

涪陵榨菜 (002507.SZ) 业绩低点已过, 渠道红利可期

2020年03月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张宇光 (分析师)

zhangyugaung@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

日期	2020/3/9
当前股价(元)	29.61
一年最高最低(元)	32.04/21.20
总市值(亿元)	233.73
流通市值(亿元)	230.23
总股本(亿股)	7.89
流通股本(亿股)	7.78
近3个月换手率(%)	105.8

● 拐点已至, 持续成长, 首次覆盖给予“买入”评级

我们看好涪陵榨菜未来成长性, 短期逻辑在于渠道调整结束后的业绩反转, 中期看挖掘渠道红利 (渠道下沉以及营销改革) 带来持续增长, 长期看品类扩张, 小榨菜迈向大乌江。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 6.1 亿、7.2 亿、8.6 亿, EPS 分别为 0.77、0.91、1.08 元, 分别增-8.6%、18.4%、19.4%, 对应 PE 分别为 39、33、27 倍, 低于调味品行业平均水平。首次覆盖给予“买入”评级。

● 榨菜小行业大市场, 龙头仍有发展潜力

我们推测榨菜行业真实产值约 70 亿, 属小众行业, 食品巨头进入可能性低。行业成长由量价并行驱动: 一方面消费者结构、消费习惯变化等带来量增; 另一方面提价与结构升级带来价升。驱动因素未变, 预计仍会扩容。行业竞争格局稳固, 涪陵榨菜一家独大。考虑到多渠道运营可能成为市场主流, 龙头仍有扩张空间。

● 渠道调整结束, 短期业绩拐点到来

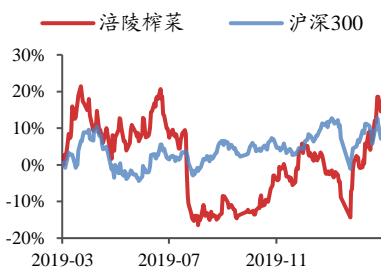
持续提价、大水漫灌等活动推升渠道库存, 2018 年提前透支业绩。公司 2019 年迅速转变思路, 通过拉动终端销售、缩短激励周期等方式减轻经销商压力; 再通过渠道拓展方式寻求持续增量。目前库存去化工作完成。综合考虑库存良性以及渠道下沉带来增量, 我们估计业绩低点已过, 2020 年大概率实现双位数增长。

● 挖掘渠道红利, 积极拓展品类

提价红利阶段已过, 公司着眼于挖掘渠道红利。通过渠道下沉、营销改革等方式获得持续增量。一方面在县级市场设立办事处, 招人招商, 渠道下沉; 另一方面通过增加销售人员激励与能动性、改变经销商返利政策、费用结构性调配等方式, 进行渠道精细化运作, 向管理要效益。公司已制定榨菜为主, 发力泡菜、酱类的计划, 并坚定不移执行。收购惠通泡菜业绩未能完全释放, 估计后续会加大瓶装泡菜投入, 采取产品升级与商超优势渠道推广的方式来经营。而酱类未放弃收购计划, 仍将择优而取。多品类拓展将成为公司长期成长逻辑。

● **风险提示:** 经销商管理不善导致销量下滑、渠道库存增加、新品放量不及预期、原料及包材价格上涨、费用支出增加、食品安全问题等。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,520	1,914	1,989	2,295	2,622
YOY(%)	35.6	25.9	3.9	15.4	14.3
净利润(百万元)	414	662	605	717	855
YOY(%)	61.0	59.8	-8.6	18.4	19.4
毛利率(%)	48.2	55.8	57.2	57.6	58.2
净利率(%)	27.2	34.6	30.4	31.2	32.6
ROE(%)	21.5	26.8	21.1	20.8	20.5
EPS(摊薄/元)	0.52	0.84	0.77	0.91	1.08
P/E(倍)	56.4	35.3	38.6	32.6	27.3
P/B(倍)	12.1	9.5	8.1	6.8	5.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司简介：榨菜龙头，稳健前行	4
1.1、 专注于榨菜生产销售的行业龙头	4
1.2、 国企体制市场化操作，高管持股稳定性强	4
1.3、 榨菜贡献主要业绩，盈利性持续提升	5
2、 榨菜小行业大市场，龙头仍有发展潜力	6
2.1、 产业链结构清晰，行业量价齐升	6
2.1.1、 产业链梳理：上游原料区域性明显，下游多采取经销模式	6
2.1.2、 榨菜小众行业，量价齐升逻辑清晰	7
2.2、 涪陵榨菜一家独大，竞争格局稳定	8
2.3、 行业仍在扩容，关注多渠道运营	8
3、 公司：挖掘渠道红利，扩品类迈向大乌江	9
3.1、 寻古溯源，战略清晰	9
3.2、 提价、压货致渠道库存增加，2019 年业绩面临压力	11
3.3、 多措施去库存减压，寻求新增长点	13
3.4、 挖掘渠道红利，持续成长可期	14
3.4.1、 渠道下沉破局，持续增长可期	14
3.4.2、 渠道精细化，向管理要效益	15
3.4.3、 加快产品优化，积极拓展品类	15
4、 盈利预测与投资建议	17
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 涪陵榨菜为国企体制	4
图 2： 1H2019 榨菜占公司营收比例 85%	5
图 3： 1H2019 榨菜占公司毛利比例 88%	5
图 4： 公司毛利率与净利率呈明显提升趋势	6
图 5： 公司 ROE 在调味品行业居前	6
图 6： 榨菜产业链上游原料呈明显区域性，下游销售多采取经销模式	6
图 7： 涪陵青菜头种植面积全国第一	7
图 8： 涪陵青菜头产量全国第一	7
图 9： 2009-2018 年包装酱腌菜零售额 CAGR 约 9%	7
图 10： 2013-2018 年榨菜行业产值 CAGR 约 8%	7
图 11： 乌江市占率行业第一	8
图 12： 乌江市占率逐年提升	8
图 13： 国内人均酱腌菜消费量低于美日	9
图 14： 公司营收增速呈明显波动特征	9
图 15： 公司每个阶段采取不同的经营思路	10
图 16： 东北市场 2012 年增速大幅下滑	11
图 17： 华北市场 2012 年增速大幅下滑	11
图 18： 公司历史营收贡献，量与价同等重要	11

图 19: 公司 4Q2017-4Q2018 预收款处于高位	12
图 20: 公司 2019 年二三季度销售费用率显著高于同期.....	13
图 21: 2019 年以来应收帐款提升趋势显著.....	14
图 22: 估算榨菜地级市场规模 40 亿, 县乡级约 30 亿.....	15
图 23: 估算乌江地级市占率约 45%, 县乡级约 10%	15
图 24: 榨菜占公司营收比例不断降低	16
图 25: 泡菜增速不及预期	16
表 1: 涪陵榨菜通过内生外延等方式, 成长为行业龙头.....	4
表 2: 管理层持股, 高管团队稳定性强	5
表 3: 乌江榨菜已覆盖全国	8
表 4: 公司近年来经历连续提价历程	12
表 5: 收入预测: 榨菜品类仍是主要增长来源.....	17
表 6: 可比公司估值: 涪陵榨菜估值低于行业平均水平.....	18

1、公司简介：榨菜龙头，稳健前行

1.1、专注于榨菜生产销售的行业龙头

涪陵榨菜是一家以榨菜为主要产品，辅以佐餐开味菜协同发展的调味品企业。公司前身是1988年4月30日经原涪陵市人民政府批准成立的四川省涪陵榨菜集团公司，于2008年3月31日整体变更设立为股份有限公司，2010年11月在深交所挂牌上市。公司年生产榨菜、泡菜能力达20万吨，销售网络覆盖全国，且产品远销海外。目前公司在国内榨菜行业市占率约30%，排名第一，体量是排名第二的鱼泉的两倍以上，行业龙头地位明显。

表1：涪陵榨菜通过内生外延等方式，成长为行业龙头

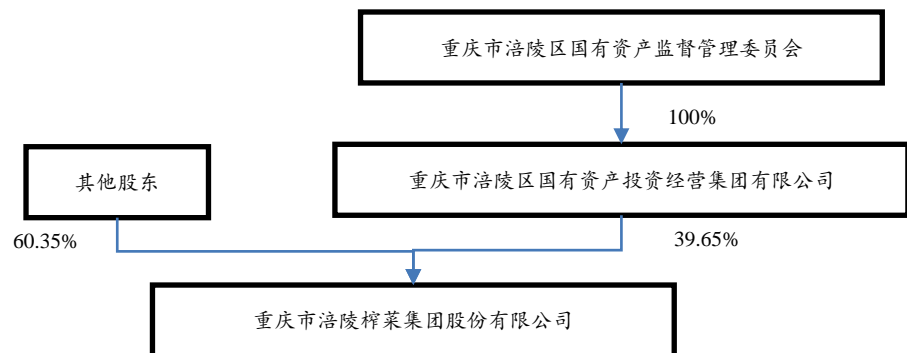
时间	事项
1998年	成立涪陵榨菜集团公司
2004年	收购涪陵榨菜酱油厂
2008年	整体变更为股份有限公司
2010年	完成深交所上市
2011年	利用募集资金进行产能扩张与技改升级
2013年	开展了对郫县豆瓣、泡菜、海带、竹笋等相关产业跟踪、分析和考察交流
2015年	收购惠通泡菜100%股权
2016年	进行集团化运营，优化治理结构
2018年	启动5万吨泡菜项目

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、国企体制市场化操作，高管持股稳定性强

国企体制，管理层持股。公司的实际控制人是涪陵区国资委，通过涪陵国有资产投资经营集团有限公司，间接持股39.7%。公司虽为国企，但精耕于业务一线，市场化程度较强。公司高管持股共计2.0%（截至19年中报），与公司利益捆绑，工作积极性较高，团队绝大部分在公司工作20年左右，具有稳定性。目前高管以外人员股权方面激励较少，不排除后续可能通过员工持股等方式来加大激励力度。

图1：涪陵榨菜为国企体制



资料来源：公司公告、开源证券研究所

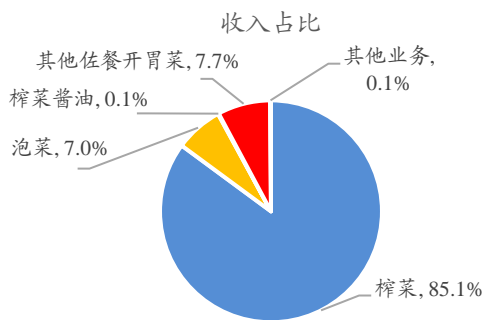
表2: 管理层持股, 高管团队稳定性强

姓名	职务	任职情况/司龄	持股情况(股)	占总股本比例
周斌全	董事长	现任/19年	10,051,056	1.27%
肖大波	监事会主席	现任/22年	2,262,004	0.29%
赵平	董事, 总经理	现任/14年	1,730,258	0.22%
贺云川	副总经理	现任/21年	965,839	0.12%
陈林	总经理助理	现任/21年左右	216,450	0.03%
袁国胜	董事, 副总经理	现任/21年	138,188	0.02%
韦永生	董事, 董秘, 副总经理	现任/20年	62,546	0.01%
合计			15,426,341	1.96%

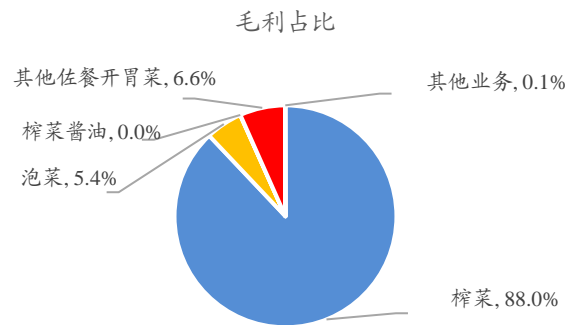
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、榨菜贡献主要业绩, 盈利性持续提升

榨菜品类贡献主要收入利润。2019年上半年榨菜收入、毛利分别占比85%、88%，是公司主要收入与利润来源。从品类趋势上看，品类多元化策略使得榨菜占比逐年降低，更利于公司长久发展。近年来公司毛利率与净利率不断攀升，应是受益于提价、产品结构优化、费用使用效率提升等因素。公司ROE也在调味品公司中居前。

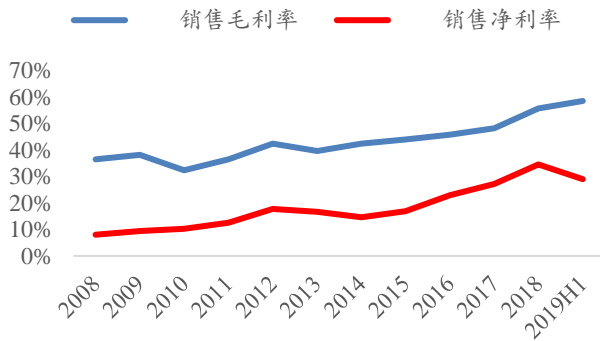
图2: 2019H1 榨菜占公司营收比例 85%


数据来源: wind、开源证券研究所

图3: 2019H1 榨菜占公司毛利比例 88%


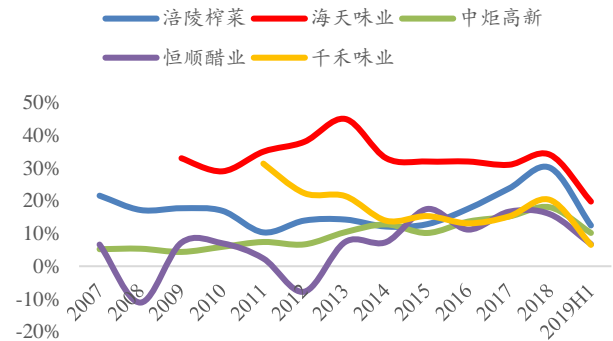
数据来源: wind、开源证券研究所

图4: 公司毛利率与净利率呈明显提升趋势



数据来源: wind、开源证券研究所

图5: 公司 ROE 在调味品行业居前



数据来源: wind、开源证券研究所

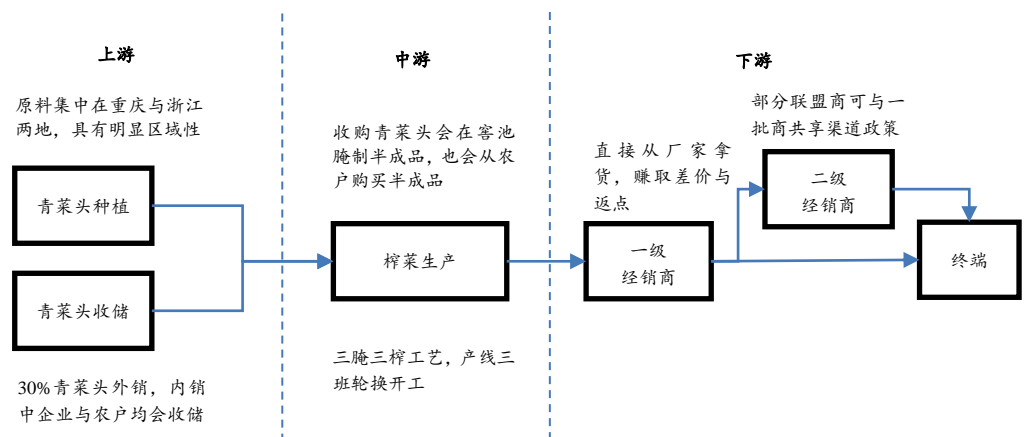
2、榨菜小行业大市场，龙头仍有发展潜力

2.1、产业链结构清晰，行业量价齐升

2.1.1、产业链梳理：上游原料区域性明显，下游多采取经销模式

榨菜行业上游为农产品，主要是青菜头的种植与收储。中游为榨菜加工与生产；下游为销售环节，大部分通过经销商分销至终端。具体来看：

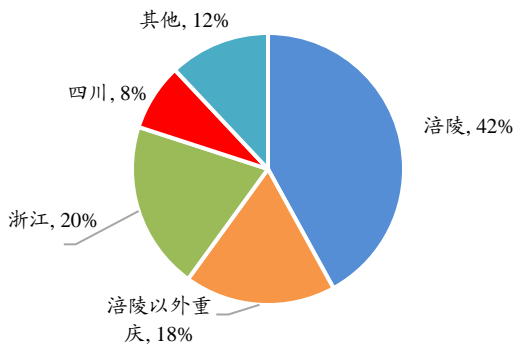
图6: 榨菜产业链上游原料呈明显区域性，下游销售多采取经销模式



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

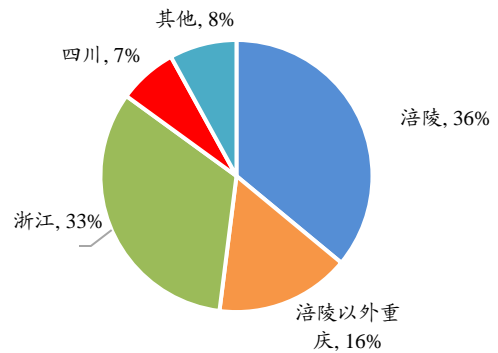
上游: 青菜头种植区域集中，乌江榨菜占据先天优势。青菜头是榨菜最主要生产原料，受到种植气候、温度限制，国内集中在重庆与浙江种植，榨菜企业也基本上集中在这两地。其中涪陵区种植面积与产量占比分别为 42%与 36%，均居全国第一。公司地处涪陵，在采购青菜头品质与收购价格上，与竞品相比均有明显优势。

图7: 涪陵青菜头种植面积全国第一



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

图8: 涪陵青菜头产量全国第一



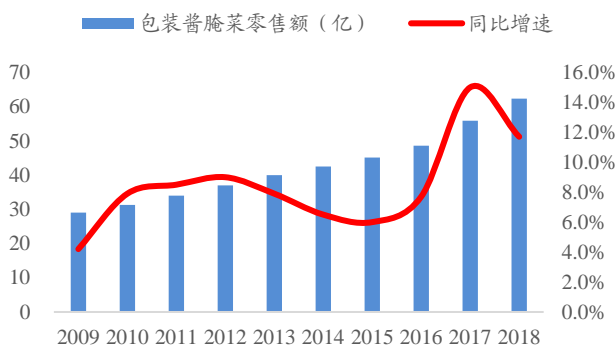
数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

下游: 二级经销体系, 典型快消品模式。榨菜行业销售多以经销模式为主, 通过二级分销, 将产品配送至终端。渠道利润通常来源于产品毛利差价, 以及公司返利。随着行业发展趋于成熟, 榨菜渠道毛利大概在 10%-15% 区间 (个别区域更高), 与牛奶、酱油等渠道毛利率基本一致。

2.1.2、榨菜小众行业, 量价齐升逻辑清晰

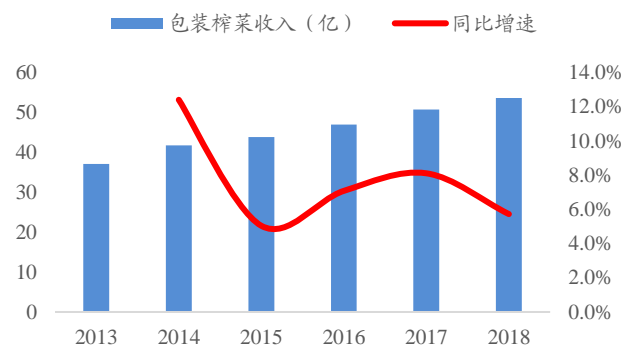
推测榨菜行业产值真实规模约 70 亿。榨菜属于典型小行业, 由于口径众多, 行业数据难有统一标准。根据中国产业信息网数据, 2017 年榨菜行业产值约 50 亿规模; 欧睿数据显示 2018 年包装酱腌菜零售规模已超过 60 亿。我们推测 2019 年榨菜行业真实产值规模可能在 70 亿左右, 属于典型的小众行业。正因如此, 综合食品巨头进入榨菜行业可能性较低。

图9: 2009-2018 年包装酱腌菜零售额 CAGR 约 9%



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

图10: 2013-2018 年榨菜行业产值 CAGR 约 8%



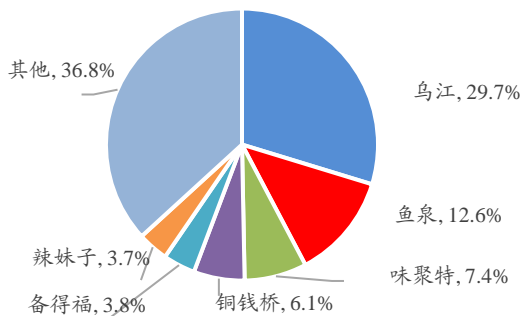
数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

行业量价齐升, 成长逻辑清晰。分解榨菜的成长驱动因素, 我们不难发现, 量价两者在行业发展中均起到重要作用。行业量增, 主要是消费者结构变化以及消费场景改变导致: 一方面榨菜主要消费者由农民工群体转变全国居民, 背后原因是快节奏生活导致消费习惯发生变化; 另一方面榨菜消费场景多元化, 如除佐餐外可以做炒菜正餐食用、如榨菜食用休闲化等。而行业价升, 主要是受到行业提价与产品结构升级影响。

2.2、涪陵榨菜一家独大，竞争格局稳定

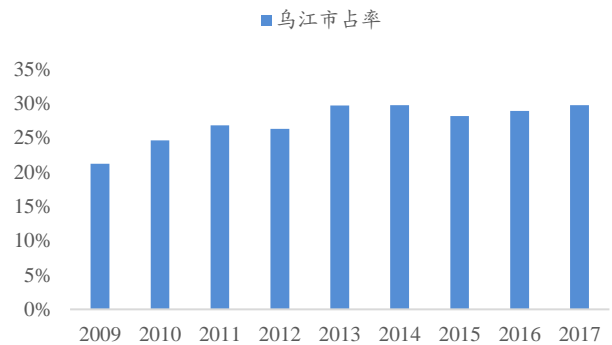
行业竞争格局稳定，涪陵榨菜一家独大。2017年榨菜行业CR5约60%（采用中国产业信息网数据），竞争格局稳定，头部集中现象明显。涪陵榨菜市占率将近30%，处于一家独大局面。原因在于榨菜属于完全竞争市场，品牌、渠道优势对企业至关重要。公司通过不断的升级与品牌宣传，逐渐占据消费者心智，又持续完善渠道布局占领市场。目前涪陵榨菜是唯一覆盖全国市场的公司，而竞争对手均为区域性企业。纵向来看，2019年涪陵榨菜市占率与2009年相比提升约8.5pct。而竞争对手市占率几乎无大变化。

图11：乌江市占率行业第一



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图12：乌江市占率逐年提升



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

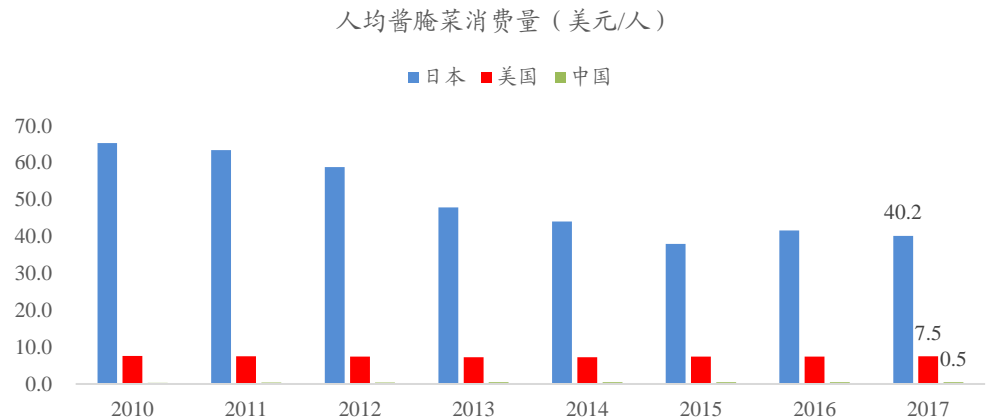
表3：乌江榨菜已覆盖全国

品牌名称	主营产品	主要区域
涪陵-乌江	榨菜、泡菜、海带丝、萝卜干、下饭菜、榨菜酱油等	全国
宁波-铜钱桥	榨菜、海带丝、香辣萝卜、酸辣豇豆、雪菜、干菜、泡菜等，以及番茄酱、沙司、玉米浆等	东北
重庆-鱼泉	榨菜、萝卜、竹笋、魔芋、雪菜等	成都、北京、国外
涪陵-辣妹子	“辣妹子”、“靓妹子”系列榨菜、泡菜、酱菜	南京、九江、柳州
余姚-备得福	“备得福”牌系列榨菜、萝卜干、大头菜、雪菜等	沈阳

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

2.3、行业仍在扩容，关注多渠道运营

我们估计榨菜行业仍可扩容。简单对比国内外人均腌制菜销量，我国与美英日等国家相差悬殊。这可能与中国以热食为主，腌菜属于佐餐食品，消费量较少有关。但客观来说行业驱动因素未变，人均消费仍有提升空间。主要来自于渠道细化、消费习惯转变带来的销量增长，以及消费升级带来的均价提升。其中除了直接提价、结构升级外，小包装榨菜替代散装榨菜，仍然是消费升级的重要表现（目前包装榨菜约占行业2/3）。

图13: 国内人均酱腌菜消费量低于美日


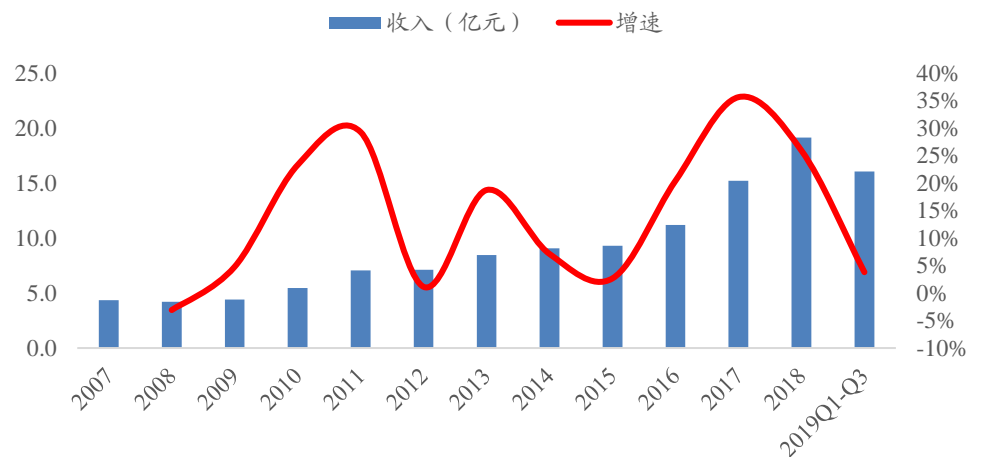
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

多渠道运营可能逐渐成为行业主流。目前榨菜销售主要集中在传统渠道及商超渠道中。消费业态不断变化，渠道形式也更加多元。特通渠道是企业较早开发的新通路，如航空配餐市场（辣妹子较早进入）、企业食堂等。除此以外，2019年乌江还开发餐饮市场、外卖市场、线上市场（网红带货）等。2020年新冠疫情的出现，使得社区团购兴起，成为新兴渠道模式。我们估计后续多渠道运营可能成为行业主流，需重点关注。

3、公司：挖掘渠道红利，扩品类迈向大乌江

3.1、寻古溯源，战略清晰

复盘历史，有助于我们更好地理解公司的成长路径和发展思路。我们根据公司最早可得数据，回溯涪陵榨菜成长历史，发现公司具有明显周期性：2-3年一个周期，每个周期采取不同发展策略与营销思路，在增速下滑时采取新措施或找到新增长点，持续发展至今。

图14: 公司营收增速呈明显波动特征


数据来源：wind、开源证券研究所

2007年-2008年：冰雪灾害+盲目提价，导致营收处于低谷。2008年冰雪天气致青菜头减产，公司采取提价策略，首次由0.5元/70g提至1.0元/100g(幅度约40%)。当时榨菜消费以农民工为主，价格敏感性高导致消费转移至低价竞品，涪陵榨菜当年销量大幅下滑24%，营收下滑3%。提价虽短期影响销量，长期战略意义在于榨菜首次突破1元零售价，打破消费者心目低端形象，为后续消费升级奠定基础。

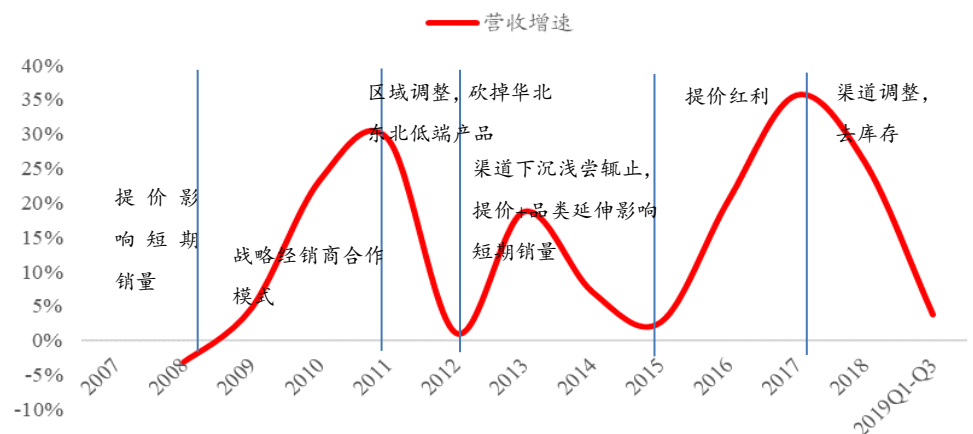
2009年-2011年：公司实施战略经销商合作模式，加大市场开发与投放力度。核心思路是由坐商向行商转变。通过加大对经销商资源投入，以及高奖高罚的激励手段，加强渠道粘性、提高渠道积极性，变被动售卖为主动营销。同时辅以品牌宣传投入，实现营收增速的快速提升。

2012年：区域调整+间接提价，营收产生波动。北方市场消费水平偏低，市场策略多以低价竞争为主。为全面实现产品结构升级，公司主动砍掉华北、东北市场的低端产品，当年对两个市场销量产生负面影响。同时公司通过改换包括的方式间接提价，也影响当年销量。

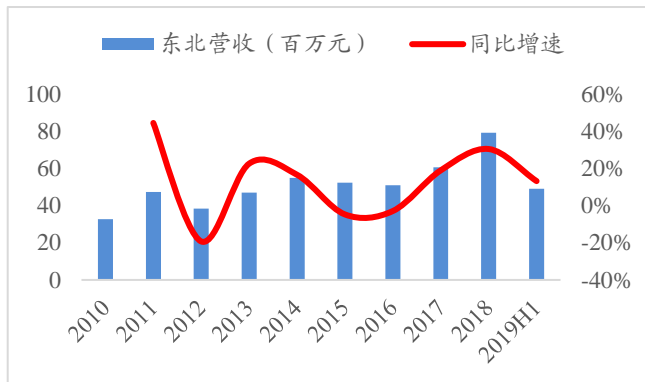
2013-2015年：渠道下沉浅尝辄止，提价+品类延伸影响短期销量。2013年公司试水渠道下沉策略，对销量起到促进作用。但由于整体规模不大、费用投入过多等原因，仅让经销商辐射县级市场，市场动作没有真正落地。同时配合“脸谱”新包装产品开始提价，对销量略有影响。品类延伸推出海带丝、萝卜等产品，对榨菜投入力度下降。种种因素导致营收增速放缓。但新包装产品的出现以及连续的提价，使得消费者对榨菜的心智定位发生变化，榨菜的低端形象再次得到提升。

2016-2018年：提价红利+收割市场，公司业绩进入爆发期。这三年是公司增速最快阶段，主要得益于：一是消费升级大趋势到来，公司连续提价，享受价格红利；二是18年大水漫灌，公司收编优秀经销商，抢占市场。其中提价贡献大部分业绩增量。

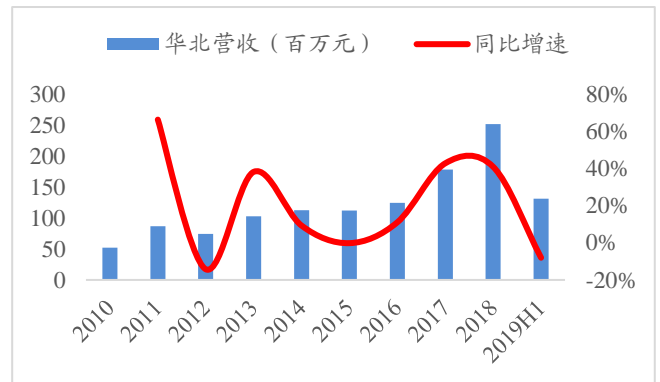
图15：公司每个阶段采取不同的经营思路



数据来源：wind、公司公告、开源证券研究所

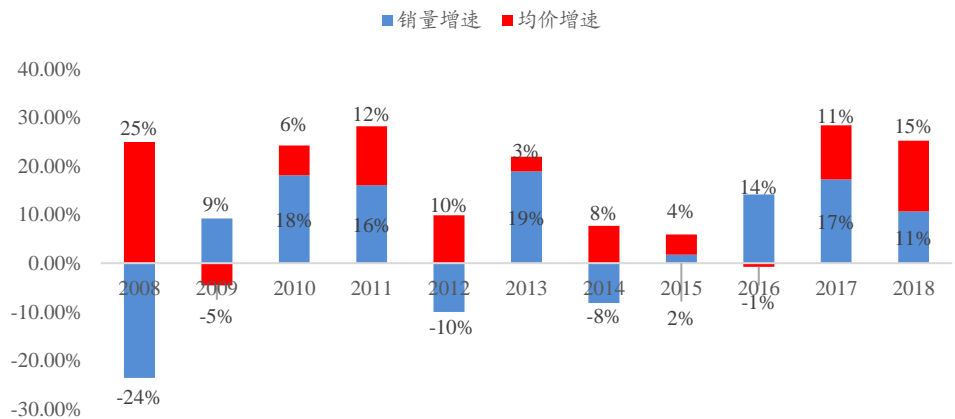
图16: 东北市场 2012 年增速大幅下滑


数据来源: wind、开源证券研究所

图17: 华北市场 2012 年增速大幅下滑


数据来源: wind、开源证券研究所

总结: 涪陵榨菜历史上主要营收贡献中, 量与价同几乎同等重要。价格贡献得益于公司打破原有价格体系, 改变消费者心智定位; 同时不断辅以品牌宣传, 利用更具辨识度的“脸谱”包装来提升品牌形象。而在渠道建设上公司虽走在榨菜行业前列, 但和其他行业的龙头公司相比仍有差距。提价红利已充分享受, 渠道红利还有待挖掘。

图18: 公司历史营收贡献, 量与价同等重要


数据来源: wind、开源证券研究所

3.2、提价、压货致渠道库存增加, 2019 年业绩面临压力

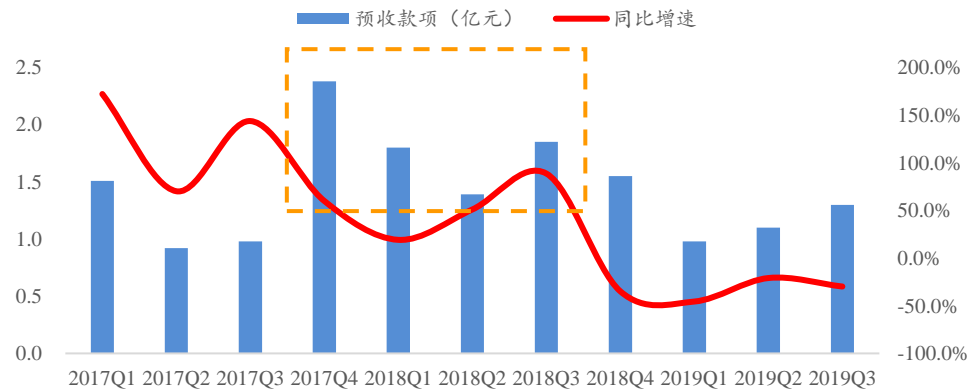
公司 2019 年营收增速明显下滑 (2019Q1-Q3 营收增速下滑至 3.8%), 库存偏高 (2019 年初大概 9 周, 约是正常库存 2 倍左右), 业绩面临调整 (2019Q1-Q3 利润增速-1.0%)。核心原因: 一方面 2018 年市场操作过度透支公司业绩, 为 2019 年增长埋下隐患; 另一方面短期行业竞争加剧。具体分析:

2018 年断货恐慌叠加提价预期, 经销商拿货动力增强。2017 年榨菜大卖, 产线扩张短期供给不足, 市场出现断货现象。为避免前车之鉴, 2018 年初经销商主观具有压货意愿。叠加 2018 年榨菜两次提价, 年底经销商返利增加, 进一步抬高经销商拿货动力。

“大水漫灌”活动开展, 公司政策支持渠道压货。公司为抢占优秀经销商资源, 2018Q2 开始“大水漫灌”活动, 核心思路是通过高货折来促进经销商拿货, 以扩大市

场份额。公司与经销商均有主观压货意愿，共同提升渠道库存水平。例证是观测2017Q4-2018Q3，公司预收账款始终处于高位。

图19：公司 4Q2017-4Q2018 预收款处于高位



数据来源：wind、开源证券研究所

榨菜连续提价，终端消费需求平淡。需要强调的是，榨菜自2008年开启提价周期，到现在仅有过三次零售价格体系的直接调整：一是2008年由0.5元/袋提至1元/袋；二是2015年提至1.5元/袋；三是2017年提至2元/袋。其余是更改规格的间接提价。而我们所说的连续提价，是指出厂价上调，而非零售价格体系的调整。对于2元/袋的榨菜，消费者接受程度一般。加之佐餐市场产品增多（如老干妈、海天拌饭酱等），也部分程度分流消费需求。

表4：公司近年来经历连续提价历程

零售价	时间	提价幅度	提价方式	提价内容
1.0 元	2008 年	40%	直接	零售价 0.5 元/70g 调整为 1 元/100g
	2009 年	10%	直接	出厂价格上调 10%
	2010 年	8%	直接	出厂价格上调 8%
	2012 年	25%	间接	1 元/100g 调整为 1 元/80g
	2013 年	14%	间接	一季度将 1 元/80g 调整为 1 元/70g，同时更换为红色脸谱包装
	2014 年	17%	间接	1 元/70g 调整为 1 元/60g
1.5 元	2015 年	2%	直接	广东区的鲜爽菜丝包装从 1 元/60g 升级至 1.5 元/88g
	2016 年	2%	间接	全国版的鲜爽菜丝由 1 元/60g 升级至 1.5 元/88g
	2016 年 7 月	8-12%	直接	商超产品和脆口产品共 11 个单品的到岸价上调 8-12%
2.0 元	2017 年 2 月	15-17%	直接	88g 榨菜到岸价上调 15-17%，零售价上涨到 2 元/包
	2017 年 11 月	10%/17%	间接	88g 主力产品和 175g 脆口系列调整为 80g 和 150g
	2018 年 10 月	10%	直接	7 款单品到岸价上调约 10%

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

短期行业竞争加剧，终端受到扰动。随着榨菜价格提升、2019 年青菜头价格下降，整个产业利润率有所提升，部分企业在 2019 年初加大市场投入，短期的竞争加剧给终端动销带来扰动。

总结：高库存带来业绩压力。2018 年高增长并未形成真实有效动销，公司与经销商均有主观意愿压货，导致产品更多堆积在渠道端，形成高库存。同时在终端需求未大幅增长的背景下，企业也并未采取有效措施协助经销商去库存，反而降低销

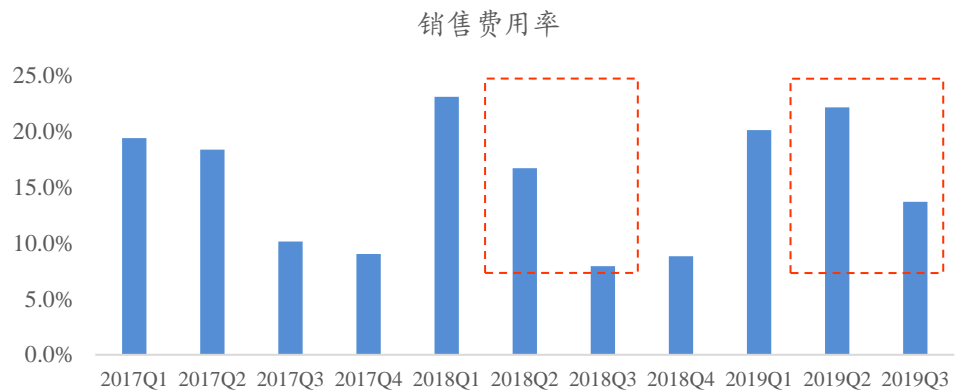
售费用率。叠加 2019Q1 行业短期的竞争加剧对终端产生扰动，2019 年业绩不及预期。

3.3、多措施去库存减压，寻求新增长点

公司发现问题及时转变思路进行迅速调整，针对于高库存，先以市场行为拉动终端销售、减轻经销商压力；再通过渠道拓展的思路寻求持续增量：

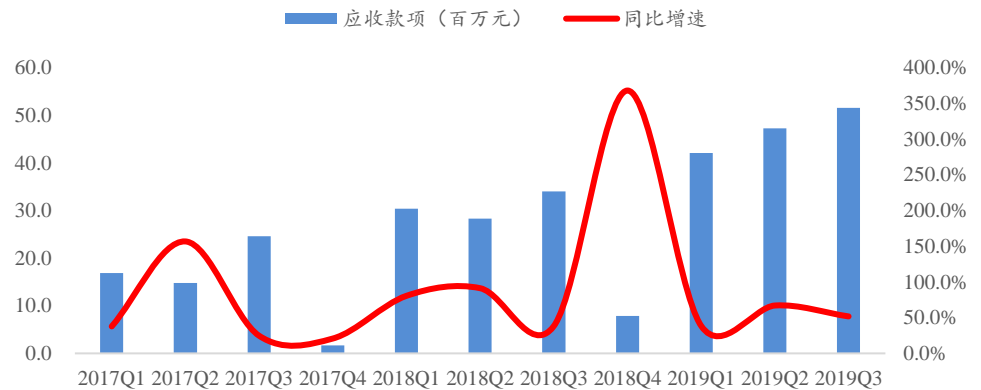
迅速转变思路，投放费用拉动终端销售。消费高库存通常措施是拉动终端销售。公司发现市场问题后迅速转变思路，通过全年费用前置、缩减费用审批流程等方式，对市场进行快速响应，通过品牌宣传等方式主动拉动终端动销，也体现出公司市场化操作思路。2019Q2-2019Q3 销售费用率已大幅提升，其中包括了市场费用，以及渠道下沉费用等。

图20：公司 2019 年二三季度销售费用率显著高于同期



数据来源：wind、开源证券研究所

放宽经销商授信额度，缩短激励周期，减轻渠道压力。渠道最大压力来自于高库存导致的资金周转流速降低。而公司针对经销商采取了一系列政策：如调节、平衡经销商之间任务压力，不再压货；放宽经销商授信额度，允许滚动赊销；返利政策由季返改为月返，缩短激励周期。我们认为以上措施行之有效，均可较好缓解现金流，减轻渠道压力。

图21: 2019年以来应收帐款提升趋势显著


数据来源: wind、开源证券研究所

渠道下沉与新渠道开发并行,寻找新增长点。拉动终端销售仅能解决短期问题,长期来看,需要寻找新增长点。公司已充分享受提价红利,但渠道红利还有待挖掘。为此公司 2019Q2 开始寻求渠道突破,一方面通过新招经销商,渠道下沉至县级市场;另一方面积极开拓餐饮与外卖渠道,两者并行以实现持续增长。目前来看渠道下沉是重点工作,并已取得明显效果。

公司组合拳目前来看效果良好,库存由年初 9 周左右降至年底 5 周以内,恢复至合理水平。其中渠道下沉起了至关重要的作用。2019 年全年新增经销商约 600 家,已达 1800 家左右规模。多数经销商在 2019Q3 开始贡献增量,我们估算县级市场增速可能在 20%以上,远超过公司整体营收增速。

我们判断 2019Q4 应是公司业绩低点,2020 年开始公司业绩大概率企稳回升,业绩拐点到来。主要考虑:一方面渠道库存恢复良性,渠道压力减轻,经销商出货与厂家发货增速大概率同步;另一方面渠道下沉及拓展增加将带来持续增量。此外叠加年初的补库存行为,我们估计 2020 年公司营收大概率恢复双位数增长水平。

3.4、挖掘渠道红利,持续成长可期

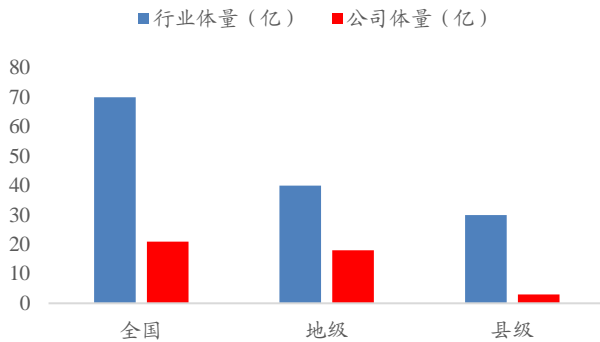
我们看好涪陵榨菜,不仅出于短期的业绩拐点逻辑,更是看中公司未来的持续成长。提价红利阶段已过,公司着眼于挖掘渠道红利。通过不断的渠道下沉、办事处裂变以及营销改革,可获得持续增量。

3.4.1、渠道下沉破局,持续增长可期

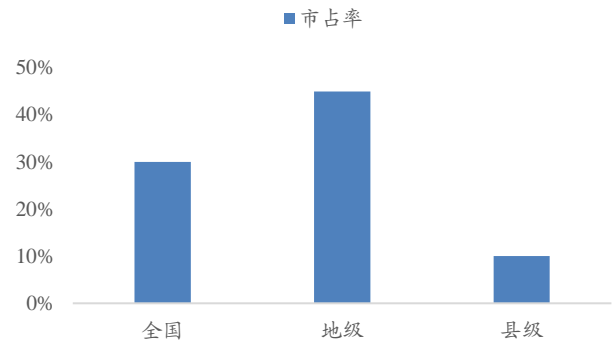
完成全国布局,收入贡献以地级市场为主。公司已基本完成全国市场布局,渠道下沉工作也在持续推进,但进展缓慢。2011 年率先在华南市场下沉至县级,其他市场仅覆盖一二线城市;2013 年开始逐步覆盖至三四线城市;2017 年底,华南与华东市场完成县级市场覆盖工作,华北、华中覆盖大部分地级市场,西北、东北仍有部分空白市场。2019 年底,公司已覆盖全国约 500 家县级市场。我们估算当前县级市场营收仅占整体 10%-15%,收入来源仍是以地级市场为主。

下线城市空间大,渠道下沉增量多。我们认为公司渠道下沉可做破局之举。主要原因在于县乡级市场仍有较大发展空间。液态奶行业发展相对成熟,渗透率较高,具有借鉴意义。液态奶行业地级市以上市场与县乡级市场比例约为 6:4。对照来看,榨菜县乡级市场应在约 30 亿规模,而我们估算目前公司县级市场约 3 亿,空间广阔。

假设公司渠道下沉，县级市场做到与地级市场同样的市占率水平，也应有 13 亿收入体量，约 60% 成长空间。

图22: 估算榨菜地级市场规模 40 亿，县乡级约 30 亿


数据来源：中国产业信息网、wind、开源证券研究所

图23: 估算乌江地级市占率约 45%，县乡级约 10%


数据来源：中国产业信息网、wind、开源证券研究所

本次渠道下沉真正落地，成功概率更高。公司 2013 年也开展过渠道下沉，但效果不佳。与之前相比，本次渠道下沉落地性更强。对比来看：（1）2013 年下沉主要依靠地级市经销商辐射至县级市场，真正在县级市场招商数量不多；本次公司在县级市场设立办事处，招销售人员与一级经销商；（2）2013 年营收体量不大，费用投入有限；本次公司统一协调费用，对弱势新开拓市场进行倾斜。考虑到公司渠道下沉策略更贴近市场，同时给予市场投入，本次下沉成功概率更高。

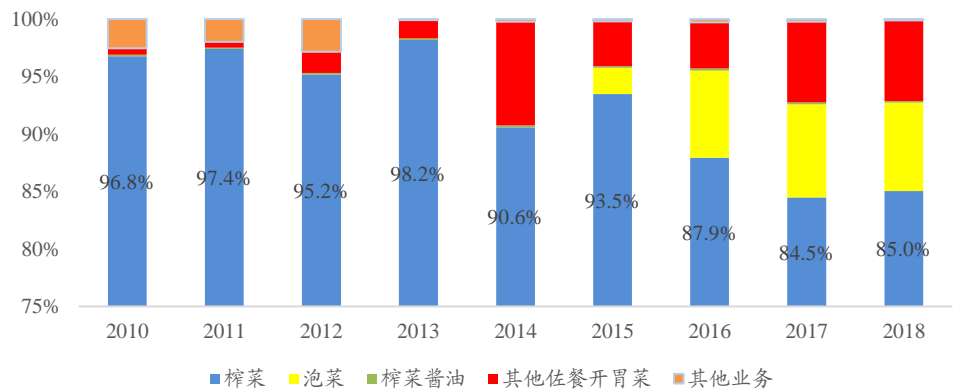
3.4.2、渠道精细化，向管理要效益

渠道精细化管理尤为重要。从快消品发展历程来看，企业由小做大，均经历渠道精细化管理的过程。目的是强化终端管控，减小经营风险，保持业绩稳定增长。无论是伊利 2006 年开始的渠道下沉织网工程，还是海天 2015-2016 年开始的渠道精耕细化，均为企业带来持续发展。涪陵榨菜正处于由 20 亿体量迈向更高层次的关键阶段，渠道精细化管理显得尤为重要。

公司正在逐步向渠道精细化管理工作迈进。如销售人员承担更多经销商协助工作；新招商分品类运营，不再全品类覆盖；渠道激励政策由高奖高罚向平稳返利过渡；销售费用结构性转移，提高费用使用效率等，均表明公司有针对性的强化渠道管制，向精细化管理要效益。

3.4.3、加快产品优化，积极拓展品类

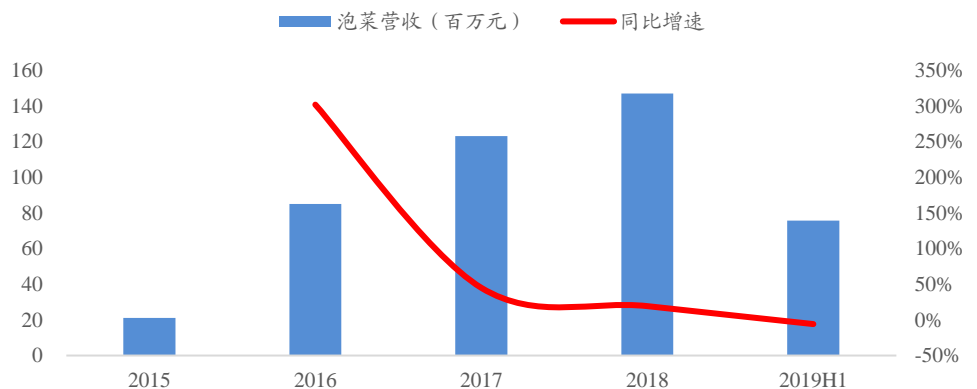
品类扩张按计划推进。榨菜属于典型小行业，公司要完成“百亿乌江”目标，品类扩张是必经之路。公司已制定好以榨菜为中心，以泡菜和酱料为辅的品类策略，并坚定不移的持续推进。例证是近年来榨菜占收入比例不断下降，其他品类占比不断提升。

图24: 榨菜占公司营收比例不断降低


数据来源: wind、开源证券研究所

榨菜重抓主力产品，脆口系列推陈出新。公司一直坚持主力产品（以 80g 的鲜脆菜丝为主）不动摇，这也是渠道下沉/拓展时的拳头产品。对于榨菜重点产品，公司不断优化，推陈出新。如脆口榨菜 2015 年开始大卖，初期以低盐、爽脆的口感赢得消费者青睐，后期由于定价偏高、费用投入减少，增速逐渐放缓。估计后续可能会在产品规格上进行优化，同时加大费用支持力度，再次大力推广。此外，榨菜休闲化食品也可能是发展方向。

泡菜并购扩张，产品优化升级。公司通过榨菜起家立足，2015 年通过定增并购惠通食品，进行泡菜品类扩张。收购后业绩未能完全释放，原因可能在于：一方面泡菜产业化需要持续进行消费者教育；另一方面原有惠通产品结构偏低端，渠道与乌江协同度不高。我们判断后续公司可能加大瓶装泡菜的投入，主推商超渠道，在产品升级的同时也解决了渠道协同问题（商超为公司优势渠道）。

图25: 泡菜增速不及预期


数据来源: wind、开源证券研究所

收购并未放弃，酱料远期目标。公司一直寻求酱料品类并购标的，主要是集中在豆瓣酱领域。2018 年公告收购四川恒星及四川味之浓两家企业，最终由于价格、同业竞争问题而被迫终止。但公司利用收购进行发展的思路从未放弃。我们估计公司仍会进行酱料品类的拓展与培育，以实现品类多元化战略，早日达到“百亿乌江”目标。

4、盈利预测与投资建议

收入假设：2020 年公司营收应主要来自于销量增加。年初疫情短暂刺激榨菜需求。考虑到年初补库存、渠道下沉带来持续增量、产品优化多品类发展等因素，我们预计 2020 年营收增速大概率在 15% 以上，后续增速也应在双位数范围。预计 2019-2021 年营收增速分别为 4%、15%、14%。

毛利率假设：受疫情影响，主要原料青菜头收购价格略有上调。叠加东北 5 万吨萝卜产能释放，折旧增加也可能带来成本压力。但公司优化升级产品，高毛利产品占比提升，会部分程度抵消成本上行。预计 2020 年毛利率水平与 2019 年相当，2019-2021 年整体毛利率分别为 57.2%、57.6%、58.2%。

费用假设：公司大概率开展渠道精细化管理，费用使用效率更高。在 2019 年高费用投入基础上，预计 2020 年销售费用率应略有收缩。

表5：收入预测：榨菜品类仍是主要增长来源

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
榨菜	收入（百万元）	1284	1628	1649	1856	2071
	增速	30.3%	26.8%	1.3%	12.6%	11.6%
	毛利率	48.8%	57.4%	59.3%	60.0%	60.8%
泡菜	收入（百万元）	123	147	146	179	210
	增速	45.0%	19.3%	-0.5%	22.4%	17.3%
	毛利率	46.1%	44.3%	42.0%	43.4%	44.7%
其他佐餐 开胃菜	收入（百万元）	107	134	188	254	335
	增速	138.2%	25.9%	40.0%	35.0%	31.9%
	毛利率	46.4%	49.6%	51.8%	51.1%	51.6%
合计	收入（百万元）	1520	1914	1989	2295	2622
	增速	35.6%	25.9%	3.9%	15.4%	14.3%
	毛利率	48.2%	55.8%	57.2%	57.6%	58.2%

数据来源：wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比调味品主要企业估值水平，可发现 2020 年调味品行业平均估值在 39 倍 PE 左右，而涪陵榨菜目前估值仅有 33 倍 PE，低于行业平均水平。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级。我们看好榨菜未来成长。短期看业绩反转，中期看渠道下沉以及营销改革带来的持续增长。报表利润释放节奏季度之间可能存在波动，但全年增长确定性较强。公司可看长远，建议积极布局。预计 2019-2021 年的营业收入增速分别为 3.9%、15.4%、14.3%，归母净利润分别为 6.1 亿、7.2 亿、8.6 亿，增速分别为 -8.6%、18.4%、19.4%，EPS 分别为 0.77、0.91、1.08 元，对应 PE 分别为 39、33、27 倍，低于调味品行业平均水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值: 涪陵榨菜估值低于行业平均水平

代码	证券简称	股价		EPS			PE		
		元	亿元	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603288	海天味业	101.9	2752	1.95	2.33	2.74	52.3	43.7	37.2
600872	中炬高新	42.8	341	0.9	1.13	1.37	41.7	34.5	27.4
600305	恒顺醋业	18.69	146	0.44	0.5	0.58	42.5	37.4	32.2
603027	千禾味业	24.5	114	0.47	0.59	0.72	52.1	41.5	34.0
平均值				0.94	1.14	1.35	47.1	39.3	32.7

注: 1、中炬高新是用扣除地产(约40亿市值)后的市值,来计算调味品业务估值

2、除涪陵榨菜外,其他公司均使用wind一致预期

数据来源: wind、开源证券研究所

5、风险提示

经销商管理不善导致销量下滑,渠道库存增加,新品放量不及预期,原料及包材价格上涨压力,费用支出增加,食品安全问题等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1524	1810	2296	2736	3427
现金	142	1128	1693	1966	2735
应收票据及应收账款	2	8	2	9	4
其他应收款	4	4	5	5	6
预付账款	11	6	11	9	14
存货	248	330	251	413	335
其他流动资产	1117	334	334	334	334
非流动资产	961	1169	1181	1327	1456
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	719	761	791	941	1075
无形资产	118	155	170	182	189
其他非流动资产	124	253	221	205	192
资产总计	2484	2978	3477	4063	4883
流动负债	470	400	499	509	609
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	110	74	111	100	137
其他流动负债	361	326	389	409	472
非流动负债	86	107	107	107	107
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	86	107	107	107	107
负债合计	556	507	606	616	717
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	789	789	789	789	789
资本公积	21	21	21	21	21
留存收益	1117	1661	2081	2600	3203
归属母公司股东权益	1928	2471	2871	3447	4167
负债和股东权益	2484	2978	3477	4063	4883

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	523	559	790	561	1030
净利润	414	662	605	717	855
折旧摊销	59	58	52	61	73
财务费用	-2	-3	-22	-32	-44
投资损失	-24	-53	-23	-27	-32
营运资金变动	71	-110	178	-157	178
其他经营现金流	5	6	0	0	0
投资活动现金流	-600	545	-42	-179	-171
资本支出	85	292	13	146	129
长期投资	-568	780	0	0	0
其他投资现金流	-1083	1617	-29	-34	-42
筹资活动现金流	-51	-118	-183	-108	-91
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	263	0	0	0	0
资本公积增加	-263	0	0	0	0
其他筹资现金流	-51	-118	-183	-108	-91
现金净增加额	-129	986	565	273	768

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1520	1914	1989	2295	2622
营业成本	787	847	852	973	1096
营业税金及附加	26	30	30	39	39
营业费用	219	281	402	441	498
管理费用	48	59	76	85	81
研发费用	0	1	1	1	1
财务费用	-2	-3	-22	-32	-44
资产减值损失	3	3	0	0	0
其他收益	6	35	25	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	24	53	23	27	32
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	470	786	699	830	997
营业外收入	39	0	22	24	21
营业外支出	21	7	9	10	12
利润总额	488	778	712	843	1006
所得税	74	117	107	126	151
净利润	414	662	605	717	855
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	414	662	605	717	855
EBITDA	542	802	721	849	1009
EPS(元)	0.52	0.84	0.77	0.91	1.08

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	35.6	25.9	3.9	15.4	14.3
营业利润(%)	70.4	67.3	-11.0	18.7	20.2
归属于母公司净利润(%)	61.0	59.8	-8.6	18.4	19.4
获利能力					
毛利率(%)	48.2	55.8	57.2	57.6	58.2
净利率(%)	27.2	34.6	30.4	31.2	32.6
ROE(%)	21.5	26.8	21.1	20.8	20.5
ROIC(%)	20.6	24.6	19.1	18.9	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	22.4	17.0	17.4	15.2	14.7
净负债比率(%)	-3.9	-41.6	-55.5	-54.1	-63.2
流动比率	3.2	4.5	4.6	5.4	5.6
速动比率	0.3	2.8	3.4	3.9	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	914.4	401.3	401.3	401.3	401.3
应付账款周转率	8.8	9.2	9.2	9.2	9.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.84	0.77	0.91	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.71	1.00	0.71	1.31
每股净资产(最新摊薄)	2.44	3.13	3.64	4.37	5.28
估值比率					
P/E	56.4	35.3	38.6	32.6	27.3
P/B	12.1	9.5	8.1	6.8	5.6
EV/EBITDA	42.9	27.8	30.2	25.3	20.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

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，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

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

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835