

2022年04月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

涪陵榨菜(002507): 榨菜龙头迎拐点, 扩大腌制菜版图

推荐 (维持)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

联系人: 何宇航

执业证书编号: S1050122010030

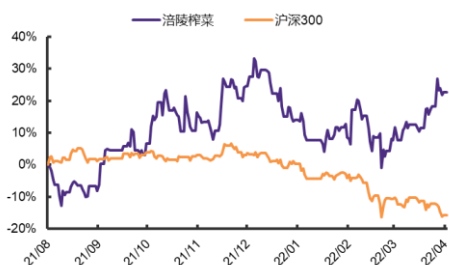
邮箱: heyh1@cfsc.com.cn

基本数据

2022-04-28

当前股价(元)	34.33
总市值(亿元)	304.7
总股本(百万股)	887.6
流通股本(百万股)	877.6
52周价格范围(元)	25.46-43.48
日均成交额(百万元)	405.0

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《涪陵榨菜(002507): 一季报符合预期, 二季度有望释放弹性》2022-04-27

《涪陵榨菜(002507): 国企改革持续深化, 提价红利凸显》2022-04-08

《涪陵榨菜(002507): 产能建设稳步推进, 新品类有望持续放量》2022-03-24

《涪陵榨菜(002507): 全年平稳收官, 2022年有望量价齐升》2022-03-18

《食品饮料行业之调味品深度: 行业景气度仍存, 细分赛道掘金时》2022-03-10

《涪陵榨菜(002507.SZ): 业绩超预期, 整体趋势向好》2022-02-24

■ 榨菜行业龙头, 业绩稳健增长

公司成立于1988年, 经过30余年深耕, 成为国内榨菜行业龙头, 营业收入从2007年4.4亿元增至2021年25.2亿元, 14年CAGR为13%。归母净利润从2007年0.3亿元增至2021年7.4亿元, 14年CAGR为26%。ROE从2010年10%提至2021年14%, 处于行业较高水平。公司大股东兼实控人是重庆市涪陵区国资委, 其间接持股35%。

■ 腌制菜赛道优异, 榨菜、泡菜仍有较大增长空间

榨菜行业中包装榨菜占比58%, 其销售额从2013年37.8亿元增至2020年72.2亿元, 7年CAGR为10%; 榨菜行业销量从2008年48万吨增至2020年82万吨, 12年CAGR为5%。酱腌菜行业吨价2019年约为2.4万元/吨, 2005-2019年CAGR为3%。从人均来看, 2019年我国人均消费金额0.7美元/人, 消费量0.2kg/人, 低于日本和美国的39.3、7.9美元/人以及4.3、1.2kg/人。市场集中度提升趋势显著, CR5从2008年46%提至2019年72%; 涪陵榨菜市占率从2008年21%提至2019年36%, 一直稳居第一。

泡菜市场规模从2009年260亿元提升到2020年621亿元, 11年CAGR为8%。目前行业集中度较低, CR3仅为2.5%, 对比韩国泡菜行业CR2达到77%, 我国泡菜行业市场集中度仍较大的提升空间。

■ 产品+品牌+渠道, 三维构建公司护城河

品牌端: 涪陵榨菜作为著名品牌, 与法国酸黄瓜、德国甜酸甘蓝并称世界三大名腌菜。公司在1970-2020年获得多项荣誉。公司持续进行高费用投入, 打造并形成全国化品牌。“乌江”商标于2004年获得中国酱腌菜行业中的首枚中国驰名商标。

产品端: 以榨菜为主实行大单品战略, 榨菜营收占比维持在85%以上, 营收从2007年4.2亿元增至2021年22.3亿元, 14年CAGR为13%。形成“乌江”、“惠通”两大主力品牌, 产品矩阵逐渐丰富, 萝卜和泡菜有望成为新增点。公司现有产能约20万吨, 远期有效产能超30万吨, 窖池容量约50-60万吨。

渠道端: 全国化布局初显, 2021年华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北占比分别为28%/17%/12%/12%/10%/9%/8%/4%。2021年共有3030家经销商, 81家办事处, 积极拓展外卖、餐饮、航空、线上等各

类渠道，深耕下沉渠道。

■ 拥有定价权穿越周期，2022 有望迎来拐点

公司在上中下游产业链中优势明显，具备较强定价权。2008-2021 年几乎每 2-3 年便通过直接或间接提价转嫁成本压力，且提价均较为顺畅，对销量影响较小。2021 年提价，将重塑渠道价格体系，流通渠道终端价由 2 元走向 2.5 元时代。较强的定价权使得公司经营穿越周期。

2022 年提价+降本+缩费，红利持续兑现。提价进展良好，终端已经基本完成，提价效应下，价增红利凸显。成本端总体下降，2022 年青菜头采购均价为 800 元/吨（同降约 30%），预计在 5 月左右陆续投放新青菜头，成本显著回落，拉动毛利率提升。2022 年费用投放更加精准，整体销售费用率预计有所下降，利润端具备较大弹性。

■ 盈利预测

我们看好 2022 年公司提价+降本+缩费所带来的业绩弹性，以及集中度提升、渠道下沉、品类扩张所带来的长期业绩释放。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.17/1.42/1.70 亿元，对应 PE 分别为 29、24、20 倍，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、区域扩张不及预期、新品推广不及预期、提价不及预期、产能消化不及预期、原材料价格上涨等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	2,519	2,912	3,362	3,863
增长率	10.8%	15.6%	15.4%	14.9%
归母净利润（百万元）	742	1,035	1,261	1,506
增长率	-4.5%	39.5%	21.8%	19.4%
摊薄每股收益（元）	0.84	1.17	1.42	1.70
ROE	10.4%	13.4%	15.1%	16.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、榨菜行业龙头，业绩稳健增长	6
1.1、成立 30 余载，业绩稳增长	6
1.2、营收复合增速超 10%，净利润复合增长超 20%	7
1.3、股权结构清晰，核心管理人员从业多年	9
2、腌制菜赛道优异，榨菜、泡菜仍有较大增长空间	10
2.1、榨菜行业规模持续扩张，涪陵榨菜市占率第一	10
2.2、泡菜市场规模大，集中度有待提升	12
3、渠道积极扩张，多元化产品布局	14
3.1、“乌江牌”成为全国知名商标，持续高费用投入	14
3.2、榨菜为主要产品，多品类发展成为趋势	16
3.3、全国化效果初现，渠道持续精耕细作	21
4、拥有定价权穿越周期，2022 年有望迎来拐点	25
4.1、具备较强定价权，长期看好公司提价能力	25
4.2、公司业绩具有波动性，2022 年有望迎来拐点	28
5、盈利预测与评级	33
6、风险提示	34

图表目录

图表 1：涪陵榨菜 1988 年成立，2014 年开启大乌江战略，2015 年收购惠通进军泡菜行业	7
图表 2：2021 年营收 25.2 亿元，14 年 CAGR 为 13%	7
图表 3：2021 年净利润 7.4 亿元，14 年 CAGR 为 26%	7
图表 4：2021 年 ROE 为 14%，主要靠净利率驱动	8
图表 5：涪陵榨菜 ROE 从 2010 年 10% 增至 2021 年 14%	8
图表 6：2021 年涪陵榨菜销售费用率为 18.9%	8
图表 7：2021 年涪陵榨菜管理费用率为 3.2%	8
图表 8：毛利率从 2015 年的 44% 增至 2021 年 52%	9
图表 9：净利率从 2015 年 17% 增至 2021 年 29%	9
图表 10：涪陵榨菜为国企，重庆市涪陵区国资委是实控人	9
图表 11：包装榨菜市场规模 72 亿元，过去 7 年 CAGR 为 10%	10
图表 12：榨菜销量 2019 年 82 万吨，过去 11 年 CAGR 为 5%	10
图表 13：包装榨菜市场占比约 58%	11
图表 14：销量平均增速为 6%，吨价平均增速为 2%	11

图表 15: 中国人均腌榨菜消费金额较低 (美元/人)	11
图表 16: 中国人均腌榨菜消费量较低 (kg/人)	11
图表 17: 2008 年涪陵榨菜占比 21%	12
图表 18: 2019 年涪陵榨菜占比 36%	12
图表 19: 泡菜市场规模从 2009 年 260 亿增至 2020 年 621 亿, 11 年 CAGR 为 8%	12
图表 20: 我国泡菜产量占比 45%	12
图表 21: 韩国泡菜消费量稳定在 80 万吨左右	13
图表 22: 2019 韩国泡菜进口量 31 万吨	13
图表 23: 泡菜行业 CR3 为 2.5%	13
图表 24: 韩国泡菜行业 CR2 达 77%	13
图表 25: 中国泡菜行业市场竞争情况	13
图表 26: 涪陵榨菜形成全国化品牌优势	14
图表 27: 涪陵榨菜获得多项荣誉	14
图表 28: 2021 年销售费用率 22%	15
图表 29: 2021 年品牌宣传费 2.4 亿元, 占销售费用比 42%	15
图表 30: 2021 年销售人员增至 739 人	15
图表 31: 2021 年销售人员总薪酬同比增长 32%	15
图表 32: 榨菜收入占比稳定在 85% 以上	16
图表 33: 2021 年榨菜占比达 88%	16
图表 34: 公司榨菜产品矩阵丰富	16
图表 35: 公司不断扩宽新产品	17
图表 36: 2021 年萝卜、泡菜分别占比 4%、7%	17
图表 37: 萝卜、泡菜营收 6 年 CAGR 分别为 11%、40%	17
图表 38: 公司开发多产品种类	17
图表 39: 公司榨菜“三腌三榨”生产工艺流程	18
图表 40: 榨菜 2021 年销量 15 万吨, 10 年 CAGR 为 5%	19
图表 41: 萝卜、泡菜 2021 年销量分别 0.5、1.0 万吨	19
图表 42: 涪陵地区青菜头产量占全国比重达 46%	19
图表 43: 2021 年榨菜成本中原材料占比 72%	20
图表 44: 原材料里青菜头及其粗加工原材料占比 40%	20
图表 45: 建立“一价两金一链”机制	20
图表 46: 涪陵地区青菜头产量维持在 160 万吨以上	20
图表 47: 非公开发行股票新增 20 万吨榨菜产能	21
图表 48: 2021 年报在建工程产能多达 12 万吨	21
图表 49: 规划产能理论约 50 万吨, 有效产能 30 万吨以上, 有效窖池容量 50-60 万吨	21
图表 50: 21 年华南、华东、华中、华北占比分别 28%、17%、12%、12%	22

图表 51: 华中和华东 14 年营收 CAGR 分别为 24%、20%.....	22
图表 52: 2021 年经销商数量 (含一级经销商和联盟商) 达 3030 家.....	22
图表 53: 公司渠道策略变化情况	23
图表 54: 涪陵榨菜进入社区团购渠道	24
图表 55: 涪陵榨菜拓展乡村基、永和大王等餐饮渠道.....	24
图表 56: 办事处增加至 81 家	24
图表 57: 流通渠道占比超 70%	24
图表 58: 榨菜上下游产业链情况	25
图表 59: 原材料里青菜头及包装物占比约 70%	26
图表 60: 2022 年青菜头收购价回落至 750 元/吨	26
图表 61: 包材瓦楞纸价格高企	26
图表 62: 2021Q4 涪陵榨菜毛利率下滑至 36%	26
图表 63: 涪陵榨菜历年提价情况梳理	27
图表 64: 涪陵榨菜流通渠道端进入 2.5 元时代	27
图表 65: 涪陵榨菜业绩具有波动性, 我们认为更多依靠量驱动为主	28
图表 66: 2008 年营收 4.2 亿, 同降 3%	28
图表 67: 2008 年总销量 6.6 万吨, 同降 24%	28
图表 68: 营收从 2008 年 4.2 亿元增至 2011 年 7.1 亿元, 3 年 CAGR 为 19%.....	29
图表 69: 总销量从 2008 年 6.7 万吨增至 2011 年 9.8 万吨, 3 年 CAGR 为 14%.....	29
图表 70: 2012 年营收 7.1 亿, 同增 1%	29
图表 71: 2012 年总销量 8.8 万吨, 同降 10%	29
图表 72: 营收从 2012 年 7.1 亿元增至 2015 年 9.3 亿元, 3 年 CAGR 为 9%.....	30
图表 73: 总销量从 2012 年 8.8 万吨增至 2015 年 9.8 万吨, 3 年 CAGR 为 4%.....	30
图表 74: 营收从 2015 年 9.3 亿元增至 2018 年 19.1 亿元, 3 年 CAGR 为 27%.....	30
图表 75: 总销量从 2015 年 9.8 万吨增至 2018 年 14.4 万吨, 3 年 CAGR 为 14%.....	30
图表 76: 营收从 2018 年 19.1 亿元增至 2020 年 22.7 亿元, 2 年 CAGR 为 9%.....	31
图表 77: 总销量从 2018 年 14.4 万吨增至 2020 年 15.6 万吨, 2 年 CAGR 为 4%.....	31
图表 78: 涪陵榨菜 19 年销售费用率高增	31
图表 79: 涪陵榨菜应收款项呈上升趋势	31
图表 80: 2021 年营收 25.2 亿, 同增 11%	32
图表 81: 2021 年总销量 15.3 万吨, 同降 2%	32
图表 82: 涪陵榨菜预收款项一览	32
图表 83: 涪陵榨菜存货下降	32
图表 84: 盈利预测	33

1、榨菜行业龙头，业绩稳健增长

1.1、成立 30 余载，业绩稳增长

公司是国内榨菜行业龙头。涪陵榨菜是一家以榨菜为根本，立足于佐餐开味菜领域快速发展的国有控股食品加工企业，1988 年成立股份有限公司，主要从事榨菜等佐餐开味菜的研制、生产和销售，旗下有乌江榨菜、乌江萝卜、乌江泡菜、乌江海带丝、乌江酱油、惠通下饭菜等系列产品。在行业中，公司产销量处于领先地位，产品有较高市场占有率，旗下“乌江”品牌具有很高的知名度和美誉度。

通过复盘，我们发现公司的发展可以分为四大阶段：

2000 年以前：1988 年重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司成立，成立之后公司经历了一段快速发展阶段，但作坊式的生产方式导致发展变缓。

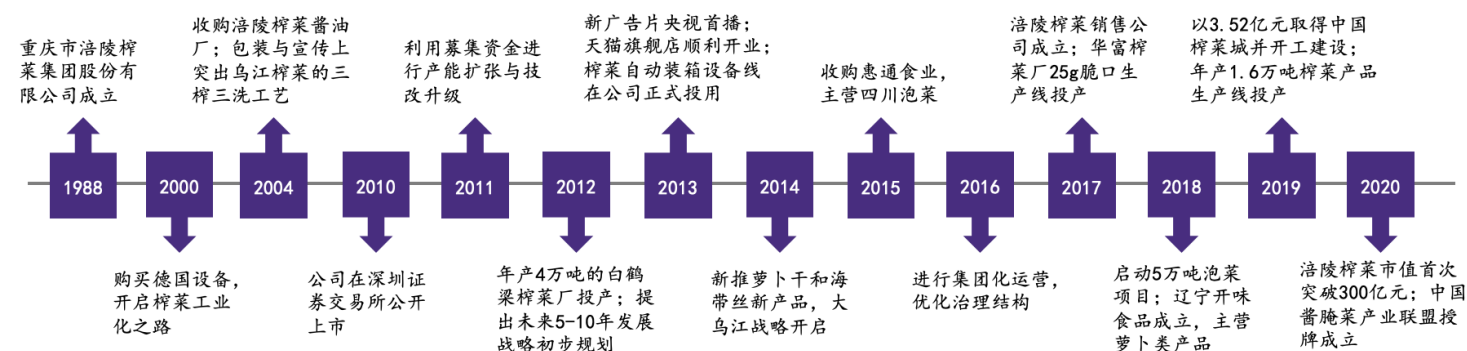
2000-2010：2000 年周斌全调任涪陵榨菜，开始全面主持榨菜集团公司工作，随后公司引进德国设备开启榨菜工业化之路，并在行业中率先开启工业化和品牌化。2004 年在包装上提出三榨三洗工艺，并于 2006 年邀请张铁林作为代言人在央视投放广告。2008 年整体变更为股份有限公司，2010 年在深交所成功上市。期间公司业绩稳健增长，2007-2010 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 7.78%、25.18%。

2011-2014：这个阶段公司进行产能扩张、产品结构优化和渠道改革。2013 年启动差别化战略经销商模式尝试渠道下沉。2014 年新推出萝卜干和海带丝，开启大乌江战略并以缩包装的方式实现变相提价，也导致销量略有下滑。2011-2014 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 8.76%、14.29%，2014 年归母净利润出现上市以来的首次负增长。

2015-2018：这个阶段公司在做好榨菜业务的同时，不断开拓新品类，2015 年收购惠通泡菜进军泡菜行业；2017 推出脆口榨菜、脆口蔬菜等新品。2018 年上调产品价格并采取高返利高折扣的渠道政策，业绩实现加速增长。2015-2018 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 27.18%、61.41%。

2019 年至今：2018 年的提价和渠道策略提前透支业绩，在 2019 年消费需求不强的情况下，渠道库存较高，终端没有被完全消化，因此公司进入调整阶段。2020 年渠道扩张和下沉加快，疫情下线下市场推广费有所减少，叠加 2019 年低基数导致 2020 年实现较快增长。2021 年受疫情影响，消费疲软同时原材料价格成本持续上涨，叠加 2020 年高基数高渠道库存，公司加大费用投入，业绩出现波动。

图表 1：涪陵榨菜 1988 年成立，2014 年开启大乌江战略，2015 年收购惠通进军泡菜行业

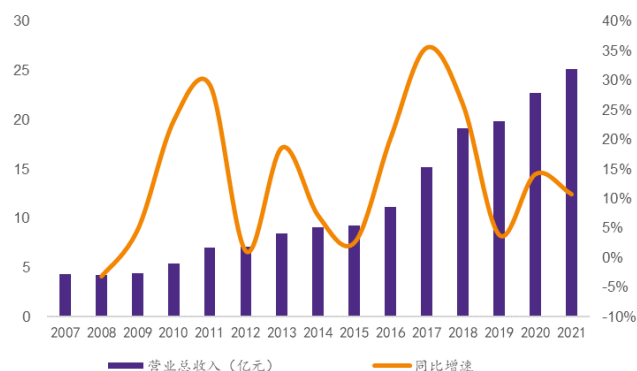


资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

1.2、营收复合增速超 10%，净利润复合增长超 20%

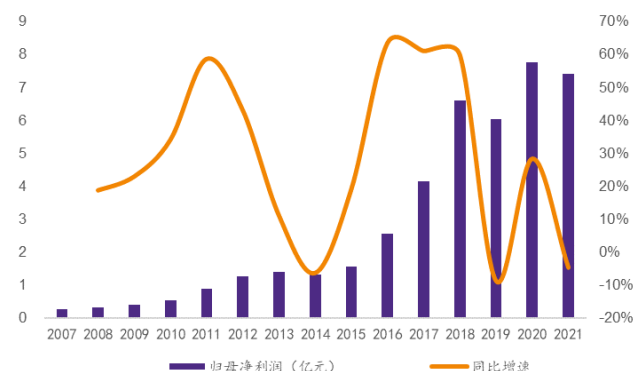
经营业绩稳健，利润水平有所波动。公司自上市以来，营收均保持较高增速，从 2007 年 4.35 亿元增至 2021 年的 25.17 亿元，14 年 CAGR 为 13.36%。归母净利润从 2007 年 0.28 亿元增至 2021 年 7.42 亿元，14 年 CAGR 为 26.24%。2021 年需求改善叠加 2020 年间接提价，营收保持稳定增长，但由于成本上涨以及渠道费用扩张，净利润有所下滑。2022 年一季度实现营收和归母净利润分别为 6.89、2.14 亿元，分别同比-2.88%、+5.39%。

图表 2：2021 年营收 25.2 亿元，14 年 CAGR 为 13%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 3：2021 年净利润 7.4 亿元，14 年 CAGR 为 26%

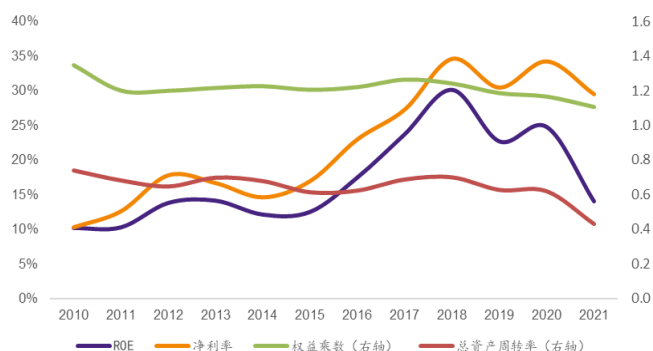


资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

ROE 水平长期维持高位。公司 ROE 水平呈稳定上涨趋势，从 2010 年 10.20% 提升至 2020 年 24.74%，虽然有所波动，在行业中仍处于较高水平。2021 年受疫情影响，成本大幅上涨，ROE 降至 14.03%。从杜邦分析拆分来看，涪陵榨菜 ROE 水平主要来自高净利率的贡献，ROE 走势和净利率变化密切相关，权益乘数何总资产周转率稳定在 1.2、0.7 次左右。2016 年开始开启集团化运营，费

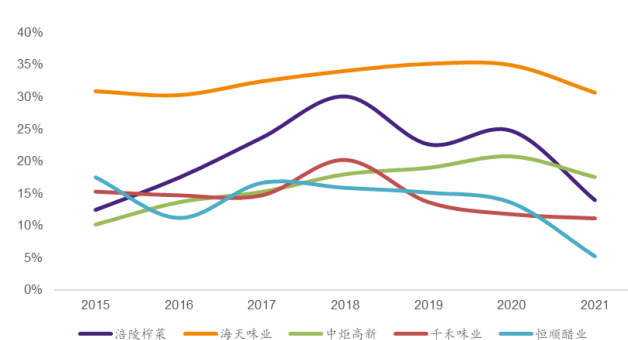
用投放更加精细精准，ROE 水平开始持续提升。2018 年 ROE 水平达到 30.08%，主要系净利率较高，2018 年原材料下滑导致采购成本下降叠加提价和高端产品快速增长，净利率达到历史高位，ROE 随之提升。

图表 4：2021 年 ROE 为 14%，主要靠净利率驱动



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

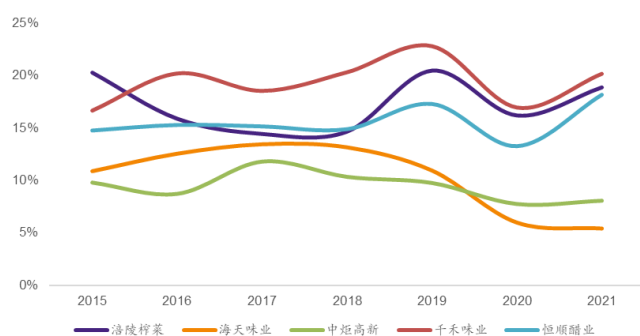
图表 5：涪陵榨菜 ROE 从 2010 年 10% 增至 2021 年 14%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

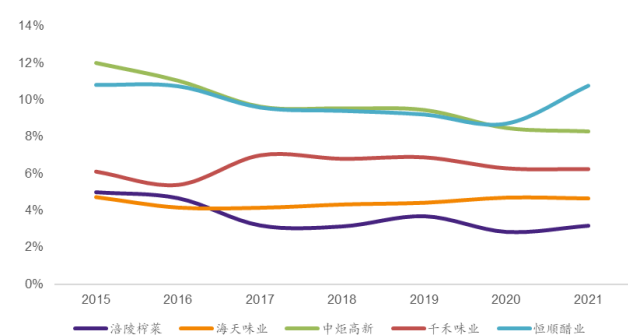
盈利能力行业领先。公司毛利率水平在近年来持续提升，从 2015 年 44.03% 提升至 2021 年 52.36%，在整个调味品行业中也处于领先水平。从费用情况来看，公司销售费用率长期处于较高位置，2016 年开始严格控制预算费用，费用投入更加精准，销售费用率下滑至 15.88%，2019 年由于渠道策略改变销售费用率提升至 20.45%，2020 年疫情影响下减少线下推广，销售费用回落，2021 年开始继续加大的品牌建设与营销投放，销售费用率为 18.86%。管理费用率长期处于行业低位，在 3% 左右。在费用率的影响下净利率有所波动，2018-2020 年保持在 30% 以上，2021 年成本上涨叠加费用投放加剧，净利率下滑至 29.46%。总体来看涪陵榨菜盈利能力保持抬升趋势，在行业中亦处于较高水平。

图表 6：2021 年涪陵榨菜销售费用率为 18.9%



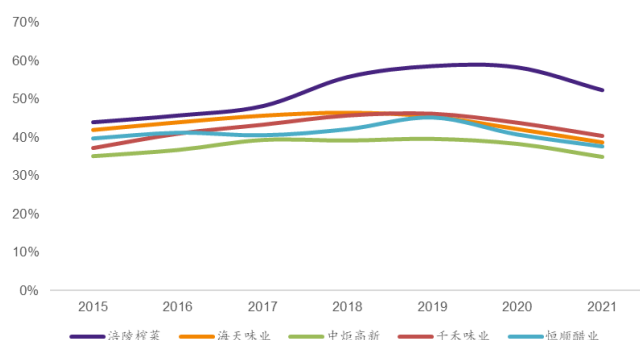
资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 7：2021 年涪陵榨菜管理费用率为 3.2%

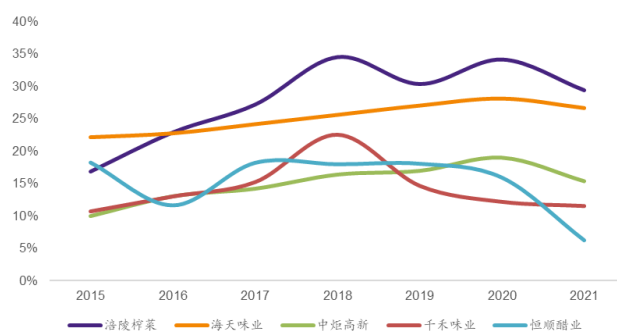


资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 8：毛利率从 2015 年的 44% 增至 2021 年 52%



图表 9：净利率从 2015 年 17% 增至 2021 年 29%



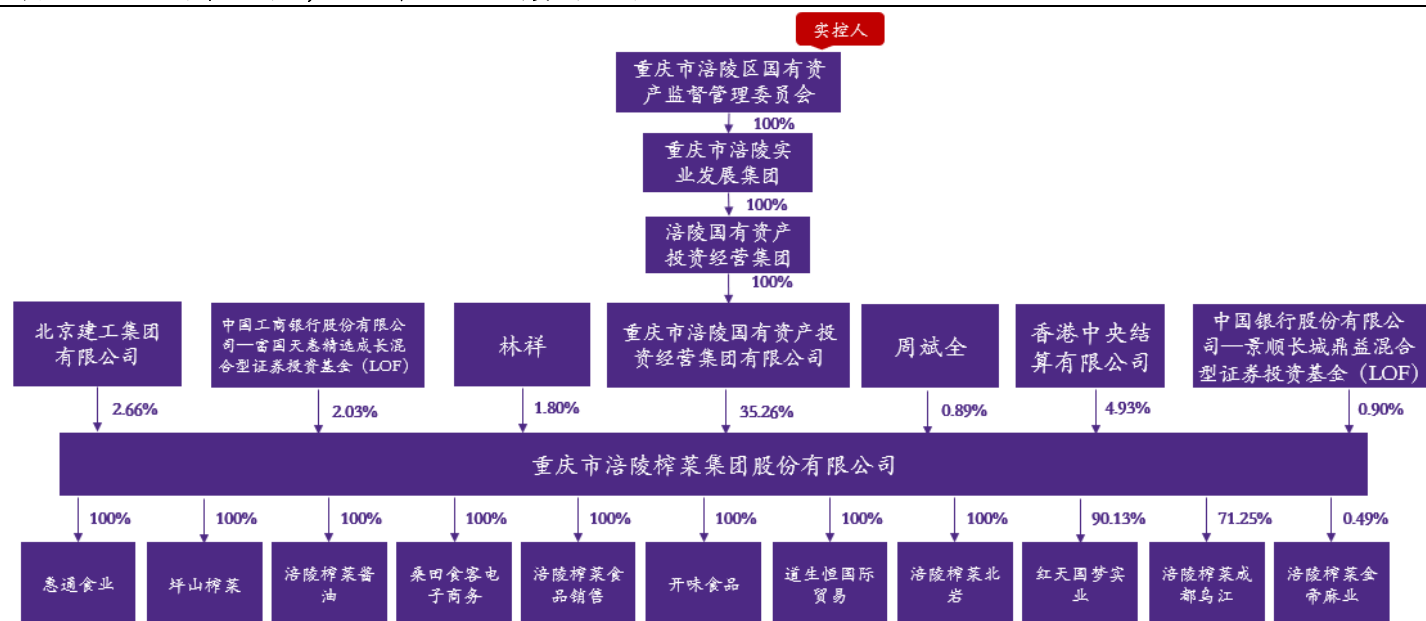
资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

1.3、股权结构清晰，核心管理人员从业多年

股权结构清晰，国资控股彰显实力。重庆市涪陵区国资委通过涪陵实业发展集团和涪陵区国有资产投资经营集团间接持股 35.26%，是公司实际控制人。周斌全持股比例为 0.89%，为公司董事长。公司管理层均在调味品行业从事多年，具备丰富的经验。2020 年 8 月公司拟非公开发行方式募集资金 33 亿元，大股东涪陵国投和董事长周斌全先生拟认购 13.5 亿和 0.8 亿，2020 年 11 月董事长和控股股东退出此次定增，发行对象全部改为特定对象，发行完成后公司股本由 7.89 亿股变为 8.88 亿股，认购对象均为专业投资者。此次发行更有利于公司市场化推进融资计划，进一步做精“乌江榨菜”，积极开拓餐饮榨菜市场和休闲榨菜市场等新兴消费市场，提升公司“乌江”品牌的综合竞争实力。

图表 10：涪陵榨菜为国企，重庆市涪陵区国资委是实控人



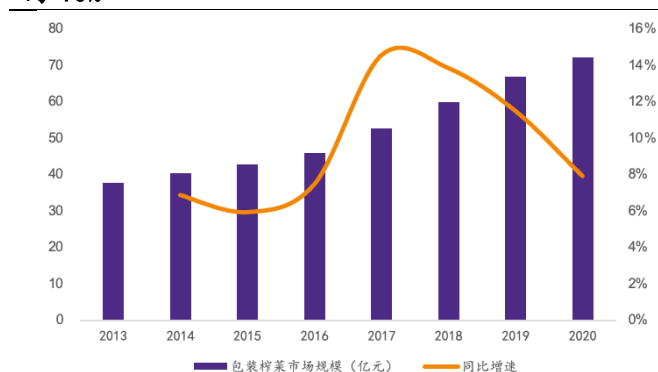
资料来源：wind，涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

2、腌制菜赛道优异，榨菜、泡菜仍有较大增长空间

2.1、榨菜行业规模持续扩张，涪陵榨菜市占率第一

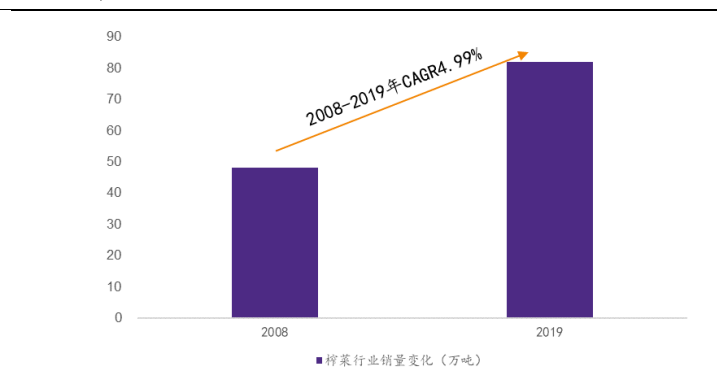
榨菜行业规模持续扩张，包装榨菜占比较高。榨菜行业持续快速发展，其中包装榨菜是最主要的发展动力，目前占比达 58%。包装榨菜市场规模从 2013 年 37.8 亿元增至 2020 年 72.2 亿元，7 年 CAGR 为 9.7%。从销量来看，榨菜行业销量从 2008 年的 48 万吨增至 2020 年的 82 万吨，12 年 CAGR 为 4.99%。从均价来看，酱腌菜行业吨价 2019 年约为 2.4 万元/吨，2005-2019 年 CAGR 为 2.44%。拆分量价来看，量增是榨菜行业增长的主要驱动力。从需求端看，在城镇化高速发展的前提下，城镇居民较快的生活节奏推动对佐餐食品消费需求提升，收入的提高以及对品牌的追求也使得产品均价提升成为可能；从供给端看，行业结构升级趋势明显，消费者对低盐健康以及高品质的追求也使得价格水平得以提升，推动行业持续发展。从整个行业来看，销量增长的贡献大于均价增长的贡献。

图表 11：包装榨菜市场规模 72 亿元，过去 7 年 CAGR 为 10%



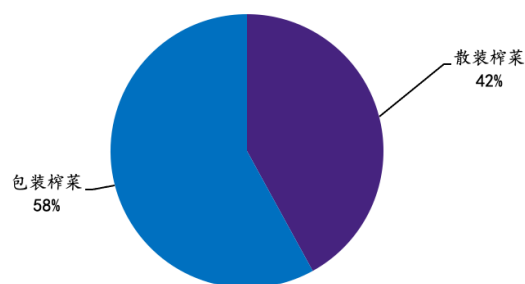
资料来源：智研咨询，产业信息网，华鑫证券研究

图表 12：榨菜销量 2019 年 82 万吨，过去 11 年 CAGR 为 5%



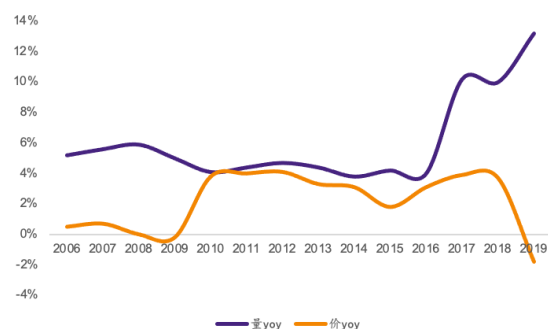
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 13：包装榨菜市场占比约 58%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

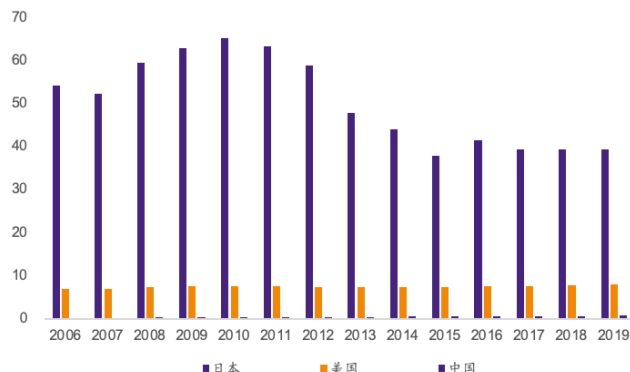
图表 14：销量平均增速为 6%，吨价平均增速为 2%



资料来源：产业信息网，华鑫证券研究

从人均来看，我国榨菜行业仍有较大提升空间。中国人均榨菜消费金额和消费量与美日相比仍较低。从消费金额来看，2019 年我国人均消费金额为 0.69 美元/人，同期日本和美国分别为 39.32、7.93 美元/人，远高于中国平均水平。从消费量来看，2019 年我国人均腌榨菜消费量为 0.2 美元/人，远低于日本、美国的 4.32、1.21kg/人。我们认为日本与我国饮食习惯相近，虽然近年来日本人均腌榨菜有所下滑，但仍远高于中国水平。未来我国榨菜行业随着人均消费的提升，市场仍有较大提升空间。

图表 15：中国人均腌榨菜消费金额较低（美元/人）



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

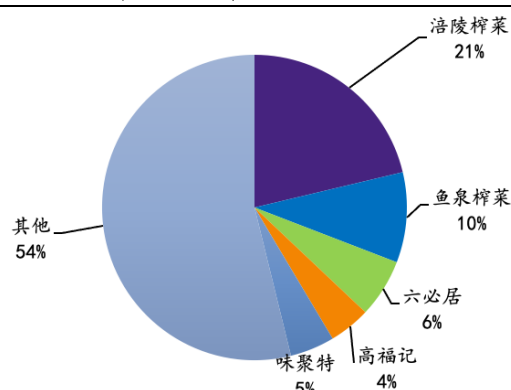
图表 16：中国人均腌榨菜消费量较低（kg/人）



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

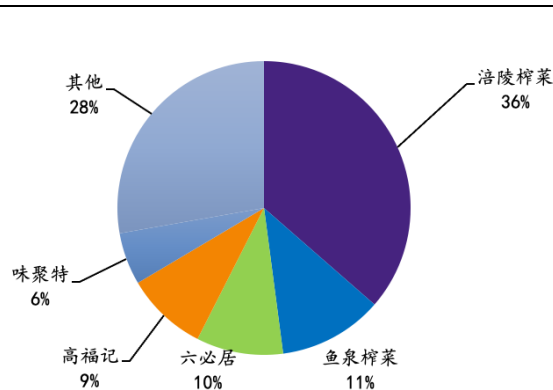
包装榨菜市场集中度显著提升，涪陵榨菜市占率稳居第一。从市场竞争格局来看，我国包装榨菜市场集中度显著提升，CR5 从 2008 年的 46.15% 提升至 2019 年的 72.24%，集中度持续提升。涪陵榨菜市占率长期处于行业第一，从 2008 年的 21% 提升至 2019 年的 36%。我们认为随着竞争加剧以及头部企业在品牌和渠道的优势，行业集中度有望进一步提升，涪陵榨菜市占率也有望提升。

图表 17: 2008 年涪陵榨菜占比 21%



资料来源: 立鼎产业研究中心, 华鑫证券研究

图表 18: 2019 年涪陵榨菜占比 36%

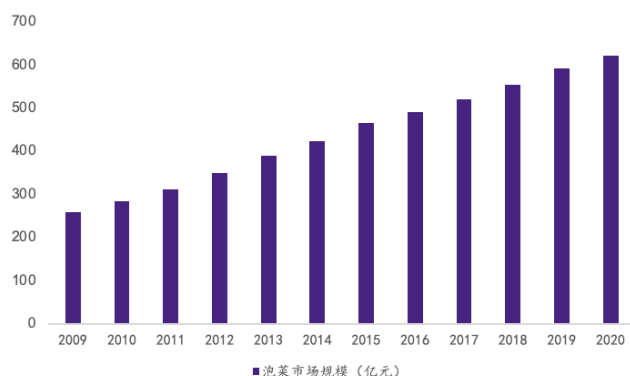


资料来源: 立鼎产业研究中心, 华鑫证券研究

2.2、 泡菜市场规模大，集中度有待提升

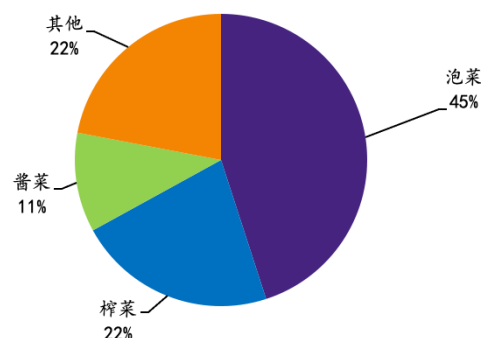
我国泡菜市场规模持续增长。由于我国饮食习惯和文化，腌制菜行业需求旺盛。我国酱腌菜行业年产量达 450 万吨，其中泡菜产量占比最高达 45%，榨菜、酱菜和其他类别分别占比达 22%、11%、22%。泡菜市场规模稳定增长，从 2009 年的 260 亿元提升到 2020 年的 621 亿元，11 年 CAGR 为 8%。

图表 19: 泡菜市场规模从 2009 年 260 亿增至 2020 年 621 亿，11 年 CAGR 为 8%



资料来源: 智研咨询, 华鑫证券研究

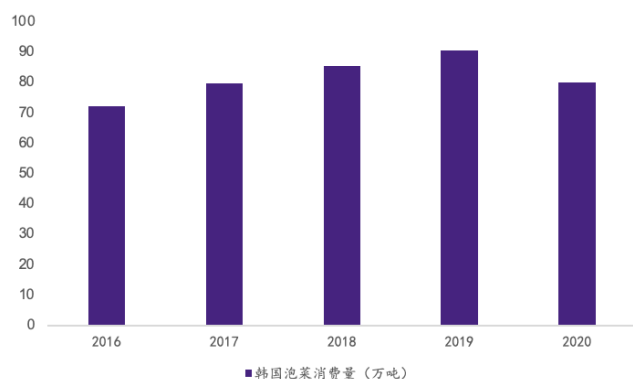
图表 20: 我国泡菜产量占比 45%



资料来源: 产业信息网, 华鑫证券研究

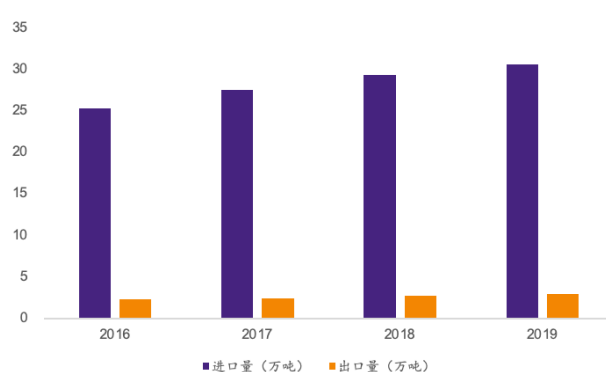
对比韩国，出口量有望稳定增加。韩国泡菜消费量近几年基本维持稳定，2020 年达到 80 万吨，而在韩国泡菜中 2019 年进口数量达 31 万吨，进口比重超过 35%，中国则是韩国泡菜最大的出口国，约 90% 从中国进口。2020 年由于受到台风和超长雨季等影响，韩国国内蔬菜大幅减产，泡菜价格随之暴涨，中国泡菜有物美价廉的优势，出口韩国数量有望实现增长。

图表 21：韩国泡菜消费量稳定在 80 万吨左右



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

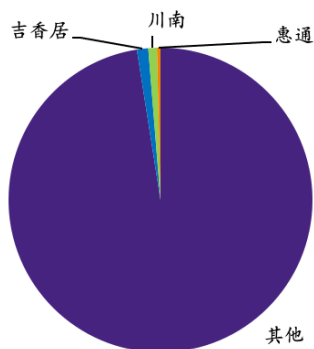
图表 22：2019 韩国泡菜进口量 31 万吨



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

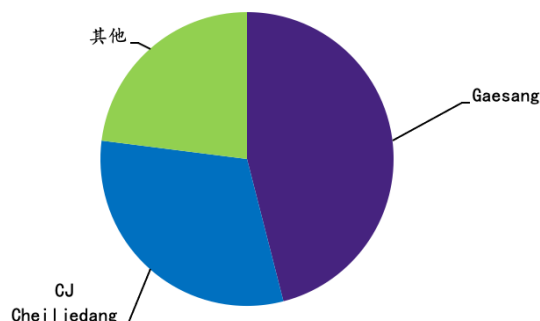
泡菜行业集中度较低，对比韩国有较大提升空间。我国泡菜行业有较强的区域特性，品牌众多，仍有大部分为家庭自制或小作坊生产，集中度较低。我国泡菜中较为知名的品牌有吉香居、味聚特、惠通、川南、鱼泉等，均为川渝地区性品牌。从集中度来看，泡菜行业 CR3 仅为 2.5%，韩国泡菜行业 CR2 达到 77%，对比起来我国泡菜行业市场集中度仍较大的提升空间。

图表 23：泡菜行业 CR3 为 2.5%



资料来源：产业信息网，华鑫证券研究

图表 24：韩国泡菜行业 CR2 达 77%



资料来源：产业信息网，华鑫证券研究

图表 25：中国泡菜行业市场竞争情况

公司	地区	产品品类	重点市场
吉香居	四川眉山	萝卜干、海带丝、六头菜、豇豆	覆盖 27 个核心城市
味聚特	四川眉山	萝卜干、海带丝、口口脆、木耳片	北京、广州、上海等沿海沿江市场
惠通	四川眉山	白菜、黄花菜、酸豆角、豇豆	华北及华南地区
川南	四川眉山	萝卜干、海带丝、木耳菜片、脆片	北京、广州、上海等沿海沿江市场
鱼泉	重庆	萝卜干、雪菜、魔芋、竹笋	天津、成都、华东地区
钢钱桥	浙江宁波	萝卜干、海带丝、菜芯、橄榄菜	东北地区
备德福	浙江余姚	萝卜干、海带丝、笋丝、芽菜	华北地区

资料来源：产业信息网，华鑫证券研究

3、渠道积极扩张，多元化产品布局

3.1、“乌江牌”成为全国知名商标，持续高费用投入

获得多项荣誉，具备全国化品牌优势。涪陵榨菜作为著名品牌，与法国酸黄瓜、德国甜酸甘蓝并称世界三大名腌菜，也是中国对外出口的三大名菜（榨菜、薇菜、竹笋）之一。共荣获国际、国内省部级以上金、银、优质奖 100 余个，其传统制作技艺被列入第二批国家级非物质文化遗产名录。涪陵榨菜集团旗下的“乌江牌”榨菜获得了中国驰名商标、“国家免检产品”、中国名牌、榨菜行业标志性品牌等称号。涪陵榨菜现在已经形成全国布局，品牌具备较强优势，在全国腌榨菜中市占率高达 36.4%。

图表 26：涪陵榨菜形成全国化品牌优势

公司	产地	市占率	主要销售区域
涪陵榨菜	重庆涪陵	36.4%	全国范围，重点华南市场
鱼泉榨菜	重庆万州	11.5%	四川、重庆、北京
六必居	北京	9.6%	北京及周边
高福记	四川成都	9.0%	部分区域
味聚特	四川眉山	5.8%	四川及周边

资料来源：立鼎产业研究院，涪陵榨菜、鱼泉榨菜、味聚特官网，川味坊，maigoo，华鑫证券研究

图表 27：涪陵榨菜获得多项荣誉

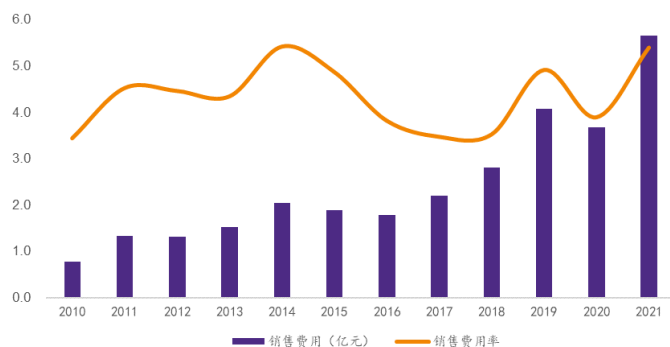
时间	产品荣誉
1970	在法国举行的世界酱香菜评比会上，中国涪陵榨菜与德国甜酸甘蓝、欧洲酸黄瓜并称世界三大名腌菜。
1981	“乌江牌榨菜”被评为全国酱腌菜第一名，获国家银质奖。
1988	小包装改革获全国星火计划成果展览交易会金奖。
1991	乌江牌榨菜获意大利波伦亚举行的国际食品博览会金奖。
2004	“乌江”商标获得中国酱腌菜行业中的首枚中国驰名商标，其后又相继获得中国名牌、国家免检两大荣誉，成为业内唯一囊括三大荣誉的企业
2009	“涪陵榨菜”证明商标被评为“2009 中国最具市场竞争力地理标志、农产品商标 60 强”
2020	涪陵榨菜入选中欧地理标志第二批保护名单。

资料来源：涪陵榨菜官网，榨菜产业网，华鑫证券研究

品牌建设持续投入，销售费用维持高位。持续的销售费用投入是涪陵榨菜品牌打造成全国化品牌的重要因素。公司销售费用率常年处于行业领先地位。2021 年销售费用为 5.66 亿元（还原运费），销售费用率为 22.47%。公司持续加大销售费用的投入，通过对品牌价值的梳理，借助梯媒、央视、互联网公关和线下地面标准化陈列等方式，对品牌进行宣传，提高了品牌的影响力和美誉度。2021 年公司加强品牌宣传投入，大幅增加广告费用投入，2021 年品牌宣传费达 2.40 亿元，占销售费用比从 2020 年的 0.57%提升至 2021 年的 42.44%。

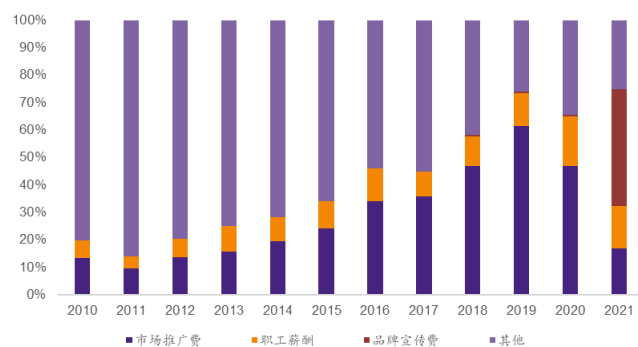
销售费用有望在 2022 年回落，利润弹性得以释放。公司在 2021 年投入大量销售费用，特别是广告费用投入巨大。2022 年费用投放有望更加精准，我们预计公司或将缩减央视的广告投放，加大对梯媒、互联网媒体等的投放力度，以及地推力度，持续以“线上+线下”多维度促进终端销量转化。在收入增长的同时，费用有望得到缩减，利润弹性得以释放。

图表 28：2021 年销售费用率 22%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

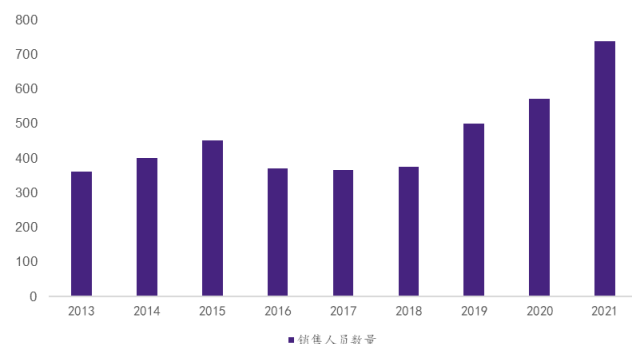
图表 29：2021 年品牌宣传费 2.4 亿元，占销售费用比 42%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

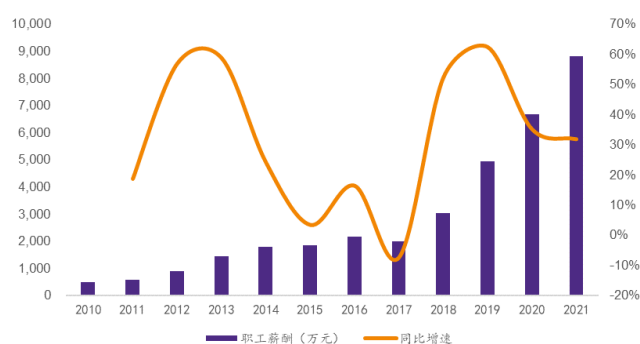
加大销售人员配置，地推成为主要营销手段。长期以来公司十分注重广告宣传，2006 年便在央视进行广告营销，并取得较好成绩，广告费占销售费用最高达 36%。随着时代的进步，公司从 2015 年开始，逐渐减少电视广告宣传，转为加大地推。市场推广费占销售费用比重也从 2010 年的 13% 提升到 2020 年的 47%。为配合地推工作，公司加大销售人员配比，2021 年销售人员增长至 739 人，职工薪酬也上升至 8815 万元，同比增长 32%。

图表 30：2021 年销售人员增至 739 人



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 31：2021 年销售人员总薪酬同比增长 32%



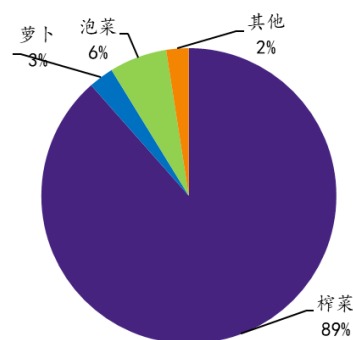
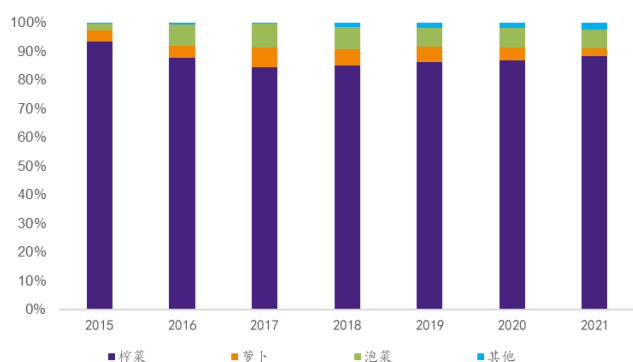
资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

3.2、榨菜为主要产品，多品类发展成为趋势

以榨菜为主，实行大单品战略。公司产品主要是榨菜，虽然近年来由于不断扩充新品类，但榨菜营收占比长期维持在85%以上，营收从2007年的4.23亿元提升至2021年的22.26亿元，14年CAGR为12.59%，2021年占比达到88.47%。公司实行大单品战略，围绕着榨菜进行产品研发和优化，不断推出新口味和不同包装产品，在口味上公司推出清淡、清爽、微辣、麻辣、酸辣、酱香等口味，拥有榨菜丝、榨菜芯、榨菜片、榨菜头等形态，除了常规的70g、80g包装还推出15g、22g的小包装以及300g的大包装以满足不同类型消费者的需求。

图表 32：榨菜收入占比稳定在 85%以上

图表 33：2021 年榨菜占比达 88%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究（注：2018 年以前萝卜放在其他佐餐开味菜项目中列示）

资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 34：公司榨菜产品矩阵丰富

类型	产品类型	口味	规格	零售价（元/包）
小包装	脆口榨菜芯（小）	清淡	22g	1.4
	清淡榨菜丝	清淡	15g	0.7
	脆口榨菜丝	清淡	22g	1.4
常规包装	鲜脆榨菜丝	清爽	70g	3.5
	微辣榨菜丝	微辣	80g	3.8
	红油榨菜丝	麻辣	80g	3.8
	清淡榨菜丝	清淡	80g	3.8
	鲜榨菜片	酸辣	80g	3.8
	榨菜碎粒	微辣	80g	2.5
	古坛榨菜	酱香	80g	3.8
	口口脆榨菜	清淡	80g	9.8
	原味菜片	清淡	70g	3.5
	鲜爽榨菜芯	酸辣	70g	3.5
大包装	脆口榨菜芯	清淡	130g	5.5
	全形咸香榨菜头	咸香	300g	7.2
	瓶装红油榨菜	麻辣	300g	19.9
	瓶装开味榨菜	鲜香辣味	300g	19.9
	瓶装黄花榨菜	微辣	300g	19.9

资料来源：涪陵榨菜官网，涪陵榨菜天猫商城，华鑫证券研究

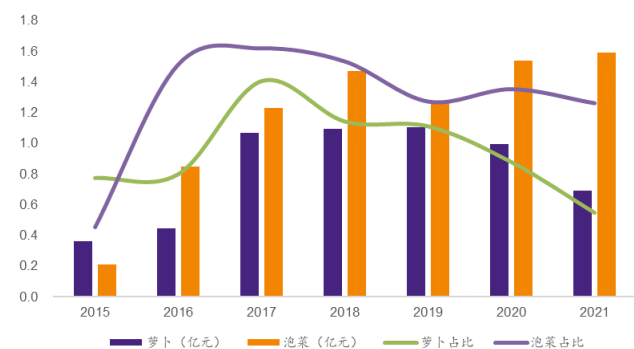
产品矩阵逐渐丰富，品类扩张空间广阔。公司有“乌江”作为主力品牌，2014 年研发推出海带丝和萝卜等新品类，2015 年收购惠通 100% 股权，形成了“乌江”、“惠通”两大主力品牌，公司还储备有“邱氏菜坊”一个品牌，随后在 18、19 年还推出泡菜系列以及脆口蔬菜等系列新品。2021 年公司的业务规划为 6 个销售推广品类，分别为：榨菜、萝卜、泡菜、海带、酱油和惠通品牌产品，并将推广结构分为主力产品、重点产品、新产品、配套产品 4 个类别，2021 年公司新开发 88g 脆口榨菜芯。2021 年萝卜和泡菜实现营收 1.00、1.54 亿元，占比为 4.39%、6.77%，6 年 CAGR 分别为 11%、40%。随着公司产品矩阵的完善，有望成为公司新的营收增长点。

图表 35：公司不断扩宽新产品

时间	推出新品	部分产品展示
2014	海带丝、萝卜干	
2018	泡菜（泡萝卜、泡竹笋、泡白菜等）	
2019	脆口萝卜干、麻辣萝卜、鲜香萝卜	

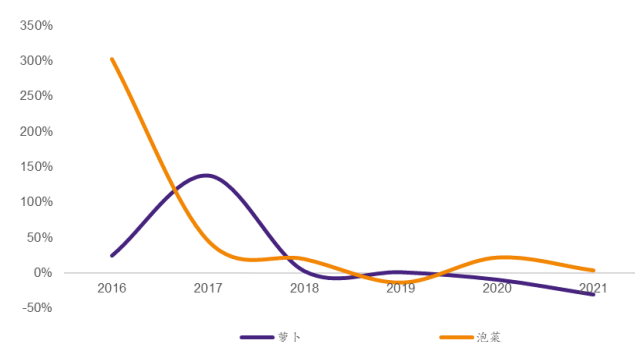
资料来源：涪陵榨菜公告，涪陵榨菜天猫商城，华鑫证券研究

图表 36：2021 年萝卜、泡菜分别占比 4%、7%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 37：萝卜、泡菜营收 6 年 CAGR 分别为 11%、40%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 38：公司开发多产品种类

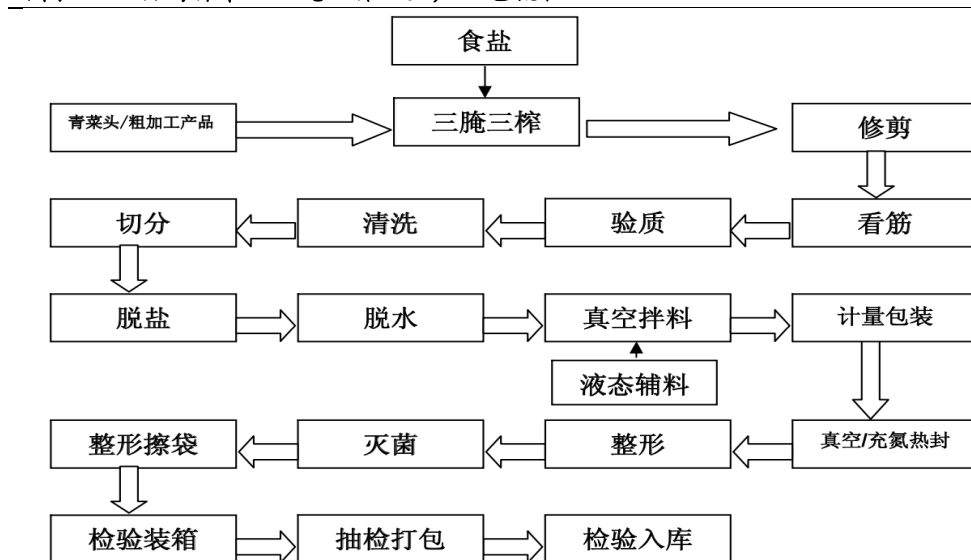
类型	产品类型	口味	规格	零售价（元/包）
萝卜干	小脆口脆口萝卜	清爽	22g	1.4
	麻辣萝卜干	麻辣	60g	2.5
	鲜香萝卜干	鲜香	60g	2.5
	脆口萝卜	清爽	130g	5.5
常规包装	鲜香味海带丝	鲜香	50g	3.0
	鲜香味海带丝	鲜香	70g	3.3

	野山椒味海带丝	野山椒	70g	3.3
榨菜酱油	榨菜调味液	/	800ml	29.9

资料来源：涪陵榨菜官网，涪陵榨菜天猫商城，华鑫证券研究

首创“三腌三榨”工艺，保持产品高品质。涪陵榨菜选用涪陵当地特有的青菜头，经过独特的加工工艺制成，传统制作工艺列入第二批国家级非物质文化遗产名录，并在2004年对涪陵榨菜实施原产地域产品保护。榨菜需要经历三清三洗、三腌三榨，一清一洗，还原青菜头翠玉本色；二清二洗，确保风味饱满；三清三洗：呈现黄玉之色。一腌一榨，腌制时间在7-9天，用盐为5%，榨出韧性嚼劲；二腌二榨，腌制时间为10-15天，用盐为6%，让香味入骨入髓；三腌三榨，腌制时间大于45天并封池囤压，使其分明鲜香嫩脆层次。三腌三榨工艺总体须用时4个月左右方可将青菜头粗加工产品投入生产。

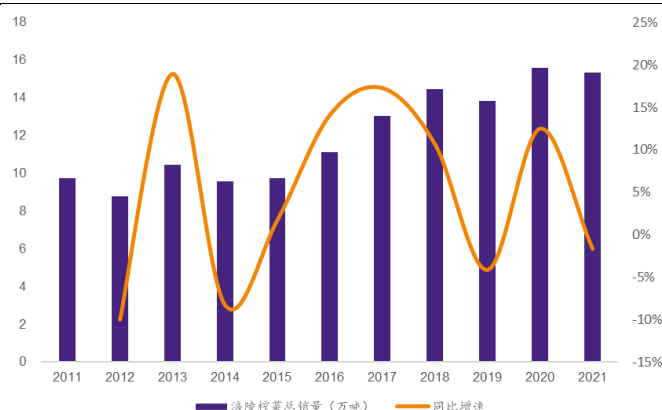
图表 39：公司榨菜“三腌三榨”生产工艺流程



资料来源：涪陵榨菜招股说明书，华鑫证券研究

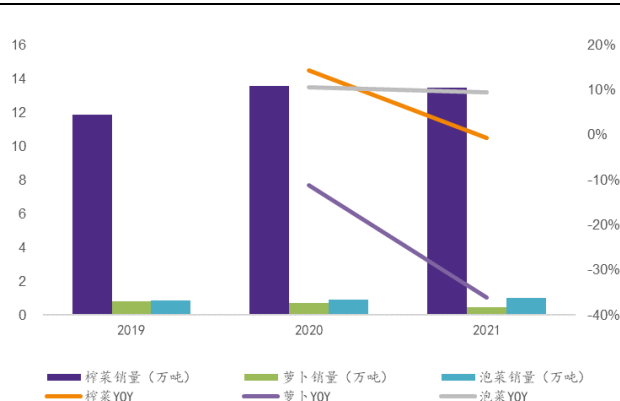
产销稳定，核心产品销量稳定增长。总的来看，公司产量和销量稳定增长，总销量从2011年9.76万吨增长到2021年15.32万吨，10年CAGR为4.62%，总产量从2011年9.58万吨提升到2021年15.32万吨，10年CAGR为4.81%。分产品看，核心产品榨菜销量增长较快，2021年实现销量13.48万吨，同比下滑0.59%，泡菜实现销量1.03万吨，同比增长9.57%，萝卜实现销量0.46万吨，同比下滑36.11%。

图表 40: 榨菜 2021 年销量 15 万吨, 10 年 CAGR 为 5%



资料来源: 涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

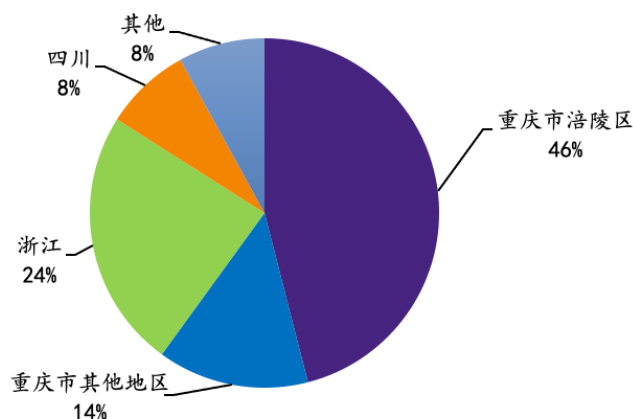
图表 41: 萝卜、泡菜 2021 年销量分别 0.5、1.0 万吨



资料来源: 涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

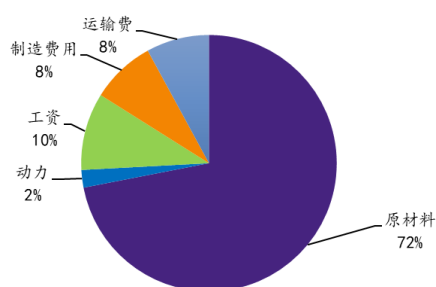
靠近原材料生产基地, 生产成本相对较低。涪陵榨菜的原材料为青菜头及其粗加工产品, 占比达 40% 以上, 而青菜头的生长特性决定产地主要集中在重庆、浙江地区, 两地合集占比超过 80%, 其中重庆涪陵地区占比约 46%, 是我国最大的青菜头种植基地。青菜头具有价格低、难运输、保鲜期短的特点, 因此榨菜企业主要集中在青菜头产地。涪陵榨菜位于青菜头种植基地涪陵, 在原材料采购和运输成本均具备较大优势。且涪陵榨菜年均采购量占涪陵地区产量 25% 左右, 规模优势下具备较强的议价能力。公司拥有超 30 万吨窖池, 能够有效平滑青菜头的价格波动。

图表 42: 涪陵地区青菜头产量占全国比重达 46%



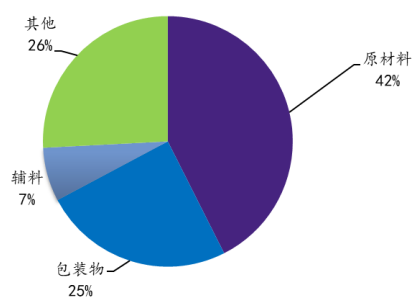
资料来源: 产业信息网, 华鑫证券研究

图表 43：2021 年榨菜成本中原材料占比 72%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

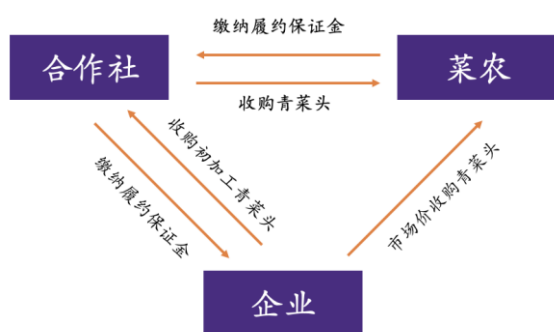
图表 44：原材料里青菜头及其粗加工原材料占比 40%



资料来源：涪陵榨菜招股说明书，华鑫证券研究

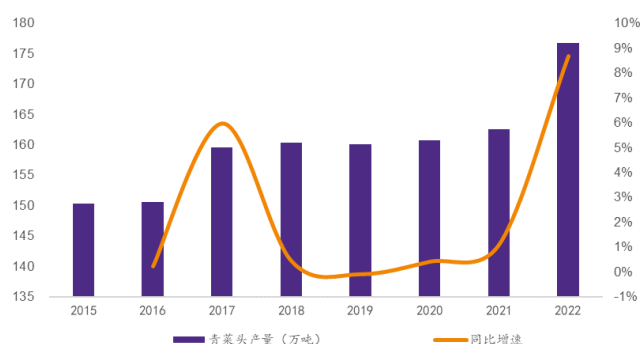
“一价两金一链”机制保证青菜头供给。除了得天独厚的原产地优势外，涪陵区政府还给予较大的政策优势。政府带头联合榨菜全产业链建立利益联结机制，“一个保护价”指合作社以保证金和市场价中价高者向菜农收购青菜头；“两份保证金”指农户向合作社缴纳履约保证金、合作社向企业缴纳履约保证金机制，保障青菜头原料供销链条；“一条利益链”指建立“保底分红+财政投入资金股权化分红+盈余二次分配”的股权收益分配机制和政府搭建的榨菜运营管理平台公司参股组建榨菜股份合作社，上联企业、下联农户，形成“生产分工+利益联结纽带”的“榨菜联合体”。这样菜农能保障收益，合作社通过种植、收购、青菜头初加工获得加工费，榨菜企业则能够采购到优质和足量的青菜头，并解决初加工费时费力的难题。该机制能保证青菜头产量供给，近几年涪陵地区青菜头保持 160 万吨以上的产量。

图表 45：建立“一价两金一链”机制



资料来源：涪陵区人民政府官网，华鑫证券研究

图表 46：涪陵地区青菜头产量维持在 160 万吨以上



资料来源：重庆市涪陵区政府网，重庆日报，中国网三农，华鑫证券研究

产能扩张满足日益增长的需求。公司 2015 年收购惠通，增加泡菜产能。截至 2022 年 4 月，公司拥有榨菜产能约 16 万吨，泡菜产能约 3.5 万吨，萝卜产能超过 1 万吨，共计约 20.5 万吨。2020 年 11 月，公司发布非公开发行股票募集资金方案，拟募集不超过 33 亿元，建设乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期）和乌江涪陵榨菜智能信息系统项目，达产后公司将新增 20 万吨榨菜产能。

图表 47：非公开发行股票新增 20 万吨榨菜产能

项目名称	主要建设内容	项目投资总额（亿元）
乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期）	40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备	33.20
	20 万吨榨菜生产车间及设备	
	园区智能物流中心	
	其他必要配套设施（含动力中心、环保工程等）	
乌江涪陵榨菜智能信息系统项目	数字化智能工厂平台	3.62
	数字化智能营销平台	
	大数据智能办公平台	

资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

目前公司在建工程包括辽宁年产 5 万吨泡菜生产基地建设项目、惠通 5.3 万吨/年榨菜生产线、1.6 万吨/年脆口榨菜生产线，目前辽宁 5 万吨泡菜生产基地建设项目已有 2.5 万吨建成投产。我们预计公司榨菜、泡菜、萝卜远期规划产能分别将达到 36、6、6 万吨，理论上共计约 50 万吨。但由于产能置换等原因，预计有效产能在 30 万吨以上。窖池方面，公司自建窖池容量从最初的 10 万吨提升至 30 万吨，加上新募增 40.7 万吨原料窖池项目，远期窖池理论容量将达到 70 万吨，但由于部分窖池需要进行翻池等滚动工作，实际有效容量约 50-60 万吨。

图表 48：2021 年报在建工程产能多达 12 万吨

在建工程	新增产能	产品类别	工程进度	预算
辽宁年产 5 万吨泡菜生产基地建设项目	5 万吨	泡菜	56.35%	6 亿
1.6 万吨/年脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目	1.6 万吨	榨菜	63.65%	1 亿
惠通 5.3 万吨/年榨菜生产线	5.3 万吨	榨菜	67%	1 亿
坪山公司 1 万吨/年豆瓣酱技改项目	1 万吨	豆瓣酱	146.39%	1.2 亿

资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 49：规划产能理论约 50 万吨，有效产能 30 万吨以上，有效窖池容量 50-60 万吨

（万吨）	榨菜	泡菜	萝卜	合计	窖池容量
2021	16	1	1	18	30
远期规划	36	6	6	48	70

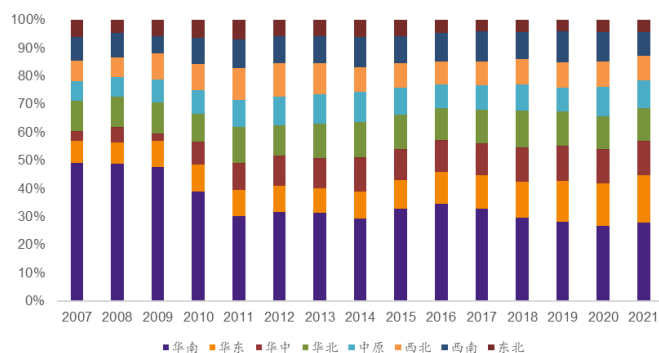
资料来源：涪陵榨菜公告，每日经济新闻，华鑫证券研究

3.3、全国化效果初现，渠道持续精耕细作

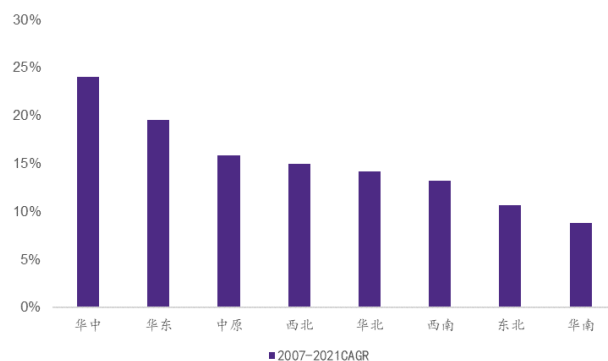
全国化布局初步完成。经过 10 余年的发展，涪陵榨菜全国化布局稳步推进，华南地区营收占比从 2007 年的 49.01% 下降至 2020 年的 27.83%，2021 年实现营收 6.92 亿元，2007-2021 年期间 CAGR 为 8.86%。华东和华中地区增速最快，成

为继华南之后占比最高的区域，2021 年分别实现营收 4.20、3.04 亿元，占比分别为 16.90%、12.24%，2007-2021 年 CAGR 为 19.56%、24.06%。华北地区营收占比也突破 10%。

图表 50：21 年华南、华东、华中、华北占比分别 28%、17%、12%、12%



图表 51：华中和华东 14 年营收 CAGR 分别为 24%、20%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

以经销为主要销售模式，经销商数量快速增长。截至 2021 年，公司已拥有 3030 家经销商，较 2020 年底增加 382 家。各销售区域创新做透渠道，在省地级流通主力大单品高度成熟的市场，建立“大单品联销体+多品直控终端+特殊渠道或新渠道单独设立专业经销商”的渠道布局模式。2021 年公司形成“多品类、多大单品集群、多渠道、多经销商，不冲突、不压货，保证城市数量任务目标完成”的“四多两不一目标”细化落实城市精准化营销管理，逐步优化战略经销商模式，整塑渠道结构，建立起城市精准化营销+两支队伍压力型激励机制，构架集团公司新发展格局。

图表 52：2021 年经销商数量（含一级经销商和联盟商）达 3030 家

	2019	2020（含一级经销商和联盟商）	2021（含一级经销商和联盟商）
华北	209	295	345
东北	191	203	212
华东	244	353	421
华中	256	391	466
西南	237	340	345
西北	255	296	346
中原	256	357	462
华南	99	364	374
出口	43	49	59
合计	1790	2648	3030

资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

积极进行渠道策略变革以适应市场和公司发展需求。2009 年公司通过高返点以提高经销商积极性的战略经销商政策；2013 年进行差别化合作，成熟市场降低经销商考核标准在空白市场降低准入标准以保障经销商利益并抢占空白市场；2015 年进一步细化，将经销商分为销售主力类、空白市场开发类、新品推广类；2017 年更加均衡的渠道政策，经销商除了完成销售锥栗任务外还要推广新品和高附加值产品，推行嵌入式管理；2019 年渠道进一步下沉，做透下县，品类独立推广，销售队伍裂变，改进渠道进货激励模式。

图表 53：公司渠道策略变化情况

	渠道政策	具体内容
2009	战略经销商	大经销商制度，通过高返点提高经销商积极性，以达到份额扩张
2013	差别化战略经销商合作模式	降低成熟市场经销商考核标准和空白市场经销商选择标准以保障经销商利益并抢占空白市场
2015	细化的差别化战略经销商模式	将经销商分为三类：销售主力类、空白市场开发类、新品推广类
2017	目标均衡多品类考核	优化资源配置，经销商完成销售主力任务，推广新品和高附加值产品，推行嵌入式管理
2019	渠道下沉	渠道创新做透下县，品类独立推广，销售队伍裂变，改进渠道进货激励模式，发展联盟商

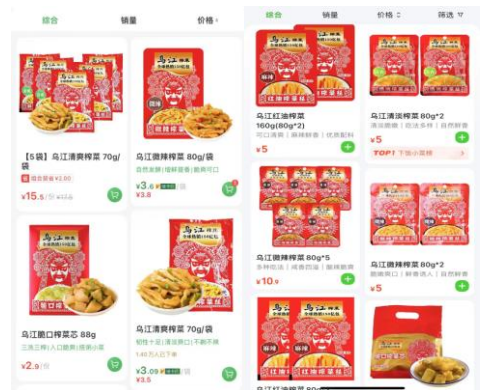
资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

积极拓展各类渠道。除了传统的流通渠道，公司还对外卖、餐饮、航空等各类渠道进行积极的布局 and 探索。

餐饮渠道：公司统筹销售工作，寻找和指定特定经销商打通餐饮渠道，目前已经发展了部分餐饮渠道的经销商，推出专供餐饮的产品，并与一些连锁餐饮、食品企业如永和大王、海底捞、乡村基等开展合作。公司建立餐饮二部在省会城市建立办事处发力餐饮渠道，目前团队组建完成，并成立餐饮渠道销售中心，营销总监、推广经理等团队和机构设置基本完成。餐饮渠道设置专门针对餐饮品类的产品，主要用 800g 大包装。

线上渠道和新零售渠道：公司针对线上和外卖渠道推出小规格的 15g 和 22g 包装榨菜，线上销售额快速增长，目前电商渠道占比已经超过 4%。随着社区团购体量逐渐增大，公司对每个仓配置超过 1 个经销商进行运作，形成内部竞争。针对规模较大的社区团购平台直接与公司进行合作，规模较小的则与经销商合作。公司设置专门的价格管控部门，对于价格不符合公司要求的会反馈给经销商以保持价格体系。在新零售渠道上积极跟上品牌宣传新潮流、营销推广新模式，开展网络直播带货，线上线下联动，吸引培养乌江新消费者群体，不断提高乌江品牌知名度和巩固市场基础。

图表 54：涪陵榨菜进入社区团购渠道



资料来源：美团买菜 APP、叮咚买菜 APP，华鑫证券研究

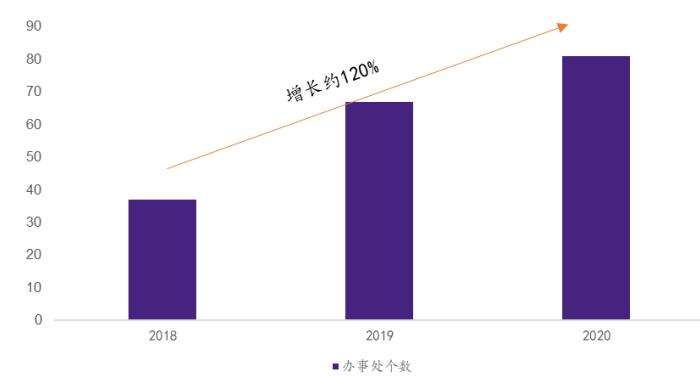
图表 55：涪陵榨菜拓展乡村基、永和大王等餐饮渠道



资料来源：同花顺金融研究中心，华鑫证券研究

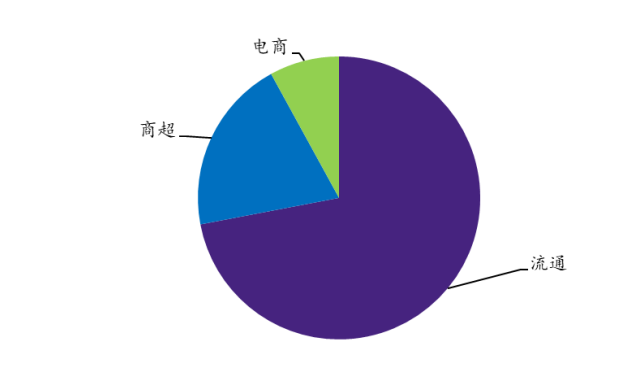
重视下沉渠道布局。公司十分重视下沉市场的布局，2019 年开始针对人口 10 万以上的县级市场进行渠道下沉，直接设立县级市场的一级经销商。目前公司在全国范围内设有 8 个销售大区，办事处增加至 81 家，并组成的专业营销团队对经销商进行嵌入式指导和管理。建立起多层次、长短渠道相结合经销制销售模式，销售网络覆盖了全国 34 个省市自治区，300 个地市级市场，一千余个县级市场。产品遍布大润发、永辉超市、沃尔玛、家乐福等连锁超市、各级农贸市场、便利店等终端。

图表 56：办事处增加至 81 家



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 57：流通渠道占比超 70%



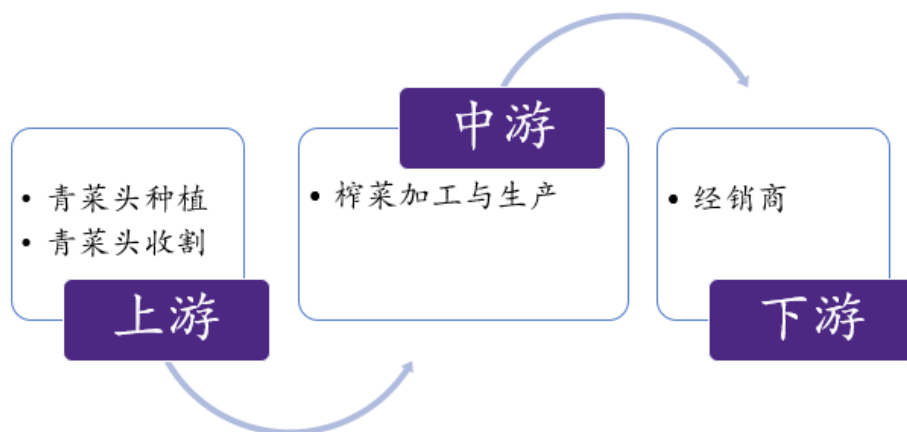
资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

4、拥有定价权穿越周期，2022 年有望迎来拐点

4.1、具备较强定价权，长期看好公司提价能力

公司在上中下游产业链中优势明显，具备较强定价权。在上游涪陵榨菜采购量占涪陵地区加工用青菜头的 30% 左右，占企业收购量的 75%，采购占比高加上公司拥有国企背景，在上游采购占有主动权。中游对渠道有较强的控制力，约 3000 家一级经销商能够覆盖全国主要区域。下游上，榨菜行业集中度较高，公司拥有先发优势和品牌优势，消费者对榨菜口味需求差异化较大，且在日常消费支出占比较低，消费者价格敏感度不高。这一系列原因导致公司具备较强定价权。

图表 58：榨菜上下游产业链情况

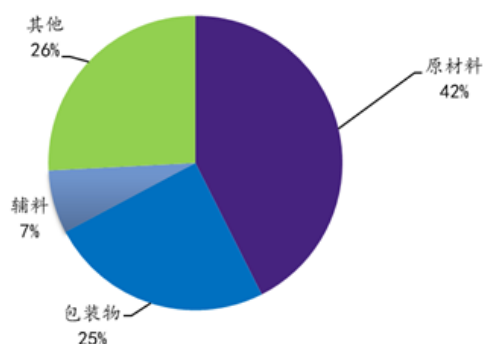


资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

2021 年原材料价格高企，公司成本端承压。在涪陵榨菜的成本构成中，青菜头等原材料占比达 40% 以上，瓦楞纸、铝箔袋等包装物占比超过 25%，原材料和包材合计占比约 70%。而由于 2020 年疫情爆发，瓦楞纸的包材价格高增。除涪陵外青菜头种植面积有所减少叠加浙江遭受雪灾影响青菜头产量大幅下降。需求来看，疫情爆发导致榨菜需求增加，在 2021 年初加大采购，加大了青菜头供需矛盾，青菜头在 2021 年价格蹿升至近年新高，收购加工均价达 1250 元/吨。成本的增加导致公司利润端承压，涪陵榨菜毛利率从 2021 年二季度开始持续下滑，2021 年 Q4 毛利率下滑至 36.08%。

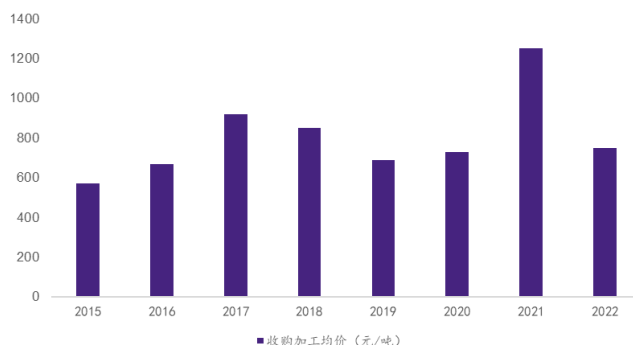
2022 年青菜头价格回落，利润有望释放。2022 年，涪陵榨菜原材料青菜头收购均价为 800 元/吨，较 2021 年的 1100 元/吨下降约 30%。公司加工一般会在 5 月使用新收购的青菜头，届时原材料成本将实现回落，利润有望得以释放。

图表 59：原材料里青菜头及包装物占比约 70%



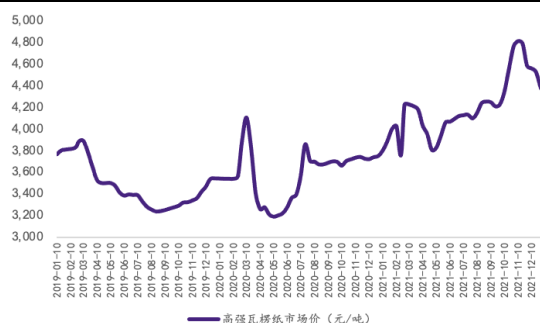
资料来源：涪陵榨菜招股说明书，华鑫证券研究

图表 60：2022 年青菜头收购价回落至 750 元/吨



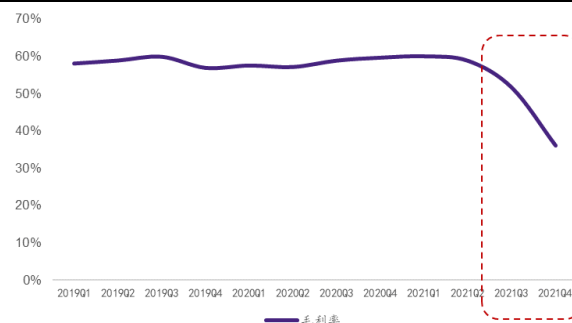
资料来源：重庆市涪陵区政府网，重庆日报，中国网三农，华鑫证券研究

图表 61：包材瓦楞纸价格高企



资料来源：国家统计局，wind，华鑫证券研究

图表 62：2021Q4 涪陵榨菜毛利率下滑至 36%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

提价方式选择上以间接提价为主。直接提价简单明了，能够将成本压力进行快速转移，并且增厚渠道利润，易被经销商所接受。通常在青菜头价格较快上行时，通过直接提高出厂价或终端价重塑价格体系以实现成本转移。但直接提价或者短期提价过快，容易对消费者的心理造成一定程度的抵触并带来短期销量波动，因此除了直接提价公司还会通过升级、缩减产品包装以及推出小包装产品以实现间接提价。间接提价不易被消费者直观看见，但由于没有直接提升渠道利润，因此无法额外激发经销商拿货动力。从公司历次的提价来看，采取间接提价的次数更多，是提升毛利率水平的主要手段，直接提价则可改善价格体系为后续间接提价提供空间。

2008-2021 年频繁提价，具备较强提价能力。2008 年-2014 年为 1 元时代。2008 年由于雪灾致青菜头减产，价格上升，公司通过直接和间接的方式提价 40%；2009、2010 年分别直接提价 10%、8%；2012-2014 年通过间接提价方式，将规格变为 1 元/60g。2015-2016 年为 1.5 元时代，通过间接提价从广东拓展至全国，升级至 1.5 元/88g，并提高 11 个单品出厂价。2017-2020 年通过直接和间接方式 4 次提价，将榨菜了拉进 2 元时代。2021 年通过直接方式提升出厂价，

榨菜进入 2.5 元时代。历次提价中，2008、2012、2014 年提价后对销量产生负面影响，其余时间提价均较为顺利。

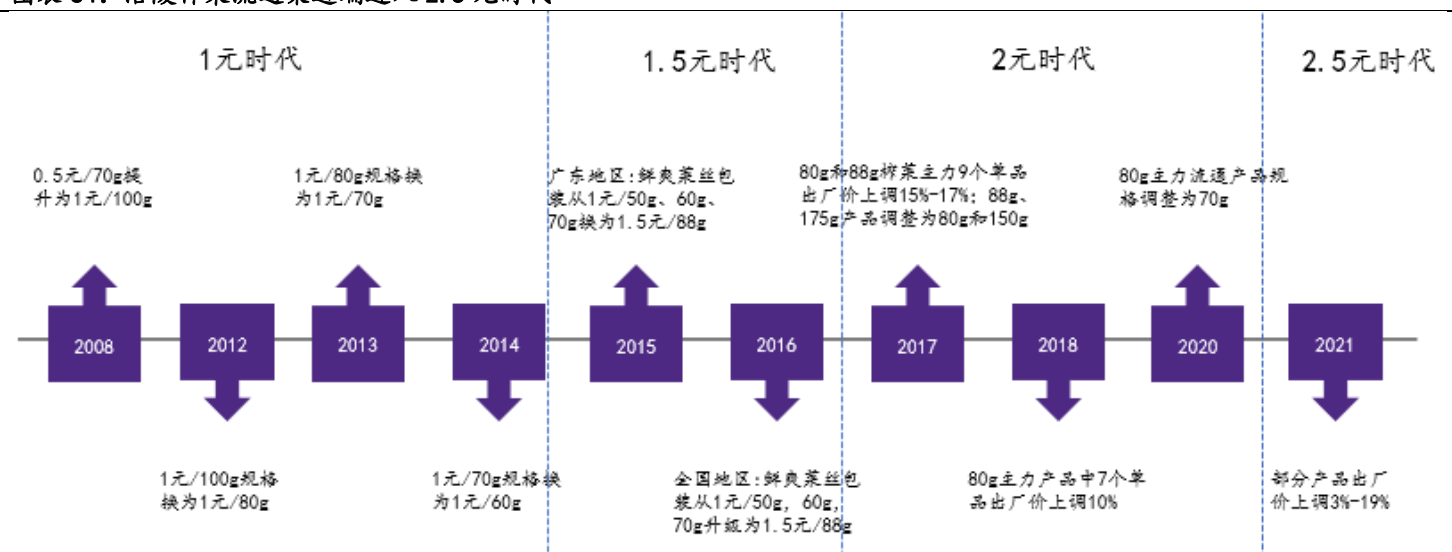
图表 63：涪陵榨菜历年提价情况梳理

时间	提价方式	提价情况	提价幅度	销量变动	毛利率	销售单价变动
2008	直接+间接	0.5 元/70g 提升为 1 元/100g	40%	-23.7%	36.5%	27.0%
2009	直接	出厂价提价 10%	10%	8.7%	38.2%	-3.6%
2010	直接	出厂价提价 8%	8%	14.8%	32.4%	4.7%
2012	间接	1 元/100g 规格换为 1 元/80g	25%	-10.0%	42.4%	11.4%
2013	间接	1 元/80g 规格换为 1 元/70g	14%	18.9%	39.6%	2.7%
2014	间接	1 元/70g 规格换为 1 元/60g	17%	-8.3%	42.4%	16.9%
2015	间接	广东地区:鲜爽菜丝包装从 1 元/50g、60g、70g 换为 1.5 元/88g	2%	1.8%	44.0%	0.9%
2016	间接	全国地区:鲜爽菜丝包装从 1 元/50g、60g、70g 升级为 1.5 元/88g	2%	14.1%	45.8%	5.5%
2016.7	直接	11 个单品的出厂价上调 8%-12%	8%-12%	14.1%	45.8%	5.5%
2017.2	直接	80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品出厂价上调 15%-17%	15%-17%	17.3%	48.2%	15.7%
2017.11	间接	88g、175g 产品调整为 80g 和 150g	10%/17%	17.3%	48.2%	15.7%
2018.10	直接	80g 主力产品中 7 个单品出厂价上调 10%	10%	10.7%	55.8%	13.8%
2020.6	间接	80g 主力流通产品规格调整为 70g	14%	12.5%	58.3%	1.6%
2021.11	直接	部分产品出厂价上调 3%-19%	3%-19%	-1.7%	52.36%	12.7%

资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

开启新一轮涨价，直接提价重塑价格体系。由于上游原材料价格持续上涨至阶段高位，涪陵榨菜在 2021 年 11 月宣布提价，对部分产品出厂价格进行调整，各品类上调幅度为 3%-19%不等。通过此次提价将重塑渠道价格体系，流通渠道终端价由 2 元走向 2.5 元时代，渠道利润有望增厚，公司利润空间也有望得到增强。

图表 64：涪陵榨菜流通渠道端进入 2.5 元时代

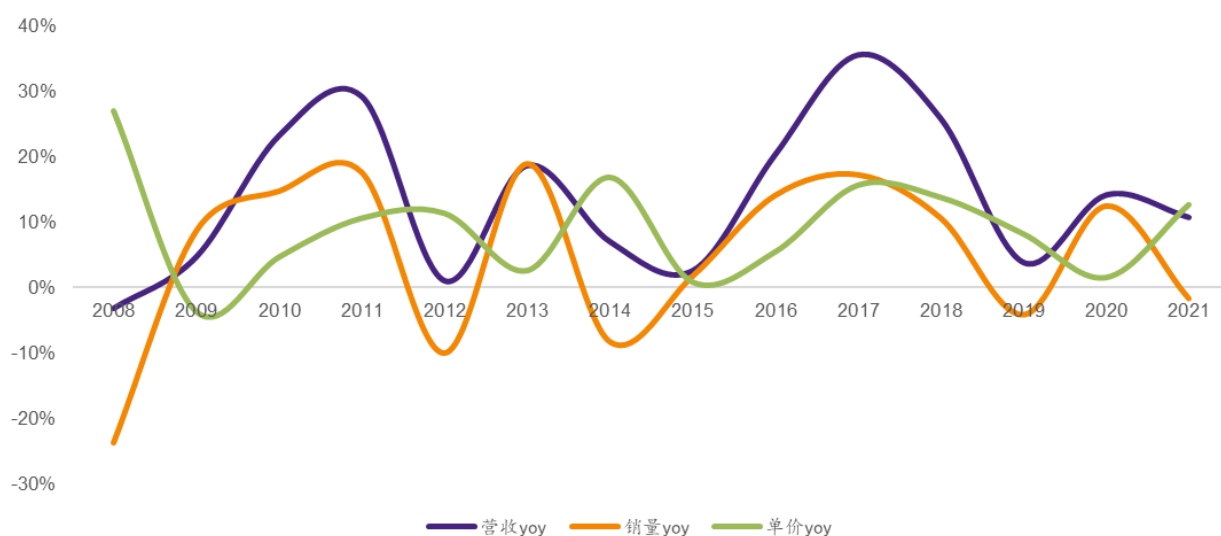


资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

4.2、 公司业绩具有波动性，2022 年有望迎来拐点

涪陵榨菜业绩具备波动性。通过复盘我们发现，涪陵榨菜业绩具备较强周期性，这主要是与宏观经济环境、原材料成本以及由此引发的公司对价格体系和渠道体系的改革所造成的连锁反应，其中价格体系的变革引发的渠道周期是营收变动的关键，渠道扩张和积极拿货会促进业绩高增，但超过终端消费消化界限后会造成渠道库存压力，给后续年份销量造成影响。

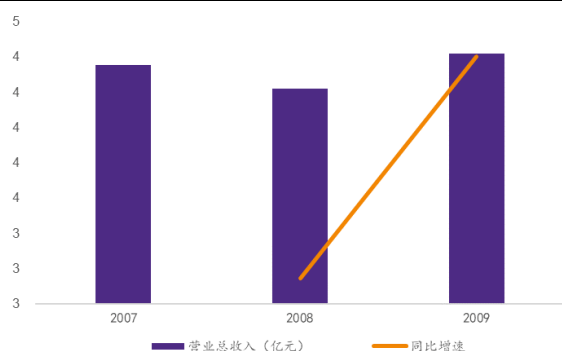
图表 65：涪陵榨菜业绩具有波动性，我们认为更多依靠量驱动为主



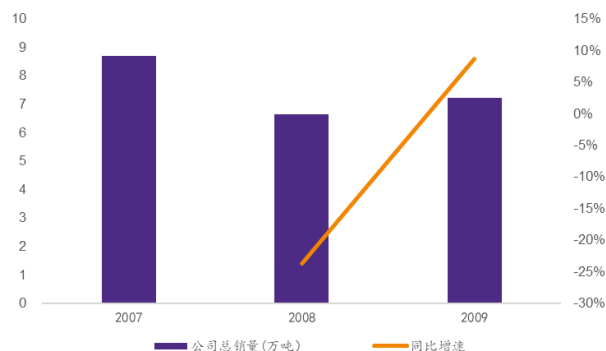
资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

2008 年，营收出现下滑。由于当年全国遭受雪灾导致青菜头减产，价格上涨，公司采取提价策略。我们认为主要系消费群体农民工由于金融危机对价格敏感性提高，提价终端接受度较低，消化时间较长，销量出现下滑进而影响营收下滑。2008 年营收 4.22 亿元，同降 3.09%；总销量 6.65 万吨，同降 23.69%。

图表 66：2008 年营收 4.2 亿，同降 3%



图表 67：2008 年总销量 6.6 万吨，同降 24%

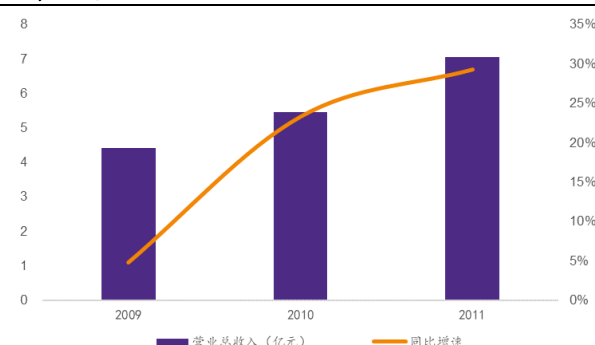


资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

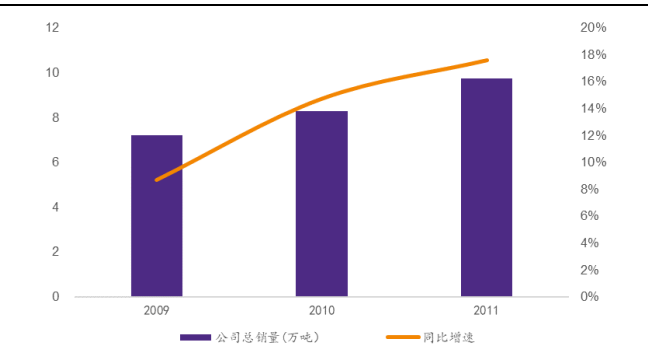
2009-2011 年，营收增速加快，系终端消化库存。我们认为 2008 年提价后为后续消费升级奠定了基础，直接提价也增加了经销商备货的积极性。同时公司在 2009 年开启战略经销商合作模式，加大对经销商的费用投入和品牌宣传，叠加宏观经济持续恢复，该阶段实现量价齐升。营收从 2008 年 4.22 亿元增至 2011 年 7.05 亿元，3 年 CAGR 为 18.65%；总销量从 2008 年 6.65 万吨增至 2011 年 9.76 万吨，3 年 CAGR 为 13.63%

图表 68：营收从 2008 年 4.2 亿元增至 2011 年 7.1 亿元，3 年 CAGR 为 19%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

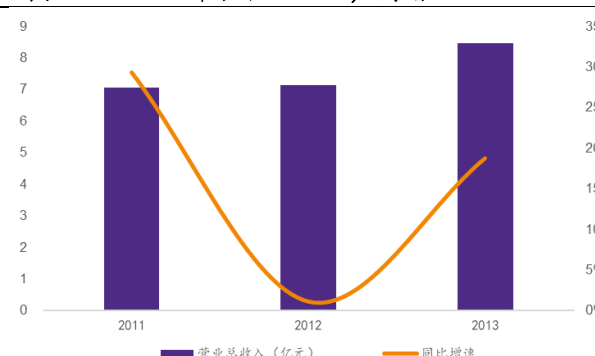
图表 69：总销量从 2008 年 6.7 万吨增至 2011 年 9.8 万吨，3 年 CAGR 为 14%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

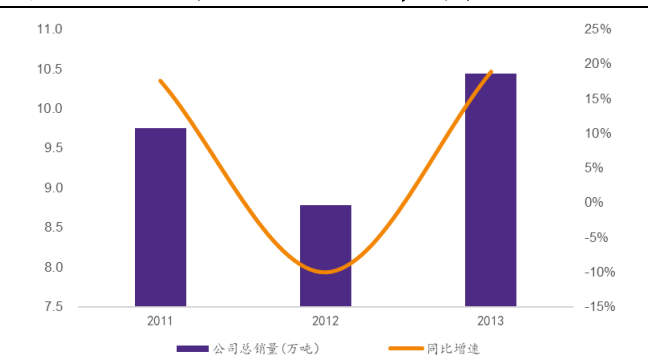
2012 年，营收增速下滑。我们认为公司通过缩减包装的方式实行变相提价，对销量有所影响。同时由于对华北和东北两个市场的低端产品进行调整，虽然单价有所提升，但是销量的下滑导致营收增速出现下滑。2012 年营收 7.13 亿，同增 1.14%；总销量 8.78 万吨，同降 9.98%

图表 70：2012 年营收 7.1 亿，同增 1%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 71：2012 年总销量 8.8 万吨，同降 10%

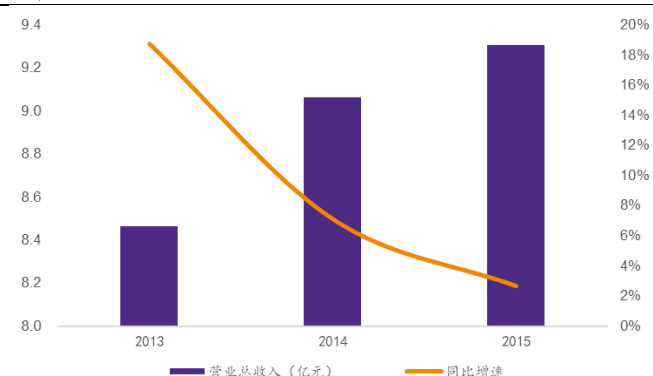


资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

2013-2015 年，营收增速先增后减。我们认为 2013 年公司推动销售渠道下沉策略，渠道覆盖至县级市场，销量显著增长。2013-2014 年公司持续通过缩减

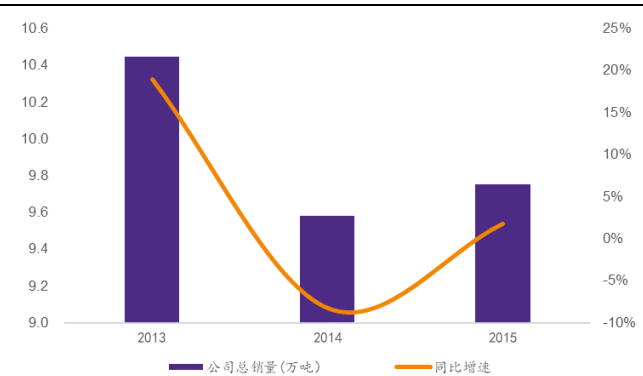
包装大小进行间接提价，2015年在广东市场进行部分产品的价格调整，价格的调整对销量有一定影响，销量增速出现下滑甚至转负，使得该阶段营收增速先增后减。营收从2012年7.13亿元增至2015年9.31亿元，3年CAGR为9.30%；总销量从2012年8.78万吨增至2015年9.75万吨，3年CAGR为3.56%。

图表 72：营收从 2012 年 7.1 亿元增至 2015 年 9.3 亿元，3 年 CAGR 为 9%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

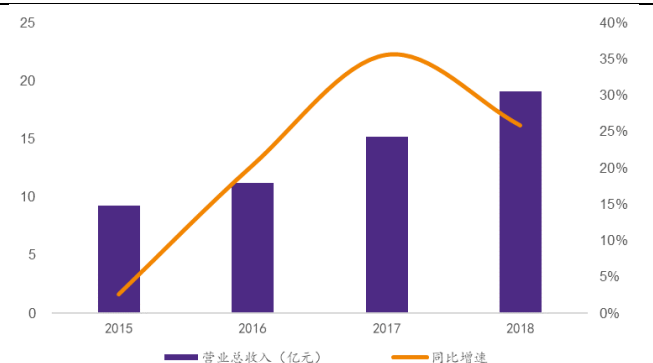
图表 73：总销量从 2012 年 8.8 万吨增至 2015 年 9.8 万吨，3 年 CAGR 为 4%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

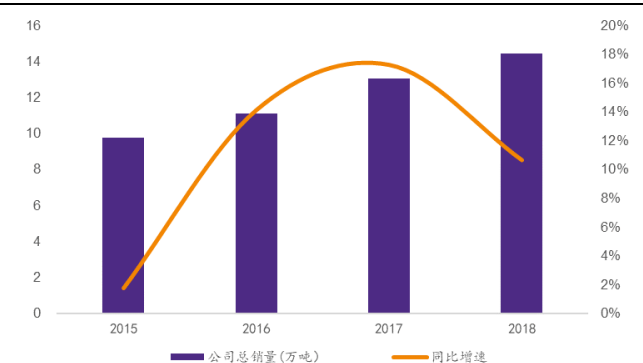
2016-2018年，营收增速加快。我们认为经过多次提价，榨菜单包价格已经逐步进入2元时代，价格体系的不断调整也使得榨菜的形象得到提升，消费人群扩散至普通家庭。恰逢社会进入消费升级阶段，2016-2017年涪陵榨菜的直接提价给予经销商更多渠道利润。经销商在2017年市场出现断货的情况下，拿货意愿较高，配合公司高返利高折扣的“大水漫灌”渠道政策，营收进入快速增长阶段，再次实现量价齐升。营收从2015年9.31亿元增至2018年19.14亿元，3年CAGR为27.18%；总销量从2015年9.75万吨增至2018年14.44万吨，3年CAGR为13.98%。

图表 74：营收从 2015 年 9.3 亿元增至 2018 年 19.1 亿元，3 年 CAGR 为 27%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

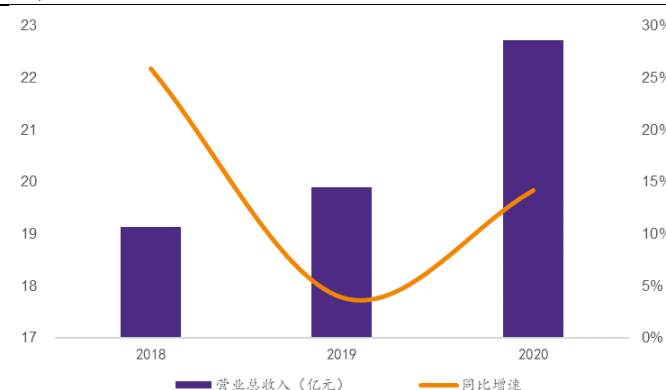
图表 75：总销量从 2015 年 9.8 万吨增至 2018 年 14.4 万吨，3 年 CAGR 为 14%



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

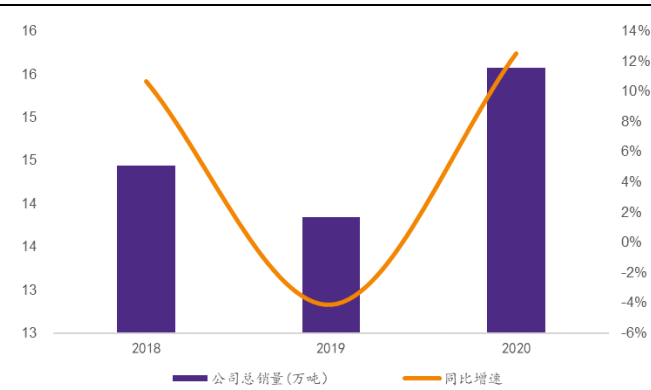
2019-2020 年，营收增速放缓。我们认为有以下几点原因：1) 2018 年的提价和高速扩张的渠道策略，透支业绩的同时导致渠道压货严重，终端消费能力难以消化渠道压力，造成 2019 年业绩低迷，增速下滑。公司通过高费用以再次推动渠道下沉消化库存压力，但由于费用投放较高，加上营收增速放缓，净利润出现下降。为缓解压力，公司也是通过加大销售费用投放，放宽经销商授信额度、裂变办事处、加大渠道招商等方式，减轻渠道压力，叠加 2020 年疫情影响下渠道库存得到有效消化，2020 年增速有所回升，但仍处于较低位置。营收从 2018 年 19.14 亿元增至 2020 年 22.73 亿元，2 年 CAGR 为 8.96%；总销量从 2018 年 14.44 万吨增至 2020 年 15.58 万吨，2 年 CAGR 为 3.86%。

图表 76：营收从 2018 年 19.1 亿元增至 2020 年 22.7 亿元，2 年 CAGR 为 9%



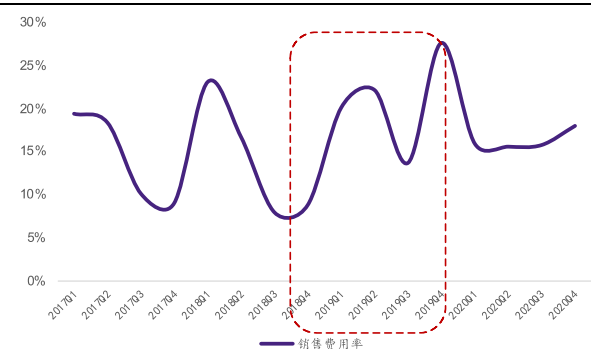
资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 77：总销量从 2018 年 14.4 万吨增至 2020 年 15.6 万吨，2 年 CAGR 为 4%



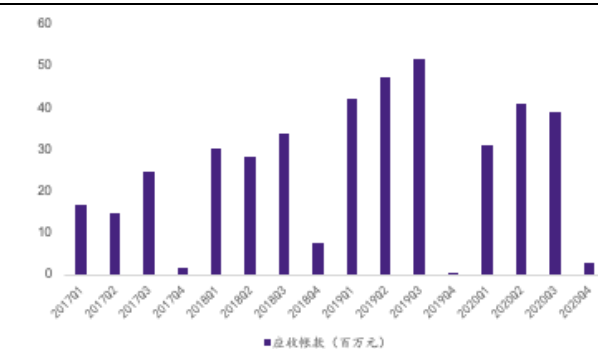
资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 78：涪陵榨菜 19 年销售费用率高增



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

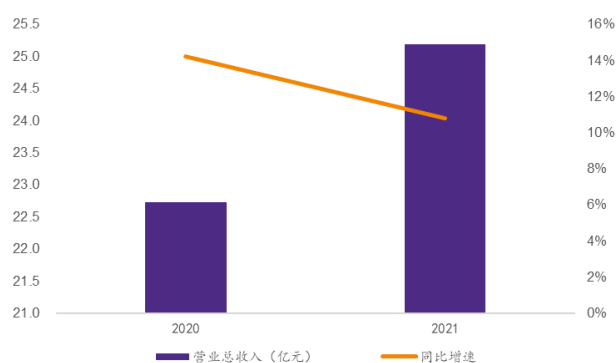
图表 79：涪陵榨菜应收款项呈上升趋势



资料来源：涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

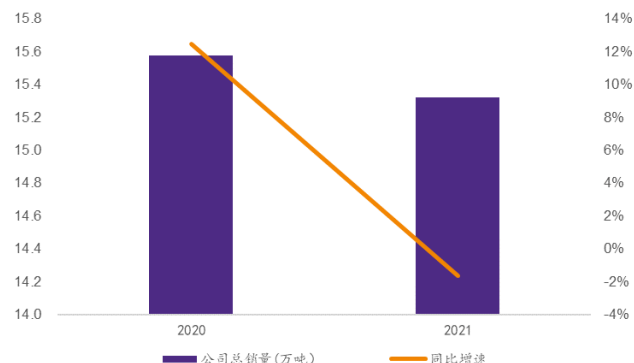
2021 年，营收增速回暖。2021 年实现营收同比增长 10.82%，增速回暖。归母净利润同比下滑 4.52%，我们认为主要系青菜头等原材料价格大幅上涨叠加公司持续加大商超促销、空中费用等费用投放，净利润略有承压。销量受疫情影响下需求下滑，总销量 15.32 万吨，同降 1.65%。

图表 80: 2021 年营收 25.2 亿, 同增 11%



资料来源: 涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

图表 81: 2021 年总销量 15.3 万吨, 同降 2%



资料来源: 涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

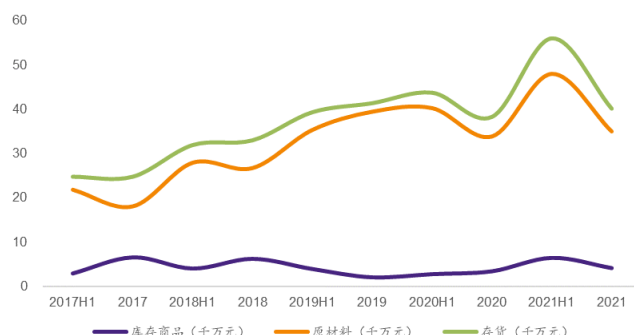
提价+渠道双发力, 2022 年有望量价齐升。我们认为主要有以下几点原因: 1) 收入方面, 2021 年 11 月对部分产品出厂价格上调, 上调幅度为 3%-19%不等, 提价目前已经传到至终端, 效果良好, 将有效提升公司销售收入。2) 成本方面, 青菜头收购价在 2022 年回落, 采购均价为 800 元/吨, 较 2021 年收购均价减少约 30%。包材等价格有望回落, 有效缓解成本端压力。3) 费用方面, 公司费用投放更加精准, 销售费用率有望下滑, 预计通过大量铺货和终端促销, 库存能够得到有效消化。4) 渠道方面, 公司持续推进县级市场下沉, 目前已经覆盖约 1400 个县级市场, 通过办事处裂变、渠道招商等, 落实城市精准化营销管理, 逐步优化战略经销商模式, 渠道整体运转良性。为平抑原料价格大幅波动, 公司库存商品和原材料随着窖池容量的提升而增加, 以保证需求的增长。2021 年底经销商备货积极, 公司发货较多, 存货显著下降。公司预收款项在 2021 年 3 季度实现大幅增加, 经销商备货意愿强烈, 四季度随着发货良好开展而下降。因此我们认为 2022 年公司有望量价齐升。

图表 82: 涪陵榨菜预收款项一览



资料来源: 涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

图表 83: 涪陵榨菜存货下降



资料来源: 涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

5、盈利预测与评级

2022 年提价+降本+缩费，公司红利持续兑现。提价进展良好，终端已经基本完成，提价效应下，价增红利凸显。成本端总体下降，2022 年青菜头采购均价为 800 元/吨（同降约 30%），预计在 5 月左右陆续投放新青菜头，成本显著回落，拉动毛利率提升。2022 年费用投放更加精准，整体销售费用率预计有所下降，利润端具备较大弹性。

我们看好 2022 年公司提价+降本+缩费所带来的业绩弹性，以及集中度提升、渠道下沉、品类扩张所带来的长期业绩释放。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.17/1.42/1.70 亿元，对应 PE 分别为 29、24、20 倍，维持“推荐”评级。

图表 84：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	2,519	2,912	3,362	3,863
增长率	10.8%	15.6%	15.4%	14.9%
归母净利润（百万元）	742	1,035	1,261	1,506
增长率	-4.5%	39.5%	21.8%	19.4%
EPS（元）	0.84	1.17	1.42	1.70
ROE	10.4%	13.4%	15.1%	16.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 疫情拖累消费；
- (3) 区域扩张不及预期；
- (4) 新品推广不及预期；
- (5) 提价不及预期；
- (6) 产能消化不及预期
- (7) 原材料价格上涨等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	2,519	2,912	3,362	3,863
现金及现金等价物	3,086	5,897	6,642	7,506	营业成本	1,200	1,204	1,381	1,578
应收款	11	16	18	21	营业税金及附加	39	44	50	54
存货	401	547	588	626	销售费用	475	524	538	579
其他流动资产	2,396	68	86	104	管理费用	74	82	87	81
流动资产合计	5,894	6,528	7,335	8,258	财务费用	-96	-165	-186	-210
非流动资产：					研发费用	5	6	7	8
金融类资产	0	10	19	27	费用合计	459	447	447	459
固定资产	1,201	1,166	1,106	1,039	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	74	30	12	5	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	507	482	457	433	投资收益	43	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	874	1,218	1,484	1,772
其他非流动资产	72	72	72	72	加：营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,854	1,749	1,646	1,548	减：营业外支出	0	0	0	0
资产总计	7,749	8,277	8,981	9,806	利润总额	874	1,218	1,484	1,772
流动负债：					所得税费用	132	183	223	266
短期借款	0	40	70	90	净利润	742	1,035	1,261	1,506
应付账款、票据	154	103	114	125	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	315	315	315	315	归母净利润	742	1,035	1,261	1,506
流动负债合计	470	458	499	531					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	112	112	112	112	营业收入增长率	10.8%	15.6%	15.4%	14.9%
非流动负债合计	112	112	112	112	归母净利润增长率	-4.5%	39.5%	21.8%	19.4%
负债合计	582	570	611	643	盈利能力				
所有者权益					毛利率	52.4%	58.7%	58.9%	59.2%
股本	888	888	888	888	四项费用/营收	18.2%	15.3%	13.3%	11.9%
股东权益	7,167	7,707	8,369	9,163	净利率	29.5%	35.5%	37.5%	39.0%
负债和所有者权益	7,749	8,277	8,981	9,806	ROE	10.4%	13.4%	15.1%	16.4%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	7.5%	6.9%	6.8%	6.6%
净利润	742	1035	1261	1506	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	101	105	102	97	应收账款周转率	235.5	182.5	182.5	182.5
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.0	2.3	2.4	2.6
营运资金变动	-97	2135	-42	-39	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	745	3276	1321	1564	EPS	0.84	1.17	1.42	1.70
投资活动现金净流量	-3418	70	69	66	P/E	41.1	29.4	24.2	20.2
筹资活动现金净流量	5484	-455	-569	-693	P/S	12.1	10.5	9.1	7.9
现金流量净额	2,811	2,891	821	937	P/B	4.3	4.0	3.6	3.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料助理分析师，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。