

涪陵榨菜 (002507.SZ)

降本与提价共振，榨菜龙头扬帆远航

买入

核心观点

消费升级驱动包装榨菜行业量价双升，未来行业将维持稳定增长。随着消费升级，包装榨菜对散装榨菜持续替代，同时榨菜在餐饮及零食等消费场景持续拓宽，我国包装榨菜市场规模过去持续提升（过去7年CAGR为10.8%），2021年包装榨菜零售规模约为83亿元，我们认为未来行业将维持稳定增长。

市占率和毛利率持续提升的包装榨菜龙头。涪陵榨菜主要从事榨菜/萝卜等下饭佐餐菜的研发、生产和销售，通过三十余年逐渐发展成为我国最大的榨菜加工企业——2019年涪陵榨菜市场份额约为36.4%，遥遥领先于第二名，单寡头格局稳固。我们认为，随着消费者品牌意识提升和行业落后产能持续退出，行业集中度有望进一步提升，公司市占率或有望超过50%。正是因为公司龙头地位稳固、定价能力强，长期看持续提价能力领先行业（2008年至今单包终端零售价逐渐从1元提高到2.5元），促使吨价和毛利率持续提升。

原料、品牌、渠道三重优势叠加，公司寡头地位稳固。①**地处涪陵、原料优势明显：**涪陵是我国最大的青菜头产地（产量占比约46%），公司通过“公司+合作社+农户”采购模式和建设原料贮藏池，保障了核心原料的供应稳定并降低原料价格波动影响。②**乌江品牌深入人心，他人难以逾越：**公司抓住了央视广告效果最好时期，将乌江打造成行业唯一全国性品牌，因此在销量领先的同时，公司的终端价格和毛利率亦明显领先同业。③**全国渠道布局完善、业内领先：**目前公司已建立起庞大的销售团队和经销网络，通过739个销售人员管理3000+家经销商，销售网络覆盖了全国30多个省市自治区，近300个地市级市场，超1000个县级市场，覆盖的零售终端数量远超同业。

降本提价为2022年提供足够利润弹性，渠道下沉与品类拓展蓄势长期成长。**展望2022年：**提价效果显现（预计贡献12%收入增长），叠加渠道拓展和疫情囤货效应（预计贡献个位数增长），收入增长确定性强；同时今年原料青菜头价格同比大幅下降，毛利率有望大幅改善释放利润弹性。**长期看：**公司仅约20%收入由县级以下市场贡献，而县级及以下人口占比约60%，渠道下沉空间依然广阔；同时酱腌菜市场空间广阔且无行业绝对龙头，去年开始公司重新梳理组织架构并加大新品资源投入，新品拓张有望成为新的增长点。

盈利预测与估值：短期业绩弹性释放叠加长期行业地位稳固，是疫情背景下的优秀配置品种。预计公司2022-24年归母净利润9.7/12.0/14.1亿元（+30%/24%/18%），EPS分别为1.0/1.2/1.4元。通过多角度估值，预计公司合理估值35.48-36.39元，相对目前股价有20%左右溢价，维持买入评级。

风险提示：渠道下沉进度不及预期、食品安全风险、行业需求疲软等。

公司研究·深度报告

食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	35.48 - 36.39 元
收盘价	29.63 元
总市值/流通市值	26311/26015 百万元
52周最高价/最低价	39.66/25.46 元
近3个月日均成交额	472.27 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《涪陵榨菜(002507.SZ)——一季度业绩同比增长5.4%，费用收缩助力盈利能力恢复》——2022-04-28
- 《涪陵榨菜-002507-2021年业绩预告点评：四季度盈利改善，长期业绩弹性可期》——2022-02-25
- 《涪陵榨菜-002507-2021年三季报点评：动销环比增长，成本阶段承压》——2021-11-02
- 《涪陵榨菜-002507-2021年半年报点评：费投增加支撑收入增长，Q2经营阶段承压》——2021-08-02
- 《涪陵榨菜-002507-公司快评：基本面拐点渐近，经营压力有望逐步消化》——2021-07-01

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,273	2,519	2,905	3,335	3,818
(+/-%)	14.2%	10.8%	15.3%	14.8%	14.5%
净利润(百万元)	777	742	968	1196	1407
(+/-%)	28.4%	-4.5%	30.4%	23.6%	17.7%
每股收益(元)	0.98	0.84	0.98	1.21	1.43
EBIT Margin	37.8%	28.8%	34.1%	38.8%	40.1%
净资产收益率(ROE)	22.8%	10.4%	12.3%	13.8%	14.6%
市盈率(PE)	30.4	35.8	30.5	24.7	21.0
EV/EBITDA	25.7	32.9	26.4	20.7	17.8
市净率(PB)	6.93	3.71	3.76	3.40	3.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

内容目录

榨菜行业：量价双升助增长，单寡头格局有望进一步强化	5
产业链：上游原料价格易波动，营销激发下游需求	5
包装化驱动行业成长，预计未来 5 年 CAGR 为 5.8%	7
竞争格局：“一超”地位稳固，集中度有望进一步提升	8
公司概况：具备行业定价权的佐餐开胃菜龙头	10
历史沿革：源起涪陵，走向全国	10
业务结构：榨菜主业稳健发展，华南地区是基本盘	11
股权结构：涪陵区国资委控股，高管持股绑定公司长期发展	12
业绩与股价深度复盘：经营策略与成本变化加剧波动	14
2010-2011 年：宏观经济与成本波动较大，渠道改革开花结果	14
2012-2013 年：渠道调整后下沉加速，成本端波动大	15
2014-2015 年：多重不利因素下，业绩深度调整	16
2016-2018 年：尽享消费升级红利，业绩迎来快速增长期	17
2019 年：进入新一轮调整期，深蹲是为了跳得更高	19
2020 年：疫情受益+渠道下沉提速+费用率收缩，业绩重回高增长	19
2021 年：成本大幅上涨+需求疲软+费用投放增加，业绩承压明显	20
核心竞争力：原料保障性强，品牌护城河深厚	21
原料质量上乘且供应稳定，“三腌三榨”口味质量俱佳	21
“乌江”品牌深入人心，具备明显品牌溢价	22
渠道运作精细化，经销网络覆盖全国	23
提价和成本下行有望增厚短期业绩，渠道下沉和品类扩张助力中长期份额提升	25
提价将贡献 2022 年主要收入增长，成本与费用下行周期已至	25
长期渠道下沉空间足够，新渠道与新消费场景仍待挖掘	27
思路转变后品类扩张依然大有可为，酱腌菜版图长期有望做大	28
盈利预测：2022 年业绩弹性可期，中长期增长确定性强	30
假设前提：提价消化顺利、青菜头采购价格大幅回落	30
未来 3 年业绩预测简表	31
估值与投资建议：维持“买入”评级	32
绝对估值：35.48-37.66 元	32
相对估值：33.97-36.39 元	33
投资建议	33
风险提示	34
附表：财务预测与估值	36
免责声明	37

图表目录

图 1: 涪陵地区青菜头种植面积占全国 46%	5
图 2: 涪陵地区青菜头收购价格 (元/吨)	5
图 3: 榨菜产业链梳理	6
图 4: 13-21 年包装榨菜行业零售额 CAGR 达到 10.8%	7
图 5: 13-21 年包装榨菜行业零售端量价增速	7
图 6: 目前我国榨菜包装化率约为 58%	7
图 7: 榨菜消费场景多样	8
图 8: 榨菜在中式餐饮中使用量可观	8
图 9: 包装榨菜吨价的增速与青菜头价格增速成正相关	8
图 10: 2022-2026 年包装榨菜零售市场规模预测	8
图 11: 2008-2019 年包装榨菜零售渠道市场份额变化	9
图 12: 2008-2019 年集中度不断提升	9
图 13: 涪陵区榨菜加工企业数量逐步下降	9
图 14: 涪陵榨菜历史沿革	10
图 15: 涪陵榨菜 2007-2021 年公司业绩回溯	11
图 16: 2007-2021 年公司毛利率变化情况	11
图 17: 2007-2021 年公司净利率变化情况	11
图 18: 涪陵榨菜产品矩阵	12
图 19: 2021 年公司各品类收入占比情况	12
图 20: 2019-2021 年公司各品类经销模式占比	12
图 21: 公司历年收入地区占比	12
图 22: 涪陵榨菜股权结构图 (截止到 2021 年报)	13
图 23: 涪陵榨菜上市至今股价复盘	14
图 24: 2010-2011 年涪陵榨菜份额逆势提升	15
图 25: 2009-2012 年 CPI 当月同比 (%)	15
图 26: 2008-2012 年榨菜产品量价增速	15
图 27: 2013 年各季度收入、利润增速	16
图 28: 2007-2013 年榨菜产品吨成本变化趋势	16
图 29: 2009-2015 年城镇居民可支配收入同比%	17
图 30: 2013-2015 年社会消费品零售总额: 商品零售同比%	17
图 31: 2013-2015 年榨菜产品量价增速	17
图 32: 2007-2015 年涪陵榨菜销售费用率变化趋势	17
图 33: 2016-2017 年青菜头价格维持在高位	18
图 34: 公司在 2016-2018 年实现了量价齐升	18
图 35: 2016-2018 年公司销售费用率收缩明显	18
图 36: 2016-2018 年公司市占率持续提升	18
图 37: 2018Q1-2019Q4 公司收入及利润增速	19

图 38: 2012-2019 年市场推广费用占收入比例	19
图 39: 2020Q1-2020Q4 收入及利润增速%	20
图 40: 2020 年公司各区域经销商数量明显增加	20
图 41: 2021 年榨菜材料成本大幅上行	20
图 42: 涪陵榨菜线下商超渠道销售额及增速	20
图 43: 涪陵地区青菜头历年种植面积 (万亩)	21
图 44: 涪陵地区青菜头历年产量 (万吨)	21
图 45: 公司原料贮藏池容量变化	22
图 46: “三腌三榨” 工艺流程图	22
图 47: 乌江榨菜包装风格变化	23
图 48: 涪陵榨菜榨菜产品吨价持续提升	23
图 49: 各品牌天猫旗舰店换算单价对比	23
图 50: 2019-2021 年涪陵榨菜经销商数量变化	24
图 51: 涪陵榨菜销售人员平均薪酬 (万元/年)	24
图 52: 2009-2022E 涪陵榨菜渠道利润变化情况	26
图 53: 2021 年榨菜在县级及以下市场收入占比约为 20%	27
图 54: 县级及以下市场人口占比约为 60%	27
图 55: 公司各渠道收入占比	28
图 56: 2017-2021 年公司电商费用及占收入比例	28
图 57: 公司榨菜产品逐渐向减盐等健康方向拓展	28
图 58: 对比榨菜, 酱腌菜行业包装化率有较大提升空间	29
图 59: 酱腌菜行业格局高度分散	29
表 1: 部分榨菜行业竞争者	6
表 2: 涪陵榨菜公司高管持股情况 (截止到 2021 年报)	13
表 3: 2016-2017 年提价情况汇总	18
表 4: 2021 年榨菜品牌排名	23
表 5: 公司近年来经销商合作模式持续优化	24
表 6: 2021 年底主要调味品公司均选择直接提价应对成本压力	25
表 7: 2022 年公司毛利率敏感性分析	26
表 8: 2022 年公司净利润增长率敏感性分析	27
表 9: 涪陵榨菜业务拆分	30
表 10: 资本成本假设	31
表 11: 公司盈利预测假设条件 (%)	32
表 12: 资本成本假设	32
表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	33
表 14: 可比公司估值表	33

榨菜行业：量价双升助增长，单寡头格局有望进一步强化

产业链：上游原料价格易波动，营销激发下游需求

榨菜属于酱腌菜的一种，酱腌菜是新鲜蔬菜经过腌制、脱盐、发酵、调味、灭菌等加工步骤，采用不同腌渍工艺制成的佐餐调味品，包括泡菜（占45%）、榨菜（占22%）、酱菜（占11%）和新型蔬菜（占22%）等多个种类。而这其中，榨菜与欧洲酸黄瓜、德国甜酸甘蓝并称世界三大名腌菜，与薇菜、竹笋并称中国对外出口三大名菜。榨菜最初于1898年起源于涪陵城西邱寿安家，因爽脆鲜香、用途多样、营养丰富及方便烹调等特点，目前已经成为广大民众重要的佐餐食品。

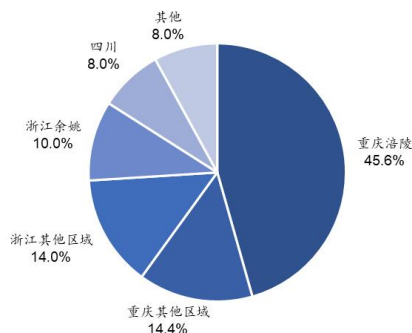
上游：青菜头是榨菜生产的核心原料，种植区域性明显且价格易波动

生产榨菜的主要原材料是青菜头（学名茎瘤芥），一般生长于海拔较低、气温适宜、空气湿润的丘陵地区。青菜头一般于9月播种，10月移栽，次年2月收割完毕。青菜头收割后若不及时进行加工处理，容易腐烂变质，所以收割完的青菜头仅部分是鲜销，大部分收割后需要马上进入原料窖池腌制，经过三次腌制成熟后方可投入车间生产加工，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）。

由于青菜头的生长特性，决定了其区域化生产的特征。目前我国青菜头的三大产区是重庆、浙江、四川，分别占全国青菜头产量的60%、24%、8%。以重庆涪陵地区为例，该地区的青菜头种植已建立产业化经营机制，并实行“合同种植，订单生产”，榨菜产业也成为涪陵地区的特色支柱产业，2021年涪陵区榨菜产业总产值130.1亿元、人均榨菜纯收入3180元。

青菜头受天气变化影响，价格易出现波动。由于青菜头的生长特性，若遇到寒潮、大雾、降雨等天气，当年的青菜头数量和质量会有所下滑，因此青菜头历年收购价格波动明显。同时供需紧张的年份，会出现原料囤积、炒作等现象，增加供需矛盾，会进一步加大收购价格的波动。2021年由于浙江省受雪灾影响+疫情导致其它主产区种植户热情下降，导致青菜头种植面积减少，2021年涪陵地区青菜头采购价格也达到了1300元/吨左右的历史高位。

图1：涪陵地区青菜头种植面积占全国46%



资料来源：涪陵区政府，国信证券经济研究所整理

图2：涪陵地区青菜头收购价格（元/吨）



资料来源：涪陵区政府，国信证券经济研究所整理

中游：榨菜生产与加工，企业基本分布在青菜头主产区

榨菜加工的流程包括脱水、多次盐腌、压榨、清洗、切分、灭菌等工序，原料产出比约为 3:1。并且由于青菜头生产区域性加上远距离运输易腐烂变质的特点，所以榨菜的主要生产企业基本集中在青菜头主产区附近。目前全国性加工企业有涪陵榨菜、鱼泉、铜钱桥、备得福、川南等，收入规模达到亿元以上；但由于榨菜加工门槛不高，行业亦存在大量尚未形成品牌影响力的小型企业，2000 年以后榨菜行业规模化、机械化、品牌化程度加深，行业逐渐呈现集中化和包装化趋势。

表 1：部分榨菜行业竞争者

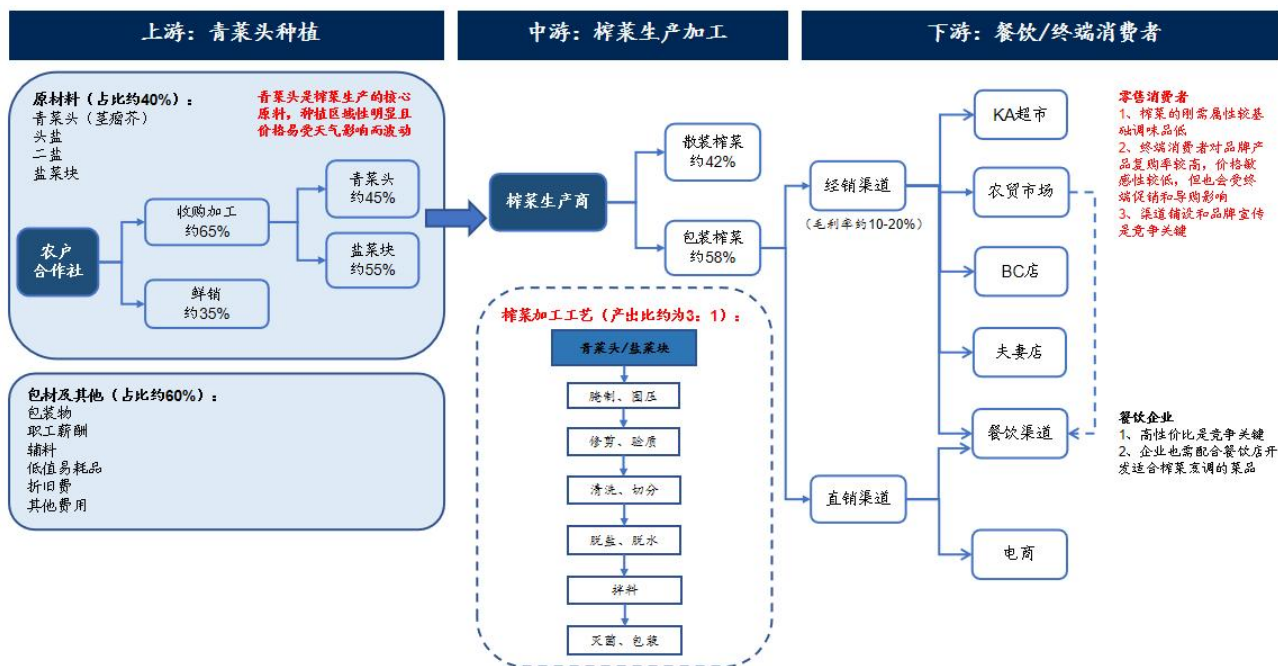
地区	公司	品类	重点销售区域
重庆涪陵	涪陵榨菜	榨菜为主，萝卜、泡菜等	华南
重庆万州	鱼泉	榨菜、萝卜、竹笋、魔芋等	华北，京津冀，四川
浙江宁波	铜钱桥	榨菜、海带、萝卜、豇豆、泡菜等	东北
浙江余姚	备得福	榨菜、萝卜、花生、酸菜、豇豆等	华北
四川眉山	川南	萝卜、泡菜、牛肉酱、油辣子等	沿海沿江市场
四川眉山	味聚特	牛肉酱、下饭菜、泡菜、榨菜等	四川
北京	六必居	甜酱黄瓜、榨菜、调味酱等	北京

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下游：经销模式为主，刚需属性弱于基础调味品，依赖消费者教育和渠道铺设

榨菜产品的销售主要以传统经销模式为主，并且多为二级分销体系，通过层层分销，将产品送至农贸市场、KA 超市、BC 类超市等渠道销售，另外也有部分产品通过企业直销的方式，销往餐饮店、电商等渠道。由于榨菜属于佐餐调味品，刚需属性较基础调味品低，消费者对榨菜的口味具有一定粘性，品牌产品复购率较高，价格敏感性较低，因此企业需要广泛铺设渠道的同时也要保证营销投入，以此来培养消费者的消费习惯，并增加消费频率。

图 3：榨菜产业链梳理



资料来源：公司招股书、涪陵区政府、产业信息网，国信证券经济研究所整理

包装化驱动行业成长，预计未来 5 年 CAGR 为 5.8%

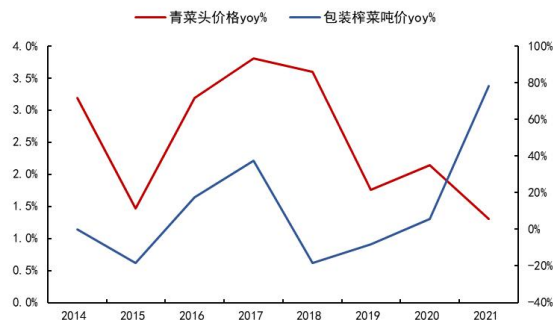
目前我国包装榨菜零售额约为 83 亿元，过去 7 年 CAGR 为 10.8%。根据 Euromonitor 的数据，2021 年我国包装榨菜零售额为 82.9 亿元，过去 7 年 CAGR 为 10.8%。拆分量价来看，2013-2021 年销量由 18.6 万吨提升至 33.4 万吨，过去 7 年 CAGR 为 8.2%，吨价由 2.0 万元提升至 2.5 万元，过去 7 年 CAGR 约为 2.5%。

图4：13-21 年包装榨菜行业零售额 CAGR 达到 10.8%



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图5：13-21 年包装榨菜行业零售端量价增速

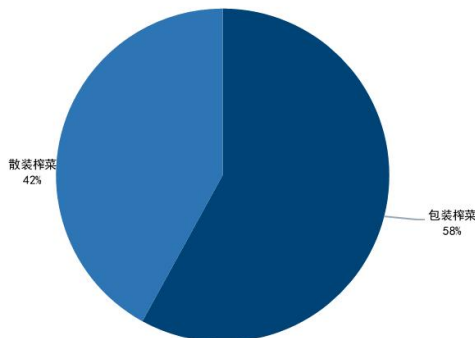


资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

展望未来，我们认为包装榨菜行业未来在价格和销量仍有提升空间，在消费升级的大背景下，包装榨菜对散装的替代和榨菜食用场景的拓宽有望驱动榨菜行业继续成长：

产品包装化程度有望更高，散装榨菜市场将进一步收缩。目前我国榨菜包装化率约为 58%，但包装榨菜企业在全国的销售网络尚未完全渗透，受交通配套设施、物流配送能力及居民消费能力等因素制约，我国包装榨菜市场主要以一二线城市为主，低线城市散装榨菜的份额更高。目前散装榨菜市场处于无序竞争状态，其生产制作过程仍存在卫生和环保等隐患，产品品质参差不齐。随着居民人均收入水平的提高，消费升级意识的增强，以及国家对环保和食品安全监管升级，预计未来散装榨菜市场将进一步萎缩，包装榨菜市场规模有望提升。

图6：目前我国榨菜包装化率约为 58%

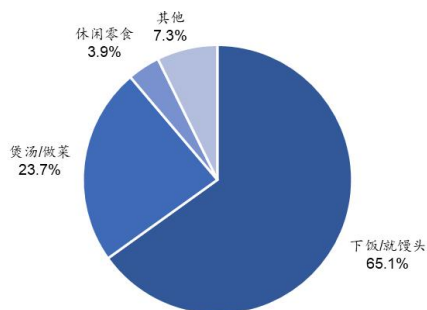


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

消费场景多样化打开销量增长空间。随着居民可支配收入的不断提高，榨菜的消费场景逐渐多元化，消费场景从最基本的开胃下饭，逐渐延伸到煲汤、炒菜等，后来根据消费者需求拓展出多种新的食用功能，例如作为运动补盐新方式，代替盐和味精等作为菜品调味、作为休闲零食等。越来越多的餐厅会使用榨菜等佐餐

菜作为配料，例如榨菜蒸鱼、榨菜炒肉、酸菜鱼等，未来随着新菜肴、爆款菜品的出现和消费场景的拓宽，榨菜销量将持续提升。

图7：榨菜消费场景多样



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图8：榨菜在中式餐饮中使用量可观

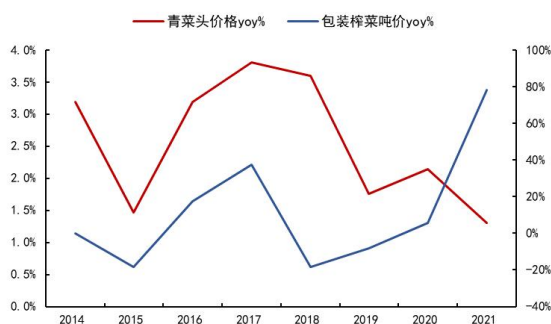


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

直接提价+产品结构升级将驱动行业单价继续提升。1) **直接提价**：榨菜生产企业对于青菜头的价格波动较为敏感，而由于客单价较低，消费者对于价格变动的敏感性较低，企业往往通过提价的方式应对成本波动，未来直接提价仍将是企业对冲成本压力的有效手段；2) **产品结构升级**：在消费升级的大趋势下，消费者对于生活品质和健康越来越重视，减盐等高附加值产品逐渐受到消费者青睐，未来行业产品结构升级的趋势仍将持续，从而带动行业均价的持续提升。

综合以上对于行业驱动因素的分析，我们认为未来行业量价齐升的趋势将延续，根据 Euromonitor 的预测，预计到 2026 年包装榨菜行业规模将达到 110 亿元，未来五年 CAGR 为 5.8%。

图9：包装榨菜吨价的增速与青菜头价格增速成正相关



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图10：2022-2026 年包装榨菜零售市场规模预测



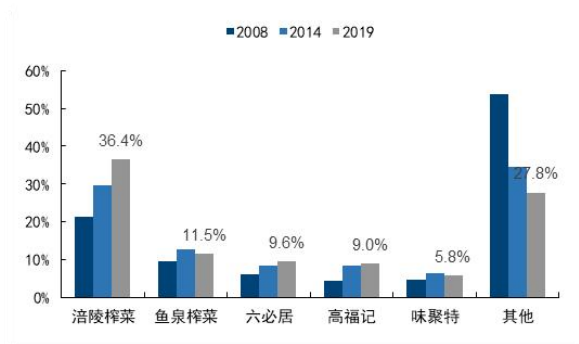
资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

竞争格局：“一起”地位稳固，集中度有望进一步提升

涪陵榨菜份额领跑，行业集中度持续提升。根据行业协会数据，2021 年榨菜年销量约为 90 万吨，涪陵榨菜公司销量约为 13.5 万吨，推测销量口径的市场份额约为 15%。而根据欧睿零售的口径的数据，2019 年包装榨菜零售渠道 CR5 为 72.23%，其中涪陵榨菜以 36.4% 的份额排名第 1，在零售端份额更高鱼泉榨菜、六必居、高福记、味聚特分列 2-5 位，市占率为 11.5%、9.6%、9.0%、5.8%。2008 至 2019 年，行业 CR5 提高 22.4%，CR3 提高 20.5%，包装榨菜零售市场集中度持续提升。

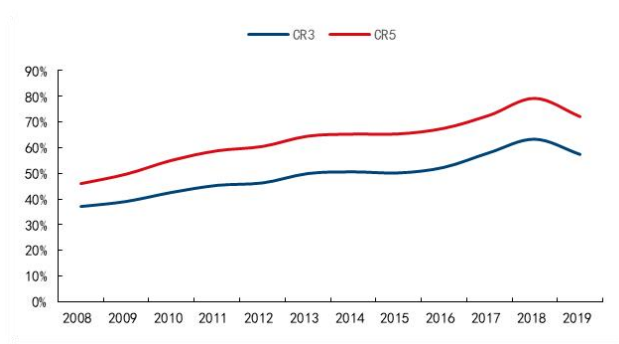
另外，据涪陵区榨菜办统计，2019 年涪陵区有 37 家榨菜精深加工生产企业，其中重点龙头企业 24 家，相较于 2007 年减少 64%，中小企业退出趋势明显。

图 11: 2008-2019 年包装榨菜零售渠道市场份额变化



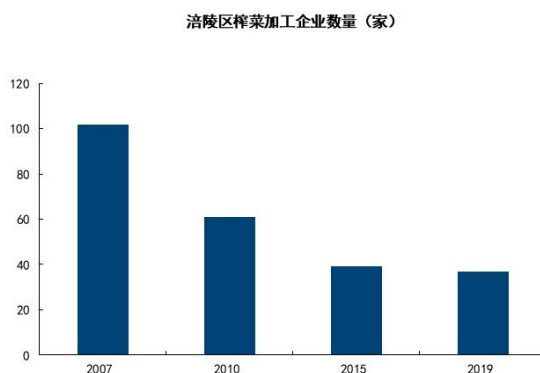
资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图 12: 2008-2019 年集中度不断提升



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图 13: 涪陵区榨菜加工企业数量逐步下降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

消费者品牌意识提升+落后产能持续退出，行业集中度仍将保持提升趋势。榨菜的品牌化和包装化趋势相辅相成，随着国家对于食品安全、环保要求的加强，由于头部企业有品牌的背书，消费者对品牌产品复购率更高。另外，传统榨菜生产工艺依赖人工，自动化程度低，同时企业的盈利空间会因为成本上涨而被压缩。但龙头企业可凭借自身优势在行业成本上行时可通过直接或间接提价的方式应对成本波动，并且有更雄厚的资金可投入工艺改进和自动化生产，未来市占率将持续提升。

公司概况：具备行业定价权的佐餐开胃菜龙头

历史沿革：源起涪陵，走向全国

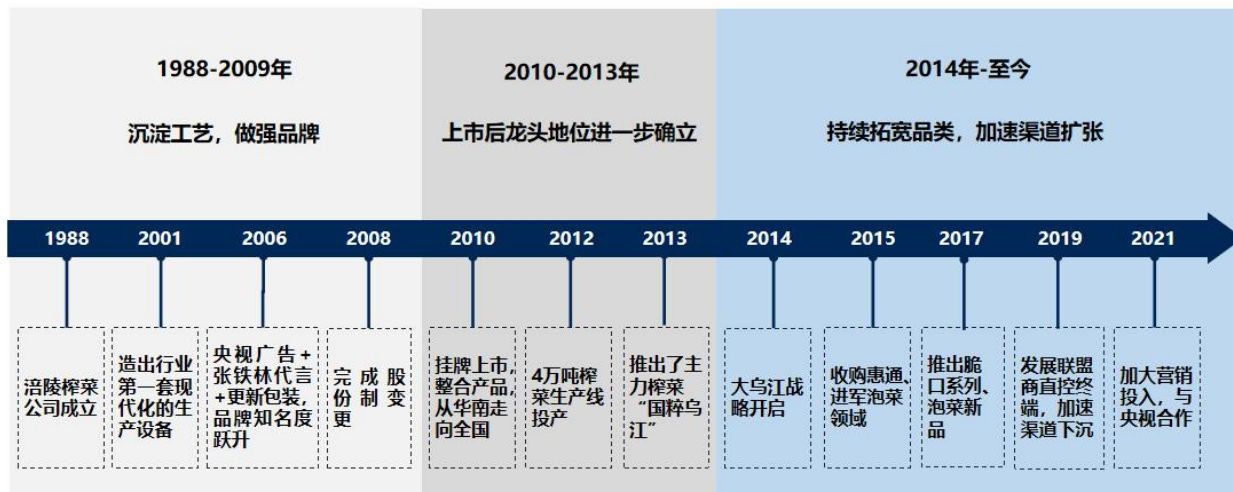
涪陵榨菜主要从事榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜和其他佐餐开胃菜等方便食品的研制、生产和销售，目前是中国最大的榨菜加工企业。我们将其发展历史划分为如下三个阶段：

1988年-2009年：沉淀工艺，做强品牌。涪陵榨菜前身是1951年成立的川东军区榨菜厂，1988年经原涪陵市人民政府批准成立了四川省涪陵榨菜集团公司，2000年公司提出要靠打造品牌提高产品价值；2001年公司与德国生产设备制造商合作，制造出榨菜行业第一套现代化的生产设备；2006年公司在央视投放广告，请张铁林作为代言人，更换新一代包装，品牌知名度迅速提升；并于2008年公司完成股份制变更。

2010年-2013年：龙头地位进一步确立。2010年在深交所成功挂牌上市，上市后，公司利用前期积累的品牌优势，公司将销售区域从华南进一步往华东、华北、华中等市场扩张，龙头地位不断强化。2013年，公司推出了主力榨菜“国粹乌江”，凭借“乌江中国好味道”传遍大江南北，龙头地位逐渐确立。

2014年至今：持续拓宽品类，加速渠道扩张。2014年开发了香辣下饭菜、萝卜干、海带丝等6个新品，大乌江战略开启；2015年公司通过收购惠通食品进军泡菜领域。2017年开发了脆口榨菜等新品。2019年建立以城市为基础的营销管理模式，发展联盟商直控终端，进行多品类渠道下沉，销售办事处由37个裂变为67个。2021年公司加大品牌宣传投放力度，通过与央视合作，进一步提高品牌知名度。

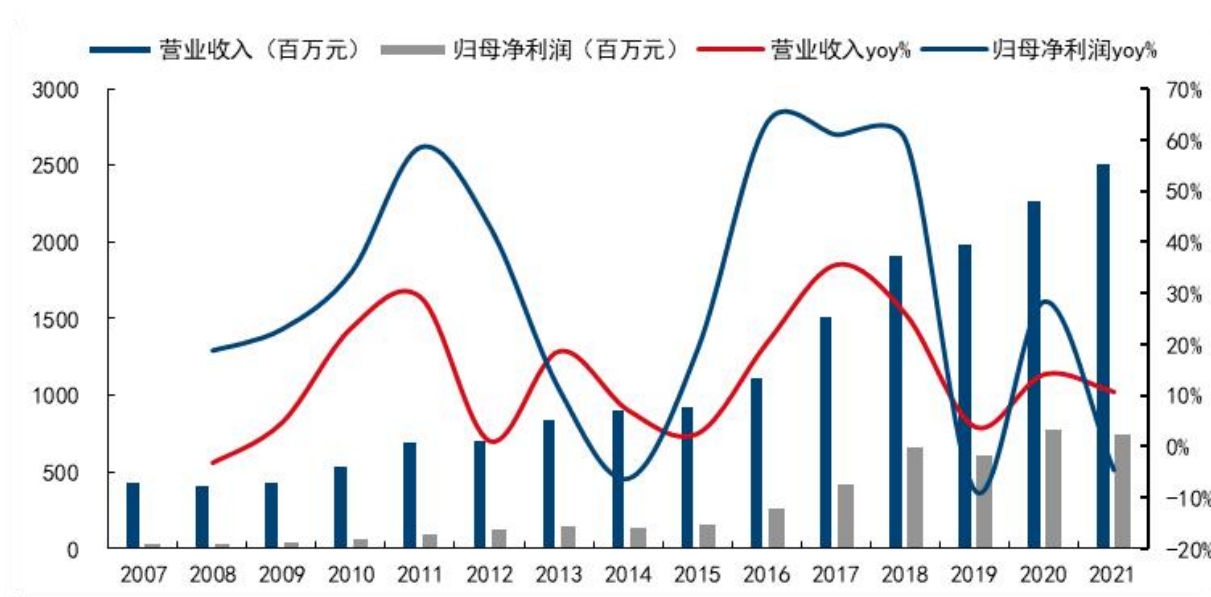
图14：涪陵榨菜历史沿革



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

随着公司渠道和产品矩阵的拓宽、产能的不断扩张，公司收入、利润稳中有升，2021年公司收入、利润分别为25.2、7.4亿元，过去十年CAGR分别为13.6%、23.8%，收入规模不断提升的同时盈利能力持续提升，2007-2021年毛利率从35.2%提升至52.4%；净利率从6.5%提升至29.5%。拆分量价来看，主要产品榨菜过去十年销量/吨价的复合增速分别为3.3%、8.8%，价格增长贡献更大。

图 15：涪陵榨菜 2007-2021 年公司业绩回溯



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：2007-2021 年公司毛利率变化情况



资料来源：Wind，公司业绩预告，国信证券经济研究所整理

图 17：2007-2021 年公司净利率变化情况



资料来源：Wind，公司业绩预告，国信证券经济研究所整理

业务结构：榨菜主业稳健发展，华南地区是基本盘

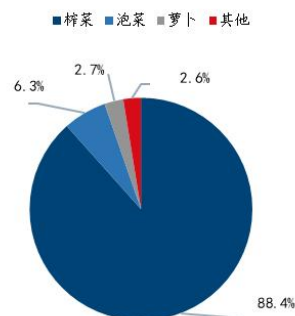
榨菜是公司的核心产品，产品结构和品类不断优化。公司以榨菜产品起家，并在榨菜领域不断深耕，推出脆口榨菜、红油榨菜、减盐榨菜等多种品类以满足消费者需求，2021 年公司榨菜收入 22.3 亿元，收入占比为 88.5%。另外公司通过自研和并购等方式不断拓展新品类，打造第二增长极，除榨菜外，目前公司产品矩阵覆盖了泡菜、萝卜、海带丝、下饭菜等产品。这其中泡菜业务增速最快，过去 6 年 CAGR 达到 40%，2021 年占比已提升至 6.3%。

图 18：涪陵榨菜产品矩阵



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

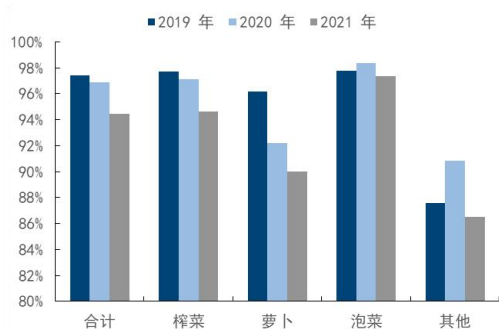
图 19：2021 年公司各品类收入占比情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

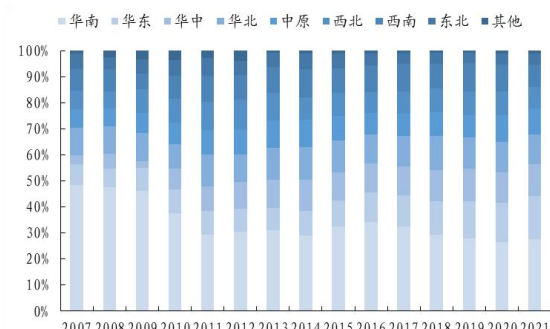
销售以经销模式为主，华南市场是公司的基本盘。2021 年公司经销、直销模式收入占比分别为 94.5%、5.5%（直销为通过子公司桑田食客、惠聚天下直接出货）。区域上来看，2007 年，公司华南地区收入占比达 48.5%，但随着公司销售范围开始向全国扩张，华南区域比例持续降低。2021 年公司华南区收入为 6.9 亿元，占比虽降低至 27.5%，但仍为公司基本盘。经过多年发展，华中、华东、华北等区域收入占比均已超过 10%。

图 20：2019-2021 年公司各品类经销模式占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 21：公司历年收入地区占比

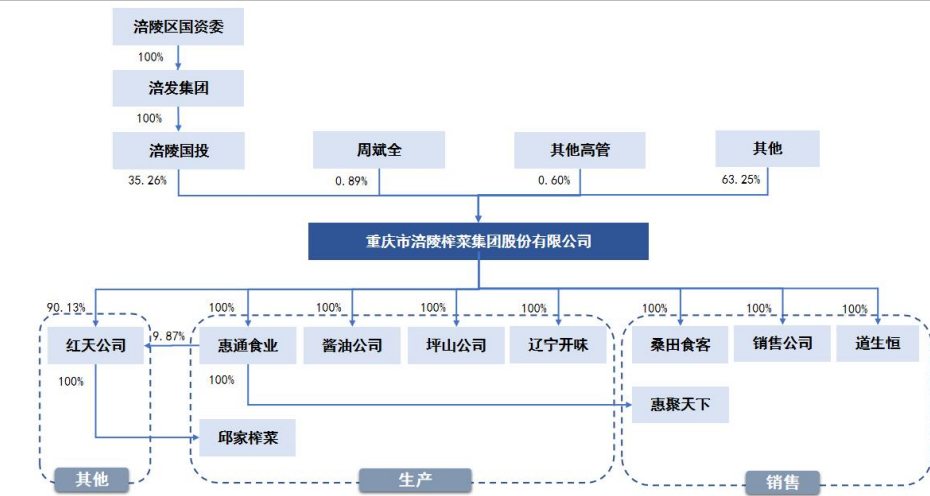


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股权结构：涪陵区国资委控股，高管持股绑定公司长期发展

截至 2021 年年报，重庆市涪陵区国资委持有公司 35.26% 股权，国有资本的背景加持使得公司获取资源、渠道更加便利。另外，董事长周斌全持有公司 0.89% 股权，赵平、肖大波等其他高管持股比例为 0.6%，公司核心高管均持有股份，利于公司长期发展。同时，公司管理层任职时间较长，基本进入公司任职达到 20 年，经营经验丰富。目前公司旗下共拥有 10 家子公司，实现了从原料采购到生产和销售一条龙的产业布局，包括惠通实业等 5 家生产企业、桑田食客等 4 家销售或电子商务公司。

图 22: 涪陵榨菜股权结构图（截止到 2021 年报）



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 涪陵榨菜公司高管持股情况（截止到 2021 年报）

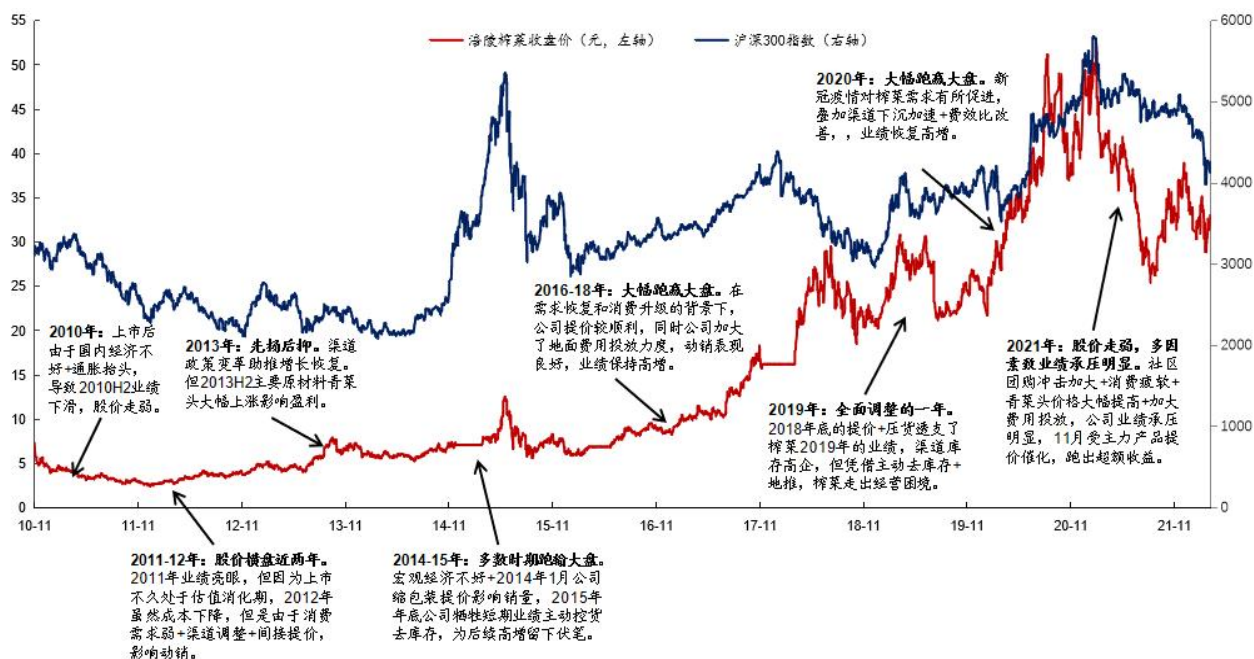
姓名	职务	年龄	任职时间（年）	持股数（万股）	持股比例%
周斌全	董事长	58	20	793.3	0.89%
赵平	董事、总经理	55	17	170.0	0.19%
肖大波	监事会主席	56	23	226.1	0.25%
袁国胜	董事、副总经理	42	23	13.8	0.02%
韦永生	董事、董事会秘书、副总经理兼财务负责人	45	22	6.3	0.01%
贺云川	副总经理	56	23	96.6	0.11%
陈林	副总经理	58	22	21.6	0.02%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

业绩与股价深度复盘：经营策略与成本变化加剧波动

虽然公司的收入规模与盈利能力长期向上，但在个别时间业绩波动较大，股价也因此剧烈波动。通过复盘公司的历史业绩，我们认为业绩出现周期性变化是多因素导致的，经营策略（包括提价策略、渠道策略及费用投放策略）是内因，原材料价格与消费需求的变化是外因，并进一步放大了波动。下文我们将对公司历史业绩与股价表现做更深度的复盘。

图23：涪陵榨菜上市至今股价复盘



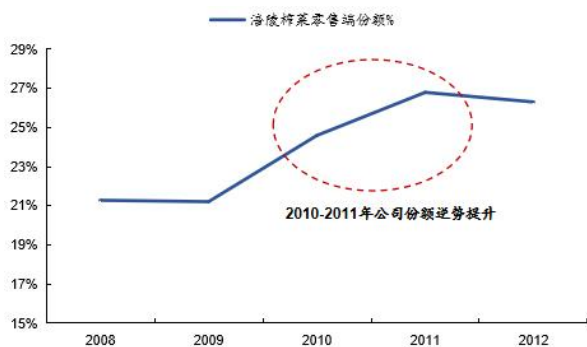
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2010-2011 年：宏观经济与成本波动较大，渠道改革开花结果

2009 年在整个行业粗放运作、销售的背景下，公司开始推行战略经销商制，与多地大型经销商建立了 3-5 年的战略合作伙伴关系，并设立了基本返利及超级返利（约 30%）制度，以此来充分调动经销商的销售积极性和投入费用的积极性。该举措也在 2010 年开花结果，2010 年上半年公司业绩快速增长，2010H1 收入同比+43.3%，利润同比+132.7%。但下半年由于国内经济走弱和通胀抬头，公司业绩承压明显，2010Q3-Q4 公司利润增速环比回落至-8.7%、-26.0%。

2011 年公司之前的渠道改革进一步取得积极进展，同时青菜头价格下降，表现出较强的抗通胀属性，当年公司收入、利润增速分别为 29.3%、58.6%。2011 年股价横盘主要还是因为公司上市不久在消化估值，但在大盘萎靡的背景下，公司从 5 月份开始逐渐跑出相对收益，并且在 2010-2011 年公司市占率逆势提升。

图24：2010-2011 年涪陵榨菜份额逆势提升



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图25：2009-2012 年 CPI 当月同比 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

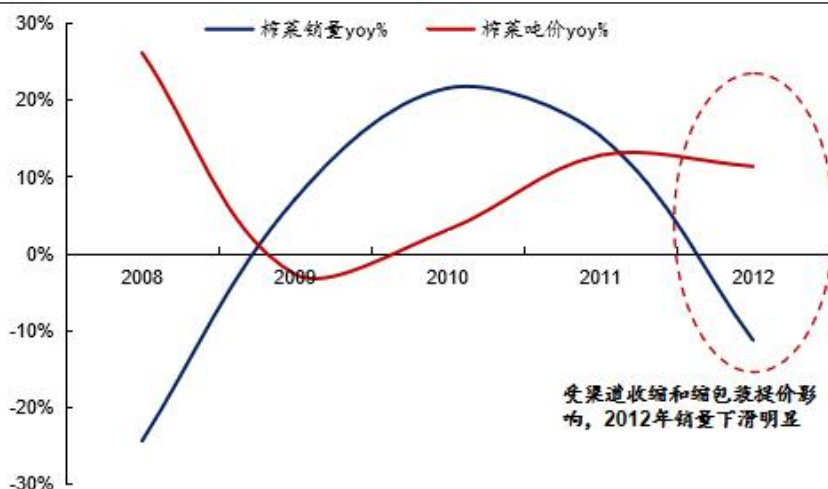
2012-2013 年：渠道调整后下沉加速，成本端波动大

虽然 2012 年青菜头采购成本同比回落明显，利润端表现亮眼（当年利润增速 43.0%），但在多重不利因素影响下，公司收入增速同比回落至 1.1%，因此公司股价横盘近一整年，我们认为主要有以下原因：

战略经销商制弊端在需求下行周期被放大：在 2012 年宏观经济差的背景下，东部沿海地区流动人口减少对产品需求有所抑制，而公司所采取的战略经销商模式同样存在渠道高库存、价盘不稳的弊端，并在 2012 年被放大，因此公司在 12H2 主动对经销商、渠道调整，为推行差异化战略经销商模式和渠道下沉埋下伏笔。

缩包装提价影响动销：2012 年公司对主力产品进行缩包装提价（终端价从 1 元/100g 调整到 1 元/80g），相当于单包规格减少 20%，因此若想保持总销量不变，需要经销商进货件数提高 25%，但因为单包产品渠道利润并未变化（产品出厂价、终端价均未变），所以渠道积极性有所减弱，并造成了“价增量缩”的情况出现。

图26：2008-2012 年榨菜产品量价增速

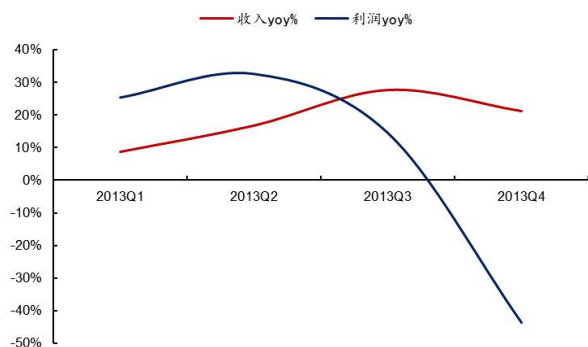


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2013 年公司开始推行差别化的战略经销商合作模式。一方面，对于成熟区域（一线城市），放低有贡献战略经销商任务增长目标，保证其核心利益；另一方面，针对空白市场及二三线城市，公司降低经销商的准入标准并给以上市场增加销售

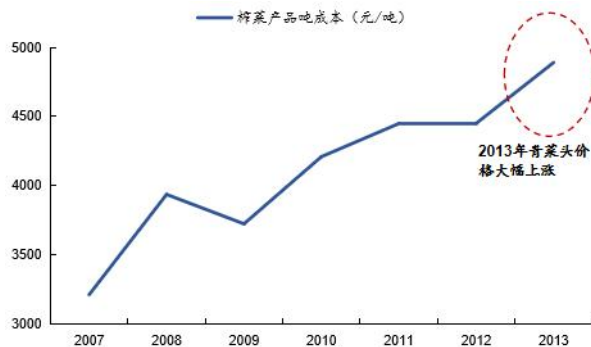
任务，从而快速提高经销商队伍、推进渠道下沉，在这种举措的带动下公司收入及销量快速恢复。但由于 2013H2 年原材料青菜头的价格从年初的 1200-1400 元/吨上涨到年底的 1500-1700 元/吨，公司盈利能力承压明显，公司股价也在经历了上半年上涨之后出现回调。

图 27：2013 年各季度收入、利润增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：2007-2013 年榨菜产品吨成本变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2014-2015 年：多重不利因素下，业绩深度调整

撇去在牛市尾声和牛熊转换的上涨和下跌，公司股价在 2014-2015 年横盘近两年，多数时期跑输指数，公司业绩也出现较大幅度的回调，我们认为主要有以下原因：

2014 年青菜头价格仍维持高位，公司通过缩包装提价以应对成本压力，但在需求疲软背景下，变相提价牺牲了短期动销：根据涪陵区政府数据，2014 年青菜头采购价格和 2013 年同比基本持平，仍处于高位，公司 2014-2015 年通过缩包装变相提价和直接提价的方式以应对成本压力（2014 年 1 月将产品终端价由 1 元/80g 调整至 1 元/60g，2015 年广东区域终端价调整至 1.5 元/88g）。但在宏观经济不景气的背景下，公司动销明显走弱，2014-2015 年公司榨菜产品吨价虽有提升（同比+16.6%、0.9%），但销量分别同比-15.2%、+5.0%。

新品费用投放增加进一步拖累盈利表现：2014-2015 年公司增加了海带丝、萝卜丝等新品的推广，品宣费、市场投入费用有所增加，销售费用率明显提高，盈利能力承压。

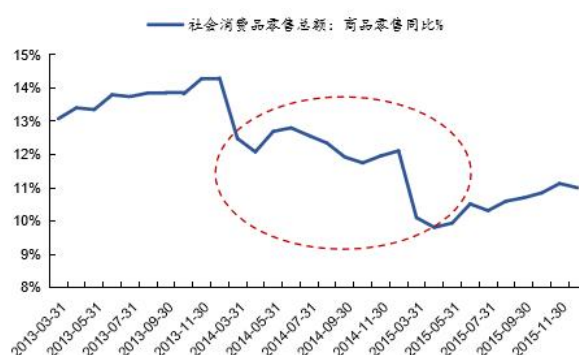
2015 年底公司通过主动控制发货节奏去渠道库存，经历公司近 2 年的主动调整，公司渠道重回健康，也为榨菜 2016-2018 年的业绩高增长蓄力。

图 29：2009-2015 年城镇居民可支配收入同比%



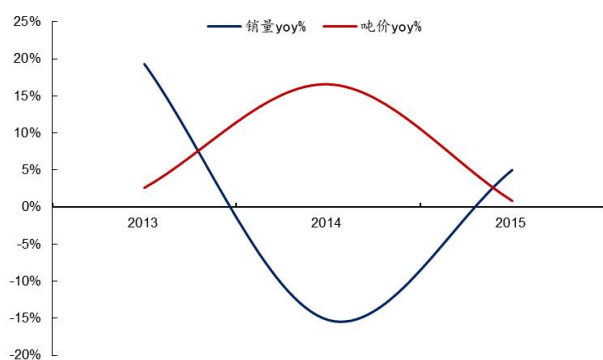
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 30：2013-2015 年社会消费品零售总额：商品零售同比%



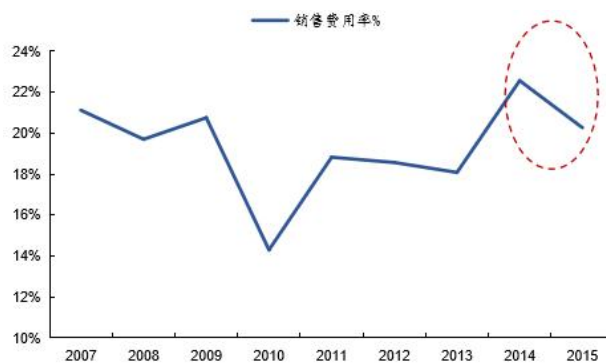
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 31：2013-2015 年榨菜产品量价增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 32：2007-2015 年涪陵榨菜销售费用率变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2016-2018 年：尽享消费升级红利，业绩迎来快速增长期

2016-2018 年公司业绩迎来快速增长期，股价也大幅跑赢沪深 300，超额收益明显，我们认为有主要原因：

消费升级背景下，提价被消费者顺利接受：2016-2017 年青菜头价格上涨明显，公司在此期间通过多次提价（直接+变相提价）的方式应对成本压力。而和之前提价需较长时间消化的情况不同，在宏观经济持续复苏的背景下，消费升级趋势明显，新价格被消费者顺利接受，因此公司在收入端实现了量价齐升。同时由于新的价格体系也明显增厚了渠道利润，公司也主动增加了地推费用，渠道推力得到提振，2016-2018 年公司市场份额进一步提升。

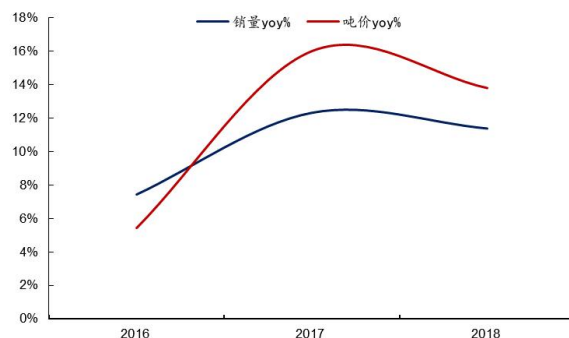
费用率下行进一步提高公司盈利能力：2016 年开始公司主动优化费用结构，增强了费用使用效率，公司大幅缩减了品牌宣传投入，并增加了市场投入，更聚焦地推与营销，但总体销售费用率水平有所下降，毛销差持续提升。

图33：2016-2017年青菜头价格维持在高位



资料来源：涪陵区政府，国信证券经济研究所整理

图34：公司在2016-2018年实现了量价齐升



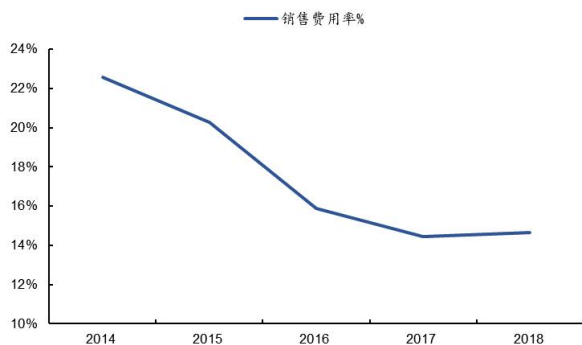
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表3：2016-2017年提价情况汇总

调价时间	原料供应状况	提价形式	提价具体情况
2016年	青菜头价格上涨约18%	直接+间接提终端价	终端价从1元/60g提高到1.5元/88g（全国范围）
		直接提出厂价	脆口等11个产品出厂价提高8-12%
2017年	青菜头价格上涨约37%	直接提出厂价和终端价	80g和88g榨菜主力9个单品的产品出厂价提高15%-17%，终端价格提升至每包2元
		间接提终端价	主力产品88g→80g，脆口产品175g→150g

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：2016-2018年公司销售费用率收缩明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图36：2016-2018年公司市占率持续提升



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

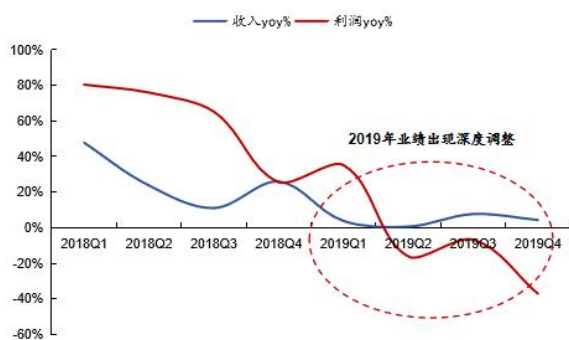
2018年激进的市场策略提振了短期业绩，但也为2019年的调整埋下伏笔：公司从2018年2季度开始公司采取了激进的市场策略，通过高返利高折扣形式刺激经销商进货，但在2018年宏观经济走弱，产品需求下行的背景下，公司逐步产生库存积压和窜货的问题。2018年公司针对主力产品直接提价10%，进一步推高了渠道库存（经销商库存普遍在2个月以上，正常情况在1-1.5个月），也为2019年公司业绩调整留下隐患。

2019 年：进入新一轮调整期，深蹲是为了跳得更高

因为前文介绍的历史遗留问题，公司 2019 年的发货节奏也受到影响，同时在渠道下沉过程中人员配备不及时，造成了公司渠道下沉不达预期，2019 年收入增速也放缓至 3.9%。除主动控制发货节奏外，公司 2019 年进一步加大了市场投入力度（市场推广费用占收入比例提高 5.7pct 至 12.5%），销售费用率大幅提升（同比提高 5.8pct 至 20.5%），盈利能力承压明显（净利润同比下滑 8.6%）。

同时公司进一步推进渠道裂变和渠道下沉，并辅之以务实并更立足长远的渠道政策。2019 年公司办事处数量从 2018 年末的 37 家裂变为至 67 家，销售人员数量从 376 人增加至 501 人，全年共新增 400 多家经销商。在以上措施的共同影响下，公司于 2019 年底逐步走出经营困境，渠道重回健康状态。

图 37：2018Q1-2019Q4 公司收入及利润增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 38：2012-2019 年市场推广费用占收入比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2020 年：疫情受益+渠道下沉提速+费用率收缩，业绩重回高增长

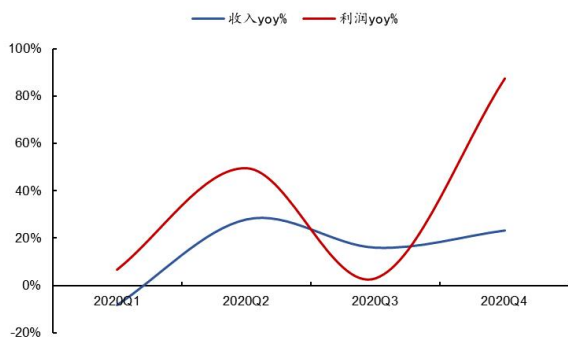
2020 年在居家消费场景提高及公司大力推进渠道下沉的背景下，公司经营持续恢复，2020 年收入同比+14.2%，同时由于公司主动控费提效，2020 年净利润同比增+28.4%，利润弹性充分释放，当年股价也持续攀升，并大幅跑赢指数：

动销因疫情受益：2020 年新冠疫情的出现，居家消费需求旺盛，榨菜作为偏刚需的消费品因此受益，公司动销持续改善，经销商补库存意愿加强，渠道重回良性。即便 7 月份公司通过缩包装的方式变相提价（主力产品由 2 元/80g 调整为 2 元/70g），新价格也顺利被消费者和渠道接受。

渠道下沉提速：公司通过布局大单品长渠道联销体+多品直控终端+特殊/新兴渠道结构等方式，推动渠道进一步下沉，2020 年公司共增加 858 家经销商，其中，县级市场拥有约 1370 个经销商客户，同比增加超 200 家。因此在居家消费占优和大力推进渠道下沉的背景下，公司，经营持续恢复。

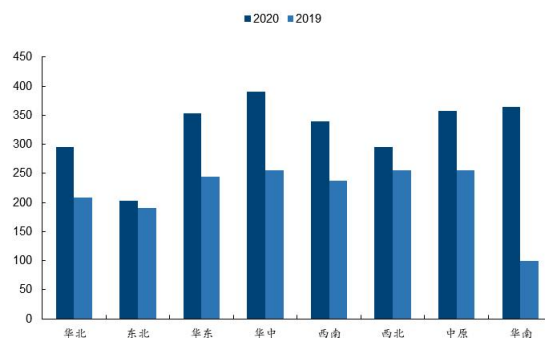
主动控费提效：2020 年公司主动缩减了市场投入力度（占收入比例减少 5pct 至 7.6%），销售费用率明显降低（同比减少 4.3pct 至 16.2%）。

图 39: 2020Q1-2020Q4 收入及利润增速%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 2020 年公司各区域经销商数量明显增加



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2021 年：成本大幅上涨+需求疲软+费用投放增加，业绩承压明显

2021 年公司收入/利润同比+10.8%/-4.5%，业绩出现较大调整，股价也出现了大幅回调，明显跑输指数，我们认为有多方面原因：

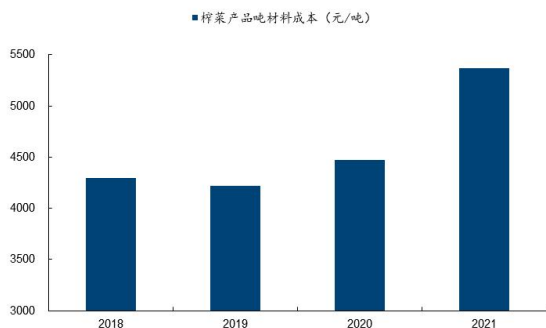
青菜头采购价格大幅上涨：供给端，浙江区域遭遇两轮强降温，导致青菜头冻坏欠收；需求端，受疫情干扰，榨菜企业在 2021 年年初加大采购。因此青菜头供需偏紧，采购价格刷新历史高位，公司原材料成本承压明显。

消费需求疲软：由于新冠疫情的频繁出现，企业正常生产经营减少，居民收入相应受损，消费力降低，对榨菜产品需求减弱。

传统商超渠道被社区团购分流明显：2021 年上半年社区团购加速发展，各大互联网巨头纷纷布局，为争取流量，各大平台补贴力度空前，传统商超渠道被明显分流同时价盘受到明显冲击。下半年随着部分社区团购玩家陆续退出，恶性竞争有所趋缓，商超流量和公司价盘逐渐恢复。

品牌宣传费用大幅增加：公司提出“明确榨菜价值，做热乌江品牌”的目标任务，全年投入了 2.55 亿元进行品牌打造，公司全年销售费用率增加 2.7pct 至 18.9%，公司盈利能力也因此承压。

图 41: 2021 年榨菜材料成本大幅上行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 涪陵榨菜线下商超渠道销售额及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

核心竞争力：原料保障性强，品牌护城河深厚

原料质量上乘且供应稳定，“三腌三榨”口味质量俱佳

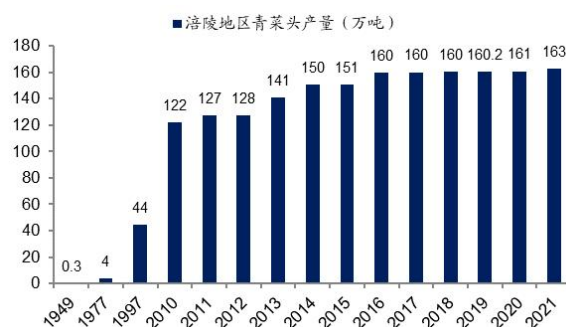
具备得天独厚的地域优势，运输成本低、原料青菜头质量高。涪陵地区以低山浅丘为主，属于亚热带季风气候，四季分明，气候温和。这种独特的自然环境非常适宜青菜头大面积种植并且产出的青菜头质量上乘，因此涪陵地区是国内规模最大、最集中的榨菜产区（2021 年青菜头种植面积 72.95 万亩、青菜头产量 162.59 万吨，产量占全国超过 45%）。而公司地处涪陵，通过基地建设覆盖了涪陵区重要的榨菜种植区域，可有效节约运输和排污等成本，并为公司榨菜产品奠定质量基础。

图 43：涪陵地区青菜头历年种植面积（万亩）



资料来源：重庆涪陵区政府，国信证券经济研究所整理

图 44：涪陵地区青菜头历年产量（万吨）



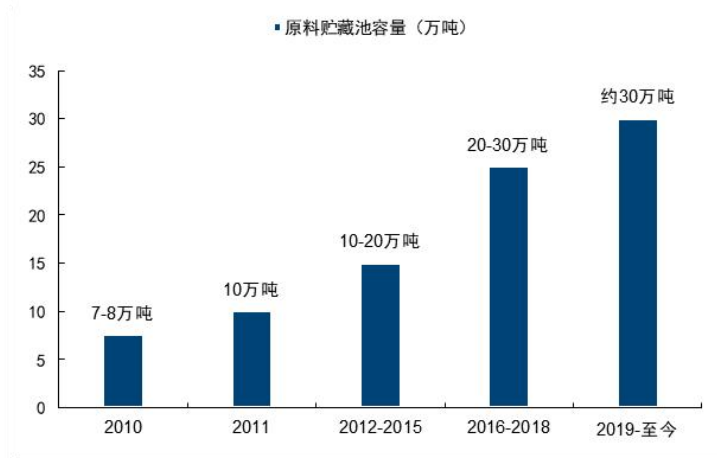
资料来源：重庆涪陵区政府，国信证券经济研究所整理

创新采购模式，保障优质原料供给。公司采用“公司+合作社+农户”采购模式，公司与相关村社、合作经济组织或团体组成生产基地，并为农户提供种子、化肥等生产资料，并指导农民栽种；同时，公司也会与农户签订 3-5 年的收购保护价合同，若当年市场价低于保护价则按保护价收购，若市场价高于保护价则按市场价收购，有效提升了农民种植青菜头的积极性。这种采购模式既保障了原料来源，又助力乡村振兴和脱贫攻坚，向上游延伸产业链能够有效平抑农产品价格波动，促进产业链整体积极、健康、稳健发展。

原料收贮能力行业领先，降低原料价格波动影响。考虑青菜头收购价格的波动性，公司一贯注重原料贮藏池建设。上市之初，公司窖池容量不足 10 万吨，但经历多年窖池建设和扩容，2021 年公司已拥有 30 万吨左右的原料贮藏池，原料收贮及调剂能力行业领先。这保障了公司核心原料供应安全与价格稳定，也避免由于收贮能力不够造成加工户等向农户压价的伤农行为。而随着定增募投项目未来达产，公司将拥有超 70 万吨的窖池容量，收贮能力将进一步提升。

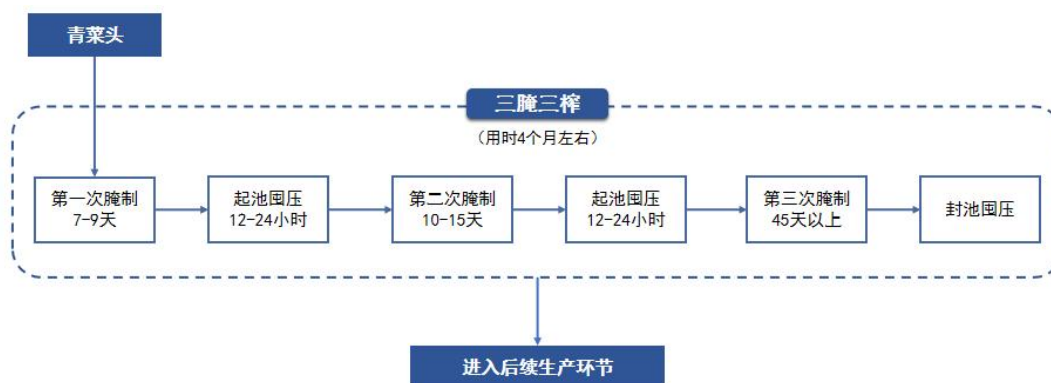
“三腌三榨”保证榨菜产品口味与质量，机械化和自动化水平领先行业。工艺上，公司坚持“三清三洗、三腌三榨”的独特工艺。“三清三洗、三腌三榨”具体是指——一清一洗：还原青菜头翠玉本色；二清二洗：确保风味饱满；三清三洗：呈现黄玉之色。一腌一榨：榨出韧性嚼劲；二腌二榨：让香味入骨入髓；三腌三榨：分明鲜香嫩脆层次而在腌制过程中，公司所用为卤化辅料，口感优于其他厂家的干粉料，所以公司榨菜产品的口味和口感更好。同时，公司运用现代科技改善了传统榨菜加工工艺，并取得了真空滚揉吸附式拌料、榨菜的自动淘洗、切块、压榨脱盐脱水、无菌包装、高温杀菌等先进生产技术，全面实现了从起池到产品包装的机械化和自动化，生产工艺处于国内外领先水平。

图 45：公司原料贮藏池容量变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 46：“三腌三榨”工艺流程图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“乌江”品牌深入人心，具备明显品牌溢价

“乌江”品牌是业内唯一全国性品牌。公司目前拥有“乌江”、“惠通”两个主力品牌，及“邱氏菜坊”一个储备品牌。涪陵榨菜抓住了央视广告效果最好时期，并成为榨菜行业唯一全国性品牌：2006 年公司更换了新一代包装，并通过聘请张铁林代言和央视投放广告的方式，“乌江”品牌知名度迅速提升；2010 年公司在央视打出“中国榨菜数涪陵，涪陵榨菜数乌江”的口号，强化了品牌影响力；2013 年公司榨菜产品再次更换“国粹”包装；2021 年公司以“鲜脆、轻盐、放心吃”为核心卖点推出减盐 30% 的乌江轻盐榨菜，品牌形象进一步提升。经过多年培育，“乌江”品牌连续多年夺得榨菜品牌排行榜榜首。

图 47：乌江榨菜包装风格变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 4：2021 年榨菜品牌排名

排名	品牌	产地
1	涪陵榨菜	重庆涪陵
2	吉香居	四川眉山
3	鱼泉	重庆万州
4	老干妈	贵州贵阳
5	川南	四川眉山
6	饭扫光	四川成都
7	辣妹子	重庆涪陵
8	味聚特	四川眉山
9	惠通	四川眉山
10	博鸿小菜	浙江杭州

资料来源：中国品牌网，国信证券经济研究所整理

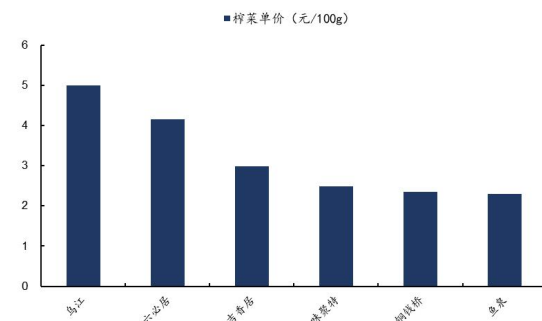
产品不断突破行业价格瓶颈，“乌江”具备明显品牌溢价。2008 年至今，公司榨菜产品经历多轮提价（直接+间接），每包的终端零售价变化为“0.5 元-1 元-1.5 元-2 元-2.5 元”，公司凭借强大的品牌力不断突破行业定价天花板，终端零售价格、毛利率等方面明显领先其他同业对手，品牌溢价明显。

图 48：涪陵榨菜产品吨价持续提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 49：各品牌天猫旗舰店换算单价对比



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

渠道运作精细化，经销网络覆盖全国

经销商管理日趋精细化，渠道把控力极强。公司自上市以来一直不断创新对经销商的管理方式：公司 2009 年起推行战略经销商合作模式，绑定区域大商，激发经销商积极性；2013 年起实行差别化战略经销商合作制，分层、分梯度对经销商进行目标设定和考核，扩大销售队伍；2017 年，随着品类不断丰富，公司合并乌江、惠通销售机构，多品类共享渠道资源，同时开始扶持低线城市经销商，引导多品类产品下沉；2019 年改进渠道激励政策，推进渠道进一步下沉；2020 年开始公司推行城市精准化营销管理模式，目前公司严格以城市人口、销售成熟度、推广资源配置度设置城市销售数量任务，并分配资源。公司经销商管理日趋精细化，渠道把控能力持续加强。

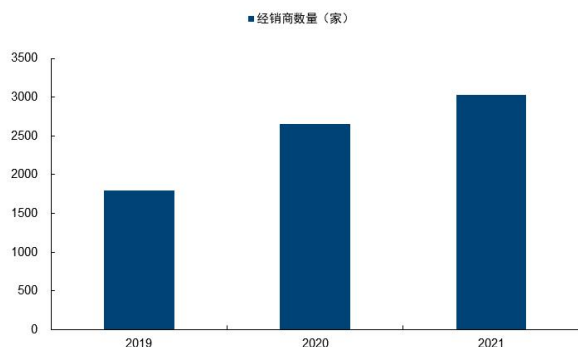
表5：公司近年来经销商合作模式持续优化

年份	经销商管理模式
2009	战略经销商合作制
2013	差别化战略经销商合作制 ，窜货杀价管理黑名单制度、以结果为导向的目标绩效考核方法、以局部衡量全局的督导方式
2014	差别化战略经销商合作制 ，分类、分梯度进行管理和考核
2015	精细化、差别化战略经销商合作制 ，推行阳光促销、政策直通模式，提高经销商的积极性
2016	精细化、差别化战略经销商合作制
2017	多品类、精细化、差别化战略经销商合作制 ，多品类共享渠道资源，收编对手主力经销商，扶持二、三线市场经销商
2018	多品类平衡、精细化、差别化战略经销商合作制 ，多品类下沉，渠道下县全覆盖
2019	多品类平衡、精细化、差别化战略经销商合作制 ，办事处从 37 个裂变至 67 个，引导重点产品下沉
2020	城市精准化营销管理模式 ，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”模式
2021	城市精准化营销管理模式 ，严格以城市人口、销售成熟度、推广资源配置度设置城市销售数量任务，并分配资源，落实经销商“渠道+精耕”双任务。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

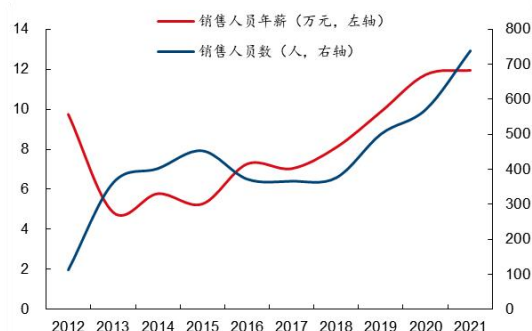
渠道覆盖深度与广度兼具。目前公司已建立起庞大的销售团队和深入的销售网络，截止 2021 年底，公司在全国范围内设有 8 个销售大区、81 个办事处组成的专业营销团队，通过 739 家销售人员覆盖了 3030 家经销商，并对经销商进行植入式指导和管理。销售网络覆盖了全国三十多个省市自治区，近 300 个地市级市场，超 1000 个县级市场，公司的产品遍布大润发、永辉超市、沃尔玛、家乐福等全国各大知名连锁超市和全国各级农贸市场，小到城乡的便利店等零售终端。

图 50：2019-2021 年涪陵榨菜经销商数量变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 51：涪陵榨菜销售人员平均薪酬（万元/年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

提价和成本下行有望增厚短期业绩，渠道下沉和品类扩张助力中长期份额提升

提价将贡献 2022 年主要收入增长，成本与费用下行周期已至

预计直接提价将贡献主要收入增长，目前整体提价传导顺利。由于原材料及包材价格在 2021 年出现较大幅度的上涨，公司于 2021 年底对主要销售产品进行价格调整。根据公司公告，公司各品类产品上调幅度在 3%-19% 不等，平均幅度约为 14%。目前公司线上授权店、旗舰店已顺利提价，流通、商超渠道也陆续在 1 月、3 月逐步完成传导，公司整体提价传导较为顺利，预计直接提价将贡献公司 2022 年主要收入增量。

本轮提价是否会对销量有较大影响？能否被消费者顺利接受？——疫情囤货时消费者价格敏感性降低+食品价格普遍上调，预计新价格将顺利被终端消化且消化时间或将缩短。由于目前消费需求疲软，市场目前的分歧点在于公司提价会影响销量，且新价格可能需要较长时间调整。但我们认为，榨菜本次提价不会对销量造成过大影响，预计 2022 年公司销量将实现同比微增，理由如下：

1) 部分疫情严重区域，消费者囤货对价格敏感度降低：2022 年 3 月以来，部分区域疫情反复对消化终端库存起到了一定帮助，当下疫情较严重的区域如华东、东北等区域均反馈终端库存加速去化，经销商累库存的意愿加强。我们认为，疫情的反复出现对公司的短期销量有促进，同时消费者囤货时对价格敏感性降低；

2) 多数大众品均选择直接提价以应对成本压力：2021 年受原材料价格大幅上涨影响，2021 年 10 月调味品龙头海天宣布提价，之后调味品主要生产企业选择跟随提价以应对成本压力，此外火腿肠、方便面等产品也有不同程度的提价，而榨菜提价时间节点慢于多数公司，新价格有望被消费者顺利接受；

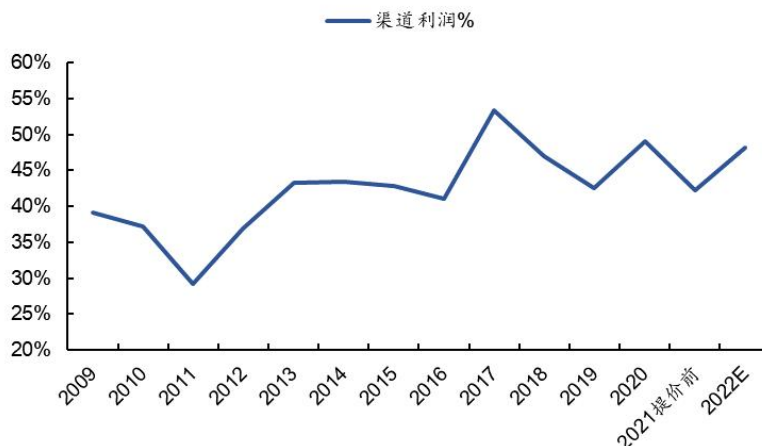
表 6：2021 年底主要调味品公司均选择直接提价应对成本压力

公司名称	针对产品	提价幅度	提价日期
海天味业	酱油/蚝油/酱料等产品	3%-7%	10 月 25 日
安琪酵母	国内酵母及提取物	10%-30%	9 月末至 10 月
李锦记	主要产品	6%-10%	12 月 16 日
恒顺醋业	部分产品	5%-15%	11 月 20 日
涪陵榨菜	85%左右的产品	3%-19%	11 月 12 日
加加食品	酱油/蚝油/料酒/鸡精/醋等产品	3%-7%	11 月 16 日
千禾味业	部分低端产品	5%-6%	11 月 18 日
中炬高新	酱油/鸡精鸡粉等在内的 70%以上产品	3%-10%	11 月 27 日

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 新价格将显著提高渠道推力：根据我们的测算，2021 年年底提价之前，由于渠道支持力度下降，公司渠道利润逐渐降低至 2017 年以来的低点（42.2%），一批商利润率在 5-6%，经销商销售动力降低。而在提价后预计渠道利润将提高至 48% 以上，一批商利润率将提高至 12% 左右。因此本次提价有望提高经销商销售积极性，渠道推力将得到增强。

图 52：2009–2022E 涪陵榨菜渠道利润变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

青菜头采购价格大幅回落，毛利率有望迎来改善。2021 年公司青菜头采购价格为 1100 元/吨，由于去年种植户因青菜头价格大涨赚钱后种植意愿提高+今年无天气变化扰动，预计 2022 年青菜头采购价格将回落至 800 元/吨，同比降低约 27%。我们测算得出，在不考虑量增和其他费用变动的情况下，以仅考虑青菜头吨成本变动和吨价提升，悲观/中性/乐观假设下公司毛利率分别为 55.3%/58.4%/61.2%，毛利率有望于今年迎来大幅改善。同时考虑到提价和生产时滞（一般 1–2 月采购青菜头，5–6 月使用），预计全年毛利率的节奏将呈现“前低后高”的趋势，Q1–Q2 将反应提价所带来的毛利率改善，青菜头采购成本下降所带来的毛利率改善将于 Q3–Q4 的报表端体现。

表 7：2022 年公司毛利率敏感性分析

毛利率		榨菜产品吨价变化幅度				
		0%	5%	10%	15%	20%
原材料价格 变化幅度	-20%	57.6%	59.4%	61.0%	62.5%	63.9%
	-15%	56.2%	58.0%	59.7%	61.2%	71.4%
	-10%	54.8%	56.6%	58.4%	60.0%	61.5%
	-5%	53.3%	55.3%	57.1%	58.7%	60.3%
	0%	51.9%	53.9%	55.8%	57.5%	59.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

预计 2022 年销售费用率将略有收缩。2021 年公司加大了央视、梯媒、互联网公关等方面的费用投放力度，2021 年销售费用率提高至 18.9%，品牌宣传费用率从前年的 0.1%提升至 9.5%。但从 2021 年下半年开始，由于消费需求疲软及营销投放效果不及预期的背景下，公司主动调整费用投放思路，广告费用投放比预期有所减少。展望 2022 年，我们预计公司或将继续缩减央视投放，广告宣传形式以互联网公关为主，而为了将新价格顺利消化，地推将恢复到相对正常水平。综合来看，公司 2022 年将更加关注费效比叠加收入端的增长，我们认为 2022 年全年销售费用率将有所收缩，利润弹性有望加速释放。根据敏感性分析测算（假设吨价增长 12%），悲观/中性/乐观假设下公司 2022 年净利润增长率分别为 30.7%/35.1%/39.6%，利润弹性有望充分释放。

表8：2022 年公司净利润增长率敏感性分析

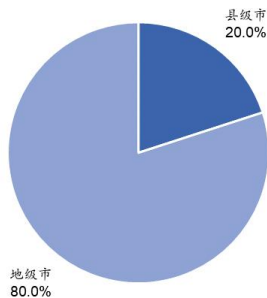
净利润增长率		销售费用率				
		16%	17%	18%	19%	20%
榨菜销量 增长幅度	6%	45.3%	41.8%	38.4%	35.0%	31.5%
	5%	44.1%	40.7%	37.3%	33.9%	30.5%
	4%	42.9%	39.6%	36.2%	32.8%	29.5%
	3%	41.8%	38.4%	35.1%	31.8%	28.4%
	2%	40.6%	37.3%	34.0%	30.7%	27.4%
	1%	39.4%	36.2%	32.9%	29.6%	26.3%
	0%	38.3%	35.0%	31.8%	28.5%	25.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

长期渠道下沉空间足够，新渠道与新消费场景仍待挖掘

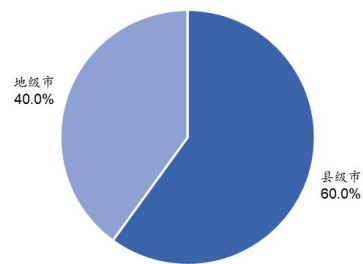
低线城市拓展空间大，渠道覆盖率远未见顶。从涪陵榨菜的收入构成来看，县级及以下市场收入：省地级市场收入占比约为 2：8，三四线城市中涪陵榨菜的占比仍然很小，但考虑到县级及以下市场人口占比约为 60%，省地级市场人口占比约为 40%，公司在下沉市场还有很大挖掘空间。公司自 2019 年以来持续推进新一轮渠道下沉，目前公司已初步探索出较为可行的经验及模式，并树立了相应的标杆城市，公司计划通过主力产品来渗透县级市场，并设立县级经销商。在经济发达的地区公司通过下县带乡逐步进行渠道渗透，经济不太好的地方在省城做透的基础上，再向下辐射下一层级市场。我们认为，凭借公司强大的品牌力，公司未来将在县级市场继续挤压中小公司的份额，从而带动收入增长。

图 53：2021 年榨菜在县级及以下市场收入占比约为 20%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 54：县级及以下市场人口占比约为 60%

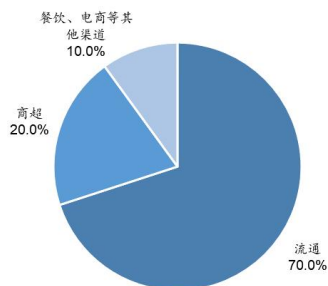


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

餐饮及新零售渠道将成为公司未来收入增长的新引擎。过往公司在零售渠道优势较强，仅部分地区餐饮端销量较高。2021 年，公司成立 30 余个餐饮办事处，成立专业餐饮管理团队，未来将推出适合餐饮渠道的大包装产品，成熟市场的餐饮渠道将由专门代理商负责，中小市场餐饮渠道暂由当地经销商兼顾。另外，由于主流消费群体逐渐向 90 后及 00 后切换，而 22g 小包装的脆口萝卜、脆口榨菜等品相逐渐体现出休闲食品属性，并突破了佐餐消费场景，更适合在电商渠道销售。因此公司于 2021 年 7 月开始，显著加强了对于电商渠道的布局，通过专业经销商团队的扩充逐步布局起全国电商点位，同时在具体投向上更加精准化，倾向于在抖音/小红书等平台寻找 KOL 进行体验式营销。2021 年公司天猫淘宝销售额同比增长 255%，近年电商投入保持两位数以上增速。目前，餐饮及电商等其他渠道约

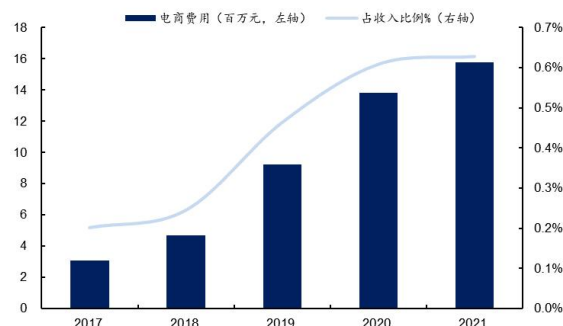
占公司收入 10%左右，未来受益于餐饮行业扩容、含榨菜的新菜品出现以及休闲化消费场景的拓宽，公司收入有望持续增长。

图 55：公司各渠道收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 56：2017-2021 年公司电商费用及占收入比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

思路转变后品类扩张依然大有可为，酱腌菜版图长期有望做大

自上市以来公司一直在进行品类拓展的探索，并推出萝卜、泡菜及海带丝等新品，但从 2019 年开始泡菜、萝卜等新品类收入增速慢于榨菜品类，核心原因在于公司在新品的营销与渠道建设投入不足，过去榨菜产品能取得成功是由于在消费者教育投入了很多兵力和时间，而在推出萝卜、海带丝及泡菜品类后，公司并没有跟上相应的市场推广和营销宣传。因此从 2021 年开始，公司加大了新品的资源投入，重新梳理了组织架构，并进一步确立了品类拓展的战略方向。**酱腌菜市场空间广阔，在公司思路转变的背景下，我们看好公司未来品类扩张驱动收入继续提升：**

1) 先聚焦榨菜、后逐步向母品类延伸升级。公司从战略高度把自身定位为植物性调味品制造商，并同战略咨询机构一起对榨菜产品诉求、包装、价值点等多方面进行审慎梳理、深入调研，规划出了乌江品牌要“先聚焦榨菜、后逐步向母品类延伸升级”的清晰发展方向。21 年公司立足主力榨菜，推出以“淡盐”、“健康”为理念的升级产品，进一步丰富榨菜产品矩阵、挖掘榨菜品类的增长潜力。

图 57：公司榨菜产品逐渐向减盐等健康方向拓展



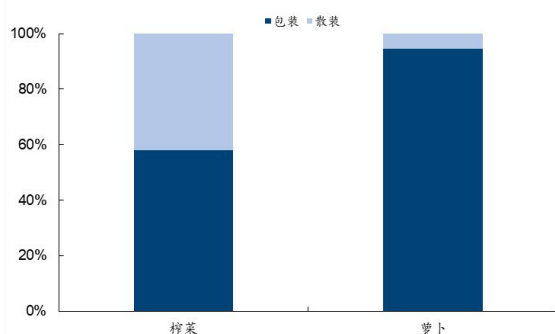
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2) 组织架构优化，新品拓张有望加速。公司成立销售二部，在 32 个省级市场新增 32 个办事处，并针对不同品类招募不同经销商进行产品推广，与榨菜品类形

成区隔。这种组织架构调整和配套措施也将有助于泡菜、萝卜等其他品类的发展。

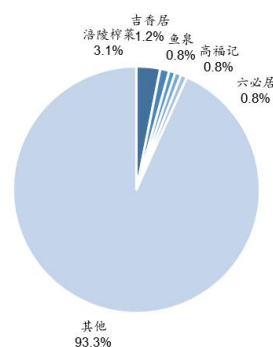
3) 酱腌菜行业发展空间大，公司品类拓展空间充足。目前我国酱腌菜市场空间接近 600 亿元，约为榨菜行业的 7.2 倍。同时，酱腌菜行业包装化率仅为 5.6%，远低于榨菜行业包装化率（67%），包装化率有较大提升空间。而从行业竞争格局的角度来看，目前酱腌菜行业 CR5 份额不足 6%，涪陵榨菜份额虽然排名第一，但是基本由榨菜产品贡献，其他品类缺乏综合竞争力较强的龙头企业。因此，考虑到酱腌菜行业相比榨菜行业空间更大，同时竞争格局分散且无竞争力较强龙头，而涪陵榨菜作为在渠道和品牌均有较高壁垒，我们看好涪陵榨菜在萝卜等新品类取得突破，并继续挤压中小企业的市场份额。

图 58：对比榨菜，酱腌菜行业包装化率有较大提升空间



资料来源：华商情报网，国信证券经济研究所整理

图 59：酱腌菜行业格局高度分散



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

盈利预测：2022 年业绩弹性可期，中长期增长确定性强

假设前提：提价消化顺利、青菜头采购价格大幅回落

我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入端：预计 2022 年全年公司榨菜吨价提升 12.0%，由于本轮提价为大众品普提，预计提价将被消费者接受，公司有望实现量价齐增。中长期看，涪陵榨菜竞争优势明显，渠道下沉和品类拓张将驱动公司收入持续成长。预计 2022-2024 年公司收入增速为 15.3%/14.8%/14.5%。分品类看：1) 榨菜：预计 2022-2024 年收入增速分别为 15.4%/14.8%/14.2%；2) 泡菜：预计 2022-2024 年收入增速分别为 10.0%/10.0%/10.0%；3) 萝卜：预计 2022-2024 年收入增速分别为 31.3%/30.0%/30.0%；4) 其他：预计 2022-2024 年收入增速分别为 10.0%/10.0%/10.0%。

成本端：因青菜头采购价格、包材价格上涨，2021 年公司毛利率有所承压，11 月公司提价应对成本压力。2022 年青菜头采购价格大幅回落，成本压力得到缓解。未来随着公司业务规模持续增长，品类扩张持续推进，各品类规模优势将持续体现，成本控制能力继续提升，带动毛利率、净利率增长，预计 2022-2024 年公司毛利率为 58.2%/60.1%/60.9%。分品类看：1) 榨菜：预计 2022-2024 年毛利率分别为 61.3%/63.1%/64.0%；2) 泡菜：预计 2022-2024 年毛利率分别为 27.4%/30.5%/30.3%；3) 萝卜：预计 2022-2024 年毛利率分别为 49.0%/50.8%/50.7%；4) 其他：预计 2022-2024 年毛利率分别为 34.1%/34.1%/34.1%。

费用端：2021 年公司增加了品牌宣传和市场推广力度，预计今年开始费用投放将有所收缩，并且结构上将有所优化（广告费用减少，地推等市场投入增加），而管理费用率保持稳定。预计 2022-2024 年公司销售费用率为 18.5%/15.9%/15.5%，2022-2024 年公司管理费用率为 3.0%/2.8%/2.8%。

表9：涪陵榨菜业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
榨菜						
收入（百万元）	1712.54	1974.96	2226.32	2568.28	2947.10	3366.77
增速	5.2%	15.3%	12.7%	15.4%	14.8%	14.2%
毛利（百万元）	1036.83	1181.40	1219.97	1574.77	1859.08	2153.44
毛利率	60.5%	59.8%	54.8%	61.3%	63.1%	64.0%
泡菜						
收入（百万元）	126.56	153.82	158.97	174.87	192.36	211.59
增速	-13.9%	21.5%	3.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利（百万元）	52.00	62.70	41.77	47.93	58.58	64.17
毛利率	41.1%	40.8%	26.3%	27.4%	30.5%	30.3%
萝卜						
收入（百万元）	110.34	99.73	69.04	90.65	117.84	153.20
增速	0.9%	-9.6%	-30.8%	31.3%	30.0%	30.0%
毛利（百万元）	57.51	54.63	33.86	44.43	59.85	77.61
毛利率	52.1%	54.8%	49.0%	49.0%	50.8%	50.7%
其他						
收入（百万元）	40.16	44.24	62.06	68.27	75.09	82.60
增速	33.4%	10.2%	40.3%	10.0%	10.0%	10.0%

毛利（百万元）	19.80	25.47	21.15	23.26	25.59	28.15
毛利率	49.3%	57.6%	34.1%	34.1%	34.1%	34.1%
合计						
总营收（百万元）	1989.59	2272.75	2516.39	2902.06	3332.39	3814.16
增速	3.9%	14.2%	10.7%	15.3%	14.8%	14.5%
毛利（百万元）	1166.13	1324.19	1316.74	1690.40	2003.11	2323.36
毛利率	58.6%	58.3%	52.3%	58.2%	60.1%	60.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计未来3年营业收入分别为29.0/33.3/38.2亿元，同比+15.3%/14.8%/14.5%，毛利率58.2%/60.1%/60.9%，毛利16.9/20.0/23.2亿元，同比+28.4%/18.3%/16.0%。

未来3年业绩预测简表

表10：资本成本假设

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2516	2905	3335	3818
营业成本	1200	1213	1330	1492
销售费用	475	538	532	593
管理费用	74	106	114	127
财务费用	(96)	(82)	(93)	(106)
营业利润	874	1139	1407	1656
利润总额	874	1139	1407	1656
归属于母公司净利润	742	968	1196	1407
EPS	0.84	0.98	1.21	1.43
ROE	10.4%	12.3%	13.8%	14.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

按上述假设条件，我们得到公司22-24年收入分别为29.05/33.35/38.18亿元，归属母公司净利润分别为9.7/12.0/14.1亿元，利润增速分别为30.6%/23.5%/17.7%，每股收益22-24年分别为0.98/1.21/1.43元。

估值与投资建议：维持“买入”评级

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：35.48–37.66 元

我们将公司分为可预测期（2022–2024 年）、过渡期（2025–2031 年）和永续期（2032 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

1) **可预测期（2022–2024 年）**：参考文末盈利预测拆解，我们预计 2022–2024 年公司营收同比增长 15.3%/14.8%/14.5%至 29.1/33.4/38.2 亿元，预计 2022–2024 年公司归母净利润同比增长 30.4%/23.6%/17.7%至 9.7/12.0/14.1 亿元。

2) **过渡期（2025–2031 年）**：假设公司 2025–2027 年营收增速仍能保持在约 15% 水平，2028 年后逐年收窄。

3) **永续期（2032 年起）**：公司竞争优势明显，应对成本波动的能力较强，榨菜行业整体尚有提价空间。公司品类扩展和渠道扩张仍有较大空间，未来有望通过萝卜等新品类和低线城市的开拓拉动增长，在榨菜和佐餐菜行业保持龙头地位。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 1.6%。

表 11：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	3.93%	14.23%	10.82%	15.33%	14.83%	14.46%	14.00%	13.50%	13.00%
营业成本/营业收入	41.39%	41.74%	47.64%	41.75%	39.89%	39.09%	39.00%	38.70%	38.50%
管理费用/营业收入	2.99%	2.37%	2.56%	2.95%	2.81%	2.81%	2.75%	2.75%	2.70%
销售费用/销售收入	20.45%	16.19%	18.86%	18.54%	15.94%	15.54%	15.00%	15.00%	15.00%
营业税及附加/营业收入	1.45%	1.47%	1.57%	1.47%	1.47%	1.47%	1.47%	1.47%	1.47%
所得税税率	15.05%	14.99%	15.07%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	33.91%	30.47%	35.89%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表 12：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.85	T	15.00%
无风险利率	2.84%	Ka	8.37%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.85
公司股价（元）	30.0	Ke	8.37%
发行在外股数（百万）	986	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	29528	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	8.37%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.6%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.85x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.84%，股票风险溢价率取 6.50%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 5.3%；由此计算出 WACC 为 8.37%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 35.48–37.66 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为公司绝对估值相对此两因

素变化的敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.17%	8.27%	8.37%	8.47%	8.57%
永续 增长 率变 化	1.9%	39.33	38.56	37.82	37.11	36.41
	1.8%	38.85	38.10	37.38	36.68	36.00
	1.7%	38.39	37.66	36.95	36.27	35.61
	1.6%	37.94	37.23	36.54	35.87	35.22
	1.5%	37.50	36.81	36.13	35.48	34.85
	1.4%	37.08	36.40	35.74	35.10	34.48
	1.3%	36.67	36.01	35.36	34.74	34.13

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：33.97-36.39 元

选取和公司较为相似的调味品行业公司做比较，采用 PE 法进行估值。其中海天、中炬、千禾、恒顺主营为基础调味品，天味主营为复合调味品：

行业层面，调味品行业和榨菜行业整体增长稳定，近年增速保持在 5-10% 水平。公司作为榨菜行业龙头企业，市场份额大幅领先于竞争对手，竞争格局更优，因此公司值得较高的估值溢价。

公司方面，涪陵榨菜原料保障性强，品牌护城河深厚，渠道布局行业领先。同时，近年来公司积极推进渠道下沉，不断扩充产品矩阵，公司作为行业龙头，未来将充分受益于酱腌菜行业扩容和集中度提升。

考虑提价和成本下行将增厚 2022 年业绩，同时结合榨菜、酱腌菜行业的特点以及公司在的行业地位，我们认为涪陵榨菜的估值中枢至少应向调味品行业均值看齐。因此，我们给予 2023 年公司 28-30 倍 PE，对应价格区间对应为 33.97-36.39 元。

表 14: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS			PE			总市值 亿元	投资评级
				22E	23E	24E	22E	23E	24E		
603288	海天味业	59.9	84.65	1.57	2.00	2.41	54.1	42.3	35.2	3923	买入
600872	中炬高新	34.3	31.20	1.00	1.34	1.59	31.4	23.3	19.6	249	买入
603027	千禾味业	63.1	15.59	0.32	0.42	0.52	48.9	37.5	30.1	149	买入
603317	天味食品	96.5	25.97	0.36	0.50	0.63	72.6	52.2	41.3	198	买入
600305	恒顺醋业	102.2	11.95	0.17	0.23	0.27	71.0	51.5	44.0	120	买入
均值							45.2	34.4	28.4		
002507	涪陵榨菜	35.3	29.95	0.98	1.21	1.43	30.5	24.7	21.0	266	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：千禾味业、恒顺醋业为 Wind 一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 35.48-36.39 元之间，相对于公司目前股价有 20% 溢价空间。我们认为：短期来看，提价和成本下行将增厚 2022 年业绩；长期来看，公司有望通过渠道下沉和品类扩张抢占更多市场份额，我们看好涪陵榨菜在榨菜产品份额提升到 50%+，并能做大酱腌菜版图，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 35.48-36.39 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.84%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.6%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的调味品公司等相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 2023 年 28-30 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 15.3%/14.8%/14.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 58.2%/60.1%/60.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受榨菜产品的价格影响较大，我们预计未来 3 年公司主要产品榨菜的价格为 18498/18868/19245 元/吨，若由于形势变化，榨菜实际价格远高于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

品牌形象受损和行业竞争加剧的风险：公司榨菜产品目前在国内市占率达到 30%以上，随着行业竞争加剧，若公司未来品牌形象受损，将面临市场份额下降的风险。

渠道扩张的风险：公司近年注重渠道下沉和渠道精准化管理，2019 年开启新一轮渠道下沉，办事处数量爆发式增长，销售费用率有一定波动。我国地域广阔、渠道复杂，消费者口味差异大，未来公司可能面临渠道不及预期、费用投放超出预期的风险。

新品研发及推广不及预期的风险：公司近期启动酱类及休闲果蔬产品研发，近年持续推出多个泡菜、萝卜等新品，市场已有同类竞品，未来公司萝卜、跑惨产品可能面临激烈竞争，出现新品接受度及推广效果不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

食品质量安全风险：公司原料采购涉及农户、合作社的多方合作，采购涉及面广，而原材料质量直接关系到公司产品的质量安全，公司面临因原材料质量安全出现问题而导致公司产品质量不合格的风险、原料质量降低影响产品质量的风险。

市场风险

原料价格上行及毛利率下降的风险：2021 年公司主要原料涪陵产区青菜头的采购价格达到 1450 元/吨，到达历史高点，随着 2021 年年末天气转好，预计 2022 年青菜头采购价格降至约 800 元/吨，公司毛利率预计将大幅改善。但考虑公司原料供应较紧张，受天气等不确定性影响较大，历年毛利率波动较为明显，若未来面临青菜头减产，公司毛利率存在下降的风险。

消费需求疲软的风险：食品行业与经济环境相关性较大，如果经济下行，消费放缓，提价和市场推广难以推进，公司产品需求也将承压。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1750	3086	3512	3961	4532	营业收入	2273	2519	2905	3335	3818
应收款项	11	11	19	22	24	营业成本	949	1200	1213	1330	1492
存货净额	383	401	390	428	483	营业税金及附加	33	39	43	49	56
其他流动资产	46	2396	2614	3002	3436	销售费用	368	475	538	532	593
流动资产合计	2189	5894	6535	7413	8476	管理费用	58	74	106	114	127
固定资产	1179	1275	1298	1310	1312	研发费用	7	5	15	17	19
无形资产及其他	153	507	487	467	447	财务费用	(34)	(96)	(82)	(93)	(106)
投资性房地产	449	72	72	72	72	投资收益	11	43	66	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0	0
资产总计	3970	7749	8392	9262	10306	其他收入	4	5	(15)	(17)	(19)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	915	874	1139	1407	1656
应付款项	80	154	108	119	134	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	376	315	327	349	392	利润总额	914	874	1139	1407	1656
流动负债合计	456	470	436	468	527	所得税费用	137	132	171	211	248
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	102	112	112	112	112	归属于母公司净利润	777	742	968	1196	1407
长期负债合计	102	112	112	112	112	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	558	582	548	580	639	净利润	777	742	968	1196	1407
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	2	0	0	(0)
股东权益	3411	7167	7845	8682	9667	折旧摊销	83	101	147	159	168
负债和股东权益总计	3970	7749	8392	9262	10306	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(34)	(96)	(82)	(93)	(106)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	281	(1965)	(248)	(397)	(432)
每股收益	0.98	0.84	0.98	1.21	1.43	其它	(1)	(2)	(0)	(0)	0
每股红利	0.30	0.30	0.29	0.36	0.43	经营活动现金流	1142	(1123)	867	957	1144
每股净资产	4.32	8.07	7.96	8.81	9.81	资本开支	0	(190)	(150)	(150)	(150)
ROIC	24%	12%	13%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23%	10%	12%	14%	15%	投资活动现金流	0	(190)	(150)	(150)	(150)
毛利率	58%	52%	58%	60%	61%	权益性融资	(0)	3280	0	0	0
EBIT Margin	38%	29%	34%	39%	40%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	33%	39%	44%	44%	支付股利、利息	(237)	(266)	(290)	(359)	(422)
收入增长	14%	11%	15%	15%	14%	其它融资现金流	126	(98)	0	0	0
净利润增长率	28%	-5%	30%	24%	18%	融资活动现金流	(348)	2649	(290)	(359)	(422)
资产负债率	14%	8%	7%	6%	6%	现金净变动	794	1337	426	449	571
息率	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	货币资金的期初余额	956	1750	3086	3512	3961
P/E	30.4	35.8	30.5	24.7	21.0	货币资金的期末余额	1750	3086	3512	3961	4532
P/B	6.9	3.7	3.8	3.4	3.1	企业自由现金流	0	(1439)	590	711	886
EV/EBITDA	25.7	32.9	26.4	20.7	17.8	权益自由现金流	0	(1537)	661	790	977

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032