



渠道下沉披荆斩棘，品类扩张乘风破浪

——涪陵榨菜（002507.SZ）深度报告

核心观点

行业量价均有提升空间，消费升级为主要驱动力。酱腌菜作为我国传统佐餐食品，行业需求稳定，包装化率提升、消费升级、渠道下沉和新渠道扩张等趋势将拉动包装酱腌菜行业增长。包装酱腌制品的行业规模增长将稳定在中高个位数，而主要细分品种包装榨菜行业规模亦将达到中个位数增长。

公司一家独大，乌江品牌力强，具备行业定价权。公司主品牌乌江在包装酱腌菜业内一家独大，市占率远超第二名品牌，在榨菜品类的差距更大，是目前业内唯一的全国化品牌，在品牌力、产品力、渠道力方面均居于行业领先地位。公司具备行业定价权和品牌溢价能力，随着产品矩阵完善和产品升级，具备较强的提价能力。

提价顺利传导叠加原材料价格逐步回落，业绩有望迎来拐点。2021年青菜头价格与销售费用大幅上涨导致公司利润端短期承压，但同时榨菜中小企业由于成本压力而出清，更有利于公司市占率提升。2022年预计青菜头价格将逐渐回落，与此同时2021年底的提价助力公司盈利能力持续改善，整体业绩有望迎来拐点。

未来看点在于渠道精耕下沉和品类扩张。公司具备业内领先的全国化销售网络，渠道层级较为扁平，2019年加速空白市场下沉，扩张一级经销商队伍，层级进一步扁平化，区域和品类管理进一步精细化。本轮渠道下沉与上一轮的区别在于品牌力和渠道推力的加强，我们看好公司凭借较强的品牌力和不断强化的渠道力在低线市场抢占小散对手份额。品类扩张方面，公司已经通过自主研发和并购模式进入萝卜和泡菜等品类。目前细分品类缺乏龙头品牌，公司有望借助强大的品牌力、渠道力和丰富的行业管理经验而实现品类扩张。

投资建议

公司业绩受渠道库存、原材料价格变化等因素影响波动较大，剔除2021年极端情况影响（因疫情反复以及成本压力骤增导致基本面承压，EPS大幅下降摊高PE），综合考虑提价顺利传导叠加原材料成本负面拖累逐步消退，以及泡菜等品类规模进一步扩张，给与2022年40X，目标价对应45.6元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

原材料成本波动；渠道下沉效果不及预期；扩品类效果不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2518.65	2935.30	3243.75	3587.55
增长率(%)	10.82%	16.54%	10.51%	10.60%
归母净利润	741.96	1013.89	1203.12	1391.01
增长率(%)	-4.52%	36.65%	18.66%	15.62%
EPS(元/股)	0.84	1.14	1.36	1.57
市盈率(P/E)	45.22	27.75	23.39	20.23
市净率(P/B)	4.68	3.44	3.00	2.61

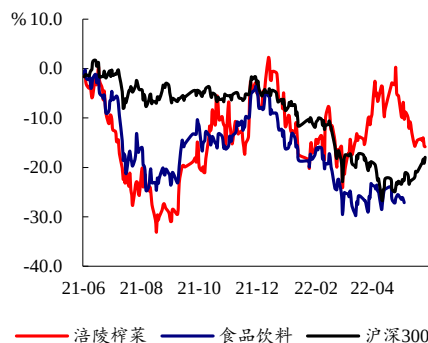
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所，股价基准为2022年6月10日收盘价31.70元

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	887.63
流通A股/B股(百万股)	887.63/0.00
资产负债率(%)	9.23
每股净资产(元)	7.97
市净率(倍)	3.98
净资产收益率(加权)	10.45
12个月内最高/最低价	38.88/25.69

相关研究

正文目录

1. 消费升级成为酱腌菜行业的主要增长驱动力.....	4
1.1. 包装酱腌菜行业料以量价齐升方式稳健增长.....	4
1.2. 低线城市下沉，新渠道渗透空间大.....	6
1.3. 政策面利好龙头企业.....	8
2. 乌江品牌力强，具备行业定价权.....	9
2.1. 竞争格局：乌江一家独大，区域品牌割据.....	9
2.2. 产品优质并不断升级，产品矩阵不断完善.....	10
2.3. 品牌力突出，具备行业定价权.....	11
3. 寻古溯源，提价策略何时能奏效.....	12
3.1. 两种提价方式各有优势.....	13
3.2. 合理提价+渠道扩张，是量价齐升的必备因素.....	15
3.3. 疫情催化渠道出清，2020 年业绩显著好转.....	16
3.4. 原材料价格大幅上涨，2021 年盈利能力显著下降.....	17
4. 未来看点在于精耕渠道和品类扩张.....	18
4.1. 渠道力居于业内领先水平，全国销售网络不断完善.....	18
4.1.1. 业内唯一的全国化渠道布局品牌.....	18
4.1.2. 积极建设渠道下沉，纵横并行优化渠道结构.....	18
4.1.3. 重视新渠道，迎合新需求.....	20
4.2. 品类扩张小试牛刀，有望借力品牌实现长期发展.....	20
4.2.1. 公司近年来陆续入局萝卜、泡菜等新品类.....	20
4.2.2. 以泡菜为切入点看公司大有可为.....	21
5. 财务分析：资本结构稳定，盈利能力突出.....	22
6. 盈利预测与估值.....	23
7. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1. 包装腌制品市场规模及增速预测.....	4
图表 2. 包装腌制品销量逐年增长.....	5
图表 3. 我国人均包装酱腌制品消费量较低（2018 年）.....	5
图表 4. 包装酱腌制品销量与外出农民工人数相关性减弱.....	5
图表 5. 包装腌制品销量情况.....	6
图表 6. 涪陵区青菜头平均年初收购价格.....	6
图表 7. 榨菜主要原材料青菜头全国及涪陵区产量（万吨）变化情况.....	6
图表 8. 2021 年低线城市人口较高线城市更多.....	7
图表 9. 全国各类型城市数量一览.....	7
图表 10. 2019 年淘宝 9-12 月腌制蔬菜/泡菜/酱菜/脱水蔬菜热销品牌排名.....	8
图表 11. 环保趋严政策使榨菜行业集中度提升.....	8
图表 12. 腌制品市场份额统计（2021 年）.....	9
图表 13. 2022 年 5 月全国榨菜品牌主要产品及批发价格对比.....	9
图表 14. 全国主要榨菜企业所在地.....	10
图表 15. 公司产品矩阵.....	11
图表 16. 乌江榨菜广告费+市场推广费投入.....	12
图表 17. 公司广促费占收入比重在小食品行业领先.....	12
图表 18. 公司业绩波动来源于量价波动.....	13
图表 19. 公司产品矩阵.....	14

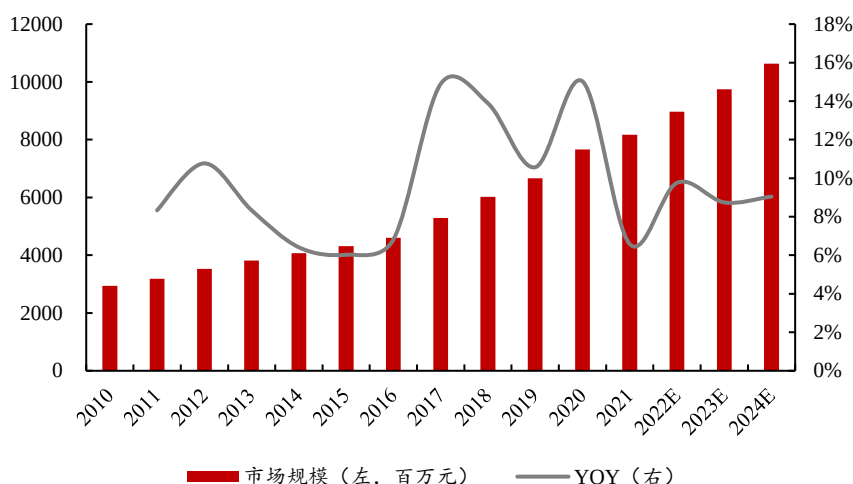
图表 20.	公司提价历史记录一览.....	14
图表 21.	渠道配合提价带来量价齐升.....	15
图表 22.	2016-2018 年的高速增长提前透支了 19 年的营收增长	16
图表 23.	涪陵榨菜销售费用/营业收入变动情况.....	16
图表 24.	公司收入增速和销售现金流增速分化.....	17
图表 25.	公司分季度销售费用率情况.....	17
图表 26.	2021 年青菜头价格大幅上涨.....	17
图表 27.	公司销售渠道分布估计 (2019 年)	18
图表 28.	公司经销商数量 (家) 变动一览.....	18
图表 29.	公司近 10 年渠道精耕模式重要变化复盘.....	19
图表 30.	公司在县级市场下沉的数量目标明确.....	20
图表 31.	公司销售办事处数量变动一览.....	20
图表 32.	公司积极拓展除榨菜以外其他品类.....	21
图表 33.	2019 榨菜和泡菜市场规模测算对比.....	21
图表 34.	泡菜行业产量情况.....	21
图表 35.	2021 年我国泡菜行业 CR3 不到 3%.....	22
图表 36.	2021 年韩国泡菜行业 CR2 超 75%.....	22
图表 37.	公司毛利率目前位于较高水平.....	22
图表 38.	公司净利润率迅速提升.....	22
图表 39.	公司应收账款规模 (亿元) 较小.....	23
图表 40.	涪陵榨菜与可比公司营业周期 (天) 对比.....	23
图表 41.	公司主营业务收入及增长率预测.....	23
图表 42.	公司盈利能力预估.....	23
图表 43.	公司收入拆分与预测 (单位: 百万元)	24
图表 44.	涪陵榨菜与其他四家可比公司 PE (截至 2022 年 6 月 10 日)	24
图表 45.	涪陵榨菜 PE (TTM)	25

1. 消费升级为酱腌菜行业的主要增长驱动力

1.1. 包装酱腌菜行业料以量价齐升方式稳健增长

酱腌菜/榨菜需求稳定，包装产品料维持稳健增长。榨菜历史悠久，起源于1898年的四川涪陵（今重庆涪陵区），属世界三大名腌菜、四川四大腌菜之列，因其加工中需将青菜头腌制后经榨压除去盐水而得名。随着生产规模、销售市场的日益扩大，逐渐成为我国常见的佐餐开胃品。包装榨菜是包装酱腌菜中最大的品类。根据欧睿咨询，包装酱腌制品行业规模从2010年的30亿元增长至2021年的82亿元，年复合增速达9.7%；分拆量价来看，2010-2021年销量CAGR为6.6%，均价CAGR为3.0%，实现量价齐升。我们预计未来包装酱腌制品的行业规模同比增长速度将稳定在中高个位数，而包装榨菜行业规模亦将达到中个位数增长水平。

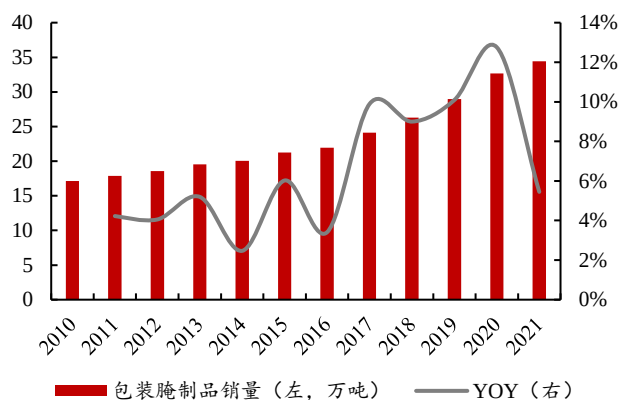
图表1. 包装腌制品市场规模及增速预测



资料来源：欧睿咨询，东亚前海证券研究所

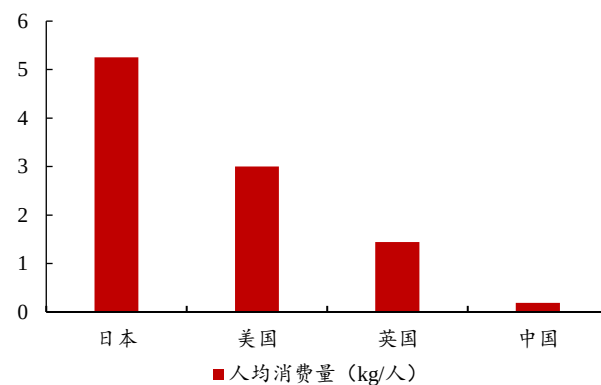
行业量增将来自于包装化率提升和消费场景多元化。随着人们对食品安全的重视程度提高，卫生标准与质量保障更高的包装榨菜逐渐替代散装榨菜。根据欧睿咨询，包装榨菜占整体销量比重已经达6成以上。我国人均包装酱腌菜消费量相较日本、美国、英国等国仍有明显的提升空间。同时，榨菜的消费场景逐渐从日常家庭佐餐拓展到家庭烹饪、休闲食品、餐饮佐餐等领域，有望带动行业销量增长。

图表2. 包装腌制品销量逐年增长



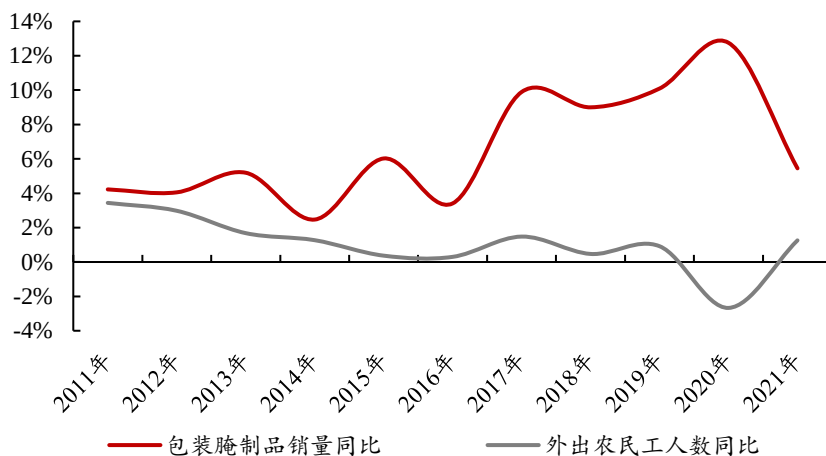
资料来源：欧睿数据，东亚前海证券研究所

图表3. 我国人均包装酱腌制品消费量较低（2018年）



资料来源：欧睿数据，东亚前海证券研究所

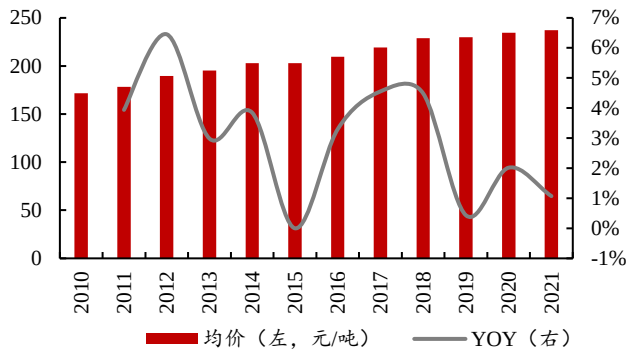
图表4. 包装酱腌制品销量与外出农民工人数相关性减弱



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

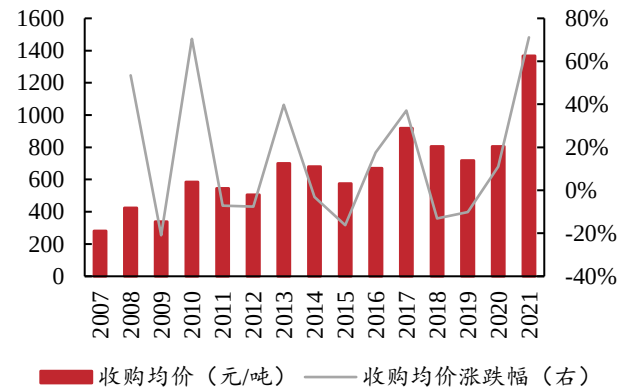
行业均价料将长期上行，由消费升级和成本上行驱动。榨菜是由青菜头腌制后榨压而成，其终端售价受原材料成本影响较大。近十年来，占全国青菜头产地面积约一半的涪陵区青菜头收购价持续走高，原材料价格长期上涨将持续推动榨菜终端价格变化。同时，榨菜本身货值较低，而消费升级趋势下大众更关注产品的质量、安全、外观等特性，故消费者普遍能够消化价格涨幅，而新品类、新口味、新包装产品的推出均成为提价的良好契机。

图表5. 包装腌制品销量情况



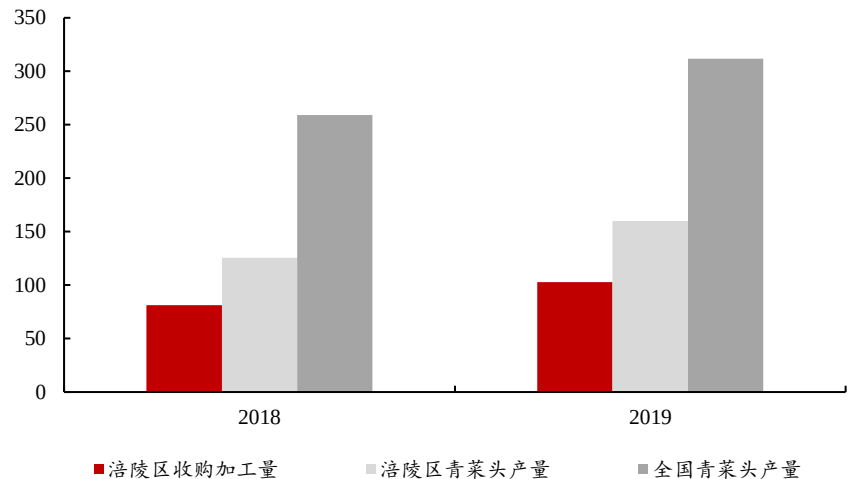
资料来源：欧睿数据，东亚前海证券研究所

图表6. 涪陵区青菜头平均年初收购价格



资料来源：涪陵区榨菜办，东亚前海证券研究所

图表7. 榨菜主要原材料青菜头全国及涪陵区产量（万吨）变化情况

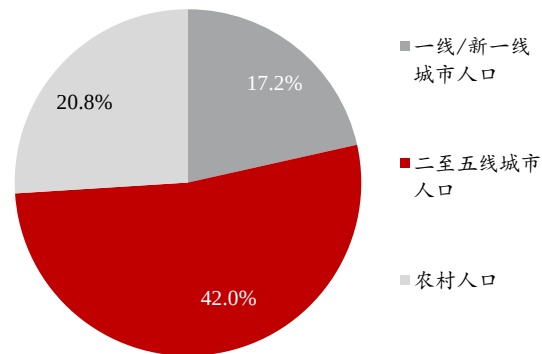


资料来源：涪陵榨菜行业协会，东亚前海证券研究所

1.2. 低线城市下沉，新渠道渗透空间大

低线市场消费渗透空间大。榨菜作为我国传统佐餐食品，具备广泛的消费基础，目前主流的包装榨菜品牌销量集中在一二线城市，故三四线及以下城市具备下沉空间。三四五线城市人口数量约为一二线城市的 2 倍，近年来受益于可支配收入提升，对于货值低、需求刚性、流通便利的榨菜品类而言，低线城市具备消费升级的意愿和能力。

图表8. 2021 年低线城市人口较高线城市更多



资料来源：国家及各省统计局，东亚前海证券研究所

图表9. 全国各类型城市数量一览

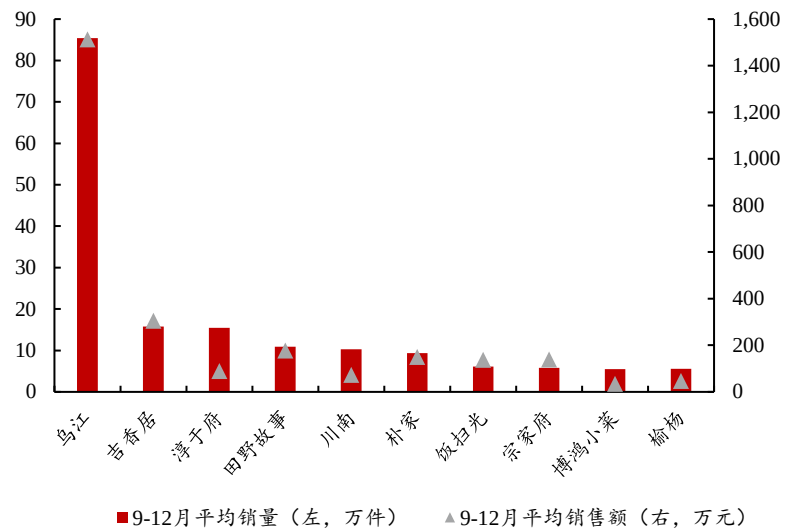
城市类型	人口数量	城市个数
特大及超大城市	500 万以下	13
大型城市	100 万-500 万	75
中等城市	50 万-100 万	200+
小城市	50 万以下	300+

资料来源：中国城市建设统计年鉴（2016），东亚前海证券研究所

低线市场渗透的关键在于渠道网络整合。低线城市既有品牌竞争力普遍不强，但是销售网络分散，大型连锁 KA、社区便利店正处于发展阶段，故市场下沉的要点在于整合相对分散的渠道结构，而且需要长期投入人力、物力，实现对物理空间和消费者心智的占领。随着低线城市基础设施的发展和居民消费水平提升，榨菜品牌在低线城市渠道下沉的方式有望复制高线城市的路径，具备成功的经验基础。

新渠道迎合购买习惯变迁，分流传统渠道。酱腌菜品牌在不断拓宽线下渠道的同时，亦在电商（如天猫、京东）以及新零售（如盒马等）等新渠道发力，以迎合消费方式的革新，作为公司传统渠道的补充。目前行业内线上线下竞争格局呈现一定的相似度，乌江凭借多年建设打造的强大品牌力，在线上平台亦占据行业龙头位置。根据淘数据，2019 年 9-12 月，乌江品牌在淘宝月均销量超过 85 万件，月均销售额达到 1500 万，量价端均在行业内遥遥领先。

图表10. 2019年淘宝9-12月腌制蔬菜/泡菜/酱菜/脱水蔬菜热销品牌排名

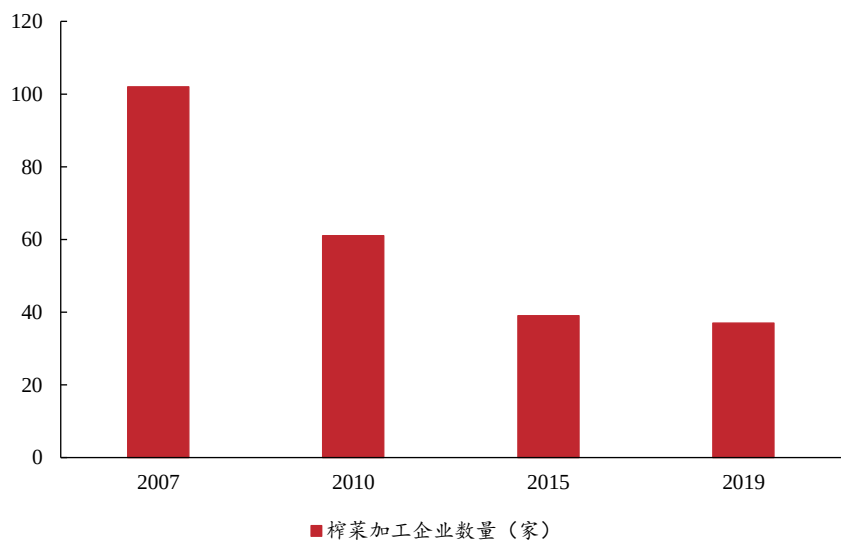


资料来源：淘数据，东亚前海证券研究所

1.3. 政策面利好龙头企业

环保趋严利好龙头企业，强者恒强逻辑仍在。榨菜生产过程产生的废水具有高盐、高化学需氧量等特性。半成品加工户对废水实施散排、直排等操作，会对周边生态环境造成污染。随着国家食品安全标准提升和环保政策的趋严，部分小规模生产企业的环保压力较大，盈利受到挤压，业务规模有所萎缩。涪陵区榨菜加工企业数量从2007年的102家下降到2019年4月的37家，侧面反映出环保政策趋严不利于小散企业生存，同时市场份额往头部企业集中。

图表11. 环保趋严政策使榨菜行业集中度提升



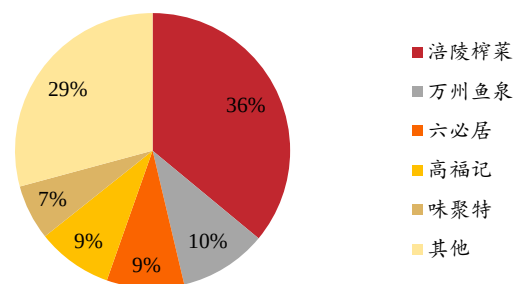
资料来源：涪陵区榨菜办，东亚前海证券研究所

2. 乌江品牌力强，具备行业定价权

2.1. 竞争格局：乌江一家独大，区域品牌割据

涪陵榨菜位居行业绝对龙头地位。根据欧睿数据，涪陵榨菜在包装酱腌制品行业市占率约 36%，份额约为第二名品牌的 3.6 倍，且第三至第五名品牌产品以下饭菜为主，因此公司在榨菜行业的龙头地位突出。除乌江品牌以外的榨菜品牌市占率近年来表现较为一般。非榨菜品类如下饭菜、下饭酱等品牌竞争较为激烈，尚无绝对龙头胜出。在消费升级趋势下，行业包装化率不断提升，消费需求向大品牌倾斜，公司市占率有望进一步提高。

图表12. 腌制品市场份额统计（2021 年）



资料来源：欧睿数据，东亚前海证券研究所

涪陵榨菜是业内唯一的全国化品牌。从优势地区与产品价格带来看，相比于区域特征明显的地方性榨菜品牌，涪陵榨菜的全国化发展较为充分，公司产能大、销路广，率先实现了全国化销售。乌江是全国首个在央视投放广告的榨菜品牌，品牌享誉全国，产品定价亦可享受行业龙头地位所具有的溢价权。

图表13. 2022 年 5 月全国榨菜品牌主要产品及批发价格对比

品牌	优势地区	主打产品及价格	20 包批发价 (元/包)	单价 (元/kg)
涪陵榨菜	全国大部分地区	乌江鲜脆菜丝 (70g)	1.9	38.1
万州鱼泉	成都、北京	鱼泉榨菜 (80g)	1.6	23.0
宁波铜钱桥	东北、华北	精制榨菜丝 (30g)	1.0	19.3
余姚德福	华北	麻油榨菜 (40g)	0.9	19.9
重庆辣妹子	华东	榨菜丝 (60g)	0.9	15.0

资料来源：1688，淘宝网，东亚前海证券研究所

原材料的地域性为公司提供天然壁垒。榨菜原材料青菜头对土壤和气候均有独特要求，全国青菜头产地集中于重庆和浙江两地，其中又以重庆涪陵区与浙江余姚为主产地，公司所在的涪陵区正是我国青菜头的第一大产区。涪陵地区 9-10 月的低温和大雾环境有助于青菜头致密组织结构的形成，优质的原材料给榨菜赋予了“鲜”“嫩”“脆”“爽”的口感，为涪陵榨菜贴上了独特的地域标签，也一定程度上为公司提供了得天独厚的原产地优势。

图表14. 全国主要榨菜企业所在地



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 产品优质并不断升级，产品矩阵不断完善

榨菜品类持续升级。公司凭借原材料产地优势和规模化自动化生产优势，确保了产品品质出众，同时公司亦在不断努力优化产品矩阵，实现产品升级。公司持续对产品结构进行优化，保证每年都有新开发和被优化升级的产品，目前已经拥有较为完善的榨菜品类矩阵，包括不同规格和不同口味的产品。

榨菜以外品类持续推出。目前公司在榨菜以外品类涉足萝卜、下饭菜和泡菜等。脆口萝卜与脆口榨菜同步推出，已经跻身重点产品之列。公司的战略产品包括下饭菜、泡菜、海带丝等，均属于佐餐开胃菜范畴，如 2018 年推出的泡萝卜、泡白菜、泡竹笋，当前以试点为主，有望经过市场培育成为下一个主力品类。

图表15. 公司产品矩阵

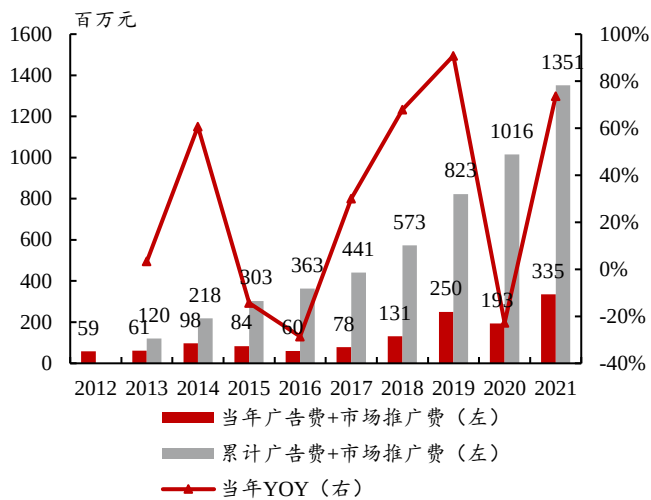
分类	品类	产品(口味)	规格	价格(元)	单价(元/kg)
主力品	榨菜	鲜脆菜丝(清爽)	80g	2.19	27.38
		清淡榨菜(清香)	80g	2.49	31.13
			15g	0.46	30.67
		微辣榨菜(微辣)	80g	2.49	31.13
			300g(瓶装)	12.90	43.00
		古坛榨菜(酱香)	80g	2.49	31.13
		红油榨菜(麻辣)	80g	2.49	31.13
		原味菜片(原味)	80g	2.19	27.38
		鲜爽菜心(爽脆)	80g	2.19	27.38
		鲜榨菜片(酸辣)	80g	2.49	31.13
重点品	脆口	榨菜碎米(碎米)	80g	2.09	26.13
		全形榨菜	300g	4.97	16.57
		脆口榨菜	150g	3.99	26.60
			22g	0.90	40.91
		脆口萝卜	150g	3.99	26.60
			22g	0.90	40.91
战略品	萝卜	鲜香萝卜	60g	1.99	33.17
		美味萝卜	60g	1.99	33.17
		麻辣萝卜	60g	1.99	33.17
	泡菜	泡白菜	400g(瓶装)	19.90	49.75
		泡萝卜	300g(瓶装)	18.90	63.00
			400g(瓶装)	20.00	50.00
		泡豇豆	300g(瓶装)	18.90	63.00
		泡青菜	300g(瓶装)	18.90	63.00
	下饭菜	泡竹笋	400g(瓶装)	20.00	50.00
		红油榨菜	300g(瓶装)	12.90	43.00
		黄花什锦	300g(瓶装)	12.90	43.00
		开味菜	300g(瓶装)	12.90	43.00
	海带丝	下饭菜(香辣)	50g	1.80	36.00
		海带丝(鲜香味)	50g	1.89	37.80
			70g	2.50	35.71
	酱油	海带丝(野山椒味)	70g	2.50	35.71
		榨菜酱油	800ml	11.90	14.88

资料来源：淘宝网，东亚前海证券研究所

2.3. 品牌力突出，具备行业定价权

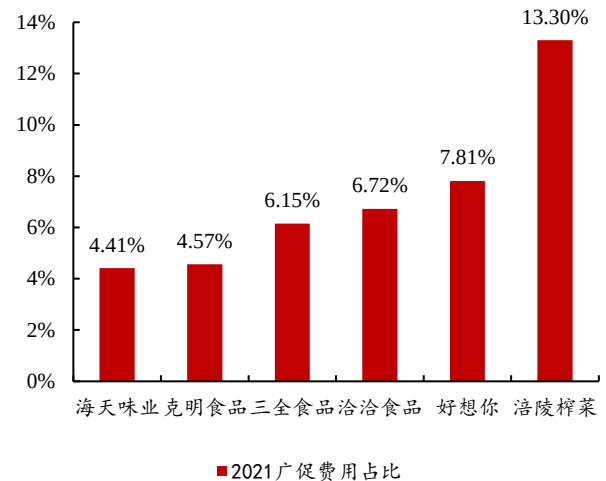
公司重视品牌建设，树立行业领导者形象。公司在宣传费用上投入力度大，积极打造企业品牌力。2012-2021 年公司累计广告费+市场推广费达到 13.5 亿元，2021 年广告费用同比增速更是达到约 74%，广告促销费在调味品与小食品行业位于领先地位。从行业内第一家在央视投放广告的企业，到聘请张铁林做代言人、请专业机构精心策划广告语，再到推出极具辨识度的国粹脸谱新包装，公司的宣传推广始终与时俱进，显著提升了消费者对公司品牌的认知度。

图表16. 乌江榨菜广告费+市场推广费投入



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表17. 公司广促费占收入比重在小食品行业领先



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所
注：海天味业所用数据为 2019 年数据

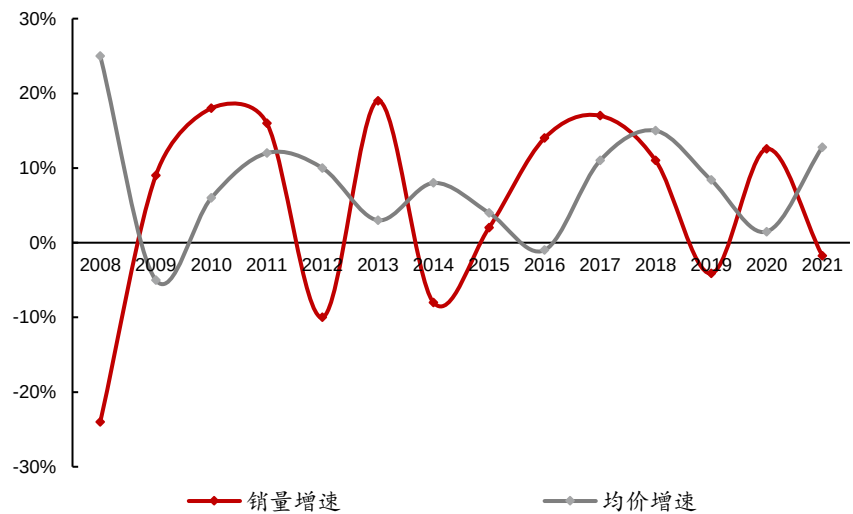
公司为行业绝对龙头，掌握行业定价权。作为品牌力强势的行业绝对龙头，公司享有定价权，近 10 年来多有提价历史，多为传导原材料价格上涨，亦有主动产品升级。榨菜作为辅食消费品，因客单价低、单次消费量小，消费者对产品价格敏感度较低，而乌江作为行业第一名品牌，具备行业定价权乃至溢价权。

公司成本转嫁能力强，能有效应对原材料价格波动。青菜头丰产且价格较低时，小品牌小公司能够低价收到原材料，从而以较低成本价格在市场上销售，对于品牌榨菜产生一定冲击。并且由于涪陵榨菜近年来对于自身产品不断提价，拉高了整个行业的利润率水平，小公司产品以低价出售仍能获得一定的利润。然而在青菜头价格较高时，小公司采购能力有限，制成成品少，而涪陵榨菜由于自身品牌力强，可以通过提价转嫁青菜头上涨带来的压力，同时受益于竞争环境改善，销量有望上升，量价共振带来营收增长。随着未来公司窖池规模的扩大，公司控制原材料成本的能力或将进一步增强，有利于公司平抑由于原材料成本带来的波动。

3. 寻古溯源，提价策略何时能奏效

为了提升市占率，加速占领市场，公司多次采用各种经营策略，这也使得公司的营收波动较大。而公司业绩波动主要源于量价波动，因此本文从提价角度入手，分析公司历史上营收波动的驱动因素，来探寻提价对公司业绩的影响。

图表18. 公司业绩波动来源于量价波动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.1. 两种提价方式各有优势

公司提价的形式主要分为两种：改包装提价与直接提价。公司在 2016 年之前均以改包装提价为主，2016 年以后以直接提价为主。

改包装提价优点：重树产品形象、消费者难以察觉；**缺点：**经销商无法分享提价红利。公司改包装提价主因直接提价困难而进行的一种变相选择。随着时间发展，公司产品质量在不断提升，原材料、运费等成本逐年上涨。虽然公司作为龙头具备一定的成本转嫁能力，但是同一包装的提价存在天花板。消费者并不会认为同一包装商品的品质和价值在年度之间有显著差别。通过更换外包装形象、更换包装克数等方式，公司间接向消费者和经销商传递一种产品升级换代的信号，市场更容易接受。从经销商的层面看，换包装提价并没有改变渠道利润分配，会存在一定销售阻力。

直接提价优点：经销商分得提价红利；**缺点：**消费者易于察觉，提价存在天花板。通过直接提价，公司可以梳理整个渠道利润，重整价盘。2012-2018 年初的 5 年间，公司指导零售价涨幅为 100%，但出厂价涨幅仅为 73.6%，渠道利润被拓宽，厂家与经销商双双获利。尽管存在消费者易察觉，终端动销不畅的风险，经销商为了获取利润仍然愿意尝试提价策略，并且在提价之前增加备货。

图表19. 公司产品矩阵

	每袋单量	终端售价/袋	总销量	出厂吨价	经销商利润率
缩小规格	减少	不变	消费终端消费袋数增加幅度超过单袋缩减幅度：增加	增加	不变
			消费终端消费袋数增加幅度小于单袋缩减幅度：减少		
			消费终端不接受：减少		
直接提价	不变	终端提价：增加	消费终端接受：不变	增加	不变或者增加
		终端不提价：不变	消费终端不接受：减少		减少
			不变		

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司提价的动因主要仍是成本的变化。除 2012、2018 年外，其他年份公司提价基本都伴随着青菜头市场价的提升。由于公司成本中材料占比达 76%，吨成本由原材料价格等客观因素主导，而不是由产能投放进度等主观因素决定。公司的吨价变化基本上代表着行业的普遍情况，随着成本变动提价也较为合理。公司作为行业龙头，成本转嫁能力也较为优异。但是，当提价幅度远高于成本变动时，提价更不容易成功。例如，2012 年提价幅度过高影响销量，2013 年吨价并没有提起来，2018 年的提价及铺货影响了 2019 年的销量。

图表20. 公司提价历史记录一览

时间	提价措施	提价幅度估计
2008	精简产品种类，改包装，上调单价	20%
2009	上调单品价格	10%
2010	上调单品价格	8%
2012	将产品规格从 100g 减少到 80g	25%
2013	将产品规格从 80g 减少到 70g	14%
2015	调整广东地区产品价格与规格	2%
2015	调整全国产品价格与规格	2%
2016	上调 11 个单品价格	8-12%
2017	上调 80g 和 88g 榨菜 9 个主力单品价格	15-17%
2017	将脆口榨菜规格从 175g 减少到 150g，主力榨菜规格从 88g 降低到 80g，变相提升单价	10-17%
2018	上调 80g 鲜脆菜丝、80g 原味菜片等 7 个单品价格	10%
2020	将主流流通产品规格从 80g 减少到 70g	14%
2020	商超产品直接提价	15%
2021	销售占比达到 80% 的产品直接提价	3-19%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 合理提价+渠道扩张，是量价齐升的必备因素

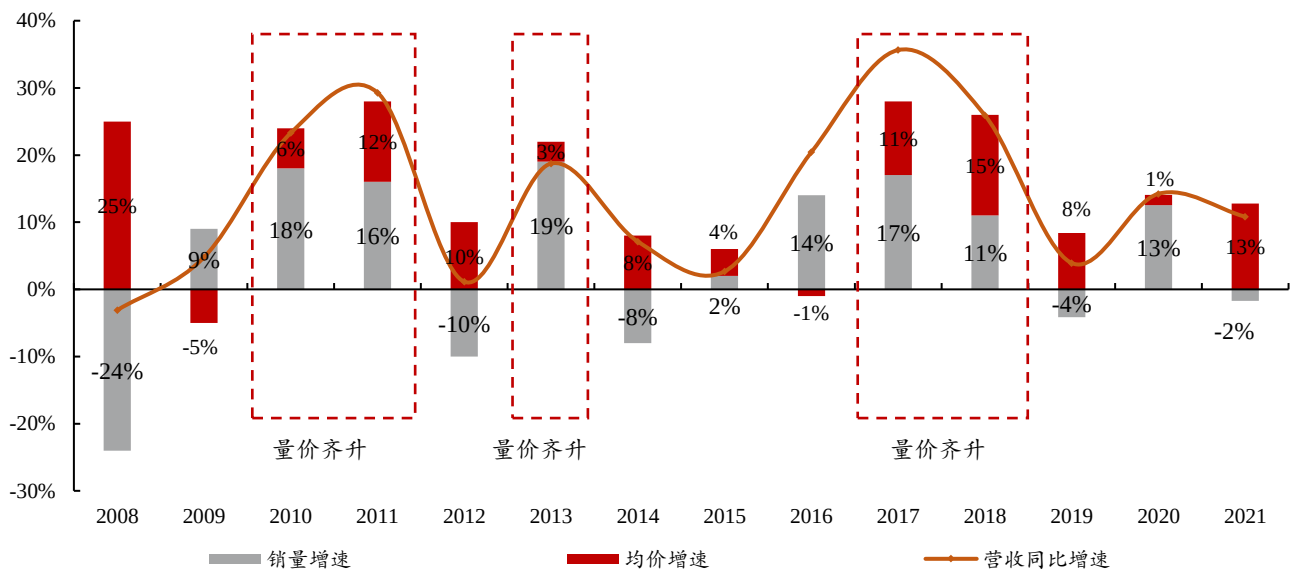
除提价策略外，如何实施渠道策略也是公司的战略重点。公司曾在提价背景下通过渠道战略实现量价共赢目标。

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（根据欧睿数据，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。

图表21. 渠道配合提价带来量价齐升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

涪陵榨菜历史上通过采取提价措施以及加大渠道下沉的方式，整体呈现出几次量价齐升态势，营收明显增长。而 2015 年-2018 年的量价齐升带来的高速增长与此前两个阶段有所不同。

持续时间最长。相较于此前 1-2 年的量价提升周期，2015-2018 年公司通过频繁提价及“大水漫灌”等渠道措施，实现了长达四年的量价齐升状态；

提价最为频繁，直接提价和缩包装提价策略叠加进行。此前的量价齐升阶段公司均只采取了直接提价或者缩规格的单一提价方式，且在单一年

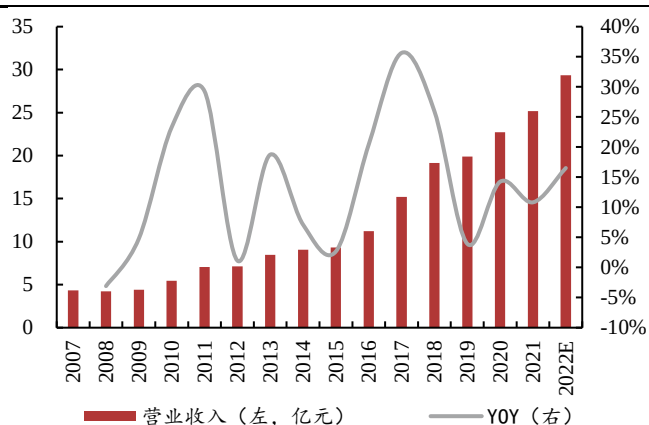
份仅提价一次。而 2015-2018 年不仅增加了提价频次，且通过直接提价和缩包装提价的双重手段实现提价目的，提价也使得公司与竞品的价格差距有所拉大；

销售费用率处于低位。不同于此前的两次量价提升周期，2015-2018 年公司在执行提价策略及高目标的过程中，并没有高销售费用投放的配套策略，销售费用率位于历史低位（约 15%）；

市占率没有出现快速提升。根据欧睿的统计数据，2017 年涪陵榨菜在行业中的市占率为 29.72%，相较于 2014 年基本持平。而此前公司营收的快速增长都对应着市占率的同步走高（2013 年市占率较 2012 年提升 3.40pct，2011 年较 2009 年提升 5.58pct）。

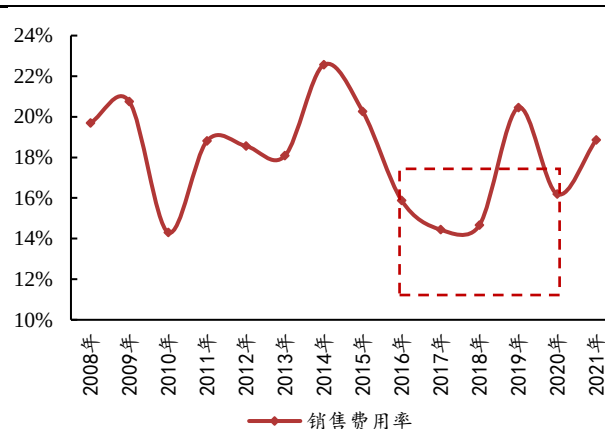
因此在整体行业无明显量增且公司缩减销售费用率的背景下，公司频繁提价及高目标的策略并没有能够有效实现对市场份额的抢占。公司的高销售目标从公司端转移至渠道端，但是没能顺利传导至终端市场，从而造成渠道库存高企，在一定程度上透支 2019 年销售额。

图表22. 2016-2018 年的高速增长提前透支了 19 年的营收增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表23. 涪陵榨菜销售费用/营业收入变动情况

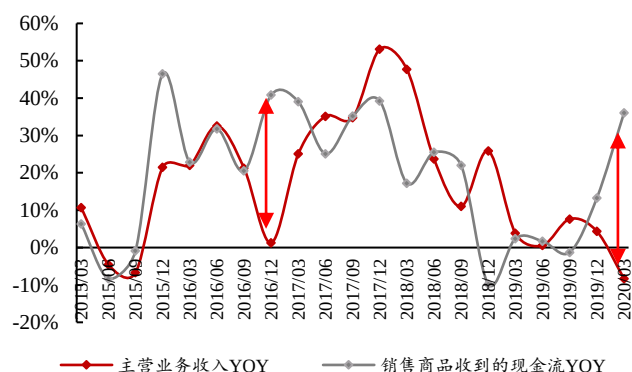


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 疫情催化渠道出清，2020 年业绩显著好转

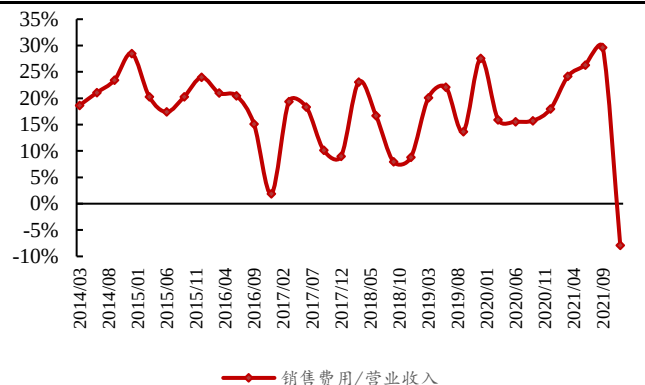
疫情催化渠道库存出清，现金流情况略超预期。经历了三年的高速发展阶段后，渠道库存问题在 2019 年初逐步暴露，公司迅速将战略重心转移至清理库存、渠道重塑和经销商激励机制改革等方面。报表端来看，2019 年公司销售费用率同比增加 5.79pct，净利润同比下滑 8.55%。一系列的措施执行后，2020 年初公司库存回归至良性区间。2020 年一季度，在疫情催化下，公司的渠道库存进一步出清，部分地区出现了缺货的情况。2020 年公司渠道库存处于低位，经销商进货意愿积极，预收款环比增加 1.65 亿元，营收增速由 2019 年的 3.9%回升至 2020 年的 14.2%，同时销量增速由 2019 年的 -4%回升至 2020 年的 13%。

图表24. 公司收入增速和销售现金流增速分化



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表25. 公司分季度销售费用率情况



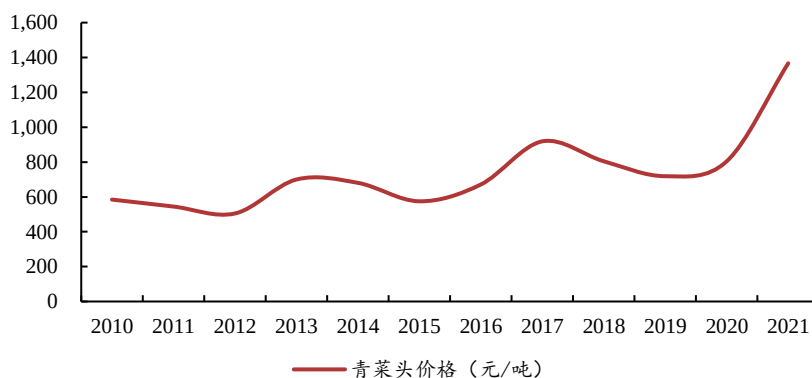
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

成本上行压力不大，补库存继续拉动收入。涪陵地区青菜头丰产，公司28万吨左右原材料窖池收贮、调剂能力领先，为平抑大宗原材料价格大幅波动奠定基础，官方指导价要求企业保证在雨水前青菜头到厂价不低于800元/吨，总体看2020年青菜头采购价波动不大。2020年库存仍处于历史低位，公司正式开始补库存，C端需求继续走强，B端逐渐修复，在渠道下沉效果逐渐显现、动销逐渐良性背景下，叠加费用继续优化，公司利润弹性将高于收入弹性，故2020年业绩实现反弹，增速较高。

3.4. 原材料价格大幅上涨，2021年盈利能力显著下降

2021年，原材料中占比最高的青菜头价格大幅上涨导致成本端承压，与此同时公司大力投放广告费与市场推广费，由2020年的1.9亿元骤增至2021年的3.4亿元，因此2021年净利润同比下降4.5%。由于青菜头价格的增长幅度过大（同比+70%），部分中小榨菜企业经营压力过大选择关厂，而在榨菜行业出清的过程中公司作为龙头企业市占率有望持续提升。2021年底，公司对多数产品进行幅度为3%-19%的提价以缓解成本压力，此轮提价有望助力公司盈利能力进一步提升。

图表26. 2021年青菜头价格大幅上涨



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 未来看点在于精耕渠道和品类扩张

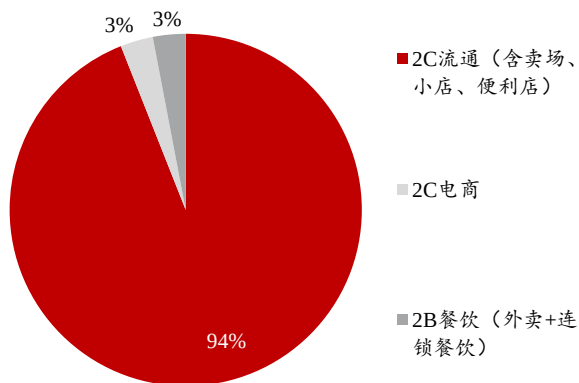
4.1. 渠道力居于业内领先水平，全国销售网络不断完善

4.1.1. 业内唯一的全国化渠道布局品牌

销售网络全国覆盖。根据上市招股书披露，公司很早就实现了全国地级市的全面覆盖，在大中型城市的渠道网络构建较为全面。公司目前在商超、便利店、农贸等 2C 的流通市场基本实现了全渠道覆盖，未来将在 2B 的餐饮\特通、2C 的电商等新渠道渗透，亦将往中小型和乡镇市场渗透。

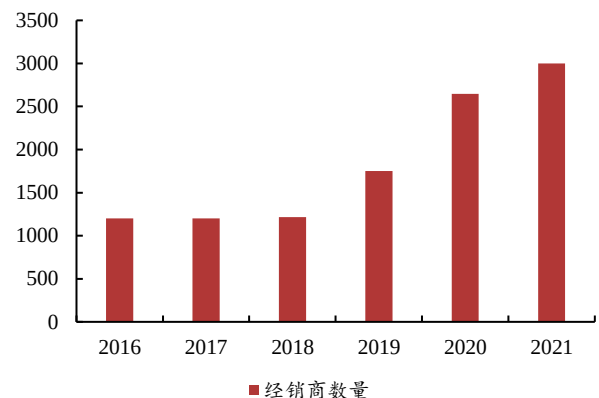
经销层级较为扁平。公司目前的销售渠道层级相对扁平，公司往一级经销商发货，一级经销商往二级分销商或直接销售给消费者，分销商根据商超、流通、餐饮不同类型划分，再往零售商发货。公司针对一级战略经销商、二级联盟分销商进行系统性管理，销售人员与经销商互动良性，未来将更细化区域、品类、渠道等不同类型的下游经销商管理。

图表27. 公司销售渠道分布估计（2019 年）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表28. 公司经销商数量（家）变动一览



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.1.2. 积极建设渠道下沉，纵横并行优化渠道结构

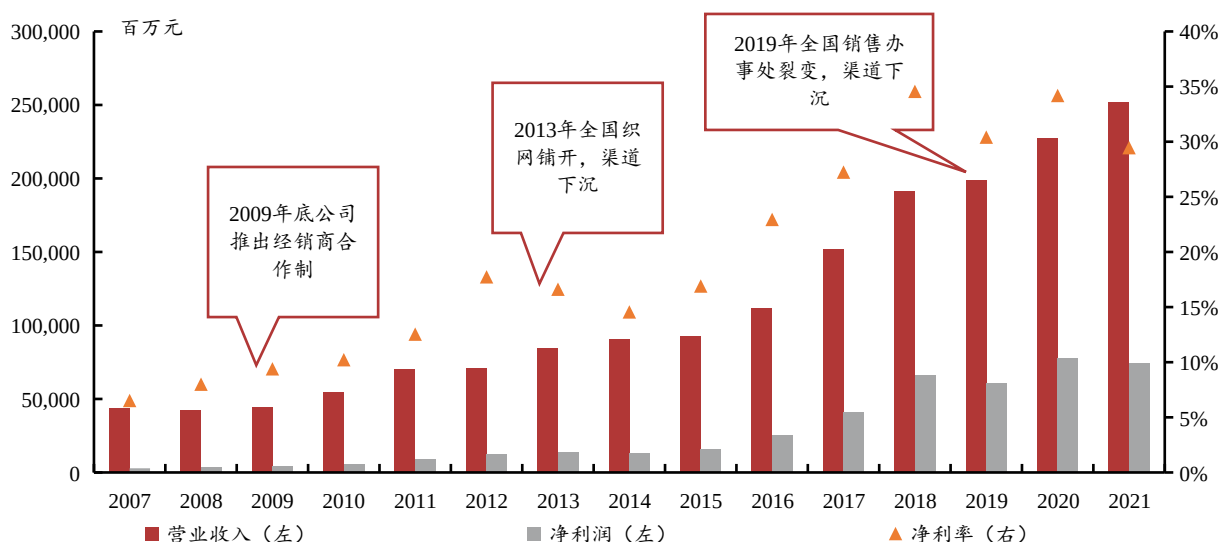
下沉到空白市场，招募和培养新经销商以贡献增量收入。公司在 2021 年积极推进渠道下沉战略，年内新增销售办事处至 81 个，新增经销商约 300 余个，主要集中在县级市场，公司将在未来 3 年内持续开发县级经销商，进入空白市场，目前公司在低线城市已基本实现经销商调货且持续性较好。尽管公司产品终端售价高于竞品，下沉难度较一二线城市更大，但公司依然有望借助强大的品牌力、产品力、地面推广与经销商费用支持等形成渠道推力，持续推进渠道下沉。

渠道进一步扁平化，缩短渠道层级以增强终端管控力度。公司正积极招募下沉市场的新一批一级经销商，发展二级联盟商为一级战略经销商，致力于缩短销售环节链条，实现公司对终端更有利的管控。随着公司加大市场投入，公司将与一级经销商互动更加紧密，对终端陈列、动销、客户反馈等信息的把握更加到位，对公司的渠道下沉也将更为有利。

纵横并行，分区域基础上分品类精耕完善。从渠道管理角度看，公司正积极推行纵横并行的渠道执行结构，未来将以城市为中心、以人均消费量定义市场容量的基础上，分品类或品种授权经销，设置、开发经销商。纵横的模式有利于加强公司对渠道的管控精细度，有助提升费用的投入产出比。

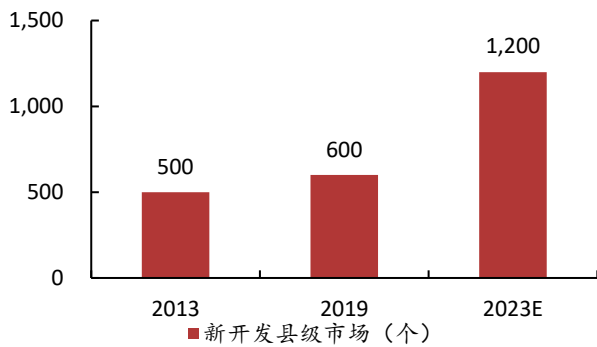
本轮渠道下沉与上一轮的区别在于品牌力和渠道推力的加强。公司在2013年亦推行过渠道下沉战略，但本次渠道下沉有别于2013年，除了公司通过市占率的持续提升不断强化品牌力（2018年市占率较2013年提高了13pct），公司当前盈利水平也实现较快发展（2018年净利率较2013年提高了18pct），通过在渠道下沉建设中投入更多的人力物力，给予渠道更强的推力。我们看好公司长期进行渠道扩张和精耕的战略方向，认为公司有望凭借较强的品牌力和不断强化的渠道力在低线市场抢占小散对手份额，未来需密切关注新经销商的进货动销情况和公司渠道资源投入产出比的边际变化。

图表29. 公司近10年渠道精耕模式重要变化复盘



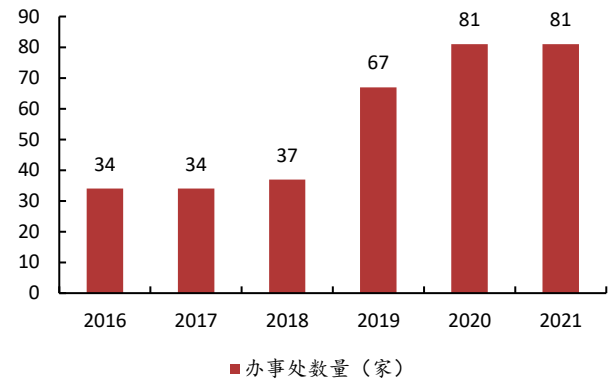
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表30. 公司在县级市场下沉的数量目标明确



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表31. 公司销售办事处数量变动一览



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.1.3. 重视新渠道，迎合新需求

2B 新渠道：外卖+连锁餐饮，分别推出不同包装产品。公司目前已经推出了分别针对外卖和餐饮的不同规格的产品，如 20g 左右的小包装产品更适合外卖场景，而 800g 左右的大包装产品更适合餐饮后厨。未来随着餐饮业的食品安全标准逐步提升，品牌榨菜的使用习惯有望得到培育。同时，公司也在积极开发储备适合餐饮渠道的菜品，以创造榨菜在该渠道的消费需求。

2C 新渠道：电商+社区团购，包装与线上广告并行。公司既有的电商渠道通过子公司运营，收入增速较高，未来公司将加大线上品牌投入，亦会推出更多适合电商平台的新产品，迎合更多消费需求。除了电商平台外，公司亦在大力开发社区团购等 2C 消费渠道。公司正加紧速度建设迎合消费新需求的渠道建设，有望通过新渠道布局实现业绩增量发展，增强在多渠道中的品牌露出。

4.2. 品类扩张小试牛刀，有望借力品牌实现长期发展

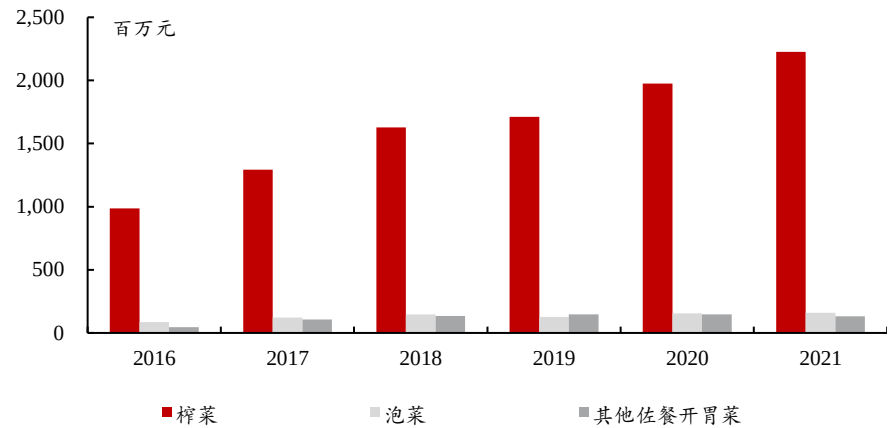
4.2.1. 公司近年来陆续入局萝卜、泡菜等新品类

多数酱腌菜品类缺乏细分龙头。除榨菜、腐乳、辣酱等少数细分品种存在明确的龙头外，多数酱腌菜品种尚没有龙头出现，故在萝卜、泡菜、酱菇等领域均存在介入机会。公司 2014 年通过自主研发推出海带丝、萝卜品类，2015 年通过收购惠通的形式进入泡菜行业，目前公司榨菜以外产品矩阵包括了乌江牌袋装萝卜干、海带丝、中式泡菜等新产品，期待其经过市场培育成为下一个主力品类。

公司主要通过并购得到拓展。公司战略为“立足榨菜、打造泡菜、同时在酱类等亲缘行业中找寻合适标的”。公司于 2015 年收购了泡菜生产企业惠通食品，从中获得了泡菜品类的拓展，对公司的业务发展也起到了补充借

鉴作用。公司表示后续对于酱类、川调等品类会考虑通过并购的方式进入，凭借其一定品牌力和市场影响力及乌江成熟的经验帮助其他品类的销售推广和渠道拓展。

图表32. 公司积极拓展除榨菜以外其他品类

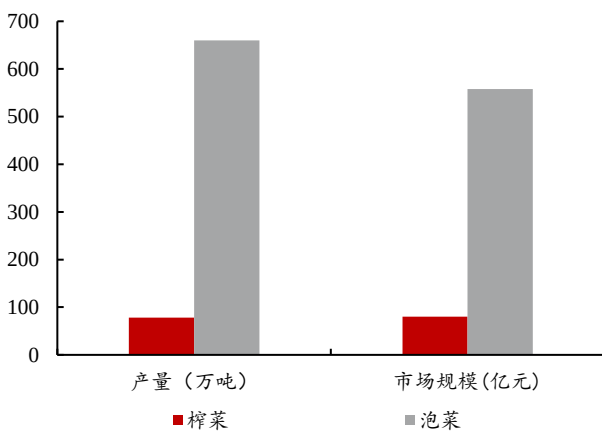


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.2.2. 以泡菜为切入点看公司大有可为

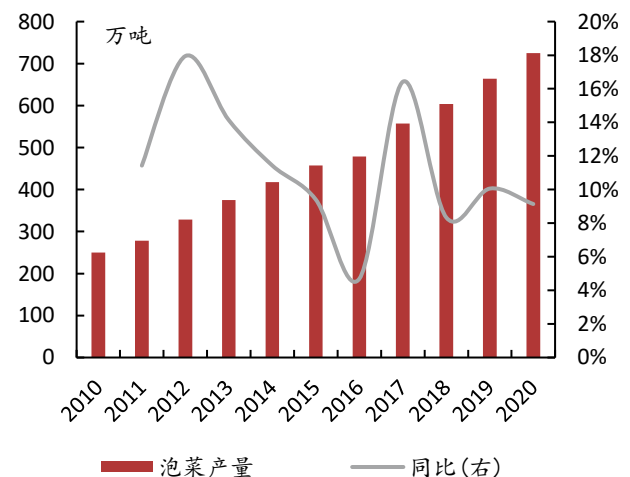
惠通所处的泡菜市场规模大。参考四川省农业厅数据，2017年全国泡菜产量约为560万吨，产值约在475亿元，2019年产量为660万吨左右，产值可达558亿元，增速约8%。泡菜市场规模较榨菜更大，成长性和榨菜类似，故对品牌而言有成长的空间。

图表33. 2019 榨菜和泡菜市场规模测算对比



资料来源：公司公告，重庆市涪陵区人民政府，四川省农业厅，东亚前海证券研究所

图表34. 泡菜行业产量情况

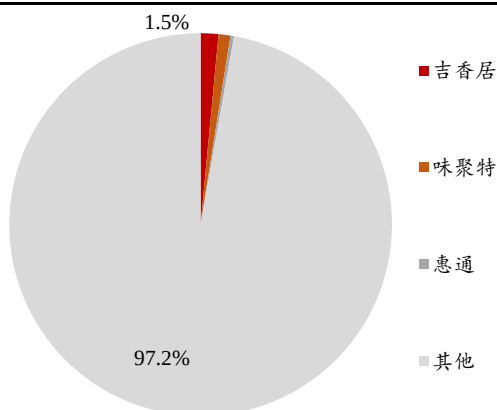


资料来源：中国产业信息网，四川省农业厅，东亚前海证券研究所

泡菜产业集中度低，公司大有可为。根据中国人大网数据，我国泡菜产业主要集中在四川，占全国泡菜产量的70%。但泡菜产业虽地域性有集中，但行业集中度较低，据产业信息网，泡菜行业CR3不及3%，未有具有支配性地位的龙头。

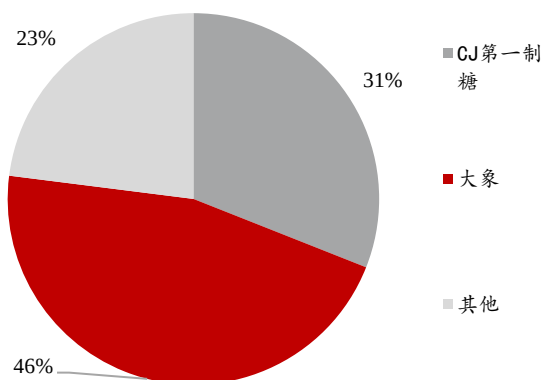
公司作为酱腌菜龙头有望获得更高市场份额。参考泡菜消费大国韩国的情况，两家泡菜龙头生产企业占据了袋装泡菜超过 75% 的市场份额，与其相比，我国泡菜行业集中度仍有较大的发展空间。公司作为酱腌菜的龙头企业，在品类整合过程中，有望借助强大的品牌力、渠道力和丰富的行业管理经验而获取行业领先地位。

图表35. 2021 年我国泡菜行业 CR3 不到 3%



资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究所

图表36. 2021 年韩国泡菜行业 CR2 超 75%

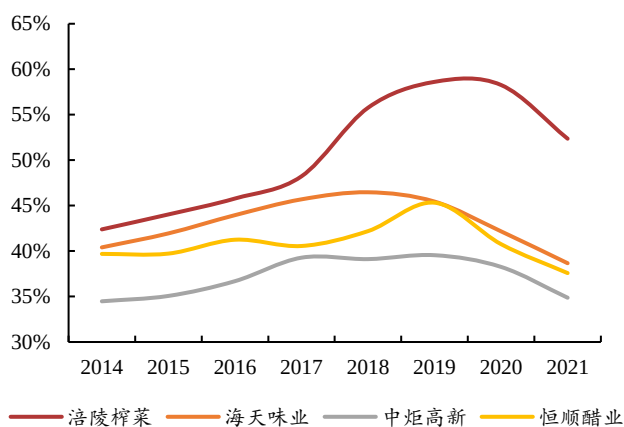


资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究所

5. 财务分析：资本结构稳定，盈利能力突出

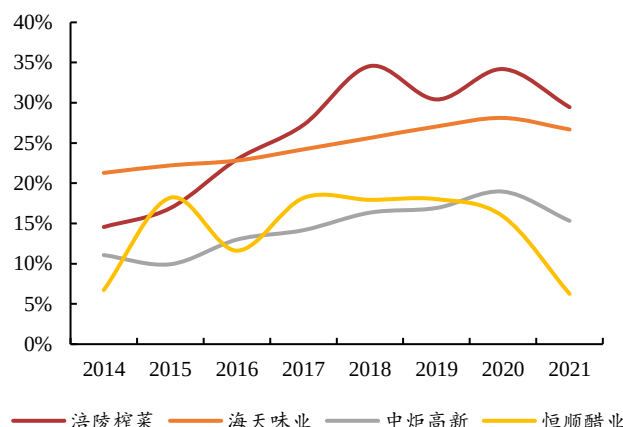
公司利润率有所提升，盈利能力突出。公司多次主动调整产品价格以应对原材料成本变动，并积极推进产品升级，毛利率从 2014 年的 42% 提升至 2021 年的 52%，同时保持费用率平稳波动，净利率从 15% 提升至 29%，盈利能力提高显著，相较可比的调味品公司位于较高水平。

图表37. 公司毛利率目前位于较高水平



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表38. 公司净利率迅速提升



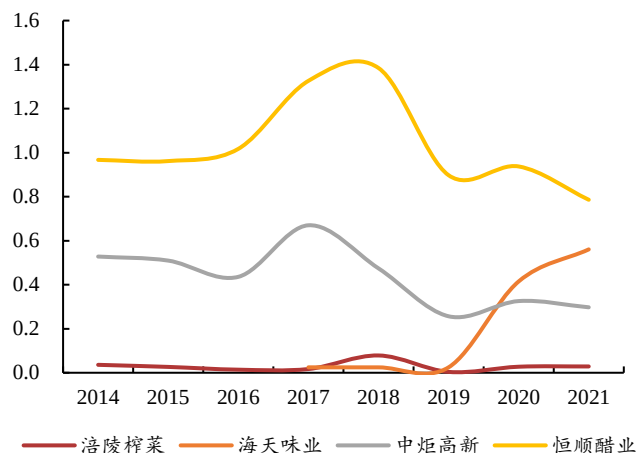
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司营运能力强，现金流充沛。公司在行业中拥有强大的品牌力，产业链地位强势，销售货款主要采用先款后货结算方式，有力保障了公司充裕的现金流，防止坏账的发生，公司应收账款长期保持在低于千万元的水平，净利润现金含量在 100% 左右。同时，公司营业周期保持在 100 天左右的水平，

相对可比公司较短，体现出公司高效的营运能力。

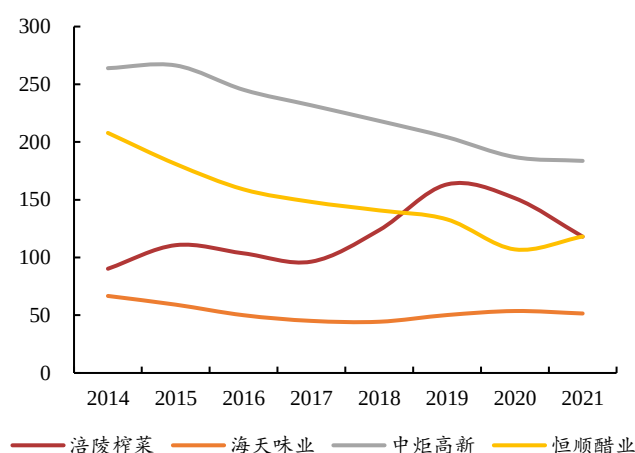
公司资产负债率低，资本结构稳定。2021 年，公司的资产负债率为 7.5%，同比继续下降 6.5 个百分点，位于历史较低水平，资本杠杆低，财务状况安全。

图表39. 公司应收账款规模（亿元）较小



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表40. 涪陵榨菜与可比公司营业周期（天）对比



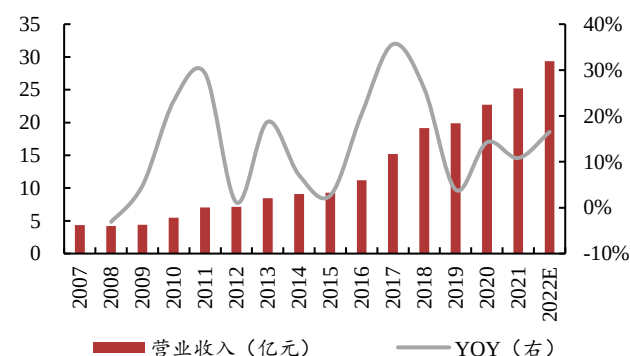
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

预计收入利润长期实现稳健增长。考虑到公司渠道下沉及品类扩展的影响，预计 2022 年公司收入/规模净利润分别同比增长 17%/37%。

收入端：涪陵榨菜在榨菜的基本盘优势稳固，增长稳定；另一方面，公司进入的新品类市场空间广阔，新品市场是榨菜市场的近七倍。凭借出色的渠道能力与品牌推广营销能力，公司有望成功完成品类扩展，增大市场份额。

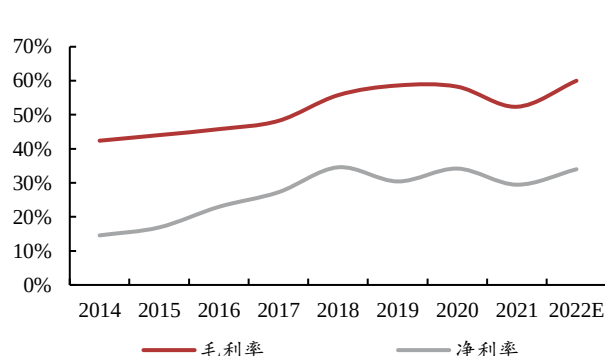
盈利端：在提价与原材料成本逐渐下降的影响下，公司毛利率与净利率有望提升，整体盈利能力有望改善。

图表41. 公司主营业务收入及增长率预测



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表42. 公司盈利能力预估



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们对公司业务进行拆分，核心假设如下：（1）榨菜业务：作为公司

占比近 90%的核心业务，公司基本盘优势稳固，我们预计未来三年增速分别为 18%/10%/10%；（2）其他业务：公司新品类市场空间广阔，公司有望通过强大的渠道能力与品牌推广营销能力扩大市场份额，预计未来三年泡菜业务未来三年增速分别为 12%/10%/10%，萝卜业务未来三年增速分别为 -1%/5%/5%，其他业务未来三年增速分别为 10%/30%/30%。

总体来看，我们预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 29.4/32.4/35.9 亿元，分别同比增长 17%/11%/11%；归母净利润分别为 10/12/14 亿元，分别同比增长 37%/19%/16%。

图表43. 公司收入拆分与预测（单位：百万元）

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
榨菜				
营业收入	2226	2618	2884	3177
yoy	13%	18%	10%	10%
泡菜				
营业收入	159	178	196	215
yoy	3%	12%	10%	10%
萝卜				
营业收入	69	68	72	75
yoy	-31%	-1%	5%	5%
其他				
营业收入	64	71	92	120
yoy	-	10%	30%	30%
合计				
营业收入小计	2519	2935	3244	3588
yoy	11%	17%	11%	11%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

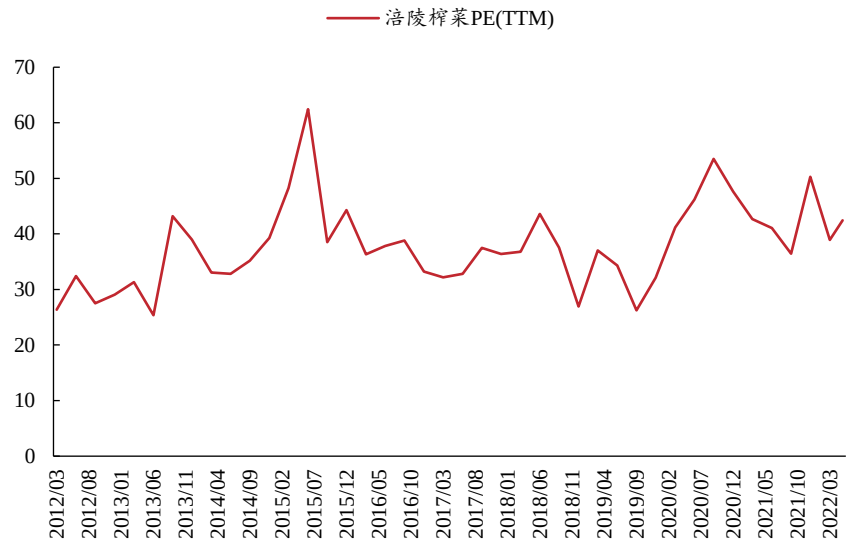
图表44. 涪陵榨菜与其他四家可比公司 PE（截至 2022 年 6 月 10 日）

公司名称	收盘价(元/股)	总市值（亿元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中炬高新	28.33	225.69	0.95	1.12	1.29	29.76	25.40	22.03
千禾味业	17.86	142.66	0.38	0.49	0.62	47.22	36.21	29.03
恒顺醋业	11.62	116.54	0.17	0.23	0.27	69.79	50.54	43.13
海天味业	79.96	3705.21	1.61	1.90	2.22	49.66	42.12	36.03
平均值			0.78	0.93	1.10	49.11	38.57	32.55
涪陵榨菜	31.70	281.38	1.14	1.36	1.57	29.42	24.79	21.44

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

注：中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、海天味业 2022-2024 年 PE 值均取自万得一致预期；收盘价和总市值均为 6 月 10 日数据

图表45. 涪陵榨菜 PE (TTM)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

公司业绩受渠道库存、原材料价格变化等因素影响波动较大,因此我们使用相对估值法并结合公司历史 PE 综合考虑未来估值。我们选取四家调味品公司中炬高新、千禾味业、恒顺醋业以及海天味业作为参考。剔除 2021 年极端情况影响(因疫情反复以及成本压力骤增导致基本面承压, EPS 大幅下降摊高 PE),综合考虑提价顺利传导叠加原材料成本负面拖累逐步消退,以及泡菜等品类进一步扩张,给与 2022 年 40X,目标价对应 45.6 元,首次覆盖,给予“推荐”评级。

7. 风险提示

原材料成本波动: 原材料约占榨菜产品生产成本的 40%左右,是榨菜最主要的生产成本。由于我国青菜头种植具有一定的地域性限制,每年的价格受制于种植面积、农户保护价格的变动影响,而粗加工产品则具有被供应商囤积炒作的风险。若原材料价格上涨较大,将对利润率水平带来一定影响。

渠道下沉效果不及预期: 公司渠道将下沉至县级、乡级市场,部分市场被手工作坊生产的散装腌制品长期占据,或消费者已形成家庭自制腌菜的习惯,公司培育市场周期可能较长。若渠道下沉效果不能达到预期,将对公司业绩产生影响。

扩品类效果不及预期: 公司主业聚焦榨菜品类,正往下饭菜、萝卜、泡

菜等品类扩张。如扩品类效果不及预期,则对公司规模扩张和成长性预期不利。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2519	2935	3244	3588
% 同比增速	11%	17%	11%	11%
营业成本	1200	1189	1258	1357
毛利	1319	1747	1985	2230
% 营业收入	52%	60%	61%	62%
税金及附加	39	43	47	52
% 营业收入	2%	1%	1%	1%
销售费用	475	518	564	610
% 营业收入	19%	18%	17%	17%
管理费用	74	117	101	111
% 营业收入	3%	4%	3%	3%
研发费用	5	15	11	11
% 营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-96	-82	-98	-120
% 营业收入	-4%	-3%	-3%	-3%
资产减值损失	0	-1	-0	-1
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	13	20	18	21
投资收益	43	38	38	50
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	874	1193	1416	1637
% 营业收入	35%	41%	44%	46%
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	874	1193	1416	1637
% 营业收入	35%	41%	44%	46%
所得税费用	132	179	213	246
净利润	742	1014	1203	1391
% 营业收入	29%	35%	37%	39%
归属于母公司的净利润	742	1014	1203	1391
% 同比增速	-5%	37%	19%	16%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.84	1.14	1.36	1.57

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.84	1.14	1.36	1.57
BVPS	8.07	9.22	10.57	12.14
PE	45.22	27.75	23.39	20.23
PEG	—	0.76	1.25	1.30
PB	4.68	3.44	3.00	2.61
EV/EBITDA	36.88	19.35	17.09	14.34
ROE	10%	12%	13%	13%
ROIC	9%	11%	11%	11%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3086	3467	4341	5268
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	3	2	3	4
存货	401	491	483	512
预付账款	5	14	18	14
其他流动资产	2399	2406	2404	2406
流动资产合计	5894	6382	7249	8203
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1201	1602	1832	2091
无形资产	507	677	852	1085
商誉	39	39	39	39
递延所得税资产	23	23	23	23
其他非流动资产	84	109	60	36
资产总计	7749	8830	10056	11478
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	154	121	132	152
预收账款	0	50	18	27
应付职工薪酬	54	48	53	58
应交税费	59	48	61	70
其他流动负债	203	270	296	285
流动负债合计	470	537	560	590
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	16	16	16	16
其他非流动负债	96	96	96	96
负债合计	582	649	672	702
归属于母公司的所有者权益	7167	8181	9384	10775
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	7167	8181	9384	10775
负债及股东权益	7749	8830	10056	11478

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	745	1159	1325	1494
投资	-3283	0	0	0
资本性支出	-141	-817	-488	-617
其他	6	38	38	50
投资活动现金流净额	-3418	-778	-451	-567
债权融资	0	0	0	0
股权融资	3280	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-266	0	0	0
其他	-1	0	0	0
筹资活动现金流净额	3012	0	0	0
现金净流量	339	381	874	927

特别声明

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

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

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

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

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

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

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

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

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

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

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

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

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

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

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>