

涪陵榨菜 (002507)

2018年3月15日

投资评级：买入（维持）

日期	2018/3/14
当前股价 (元)	16.77
52 周最高/最低 (元)	18.92/10.19
市盈率	31.96
市净率	6.87
总市值 (百万元)	13,237.52
总股本 (百万股)	789.36
流通股本 (百万股)	770.15



分析师：张月慧
 SAC 执业证书编号：
 S079051410001
 联系电话：029-88447618
 Email: zhangyuehui@kysec.cn

开源证券股份有限公司
 地址：西安市高新区锦业路 1
 号都市之门 B 座 5 层
<http://www.kysec.cn>

细分行业龙头 并购助推加速起航

● 细分行业龙头 向佐餐调味品大行业迈进

公司地处涪陵地区，为我国主要的青菜头产区，公司以榨菜起家，具有多条榨菜生产线和多年的榨菜研发、生产、销售经验。借助涪陵地区产地的天然优势，专心做大榨菜产品，经过 20 多年的发展，已经成为榨菜行业的龙头企业，具有遍布全国的渠道网络，下沉率较高。全面及纵深的销售渠道加上公司长期打造的品牌知名度，公司产品的产销量名列行业第一，市场占有率和品牌知名度均为行业最高。作为独立单品培育的脆口榨菜在消费升级大环境推动放量显著，并通过充氮保鲜新工艺来保存榨菜鲜味，减少添加剂的使用，符合消费升级对健康属性的要求。

● 青菜头传统种植区域 行业集中度有待提高

涪陵榨菜的主要原料是青菜头，青菜头主要集中在重庆、四川和浙江，重庆市涪陵区为青菜头主要产区。伴随着消费升级，消费者对食品安全的诉求上升以及销售区域辐射问题，榨菜行业集中度在逐年提升。以乌江品牌为主的涪陵榨菜在经历二十多年的发展后市场占有率居行业第一。但整体来看，榨菜行业 CR5 不足 30%，仍存在很大的提升空间，未来随着环保监管趋严，手工、家庭作坊和一些不达标准的中小型榨菜企业的不断退出，行业集中度有望进一步提升，作为行业龙头的涪陵榨菜更有望在整合中抢占更大的市场份额。

● 龙头效应明显 并购打开行业空间

公司作为涪陵地区榨菜企业的领头企业，市场份额超过二、三、四、五的总和，给予公司强有力的竞争优势来抵御新进入者对市场的扰动。公司拥有垫江、华舞、华凤、江北、好味源等超过 20 余万吨的原料窖池，17 年新建的眉山 4 万立方米窖池建成后，公司原料窖池容量接近 30 万吨，原料收贮及调剂能力处于行业绝对领先地位，进一步扩大竞争优势。地域限制、品牌效应、渠道网络、规模经济、环保优势等均给予公司一定的护城河，能够在中小企业加速退出过程中抢占市场份额。公司也一直通过并购优质标的来丰富产品体系，并购了四川知名品牌惠通泡菜后再 18 年初发布公告称将购买四川味之浓、四川恒星两家调味酱企业，继续扩充产业布局，丰富产品线条，向佐餐调味品大行业迈进。

● 投资策略

榨菜行业作为佐餐调味品的分类，相对小众，因此竞争格局相对分散。公司作为榨菜行业的龙头，销售网络遍布全国，大乌江品牌知名度渗透率高。此外，由于青菜头产地及运输半径的限制、环保壁垒、品牌效应、规模经济等资源禀赋给予公司在榨菜领域一定的护城河。在未来的行业集中收敛中，公司有望进一步享受龙头品牌效应所带来的份额提升。公司持续通过并购来完善产业布局，向佐餐调味品大行业迈进。我们看好公司在榨菜行业领先的市场地位，有望在未来的整合中享受更大的份额提升；以及公司向未来佐餐调味品大行业迈进的坚定信心，维持公司买入评级。

● 风险提示：成本上涨超预期，食品安全问题，并购协同效果不佳

目 录

一、细分行业龙头 向佐餐调味品大行业迈进	1
(一) 榨菜行业龙头 乌江品牌渗透率高	1
(二) 涪陵国资委旗下公司 管理人持股保持股东权益一致	2
(三) 主业榨菜 泡菜有望侧翼赶上	3
(四) 营收净利稳步提升	4
二、青菜头传统种植区域 行业集中度有待提高	5
(一) 榨菜历史悠久 涪陵得天独厚	5
(二) 行业集中度较低 未来仍有很大提升空间	6
(三) 青菜头营养丰富 主要集中在重庆地区	7
三、龙头效应明显 并购打开行业空间	9
(一) 榨菜行业龙头，集中度有望提升	9
(二) 原料收储能力领先，具备一定转嫁能力	10
(三) 顺应消费升级趋势，开辟新消费场景	12
(四) 渠道不断下沉，加速完善销售网络	13
(五) 外延并购加速，泡菜有望侧翼赶上	14
四、投资策略	16

图表目录

图 1: 全自动充氮包装流水线.....	1
图 2: 公司采用三腌三榨新工艺.....	1
图 3: 涪陵区国资委为公司实际控制人.....	2
图 4: 公司榨菜、萝卜等产品.....	3
图 5: 惠通下饭菜、拌饭香等产品.....	3
图 6: 榨菜仍为主要产品 逐步开始拓展品类.....	4
图 7: 公司业绩保持较高增速.....	5
图 8: 毛利率、净利率稳步提升.....	5
图 9: 榨菜制作流程.....	6
图 10: 包装类酱菜市场涪陵市占率稳居第一.....	7
图 11: 青菜头呈近球形.....	8
图 12: 青菜头表皮青绿 肉质嫩脆.....	8
图 13: 全国青菜头种植区域分布.....	8
图 14: 重庆地区青菜头种植区域.....	8
图 15: 2008 年榨菜行业市场格局.....	10
图 16: 2015 年榨菜行业市场格局.....	10
图 17: 涪陵榨菜主要成本分析.....	11
图 18: 青菜头采购价格.....	11
图 19: HDPE 薄膜级现货中间价.....	11
图 20: 公司毛利率与上游原材料成本显著相关.....	11
图 21: 2009 年公司销售重点集中在华南大区.....	14
图 22: 多年渠道扩张后销售网络更加均衡.....	14
图 23: 惠通瓶装下饭菜.....	15
图 24: 惠通新品三剑客.....	15
图 25: 四川泡菜占据国内市场一半以上份额.....	16
图 26: 眉山泡菜占据四川泡菜市场的半壁江山.....	15

图 27: 涪陵榨菜历史 PE	16
图 28: 涪陵榨菜历史 PB.....	16
表 1: 涪陵榨菜包含多种营养物质	7
表 2: 新建窖池完成后公司窖池容量接近 30 万吨.....	12

一、细分行业龙头 向佐餐调味品大行业迈进

（一）榨菜行业龙头 乌江品牌渗透率高

公司以榨菜起家，借助涪陵地区产地的天然优势，专心做大榨菜产品，经过 20 多年的发展，已经成为榨菜行业的龙头企业。目前公司拥有 10 多条现代化的生产线，具备 20 万吨的年产能，产能位居行业第一。上游原料收储具备一定的优势，在涪陵地区建立起 15 万亩原料基地，与农户建立起良好的合作模式可以保障公司原材料的供应，此外公司拥有 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，可以有有效的平抑大宗原料价格大幅波动和供应不足等对生产的负面冲击。

公司具有 20 多年的榨菜生产经营经验，具有遍布全国的渠道网络，下沉率较高。产品覆盖面极广，从全国各大知名连锁超市、全国各级农贸市场，到城乡的便利店、小卖部等零售终端。全面及纵深的销售渠道加上公司长期打造的品牌知名度，公司产品的产销量名列行业第一，市场占有率和品牌知名度均为行业最高，其中乌江系列榨菜、惠通系列泡菜是公司主导产品。

图 1：全自动充氮包装流水线



数据来源：公司官网

图 2：公司采用三腌三榨新工艺

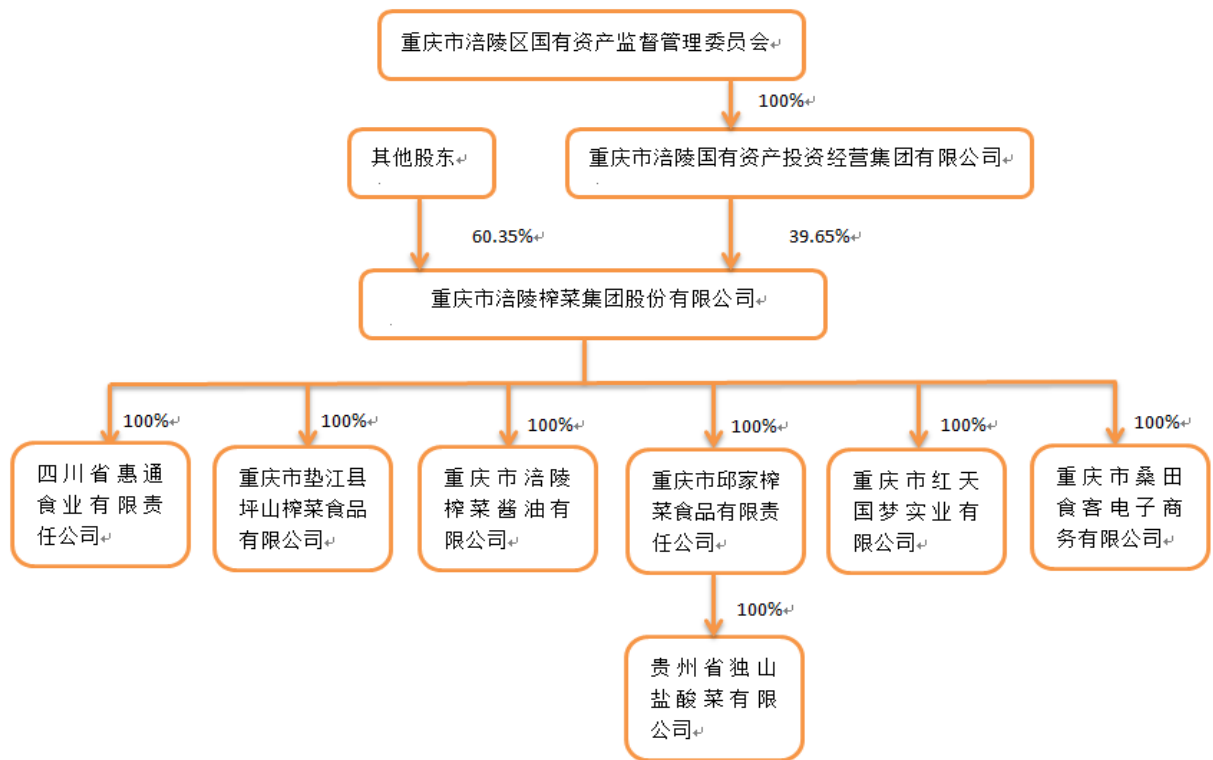


数据来源：公司官网

(二) 涪陵国资委旗下公司 管理人持股保持股东权益一致

公司股权结构相对分散，公司第一大股东为重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司，持有公司 39.65% 的股份，为公司控股股东。第二、三大股东中为北京市第一建筑工程有限公司（4.80%）和东北长泰集团有限公司（3.96%），持股合计不超过 10%。其余主要股东多数为社保基金、保险资金等资产管理机构。重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会持有重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司 100% 股权，重庆市国资委为公司实际控制人。公司董事长周斌全先生个人持股占到 1.68%，总经理及部分高管也持有公司的股票，管理层持股保持经营层与股东利益一致，更有动力提升经营效率与盈利水平。公司虽然股东较为分散，但多为社保基金、险资等财务投资者，不干预公司经营，公司能够更好地进行榨菜主业生产经营决策。公司为重庆市涪陵区国资委旗下上市公司，在税收优惠、政府补贴等政策方面或将得到一定的支持。

图 3：涪陵区国资委为公司实际控制人



数据来源：公司年报，开源证券研究所

(三) 主业榨菜 泡菜有望侧翼赶上

公司地处涪陵地区，为我国主要的青菜头产区，主营榨菜产品，具有多条榨菜生产线和多年的榨菜研发、生产、销售经验。公司此前在央视等媒体上已经奠定好公司“乌江”、“涪陵”等品牌基础，旗下的乌江牌榨菜系列种类丰富，有鲜爽、古坛、脆口系列，可以覆盖不同消费段位以及消费者的不同口味偏向。公司也在积极相应消费者对低盐、健康产品的诉求，作为独立单品培育的脆口榨菜在消费升级大环境推动放量显著，并通过充氮保鲜新工艺来保存榨菜鲜味，减少添加剂的使用，符合消费升级对健康属性的要求。公司还推出了萝卜系列、海带丝系列产品，通过乌江这个大品牌逐步推广，丰富公司产品品类。脆口榨菜后公司推出的脆口萝卜动销良好，终端接受度高，并且开拓了消费零食新场景，以脆口为主力的萝卜产品有望成为榨菜后又一大品类。

除了榨菜，公司此前收购了四川惠通泡菜，惠通泡菜是四川泡菜行业的知名品牌，红油下饭菜具备一定的市场知名度，但整个泡菜行业头龙效应不明显。公司涉足四川泡菜产业，实现泡菜工业化生产，也能很好的扩充公司产品线。惠通旗下的泡菜产品通过公司纵深的渠道网络可以得到快速的扩张，泡菜产品有望从雁阵侧翼赶上，成为公司榨菜后新的大单品。

图 4：公司榨菜、萝卜等产品

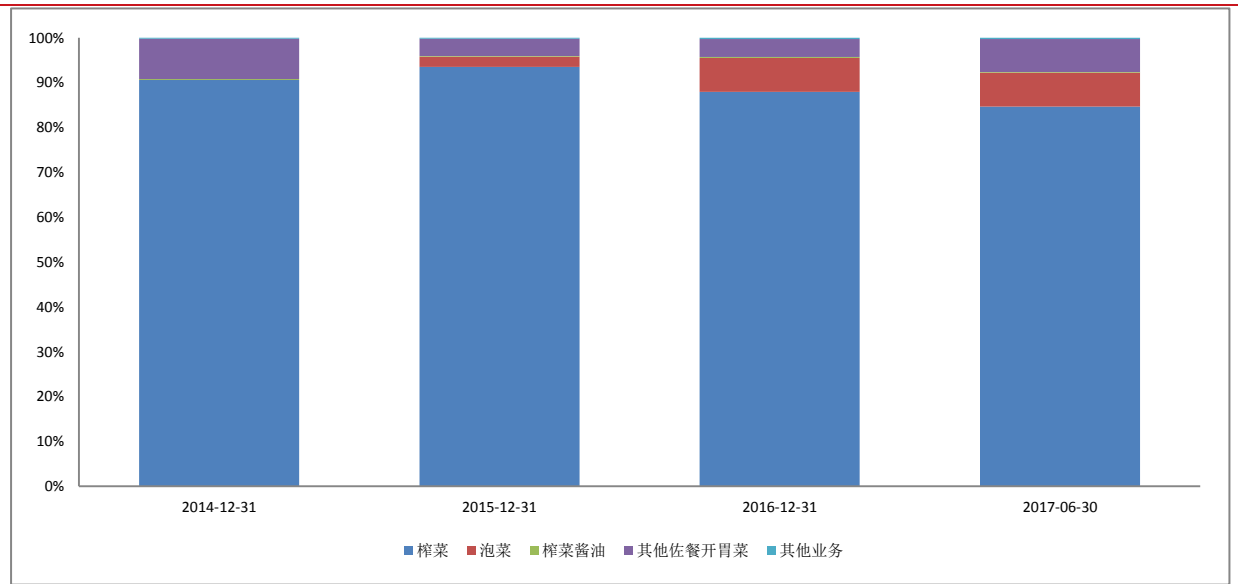


数据来源：公司官网

图 5：惠通下饭菜、拌饭香等产品



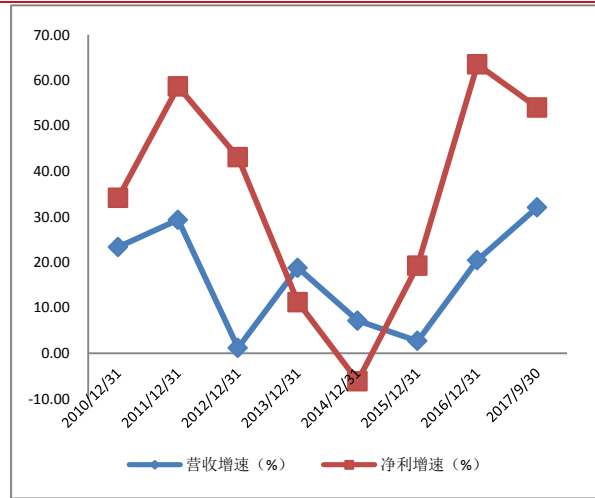
数据来源：惠通食业公司官网

图 6：榨菜仍为主要产品 逐步开始拓展品类


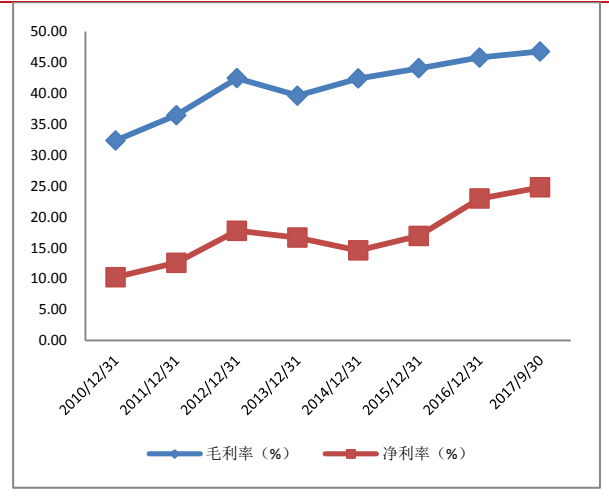
数据来源：wind，开源证券研究所

（四）营收净利稳步提升

公司从专注榨菜业务，并持续开拓产品品类，致力于向佐餐调味品大行业迈进。公司经营能力持续提升，营收增速从 16 年开始加速回升，净利增速在 14 年出现负增长后在 15 年反弹至两位数，营收和净利在近两年均保持两位数增长。从 17 年前三季度的数据来看，公司 2017 年前三季度实现营业收入 12.27 亿元，同比增长 32.03%；净利润 3.04 亿元，同比增长 53.98%；加权平均净资产收益率达到 17.93%，上涨 4.27 个百分点。从单季度来看，第三季度公司实现营业收入 4.34 亿元，同比增长 34.74%，净利润 1.312 亿元，同比增长 61.94%，单季度净资产收益率 7.53%。公司盈利能力稳步提升。前三季度的毛利达到 46.76%，公司毛利率持续提升，从 2010 年的 32.36% 提升到 2017 3Q 的 46.76%，提升了 14.39 个百分点；净利率也随之提升，从 2010 年的 10.23% 提升到 2017 3Q 的 24.77%，提升了 14.54 个百分点。毛利、净利的不断提升也表明公司在产品升级及费用管控等方面在持续投入。

图 7：公司业绩保持较高增速


数据来源：wind，开源证券研究所

图 8：毛利率、净利率稳步提升


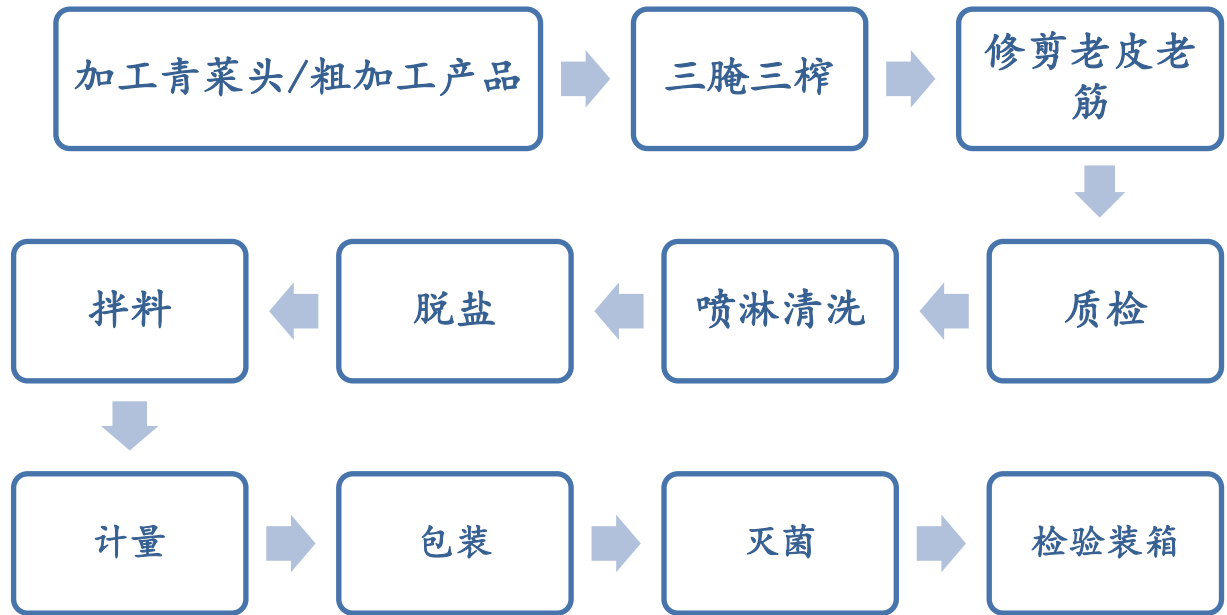
数据来源：wind，开源证券研究所

二、青菜头传统种植区域 行业集中度有待提高

(一) 榨菜历史悠久 涪陵得天独厚

榨菜是一种半干态非发酵性咸菜，以芥菜为原料腌制而成，与法国酸黄瓜、德国甜酸甘蓝并称世界三大名腌菜。榨菜起源于涪陵，为清光绪年间涪陵县商人邱寿安聘请的师傅邓炳先在制作酱菜时将其榨压除去卤水后拌上香料腌制而成，后发现其鲜香脆嫩，备受欢迎，随专设作坊进行榨菜的加工。随着消费者对榨菜的喜爱，涪陵榨菜生产规模迅速扩大，涪陵也被命名为中国榨菜之乡，涪陵榨菜传统制作技艺还进入“国家级非物质文化遗产”保护名录。涪陵榨菜的主要原料是青菜头，青菜头主要集中在重庆和浙江，重庆市涪陵区特殊土壤和气候条件种植的青菜头肉质紧密，嫩脆少筋，用涪陵青菜头制作的榨菜清脆可口。每年青菜头采摘完后要经过风干，然后经过三腌三榨后，将去皮削筋通过质检的榨菜进行脱盐脱水，拌料后填充装袋。榨菜的产业化也为当地农户带来了增收渠道，2017年涪陵区青菜头总产量接近160万吨，人均纯收入1900多元。根据涪陵榨菜产业十三五规划，未来还将巩固加强青菜头基地建设，继续培育壮大龙头企业群体。

图 9：榨菜制作流程



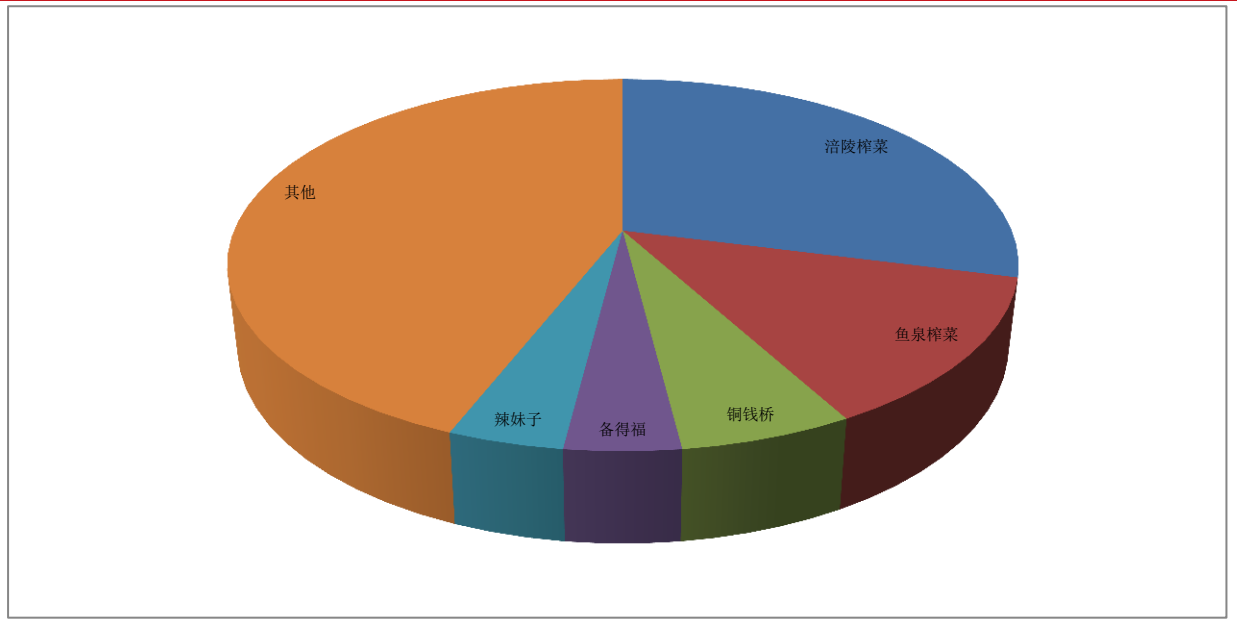
数据来源：公司官网，开源证券研究所

（二）行业集中度较低 未来仍有很大提升空间

行业没有显著壁垒，进入成本较低，完全竞争挤压企业利润。目前以乌江品牌为主的涪陵榨菜在经历二十多年的发展后市场占有率居行业第一，还有铜钱桥、辣妹子、鱼泉、备的福等品牌，其中只有乌江销售网络遍布全国，鱼泉重点销售区域在北京和成都地区，铜钱桥优势地区在东北地区，备的福主要销售区域在华北地区，辣妹子主要销售区域在南京、九江、柳州等地区。

伴随着消费升级，消费者对食品安全的诉求上升以及销售区域辐射问题，榨菜行业集中度在逐年提升，尤其以乌江品牌为主的涪陵榨菜到 2015 年市占率上升至 15%，到 2017 年包装腌制菜市场份额达到 29%，稳居行业龙头地位。从重庆涪陵地区榨菜加工企业数量来看，也验证了榨菜行业的集中度在不断提升。但整体来看，榨菜行业 CR5 不足 30%，仍存在很大的提升空间，未来随着环保监管趋严，手工、家庭式作坊和一些不达标准的中小型榨菜企业的不断退出，行业集中度有望进一步提升，作为行业龙头的涪陵榨菜更有望在整合中抢占更大的市场份额。

图 10：包装类酱菜市场涪陵市占率稳居第一



数据来源：Euromonitor，开源证券研究所

（三）青菜头营养丰富 主要集中在重庆地区

涪陵榨菜的主要原材料为青菜头，涪陵地区纬度、湿度等自然条件十分适宜青菜头的种植。涪陵青菜头质地嫩脆，富含人体所必需的多种蛋白质、糖、维生素以及钙、磷、铁等微量元素，含有谷氨酸、天门冬氨酸、丙氨酸等 17 种游离氨基酸。每年 9 月上旬白露前后开始播种，经过 30-35 天的茎膨大期，在寒露后开始移栽，经过一冬天的生长，立春后即可采摘，雨水前采摘质量较佳。由于头主要生长期温度较低，没有虫害，因此不用施加农药，属于天然的绿色产品。

表 1：涪陵榨菜包含多种营养物质

涪陵榨菜营养物质丰富							单位：mg/500g	
名称	蛋白质	氨基酸	总糖	维生素 C	钙	磷	钾	铁
含量	5800	4300	4200	102	220	253	90	0.03

数据来源：涪陵榨菜办，开源证券研究所

图 11：青菜头呈近圆球形



数据来源：公开资料

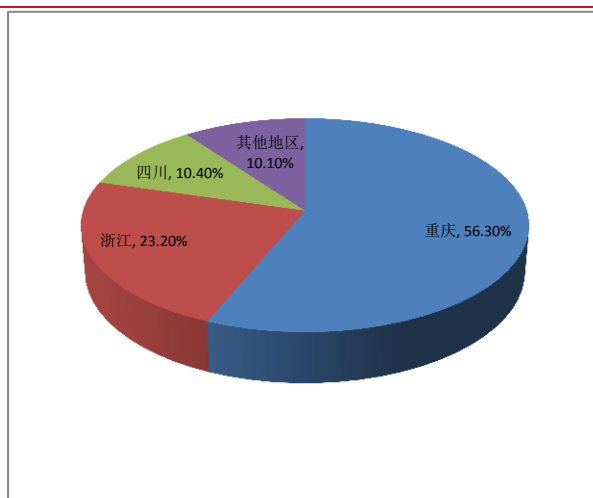
图 12：青菜头表皮青绿 肉质嫩脆



数据来源：公开资料

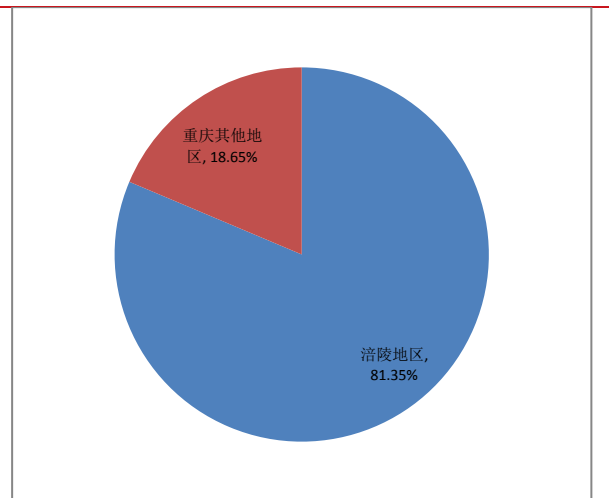
由于纬度、气候等种植条件约束，榨菜主要原料青菜头的种植区域主要分布在长江流域，包括重庆、四川、浙江、湖北等省市，其中重庆、浙江两地的种植面积较大，集中了80%左右的种植面积，加上农作物加工存在一定的半径约束，因此重庆和浙江两地榨菜产业相对发展较快，尤其是重庆涪陵地区的青菜头种植面积在稳步上升，榨菜、泡菜企业也多集中在重庆、浙江和四川等地。

图 13：全国青菜头种植区域分布



数据来源：中国产业信息网，开源证券研究所

图 14：重庆地区青菜头种植区域



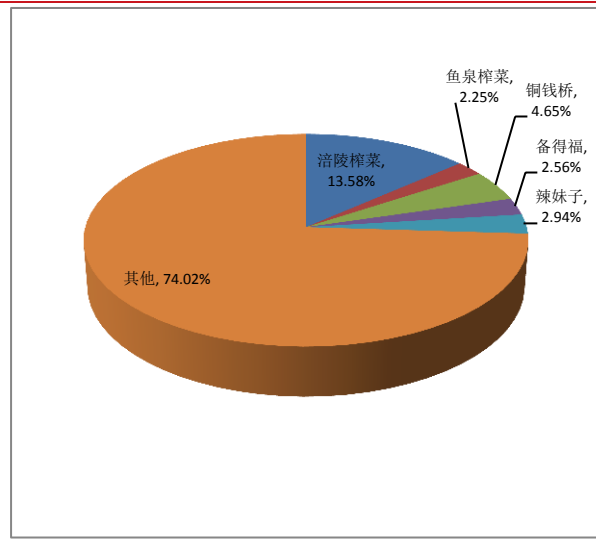
数据来源：中国产业信息网，开源证券研究所

三、龙头效应明显 并购打开行业空间

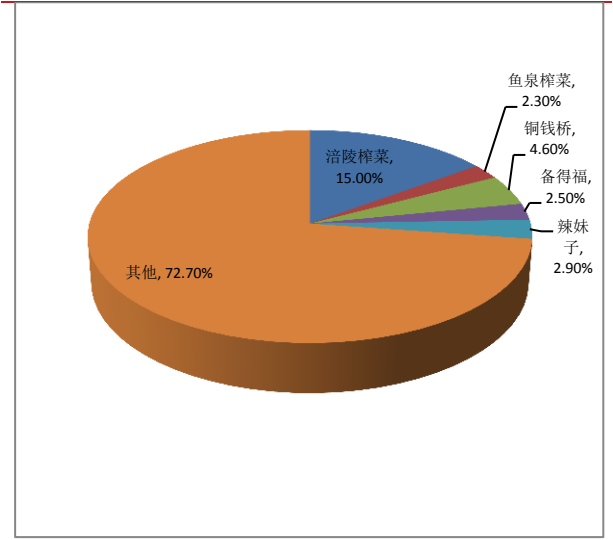
(一) 榨菜行业龙头，集中度有望提升

榨菜行业进入门槛较低，技术含量相对较少，在种植区域存在大量的家庭式作坊企业，但由于青菜头种植区域以及农副产品加工的运输半径限制，中小企业多集中在青菜头主产区及附近区域，销售范围受到限制。作为国内最大青菜头产区的涪陵地区，榨菜加工企业数量较多，但具备全国销售网络的大型公司相对匮乏。《涪陵榨菜产业十三五规划》中提到要引导企业整合发展，对经济实力弱、生产条件差、产品质量低劣、品牌影响力小的榨菜企业进行整合淘汰，扶持培育榨菜龙头企业群体，实施集团化经营战略，促进榨菜资源开发利用由粗放型向集约型、环保型转变。并提出到 2020 年，涪陵区全区榨菜生产企业不超过 20 家的目标。

公司作为涪陵地区榨菜企业的龙头企业，起步早，经验充足，销售网络覆盖全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场，“涪陵榨菜”、“乌江”等品牌知名度较广，市场份额超过二、三、四、五的总和，给予公司强有力的竞争优势来抵御新进入者对市场的扰动。随着国家近年来对环保要求更加严格，榨菜企业废水排污压力加大，部分中小企业在环保高压下或将被迫加速退出，促使行业集中度进一步收敛。公司 17 年末通过与环境工程公司合作，投资建设白鹤梁榨菜厂盐水回用项目，通过技术改造循环利用高盐废水，进一步提高自身环保优势。地域限制、品牌效应、渠道网络、规模经济、环保优势等均给予公司一定的护城河，能够在中小企业加速退出过程中抢占市场份额。

图 15：2008 年榨菜行业市场格局


数据来源：中国产业信息网，开源证券研究所

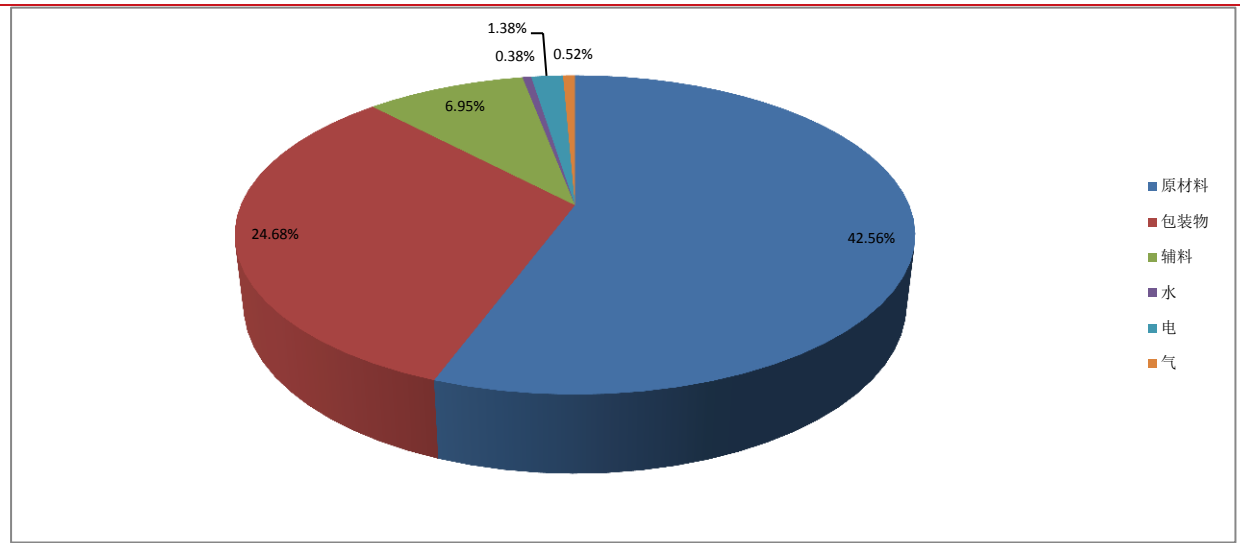
图 16：2015 年榨菜行业市场格局


数据来源：中国产业信息网，开源证券研究所

（二）原料收储能力领先，具备一定转嫁能力

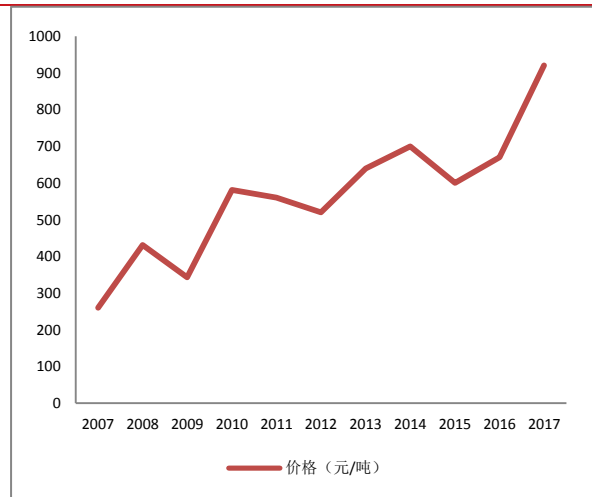
公司主要生产原料为青菜头、食盐等调味料以及包装袋、纸箱等包装材料。青菜头及粗加工产品的比重在 40%左右，包装物占 25%左右，二者占成本的比重超过 70%。青菜头价格主要受农户种植意愿，原料加工户收储力度，虫害、寒冷天气等因素影响，近年来公司通过政府引导以及设定收购最低价来培育农户种植意愿，涪陵区青菜头种植面积持续扩大，青菜头收购价格稳步上升。青菜头价格上升直接影响公司毛利率水平，表现出较为明显的反向关系。09、12 年青菜头采购价格较高，公司毛利率呈现出显著的下降。青菜头价格逐年回升，主要包材近年也呈现稳步上升的趋势，对公司成本端形成一定的压力，挤压毛利水平，公司也通过提高产品出厂价来对冲成本端的压力。一方面由于小包装榨菜的单价较低，出厂价上浮后传递到终端单袋产品的比例较小，消费者对价格上涨的敏感度较低，加上公司长期的品牌建设，具备一定的消费粘性，消费者对终端提价的接受度相对较高。通过提价顺延，13 年以后公司毛利水平稳步提升，17 年青菜头价格大幅上涨，通过提价顺利消化涨价压力，也可看出下游消费者对提价的接受度较好，对公司品牌具备一定的认可。

图 17: 涪陵榨菜主要成本分析



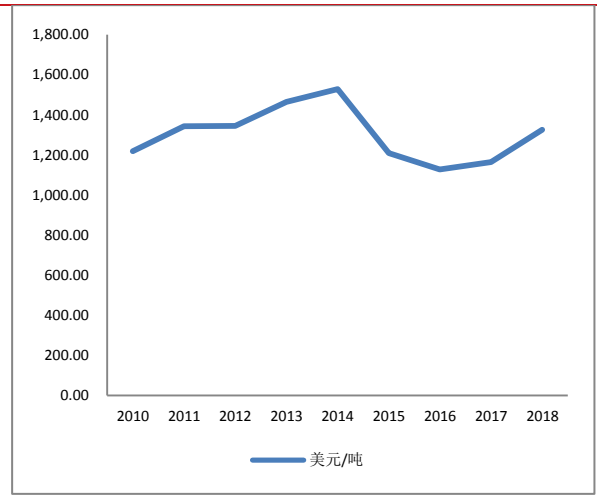
数据来源: 招股说明书, 开源证券研究所

图 18: 青菜头采购价格



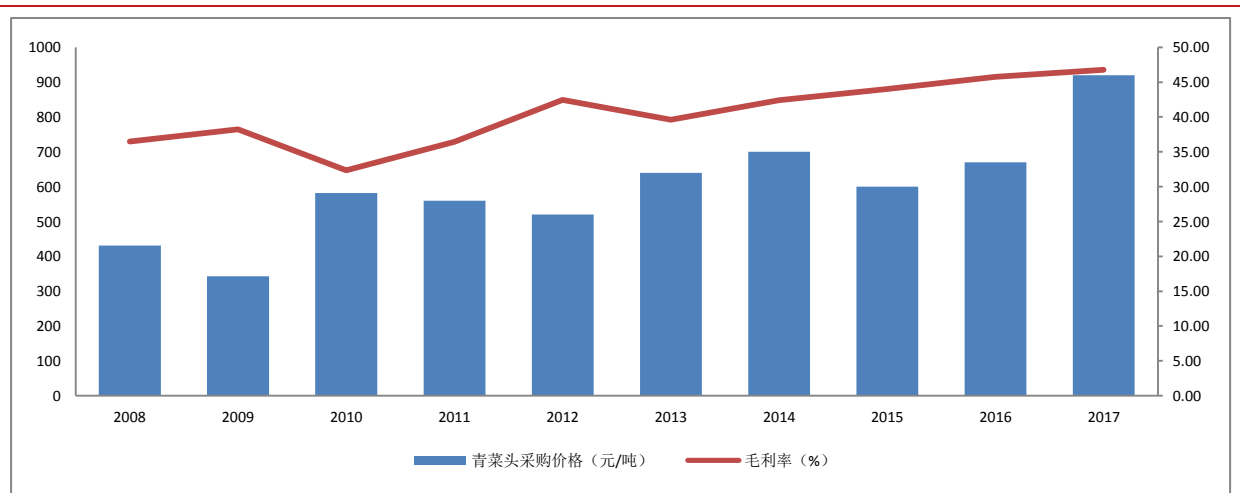
数据来源: 涪陵榨菜办, 涪陵网, 调研信息, 开源证券研究所

图 19: HDPE 薄膜级现货中间价



数据来源: wind, 开源证券研究所

图 20: 公司毛利率与上游原材料成本显著相关



数据来源: 涪陵榨菜办, 涪陵网, 调研信息, wind, 开源证券研究所

由于青菜头不易长久储存，公司在雨水左右集体采购一部分青菜头，在生产过程中按需采购原料加工户腌渍过的粗加工产品。经过多年的运作以及政府方面的引导，公司依托乡镇和村社组织能力、号召力强的优势，与广大农民组织化地签订集体订单来建立原料种植基地，和原料加工户建立合作关系。并通过投资建设窖池来平抑不同年份间由原料供求不匹配导致原材料大幅波动的情况，近几年公司加快对窖池的配套建设，目前拥有垫江、华舞、华凤、江北、好味源等超过 20 余万吨的原料窖池，17 年新建的眉山 4 万立方米窖池建成后，公司原料窖池容量接近 30 万吨，原料收贮及调剂能力处于行业绝对领先地位，可以有效的缓冲青菜头价格大幅波动对公司利润的挤压，加强公司在行业内抵御风险的能力，进一步扩大竞争优势。

表 2：新建窖池完成后公司窖池容量接近 30 万吨

窖池名称	容量（吨）
垫江 1 万立方米窖池	21690
垫江 2 万立方米窖池	43382
江北 1 万立方米窖池	21690
华舞 8500 立方米窖池	18438
华凤 1.1 万立方米窖池	23860
珍溪 8000 立方米窖池	17353
好味源 1.3 万立方米窖池	22000
好味源 2.2 万立方米窖池	37278
眉山 4 万立方米窖池（在建）	86760
合计	292451

数据来源：公司公告，开源证券研究所

（三）顺应消费升级趋势，开辟新消费场景

我国地域辽阔，东南西北地区的饮食习惯多样，差异较大。但食用腌渍菜在全国各地的饮食文化中都长期存在，比如北京地区喜好酱黄瓜，上海地区偏重腌渍雪里红，东北地区热爱酸白菜等。由于榨菜往往与农民工、泡面等标签联系在一起，在居民收入提升，消费升级的大环境下，市场会质疑榨菜未来发展空间的问题。但我们认为以榨菜为代表的腌渍蔬菜，其开胃的作用和效果难以被替代，吃粥吃面等简餐时，榨菜的便利性和口味是其他菜肴不能替代的，尤其

是夏天天气炎热、飞机火车晃动、生病等因素导致胃口变差的时候，榨菜增进食欲和易于消化的功效更为突出。而消费升级也在推动榨菜行业的产品升级，涪陵榨菜不断通过丰富产品线条，并购惠通泡菜及酱类产品、细分榨菜品类满足消费者多样化需求；更换脸谱包装提升视觉体验；顺应健康意识上升降低产品盐度，通过充氮包装保鲜减少防腐剂使用。脆口榨菜、脆口萝卜提升价格带定位，并购的惠通砍掉低端产品，顺应消费升级趋势。

由于腌渍蔬菜具有开胃的共同属性，涪陵榨菜未来的增量空间还很大。传统腌渍蔬菜需要几天的腌制期，且携带不方便。随着人口流动效应，口味偏好有望传导扩散。涪陵榨菜的便利性、品牌背书对传统腌渍蔬菜有一定的替代效应。公司此前开展的上万场试吃活动，反应良好，有望在特定偏好区域逐渐培育消费者。低盐充氮保鲜的脆口系列，突破了传统榨菜佐餐类消费场景的局限，有望开辟休闲零食新消费场景。

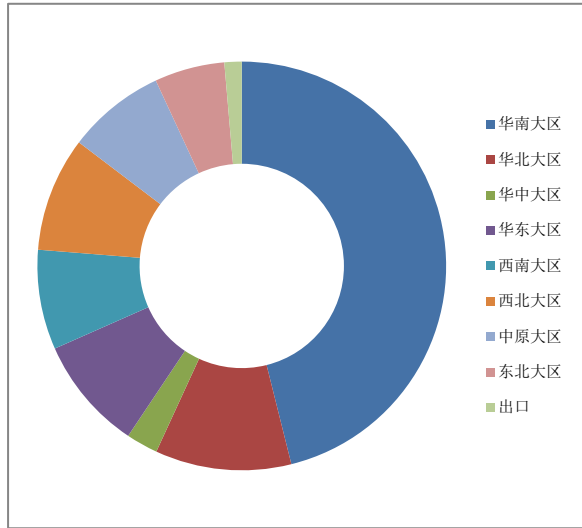
（四）渠道不断下沉，加速完善销售网络

涪陵榨菜历史悠久，公司具有 20 多年的专业化营销经验，已经在全国打好了营销基础，渠道铺设范围广，下沉深。目前已经在全国 34 各省市自治区，拥有 1200 余家一级经销商，产品覆盖大型商超、便利店、农贸市场。公司持续推进渠道网络建设，布局弱势区域，推动产品下沉。从近几年的业务收入占比来看，公司区域布局更加完善，大本营华南市场收入占比从 2009 年的 46.09% 下降至 32.09%。华北市场、华东市场、华东市场等地区的收入占比显著提升，分部市场贡献度更加平均化，表明公司在站稳华南大本营之后，积极拓展全国其他地区渠道网络的效果明显。

涪陵榨菜在多年的运营中，一方面通过强化与经销商合作，提高经销商积极性；一方面通过互联网、电视广告、地推等多种形式加大营销力度。推动公司销售网络不断扩充，目前已经形成有效的全国性销售网络。公司也在不断扩宽传统销售情景，通过试吃活动向学校、航空等领域拓展。在加速完善全国布局的同

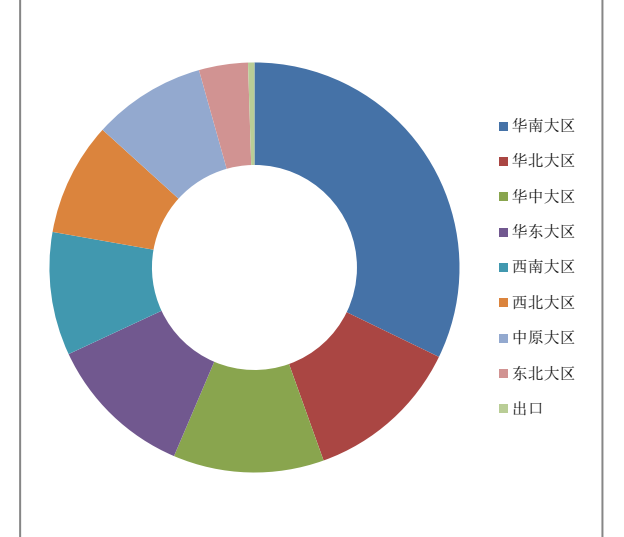
时，公司深度挖掘县乡级空白市场，推动渠道不断下沉。未来更容易抢占市场份额并借助全面纵深的渠道网络快速打开新品销量。

图 21：2009 年公司销售重点集中在华南大区



数据来源：招股说明书，开源证券研究所

图 22：多年渠道扩张后销售网络更加均衡



数据来源：公司公告，开源证券研究所

（五）外延并购加速，泡菜有望侧翼赶上

涪陵榨菜董事长周斌全先生曾在公开媒体上发表言论称，接下来涪陵榨菜将紧紧围绕涪陵区委、区政府在未来 5—10 年打造 100 亿榨菜集团的战略要求，通过内生创新和外生并购“两条腿”走路，把企业进一步做强做大。公司也一直通过并购优质标的来丰富产品体系，并购了四川知名品牌惠通泡菜后再 18 年初发布公告称将购买四川味之浓、四川恒星两家调味酱企业。目前公司泡菜业务已经经过整合磨合期，开始发力贡献业绩。2015 涪陵榨菜并购四川惠通泡菜之后，进行了品牌再定位和产品线条的梳理，精简了低销量低附加值产品，惠通产品从 180 个调整为 25 个，并通过改进工艺和包装升级提升产品品质。将惠通瓶装下饭菜打造成泡菜产品大单品，从目前的效果来看，惠通在并入公司之后借助公司纵深的渠道网络得到了快速发展，大单品打造初见成效，惠通泡菜市场份额稳步扩大。17 年公司加大了泡菜品类的研发，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，未来有望借助公司渠道发力。

图 23：惠通瓶装下饭菜



数据来源：公司官网，开源证券研究所

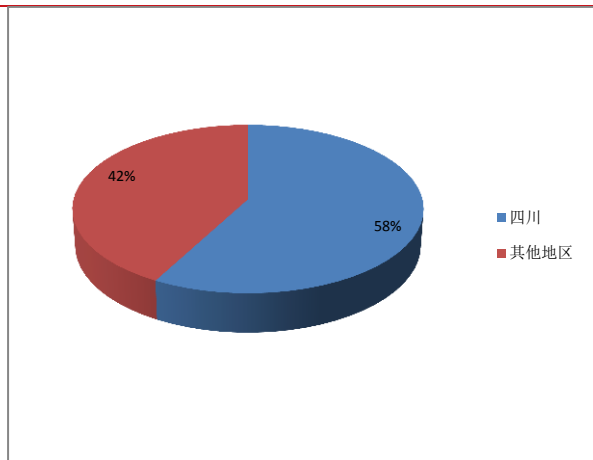
图 24：惠通新品三剑客



数据来源：公开资料，开源证券研究所

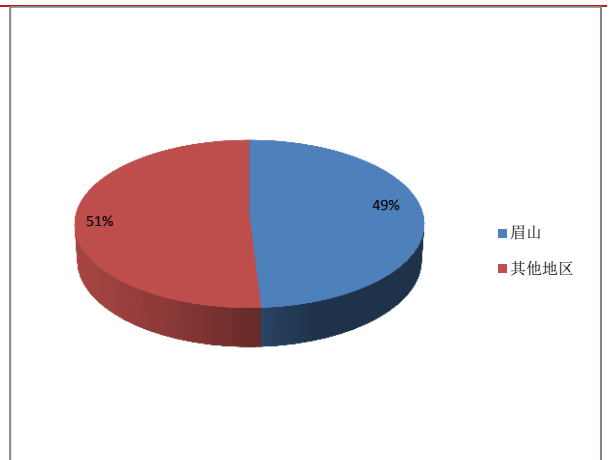
全国泡菜肴四川，四川泡菜肴眉山。根据中国产业信息网的数据显示，我国泡菜市场规模从 2009 年的 260.28 亿元上升到 2015 年的 466.36 亿元。2016 年，四川泡菜产量约占全国泡菜产量的 70%，其中眉山市泡菜市场份额已占全国泡菜市场的三分之一。惠通地处眉山，是四川省著名商标和省级重点龙头企业。由于我国泡菜产业并无明显龙头，惠通被公司整合后能够借助强大的渠道网络加速抢占市场份额。2 月底，惠通拟出资 7.20 亿元在盘锦高升经济区投资建设年产 5 万吨泡菜食品生产基地建设项目，布局 5 万吨/年泡菜生产基地加码泡菜产业，占据地缘优势进一步开拓东北市场。泡菜业务未来有望侧翼赶上，与榨菜业务并行成为公司业绩贡献的主力军。

图 25：四川泡菜占据国内市场一半以上份额



数据来源：中国产业信息网，开源证券研究所

图 26：眉山泡菜占据四川泡菜市场的半壁江山

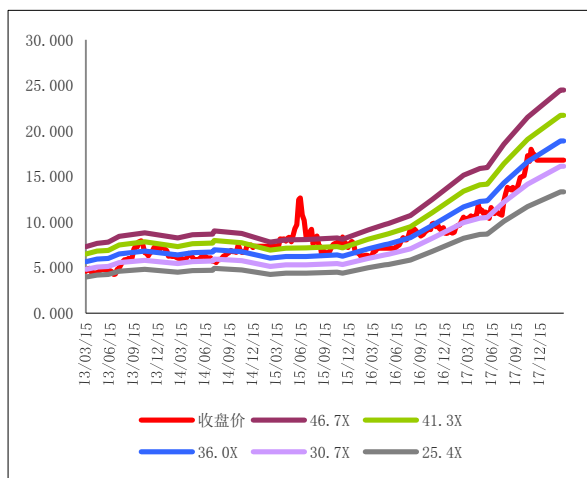


数据来源：中国产业信息网，开源证券研究所

四、投资策略

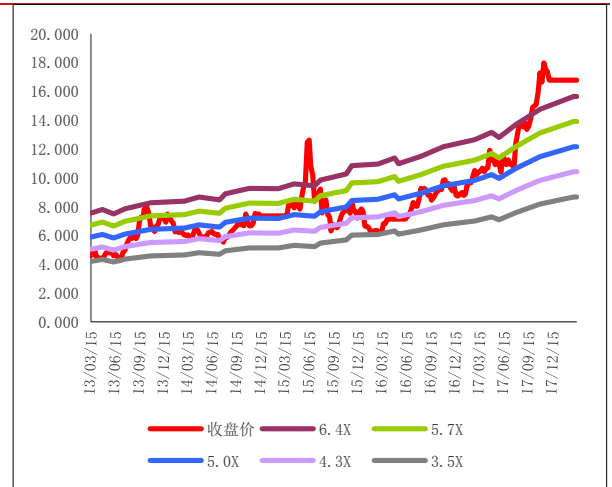
榨菜行业作为佐餐调味品的分类，相对小众，因此竞争格局相对分散。市场上具有一定知名度的品牌如辣妹子、鱼泉、铜钱桥等区域性色彩浓厚。公司作为榨菜行业的龙头，销售网络遍布全国，大乌江品牌知名度渗透率高。此外，由于青菜头产地及运输半径的限制、环保壁垒、规模经济等资源禀赋给予公司在榨菜领域一定的护城河。在未来的行业集中收敛中，公司有望进一步享受龙头品牌效应所带来的份额提升。顺应消费升级趋势，公司也在积极相应消费者对低盐、健康产品的诉求，作为独立单品培育的脆口榨菜在消费升级大环境推动下已经开始放量，加上收购四川惠通之后推出的泡菜新品，未来有望持续为公司贡献业绩。公司战略上持续向佐餐调味品大行业迈进，并在品牌上开始弱化公司与榨菜的关联性，引导消费者对公司的认知向佐餐调味品综合提供商转变。我们看好公司在榨菜行业领先的市场地位以及进入壁垒优势，有望在未来的整合中享受更大的份额提升；以及公司向未来佐餐调味品大行业迈进的坚定信心，维持公司买入评级。

图 27：涪陵榨菜历史 PE



数据来源：wind，开源证券研究所

图 28：涪陵榨菜历史 PB



数据来源：wind，开源证券研究所

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；

增持 (outperform)：相对强于市场表现5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持 (underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

公司简介

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司的经营范围为：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；证券自营；证券资产管理；融资融券；约定购回；股票质押式回购；证券承销；证券投资基金销售。

业务简介：

■ 代理买卖证券业务：我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。

■ 证券投资咨询业务：我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；

■ 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。

■ 证券自营业务：我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 资产管理业务：我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。

■ 融资融券业务：融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务。

分支机构

深圳分公司	地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 4 号楼 18 层	电话：0755-82703813
上海分公司	地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号环球金融中心 62 层	电话：021-68779208
北京分公司	地址：北京市西城区锦什坊街 35 号院 1 号楼 2 层	电话：010-58080588
福建分公司	地址：福建省厦门市思明区七星西路 178 号七星大厦 17 层 02 单元	电话：0592-5360180
珠海分公司	地址：珠海市香洲区九州大道西 2023 号富华里 B 座 2902	电话：0756-8686588
江苏分公司	地址：建邺区河西大街 198 号同进大厦 4 单元 901 室	电话：025-86573878
云南分公司	地址：云南省昆明市度假区滇池路 918 号摩根道五栋 B 区楼	电话：0871-64630002
湖南分公司	地址：湖南省长沙市岳麓区潇湘北路三段 1088 号渔人商业广场 16 栋 3 楼	电话：0731-85133976
河南分公司	地址：郑州市郑东新区金水东路 33 号美盛中心 808 号	电话：0371-61778510
海南分公司	地址：海南省海口市龙华区金贸西路 1 号富丽花园文景阁 308 室	电话：0898-36608886
吉林分公司	地址：吉林省长春市南关区人民大街 10606 号东北亚国际金融中心 3 楼 301 室	电话：0431-81888388
深圳第一分公司	地址：深圳市南山区沙河西路 2009 号尚美科技大厦 902 房	电话：0755-86660408
上海第二分公司	地址：上海市世纪大道 1239 号世纪大都会 2 号楼 13 层 02B 室	电话：021-58391058
北京第二分公司	地址：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 16 层 1605 单元	电话：010-85660036
四川分公司	地址：成都市高新区天府大道北段 28 号 1 幢 1 单元 20 层 2003-2004	电话：028-65193979
重庆分公司	地址：重庆市渝北区新南路 166 号 2 幢 1 单元 21-4	电话：023-63560036
咸阳分公司	地址：陕西省西咸新区沣西新城世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
山东分公司	地址：山东省济南市市中区旅游路 28666 号国华东方美郡 109 号楼 1 层	电话：0531-82666773
北京第三分公司	地址：北京市丰台区榴乡路 88 号院 18 号楼 6 层 601 室	电话：010-83570606
江西分公司	地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 988 号绿地中央广场 A1#办公楼-1501 室	电话：0791-83820859
南京分公司	地址：南京市建邺区庐山路 168 号 1307、1308、1309 室	电话：025-86421886

营业部

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛通江西路证券营业部：商洛市商州区通江西路全兴紫苑 13-5 座一层	电话：0914-2987503
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-68765786
佛山顺德新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
汉中南郑证券营业部：汉中市南郑县大河坎镇江南西路君临汉江二期	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城区盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666
锦业路营业部：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层 1 幢 1 单元 10505 室	电话：029-88447531
宝鸡清姜路证券营业部：宝鸡市胜利桥南清姜路西铁五处综合楼商铺三楼	电话：0917-3138308
沈阳大南街营业部：沈阳市沈河区大南街 429 号-10 门	电话：024-31281728
安康巴山东路证券营业部：安康市汉滨区巴山东路 41 号	电话：0915-8889006
延安中心街营业部：延安市宝塔区中心街治平大厦 7 楼 712 室	电话：0911-8015880
重庆财富大道营业部 重庆市北部新区财富大道 2 号 3-4	电话：023-63560036
厦门莲前西路证券营业部 地址：福建省厦门市思明区莲前西路 209 号 13 层 C 单元	电话：0592-5360897
西安太华路营业部：西安未央区太华北路大明宫万达广场三号甲写 1703	电话：029-89242249
西安纺北路证券营业部：西安市灞桥区纺北路城东交通枢纽负一层	电话：029-83623600
顺德新桂中路证券营业部：佛山市顺德区大良新桂中路海悦新城 93A 号	电话：0757-22222562
深圳福华三路证券营业部：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 4 号楼 8 层 807	电话：0755-82371868
西安凤城一路证券营业部：西安市经济技术开发区凤城一路 6 号利君 V 时代 A 座 1903 室	电话：029-65663069
上海中山南路证券营业部：上海市黄浦区中山南路 969 号 1103 室	电话：021-63023551
北京西直门外大街证券营业部：北京市西城区西直门外大街 18 号金贸大厦 C2 座 1708	电话：010-88333866-801
杭州丰潭路证券营业部：杭州市拱墅区丰潭路 380 号银泰城 8 幢 801 室-4	电话：0571-88066202
鞍山南五道街证券营业部：鞍山市铁东区南五道街 20 栋 1-2 层	电话：0412-7489333
西安太白南路证券营业部：西安市雁塔区太白南路 109 号岭南郡 10101 号	电话：029-89281966
济南新冻大街证券营业部：济南市高新区新冻大街康桥颐东 2 栋 2 单元 106	电话：0531-66620999
咸阳渭阳中路证券营业部：咸阳市秦都区渭阳中路副 6 号政协综合楼 4 楼	电话：029-33273111
西安临潼华清路证券营业部：西安市临潼区华清路 4 号楼独栋 4-（1-2）04 一层	电话：029-83817435
铜川红旗街营业部：陕西省铜川市王益区红旗街 3 号汽配公司大楼四层	电话：0919-2185123
咸阳人民西路营业部：咸阳市秦都区人民西路 37 号 117 幢 1 层商铺	电话：029-33612955
汉中兴汉路证券营业部：陕西省汉中市汉台区陈家营什字东侧兴汉路一楼营业房	电话：0916-8887897
西安阎良人民路证券营业部：陕西西安阎良区人民东路与公园南路十字东北角	电话：029-81666678
天津霞光道证券营业部：天津市南开区霞光道花园别墅 42、43 号楼及地下室的房屋 的 1 幢宁泰广场写字楼 19 层 05 及 06 单元	电话：022-58282662
咸阳玉泉路证券营业部：咸阳玉泉路丽彩广场综合楼 1 单元 14 层 1403 号	电话：029-38035092
宝鸡金台大道证券营业部：陕西省宝鸡市金台区金台大道 6 号	电话：0917-3138009

北京振兴路证券营业部：北京市昌平区科技园区振兴路 28 号绿创科技大厦 6 层 B614\615	电话：010-60716667
汉中东大街证券营业部：陕西省汉中市汉台区东大街莲湖城市花苑一层	电话：0916—8860108
宝鸡中山路营业部：陕西省宝鸡市中山路 72 号 1 层	电话：0917-3679876
安庆湖心北路证券营业部：安徽省安庆市开发区湖心北路 1 号	电话：0556-5509208
淮安翔宇大道证券营业部：江苏省淮安市淮安区翔宇大道北侧、经六路西侧（华夏商务中心 102 室）	电话：0517-85899551
绍兴胜利东路证券营业部：绍兴市越城区元城大厦 1201-1 室	电话：0575-88618079
安康汉阴北城街证券营业部：陕西省安康市汉阴县城关镇北城街 100 号	电话：0915-2113599