

定位榨菜龙头，高增长值得期待

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

孙颖(联系人)

010-83561313

证书编号: S0280118090017

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

● “乌江”+“惠通”双品牌运作，打造开胃菜行业龙头：

公司位于“榨菜之乡”重庆涪陵区，依托涪陵地区原料产地优势，经过近30年的生产经营，目前拥有12家工厂，10条榨菜生产线（分布于涪陵地区），2条泡菜生产线（四川眉山惠通公司），年产能17万吨（含泡菜），是中国最大的榨菜加工企业。公司拥有“乌江”、“惠通”两大品牌，积极拓展佐餐领域，打造开胃菜行业领导者。

● 发力乌江脆口榨菜，做大包装泡菜市场：

目前包装榨菜按行业市场规模约50亿元，其中涪陵榨菜市场占有约30%，市占率第一，远高于鱼泉榨菜（12%左右）。2003-2017年行业CR5由47%提高到69%，行业集中度显著提高。公司打造精品化道路，发力脆口榨菜系列，2015-2017年脆口增长超过50%，2018年增长30%左右，脆口系列成为公司新的增长点。泡菜市场远大于榨菜，市场规模500亿左右，但绝对龙头。2015年公司收购惠通，进军泡菜行业，借助“乌江”现有渠道，惠通业绩有望加速释放。

● 产能充足做大品牌，成本控制保障毛利：

2017年公司完成了对华安榨菜厂、惠通泡菜生产线以及脆口生产线的三大技术改造，拥有17万吨产能保障公司收入增长。加大二三线城市招商铺货，做大空白市场，通过换包装，做精品实现直接、间接提价；通过实行订单合同、自建窖池、产品结构优化等控制成本，提高毛利率。

● 看好公司品类扩张和渠道优势，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年净利润分别为19.23、24.89、31.67亿元，对应EPS分别为0.85、1.08和1.54元。当前股价对应PE分别为31、24和17倍。考虑到泡菜行业市场容量大、竞争格局分散，公司借助“乌江”销售渠道，惠通业绩有望加速释放，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**气候因素致主产区青菜头减产，脆口增速下滑，泡菜市场开拓失败等

财务摘要和估值指标

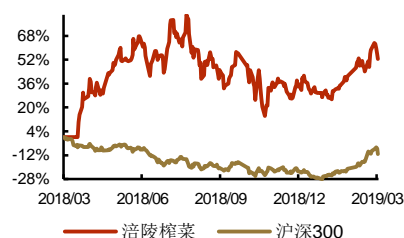
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,121	1,520	1,923	2,489	3,167
增长率(%)	20.4	35.6	26.5	29.4	27.2
净利润(百万元)	257	414	671	855	1,219
增长率(%)	63.5	61.0	62.0	27.4	42.6
毛利率(%)	45.8	48.2	59.9	59.2	63.9
净利率(%)	23.0	27.2	34.9	34.4	38.5
ROE(%)	16.4	21.5	27.1	26.5	28.2
EPS(摊薄/元)	0.33	0.52	0.85	1.08	1.54
P/E(倍)	80.4	49.9	30.8	24.2	17.0
P/B(倍)	13.2	10.7	8.3	6.4	4.8

推荐(首次评级)

市场数据 时间 **2019.03.08**

收盘价(元):	25.41
一年最低/最高(元):	16.9/30.78
总股本(亿股):	7.89
总市值(亿元):	200.58
流通股本(亿股):	7.8
流通市值(亿元):	198.14
近3月换手率:	65.44%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.15	-1.12	62.66
绝对	10.48	13.84	52.36

相关报告

目 录

1、 公司介绍：国内榨菜行业龙头，发力泡菜外延产品.....	4
1.1、 源起涪陵，定位榨菜龙头.....	4
1.2、 立足榨菜，向泡菜、辣味酱等品类延伸.....	4
1.2.1、 榨菜、泡菜、酱类三大品类协同发展.....	4
1.2.2、 引领榨菜品类走精品化道路.....	6
1.2.3、 借力“乌江”，构建泡菜品牌壁垒.....	7
1.3、 精品化路线，多品类稳增长.....	8
2、 挤压散装榨菜份额，泡菜市场空间巨大.....	9
2.1、 佐餐调味品细分多.....	9
2.2、 榨菜业绩高增≠消费降级.....	10
2.2.1、 榨菜收入周期性特征明显，包装榨菜进入挤压式发展赛道.....	10
2.2.2、 榨菜消费增长，健康诉求突出.....	11
2.3、 供给端：榨菜生产依赖青菜头，消费升级加速散装榨菜企业退出.....	12
2.3.1、 散装榨菜加速退出，包装榨菜不断从扩容.....	12
2.3.2、 乌江榨菜一枝独秀.....	13
2.3.3、 青菜头是榨菜主要成本.....	14
2.3.4、 青菜头生产地域性强，价格波动大.....	14
2.4、 泡菜市场规模巨大.....	16
3、 产能充足做大品牌，成本管控卓有成效.....	18
3.1、 产能端：产能充足支撑收入增长.....	18
3.2、 收入端：积极开拓空白市场，做大泡菜品牌.....	18
3.3、 成本端：多重措施，对冲成本波动影响.....	21
3.3.1、 措施一：实行订单合同.....	21
3.3.2、 措施二：自建窖池.....	21
3.3.3、 措施三：多重提价措施+产品结构优化.....	21
3.4、 费用端：两费稳中有降，盈利能力持续提高.....	22
4、 盈利预测与风险提示.....	23
4.1、 盈利预测.....	23
4.2、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

图表目录

图 1： 涪陵榨菜股权结构.....	4
图 2： 涪陵榨菜主要产品结构.....	6
图 3： 2008-2017 年榨菜品类收入及其增速.....	6
图 4： 2017 年 1-3Q 脆口产品构成.....	6
图 5： 2017 年 1-3Q 萝卜系列产品构成.....	6
图 6： 惠通泡菜在全国经销商.....	7
图 7： 2013 年-2018H1 惠通泡菜营业收入及增速.....	8
图 8： 惠通公司 2 万吨泡菜产能中各品类占比.....	8
图 9： 2000 年-2018H1 公司营业收入、归母净利润.....	9
图 10： 调味品分类.....	9
图 11： 榨菜行业发展的四个阶段.....	10

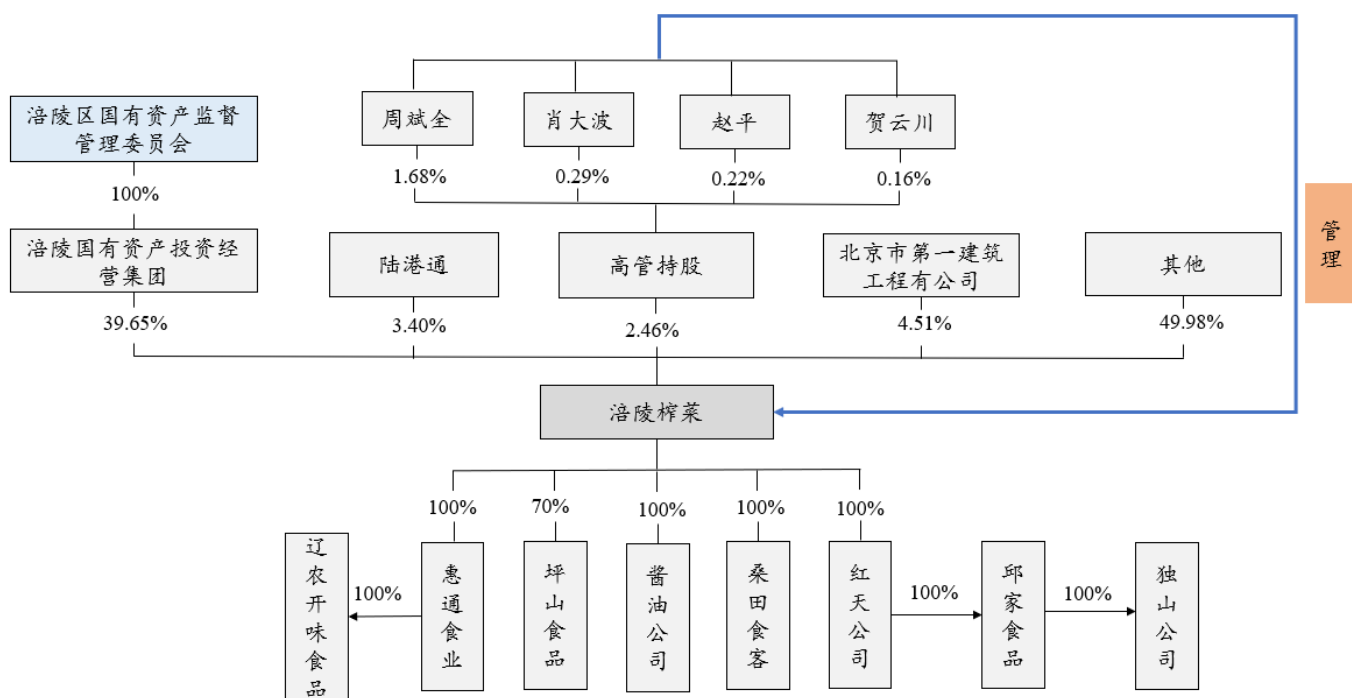
图 12: 涪陵榨菜收入具有很强的周期性.....	10
图 13: 2007-2017 年城镇人均可支配收入 (元)	11
图 14: 2007-2017 年城镇化率水平.....	11
图 15: 2017 年中国包装腌制食品行业竞争格局.....	13
图 16: 2008-2017 年腌制品牌市场份额变化.....	13
图 17: 2017 年涪陵榨菜成本构成.....	14
图 18: 2007-2017 年涪陵榨菜成本占比.....	14
图 19: 榨菜生产、加工流程.....	15
图 20: 青菜头种植.....	15
图 21: 青菜头的区位分布.....	15
图 22: 涪陵区青菜头种植面积和产量.....	15
图 23: 涪陵区青菜头下游需求.....	15
图 24: 2002-2018 年青菜头价格波动.....	16
图 25: 全国和四川泡菜销量 (万吨)	17
图 26: 全国和四川泡菜销售收入 (亿元)	17
图 27: 2009-2015 年中国进出口泡菜量 (万吨)	17
图 28: 2009-2015 年中国进出口泡菜额 (千美元)	17
图 29: 2011-2018 年涪陵榨菜产能 (万吨)	18
图 30: 2018 年涪陵榨菜产能分布.....	18
图 31: 2017 年主要调味品公司销售费用率 (%)	18
图 32: 2018H1 公司各地区销售占比.....	19
图 33: 2008-2018H1 各地区销售收入占比.....	19
图 34: 涪陵榨菜经销体系.....	19
图 35: 涪陵榨菜主力产品规格和价位变化规律.....	20
图 36: 2011-2017 年涪陵榨菜窖池原材料储存量 (万吨)	21
图 37: 2005-2017 年公司产品吨价 (万元) 及增速.....	21
图 38: 公司产品结构趋于分散.....	21
图 39: 2007 年-2018H1 公司销售毛利率.....	22
图 40: 2007 年-2018H1 销售费用率和管理费用率 (%)	22
图 41: 2007 年-2018H1 公司销售净利率 (%)	22
表 1: 涪陵榨菜主要产品系列、品牌形象及价格。.....	5
表 2: 涪陵榨菜脆口产能、销量和收入.....	7
表 3: 腌制菜行业细分种类多.....	9
表 4: 市场消费误区.....	11
表 5: 对标欧美, 中国人均消费量偏低.....	12
表 6: 腌制食品主要竞争对手.....	13
表 7: 公司利润总额对原材料价格变化和包装物价格变化的敏感性分析.....	14
表 8: 国内泡菜主要竞争对手.....	17

1、公司介绍：国内榨菜行业龙头，发力泡菜外延产品

1.1、源起涪陵，定位榨菜龙头

国资背景，历史悠久，行业龙头。涪陵榨菜是由重庆市涪陵榨菜有限公司在2008年3月整体变更而来，前身是四川省涪陵榨菜集团公司。公司位于“榨菜之乡”重庆涪陵区，依托涪陵地区为涪陵榨菜的原产地域优势，经过20多年的生产经营，公司目前拥有12家工厂，10条榨菜生产线（分布于涪陵地区），2条泡菜生产线（四川眉山惠通子公司），年产能17万吨（含泡菜），是中国最大的榨菜加工企业，榨菜腌菜制品全国市场占有率超过20%，排名第一。涪陵榨菜隶属于涪陵国有资产投资经营集团（持股39.65%），背靠国资背景。周斌全等公司管理层持股2.46%，高管持股有利于降低代理成本。

图1：涪陵榨菜股权结构



资料来源：公司2018年中报，新时代证券研究所

1.2、立足榨菜，向泡菜、辣味酱等品类延伸

1.2.1、榨菜、泡菜、酱类三大品类协同发展

立足于榨菜，做大泡菜，多品类延伸。公司主业榨菜，主营鲜脆菜丝、脆口榨菜、古坛榨菜、红油榨菜等，榨菜产能15万吨左右，袋装包装由两类150g和80g，价格2-3元。榨菜价位已经覆盖2-13元，其中2-3元是80g系列，4元是脆口系列，10元以上是瓶装系列。2015年公司收购四川惠通，进军泡菜市场，将泡菜作为公司战略性产品，现有惠通产能2万吨。

表1: 涪陵榨菜主要产品系列、品牌形象及价格。

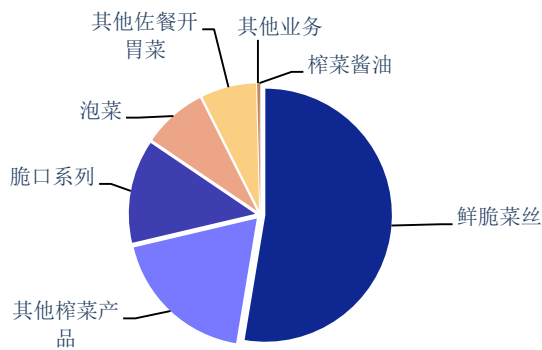
系列	口味	品牌形象	产能(万吨)	规格	京东价格
脆口系列	脆口榨菜		2.5-3	150g*5	21 元
	脆口萝卜			150g*3	12.5 元
鲜脆榨菜	80g 鲜脆菜丝		10	80g*5	16 元
其他榨菜 ^{注1}	古坛榨菜		2	80g*5	11.9 元
	红油榨菜			80g*5	12.6 元
	清淡榨菜			80g*5	12.6 元
	鲜爽菜丝			80g*5	10.0 元
	鲜榨菜片			80g*5	12.6 元
	榨菜碎米			80g*5	14.9 元
海带丝	鲜香/山椒味海带丝		-	70g*5	12.9 元
萝卜干	麻辣/美味萝卜		-	60g*5	15.9 元
泡菜	开胃爽口菜等 ^{注1}		2 ^{注2}	180g	3.5 元

资料来源: 公司官网, 公司公告, 京东商城, 新时代证券研究所 (注1: 其他榨菜还包括: 全形榨菜、原味菜片、鲜爽菜芯、微辣榨菜等; 注2: 泡菜主要是由惠通工厂生产, 分为袋装和瓶装两种, 其中袋装有三个规格, 分别为 80g、120g 和 150g, 每个规格有 4 中口味, 分别为开胃爽口菜、黄花什锦、红油榨菜和红油豇豆。瓶装有 210g 和 300g 两个规格, 210g 两个口味: 酸辣什锦和青椒香豆, 300g 三个口味: 开胃爽口菜、黄花什锦和红油榨菜; 注3: 惠通工厂 2 万吨产能, 柔性生产, 2017 年泡菜产量 1 万吨, 较 2016 年增加 0.3 万吨。)

1.2.2、引领榨菜品类走精品化道路

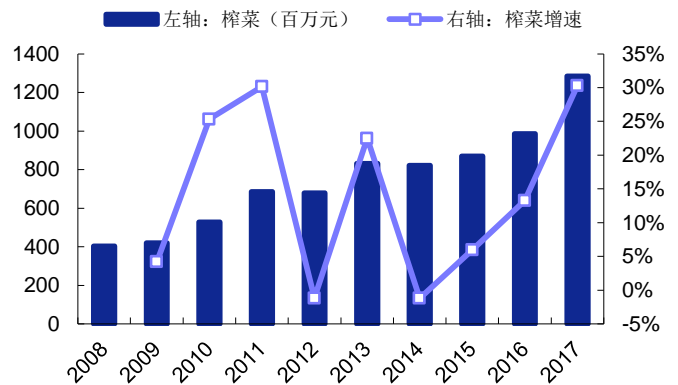
巩固榨菜大品类，打造鲜脆菜丝核心大单品。经过近 30 年发展，涪陵榨菜品牌高溢价，上市以来榨菜收入持续增长，2017 年榨菜收入 12.8 亿元/+30.3%。分品类来看，鲜脆菜丝作为主力产品，通过活动安排、市场推动、经销商嫁接等方式，抢占竞争对手市场，公司销售占比超过 50%，是公司第一大单品；脆口系列是公司精品化的代表，2015 年以来爆发式增长，2017 年产品占比超过 10%。

图2：涪陵榨菜主要产品结构



资料来源：公司年报，公司公告，新时代证券研究所（其他佐餐开胃菜主要是海带丝和萝卜干）

图3：2008-2017 年榨菜品类收入及其增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

迎合健康需求，走榨菜精品化。2006 年公司推出脆口榨菜，盐度低、充氮保鲜，符合健康概念，满足人们对高品质产品的追求。脆口定价一般高于主流榨菜品类价格 30-50%，以 KA 卖场为主要渠道，高定价+消费水平限制，销售增长缓慢。2014 年以来，公司加大推广力度，叠加多年推广、引导和消费者认知的转变，2015 年就实现放量增长，形成爆品。

打造休闲食品：脆口系列主流规格 150g 和 25g。2017 年公司开发了 22g 脆口榨菜、脆口萝卜及脆口蔬三只新产品，推动榨菜向休闲化发展，同时配套技改建成华富厂 22 克小包装脆口全自动生产线，满足了对不同规格产品消费需求。22g 果蔬榨菜脆口产品，其含盐量进一步降低，休闲属性更加明显。

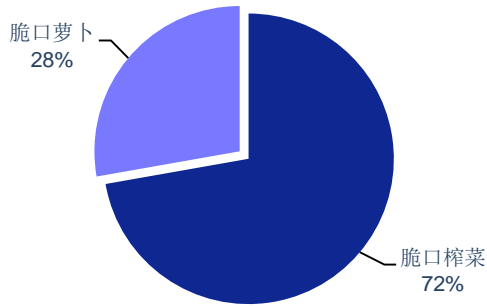
提高脆口产能，满足市场需求：2017 年华富工厂三期工厂均以建成投产，年产能 2.5-3 万吨，产能扩充满足市场对脆口的大量需求。2018 年公司组织对白鹤梁生产厂年产 1.6 万吨脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目，白鹤梁工厂落成后，公司总产能将超过 4.5 万吨。

脆口产品进入高速增长区间：脆口系列包括脆口榨菜和脆口萝卜，2017Q3 分别占比 72%和 28%，2017 年销售收入约 2 亿元，较 2016 年(1.3 亿元)同比增长 54%，2018 年上半年脆口榨菜增速大约 10%，脆口萝卜 50-60%，整体超过 30%。

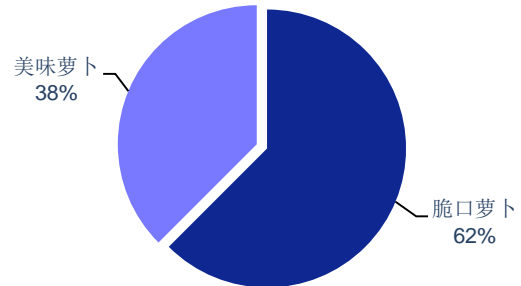
渠道优势明显，未来看好脆口持续增长。目前脆口已经做到 A/B/C 类超市的全覆盖，并进一步向农贸菜市场、社区便利店渗透，公司毛利率 45%左右，渠道毛利率 30%。分区域来看，华东、华南、华北地区销售最佳，体现出经济发达地区和消费者对消费健康要求更为强烈，有利于脆口持续增长。

图4：2017 年 1-3Q 脆口产品构成

图5：2017 年 1-3Q 萝卜系列产品构成



资料来源：公司公告，新时代证券研究所



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表2: 涪陵榨菜脆口产能、销量和收入

年份	项目	总产能 (万吨)	销售量 (万吨)	销售收入 (亿元)	收入增速
2015年	华富工厂脆口榨菜设计生产能力只有6000吨/年，生产能力已不能满足市场需求。	0.6	0.72	0.8 ^{注1}	-
2016年	华富厂10000吨脆口生产线项目的建设和投产	1.6	1.1	1.3	62%
2017年	华富第三期1万吨脆口生产线技改完成，同时会新增一条3000吨25g脆口生产线。	2.5-3	1.6	2	54%
2018H1	组织对白鹤梁生产厂年产1.6万吨脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目	4.6 ^{注2}	-	-	30%+

资料来源：公司公告，公司年报，新时代证券研究所（注1：公司2015年脆口收入没有披露，根据2016年、2017年脆口吨价分别为1.18万元、1.25万元，吨价提升5.77%，我们预计2015年吨价提升比例相同，预计吨价1.12万元，收入0.8亿元；注2：（1）公司产能远高于销量，主要原因在于当年投产生产线并不能在全年被利用，导致产能高于销量。（2）白鹤工厂脆口生产线尚处于建设初期，2018年并不能投产）

1.2.3、借力“乌江”，构建泡菜品牌壁垒

借助“乌江”渠道，逐渐构建泡菜品牌优势。2015年公司收购惠通食品，惠通食品主营泡菜、榨菜、辣酱等佐餐开胃菜和肉罐头系列产品，位于“泡菜之乡”四川眉山市，在全国经销商300多家，并购惠通将扩大公司在泡菜领域的市场占有率，实现中国佐餐开胃菜行业绝对领导者。“惠通”联姻“乌江”，借助乌江销售资源，利用乌江品牌、经销商和销售团队，推行惠通产品嫁接式销售模式，提升产品覆盖率和销售量。

聚焦产品，优化结构：收购后，公司对惠通产品进行整合，消减无效低端SKU，SKU由100多只调整到20多只，提高惠通的盈利能力。前惠通拥有产能2万吨，其中泡菜约占78%。产量方面，2016年泡菜产量0.7万吨，2017年1万吨。2017年泡菜收入1.23亿元，同比增长45%。

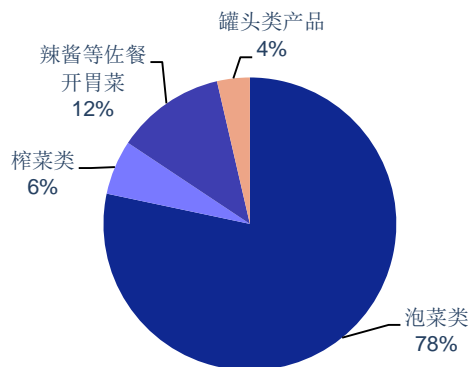
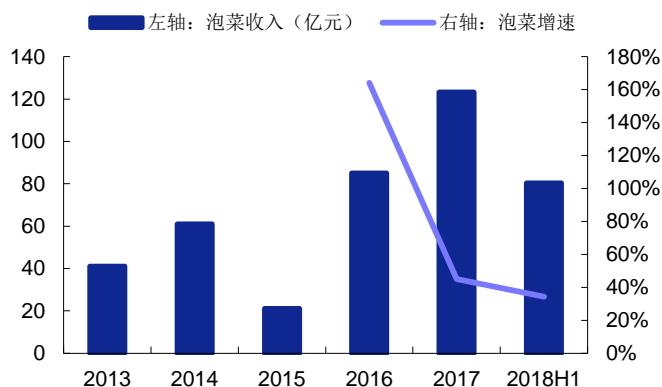
图6: 惠通泡菜在全国经销商



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图7： 2013年-2018H1 惠通泡菜营业收入及增速

图8： 惠通公司 2 万吨泡菜产能中各品类占比



资料来源：公司年报，公司公告，新时代证券研究所（注：2013 年和 2014 年营业收入未作调整）

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、精品化路线，多品类稳增长

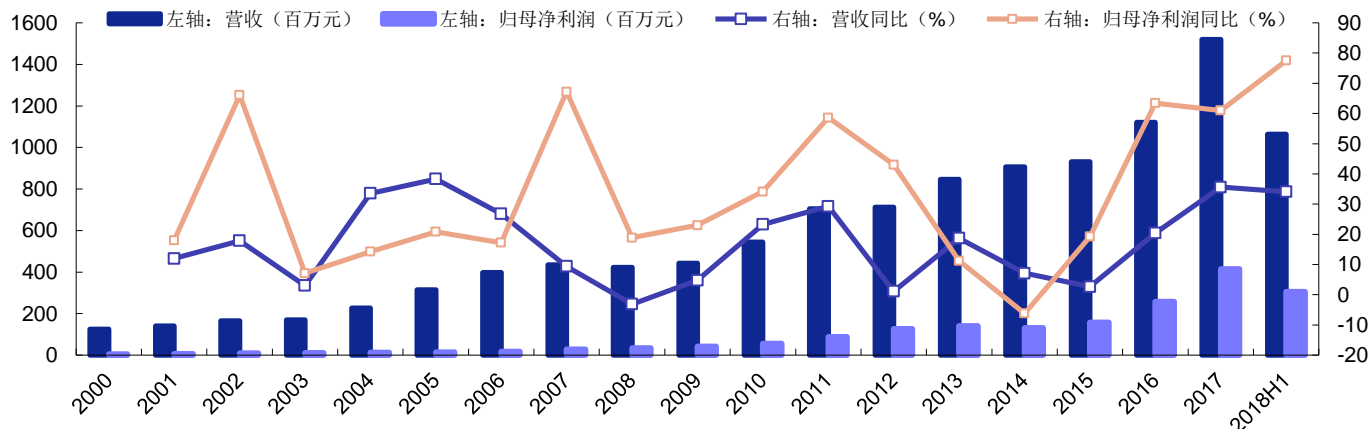
2000 年以来公司年复合增长 15%。公司发展大致可以分为三个阶段：

(1)2008 年前：**高速发展期**。20 世纪以来，榨菜生产进入机械化时代，生产效率提高，标准化和规范化是主要标志，同时加大市场开发力度，在全国范围内设有 8 个销售大区、33 个办事处，销售网络覆盖了全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场，拥有经销商 1000 多家，在沃尔玛、新玛特等全国各大知名连锁超市和全国各级农贸市场销售渠道打开，2007 年销售收入 4.35 亿元，7 年 CAGR19.5%。

(2)2008-2014 年：**随经济周期波动**。该阶段空白市场铺货增长支撑增长动力不足，主要依靠存量市场促销刺激增长，榨菜作为佐食产品，购买场景以购物捎带为主，商超流量决定产品销量，2008-2016 年涪陵榨菜收入增长随周期波动。

(3)2014 年至今：**多品类+精品化发展**。粗放式并购和主业榨菜走脆口精品化休闲产品，首先是扩充品类，2015 年收购惠通泡菜品牌，进军泡菜市场；其次开发榨菜外延产品，如海带丝和萝卜干；最后升级榨菜产品，大力推广脆口精品休闲产品。

图9: 2000年-2018H1公司营业收入、归母净利润



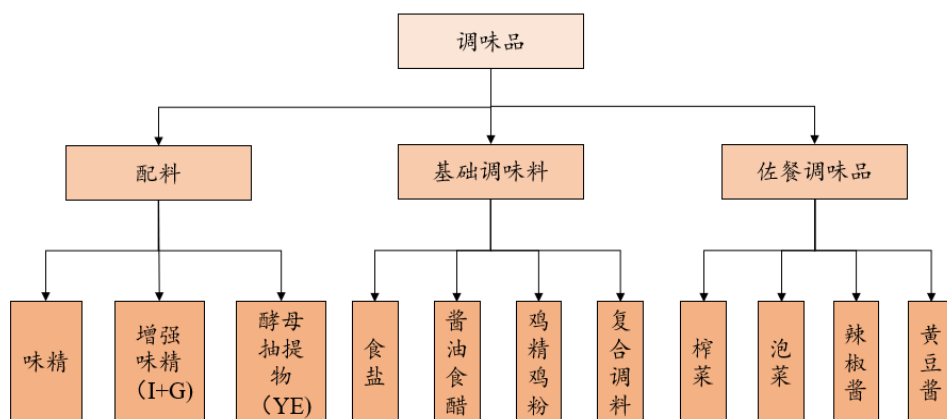
资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 新时代证券研究所

2、挤压散装榨菜份额，泡菜市场空间巨大

2.1、佐餐调味品细分多

调味品细分行业众多,腌制产品口味差别大。按照用途,调味品可以分为配料、基础调味料和佐餐调味品,从左到右消费人群依次减少,消费场景接近家庭。佐餐调味品属于小众市场,消费者具有口味粘性,购买渠道以商超为主,渠道利润高,销售费用投放大。腌制菜行业可以分为榨菜、酱渍菜、泡菜和新型蔬菜制品,销量占比分别为20%、15%、45%和20%。其中榨菜以四川榨菜和浙江榨菜为主,泡菜又可分为川式泡菜和韩式泡菜,品牌主要有吉香居、川南酿、味聚特、广乐和惠通等。

图10: 调味品分类



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所整理

表3: 腌制菜行业细分种类多

大类	代表类别	主要品牌	销量占比
榨菜	四川和浙江榨菜	乌江、辣妹子、鱼泉、余姚、铜钱桥、国良等	20%
酱渍菜	腌渍菜、醋渍菜、酱渍菜、糖渍菜等	北京六必居、三和四美、内蒙古万佳等	15%
泡菜	川式泡菜和韩式泡菜	吉香居、川南酿、味聚特、广乐和惠通	45%

大类	代表类别	主要品牌	销量占比
新型蔬菜制品	辣椒、萝卜、海带、豆瓣、竹笋、豇豆等	--	20%

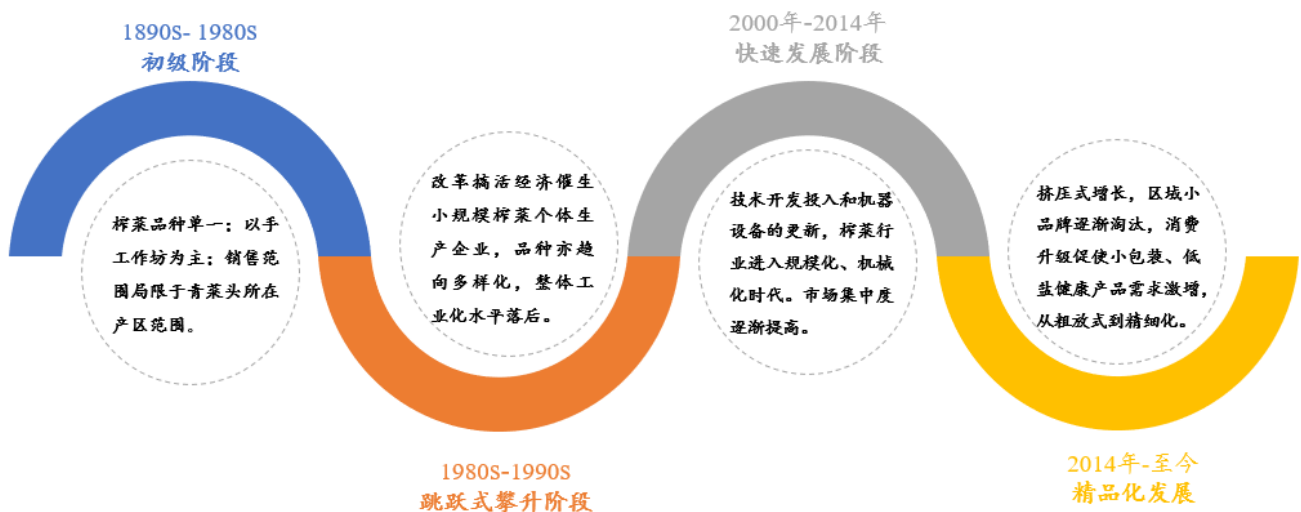
资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

2.2、榨菜业绩高增≠消费降级

2.2.1、榨菜收入周期性特征明显，包装榨菜进入挤压式发展赛道

榨菜行业历史悠久：榨菜是我国具有 100 多年历史的传统特产，为酱腌菜中的佳品，具有营养丰富、方便可口，佐餐、侑茶、调味等多样用途。榨菜从诞生经历四个主要阶段，（1）1890s 到 1980s：**初始阶段**，榨菜品类单一，以手工作坊为主，销售半径局限于当地。（2）改革开放到本世纪初：**跳跃式攀升阶段**，由个体向企业转型，品种趋于多样化。（3）2000-2014 年：**快速发展阶段**，机器生产代替手工作坊，技术、资金流向优质企业，市场集中度提高。（4）2014 年至今：**精品化发展阶段**，经济发展财富效应显现，消费升级深化，品牌效应凸显，行业进入挤压式发展阶段，散装和小品牌加速退出，产品向小包装、低盐健康转型。

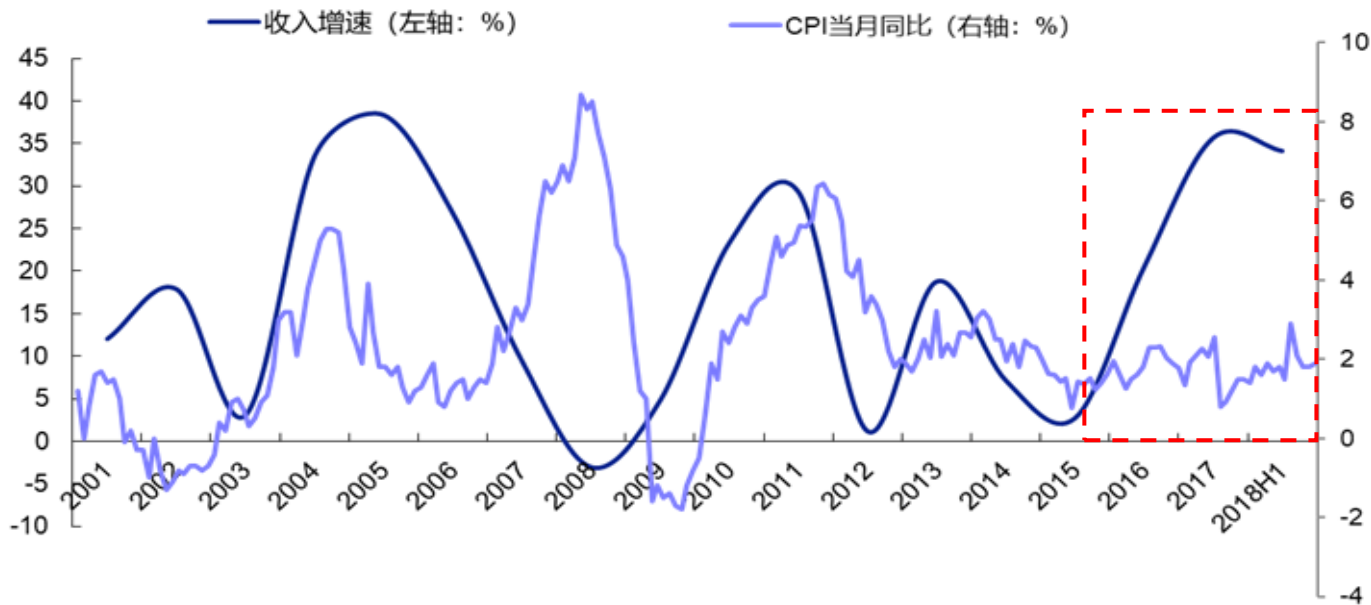
图11：榨菜行业发展的四个阶段



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

榨菜行业与 CPI 增速正相关。我们将涪陵榨菜的销售收入和 CPI 增速进行对比，发现 2015 年之前涪陵榨菜收入增速具有很强的周期性。包装榨菜的购买场景以商超为主，销售量取决于购物频次和收入水平，与宏观经济正相关（2015 年涪陵榨菜收入增速与 CPI 增速相悖，主要因公司开发榨菜新产品，进行产品结构调整，惠通泡菜业务对收入增速贡献较大）。

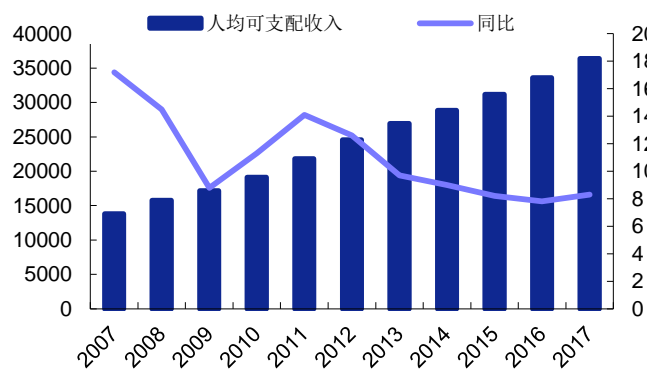
图12：涪陵榨菜收入具有很强的周期性



资料来源: Wind, 公司年报, 新时代证券研究所

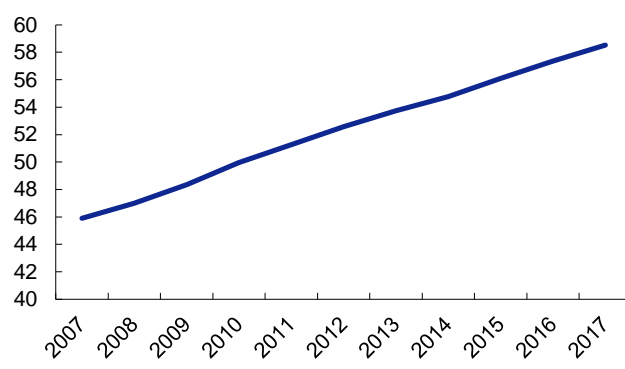
城镇人口增加, 自制和散装榨菜减少。中国农村传统榨菜生产以自制和外购散装为主, 农村对榨菜需求较大, 2007 年以来城镇化率持续增长, 2017 年城镇人口占比 58.5%, 较 2007 年增长 12.6pct, 城镇人口增加超过 1.5 亿。2017 年城镇人均可支配收入 3.64 万元/+8.3%, 较 2007 年增加 2.26 万元。农村榨菜需求粘性+城镇人口激增+城镇人均可支配收入快速增长, 新城镇人口扩容需求向包装榨菜转变。

图13: 2007-2017 年城镇人均可支配收入 (元)



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图14: 2007-2017 年城镇化率水平



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

2.2.2、榨菜消费增长, 健康诉求突出

榨菜消费追求健康。中国榨菜起源于手工作坊和自家腌制, 由于技术条件限制, 卫生和食品安全标准较低。市场普遍担心榨菜的含盐量、亚硝酸盐、防腐剂和食品安全问题。健康诉求反映消费升级趋势, 从目前包装榨菜的生产过程来看, 已经基本满足人们的健康要求。

表4: 市场消费误区

消费误区	现实情况
------	------

消费误区

现实情况

盐度

高盐、中盐和低盐都是阶段性和相对性来讲，以前榨菜行业含盐量较高，现在按照行业标准，榨菜产品的含盐量都较低。目前公司产品的盐度 5 度左右居多。榨菜产品的含盐量也不是越低越好，盐作为百味之王，是最好的调味剂，家庭炒菜一般用盐都在 3.5 度左右。

亚硝酸盐

腌制品一般都存在亚硝酸盐，榨菜腌制过程中产生的亚硝酸盐含量随着腌制时间的推移不断衰减，榨菜原料腌制成熟后，亚硝酸的含量很低，公司产品亚硝酸的含量低于国家食品安全标准，可以放心食用。

防腐剂

包装榨菜产品通过充氮保鲜和巴氏杀菌，不含防腐剂

食品安全

技术改造传统榨菜产业（改变传统落后手工作坊的行业状况），走机械化、工业化的路子，使榨菜产品干净卫生，引领行业上档升级。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.3、供给端：榨菜生产依赖青菜头，消费升级加速散装榨菜企业退出

2.3.1、散装榨菜加速退出，包装榨菜不断从扩容

包装腌制产品市场容量接近 50 亿元。随着榨菜行业工业化水平的提高，包装腌制产品（包括榨菜，泡菜，酱菜等，以榨菜为主）销量增长明显。2017 年包装腌制产品市场总量 22.8 万吨/+3.8%；市场总价值 49.7 亿元/+6.1%。榨菜作为一种独特的营养、佐餐调味型传统食品，消费群体大。根据前瞻产业研究院测算，未来 5 年榨菜的消费将保持平稳增长态势，预计 2022 年市场总量、总价值将分别超过 20 万吨和 60 亿元，包装榨菜行业市场扩容原因如下：

（1）收入水平提高，生活节奏加快及旅游业发展，袋装榨菜需求上升；（2）散装榨菜需求下降，受制于卫生安全问题和消费者健康理念提升，小包装榨菜更受青睐；（3）受益城市化进程，农村家庭在城市化的过程中，酱腌菜由自家腌制转向市场购买；（4）榨菜新产品研制速度加快，产品质量提高，促进了消费稳定增长；（5）榨菜加工企业营销力度的加大，努力拓展国内、国际两个市场，扩大了产品覆盖面；（6）榨菜产品除传统的消费市场外，新的消费领域不断拓宽，如许多航空食品、方便食品中都配置了榨菜，同时占我国人口 70% 的广大农村也是潜在的最大消费市场。

对标国外，中国人均消费量偏低。中国消费习惯与日本接近，但腌制产品人均消费量与日本相去甚远。2017 年中国人均消费 0.4kg/年，仅是日本（27.7kg/年）的 1.4%。对标欧美国家，美国和英国人均消费量分别为 5.4 和 3.4kg/年，也远高于中国消费水平。

表5：对标欧美，中国人均消费量偏低

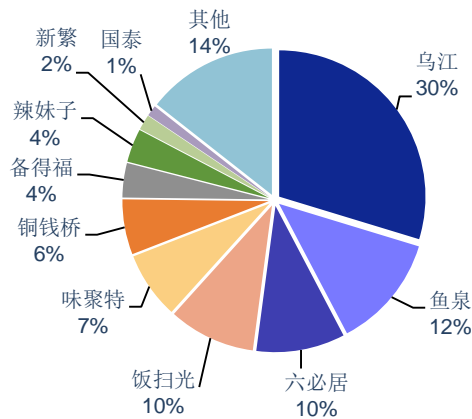
单位 (kg)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
美国	7.0	6.7	6.3	6.0	6.0	6.0	6.2	6.1	5.9	5.7	5.5	5.4	5.5	5.5	5.4
日本	47.7	43.7	40.7	40.9	40.2	39.6	38.4	37.0	32.9	30.5	30.2	29.3	28.6	28.2	27.7
英国	3.8	3.8	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4
中国	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

资料来源：中国产业信息网，Wind，新时代证券研究所

2.3.2、乌江榨菜一枝独秀

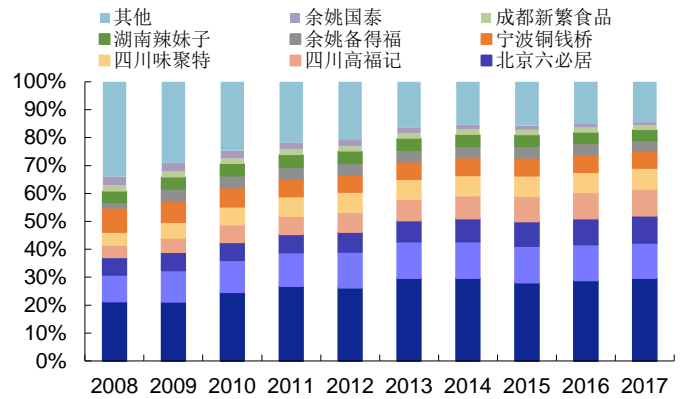
乌江榨菜在腌制食品中一家独大。经过近 30 年的发展，涪陵榨菜率先实现全国化销售，在华南基础牢固。2017 年“乌江”市场占有率约 30%，市占率第一，远高于鱼泉榨菜（10%左右）。鱼泉榨菜销售局限于成都和北京地区，宁波铜钱桥和余姚备得福以东北为重点市场，湖南辣妹子着重开发南京、九江、柳州等华东地区，均为形成全国化销售。2003-2017 年行业 CR5 由 47% 提高到 69%，行业集中度不断提高。

图15： 2017 年中国包装腌制食品行业竞争格局



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所（注：销售口径）

图16： 2008-2017 年腌制品品牌市场份额变化



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

表6： 腌制食品主要竞争对手

公司名称	主要品牌	主营业务	主要产品	销售区域
涪陵榨菜	乌江	榨菜	主营榨菜生产，主打鲜脆榨菜大单品，开发脆口榨菜潜力产品。	全国，重点华南市场
鱼泉榨菜	鱼泉	榨菜	重庆市鱼泉榨菜(集团)有限公司位于重庆市万州区，主要经营“鱼泉”牌榨菜、萝卜、竹笋、魔芋、雪菜等食品。	成都和北京为主
北京六必居	六必居	下饭菜	主营甜酱黑菜、甜酱八宝菜、甜酱八宝瓜、甜酱黄瓜、甜酱甜露、甜酱姜芽、甜酱什香菜等腌制产品。	以北京为主
四川高福记	饭扫光 川老汇	下饭菜	建立东北、华东、华南、西北、四川、西南等六大销售片区市场，在 20 余个省会城市建立了销售办事处，销售市场网络已遍布全国。产品已经进入全国 5000 多家大型商场超市，商超渠道覆盖率达 96%。	全国销售
四川味聚特	味聚特	下饭菜	专业生产四川特色小菜、泡菜、榨菜、辣酱调味品等。	四川，辐射周边
宁波铜钱桥	铜钱桥	榨菜	生产“铜钱桥”牌榨菜丝、海带丝、香辣萝卜、酸辣豇豆、干菜、泡菜等食品和番茄酱、沙司、玉米浆等果蔬饮料	哈尔滨
余姚备得福	备得福	榨菜	余姚市备得福菜业有限公司专业生产小包装榨菜、泡菜等食品的企业，主要产品有“备得福”牌系列榨菜、萝卜干、大头菜、雪菜等蔬菜产品。其中榨菜年销量在 1-2 万吨，销售市场以沈阳为主。	沈阳
湖南辣妹子	辣妹子	榨菜	主营“辣妹子”、“靓妹子”系列榨菜、泡菜、酱菜。该公司榨菜年销量在 1 万吨左右，销售市场以为主。	南京、九江、柳州

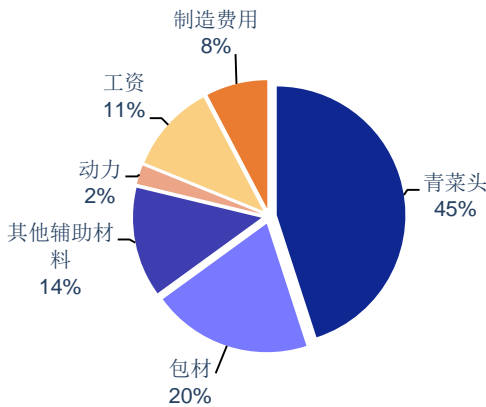
公司名称	主要品牌	主营业务	主要产品	销售区域
成都新繁食品	新繁	下饭菜	主营新繁牌系列泡菜、酱腌菜、调味品、豆制品等	-
余姚国泰	国泰	下饭菜	产品覆盖菜、萝卜、雪菜、酸豆角、老坛酸菜、剁椒、辣白菜、梅菜花生、香菇榨菜等腌制品。	湖南、湖北、河北、河南、山东、江西等

资料来源：招股说明书，各公司官网，新时代证券研究所

2.3.3、青菜头是榨菜主要成本

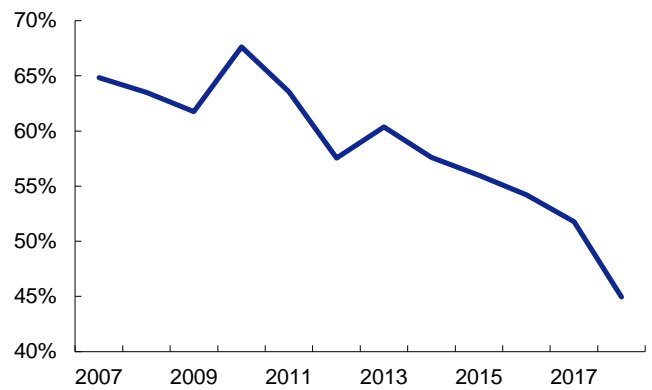
榨菜行业利润对青菜头较为敏感。榨菜生产1吨成品大约需要原料青菜头近3吨，原料较为单一，2017年涪陵榨菜成本占比52%，其中青菜头/包材在成本中占比分别为45%/20%，利润对青菜头价格敏感度为0.7，即青菜头价格每变动1%，利润总额变动0.7%，远低于2009年的敏感系数2。

图17：2017年涪陵榨菜成本构成



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图18：2007-2017年涪陵榨菜成本占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表7：公司利润总额对原材料价格变化和包装物价格变化的敏感性分析

利润总额变化	青菜头平均价格变化							
	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	
包材价格变化	-20%	20.31%	13.28%	9.77%	6.25%	2.73%	-0.78%	-7.81%
	-10%	17.19%	10.16%	6.64%	3.13%	-0.39%	-3.91%	-10.94%
	-5%	15.63%	8.59%	5.08%	1.56%	-1.95%	-5.47%	-12.50%
	0%	14.06%	7.03%	3.52%	0.00%	-3.52%	-7.03%	-14.06%
	5%	12.50%	5.47%	1.95%	-1.56%	-5.08%	-8.59%	-15.63%
	10%	10.94%	3.91%	0.39%	-3.12%	-6.64%	-10.16%	-17.19%
	20%	7.81%	0.78%	-2.73%	-6.25%	-9.77%	-13.28%	-20.31%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所（注：1、上述测算是以2017年公司财务数据为基础 2、假设除原材料平均价格、包装物价格变动外，其他因素不变）

2.3.4、青菜头生产地域性强，价格波动大

青菜头生产地域性强：青菜头生长的季节是12月到次年1月，一般4℃-5℃的温度比较适合青菜头的生长。青菜头独特的生长特性决定了其产地主要集中在重

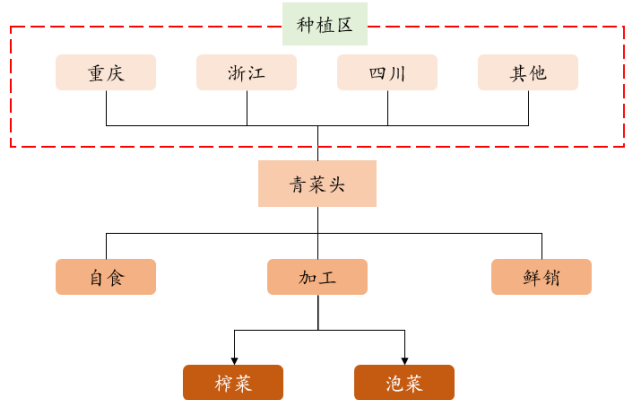
庆、浙江、四川、湖南、贵州等省份，其中重庆和浙江种植面积分别达到 60%和 24%，重庆的涪陵区种植面积 72 万亩，约占全国种植面积的 40%以上。根据青菜头生长周期和榨菜腌制周期，当年新的青菜头需要到 5 月份左右方可量产，因此成本影响一般也从 5 月份开始。

图19: 榨菜生产、加工流程



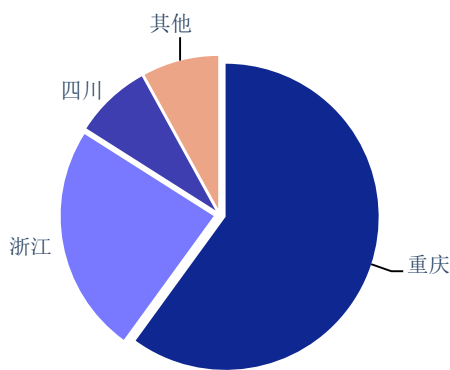
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图20: 青菜头种植



资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

图21: 青菜头的区位分布

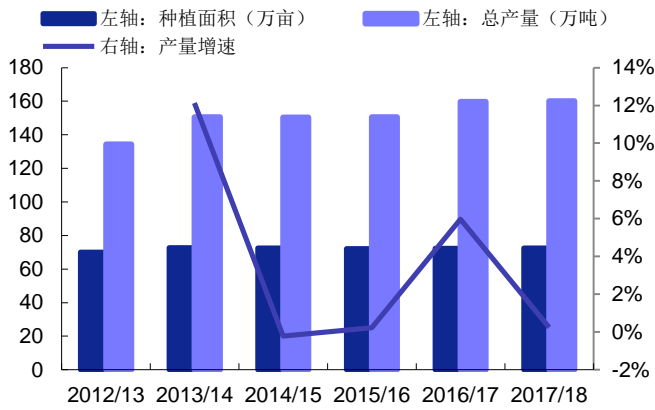


资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

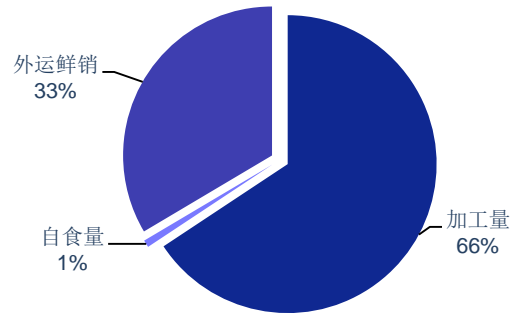
涪陵区青菜头产量稳中有升。涪陵区是我国青菜头主要产区，这也为涪陵区榨菜行业的发展提供了坚实的基础。根据涪陵区榨菜办的数据，最近几年青菜头种植面积出现相对稳定的增长，2019 年收砍面积 72.5 万亩，总产量 160.15 万吨，外运鲜销 54.4 万吨，收购加工 103.8 万吨。

图22: 涪陵区青菜头种植面积和产量

图23: 涪陵区青菜头下游需求



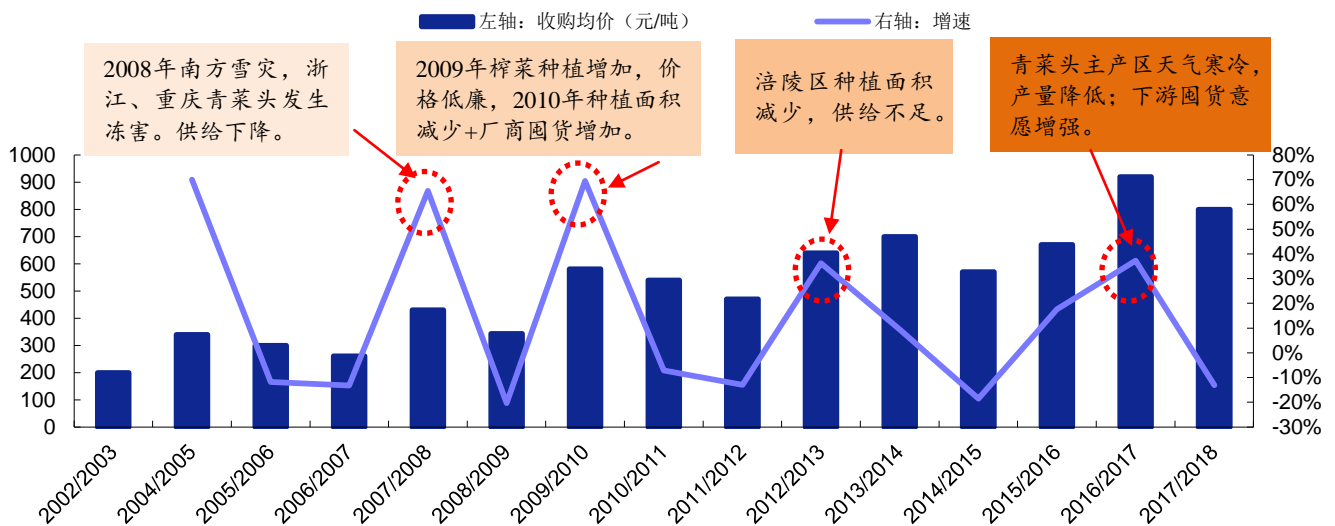
资料来源：涪陵区榨菜办，新时代证券研究所



资料来源：涪陵区榨菜办，新时代证券研究所

青菜头价格波动大：2018年初、2019年初青菜头价格800元/吨，较2017年的920元/吨，下降明显，主要原因是2017-2018年冬天主产区天气温暖，单产稳定，青菜头供应充足。从青菜头价格波动来看，近几年种植面积趋于稳定，青菜头产量取决于单产，天气因素是影响价格的最重要因素。

图24： 2002-2018年青菜头价格波动



资料来源：涪陵区榨菜办，公司招股说明书，新时代证券研究所（注：榨菜跨年收购，2002/2003是指2002年种植青菜头，2003年初收购的价格）

2.4、泡菜市场规模巨大

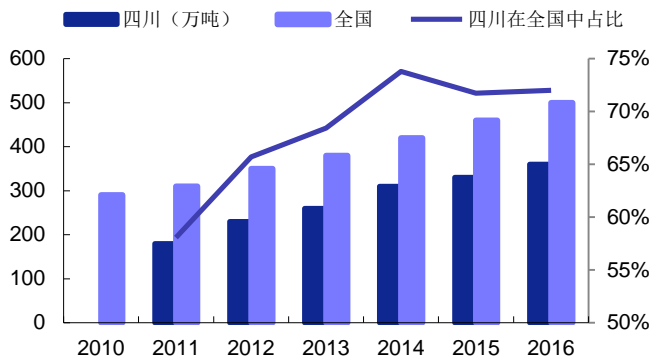
泡菜单次食用量更大，行业容量约500亿元。“榨菜一碟菜，泡菜一碗菜”，泡菜作为下饭菜中的代表，单次消费量远大于榨菜，因此泡菜市场容量更大，2016年全国泡菜销量500万吨，同比增长8.7%；销售额达到466亿元，当年净出口总量约50万吨，我们预计中国目前泡菜市场容量在500亿元左右。

区域性明显：经过20多年的发展，泡菜行业初具规模，生产加工企业近300家，主要分布在四川、重庆、浙江、山东等地，2016年，四川泡菜产量360万吨，产值310亿元，约占全国泡菜产量的70%，其中眉山市泡菜收入规模达到152亿元，市场份额已占全国泡菜的三分之一。

物美价廉，出口量大。中国泡菜价格仅是韩国本土泡菜的三分之一，加上关税

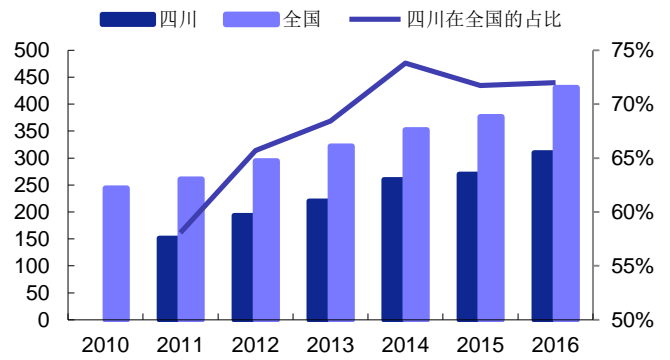
等各种费用价格也不到韩国本土的一半。2017年韩国进口泡菜27.56万吨，其中90%以上都是中国泡菜，逆差规模已经超越了2016年创下的历史最高值。

图25: 全国和四川泡菜销量(万吨)



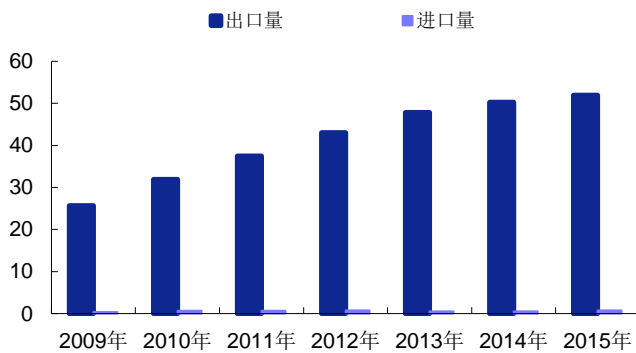
资料来源: 四川省统计局, 新时代证券研究所

图26: 全国和四川泡菜销售收入(亿元)



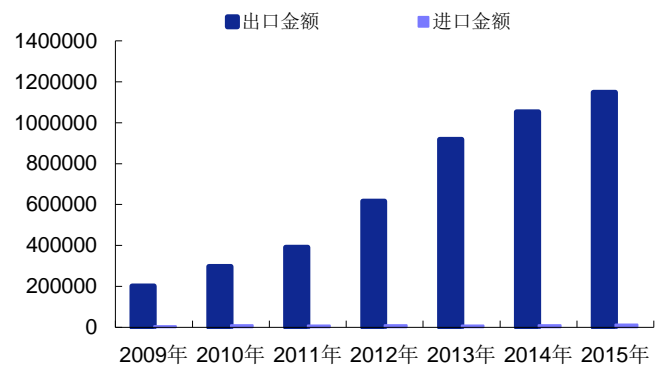
资料来源: 四川省统计局, 新时代证券研究所

图27: 2009-2015年中国进出口泡菜量(万吨)



资料来源: 中国海关, 新时代证券研究所

图28: 2009-2015年中国进出口泡菜额(千美元)



资料来源: 中国海关, 新时代证券研究所

泡菜行业处于混战阶段, 尚无绝对龙头。中国的泡菜产业获得了迅猛发展, 市场潜力很大。比较有影响力的品牌有惠通、吉香居、味聚特、川南、广乐等, 但呈区域性分布, 主要市场集中在华东和东北市场, 市场份额普遍较低, 市场竞争激烈, 龙头优势尚不明显。

表8: 国内泡菜主要竞争对手

竞争对手	产品	产品形象	主要市场
四川省吉香居食品有限公司	泡菜、调味品等		山东、四川、江苏、上海、新疆等地。
四川省川南酿造有限公司	"泡菜和川菜调味, 下饭菜、辣酱、特色菜、佐料等品类"		山东、江苏、上海、辽宁等地

竞争对手	产品	产品形象	主要市场
四川省味聚特食品有限公司	特色小菜、辣酱等		上海、北京等地
四川广乐食品有限公司	什鲜泡菜等		北京、广东、上海等
四川惠通食业有限责任公司	泡菜、榨菜、辣酱等下饭菜		北京、上海、广东、辽宁、浙江

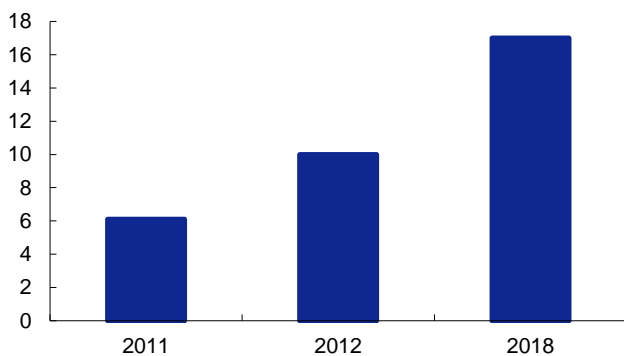
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3、产能充足做大品牌，成本管控卓有成效

3.1、产能端：产能充足支撑收入增长

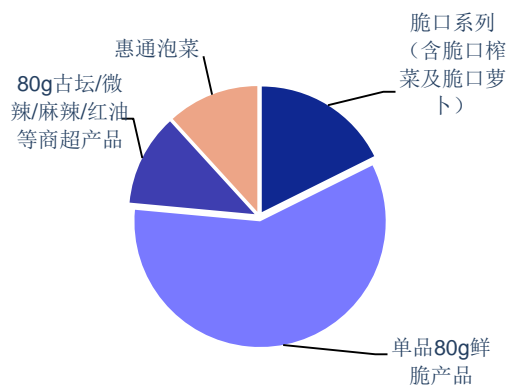
公司产能充足。2017 年公司完成了对华安榨菜厂、惠通泡菜生产线以及脆口生产线的三大技术改造，拥有 17 万吨产能，目前产能已经开始逐步释放。其中脆口系列(含脆口榨菜及脆口萝卜)年 2.5-3 万吨;主力单品 80g 鲜脆产品约 10 万吨;80g 古坛/微辣/麻辣/红油等商超产品约 2 万吨，惠通约 2 万吨。

图29： 2011-2018 年涪陵榨菜产能（万吨）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图30： 2018 年涪陵榨菜产能分布

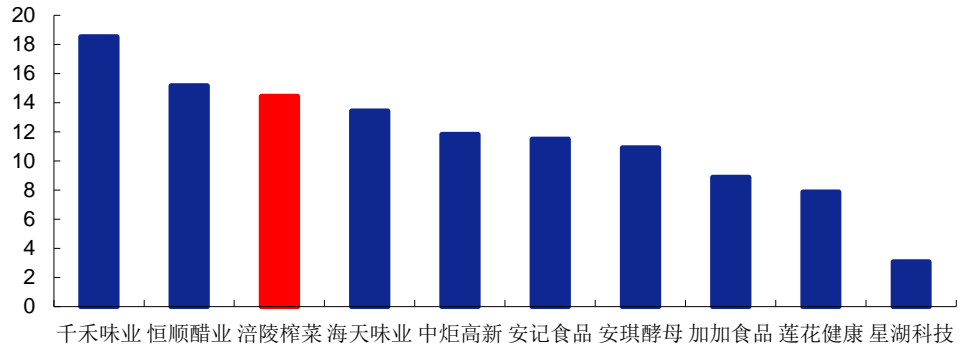


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、收入端：积极开拓空白市场，做大泡菜品牌

量：空白市场招商。(1) **渠道利润丰厚，经销商积极性更高。**与其他调味品公司相比，涪陵榨菜渠道以商超为主，覆盖全国大部分省市，产品更加接近家庭消费，销售费用率较高。以 2017 年数据来看，涪陵榨菜销售费用率 14.4%，属于中等偏上水平，销售费用率较低的公司以销售配料为主，加工厂和饭店客户较多，例如星湖科技 (3.1%)、莲花健康 (7.9%)、加加食品 (8.9%) 和安琪酵母 (10.9%)。渠道利润来看，涪陵榨菜整个渠道毛利率在 40%-60%左右，流通渠道毛利率在 20%左右，高经销利润激发经销商市场开拓的积极性。

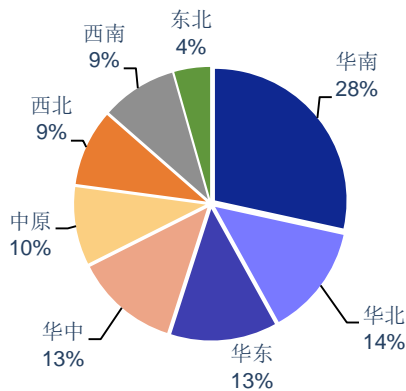
图31： 2017 年主要调味品公司销售费用率 (%)



资料来源：各公司公告，新时代证券研究所

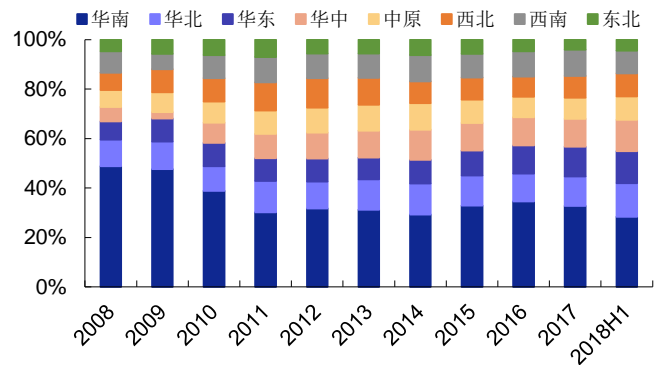
华南市场销售份额下降，市场更加均衡。公司在全国共有9个销售大区，华南市场（以广东为主）为公司的主力市场，品牌知名度较高，市场相对成熟，2018H1华南市场销售占比28%。其他区域来看，如辣妹子占据南京、江西一带；鱼泉在成都、北京地区优势明显，随着公司品牌影响力的提升，厂商携手深耕渠道，渠道下沉至二三线城市及乡镇市场，竞争对手市场份额出现萎缩，公司业绩加速释放。东北市场，备得福、铜钱桥等浙式榨菜成名已早，当地消费者已习惯浙式榨菜，形成口味粘性，叠加低价竞争策略，公司在东北市场销售增速缓慢。

图32： 2018H1 公司各地区销售占比



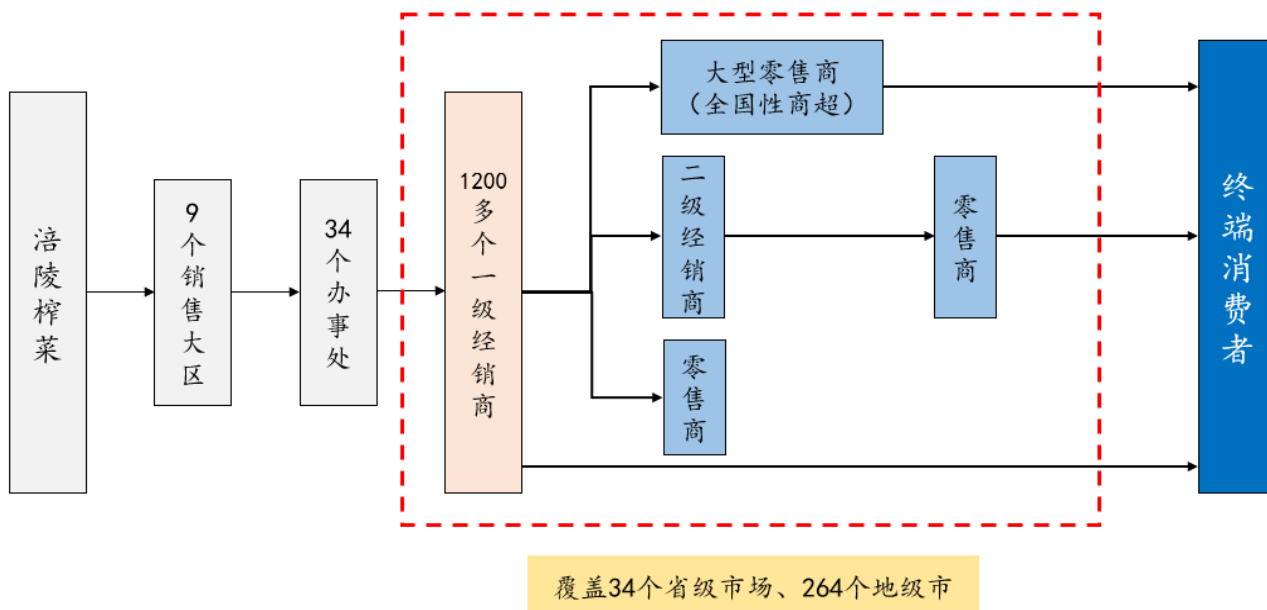
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图33： 2008-2018H1 各地区销售收入占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

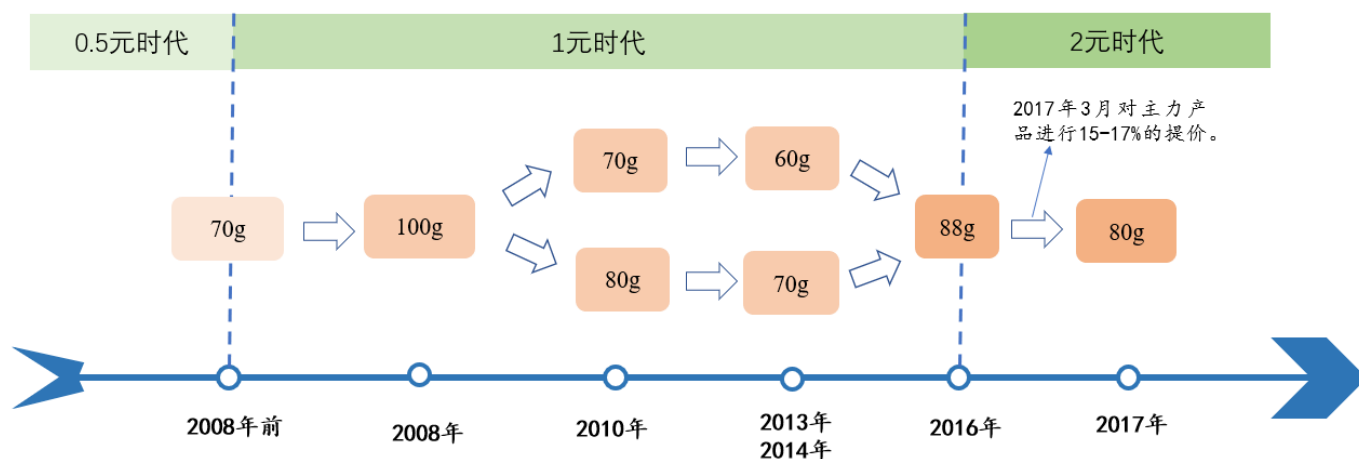
图34： 涪陵榨菜经销体系



资料来源：公司年报，公司招股说明书，新时代证券研究所

价：换包装，做精品实现间接提价。公司产品提价有三种（1）**增克重，提价格。**包装榨菜价位端跃升主要有两次，其一是2008年，公司主力产品由原来70g变成100g，价位成功跃升至1元时代；其二是2016年，主力产品由60g和70g统一变成88g，价位提升至2元。（2）**减克重，实现间接提价。**2010年公司考虑到100g产品太多，将其调整为70g和80g，价位保持不变，相当于提价15%，2013年和2014年公司将70g和80g主力产品更换为60g和70g，实现提价12-14%；2017年11月将公司88g主力产品和175g脆口产品将调整为80g和150g，调规不调价，实现提价9%。（3）**直接提价。**2017年3月青菜头价格上涨超过30%，公司为了消除成本巨幅增长，对主力产品提价15-17%；2018年11月，为统一全国流通产品价格体系、防止窜货80克鲜脆菜丝（全国版、北京版）、80克原味菜片等7个单品的产品到岸价提高幅度约10%。2008-2018年期间平均每年提价在10%左右，价位提升贡献公司主要业绩增长。

图35：涪陵榨菜主力产品规格和价位变化规律



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.3、成本端：多重措施，对冲成本波动影响

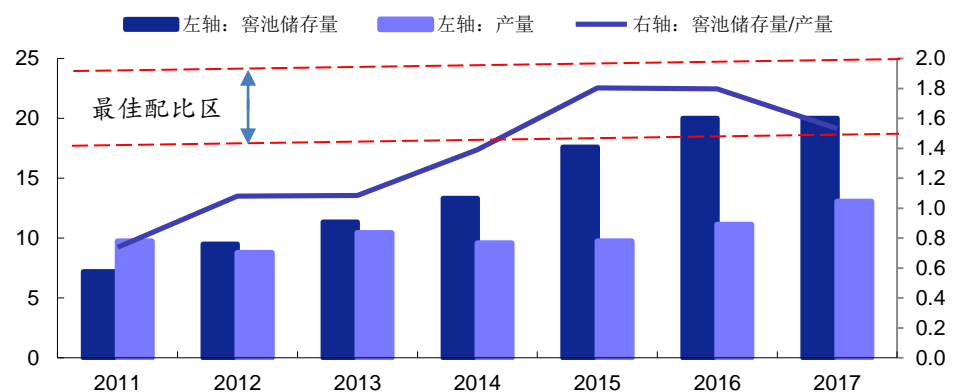
3.3.1、措施一：实行订单合同

公司+订单合同/保护价合同+农户。为了保证青菜头供给充足和菜农的利益。公司与乡镇、村社签订收购协议，约定收购最低保护价、质量和数量要求，承诺市价低于保护价，以保护价收购；市价高于保护价，以市价收购。乡镇、村社再以公司的保护价与农民签订协议。订单+合同保护的实施稳定了涪陵区青菜头的种植面积，减少价格波动。

3.3.2、措施二：自建窖池

自建窖池稳定价格。公司产品成本中原料成本的占比最大，原料池与产量的配比在 1.5-2 之间比较合（每生产 1 吨榨菜约需要 3 吨青菜头），为了平抑原材料价格波动对公司利润的影响，近几年公司大力度修建原料储藏池以发挥其蓄水池作用。2015 年垫江 2 万吨窖池建成投产，加上珍溪和好味源原料池，公司原料窖池将达到 17.6 万吨，2016 年原料窖池达到 20 万吨以上。目前公司的窖池储存量/产量维持在 1.2-2 最佳配比区域。

图36： 2011-2017 年涪陵榨菜窖池原材料储存量（万吨）



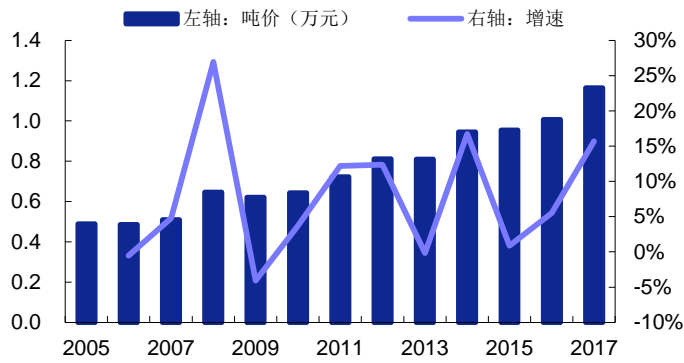
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.3.3、措施三：多重提价措施+产品结构优化

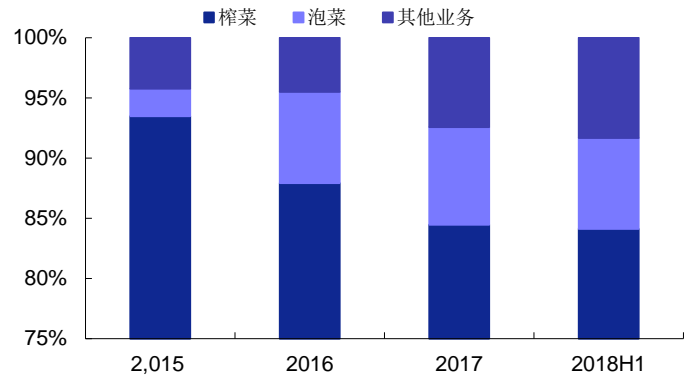
提价+结构优化，产品吨价稳步上移。2008年、2010年、2014年、2016年和2017年、2018年都是公司提价或间接提价的时间节点。2017年平均吨价1.16万元，同比增长15.7%，2007年以来吨价年复合增长8.6%。产品结构方面，公司定位榨菜、泡菜、酱类三大品类协同发展，即是榨菜做精品；泡菜做品牌；继续寻找酱类标的。提价+产品分散促使吨价上移，直接带动毛利率上扬，2017年毛利率48.22%，同比提高2.44pct。

图37： 2005-2017 年公司产品吨价（万元）及增速

图38： 公司产品结构趋于分散

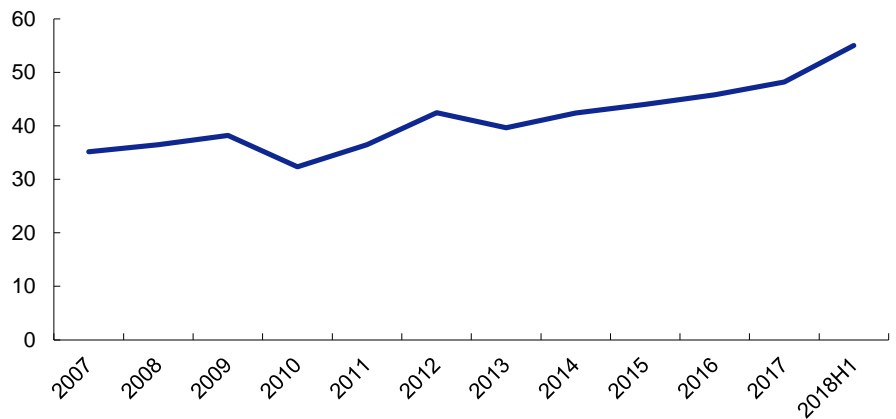


资料来源：公司公告，新时代证券研究所



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图39： 2007年-2018H1公司销售毛利率



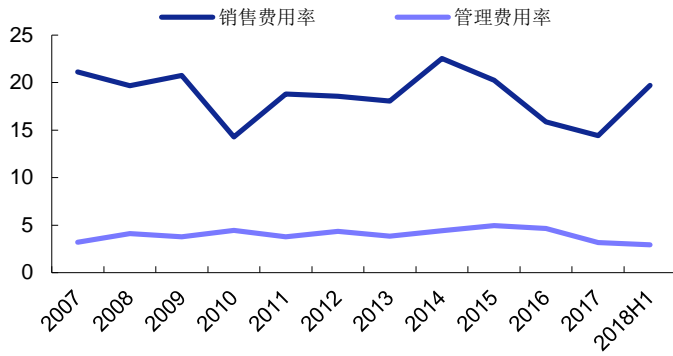
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.4、费用端：两费稳中有降，盈利能力持续提高

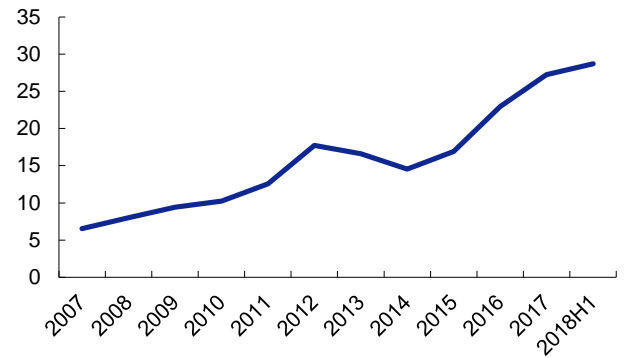
净利率持续提高。历史数据来看，两费稳中有降，2017年销售费用率14.44%/-1.44pct；管理费用率3.18%/-1.46pct；两费走低带动净利率上扬，2017年净利率27.24%/+4.29pct。2018年青菜头采购价格0.8元/公斤，较2017年(0.98元/公斤)同比降低18.4%。利润总额对原材料敏感度为0.7，即是利润总额将提高12.9%，据榨菜生产周期，当年原材料在5月份以后方可投入生产，二季度使用今年青菜头20%，若生产均衡，今年青菜头使用占比大概在50-60%。我们预期在费用保持不变前提下，净利润有望提高。

图40： 2007年-2018H1销售费用率和管理费用率(%)

图41： 2007年-2018H1公司销售净利率(%)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、盈利预测与风险提示

4.1、盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 19.23、24.89、31.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.85、1.08 和 1.54 元。当前股价对应 PE 分别为 31、24 和 17 倍。考虑到泡菜行业市场容量大、竞争格局分散，公司借助“乌江”销售渠道，惠通业绩有望加速释放，首次覆盖给予“推荐”评级。

4.2、风险提示

气候因素致主产区青菜头减产，脆口增速下滑，泡菜市场开拓失败等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	995	1524	1674	2499	2962	营业收入	1121	1520	1923	2489	3167
现金	271	142	369	975	1575	营业成本	608	787	772	1016	1142
应收账款	1	2	2	3	4	营业税金及附加	19	26	27	40	51
其他应收款	6	4	9	8	14	营业费用	178	219	308	398	507
预付账款	7	11	12	17	20	管理费用	52	48	58	75	95
存货	172	248	164	378	232	财务费用	-4	-2	-6	-18	-33
其他流动资产	537	1117	1117	1117	1118	资产减值损失	0	3	0	0	0
非流动资产	938	961	1187	1499	1861	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	8	24	10	12	14
固定资产	740	719	925	1219	1566	营业利润	276	470	774	990	1419
无形资产	127	118	135	147	156	营业外收入	35	39	25	28	32
其他非流动资产	71	124	127	133	139	营业外支出	5	21	8	9	11
资产总计	1932	2484	2861	3997	4822	利润总额	306	488	792	1009	1441
流动负债	288	470	295	684	406	所得税	49	74	121	154	221
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	257	414	671	855	1219
应付账款	69	110	65	165	94	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	219	361	230	520	312	归属母公司净利润	257	414	671	855	1219
非流动负债	78	86	86	86	86	EBITDA	354	542	838	1061	1500
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.33	0.52	0.85	1.08	1.54
其他非流动负债	78	86	86	86	86						
负债合计	366	556	381	770	492	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	526	789	789	789	789	营业收入(%)	20.4	35.6	26.5	29.4	27.2
资本公积	284	21	21	21	21	营业利润(%)	57.4	70.4	64.9	27.8	43.4
留存收益	756	1117	1610	2214	3114	归属于母公司净利润(%)	63.5	61.0	62.0	27.4	42.6
归属母公司股东权益	1566	1928	2481	3227	4330	获利能力					
负债和股东权益	1932	2484	2861	3997	4822	毛利率(%)	45.8	48.2	59.9	59.2	63.9
						净利率(%)	23.0	27.2	34.9	34.4	38.5
						ROE(%)	16.4	21.5	27.1	26.5	28.2
						ROIC(%)	15.3	20.6	26.1	25.4	27.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	18.9	22.4	13.3	19.3	10.2
						净负债比率(%)	-17.3	-7.4	-14.9	-30.2	-36.4
						流动比率	3.5	3.2	5.7	3.7	7.3
						速动比率	2.9	2.7	5.1	3.1	6.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	553.2	988.7	988.7	988.7	988.7
						应付账款周转率	9.6	8.8	8.8	8.8	8.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.33	0.52	0.85	1.08	1.54
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	-0.04	0.77	1.35	1.43
						每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.44	3.14	4.09	5.49
						估值比率					
						P/E	80.4	49.9	30.8	24.2	17.0
						P/B	13.2	10.7	8.3	6.4	4.8
						EV/EBITDA	57.9	38.0	24.3	18.6	12.8

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	403	523	610	1069	1128
净利润	257	414	671	855	1219
折旧摊销	56	59	54	73	97
财务费用	-4	-2	-6	-18	-33
投资损失	-8	-24	-10	-12	-14
营运资金变动	92	71	-99	171	-142
其他经营现金流	10	5	0	0	0
投资活动现金流	-322	-600	-270	-373	-446
资本支出	48	85	226	312	362
长期投资	-282	-568	0	0	0
其他投资现金流	-556	-1083	-44	-61	-84
筹资活动现金流	-69	-51	-113	-91	-83
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	197	263	0	0	0
资本公积增加	-197	-263	0	0	0
其他筹资现金流	-69	-51	-113	-91	-83
现金净增加额	12	-129	227	606	600

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>