

# 涪陵榨菜 (002507.SZ)

## 龙头优势凸显，多管齐下蓄势待发

站在当下，看行业之变。从整个榨菜生产产业链来看：**1) 生产端：龙头原料采购优势凸显，监管趋严加速行业出清。**上游青菜头易受天气影响，产量、价格波动明显，而每一次的产量缩减、价格上升，都将进一步凸显龙头原材料采购的优势，从而加速行业集中度提升。我们认为，今年青菜头价格大幅上涨，龙头将获得份额收割的机会。**2) 需求端：消费场景有望逐步打开。**从下游来看，榨菜行业一直被认为是相对存量的市场（行业增速仅为个位数），包装榨菜替代散装榨菜是结构性增长的核心逻辑，而疫情期间，榨菜终端销售火爆，同时龙头涪陵榨菜今年加大广告宣传等方面投入力度，试图打开终端消费场景，我们认为行业天花板或将出现上移。

**三个维度看涪陵榨菜基本面。1、成本端波动及盈利能力影响分析：**历史复盘发现公司通过提价顺利对冲原材料成本上行，实现毛利率稳步走高。2021年青菜头价格创历史新高，将会对榨菜生产企业的成本端造成较大压力。我们预计涪陵榨菜毛利率仍将维持较为稳定水平，主要原因系：**1) 原材料价格上涨传导至成本端存在时滞。2) 智能化车间降本增效提高生产效率。3) 生产规模效应有待释放。4) 预计不排除价格体系上调可能性。生产效率提升+规模效应释放成为对冲成本压力新手段。****2、渠道端：县级市场进入增量阶段，渠道库存良性。**目前县级市场由开发、留存阶段过渡到增量阶段，且新增经销商成熟度有望提升。另外公司内部管理体制变革，调动了员工积极性。**3、销售费用投放进入上行周期。**我们将销售费用率与营收增速、归母净利润增速进行拟合，发现销售费用投放对公司当年营收拉动作用较小，但T年销售费用率与T+2年营收增速拟合效果显著加强。我们预计今年公司广告投入将给未来2-3年的增长提供必要支撑。

**怎么看现在的估值水平？**从估值上看，上市以来公司平均PE(TTM)为38倍，截至2021年3月5日，公司PE(TTM)为43倍，略高于历史平均水平。从历史走势看，2016-2018年随公司业绩持续释放，市场关注度提升，公司估值水平上行探至50倍水平。但渠道库存问题暴露，2019年业绩增速放缓，估值也随之同步下调，2019年9月PE(TTM)低至26倍。2019年公司改革持续推进，改革红利逐步释放，估值水平稳步走高（2021年2月PE(TTM)为60倍）。近期随着板块整体回调，涪陵榨菜的估值亦出现回落，高估值风险一定程度上有所释放，下行空间有限。

**投资建议：**预计公司20/21/22年营收分别为22.7/31.7/37.2亿元，同比+14.2%/39.5%/17.4%；归母净利润7.8/9.0/11.8亿元，同比+28.4%/16.1%/30.5%；对应PE为43/37/29倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,914	1,990	2,273	3,172	3,723
增长率 yoy (%)	25.9	3.9	14.2	39.5	17.4
归母净利润(百万元)	662	605	777	903	1,178
增长率 yoy (%)	59.8	-8.6	28.4	16.1	30.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.84	0.77	0.98	1.14	1.49
净资产收益率(%)	26.8	21.1	22.8	21.7	22.9
P/E(倍)	51.0	55.7	43.4	37.4	28.6
P/B(倍)	13.6	11.7	9.9	8.1	6.5

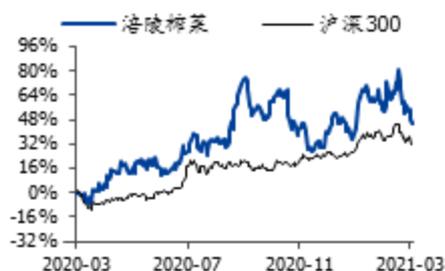
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	42.72
总市值(百万元)	33,721.34
总股本(百万股)	789.36
其中自由流通股(%)	98.53
30日日均成交量(百万股)	8.33

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

##### 研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

#### 相关研究

- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：Q4 业绩表现亮眼，高举高打新年新气象》2021-02-27
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：渠道加速下沉，费用投放加大》2020-10-23
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：业绩表现亮眼，定增扩产促发展》2020-08-21

**财务报表和主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1810	1636	2042	2625	3297
现金	1128	956	1314	1598	2372
应收票据及应收账款	8	0	9	4	11
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	6	6	8	11	11
存货	330	414	451	752	642
其他流动资产	338	261	261	261	261
<b>非流动资产</b>	1169	1726	1845	2278	2477
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	761	909	1055	1480	1684
无形资产	155	151	159	162	167
其他非流动资产	253	666	631	636	626
<b>资产总计</b>	2978	3362	3887	4903	5774
<b>流动负债</b>	400	385	370	643	516
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	74	76	98	144	137
其他流动负债	326	309	271	499	379
<b>非流动负债</b>	107	106	106	106	106
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	107	106	106	106	106
<b>负债合计</b>	507	491	475	749	622
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	1661	2061	2605	3236	4061
归属母公司股东权益	2471	2871	3412	4154	5152
<b>负债和股东权益</b>	2978	3362	3887	4903	5774

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	559	517	755	937	1227
净利润	662	605	777	903	1178
折旧摊销	58	70	66	89	114
财务费用	-3	-5	-25	-28	-41
投资损失	-53	-34	0	0	0
营运资金变动	-110	-127	-63	-27	-25
其他经营现金流	6	8	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	545	-613	-185	-521	-314
资本支出	292	648	119	432	199
长期投资	780	0	0	0	0
其他投资现金流	1617	35	-66	-89	-114
<b>筹资活动现金流</b>	-118	-205	-212	-132	-139
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-118	-205	-212	-132	-139
<b>现金净增加额</b>	986	-301	358	284	774

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1914	1990	2273	3172	3723
营业成本	847	823	957	1332	1544
营业税金及附加	30	29	32	44	52
营业费用	281	407	336	698	707
管理费用	59	63	58	63	74
研发费用	1	10	15	21	25
财务费用	-3	-5	-25	-28	-41
资产减值损失	3	0	0	0	0
其他收益	35	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	53	34	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	786	719	915	1062	1386
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	7	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	778	712	914	1062	1386
所得税	117	107	137	159	208
<b>净利润</b>	662	605	777	903	1178
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	662	605	777	903	1178
EBITDA	802	753	947	1107	1441
EPS (元)	0.84	0.77	0.98	1.14	1.49

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.9	3.9	14.2	39.5	17.4
营业利润(%)	67.3	-8.5	27.3	16.1	30.5
归属于母公司净利润(%)	59.8	-8.6	28.4	16.1	30.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	55.8	58.6	57.9	58.0	58.5
净利率(%)	34.6	30.4	34.2	28.5	31.6
ROE(%)	26.8	21.1	22.8	21.7	22.9
ROIC(%)	24.6	19.5	21.3	20.3	21.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.0	14.6	12.2	15.3	10.8
净负债比率(%)	-45.7	-33.3	-38.5	-38.5	-46.0
流动比率	4.5	4.2	5.5	4.1	6.4
速动比率	3.7	3.2	4.3	2.9	5.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	401.3	482.6	482.6	482.6	482.6
应付账款周转率	9.2	11.0	11.0	11.0	11.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.77	0.98	1.14	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	0.79	0.96	1.19	1.55
每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.64	4.32	5.26	6.53
<b>估值比率</b>					
P/E	51.0	55.7	43.4	37.4	28.6
P/B	13.6	11.7	9.9	8.1	6.5
EV/EBITDA	40.7	43.6	34.3	29.1	21.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1、站在当下，看行业之变.....	4
1.1 生产端：龙头原料采购优势凸显，监管趋严加速行业出清.....	4
1.2 需求端：消费场景有望逐步打开.....	6
2、三个维度看涪陵榨菜基本面.....	7
2.1 成本端波动及盈利能力影响分析.....	7
2.2 渠道端：县级市场进入增量阶段，渠道库存良性.....	8
2.3 销售费用投放进入上行周期.....	9
3、怎么看现在的估值水平？.....	11
风险提示.....	11

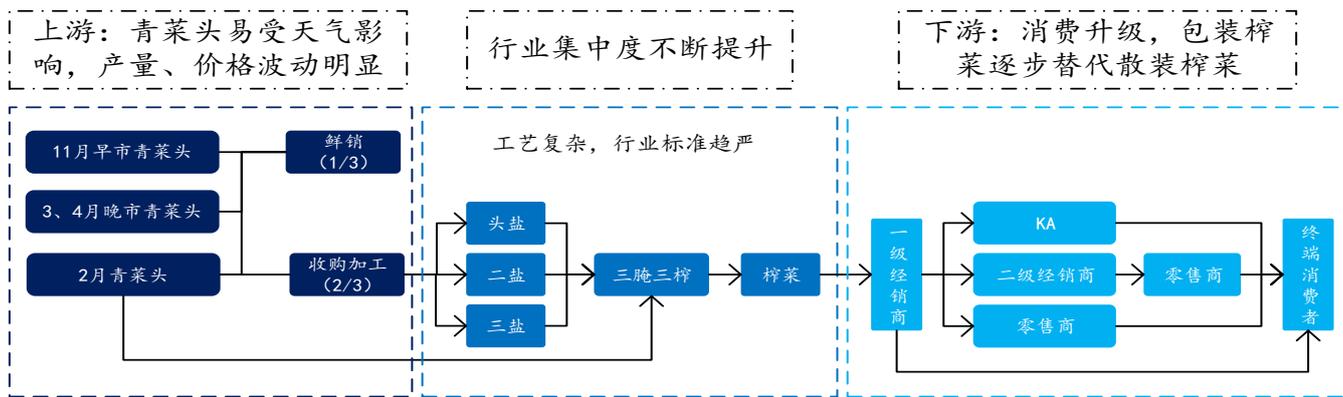
## 图表目录

图表 1: 榨菜行业产业链梳理.....	4
图表 2: 近年来浙江省余姚市种植面积有所降低.....	4
图表 3: 涪陵区青菜头的种植面积.....	4
图表 4: 浙江地区余姚市青菜头的产量.....	5
图表 5: 涪陵地区青菜头的产量.....	5
图表 6: 青菜头生产地区分布情况.....	5
图表 7: 涪陵地区榨菜企业数量逐步减少（个）.....	5
图表 8: 2019年涪陵区榨菜收购数量占比.....	6
图表 9: 2008年包装榨菜行业市占率.....	6
图表 10: 2019年包装榨菜行业市占率.....	6
图表 11: 榨菜行业增长的主要驱动因素拆解.....	6
图表 12: 2019年我国酱腌制品产量占比.....	6
图表 13: 榨菜新鲜时尚的吃法打破了人们对榨菜的固有认知.....	7
图表 14: 榨菜的消费场景分类.....	7
图表 15: 涪陵区青菜头收购价格的变化及原因.....	8
图表 16: 公司产能情况梳理.....	8
图表 17: 公司良好的应对措施使得历次涨价均未影响到公司的利润水平，毛利率一直保持稳步上升状态.....	8
图表 18: 涪陵榨菜各区域营收占比走势图.....	9
图表 19: 公司县级市场开发数量.....	9
图表 20: 涪陵榨菜营收 YOY、归母净利润 YOY 及销售费用率对比.....	10
图表 21: T年销售费用率与 T+2年营收增速对比.....	10
图表 22: 近年来公司开始加大广告宣传的投放力度.....	10
图表 23: 2021年公司在央视、梯媒及互联网均投放广告.....	10
图表 24: 公司历年广告投放梳理.....	10
图表 25: 涪陵榨菜 PE (TTM) 走势图.....	11

## 1、站在当下，看行业之变

经过分析，从整个榨菜生产产业链来看：上游青菜头易受天气影响，产量、价格波动明显，而每一次的产量缩减、价格上升，都将进一步凸显龙头原材料采购的优势，从而加速行业集中度提升。我们认为，今年青菜头价格大幅上涨，对榨菜企业成本端扰动的同时，龙头亦将获得份额收割的机会。此外，从下游来看，榨菜行业一直被认为是相对存量的市场（行业增速仅为个位数），包装榨菜替代散装榨菜是结构性增长的核心逻辑，而疫情期间，榨菜终端销售火爆，同时行业龙头涪陵榨菜今年加大广告宣传等方面的投入力度，试图打开终端消费场景，我们认为行业的天花板或将出现上移。

图表 1：榨菜行业产业链梳理



资料来源：公司公告，中国产业信息网，国盛证券研究所

### 1.1 生产端：龙头原料采购优势凸显，监管趋严加速行业出清

浙江地区青菜头供给缩减，涪陵产区重要性日益提升。从青菜头的生产地区来看，重庆涪陵、重庆其他地区、浙江、四川以及其他地区的占比分别约为 46%、14%、24%、8%、8%，因此我们主要跟踪重庆及浙江两个主产区的青菜头种植情况。综合来看，不可抗力（如疫情、自然灾害）和农户种植意愿是影响青菜头产量的两大关键因素。2020 年浙江地区自然灾害导致青菜头大幅减产。据余姚市榨菜协会数据，近年浙江榨菜主产区种植面积略有走低（2020 年余姚市种植面积约为 6 万亩，产量约为 21 万吨，同比下滑约 28%）。而涪陵区人民政府的数据显示，2020 年涪陵地区种植面积约 73 万亩（全市种植青菜头 185.6 万亩，较上年减少 4.4 万亩），产量约为 161 万吨，同比仍有微增（+0.4%）。

图表 2：近年来浙江省余姚市种植面积有所降低



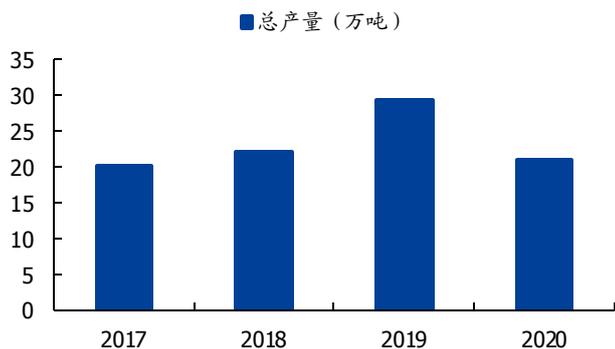
资料来源：余姚市榨菜协会，国盛证券研究所

图表 3：涪陵区青菜头的种植面积



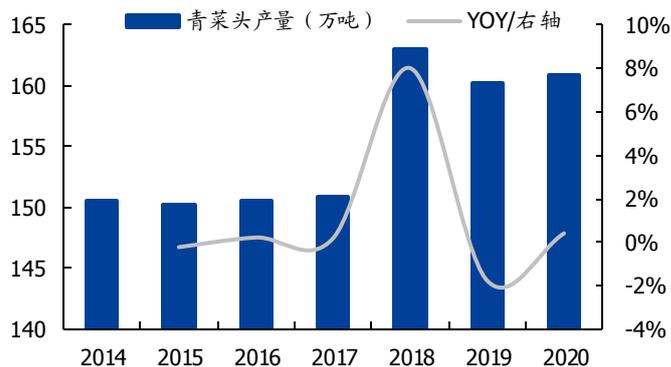
资料来源：重庆市涪陵区人民政府，公司公告，国盛证券研究所

图表 4: 浙江地区余姚市青菜头的产量



资料来源: 余姚市人民政府, 国盛证券研究所

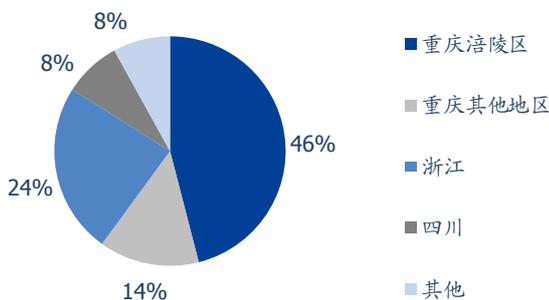
图表 5: 涪陵地区青菜头的产量



资料来源: 重庆市涪陵区人民政府, 国盛证券研究所

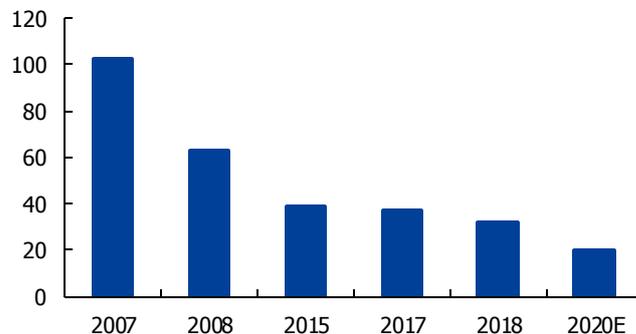
**环保监管层面趋严, 倒逼中小企业出清。**榨菜生产作为污染性行业, 行业环保监管日趋加严。桐乡县近年来不断出台整治榨菜行业环境问题的相关文件, 并于 2019 年 6 月印发《关于进一步加强榨菜(蔬菜)行业环境监管工作的通知》, 两个月内清空菜窖 34 个, 调运处置咸水 20 吨, 同时计划两年时间全部腾退 18 家现有企业, 经过兼并重组保留 2 个工业聚焦点, 实现统一集中管理。另一方面, 据《涪陵榨菜产业十三·五发展规划》, 期望 2020 年将涪陵区榨菜生产企业进一步压缩至 20 家以下, 我们认为这均为龙头发展创造了机会。

图表 6: 青菜头生产地区分布情况



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

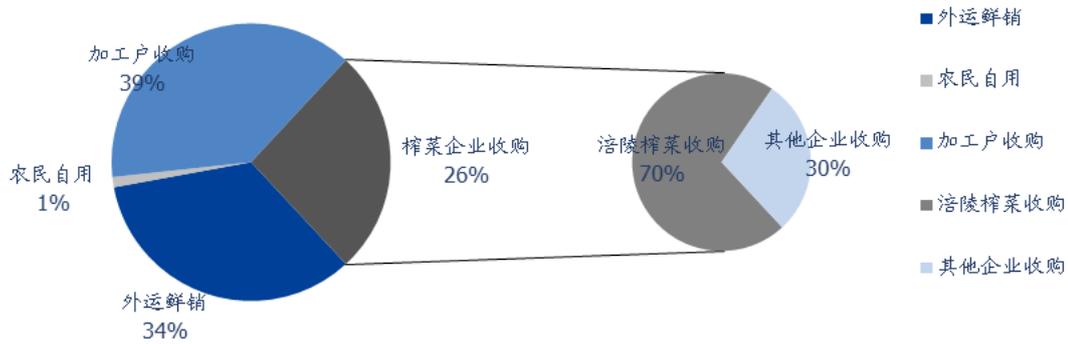
图表 7: 涪陵地区榨菜企业数量逐步减少 (个)



资料来源: 涪陵榨菜行业协会, 国盛证券研究所 (注: 2020 年企业数为《涪陵榨菜产业十三·五发展规划》规划值)

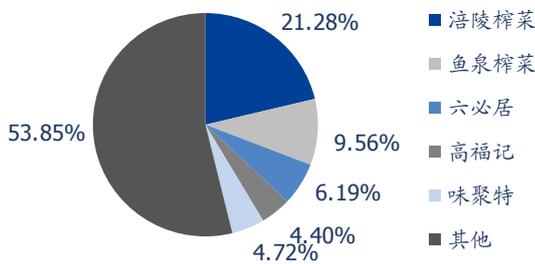
**涪陵榨菜原材料采购具有绝对优势, 行业集中度提升加速。**根据涪陵区人民政府数据, 榨菜企业收购的青菜头占比约 26%, 而涪陵榨菜所采购的青菜头在其中的占比约为 70%。因此, 在涪陵地区青菜头没有减产的情况下, 涪陵榨菜的原材料收购有保障, 浙江企业首先将受到挤压。同时, 今年青菜头价格创历史新高, 对企业储备原料的资金能力提出要求, 中小企业或因此退出。据涪陵榨菜公司公告, 包装榨菜行业 CR5 从 2008 年的 46% 提升到 2019 年的 72%, 其中涪陵榨菜 2019 年市占率为 36%, 与第二名鱼泉榨菜逐渐拉开差距, 2008 年/2019 年涪陵榨菜市占率分别为鱼泉的 2 倍、3 倍。

图表 8: 2019年涪陵区榨菜收购数量占比



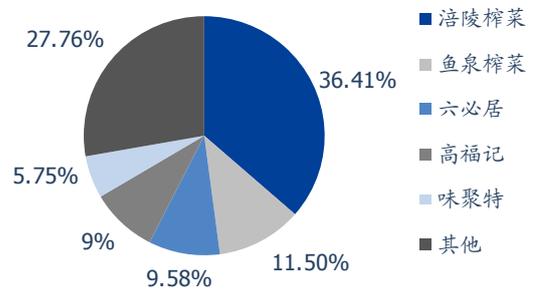
资料来源: 重庆市涪陵区人民政府, 国盛证券研究所

图表 9: 2008年包装榨菜行业市占率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2019年包装榨菜行业市占率

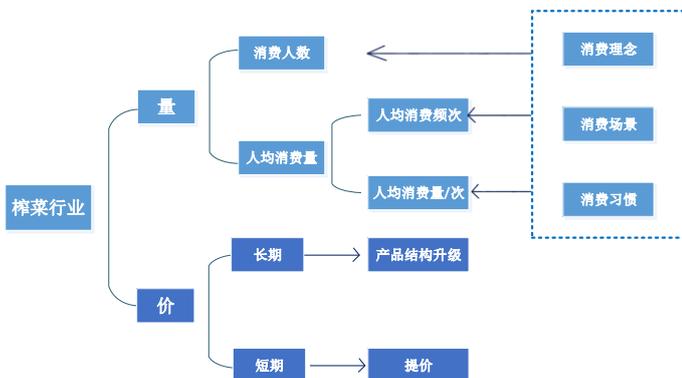


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 需求端: 消费场景有望逐步打开

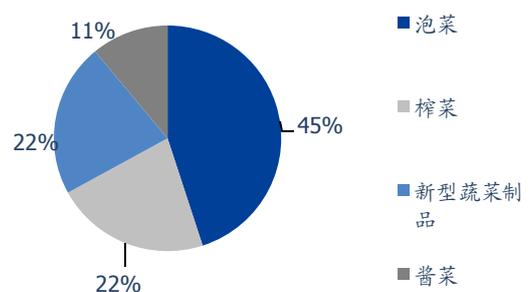
疫情期间榨菜终端需求火爆, 消费场景有望顺势打开。疫情催化下, 人们的消费习惯、生活方式均发生一定程度变化, 同时线上社交网络平台渗透力度加大, 抖音、小红书等网络社交平台关于榨菜的多种新鲜的吃法、做法加速佐餐产品食用场景的开拓。根据华经情报网的数据, 目前榨菜的食用场景多下饭、煲汤及料理制作, 休闲零食及其他的场景较少。目前龙头涪陵榨菜加大广告投放力度, 在央视、梯媒及互联网平台进行广告宣传, 多角度呈现榨菜多元化食用场景, 我们认为这将有助于榨菜行业空间扩容。

图表 11: 榨菜行业增长的主要驱动因素拆解



资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 12: 2019年我国酱腌制品产量占比

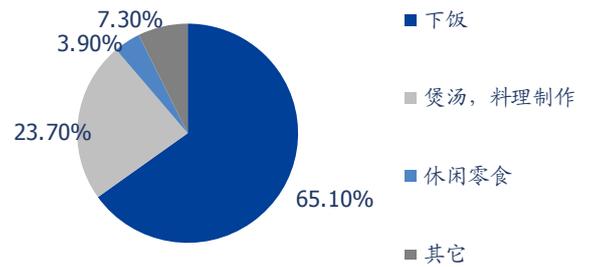


资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表 13: 榨菜新鲜时尚的吃法打破了人们对榨菜的固有认知



图表 14: 榨菜的消费场景分类



资料来源: 小红书, 国盛证券研究所

资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

## 2、三个维度看涪陵榨菜基本面

### 2.1 成本端波动及盈利能力影响分析

**历史复盘:** 公司通过提价顺利对冲原材料成本上行, 实现毛利率稳步走高。我们梳理了涪陵地区青菜头历年价格走势, 发现因为天气、供需失衡等原因, 青菜头吨价波动性较高, 其中 2016 年冰雪极端恶劣天气导致 2017 年青菜头价格大幅提升 37%, 其他年份如 2014 年、2016 年、2020 年青菜头亦出现不同程度的上涨, 但是从毛利率的走势来看, 涪陵榨菜的毛利率水平仍每年稳步走高。我们认为主要原因系公司通过缩包装、直接提价等多种方式实现价格提升, 顺利转移成本压力。

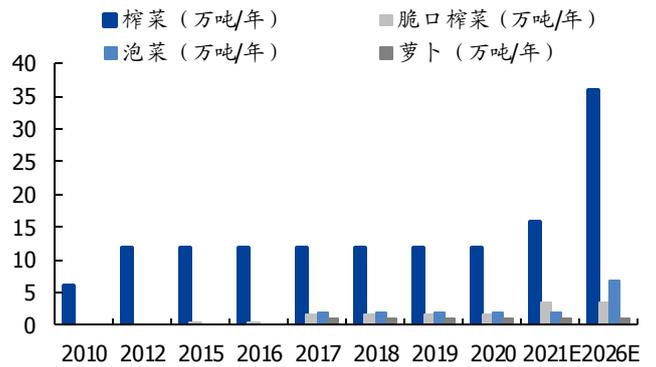
**未来展望:** 青菜头价格创历史新高, 生产效率提升+规模效应释放成为对冲成本压力新手段。根据《重庆日报》, 2020 年青菜头减产, 2 月 14 日涪陵青菜头收购价格为 1350 元/吨, 2 月 15 日上调至 1450 元/吨, 同比增幅超 50%, 增长幅度创历史新高, 将会对榨菜生产企业的成本端造成较大压力。**我们预计涪陵榨菜毛利率仍将维持较为稳定水平, 主要原因系:** **1) 原材料价格上涨传导至成本端存在时滞。** 由于青菜头属一年一季农作物, 采购时间通常在 2 月, 经工艺加工可长时间储存, 而三腌三榨工艺用时约 4 个月方可将青菜头粗加工产品投入生产; **2) 智能化车间降本增效提高生产效率。** 根据《央视财经》报道, 公司智能车间功效提高约 15%, 原料损耗降低 20%, 1.6 万吨榨菜生产所需人数从 300 人降低至 28 人, 人员工资可以降低约 1000 万; **3) 生产规模效应有待释放。** 根据公司定增项目, 预计 2026 年将新增 40.7 万吨原料窖池至 67.7 万吨、新增 20 万吨榨菜产能至 36 万吨; **4) 预计不排除价格体系上调可能性。** 2020 年 6 月公司已经对 80g 主力产品缩包装至 70g, 提价幅度约为 14%, 同时根据草根调研, 2020 年底公司对 150g 脆口缩包装至 130g, 进行缩包装提价。我们认为榨菜消费者对价格敏感性较低, 公司龙头地位稳固, 提价仍然是对冲成本上涨的重要手段之一, 因此我们预计不排除其提价的可能性。

图表 15: 涪陵区青菜头收购价格的变化及原因



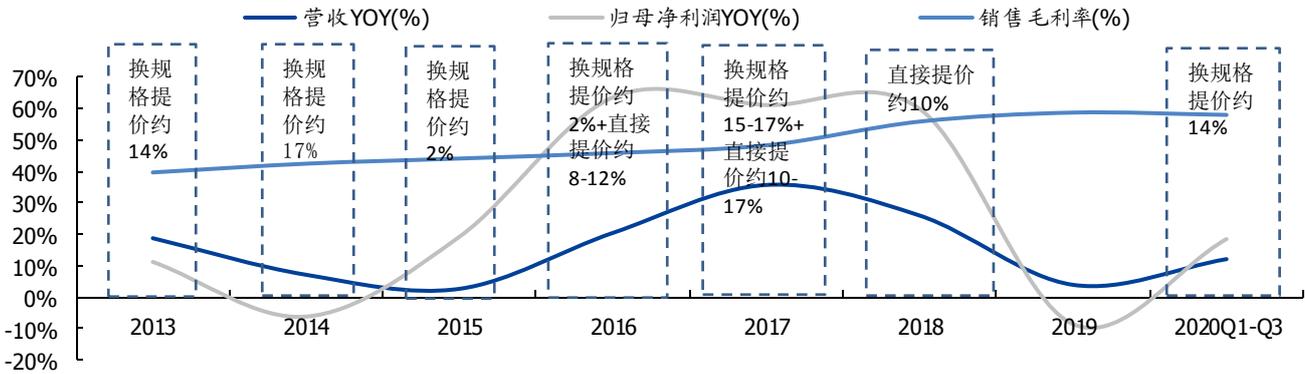
资料来源: 重庆市涪陵区人民政府, 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 目前采购未结束, 2021年青菜头价格为2月15日收购价, 而非平均采购价)

图表 16: 公司产能情况梳理



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 公司良好的应对措施使得历次涨价均未影响到公司的利润水平, 毛利率一直保持稳步上升状态



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.2 渠道端: 县级市场进入增量阶段, 渠道库存良性

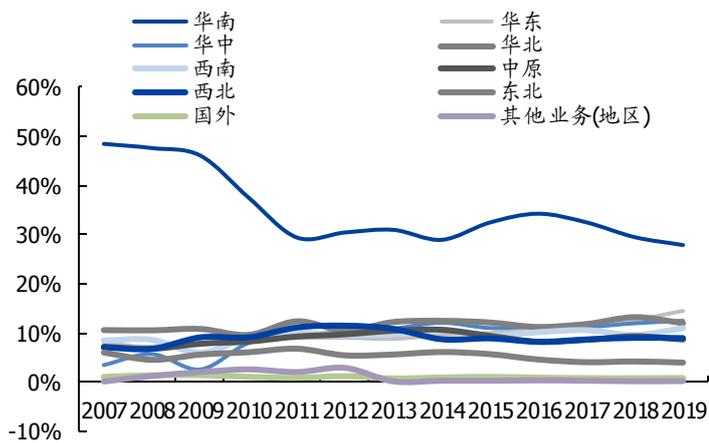
渠道管理一直是涪陵榨菜的重要议题, 渠道库存高企曾经是其历史上曾发生严重问题。复盘过去, 可以将渠道战略分为以下几个阶段:

- **2009年**, 为快速抢占市场份额, 推出**战略经销商制**, 将公司与经销商之间的简单利益关系变为合作伙伴关系, 通过高返利吸引渠道经销商的快速加盟, 实现市占率的快速提升 (根据中国产业信息网数据, 2009年约为21%, 2012年约为26%)。
- **2013年**, 为配合“国粹”新版榨菜的推广, 引入**差异化经销商战略**以促进渠道下沉。差异化经销商战略即降低成熟市场经销商的考核指标以及降低空白市场潜在合作者标准, 这既保证了已有成熟市场经销商的基本利益, 又扩大了空白市场经销商队伍, 渠道规模得到扩大。
- **2018年**, 为丰富不同区域品种种类和抢占竞品渠道经销商, 推出“**大水漫灌**”活动, 即经销商每购买4件80g产品加1件脆口产品就送1件脆口产品, 这一活动迅速带动了经销商拿货积极性。但同时销售费用投放未能匹配的情况下, 开始出现渠道库存高企等问题。
- **2019年**, 渠道改革年, 优化经销商政策、新增经销商实现渠道下沉。2019年公司办事处由37个裂变至67个, 经销商较2018年增加400家 (增长幅度约33%),

分担现有经销商库存压力。同时公司优化经销商激励策略,改变以前完成任务奖励、完不成罚款的方案,取消罚款制度,渠道库存趋于良性。同时,公司2019年加大销售费用投放的措施亦帮助渠道进一步清理。随着2020年初疫情爆发,终端动销进一步加速,整体渠道库存探至历史低点,库存良性。

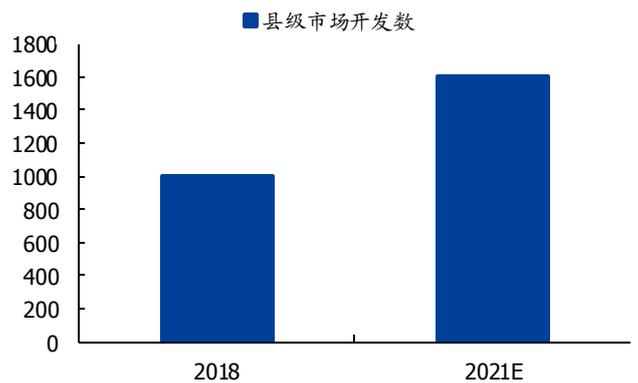
**看当下: 县级市场进入增量阶段, 渠道库存良性。**我们认为公司前期改革红利将逐步释放: **1) 县级市场由开发、留存阶段过渡到增量阶段。**根据公司公告, 2020年县级市场为增长贡献较大增量, 目前浙江、广东等发达地区已经下沉到乡镇, 整体县级市场销售额增速超30%。但相比于地级市场, 县级市场人均消费量较低, 较多县城仅10~20万元发货量, 较好的市场可达300~500万, 县级市场仍有较大成长空间。今年来看, 公司目标继续开发200个县级市场至1600个, 同时我们认为县级市场的深耕将进一步成为公司的渠道重点, 并为增长提供支撑; **2) 新增经销商成熟度有望提升。**根据公司2019年年报, 涪陵榨菜目前拥有1600多家一级经销商, 在公司大力开发经销商的情况下, 2020年公司已经拥有县级经销商1300余家, 我国共有1900多个县级市场, 因此经销商数量仍有一定提升空间。在数量增加的同时, 我们认为经销商成熟度仍可加强, 尤其新增县级市场的经销商仍处在初期培育阶段, 随着培育的成熟, 销量贡献有望提升。另外公司内部管理体制变革, 从薪酬激励、优胜劣汰两个方面标准化考核, 充分调动了员工积极性。

图表 18: 涪陵榨菜各区域营收占比走势图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 公司县级市场开发数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

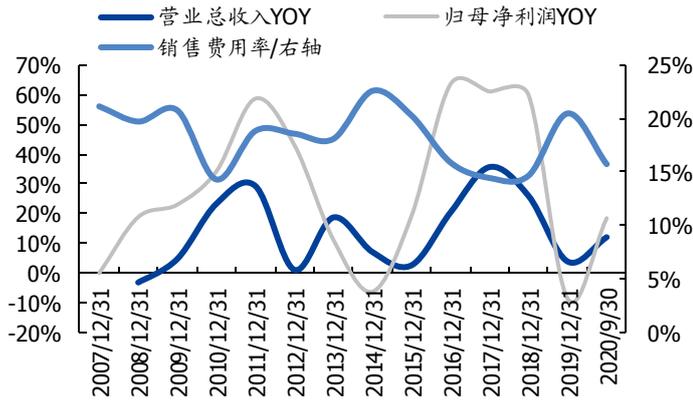
### 2.3 销售费用投放进入上行周期

通过历史的复盘, 公司在销售费用投放上亦存在周期性, 2007-2008年、2014年以及2019年均均为销售费用投放的大年, 其中2019年广告宣传推广费率达到高点(12.5%)。从销售费用的投放效果来看, 我们将销售费用率与营收增速、归母净利润增速进行拟合, 可以发现:

- 1) 销售费用率与归母净利润增速间大体呈反比。
- 2) 销售费用投放对当年营收拉动作用较小, 但T年销售费用率与T+2年营收增速拟合效果显著加强。

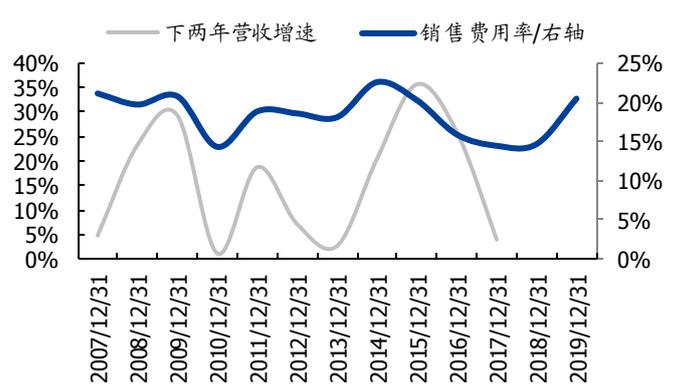
今年, 公司大幅加大广告宣传费用投放, 1月16日已经在央视、梯媒以及互联网平台上投放广告。我们认为广告宣传有利于公司品牌力强化, 有助于长期行业空间扩容, 同时对营收实现明显拉动作用, 预计今年广告投入将给公司未来2-3年的增长提供必要支撑。

图表 20: 涪陵榨菜营收 YOY、归母净利润 YOY 及销售费用率对比



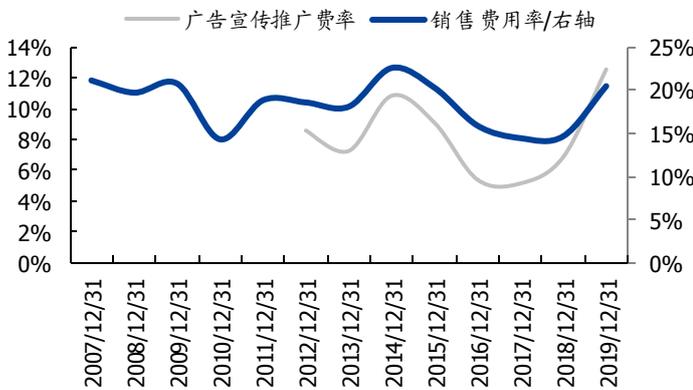
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: T 年销售费用率与 T+2 年营收增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 近年来公司开始加大广告宣传的投放力度



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2021 年公司在央视、梯媒及互联网均投放广告



资料来源: 涪陵在线, 国盛证券研究所

图表 24: 公司历年广告投放梳理

时间节点	广告形式	广告效果
2007 年	央视黄金时间段投放, 张铁林为形象代言人	走入公众视野, 乌江榨菜享誉全国, 赢得消费者喜爱
2013 年	更换国粹版包装, 宣传融入中国传统文化	宣传榨菜“蒸鱼、焖肉、涮火锅”等用途, 打破人们对榨菜消费的固有认知
2016 年	线下体验式营销, ABC 类商超为主战场, 通过“红动中国”品牌传播、试吃体验营销、标准化陈列打击竞争对手	有力打击了竞品, 提升了市场份额
2019 年	马拉松赛事营销(广告标语“乌江榨菜, 运动补盐好搭档”)+体验式营销,	受到了跑友的广泛好评, 提高了榨菜“运动补盐”的认可度
2021 年	邀请关晓彤作为“乌江榨菜尝鲜大使”, 并在微博、抖音、小红书等平台投放广告, 与分众传媒合作, 以“全球热销 150 亿”为广告语, 主打宣传健康开味等新卖点(kol 互联网公关投放, 梯媒, 央视)	多元化食用场景, 强调开味又健康

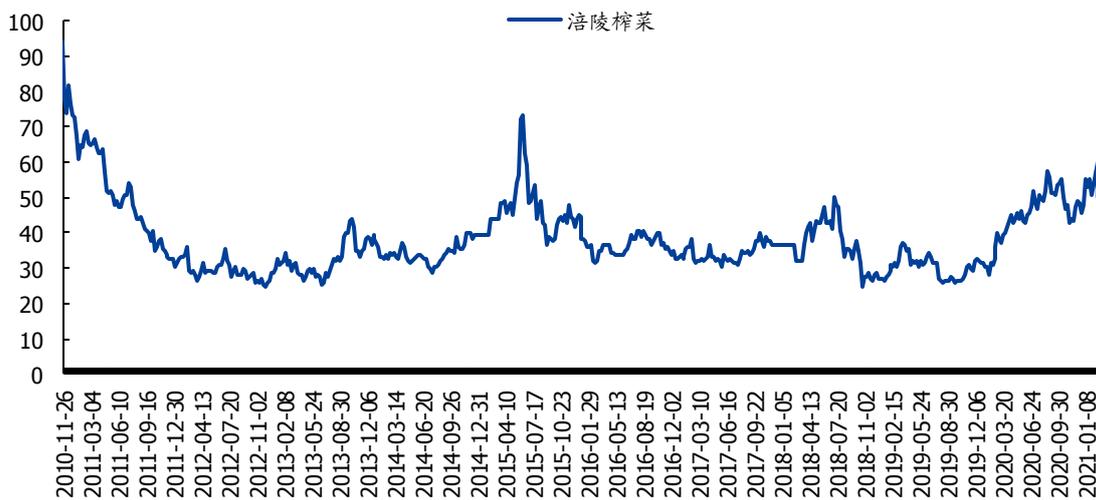
资料来源: 公司公告, 百度, 国盛证券研究所

### 3、怎么看现在的估值水平？

从估值上来看，自2010年上市以来，公司的平均PE（TTM）为38倍，截至2021年3月5日，公司的PE（TTM）为43倍，略高于历史平均水平。从历史走势来看，2016-2018年，随着公司业绩持续释放，市场关注度的提升，公司的估值水平处于上行阶段，一度探至50倍的水平。但随着渠道库存问题的暴露，2019年业绩增速放缓，估值也随之同步下调，2019年9月PE（TTM）低至26倍。2019年公司改革持续推进，改革红利逐步释放，估值水平也稳步走高，2021年2月公司PE（TTM）估值水平一度高达60倍。近期随着资本面收紧，板块整体回调，涪陵榨菜的估值亦出现回落，高估值风险一定程度上有所释放，估值向历史均值方向有所回归，但下行空间有限。

盈利预测：预计公司20/21/22年营收分别为22.7/31.7/37.2亿元，同比+14.2%/39.5%/17.4%；归母净利润7.8/9.0/11.8亿元，同比+28.4%/16.1%/30.5%；对应PE为43/37/29倍，维持“买入”评级。

图表 25: 涪陵榨菜 PE (TTM) 走势图



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 风险提示

**原材料价格波动风险。**原材料青菜头易受天气影响，产量及价格波动性较大，尽管公司端控制力在行业中相对较强，但原材料的价格波动情况仍然会对公司的经营策略及盈利能力产生一定程度的影响。

**行业竞争加剧风险。**目前公司在榨菜行业中稳居龙头地位，但相较于韩国腌制品龙头公司的市占率仍有较大的提升空间。目前公司正积极进行空白市场及新渠道开发，若行业竞争加剧，则市场开拓及渠道下沉进展可能会不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com