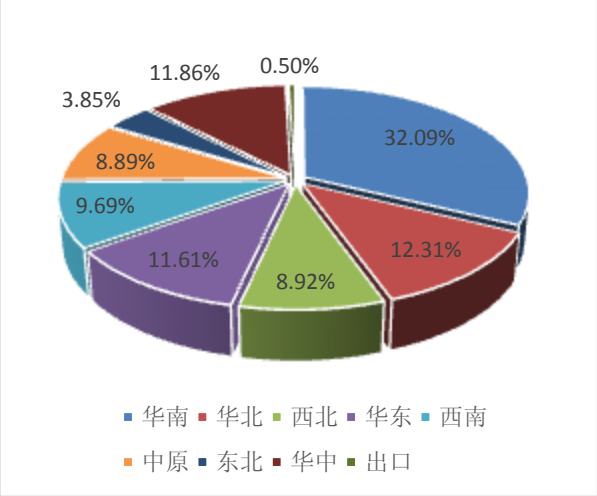
从近五年的占比情况看，在主营业务收入逐年增长的情况下，华南地区占比由 2010 年的 38.50%下降到 2017 年的 32.09%，逐年呈下降趋势，表明公司已明显摆脱了对华南市场的依赖，除华南地区外，华北、华东、华中等地区涨幅都超过了 20%以上。产品区域布局日趋优化，表明公司立足华南市场，积极拓展全国其他地区收效甚佳，市场渗透率有望进一步提高。

图 18:2010 年主营业务收入销售市场结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19:2017 年主营业务收入销售市场结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 3:2010-2017 各区域销售收入占比涨跌幅

地区	华南	华北	西北	华东	西南	中原	东北	华中	出口
销售收入区域占比涨跌幅（%）	-16.65	25.36	-4.19	23.51	5.21	5.58	-37.80	46.42	-52.38

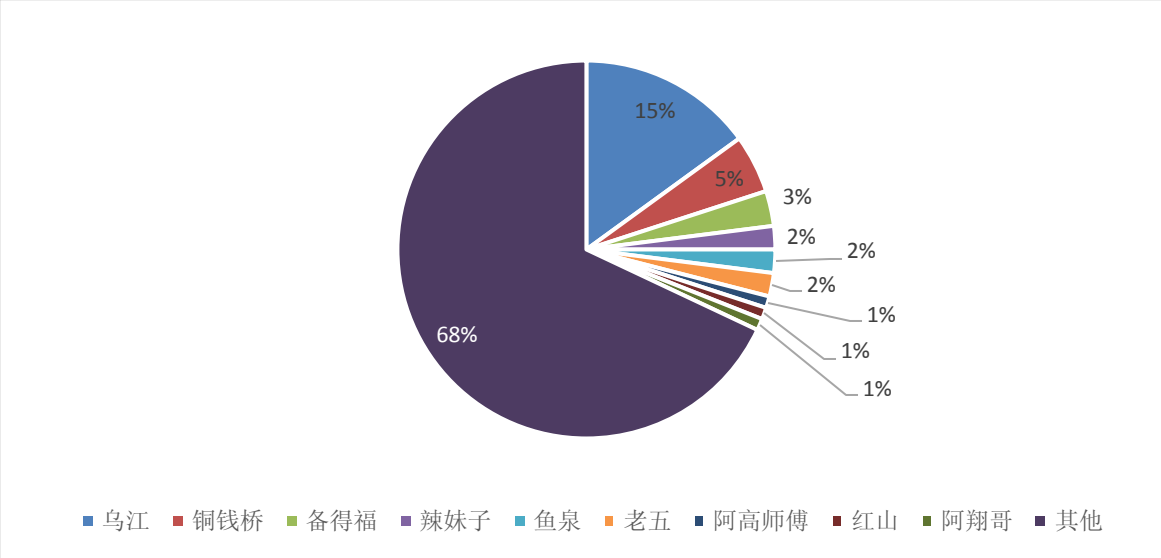
资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.3 行业集中度加速提升，龙头企业有了更多产品升级的空间

3.3.1 榨菜行业集中度低，马太效应将加快龙头企业对市场份额的抢夺

根据 2015 年产业信息网的调查数据显示，榨菜行业 CR5 为 27%，集中度偏低。相较于其他竞争对手的区域营销，如辣妹子在南京、江西一带，鱼泉在成都、北京地区，铜钱桥、备得福在东北地区，只有涪陵榨菜实现了全国营销网络的构建，因此，涪陵榨菜更有利于通过产品细分，在营销渠道内试错，了解不同地区消费者的偏好，从而提高市场渗透率。

图 20:榨菜行业的市场占有率



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

3.3.2 产品升级迎合消费升级趋势，丰富的产品结构形成对其他企业的挤压

为了进一步提高在酱腌菜领域中的市场份额，涪陵榨菜在产品力上不断提升。首先通过对包装完成国粹版换版，形成鲜明的视觉冲击及统一的品牌形象；定位中高端产品，主力榨菜统一净含量 88g，增加口感风味，满足“南甜北咸、东酸西辣”的地区品味；脆口新品领跑市场，低盐度、唯一充氮包装、多规格等优势迅速抢占休闲食品的蓝海；并购汇通，增加泡菜新业务，推出惠通“瓶装下饭菜”，开发惠通泡青菜、泡豇豆、泡白菜三只泡菜新品，抢夺泡菜市场。当前公司进行的新一轮并购也旨在补齐酱腌菜领域的空白点。

图 21:涪陵榨菜旧包装

资料来源：百度图片，东兴证券研究所

图 22:涪陵榨菜新包装

资料来源：百度图片，东兴证券研究所

3.4 丰富产品结构是渠道效率的诉求，也是在调味品行业实现全品类发展的殊途同归的手段

按照调味品的生产工艺，可主要分为三个类别：酿造类、酱腌菜类、其他类。其中，涪陵榨菜主要聚焦酱腌菜行业，在榨菜和泡菜领域占领一席之地，顺利避开其他调味品红海市场。酱类领域目前仅有海天做出品牌，属于调味品领域的蓝海。涪陵榨菜近几年启动的外延计划有望实现“榨菜+泡菜+酱菜”的多品类竞争格局。

现在从调味品整个布局来看，涪陵榨菜凭借经典榨菜占据了酱腌菜领域的龙头地位，同时建立了全国化的销售渠道，而且由于青菜头的种植具有明显的地域性，重庆和浙江地区的青菜头产量约占 80%，这直接抬高了榨菜行业的进入门槛，形成“易守难攻”的格局，龙头地位稳固。而其他子品类，诸如酱油、食醋、料酒等，企业玩家较多，涪陵榨菜暂时不会涉足形成正面竞争。但是整个行业是渠道可以共享的，酱醋类企业向外延伸的同时一定会和榨菜形成竞争点，我们认为涪陵榨菜凭借市场知名度、全国化的渠道渗透、高效的供应链响应，会在未来的泡菜和酱菜的蓝海竞争中占得先机。

表 4:龙头企业产品覆盖情况

调味品种类	海天味业	中炬高新	千禾味业	恒顺醋业	涪陵榨菜
酱油	■	■	■	□	
食醋	■	□	■	■	
料酒	□	□	■	□	
耗油	□	□			
味精	■	□			
调味酱	■	□			
酱腌菜				■	■

涪陵榨菜的并购进程就是其在调味品行业中品类逆袭的风向标。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

备注：红色表示核心产品，蓝色表示企业所覆盖的产品

4. 提价天花板高，品类丰富创造新的需求点

4.1 产品单价低带来提价敏感度低，不排除每年提价的可能

我们不妨用“五力模型”来分析一下榨菜不断提价的可能性：

（1）乌江一家的生产量占整个涪陵区供应量的 30%以上，上游是零散的农户，加上政府建设特色农产品基地以保障对青菜头的供应，乌江对上游的掌控能力较强。

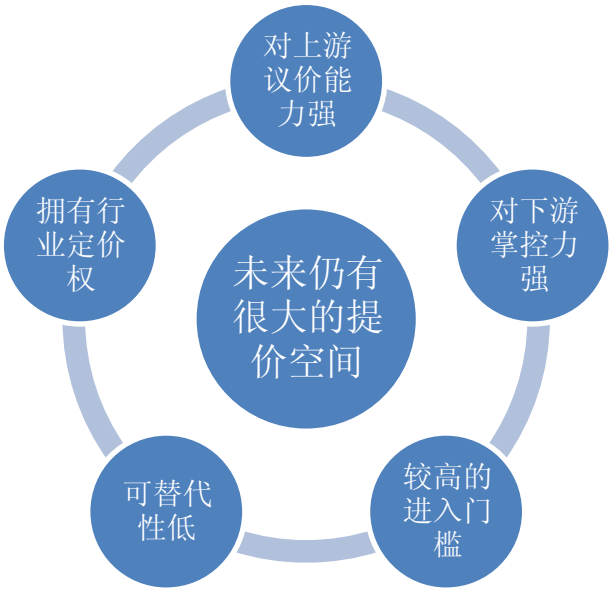
（2）从下游消费者来看，榨菜价格低，消费者对榨菜的需求偏刚性，因此价格敏感度低，公司对于下游消费市场掌控力同样较强。

（3）乌江一家是四家龙头份额的总和，基本属于一家独大的格局，类似与海天在酱油市场的地位，商超的货架占有面积是其他企业的总和的一倍以上，小便利店更是基本只进一种品类，基本掌握了行业的定价权。

（4）榨菜每年产量有季节性，且区域属性明显，直接抬高了潜在进入者的进入门槛。

（5）公司的思路很清晰，就是围绕的佐餐类的品类进行外延扩张，降低了单一品类的可替代性，逐步实现对于佐餐类的调味菜的全品类覆盖。目前来看，以上优势均未出现较大的变化，我们认为公司存在连续提价的基础，而且随着丰富度的不断提升，提价空间不断被打开。

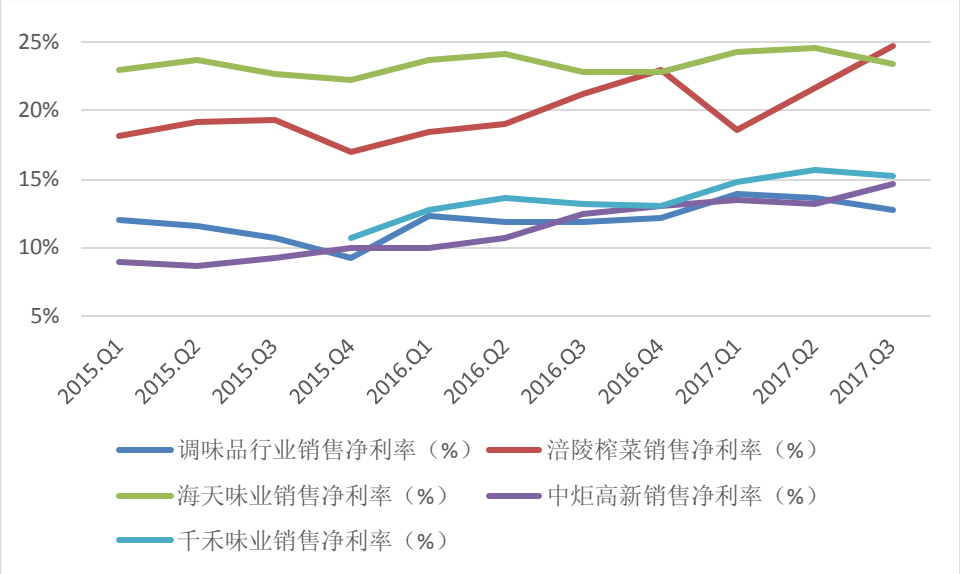
图 23:涪陵榨菜提价空间的五力模型分析



资料来源：东兴证券研究所

2016 年 10 月以来，调味品上游产业，如大豆、瓦楞纸、运输成本显著提高，调味品龙头企业纷纷掀起了提价高潮。一方面，尽管原材料价格上涨，涪陵榨菜营业成本(剔除三费和税金后)占营业收入的比率基本持稳。2014 和 2015 年，营业成本占营业总收入的比率分别为 56%和 51.7%，2016 年与 2017 年上半年，这一比率为 54.2%和 53%，变化并不明显。另一方面，涪陵榨菜销售净利率自 2016 年持续走高，远超行业净利率，波动幅度最大，在第三季度首超海天味业。说明相较于其他龙头企业，涪陵榨菜提价与其说是弥补成本的上涨，更不如说是让消费者更多地为其品牌额外买单；榨菜价格低，消费者不敏感，榨菜行业价格天花板仍不明晰，龙头企业必将运用定价机制更多地分享行业成长的红利。

图 24:调味品行业及龙头企业的销售净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.2 产品结构的丰富是消费升级的体现，也是新的消费需求的创造

公司榨菜系列产品品类齐全，价格区间宽广。品种囊括菜片到全形榨菜，口味包含清香到麻辣，价格区间从几元钱的下饭菜拓宽至 888 元的高端礼盒。多元化战略兼顾南北方口味差异，满足各类消费者的购买需求。

表 5:涪陵榨菜产品类别

产品类别	产品名称	规格	零售价	图片
榨菜系列产品	榨菜：酱香、清香、微辣、麻辣	80g	2.7	
	鲜脆菜丝	88g	2.5	
	菜片：酸辣、原味	88g	2.7	
	榨菜碎米	80g	2.5	

	鲜爽菜芯	80g	2.5	
	脆口榨菜	175g	4.6	
	全形榨菜	300g	5.2	
海带丝系列产品	海带丝：山椒、鲜香	70g	2.5	
萝卜干系列产品	萝卜干：麻辣、美味	60g	2	
	脆口萝卜	175g	4.6	
辣椒系列	虎皮碎椒	60g	2.5	
礼盒系列	六味榨菜礼盒	480g	38	
	红油榨菜礼盒	3.2kg	99	
	五年沉香礼盒	600g	888	

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，东兴证券研究所

4.2.1 产品端的变化是核心竞争力

涪陵榨菜产品端的改变主要表现在三个方面：

（1）大众商品高端化，包括国粹版换脸，推出各种精致的榨菜礼盒；

（2）低盐、充氮包装，开拓休闲零食领域。上万场试吃活动中，逐渐培育消费者，逐步扩大新的消费场景；

（3）小包装系列产品，既便于携带，也属于变相提价。

随着消费者健康意识的提升，对于几元钱产品的小额消费，消费者更看重的是产品品质，更依赖品牌，因而更愿意为价格与质量同步提升的调味品买单。涪陵榨菜这三点变化正是迎合了消费端对品质化生活的追求。

表 6:涪陵榨菜产品结构变化历程

年份	涪陵榨菜产品结构变化历程
2010 年	采取集中精力做中高端榨菜，进一步调整精简产品结构。在产品结构调整上，优化了 19 只中高端产品，整合砍掉了 7 只中低端产品。
2011 年	在市场调研的基础上，全年新开发产品 9 只，优化产品 5 只，整合砍掉销量小产品的 13 只，推出了乌江餐饮系列产品及质量卓越的老榨菜、新精品全家欢等礼品菜，极大地优化了公司的产品结构。
2012 年	公司新开发了“乌江巴巴香”香辣菜和酸辣下饭菜等 6 只产品，优化了“乌江”新一代健康食品、鲜爽菜丝等主力流通产品，对低毛利产品采取了限制发展的措施，使其逐步淘汰。
2013 年	完成国粹版换版；强势打造脆口明星产品，其销售额实现同比翻番；开发了香辣下饭菜、萝卜干、海带丝等 6 只新品。
2014 年	公司把乌江品牌延伸到萝卜干、海带丝两个品类，成功开发推出萝卜干、海带丝两个战略性新品。
2015 年	通过千店试吃、百城铺市等地面传播活动，全力推广升级产品 88g 鲜脆菜丝、明星产品 175g 脆口榨菜以及萝卜干、海带丝两只战略新品，有效推动了明星产品和新品增长；收购惠通，增加泡菜新产品，2015 年泡菜对营业收入的贡献率达到 2.27%。
2016 年	推出 88g 精品系列榨菜，取消 50g、60g、70g 的榨菜产品。泡菜做品牌，“惠通”泡菜着力聚焦产品，大胆“瘦身”，精简低销量低附加值产品，对现有泡菜产品降低含油量、改进工艺和升级包装，推出“惠通瓶装下饭菜”大单品。
2017 年	截至 2017 年 6 月，已完成了惠通泡青菜、泡豇豆、泡白菜三只泡菜新品开发并上市。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2.2 消费场景扩大是榨菜发展的更深远逻辑，边际变化值得关注

榨菜之前主要佐餐食用，目前的食用场景和多元化功能在不断凸显，从南方的餐饮文化中已经初见端倪，榨菜逐渐成为菜谱中的主力军，煲汤，炒菜，馅饼等等，并且部分地区有用榨菜替代酱油和食盐调味的趋势。虽然目前讲榨菜成为普通的休闲食品还为时尚早，但是公司确实在培育年轻的消费者，甚至是儿童食用群体，一旦有成型的产品，榨菜的估值逻辑将会发生根本的变化。

图 25:榨菜消费用途多元化

资料来源：百度图片，东兴证券研究所

其实上述逻辑并不是天方夜谭，榨菜中含有多种微量元素、维生素和氨基酸，又兼具了佐餐开胃功能，口感上也在不断突破，扩大消费场景也是情理之中。

表 7:榨菜的营养成分列表（每 100 克含：）

成分名称	含量	成分名称	含量
能量（千焦）	121	碳水化合物（g）	6.5
钙（mg）	155	钠（mg）	4252.6
磷（mg）	41	镁（mg）	54
蛋白质（g）	2.2	膳食纤维（g）	2. 1
胡萝卜素（mg）	490	铁（mg）	3.9

资料来源：百度百科，东兴证券研究所

表 8:泡菜的营养成分列表（每 100 克含：）

成分名称	含量	成分名称	含量
热量（千焦）	33	水分	88.4g
蛋白质（g）	200	糖分(g)	1.3
磷（g）	28	维生素 C（mg）	21

资料来源：百度文库，东兴证券研究所

5. 盈利预测

上调公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 0.50 元、0.69 元、0.90 元，鉴于公司处于细分行业龙头地位，以及公司未来成长性和单品的良好预期，不断外延的复制能力，结合公司历史估值水平，给予公司 2018 年 35 倍 PE，对应目标价为 24.15 元，市值增长空间 41%,给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

食品安全风险；青菜头产量波动。

特别鸣谢

徐梦维：东兴食品饮料团队实习生，中国财政科学研究院财政学硕士在读。

表 9:公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	709	995	1748	2690	3901	**营业收入**	931	1121	1494	2008	2644
货币资金	259	271	410	502	661	**营业成本**	521	608	795	1058	1391
应收账款	3	1	3	4	6	营业税金及附加	12	19	22	30	39
其他应收款	6	6	8	11	15	营业费用	189	178	216	271	339
预付款项	10	7	7	7	7	管理费用	46	52	53	62	75
存货	175	172	218	290	381	财务费用	-7	-4	-2	-2	-2
其他流动资产	255	536	1096	1867	2821	资产减值损失	0.15	0.36	2.00	2.00	2.00
非流动资产合	951	938	831	729	628	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.08	8.35	20.00	50.00	50.00
固定资产	718	740	661	572	483	**营业利润**	175	276	428	637	850
无形资产	130	127	114	102	89	营业外收入	12.60	34.67	50.00	35.00	30.00
其他非流动资	0	3	0	0	0	营业外支出	3.11	4.52	8.00	6.00	5.00
资产总计	1660	1932	2499	3339	4449	**利润总额**	185	306	470	666	875
流动负债合计	191	288	366	759	1280	所得税	27	49	79	110	144
短期借款	0	0	0	284	663	**净利润**	157	257	391	556	731
应付账款	58	69	87	116	152	少数股东损益	0	0	0	10	20
预收款项	63	149	208	289	395	归属母公司净利润	157	257	391	546	711
一年内到期的	4	0	0	0	0	EBITDA	337	452	528	736	950
非流动负债合	94	78	0	0	0	**EPS（元）**	0.49	0.49	0.50	0.69	0.90
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	285	366	366	759	1280	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	10	30	营业收入增长	2.67%	20.43%	33.32%	34.39%	31.66%
实收资本(或股	329	526	789	789	789	营业利润增长	21.62%	57.39%	55.43%	48.62%	33.47%
资本公积	482	284	284	284	284	归属于母公司净利	52.16%	63.46%	52.16%	39.47%	30.16%
未分配利润	486	652	801	1008	1278	**获利能力**					
归属母公司股	1375	1566	2143	2579	3148	毛利率(%)	0.00%	4578.00%	46.82%	47.30%	47.39%
负债和所有者	1660	1932	2435	3275	4385	净利率(%)	16.91%	22.95%	26.19%	27.68%	27.63%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	9.48%	13.31%	15.66%	16.35%	15.97%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	11.45%	16.42%	18.27%	21.16%	22.57%
经营活动现金	245	403	-72	-132	-128	**偿债能力**					
净利润	157	257	391	556	731	资产负债率(%)	17%	19%	15%	23%	29%
折旧摊销	169.24	180.05	0.00	101.74	101.74	流动比率		3.46		3.54	
财务费用	-7	-4	-2	-2	-2	速动比率		2.86		3.16	
应收账款减少	0	0	-2	-1	-1	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	60	80	106	总资产周转率	0.61	0.62	0.68	0.70	0.69
投资活动现金	-265	-322	23	48	48	应收账款周转率	298	553	640	523	519
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	17.88	17.67	19.21	19.78	19.70
长期股权投资	0	0	2	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	5	8	20	50	50	每股收益(最新摊	0.49	0.49	0.50	0.69	0.90
筹资活动现金	-103	-69	187	177	239	每股净现金流(最新	-0.38	0.02	0.18	0.12	0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.18	2.98	2.71	3.27	3.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	127	197	263	0	0	P/E	34.22	34.22	33.82	24.25	18.63
资本公积增加	-29	-197	0	0	0	P/B	4.01	5.63	6.18	5.13	4.21
现金净增加额	-124	12	139	92	159	EV/EBITDA	15.61	18.93	24.29	17.68	13.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。