

涪陵榨菜 (002507) / 食品加工
否极泰来, 渠道下沉加速前行
评级: 买入 (首次覆盖)

市场价格: 28.95

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐

执业证书编号: S0740518070005

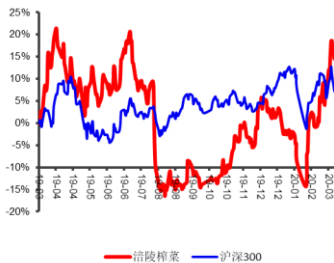
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	789.36
流通股本(百万股)	777.53
市价(元)	28.95
市值(百万元)	22,852
流通市值(百万元)	22,510

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,520	1,914	1,990	2,275	2,591
增长率 yoy%	35.64%	25.92%	3.98%	14.30%	13.88%
净利润	414	662	605	752	883
增长率 yoy%	61.00%	59.78%	-8.60%	24.30%	17.44%
每股收益(元)	0.52	0.84	0.77	0.95	1.12
每股现金流量	0.66	0.71	0.74	0.80	1.53
净资产收益率	21.48%	26.78%	20.02%	20.21%	19.36%
P/E	55.18	34.53	37.78	30.40	25.88
PEG	2.51	3.42	1.15	1.38	2.57
P/B	11.85	9.25	7.56	6.14	5.01

备注: 采用 2020 年 3 月 11 日收盘价

投资要点

- 榨菜作为调味品之一, 需求相对刚性, 长期稳健增长的商业模式可期。在疫情影响餐饮消费场景以及懒人经济发展的背景之下, 轻餐饮或者居家消费或成为潮流, 在疫情较为严重的二月, 商超的榨菜成为“香饽饽”。涪陵榨菜作为行业龙头, 经历了 2018-2019 年的调整, 我们认为目前调整基本结束, 当下公司产品的库存处于偏低水平。中长期随着集中度的提升以及消费升级的驱动, 公司长期成长的趋势依旧。我们认为, 公司今年实现双位数的增长具备较好的基础, 对应今年 PE 估值 30 倍。增长稀缺及外界不确定的时期, 理应给予更高的估值, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 消费场景扩张有望推动销量加速增长, 龙头市占率持续提升。受限于运输成本, 榨菜企业多位于川渝浙等原材料产地附近。2008-2019 年榨菜行业保持 5% 的销量复合增长, 受益于消费场景扩张有望保持甚至加速。如 2013 年方便面行业销量下滑, 但高端方便面扩展了消费场景, 使其 2017 年销量恢复增长。2005-2019 年酱腌菜行业均价的 CAGR 为 2.4%, 主要系直接提价和结构升级。榨菜升级方向一是散装向包装升级, 二是袋装向瓶装、坛装升级。2008-2019 年涪陵榨菜销量市占率从 13.6% 提升至 18%, 浙江地区的企业市占率下滑。受经济周期、原材料波动、环保监管趋严等影响, 2007-2019 年涪陵区的榨菜企业数量从 102 家减少至 37 家。
- 采购+渠道+品牌优势, 塑造公司强定价权。2007-2018 年公司销售毛利率提升 20.6 个 pct, 销量 CAGR 为 4.7%, 吨价 CAGR 为 9.3%, 吨成本 CAGR 为 5.6%。吨价增速远高于吨成本, 同时远超酱腌菜行业均价增速, 反应出公司具备定价权。涪陵榨菜净利率位居调味品上市公司第一, 其定价权来自于: (1) 采购端: 资金实力雄厚, 采购价高量大。2019 年公司采购的青菜头占涪陵区总产量的 18.7%, 其他榨菜加工企业采购量合计占比仅 7.5%, 同时收购价比其他榨菜加工企业高出约 100 元/吨。公司争夺原材料的能力更强。(2) 渠道: 公司是唯一全国化榨菜企业, 其他品牌均为区域性或主要在商超渠道销售。公司经销商数量、销售人员数量、办事处数量领先。(3) 品牌: 广告投放铸就高知名度。公司广告 2004 年首次登陆央视, 上市后至 2015 年年均广告费用在 4000 万元左右, 占收入比在 5% 左右, 大力度的广告投放使乌江榨菜具备了全国性的知名度。
- 短期催化: 2019 年调整蓄力, 疫情加速去库存。2019 年公司处于消化渠道库存、开始推进渠道下沉的调整阶段, 短期收入增速放缓, 利润下滑。公司产品以家庭消费为主, 商超占比 30%, 流通占比 60%+。疫情期间榨

菜需求旺盛，电商平台订单量同增 60%以上。2019 年初公司渠道库存位于高位，至 2020 年初下降到 1 个月以内，2020 年轻装上阵。

- **长期发展：渠道下沉推动量增，成本及通胀推动均价上升。**（1）2013 年以来广东常住外来人口稳中有降，而公司华南区收入快速增长，消费场景从流动人口扩展到了当地家庭。对比海天，公司的销售人员和经销商数量均有提升空间，县级市场覆盖有待加强。2019 年是公司渠道下沉元年，办事处从 34 家增长到 67 家，销售人员从近 400 人增长到 600 人左右，并且新开拓 600 多个县级市场经销商，有望推动县级市场增长 20%以上。同时，公司积极开拓新零售渠道，布局外卖、餐饮等。（2）公司产品定位高端，2008 年以来进行了多次价格及产品结构调整。提价驱动力一是成本压力，青菜头约占成本的 45%，公司吨成本与吨价存在较强的相关性，且领先于吨价变动；提价驱动力二是通胀，大众消费品价格跟随 CPI 变动。通过自建窖池及跨地区建厂，公司有望平抑原材料波动。此外，公司泡菜、酱等品类扩张值得期待。
- **盈利预测：**涪陵榨菜是我国榨菜行业龙头，盈利能力突出，其依靠采购+渠道+品牌优势，拥有行业定价权。短期看，公司 2019 年调整蓄力，渠道库存消化至低位，2020 年轻装上阵。中长期看，消费场景扩张打开了榨菜品类空间，公司通过渠道下沉、新兴渠道拓展来带动销量提升；同时公司在同类产品中定位高端，可通过提价缓解成本压力和通胀。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 19.90、22.75、25.91 亿元，归母净利润分别为 6.05、7.52、8.83 亿元，EPS 分别为 0.77、0.95、1.12 元，对应 2020-2021 年 PE 为 30 倍、26 倍。考虑到调味品板块整体景气度高，公司具备子行业定价权，参考可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**全球疫情反复及全球经济增速放缓；原材料价格波动的风险；食品安全控制风险。

内容目录

消费场景扩张有望推动销量加速增长，龙头市占率持续提升	- 6 -
上游：青菜头产地集中，异地建厂成本高企	- 6 -
行业销量有望加速，直接提价和结构升级推动 ASP 提升	- 7 -
龙头市占率持续提升，中小企业持续退出	- 9 -
采购+渠道+品牌优势，塑造公司强定价权	- 11 -
盈利能力突出，公司具备定价权	- 11 -
解析公司高 ROE：采购优势+渠道优势+品牌优势	- 12 -
国资控股，激励充分	- 15 -
短期催化：2019 年调整蓄力，疫情加速去库存	- 17 -
长期发展：渠道下沉推动量增，成本及通胀推动均价上升	- 20 -
消费场景扩张带动需求增加，渠道下沉+新渠道开拓推动销量增长	- 20 -
公司产品定位高端，成本压力及通胀推动吨价提升	- 24 -
品类扩张可期，泡菜及酱类空间广阔	- 27 -
盈利预测	- 28 -
风险提示	- 29 -

图表目录

图表 1：“三腌三榨”各个阶段腌制时间及控制情况	- 6 -
图表 2：涪陵区榨菜产业发展	- 6 -
图表 3：全国各地青菜头种植面积占比	- 6 -
图表 4：青菜头外运鲜销均价高于收购加工均价	- 7 -
图表 5：青菜头长距离运输成本极高	- 7 -
图表 6：主要榨菜企业分布在川渝浙	- 7 -
图表 7：2008-2019 年榨菜行业销量 CAGR 为 5%	- 8 -
图表 8：2005-2019 年酱腌菜行业零售量 CAGR 为 5.8%	- 8 -
图表 9：2015 年前后中国方便面消费场景扩张带来销量回暖	- 8 -
图表 10：2005-2019 年酱腌菜行业市场规模	- 9 -
图表 11：2005-2019 年酱腌菜行业均价	- 9 -
图表 12：包装榨菜占比 58%	- 9 -
图表 13：高端坛装榨菜占比具备提升空间	- 9 -
图表 14：2008 年乌江榨菜市占率 13.6%	- 10 -
图表 15：2019 年乌江榨菜市占率接近 20%	- 10 -
图表 16：涪陵区榨菜加工企业数量	- 10 -
图表 17：酱腌菜行业中榨菜企业市占率变化	- 10 -

图表 18: 涪陵榨菜收入和归母净利润.....	- 11 -
图表 19: 涪陵榨菜销售毛利率和净利率.....	- 11 -
图表 20: 2007-2018 年公司销量 CAGR 为 5%.....	- 11 -
图表 21: 2007-2018 年公司吨价 CAGR 为 9%.....	- 12 -
图表 22: 2007-2018 年公司吨成本 CAGR 为 6%.....	- 12 -
图表 23: 涪陵榨菜高 ROE 源自于其高净利率.....	- 12 -
图表 24: 涪陵区青菜头产量.....	- 13 -
图表 25: 涪陵区青菜头种植面积.....	- 13 -
图表 26: 涪陵区青菜头收购加工量稳定.....	- 13 -
图表 27: 涪陵榨菜青菜头收购量.....	- 14 -
图表 28: 2019 年公司收购涪陵区青菜头产量的 19%.....	- 14 -
图表 29: 2019 年公司青菜头收高价高于其他企业或加工户收购价.....	- 14 -
图表 30: 涪陵榨菜渠道优势明显, 是唯一全国化榨菜企业.....	- 14 -
图表 31: 涪陵榨菜广告费用.....	- 15 -
图表 32: 涪陵榨菜央视广告.....	- 15 -
图表 33: 涪陵榨菜国资控股 39.65%.....	- 16 -
图表 34: 涪陵榨菜董事会及高管激励充分.....	- 16 -
图表 35: 公司 2019 年单季度收入利润增长放缓.....	- 17 -
图表 36: 19 年公司存货及应收账款周转天数上升.....	- 17 -
图表 37: 2019 年公司进行渠道下沉导致销售费用率走高.....	- 17 -
图表 38: 公司渠道结构.....	- 18 -
图表 39: 截止 2 月 19 日 87% 的餐饮店停业.....	- 18 -
图表 40: 疫情发生后榨菜百度搜索指数上升.....	- 18 -
图表 41: 公司渠道库存降至低位.....	- 19 -
图表 42: 方便面增速与流动人口增速相关性降低.....	- 20 -
图表 43: 广东常住外来人口与涪陵榨菜华南大区收入增速相关性降低.....	- 20 -
图表 44: 榨菜消费场景多元化.....	- 21 -
图表 45: 2019 年涪陵榨菜销量下滑.....	- 21 -
图表 46: 涪陵榨菜与海天味业渠道对比.....	- 22 -
图表 47: 涪陵榨菜办事处裂变.....	- 22 -
图表 48: 涪陵榨菜销售人员增加.....	- 22 -
图表 49: 涪陵榨菜经销商增加.....	- 23 -
图表 50: 2019H 市场推广费用率和人员工资率提升.....	- 23 -
图表 51: 涪陵榨菜华南区收入占比下降.....	- 23 -
图表 52: 华东、华北、华中、西南增长良好.....	- 23 -

图表 53: 涪陵榨菜推出新品	- 24 -
图表 54: 涪陵榨菜扩产项目	- 24 -
图表 55: 涪陵榨菜产品单价高于竞品	- 25 -
图表 56: 涪陵榨菜提价及结构调整历史	- 25 -
图表 57: 青菜头占公司成本的 45%	- 26 -
图表 58: 涪陵地区青菜头收购价格	- 26 -
图表 59: 涪陵榨菜吨价与吨成本高度相关	- 26 -
图表 60: CPI 持续上升	- 26 -
图表 61: 涪陵榨菜窖池容量持续扩张	- 27 -
图表 62: 2019 年四川地区青菜头收购价低于公司	- 27 -
图表 63: 泡菜行业容量远超过榨菜	- 27 -
图表 64: 公司泡菜业务收入及增速	- 27 -
图表 65: 涪陵榨菜业务拆分预测	- 28 -
图表 66: 涪陵榨菜盈利预测	- 29 -
图表 67: 调味品可比公司估值表	- 29 -
图表 68: 涪陵榨菜三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 31 -

消费场景扩张有望推动销量加速增长，龙头市占率持续提升

上游：青菜头产地集中，异地建厂成本高企

- **榨菜以青菜头为原料。**榨菜是一种名叫青菜头（植物学名“茎瘤芥”）的特产蔬菜作物的膨大茎部分，经过特殊的盐渍加工而制成的酱腌菜食品，每3吨左右的青菜头可做成1吨成品榨菜。青菜头属一年一季的农作物，一般在9月份播种，10月份移栽，次年2月初开始收割，2月底收割完毕。收割后的榨菜原料（青菜头）需要马上进入原料窖池腌制，通过“三腌三榨”工艺经4到6个月加工成半成品方可投入生产。青菜头一次腌制后称头盐，二次腌制后称二盐，三次腌制后称三盐（成品原料）。榨菜加工企业采购原材料，通常既包括青菜头也包括半成品（一盐、二盐）。

图表 1：“三腌三榨”各个阶段腌制时间及控制情况

腌制要求	用盐百分比 (%)	腌制时间 (天)	起池囤压时间 (小时)
第一次腌制	5	7~9	12~24
第二次腌制	6	10~15	12~24
第三次腌制	$A=(13-B)/0.9$	>45	封池囤压

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **青菜头种植集中在川渝浙，重庆涪陵是最大的产地。**榨菜起源于重庆涪陵，民国时期榨菜种植加工技术传到四川省及浙江省的海宁、桐乡、斜桥、余姚等地。1949年以来，涪陵区的青菜头种植面积、产量、成品榨菜产量快速增长，榨菜成为当地支柱产业。根据涪陵榨菜行业协会，涪陵占据全国46%的青菜头种植面积，其余种植主要分布在重庆其他地区、浙江和四川。近年原料来源相对稳定，四川地区种植面积增加，浙江地区种植面积减少，2016年由于浙江产区面积减少，当年到涪陵收购青菜头量较大，达7万吨左右。

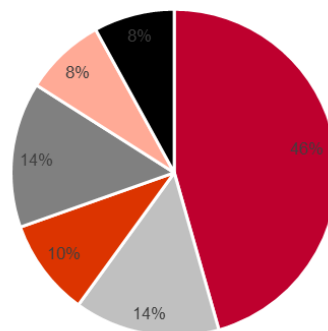
图表 2：涪陵区榨菜产业发展

年份	青菜头产量 (吨)	种植面积 (亩)	成品榨菜(吨)
1949	2700	5180	575
1977	35903	41825	10549
1997	441864	244524	152550
2013	1408551	706306	450000
2019	1601500	725000	490000

来源：涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

图表 3：全国各地青菜头种植面积占比

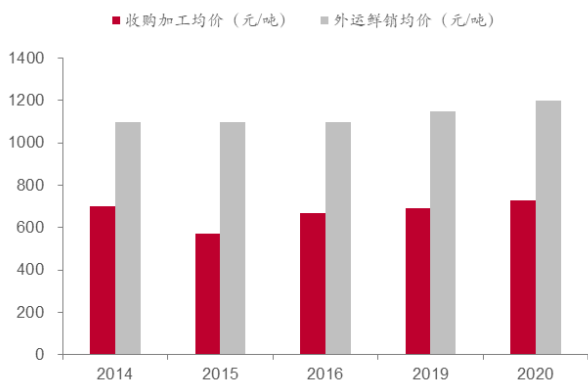
■ 涪陵 ■ 重庆其他地区 ■ 余姚 ■ 浙江其他地区 ■ 四川 ■ 其他地区



来源：涪陵榨菜行业协会、中泰证券研究所

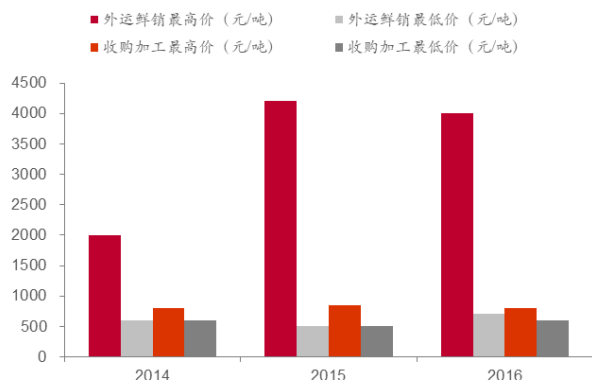
- 受限于运输成本及生鲜运输高损耗率，榨菜企业多位于原材料产地附近。榨菜加工企业主要原材料为青菜头，青菜头独特的生长特性决定了其产地主要集中在重庆、浙江、四川、湖南、贵州等省份。由于榨菜产品附加值较低，原材料占榨菜产品成本的比重较高，如果榨菜加工企业远离榨菜原料盛产地，企业将负担较高的运输成本。并且青菜头作为一种蔬菜，收获后如不及时进行加工处理，易腐烂变质，运输中损耗率较高。根据涪陵区榨菜办的数据，近年来涪陵区青菜头外运鲜销均价在 1100 元/吨以上，比当地的收购加工均价高出 60%以上。尤其是对于运输距离较远的地区如北方城市，外运鲜销最高价超过 4000 元/吨，是当地收购加工最高价的 5 倍。青菜头运输成本高企限制了榨菜加工企业的地理分布，我国主要榨菜企业均分布在重庆、四川、浙江等青菜头主产区。

图表 4: 青菜头外运鲜销均价高于收购加工均价



来源：涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

图表 5: 青菜头长距离运输成本极高



来源：涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

图表 6: 主要榨菜企业分布在川渝浙

公司	地区	公司	地区
乌江 (涪陵榨菜)	重庆涪陵	铜钱桥	浙江宁波
辣妹子	重庆涪陵	备得福	浙江余姚
鱼泉	重庆万州	国泰	浙江余姚
高福记	四川成都	吉香居	四川眉山
味聚特	四川眉山	川南	四川眉山

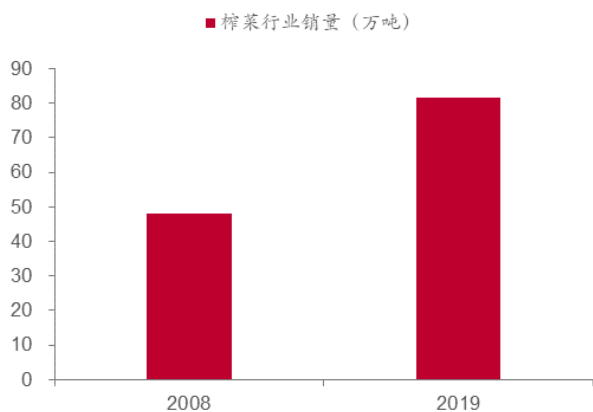
来源：公司官网、中泰证券研究所

行业销量有望加速，直接提价和结构升级推动 ASP 提升

- 2008-2019 年菜行业保持 5%的销量复合增长，受益消费场景增加及便捷化需求有望加速。2008 年榨菜行业销量为 48 万吨，至 2019 年行业销量增长至 82 万吨，复合增速为 4.95%。同时我们参考欧睿对部分零售终端的统计，2005-2019 年整个酱腌菜市场的零售量的 CAGR 为 5.80%。不论是从整个酱腌菜行业还是单独的榨菜行业，过去数十年间均保持了中个位数的增长，且酱腌菜行业近年来呈现销量加速增长的趋势。我们认为榨菜行业的销量也有望保持中个位数甚至加速增长，主要

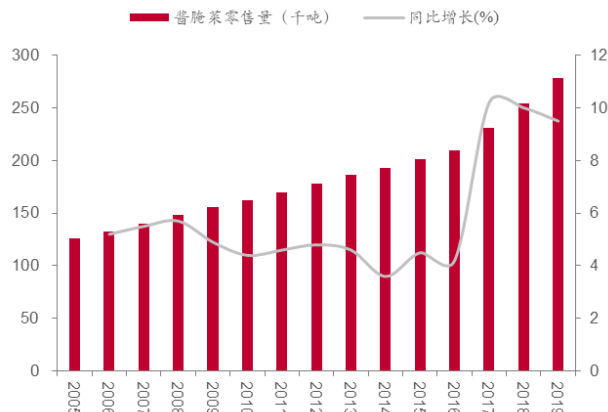
受益于消费群体从流动人口转向家庭，消费场景扩张，产品迎合了便捷化的诉求。方便面与榨菜过去均以流动人口为主要消费群体，消费场景相似。2013年开始方便面行业销量下滑，随后统一发力高端产品汤达人，康师傅也从2016年起推出黑白胡椒、金汤、匠汤以及豚骨面等高端系列产品，高端方便面扩展了消费场景，更多以居家、办公为主而不是仅局限于旅途消费，因此2017年开始方便面行业销量恢复了正增长。

图表 7: 2008-2019 年榨菜行业销量 CAGR 为 5%



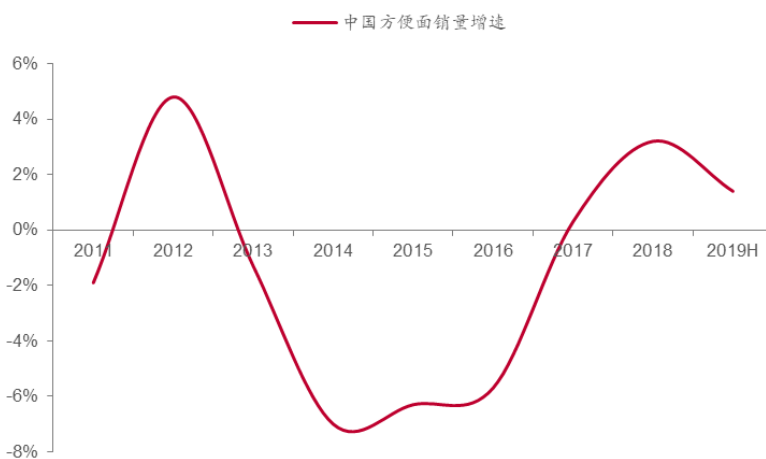
来源：招股说明书、涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

图表 8: 2005-2019 年酱腌菜行业零售量 CAGR 为 5.8%



来源：欧睿、中泰证券研究所

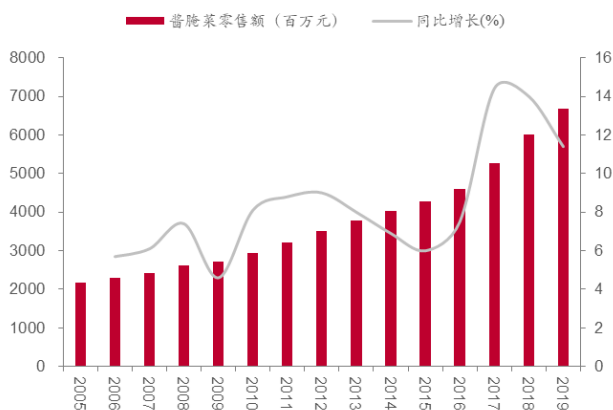
图表 9: 2015 年前后中国方便面消费场景扩张带来销量回暖



来源：尼尔森、中泰证券研究所

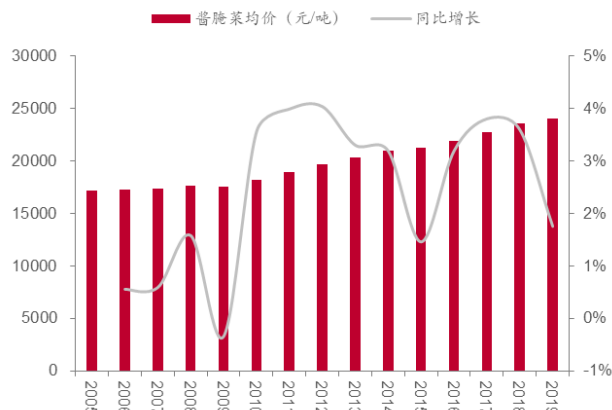
- 酱腌菜行业均价持续提升，受益于直接提价和结构升级。根据欧睿对部分零售终端的统计，2005-2019 年整个酱腌菜的市场规模的 CAGR 为 8.38%，均价的 CAGR 为 2.44%，尤其是 2010 年以来提升明显，主要受益于通货膨胀和消费场景转移推动企业直接提价及提升产品结构。

图表 10: 2005-2019 年酱腌菜行业市场规模



来源: 欧睿、中泰证券研究所

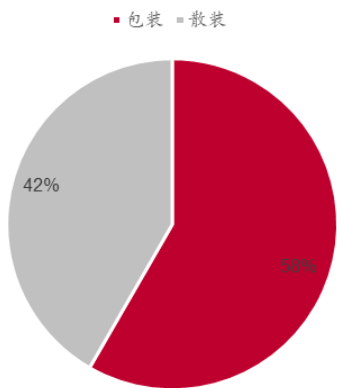
图表 11: 2005-2019 年酱腌菜行业均价



来源: 欧睿、中泰证券研究所

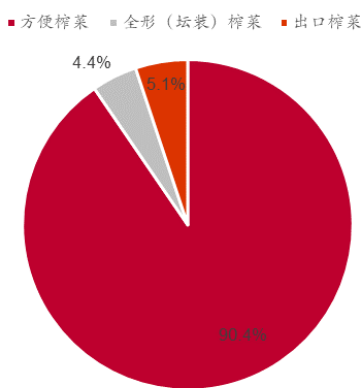
- **榨菜消费升级方向: 散装向包装升级, 袋装向瓶装、坛装升级。**包装榨菜约占整个榨菜行业的 58%, 还有 42% 的榨菜以散装形式售卖, 随着食品安全诉求的提升, 未来包装会逐步替代散装。以涪陵区生产销售的榨菜为例, 方便榨菜占了 90% 的销量, 而偏高端的坛装占比仅 4.4%。瓶装及坛装等包装形式开封后不需一次食用完, 方便储存, 占比有望逐步提升。

图表 12: 包装榨菜占比 58%



来源: 涪陵榨菜行业协会、中泰证券研究所

图表 13: 高端坛装榨菜占比具备提升空间



来源: 涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

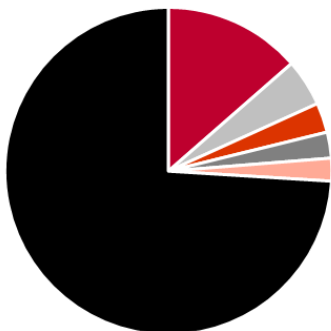
龙头市占率持续提升, 中小企业持续退出

- **涪陵榨菜市占率提升是大趋势, 经济波动、环保趋严加速中小企业退出。**2008 年涪陵榨菜销量市占率为 13.6%, 行业 CR3 为 21%; 至 2019 年, 涪陵榨菜的销量市占率提升至 18%。根据欧睿酱腌菜行业的数据, 我们选取了主营榨菜品类的企业分析, 2010-2019 年龙头涪陵榨菜的市占率从 24.6% 提升至 35.5%。同时我们观察到浙江地区的企业铜钱桥、备得福、国泰的市占率在十年间下滑较多, 浙江榨菜加工企业面临困境, 与浙江青菜头种植面积减少有一定关系。由于经济周期、原材料波动、环

保监管趋严等因素，2007 年以来涪陵区的榨菜加工企业数量从 102 家减少至 2019 年的 37 家，行业持续洗牌。

图表 14: 2008 年乌江榨菜市占率 13.6%

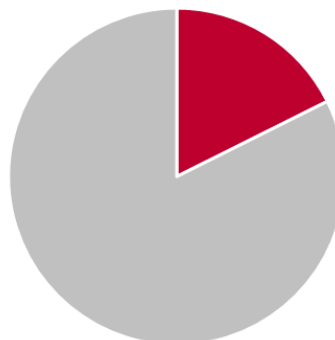
■ 乌江 ■ 铜钱桥 ■ 辣妹子 ■ 备得福 ■ 鱼泉 ■ 其他



来源：涪陵榨菜行业协会、中泰证券研究所

图表 15: 2019 年乌江榨菜市占率接近 20%

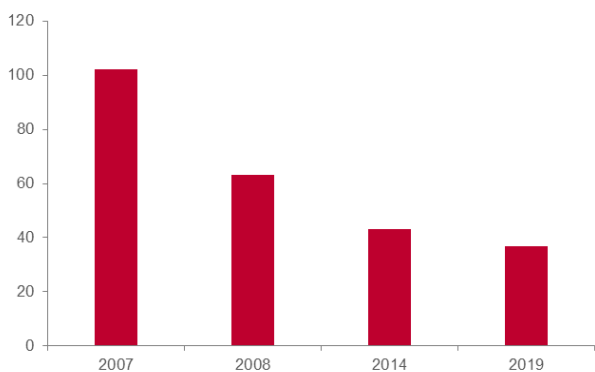
■ 乌江 ■ 其他



来源：涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

图表 16: 涪陵区榨菜加工企业数量

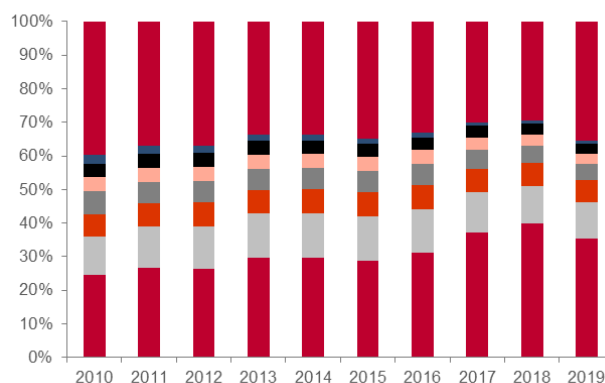
■ 涪陵区榨菜加工企业数量



来源：涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

图表 17: 酱腌菜行业中榨菜企业市占率变化

■ 涪陵榨菜 ■ 鱼泉 ■ 味聚特 ■ 铜钱桥 ■ 备得福 ■ 辣妹子 ■ 国泰 ■ 其他



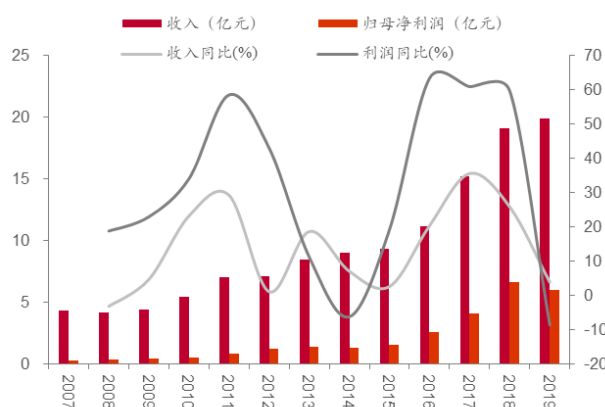
来源：欧睿、中泰证券研究所

采购+渠道+品牌优势，塑造公司强定价权

盈利能力突出，公司具备定价权

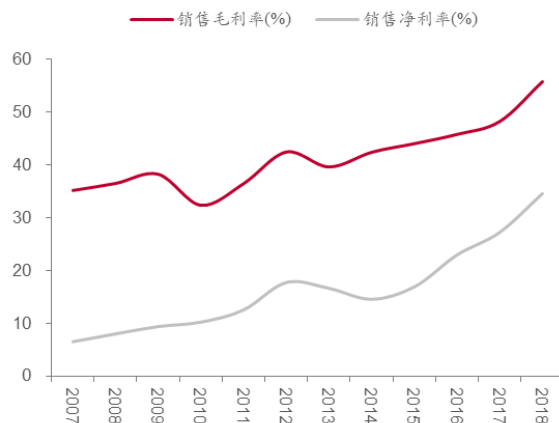
- **收入稳健增长，盈利能力大幅提升。**2007-2019年，涪陵榨菜收入从4.35亿元增长至19.90亿元，CAGR为13.5%；归母净利润从0.28亿元增长至6.05亿元，CAGR为29.2%。上市以来公司盈利能力大幅提升，2007-2018年销售毛利率提升20.59个pct至55.76%，销售净利率28.04个pct至34.57%。

图表 18: 涪陵榨菜收入和归母净利润



来源: wind、中泰证券研究所

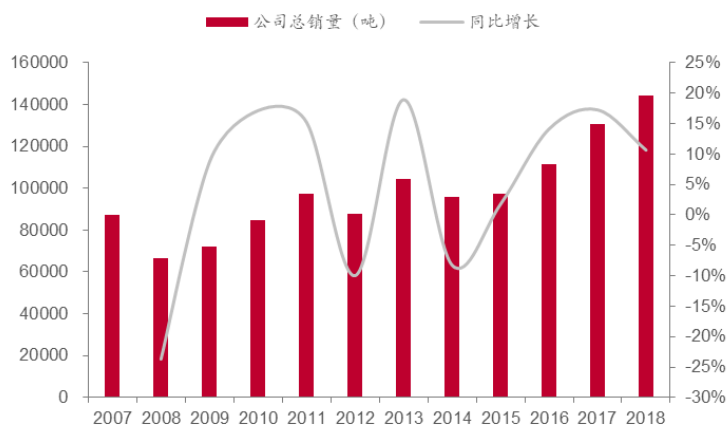
图表 19: 涪陵榨菜销售毛利率和净利率



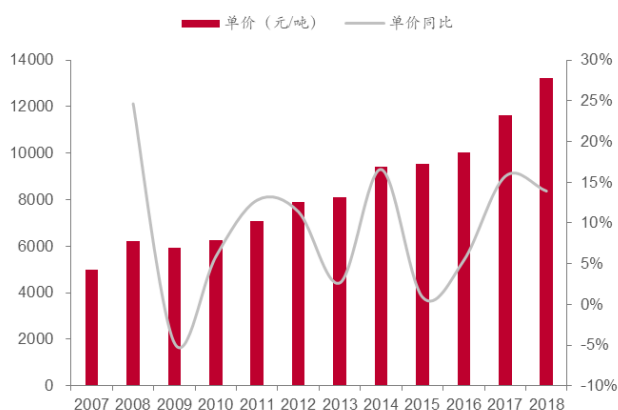
来源: wind、中泰证券研究所

- **公司具备极强的提价能力，吨价复合增速远高于成本。**2007-2018年公司销量从8.7万吨增长至14.4万吨，CAGR为4.7%；公司产品吨价从4991元增长至13240元，CAGR为9.3%；公司产品吨成本从3235元增长至5860元，CAGR为5.6%。从中长期来看，公司销量稳健增长，吨价的增速远高于吨成本，同时远超酱腌菜行业均价的复合增速2.44%，反应出公司具备定价权。

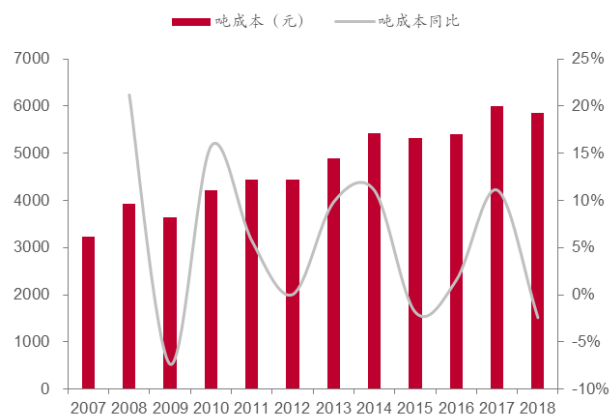
图表 20: 2007-2018 年公司销量 CAGR 为 5%



来源: wind、中泰证券研究所

图表 21: 2007-2018 年公司吨价 CAGR 为 9%


来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 2007-2018 年公司吨成本 CAGR 为 6%


来源: wind、中泰证券研究所

解析公司高 ROE: 采购优势+渠道优势+品牌优势

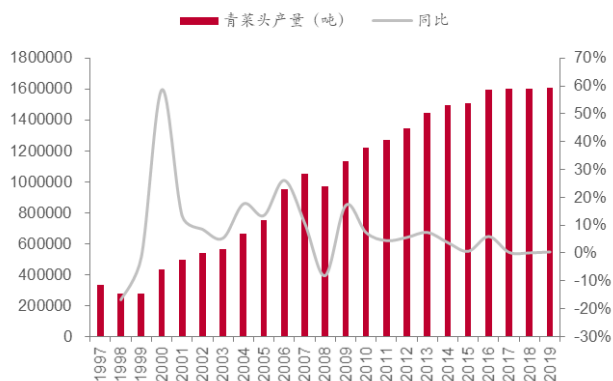
- **涪陵榨菜 ROE 位居调味品第三，高 ROE 源自其高净利率。**从 2018 年年报看，涪陵榨菜 ROE 为 30.08，在调味品中仅次于日辰股份和海天味业。其 ROE 水平能在调味品这个优质赛道中名列前茅，主要是受益于其在调味品行业中排名第一的净利率。我们认为其高净利率来自于公司的定价能力极强，而公司的定价权来自于采购端+渠道端+品牌端形成的核心竞争力。

图表 23: 涪陵榨菜高 ROE 源自于其高净利率

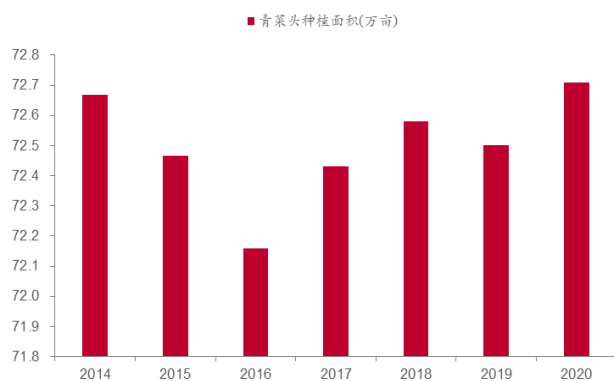
	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
日辰股份	38.43	29.39	1.06	1.23
海天味业	34.06	25.62	0.93	1.42
涪陵榨菜	30.08	34.57	0.70	1.24
天味食品	25.77	18.87	1.10	1.25
千禾味业	20.26	22.53	0.68	1.32
中炬高新	18.01	14.58	0.74	1.67
恒顺醋业	15.89	17.98	0.63	1.41
安记食品	5.78	11.65	0.46	1.07
加加食品	5.45	6.45	0.65	1.30
星湖科技	4.52	4.92	0.59	1.55
佳隆股份	3.06	11.03	0.25	1.09

来源: 中泰证券研究所, wind (2018 年年报数据)

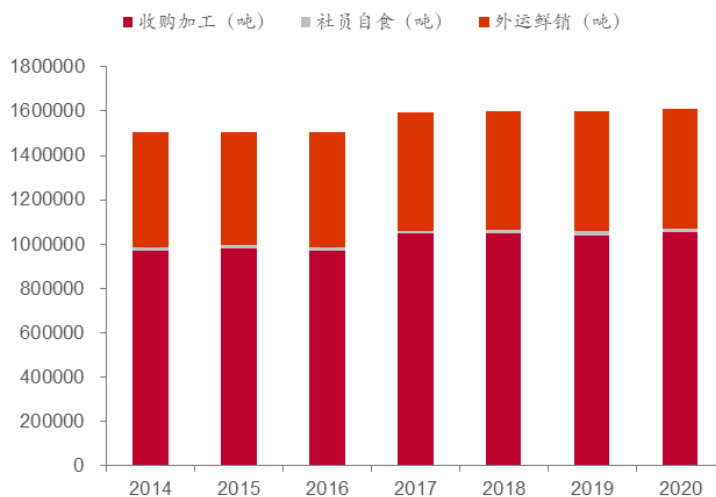
- **(1) 采购端: 公司资金实力雄厚, 收购青菜头价高量大**
- **涪陵区青菜头产量稳定, 收购加工量约在 105 万吨。**根据涪陵区榨菜办数据, 近年青菜头种植面积稳定在 72-73 亩, 年产量稳定在 160 万吨左右。从用途来看, 收购加工量的占比稳定在 65%左右, 近年一直维持 105 万吨的水平。

图表 24: 涪陵区青菜头产量


来源: 涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

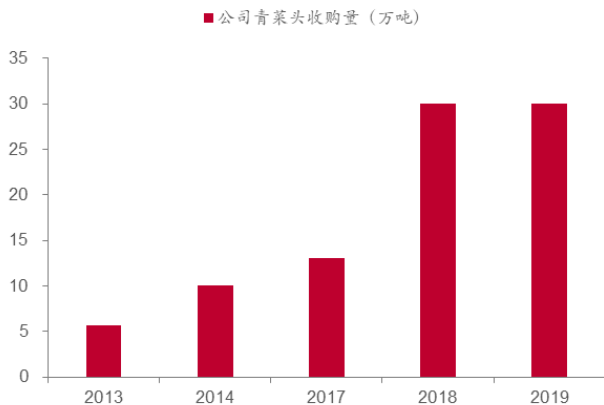
图表 25: 涪陵区青菜头种植面积


来源: 涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

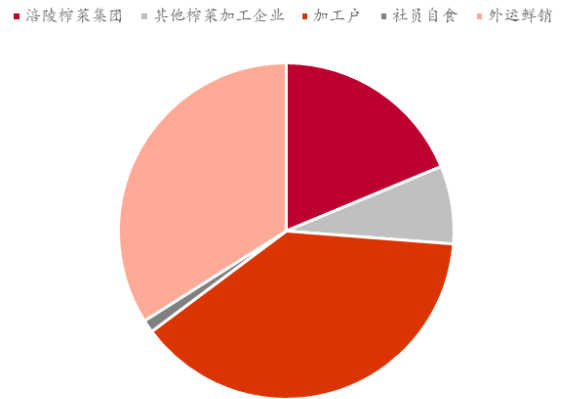
图表 26: 涪陵区青菜头收购加工量稳定


来源: 涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

- 公司收购青菜头量大价高, 优质原材料争夺能力强。**公司规模优势明显, 随着窖池容量加大, 年初青菜头采购量从 2013 年的 6 万吨增长至 2019 年的 30 万吨。2019 年年初公司采购的青菜头量占涪陵区总产量的 18.7%, 而其他榨菜加工企业采购量合计占比仅 7.5%, 加工户采购量占比 38.6%, 另 1.2% 为社员自食, 34% 为外运鲜销。同时公司资金实力雄厚, 2019 年其收购价比其他榨菜加工企业和加工户高出 100 元/吨左右, 公司收购点前需排队等候收购。公司采购青菜头量大价高, 种植农户通常选择优先出售给公司, 使得公司争夺原材料的能力更强。尤其是在歉收年份优势更为突出, 强大的资金实力使公司在面对短期原材料价格上涨时的压力较小。

图表 27: 涪陵榨菜青菜头收购量


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 28: 2019 年公司收购涪陵区青菜头产量的 19%


来源: 涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

图表 29: 2019 年公司青菜头收高价高于其他企业或加工户收购价

2019 年	榨菜企业收购价	榨菜集团公司收购价	榨菜加工户收购价	榨菜集团公司合同加工户收购价	少数乡镇街道个别榨菜加工户收购价格
2 月 12 日前	700—800 元/吨	800 元/吨	650—760 元/吨	700—760 元/吨	500—600 元/吨
2 月 12 日后	600—700 元/吨	700 元/吨	600—650 元/吨	-	

来源: 中泰证券研究所, 涪陵区榨菜办

- (2) 渠道: 唯一全国化榨菜企业, 优势明显
- 涪陵榨菜是唯一全国化榨菜企业, 各项渠道指标均处于领先地位。涪陵榨菜覆盖全国 34 个省、264 个地级市, 县级市场已开拓 1000 多个, 并且县级市场作为渠道下沉重点开发; 其他品牌均为区域性品牌, 或主要在商超渠道销售。涪陵榨菜经销商数量、销售人员数量、办事处数量处于领先水平。从股权结构看, 涪陵榨菜是国资背景, 但管理层激励到位; 其他企业多为家族企业。总体来看, 公司渠道端领先优势明显, 无强势竞争对手。

图表 30: 涪陵榨菜渠道优势明显, 是唯一全国化榨菜企业

品牌	销售额	覆盖区域	渠道	渠道下沉深度	企业特点	股东及管理层	销售人员数量	办事处数量
涪陵榨菜	2018 年榨菜收入 16.28 亿元	唯一全国化榨菜企业, 覆盖 34 个省, 264 个地市级市场, 1000+ 个县级市场	一级经销商 1800 多家, 全渠道覆盖	省地级城市开拓成熟, 目前正在向县级市开拓	享有区位优势, 议价力强, 全国化品牌, 龙头地位稳固	国有资本背景, 激励充分	376	67
辣妹子	销售额几千万元	南京、江西较强势	-	省地级城市	位于涪陵享有一定区位优势	大股东持股 100%	70	26

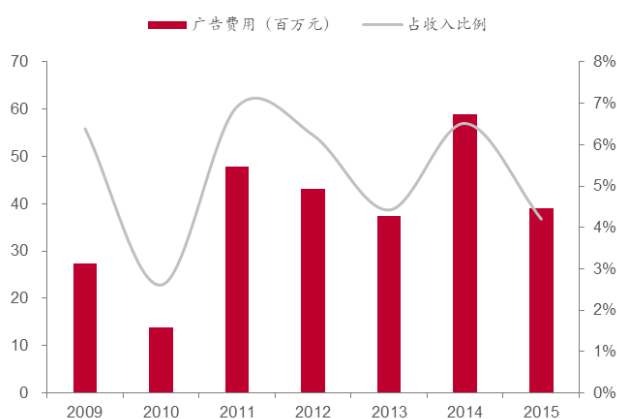
鱼泉	2 亿左右	成都、北京较强势	-	拥有多品种的原 料种植基地	董事长持股 超过 80%	100	4
吉香 居	1-2 亿	全国商超系统	经销商 1000 家, 销 售网点 100 万以 上, 主打高端卖场	以泡菜为主, 与 韩国 CJ 集团成 立合资公司	与韩国 CJ 集 团合资, 董事 长持股 30%	100	-
川南	2 亿左右	全国商超系统	产品销售各大卖场 和超市	产品涉及复合调 味品多个子品类	家族企业, 味 聚特集团下 属公司	93	-
铜钱 桥	2 亿左右	东北地区较强势, 覆 盖 20 个省、100 多 个地(县)市级市场	拥有 300 多家一级 经销商	浙式余姚榨菜代 表	家族企业	160	20

来源: 中泰证券研究所, wind, 公司官网

■ (3) 品牌: 广告投放铸就高知名度

- 长期的广告投入使乌江品牌成为全国性品牌。公司的广告在 2004 年首次登陆央视, 2006 年公司在央视新闻联播后的黄金时段投放广告, 每个单元(2 个月)投入 700 万。上市之后一直到 2015 年, 公司仍在持续加大广告投放力度, 年均广告费用在 4000 万元左右, 占收入比在 5%左右。大力度的广告投放使乌江榨菜具备了全国性的知名度, 而竞争对手由于体量较小, 不能支持高额持续的广告投入, 且现在广告渠道复杂, 难以复制涪陵榨菜的路径。

图表 31: 涪陵榨菜广告费用



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 32: 涪陵榨菜央视广告



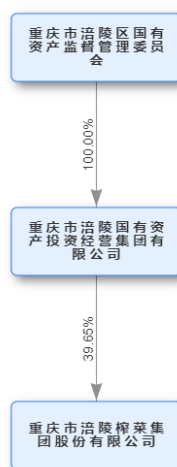
来源: 公司官网、中泰证券研究所

国资控股, 激励充分

- 核心管理层持股, 充分释放经营活力。涪陵区国有资产监督管理委员会通过涪陵国有资产投资经营集团持有上市公司 39.65% 的股权, 是公司的实际控制人。通过参与公司发行股份募集配套资金, 公司董事长、总经理、副总等均持有公司股份, 与公司发展进行利益绑定。以最新市值

计算,董事长持股市值超过 3 亿,其余高管持股市值在百万至千万不等。

图表 33: 涪陵榨菜国资控股 39.65%



来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 涪陵榨菜董事会及高管激励充分

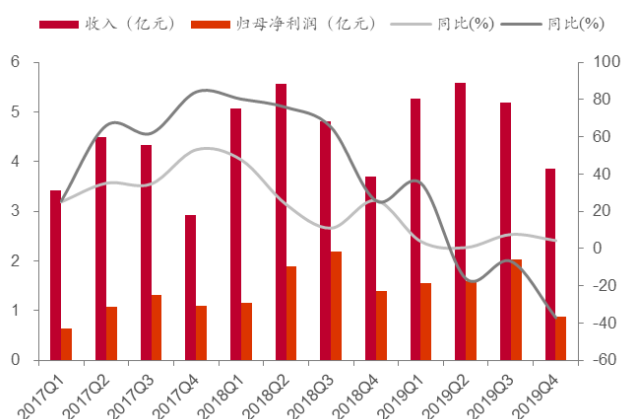
姓名	职务	薪酬(元)	期末持股数(股)	期末参考持股市值 (元)	薪酬与期末持股市值 合计(元)
周斌全	董事长	545,500	10,051,056	217,102,810	217,648,310
肖大波	监事会主席	448,100	2,261,004	48,837,686	49,285,786
赵平	董事,总经理	509,300	1,730,258	37,373,573	37,882,873
贺云川	副总经理	419,400	1,268,992	27,410,227	27,829,627
陈林	总经理助理	192,400	216,450	4,675,320	4,867,720
袁国胜	董事,副总经理	437,800	178,188	3,848,861	4,286,661
韦永生	董事,董事会秘书,副 总经理,财务负责人	399,800	62,546	1,350,994	1,750,794
兰云祥	董事,副总经理	372,300	0	0	372,300
吴晓容	副总经理	257,100	0	0	257,100
张婉华	监事	102,700	0	0	102,700

来源: 中泰证券研究所, wind (2018 年年报数据)

短期催化：2019 年调整蓄力，疫情加速去库存

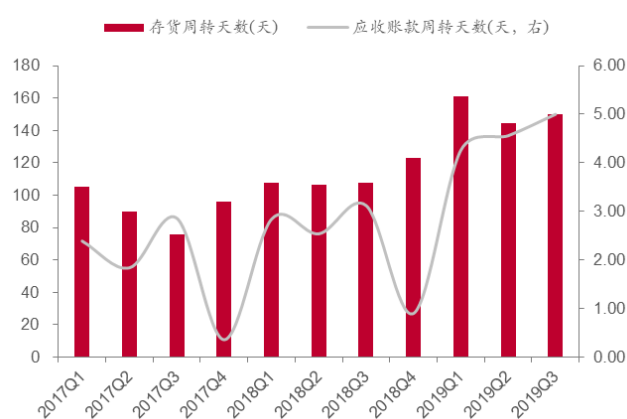
- **2019 是公司调整年，短期收入增速放缓，利润出现下滑。**2019 年公司产品销售市场快速调整变化，传统渠道销量下滑，部分地区销售失序，导致公司产品销量同比下滑，收入增速放缓。公司积极实施渠道创新做透下县、品类独立推广、销售队伍裂变，并加大销售费用投入，导致公司利润同比下降。由于公司持续消化渠道库存，2019Q1 公司库存天数达到近三年的高点，二三季度有所恢复，但仍高于同期。公司新开拓县级经销商，扶持力度加大，也带来了应收账款天数的同比上升。2019 年公司处于消化渠道库存、开始推进渠道下沉的调整阶段。

图表 35：公司 2019 年单季度收入利润增长放缓



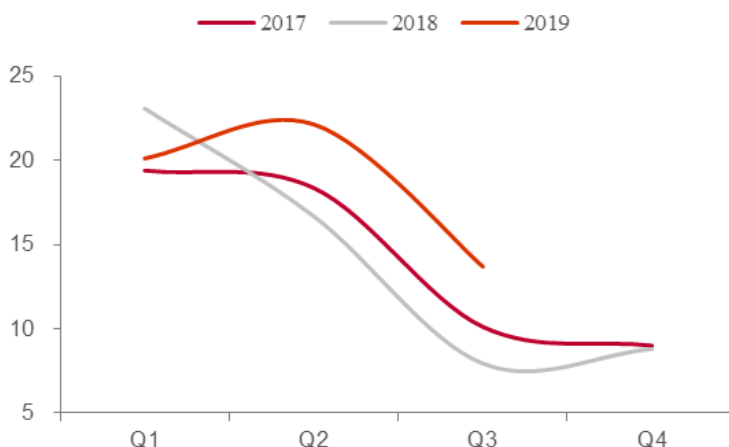
来源：wind、中泰证券研究所

图表 36：19 年公司存货及应收账款周转天数上升



来源：wind、中泰证券研究所

图表 37：2019 年公司进行渠道下沉导致销售费用率走高

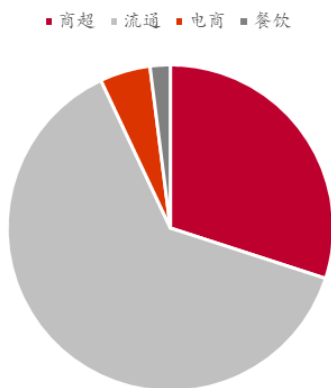


来源：wind、中泰证券研究所

- **公司以家庭消费为主，疫情期间需求旺盛。**公司产品以家庭消费为主，其中商超占比 30%，电商占比 5%左右，流通占比 60%+，餐饮渠道占比极小。根据烹饪协会调研数据，截止 2 月 19 日，受疫情影响仍有 83% 的餐饮店处于停业或部分关闭的状态。饮食消费从餐饮转向家庭，而公司以家庭消费为主，尤其是占比 30%的商超及占比 5%的电商在疫情期

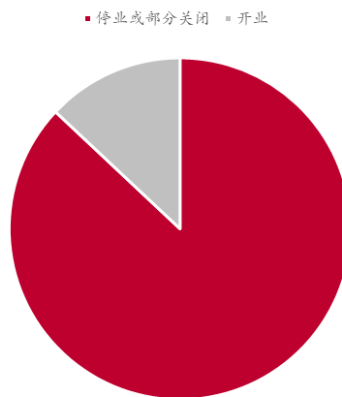
间终端动销旺盛，加速公司消化渠道库存。根据公司官网，传统渠道断货后，来自京东、天猫等电商平台的订单量同比增长 60%以上。百度指数显示，疫情发生以来榨菜的搜索指数持续上升，1 月 26 日至今榨菜的搜索指数整体同比增长 63%。

图表 38: 公司渠道结构



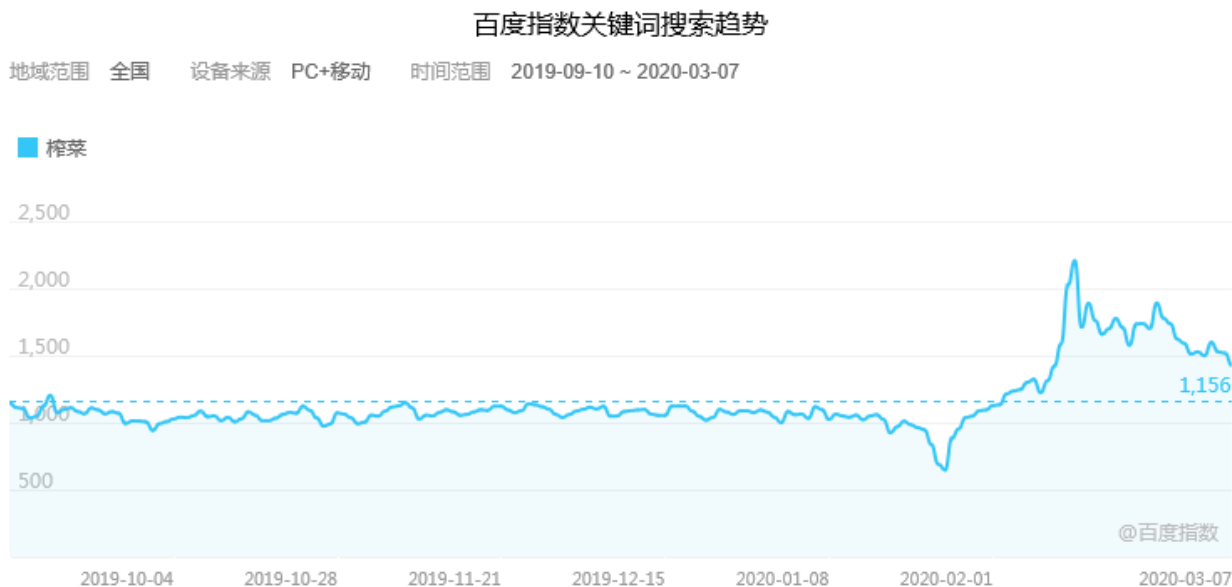
来源: wind、中泰证券研究所

图表 39: 截止 2 月 19 日 87% 的餐饮店停业



来源: 中国烹饪协会、中泰证券研究所

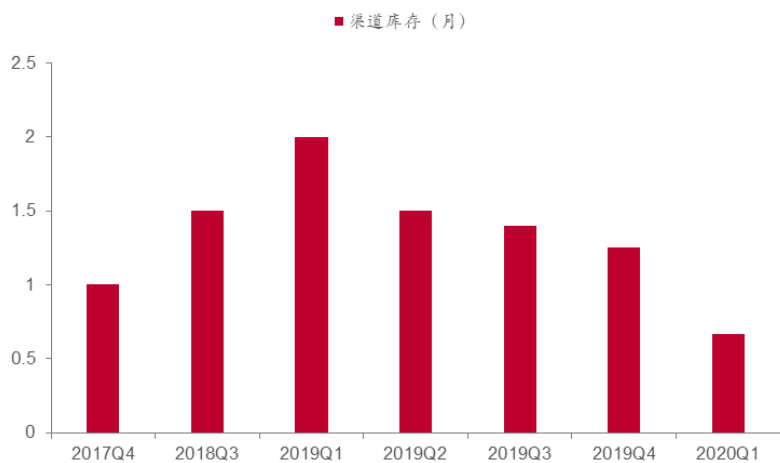
图表 40: 疫情发生后榨菜百度搜索指数上升



来源: 中泰证券研究所, 百度指数

- **渠道库存回落至低点，2020 年轻装上阵。**2017 年底公司供给不足，渠道处于缺货状态，库存在 1 个月左右的水平。经过 2018Q2 公司进行“大水漫灌”的促销政策后，渠道库存逐步上升，至 2019 年初达到高位。此后公司逐步消化渠道库存，2019 年底恢复至 1-1.5 个月的正常水平。2020 年初经过疫情的催化，渠道库存进一步下降到 1 个月以内。

图表 41: 公司渠道库存降至低位



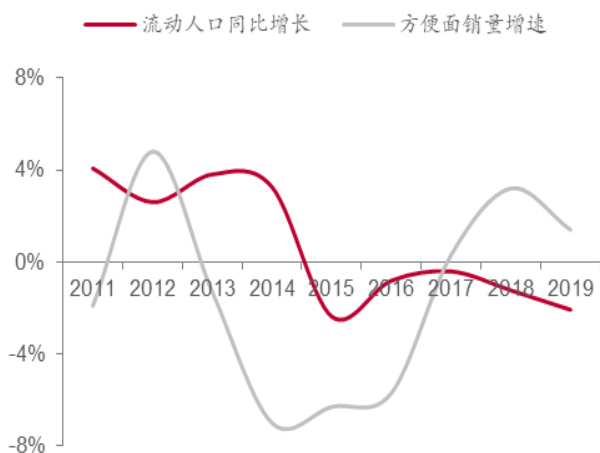
来源: 投资者关系活动记录公告、中泰证券研究所

长期发展：渠道下沉推动量增，成本及通胀推动均价上升

消费场景扩张带动需求增加，渠道下沉+新渠道开拓推动销量增长

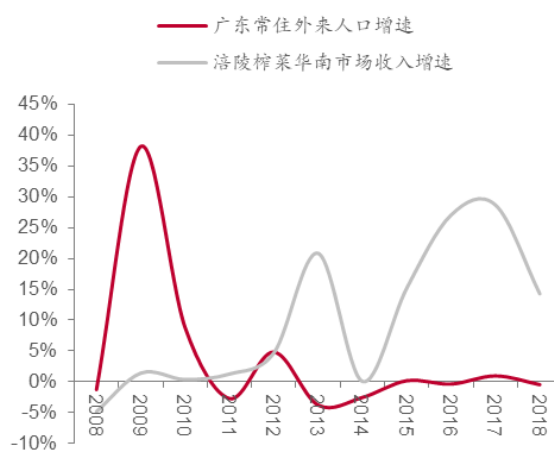
- 从流动人口转向家庭消费，榨菜消费习惯发生改变。方便面、榨菜过去作为廉价的方便食品，与流动人口数量呈现较强的相关性。但随着产品消费场景的拓展，不再仅限于流动人口食用，而是扩张到家庭居民的日常生活中，从而打开了产品的量增空间。
- 先以方便面为例，2017年前，方便面销量增速与流动人口增速呈现一定的相关性；但2018年开始，全国流动人口持续下降，而方便面销量增速回归正增长。我们认为主要是高端方便面的推出（如统一汤达人、康师傅豚骨面）改变了方便面廉价方便的属性，将过去单一的旅途消费场景扩展到了居民的日常消费。
- 再以榨菜为例，2008年金融危机导致广东常住外来人口（常住人口-户籍人口）的数量下滑，同年涪陵榨菜华南市场收入下降4.8%，若剔除提价因素，销量下滑幅度超过10%。但2013年开始，广东常住外来人口稳中有降，而涪陵榨菜华南区收入保持了快速增长的趋势。华南地区是公司的第一大销售市场，2010年公司在该地区小包装榨菜市占率就超过90%。因此华南大区2013年以来的强劲增长是受益于对新消费群体的渗透，既榨菜的消费场景从广东的流动人口扩展到了家庭。

图表 42：方便面增速与流动人口增速相关性降低



来源：wind、尼尔森、中泰证券研究所（方便面为2019H1增速）

图表 43：广东常住外来人口与涪陵榨菜华南大区收入增速相关性降低



来源：wind、中泰证券研究所

- 消费场景多元化，打开了榨菜销量的增长空间。随着榨菜的消费场景融入居民生活，其消费方式也越来越多元化。原来在火车上消费的简便小菜，现在转变到了早餐、炒菜、煲汤、下面等场景。如乌江的脆口榨菜，以低盐不辣的口感甚至扩展到了休闲的场景，向休闲零食的属性发展。同时榨菜作为包装食品，满足了越来越多的饮食便捷化需求。

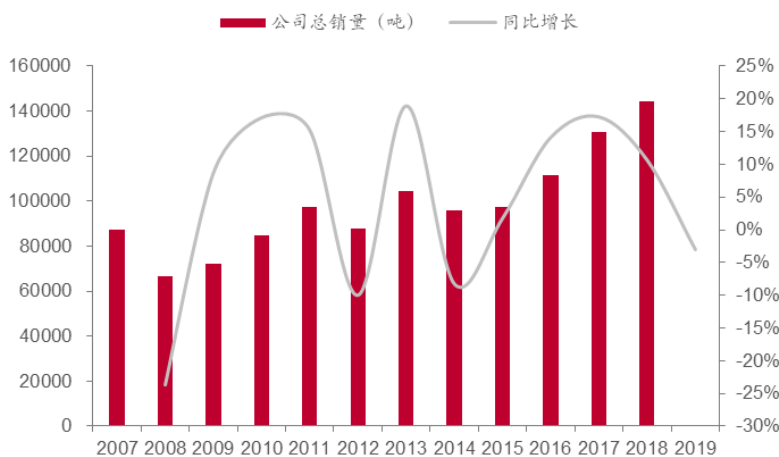
图表 44: 榨菜消费场景多元化



来源：中泰证券研究所

- **2019 年销量下滑,公司遭遇渠道瓶颈。**2007-2018 年公司销量保持 4.7% 的复合增长,其中大部分年份均保持正增长,仅少数年份由于经济不景气、产品结构及价格调整、局部地区竞争加剧等因素造成销量下滑。根据公司业绩快报,2019 年公司产品销售市场快速调整变化,传统渠道销量下滑,部分地区销售失序,导致公司产品销量同比下滑。我们认为在消费场景打开的背景下,公司销量下滑主要是渠道遭遇瓶颈,需要进行调整突破。

图表 45: 2019 年涪陵榨菜销量下滑



来源：wind, 中泰证券研究所 (2019 年销量增速为负仅表示销量同比下滑)

- **对比海天,公司渠道大有可为。**从销售人员看,涪陵榨菜 2018 年仅 376 人,而海天有 2052 人,且海天的人均创收和人均创利均超过涪陵榨菜。薪酬方面,海天的销售人员人均工资接近榨菜的 3 倍,激励更到位。从经销商数量看,海天有接近 5000 家经销商,分销商超过 10000 家,而涪陵榨菜的经销商数量为 1200 多家,且多年来未有明显增长。从整体销售团队的规模看,涪陵榨菜的销售人员和经销商数量均可继续提升。从覆盖率来看,两家公司均实现省级市场全覆盖;地级市海天 2017 年完成全覆盖,涪陵榨菜除西藏外其他省份地级市全覆盖;县级市方面,

海天覆盖 2000 个左右，而涪陵榨菜虽有覆盖 1000 多个，但过去多以城区大商辐射，县级市场未明显起量，有待进一步实施渠道下沉。

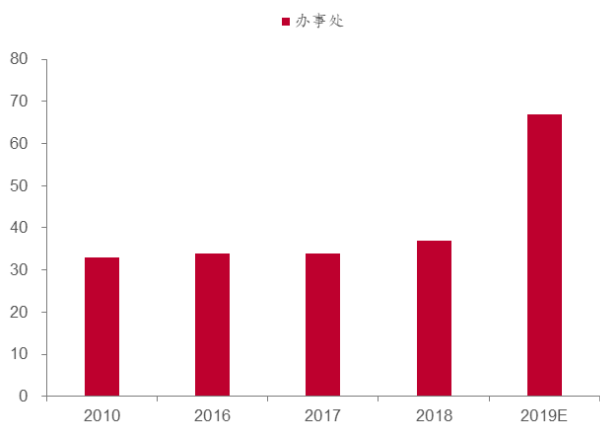
图表 46: 涪陵榨菜与海天味业渠道对比

	涪陵榨菜	海天味业
销售额 (亿元)	19.14	170.34
销售人员	376	2052
人均创收 (万元)	509	830
人均创利 (万元)	176	213
销售人均薪酬 (万元)	8.1	22.0
经销商数量	1200	4807
平均经销商销售额 (万元)	160	354
省级市场覆盖率	100%	100%
地级市场覆盖率	95%	100%
县级市场	1000+	约 2000 个

来源: wind, 中泰证券研究所 (可比数据采用 2018 年)

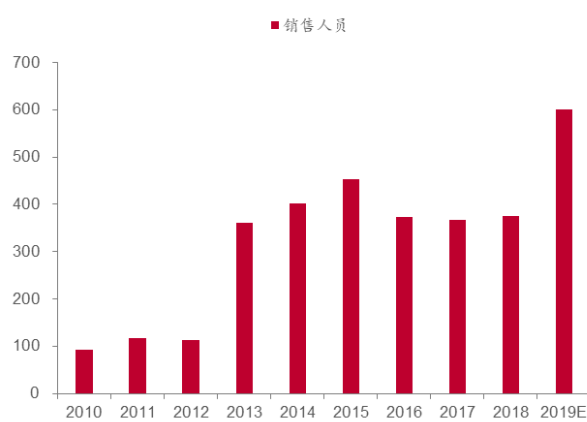
- 2019 年是渠道下沉元年，公司向县级市场渗透。**公司原来的收入主要来自于一二线城市的传统渠道，2019 年随着原有渠道趋于饱和，且传统渠道受到新零售渠道的冲击，公司销量下滑。公司过去虽有覆盖部分县级市场，但多通过一二线城市大商进行辐射，因此县级市场收入贡献较小。2019 年公司为解决渠道困境，由公司推进渠道下沉，进行办事处裂变、新招销售人员及经销商，对县级市场进行开拓。预计 2019 年公司办事处将达到 67 家，比 2017 年的 34 家接近翻倍；销售人员预计从 2018 年的接近 400 人增长到 600 人左右；经销商方面，2019 年新开拓 600 多个县级市场经销商，有望推动县级市场实现 20% 以上增长。由于公司进行渠道开拓，2019H 市场推广费用率及销售员工资占营收比例均有上升，短期的投入会逐步带动收入增长。

图表 47: 涪陵榨菜办事处裂变



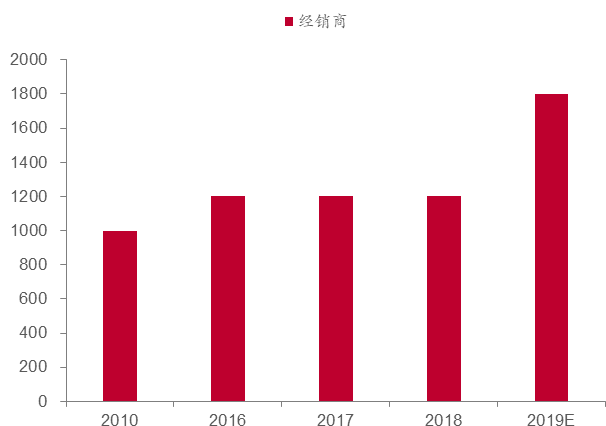
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: 涪陵榨菜销售人员增加



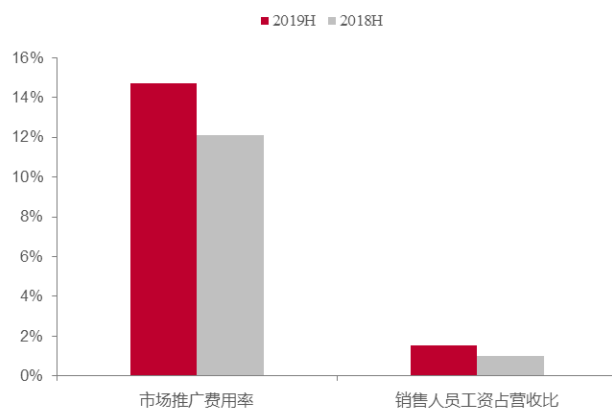
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: 涪陵榨菜经销商增加



来源: wind、中泰证券研究所

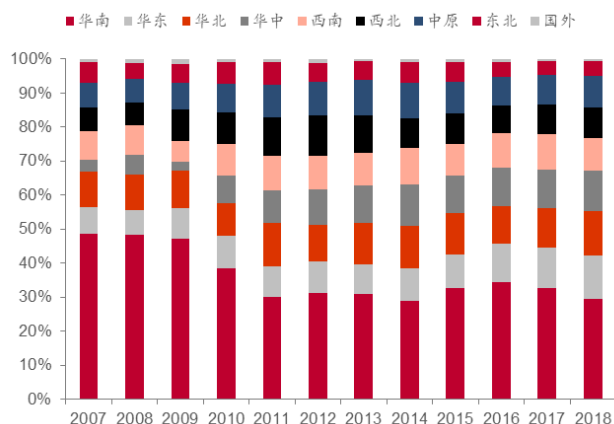
图表 50: 2019H 市场推广费用率和人员工资率提升



来源: wind、中泰证券研究所

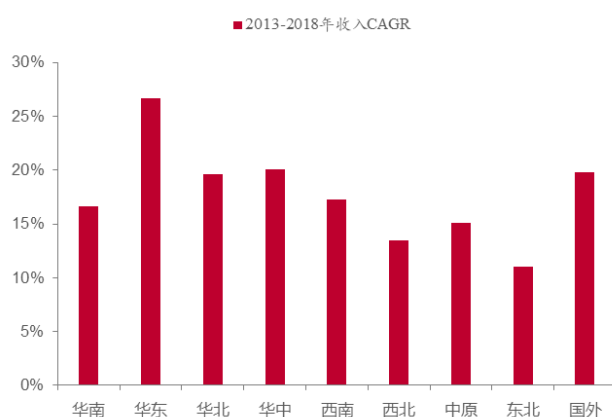
- 除渠道下沉外，公司还积极开拓新零售等渠道。**近年社区生鲜超市、便利店、外卖等渠道快速发展，对传统渠道形成冲击。公司也积极发展新兴渠道，如针对外卖推出 22g 小包装榨菜；在线上渠道推出邱氏菜坊品牌，以小规格包装占领低价位；积极布局社区生鲜超市和便利店等新零售渠道；针对餐饮推出 800g 大包装产品。
- 华南地区占比逐年下降，新兴市场快速增长。**2010 年前，华南地区占据公司收入接近 50%；2010 年后由于其他市场快速发展，华南占比下降至 30%左右，华东、华北、华中、西南、西北、中原大区的收入占比均在 10%左右，只有东北收入占比在 5%左右，主要由于浙江榨菜企业进入东北较早且主打低价策略，竞争相对激烈。2013-2018 年，公司各大区的收入复合增速均在 10%以上，其中华东、华北、华中、西南增长快于华南。

图表 51: 涪陵榨菜华南区收入占比下降



来源: wind、中泰证券研究所

图表 52: 华东、华北、华中、西南增长良好



来源: wind、中泰证券研究所

- 公司研发能力强，持续推出新品。**公司基本上每年都会推出新品，通过新品成长贡献收入增量。其中萝卜干、海带丝两个战略新品扩展了产品品类；脆口榨菜拓展了消费场景，低盐不辣可用于非佐餐，作为休闲零

食消费；22g 小包装则瞄准外卖渠道发力。

图表 53: 涪陵榨菜推出新品

时间	开发新品
2011	全年新开发产品 9 只，优化产品 5 只。推出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。
2012	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、鲜爽菜丝等主流流通产品
2013	开发了香辣下饭菜、萝卜干、海带丝等 6 只新品
2014	成功开发推出萝卜干、海带丝两个战略性新品，在全国开展萝卜干、海带丝新品招商，成效显著
2015	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 脆口榨菜单品销量同比增长 53%
2017	开发 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
2018	对乌江新一代鲜脆菜丝、脆口榨菜等 23 支产品进行了优化，新开发了 22g 小脆口榨菜量贩、400g 泡萝卜、泡白菜、泡竹笋等支新品

来源：中泰证券研究所，公司公告

- **产能扩建支撑公司增长。**目前公司公告的扩建项目包括眉山 5.3 万吨榨菜生产线建设项目（新增 4 万吨，置换 1.3 万吨）、涪陵 1.6 万吨脆口榨菜生产线项目、东北 5 万吨泡菜生产基地建设项目。伴随新产能逐步投产，三个项目合计预计将增加公司营收 14 亿元，增加税后利润 1.6 亿元。

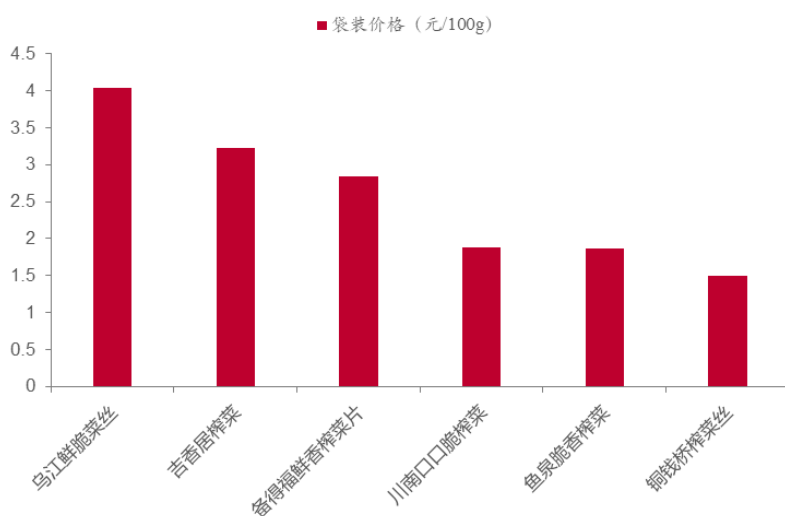
图表 54: 涪陵榨菜扩产项目

项目	建设进度	年均营业收入 (万元)	年均税后利 润 (万元)
眉山 5.3 万吨榨菜生产线建设项目（新增 4 万吨，置换 1.3 万吨）	厂房主体已经建好，设备已完成招标	61,017.17	6,988.70
涪陵 1.6 万吨脆口榨菜生产线项目	设备已完成招标，2019H2 陆续进厂安装	21,072.80	2,558.46
东北 5 万吨泡菜生产基地建设项目	窖池已经建成，厂房还未完工	60,000	6,000

来源：wind，中泰证券研究所

公司产品定位高端，成本压力及通胀推动吨价提升

- **涪陵榨菜定位高端，具备定价权。**根据天猫的价格数据，乌江鲜脆菜丝大单品的均价约为 4 元/100g，高于竞品吉香居的 3.2 元/100g 和备得福的 2.8 元/100g，而其他竞品价格在 2 元以下，不到乌江价格的一半。公司作为行业价格标杆，同时具备强定价权，通常率先提价带动行业集体涨价。

图表 55: 涪陵榨菜产品单价高于竞品


来源: 天猫超市, 中泰证券研究所

- 2008 年以来, 公司进行了多次价格及结构调整。**从提价来看, 涪陵榨菜提价分为直接提价和间接提价两种, 间接提价指减少规格但不调整价格。2008 年为应对金融危机及成本压力, 公司换包装并大幅提升了价格, 提价幅度在 40% 左右; 2012-2014 年, 公司保持零售价 1 元不变, 将规格从 100g 调减到 60g; 2015-2016 年公司将规格从 60g 调升至 88g, 同时将终端价从 1 元提至 1.5 元; 2016 年后公司又进行了多次的直接和间接提价, 并将终端价提升至 2 元档。从调整产品结构看, 2008-2011 年公司均有精简单品, 砍掉中低端和销量小的产品。公司上市后, 乌江产品从 50 多个调整至 25 个, 惠通被收购后产品也从 180 个调整至 25 个。

图表 56: 涪陵榨菜提价及结构调整历史

时间	公司提价或结构调整	幅度
2008	160 余种产品品种及规格精简到不足 50 种	-
	0.5 元/70g 产品提价至 1 元/100g	提价 40%
2010	整合砍掉了 7 只中低端产品。	-
2011	整合砍掉销量小的产品 13 只	-
2012	100g 产品调整为 80g, 价格 1 元不变	提价 25%
2013	80g 产品调整为 70g, 价格 1 元不变	提价 14%
2014	70g 产品调整为 60g, 价格 1 元不变	提价 17%
2015-2016	鲜爽菜丝从 1 元/60g 提至 1.5 元/88g	提价 2%
2016/7	上调 11 个单品的到岸价格	提价幅度 8-12%
2017/2	上调 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格	提价幅度 15-17%
2017/11	88g 主力产品和 175g 脆口产品将调整为 80g 和 150g, 调规不调价	提价 10% 和 17%
2018/10	上调 80 克鲜脆菜丝 (全国版、北京版) 等 7 个单品的产品到岸价格	提价幅度约 10%

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

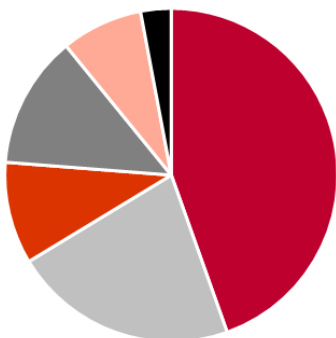
- 涪陵榨菜的提价驱动力一; 成本压力。**青菜头约占涪陵榨菜生产成本的

45%，通常年初新采购原料从当年二季度开始使用。2007 年以来涪陵地区的青菜头价格呈波动趋势，其中 2014 和 2017 年均创下新高。公司吨价与吨成本存在较强的相关性，且吨成本的变动领先于吨价，如 2008、2010、2014、2017 年吨价上涨，均带动当年或次年吨价加速提升。

- **涪陵榨菜的提价驱动力二：通胀。**榨菜作为大众消费品，其价格跟随 CPI 变动，跟调味品行业类似。

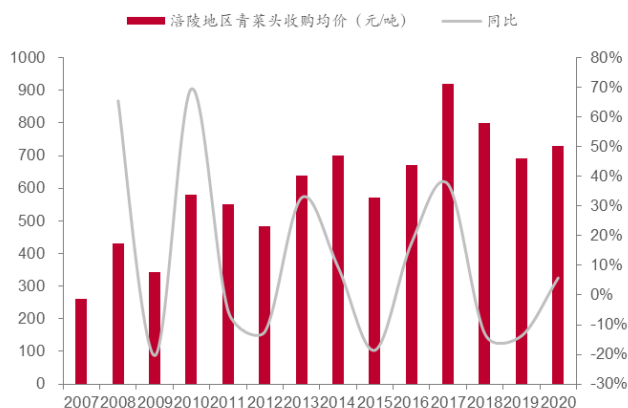
图表 57：青菜头占公司成本的 45%

■ 原材料 ■ 包材 ■ 其他材料 ■ 人工 ■ 制造费用 ■ 动力



来源：wind、中泰证券研究所

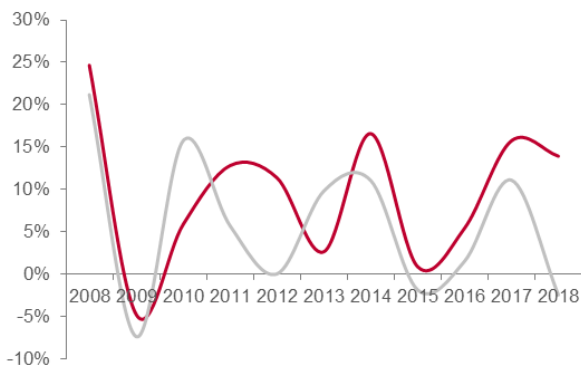
图表 58：涪陵地区青菜头收购价格



来源：涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

图表 59：涪陵榨菜吨价与吨成本高度相关

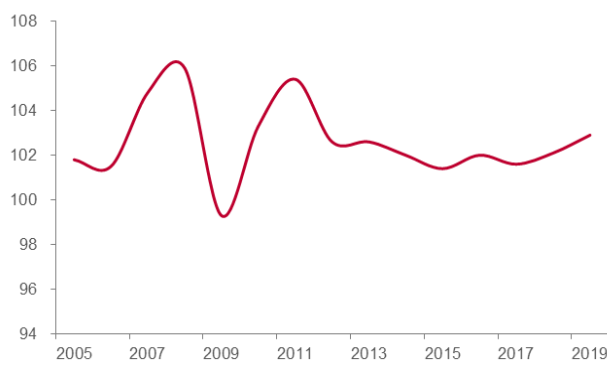
— 单价同比 — 吨成本同比



来源：wind、中泰证券研究所

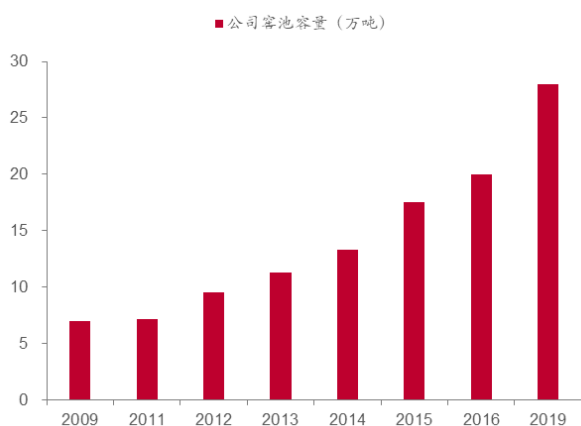
图表 60：CPI 持续上升

— CPI (上年=100)

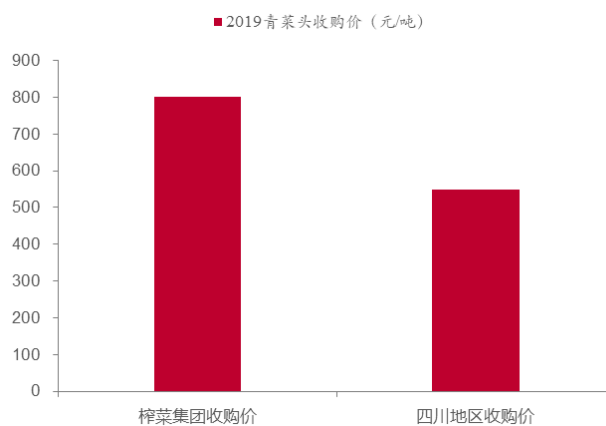


来源：wind、中泰证券研究所

- **通过自建窖池及跨地区建厂，公司有望平抑原材料价格波动。**公司窖池不够的情况下，半成品（一盐、二盐）价格波动会使成本大幅波动。榨菜产品产销和原料窖池的配比一般为 1:(1.5-2)，公司 15 万吨左右的产销量需要 30 万吨左右的窖池。近年来公司持续拓展窖池规模，至 2019 年中收储容量已达到 28 万吨，能有效避免原料波动带来的成本波动。此外，2019 年公司在涪陵地区的青菜头收购价为 800 元/吨，而四川地区为 450-600 元/吨，每顿收购价低 250 元左右。公司在四川眉山新建 5.3 万吨产能，加上原惠通约 2 万吨的产能，四川地区的产能将达到 7 万吨，可有效降低青菜头采购成本。

图表 61: 涪陵榨菜窖池容量持续扩张


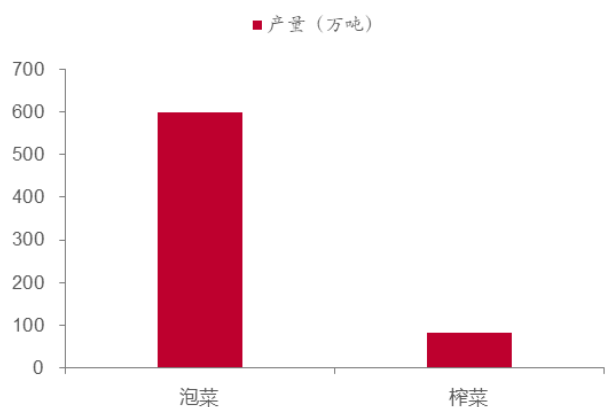
来源: wind、中泰证券研究所

图表 62: 2019 年四川地区青菜头收购价低于公司


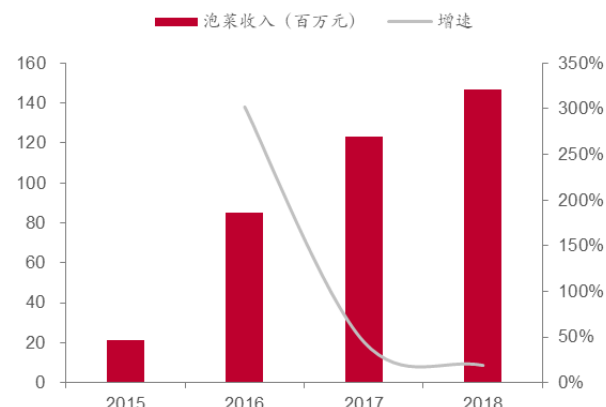
来源: 涪陵区榨菜办、中泰证券研究所

品类扩张可期, 泡菜及酱类空间广阔

- 泡菜行业市场容量大, 收购惠通发力泡菜。**根据四川省农业厅, 全国泡菜的产量约 600 万吨, 远超过榨菜的市场容量。四川泡菜产量 390 万吨, 产值达到 330 亿元。2015 年公司收购位于眉山的惠通泡菜, 并整合企业产品发力泡菜行业。2017 和 2018 年公司泡菜收入增长 45% 和 19%, 至 2018 年收入规模达到 1.5 亿元。

图表 63: 泡菜行业容量远超过榨菜


来源: 四川农业厅、中泰证券研究所

图表 64: 公司泡菜业务收入及增速


来源: wind、中泰证券研究所

- 公司依托地理优势, 有望发展川调。**公司地处重庆, 有望借助地理优势发展辣酱、火锅底料等川调产品。酱类市场空间大, 但细分种类多, 发展辣酱、豆瓣酱等能有效发挥区域优势。火锅底料作为川调之一, 也有可能成为公司发展品类。

盈利预测

- 涪陵榨菜是我国榨菜行业龙头，盈利能力突出，其依靠采购+渠道+品牌优势，拥有行业定价权。短期看，公司 2019 年调整蓄力，渠道库存消化至低位，2020 年轻装上阵。中长期看，消费场景扩张打开了榨菜品类空间，公司通过渠道下沉、新兴渠道拓展来带动销量提升；同时公司在同类产品中定位高端，可通过提价缓解成本压力和通胀。
- 我们的盈利预测基于以下假设：
 - (1) 公司龙头地位稳固，市占率将持续提升，榨菜行业受益消费场景扩张销量仍能保持增长；
 - (2) 受益于渠道下沉及新零售、电商、外卖等渠道开拓，叠加新建产能释放，2020-2021 年公司榨菜销量增速预计恢复至双位数；
 - (3) 基于公司拥有行业定价权，我们认为其榨菜业务毛利率将维持在目前较高的水平；
 - (4) 受益于渠道开拓，泡菜作为公司收购发展的重点品类，我们认为其收入将加速增长；
 - (5) 其他佐餐开胃菜基数小，增速受益渠道发展恢复快速增长。

图表 65：涪陵榨菜业务拆分预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
榨菜	收入 (百万元)	985.52	1284.26	1627.94	1681.74	1905.42	2137.88
	YOY		30.31%	26.76%	3.30%	13.30%	12.20%
	成本 (百万元)	518.64	657.67	692.88	672.70	733.58	833.77
	YOY		26.81%	5.35%	-2.91%	9.05%	13.66%
	毛利 (百万元)	466.88	626.59	935.06	1009.05	1171.83	1304.10
	毛利率	47.37%	48.79%	57.44%	60.00%	61.50%	61.00%
泡菜	收入 (百万元)	84.99	123.22	147.01	169.06	202.87	253.59
	YOY		44.98%	19.31%	15.00%	20.00%	25.00%
	成本 (百万元)	56.37	66.46	81.83	94.67	111.58	136.94
	YOY		17.90%	23.13%	15.70%	17.86%	22.73%
	毛利 (百万元)	28.62	56.76	65.18	74.39	91.29	116.65
	毛利率	33.67%	46.06%	44.34%	44.00%	45.00%	46.00%
榨菜酱油	收入 (百万元)	2.18	2.48	2.71	2.98	3.28	3.61
	YOY		13.76%	9.27%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本 (百万元)	2.13	2.53	3.76	2.92	3.21	3.53
	YOY		18.78%	48.62%	-22.30%	10.00%	10.00%
	毛利 (百万元)	0.05	-0.05	-1.05	0.06	0.07	0.07
	毛利率	2.35%	-	-	2.00%	2.00%	2.00%
其他佐餐开胃菜	收入 (百万元)	44.84	106.78	134.47	134.47	161.36	193.64
	YOY		138.14%	25.93%	0.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	24.51	57.19	67.80	67.24	80.68	96.82
	YOY		133.33%	18.55%	-0.83%	20.00%	20.00%
	毛利 (百万元)	20.33	49.59	66.67	67.24	80.68	96.82

	毛利率	45.34%	46.44%	49.58%	50.00%	50.00%	50.00%
	收入 (百万元)	3.29	3.50	2.23	2.23	2.23	2.23
	YOY		6.38%	-36.29%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	成本 (百万元)	6.07	3.34	0.61	0.60	0.60	0.60
	YOY		-44.98%	-81.74%	-1.30%	0.00%	0.00%
	毛利 (百万元)	-2.78	0.16	1.62	1.63	1.63	1.63
	毛利率	-	4.64%	72.68%	73.00%	73.00%	73.00%

来源：中泰证券研究所，wind

- 我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 19.90、22.75、25.91 亿元，归母净利润分别为 6.05、7.52、8.83 亿元，EPS 分别为 0.77、0.95、1.12 元，对应 2020-2021 年 PE 为 30 倍、26 倍。考虑到调味品板块整体景气度高，公司具备子行业定价权，参考可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 66：涪陵榨菜盈利预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,520	1,914	1,990	2,275	2,591
增长率 yoy%	35.64%	25.92%	3.98%	14.30%	13.88%
净利润	414	662	605	752	883
增长率 yoy%	61.00%	59.78%	-8.60%	24.30%	17.44%
每股收益 (元)	0.52	0.84	0.77	0.95	1.12
每股现金流量	0.66	0.71	0.74	0.80	1.53
净资产收益率	21.48%	26.78%	20.02%	20.21%	19.36%
P/E	55.18	34.53	37.78	30.40	25.88
PEG	2.51	3.42	1.15	1.38	2.57
P/B	11.85	9.25	7.56	6.14	5.01

来源：wind、中泰证券研究所

图表 67：调味品可比公司估值表

股票名称	股价 (元)	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
恒顺醋业	18.22	0.45	0.49	0.57	40	37	32
中炬高新	43.49	0.91	1.08	1.39	48	40	31
千禾味业	24.37	0.47	0.59	0.72	52	41	34
海天味业	105.58	1.94	2.33	2.76	54	45	38
天味食品	43.19	0.75	0.86	1.09	58	50	40
日辰股份	46.79	0.90	1.17	1.49	52	40	31

来源：中泰证券研究所，wind (采用 2020 年 3 月 11 日收盘价)

风险提示

- 全球疫情反复及全球经济增速放缓。新冠疫情向全球蔓延，可能导致全球经济增长放缓。
- 原材料价格波动的风险。榨菜的主要原料是青菜头，占生产成本的 40%

以上，若受供求影响价格大幅波动，将影响公司毛利率水平。

- **食品安全控制风险。**如果公司的质量管理工作出现疏忽或因为其他原因发生产品质量问题，不但会产生赔偿风险，还可能影响公司的信誉和公司产品的销售。因此，公司存在由于产品质量安全控制出现失误而带来的潜在经营风险。

图表 68: 涪陵榨菜三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,520	1,914	1,990	2,275	2,591	货币资金	142	1,128	1,613	2,149	3,279
增长率	35.6%	25.9%	4.0%	14.3%	13.9%	应收款项	6	12	7	14	10
营业成本	-787	-847	-838	-930	-1,072	存货	248	330	89	365	141
%销售收入	51.8%	44.2%	42.1%	40.9%	41.4%	其他流动资产	1,128	340	736	537	641
毛利	733	1,067	1,152	1,345	1,519	流动资产	1,524	1,810	2,445	3,066	4,070
%销售收入	48.2%	55.8%	57.9%	59.1%	58.6%	%总资产	61.3%	60.8%	67.1%	71.3%	76.4%
营业税金及附加	-26	-30	-31	-36	-41	长期投资	2	2	2	2	2
%销售收入	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	719	761	735	707	677
营业费用	-219	-281	-398	-410	-415	%总资产	28.9%	25.6%	20.2%	16.4%	12.7%
%销售收入	14.4%	14.7%	20.0%	18.0%	16.0%	无形资产	118	155	187	219	250
管理费用	-48	-59	-60	-68	-78	非流动资产	961	1,169	1,198	1,236	1,254
%销售收入	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	38.7%	39.2%	32.9%	28.7%	23.6%
息税前利润 (EBIT)	440	698	663	832	986	资产总计	2,484	2,978	3,643	4,302	5,325
%销售收入	28.9%	36.5%	33.3%	36.6%	38.1%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	2	3	4	3	3	应付款项	426	331	468	417	607
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	44	69	56	63	59
资产减值损失	3	3	6	3	3	流动负债	470	400	525	479	666
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	24	53	50	50	50	其他长期负债	86	107	97	102	99
%税前利润	5.0%	7.1%	6.9%	5.6%	4.8%	负债	556	507	621	581	765
营业利润	469	758	724	888	1,043	普通股股东权益	1,928	2,471	3,022	3,721	4,560
营业利润率	30.8%	39.6%	36.4%	39.1%	40.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	18	-7	0	2	2	负债股东权益合计	2,484	2,978	3,643	4,302	5,325
税前利润	487	751	724	890	1,045	比率分析					
利润率	32.0%	39.2%	36.4%	39.1%	40.3%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-74	-117	-107	-133	-156	每股指标					
所得税率	15.1%	15.6%	14.8%	14.9%	14.9%	每股收益 (元)	0.52	0.84	0.77	0.95	1.12
净利润	414	662	605	752	883	每股净资产 (元)	2.44	3.13	3.83	4.71	5.78
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.66	0.71	0.74	0.80	1.53
归属于母公司的净利润	414	662	605	752	883	每股股利 (元)	0.15	0.15	0.07	0.07	0.06
净利率	27.2%	34.6%	30.4%	33.0%	34.1%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	21.48%	26.78%	20.02%	20.21%	19.36%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	16.67%	22.22%	16.60%	17.48%	16.58%
净利润	414	662	605	752	883	投入资本收益率	31.16%	37.78%	46.19%	54.34%	57.24%
加: 折旧和摊销	59	58	60	63	66	增长率					
资产减值准备	3	3	0	0	0	营业总收入增长率	35.64%	25.92%	3.98%	14.30%	13.88%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	69.54%	62.34%	-5.49%	24.28%	17.56%
财务费用	0	0	-4	-3	-3	净利润增长率	61.00%	59.78%	-8.60%	24.30%	17.44%
投资收益	-24	-53	-50	-50	-50	总资产增长率	28.56%	19.89%	22.31%	18.09%	23.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	资产管理能力					
营运资金的变动	-486	704	-28	-129	312	应收账款周转天数	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
经营活动现金流	523	559	582	632	1,208	存货周转天数	49.7	54.3	37.9	36.0	35.2
固定资本投资	-29	-156	-60	-60	-50	应付账款周转天数	40.7	39.0	39.9	39.4	39.6
投资活动现金流	-600	545	-47	-47	-37	固定资产周转天数	172.7	139.1	135.3	114.1	96.2
股利分配	-118	-118	-54	-53	-44	偿债能力					
其他	67	0	4	3	3	净负债/股东权益	-58.52%	-65.27%	-71.12%	-88.13%	-125.00%
筹资活动现金流	-51	-118	-50	-49	-41	EBIT利息保障倍数	-203.5	-217.9	-167.5	-257.5	-310.0
现金净流量	-129	986	485	536	1,130	资产负债率	22.40%	17.03%	17.05%	13.51%	14.37%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。