

佐餐开胃菜龙头崛起，拓新品显成效促业绩增长



核心观点

- **榨菜龙头，受益消费升级市占率提升，品牌、渠道优势明显。**榨菜消费场景不断拓宽，从下饭菜到做菜、煲汤、休闲食品，未来可拓展空间较大。受益于消费升级，榨菜从散装向小包装发展，品牌企业市占率提升，公司增速明显快于行业增速。公司具有强大的品牌实力，之前公司在央视进行广告宣传，并采用脸谱等中国传统文化的代表元素进行品牌推广，在消费者中具有较高的品牌知名度。近两年公司营销从线上转为线下，以体验式营销进一步推进销售。公司线下渠道覆盖较广，公司渠道不断下沉和深耕，进行市场渗透。
- **公司转嫁成本能力强，提价有效对冲成本上升。**公司原材料占成本比例为40%-45%，包装占比为25%左右，原材料和包装价格波动对毛利率影响较大。青菜头价格周期性波动较大，整体呈现上涨的趋势。由于去年产量不足，2017年青菜头价格上涨约30%-40%。包装材料铝锭、纸箱价格今年也是大幅上涨。公司于去年7月上调部分产品价格8%-12%，今年2月上调主力产品价格15%-17%，前三季度公司毛利率基本维持稳定，表明公司转嫁成本较为成功。由于今年青菜头种植量的上升，我们预期明年青菜头价格大概率下降，有利于公司毛利率的提升。公司采取农户基地合作模式以及建设原料贮藏池，有利于长期规避原材料价格的波动。
- **推新品成效显著，收购惠通迈向佐餐开胃菜龙头第一步。**公司新推的脆口系列产品，由于低盐更加健康、口感更好、性价比凸显，近两年实现了爆发式增长。随着今年底脆口榨菜产能投产、东北萝卜生产项目的建设，公司脆口系列的产能瓶颈将缓解，有利于后续的快速发展。公司收购惠通后，主打下饭菜，泡菜业务实现了快速增长。目前公司泡菜业务完全导入榨菜的销售体系，有利于销售渠道的协同。我们认为收购惠通只是第一步，公司将继续加快向“大乌江战略”的发展

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2017-2019年EPS分别为0.48、0.64、0.8元，结合可比公司估值，我们给予公司2018年33倍PE，对应目标价为21.12元，首次给予买入评级。

风险提示：下游需求放缓，重点产品增长低于预期，成本大幅上涨的风险。

公司主要财务信息

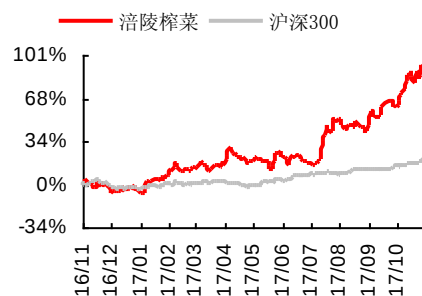
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	931	1,121	1,481	1,826	2,206
同比增长	2.7%	20.4%	32.1%	23.3%	20.8%
营业利润（百万元）	175	276	427	559	705
同比增长	21.6%	57.4%	54.8%	31.0%	26.1%
归属母公司净利润（百万元）	157	257	381	506	630
同比增长	19.2%	63.5%	48.3%	32.6%	24.5%
每股收益（元）	0.20	0.33	0.48	0.64	0.80
毛利率	44.0%	45.8%	46.6%	48.2%	48.9%
净利率	16.9%	23.0%	25.8%	27.7%	28.6%
净资产收益率	12.5%	17.5%	22.0%	24.0%	24.3%
市盈率（倍）	87.9	53.8	36.3	27.3	22.0
市净率（倍）	10.1	8.8	7.3	5.9	4.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2017年11月14日）	17.53元
目标价格	21.12元
52周最高价/最低价	17.96/10.38元
总股本/流通A股（万股）	78,936/76,692
A股市值（百万元）	13,837
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2017年11月14日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现（%）	1.7	16.3	25.5	25.3
相对表现（%）	0.6	11.8	14.5	5.8
沪深300（%）	1.1	4.6	11.0	19.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖婵
021-63325888*6078
xiaochan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512070002

联系人 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、从榨菜向佐餐开胃菜龙头进军	5
1.1 历史沿革和股权结构	5
1.2 专注榨菜三十年，盈利能力持续提升	6
二、榨菜行业消费场景不断拓宽，集中度提升龙头受益	8
2.1 榨菜消费场景不断拓宽，规模仍有较大增长空间	8
2.2 榨菜从散装向包装产品发展，龙头市占率提升	10
三、公司品牌和渠道优势明显，新品打开市场	11
3.1 强大的品牌+渠道实力，打造榨菜龙头	11
3.2 脆口系列顺应消费升级，放量增长	14
3.3 小乌江到大乌江战略，其他佐餐开胃菜销售逐步步入正轨	15
四、公司转嫁成本能力强，提价有效对冲成本上涨	17
4.1 公司原材料成本波动较大，周期性波动明显	17
4.2 公司转嫁成本能力强，提价基本覆盖原材料上扬	20
4.3 农户基地合作模式+原料贮藏池建设规避成本周期性波动	21
五、泡菜业务高速增长，有望成为公司新增长点	22
5.1 惠通简介	22
5.2 泡菜行业稳健增长，四川企业优势明显	24
5.3 打造重点产品和销售渠道共享，将加强公司泡菜销售	26
六、盈利预测与投资建议	27
6.1 盈利预测	27
6.2 投资建议	28
七、风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司股权结构	5
图表 2: 公司董监高持股情况	5
图表 3: 营业收入增速加快（单位：亿元）	6
图表 4: 盈利能力稳步提升（单位：%）	6
图表 5: 榨菜核心业务占据公司 85%左右的营收	7
图表 6: 榨菜业务营收 07-16 年间复合增速 9.85%	7
图表 7: 榨菜产品口味差异化，兼顾南北饮食习惯	7
图表 8: 公司产品结构清晰，产品种类逐步丰富	8
图表 9: 榨菜营养成分一览	8
图表 10: 榨菜下游消费场景	9
图表 11: 重庆涪陵地区榨菜产量仍保持较快的增速	10
图表 12: 榨菜市场分散，龙头地位确定	11
图表 13: 涪陵地区榨菜行业处于整合进程	11
图表 14: 公司品牌打造	11
图表 15: 乌江榨菜的脸谱包装深入人心	12
图表 16: 公司销售费用率维持在较高水平	12
图表 17: 前期重广告投入，后期重市场推广	12
图表 18: 公司分区域收入情况（单位：亿元）	13
图表 19: 公司分区域收入增长情况	13
图表 20: 涪陵榨菜线上销售平台	13
图表 21: 脆口榨菜盐分含量同系列产品中最低	14
图表 22: 脆口榨菜盐分含量低于市面同类产品	14
图表 23: 公司脆口系列从脆口榨菜到脆口萝卜	16
图表 24: 公司其他佐餐开胃菜销售情况（单位：万元）	16
图表 25: 公司成本结构占比	17
图表 26: 重庆浙江青菜头产量占全国 80%	18
图表 27: 浙江重庆蔬菜种植面积（单位：千公顷）	18
图表 28: 重庆涪陵青菜头产量稳步上升（单位：万吨）	18
图表 29: 涪陵区青菜头价格情况（单位：元/吨）	19
图表 30: 涪陵榨菜 2016 年存货下降（单位：万元）	19
图表 31: 供给侧改革铝锭价格上扬（单位：元/吨）	20
图表 32: 箱板纸价格 16 年底大幅上涨（单位：元/吨）	20
图表 33: 提价对冲成本上升，毛利回升	20
图表 34: 涪陵地区形成榨菜产业链生态	22

图表 35：公司与农户合作模式	22
图表 36：涪陵榨菜建设原料窖池对冲成本周期性波动	22
图表 37：泡菜收入占比提升（单位：百万元）	23
图表 38：惠通股权结构	23
图表 39：并购前惠通主营业务构成	23
图表 40：城镇人口占比持续提升	24
图表 41：泡菜食用方式多样，受众范围广	24
图表 42：每 100g 泡菜营养价值	25
图表 43：泡菜市场份额占比酱腌菜中最大	25
图表 44：泡菜市场稳健增长，2015 年规模接近 500 亿元	25
图表 45：公司主推的乌江下饭菜、惠通下饭菜	26
图表 46：泡菜主要区域消费占比	27
图表 47：涪陵榨菜主要区域市场占比	27
图表 48：公司收入分类预测表	27
图表 49：可比公司估值	28

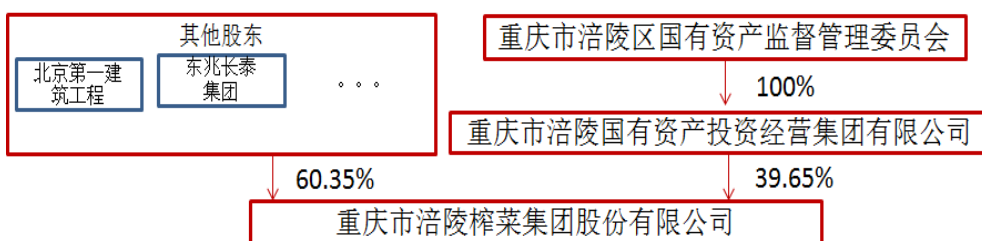
一、从榨菜向佐餐开胃菜龙头进军

1.1 历史沿革和股权结构

涪陵榨菜前身系 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，2008 年改制成立股份有限公司，2010 年于深交所中小板上市。公司主营聚焦榨菜、泡菜等佐餐开胃菜领域的研制、生产和销售，涵盖榨菜系列，泡菜系列，海带丝系列，萝卜干系列等五个产品组，主导明星产品为乌江榨菜、惠通泡菜等，目前是全国最大的榨菜生产销售企业。

涪陵榨菜由重庆国资委控股，并通过国资委投资经营集团有限公司持有涪陵榨菜 39.65% 的股份。公司第二、第三大股东分别是北京第一建筑工程有限公司和东兆长泰集团，其中北京一建是东兆长泰的控股子公司，近两年北京一建和东兆长泰通过减持，持有公司股权比例不断下降。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

高管持有公司股票，激励较为充分。公司上市之前，周斌全、向瑞玺、肖大波、赵平、毛翔、童敏、张显海、贺云川、黄正坤等董监高持有公司股份。15 年收购惠通的时候，公司向周斌全、贺云川、赵平、袁国胜、刘洁、聂川、韦永生等董事及高管发行股份募集配套资金。董监高持有公司股份，激励较为充分，能带动其工作的积极性。

图表 2：公司董监高持股情况

姓名	职务	持股数（股）	占公司比例
周斌全	董事长	8836006	1.68%
肖大波	监事会主席	1993784	0.38%
赵平	监事、总经理	1244673	0.24%
贺云川	副总经理	1112661	0.21%
黄正坤	原董事、董秘	1015965	0.19%
袁国胜	董事、副总经理	118792	0.02%
刘洁	副总经理	83397	0.02%
聂川	原总经理助理	67397	0.01%
韦永生	董事、董秘	41697	0.01%

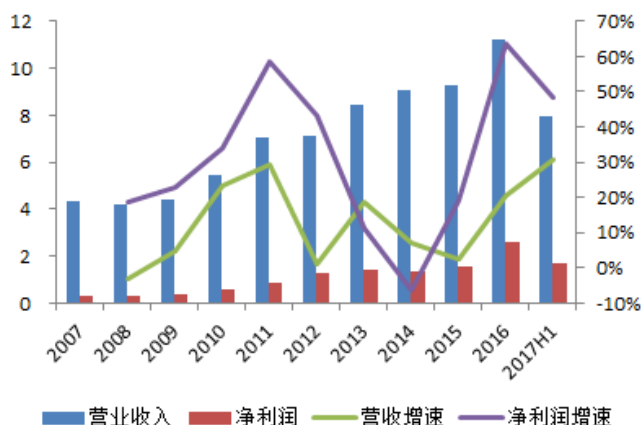
资料来源：WIND，东方证券研究所

1.2 专注榨菜三十年，盈利能力持续提升

公司净利润增速较快。公司 2017 年上半年实现营业收入 7.93 亿元，同比增长 30.59%，2016 年全年收入 11.21 亿元，同比增长 20%，收入增速加快，10 年至 16 年收入复合增速高达 12.77%。17 年上半年公司实现净利润 1.72 亿元，同比增长 48.38%，2016 年全年实现净利润 2.57 亿元，同比增长 63.46%，10 年至 16 年净利润复合增速高达 29.03%。

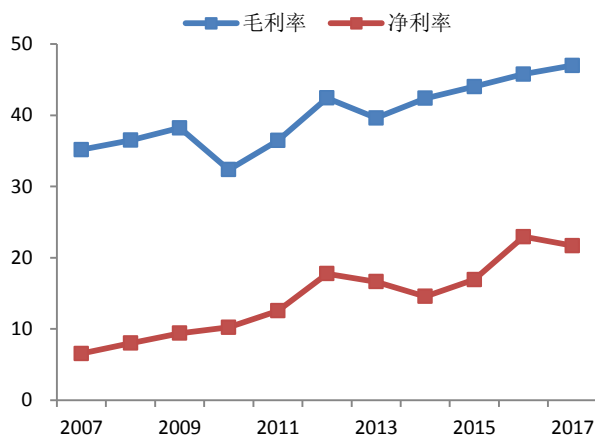
公司盈利能力稳步提升。公司毛利率持续提升，从 2007 年的 35.17% 提升到 2017H1 的 47%，提升了近 12pct；公司净利率也持续提升，从 2007 年的仅为 6.53% 提升到 2017H1 的 21.68%，提升了 15pct。表明公司不断增强的盈利实力。

图表 3：营业收入增速加快（单位：亿元）



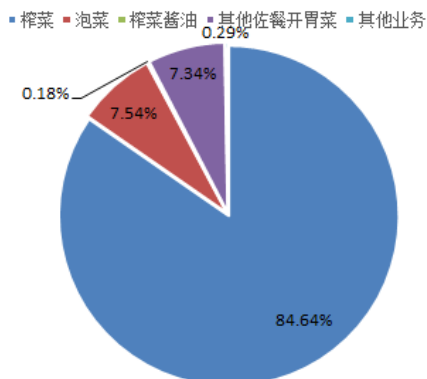
资料来源：Wind，东方证券研究所

图表 4：盈利能力稳步提升（单位：%）

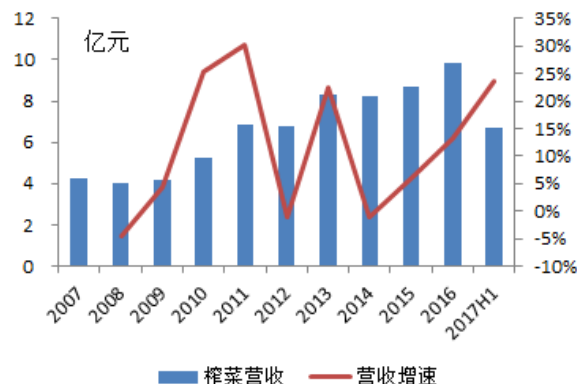


资料来源：Wind，东方证券研究所

专注榨菜业务，核心产品强势增长。2017 年上半年公司榨菜产品实现营收 6.71 亿元，同比增长 23.69%，占公司营收 84.64%，随着公司泡菜等业务的市场拓展，榨菜业务的占比下降，但整体依旧维持在 85% 左右，占据公司绝对核心业务的地位。近年来，榨菜收入增速虽有部分波动，但整体营收持续向上，07 年至 16 年复合增速 9.85%。泡菜产品自 2015 年收购惠通后稳步提升，2017 年上半年实现营业收入 5981 万元，占公司营收的 7.54%，同比增长超过 80%，快速成长为公司的第二大业务。

图表 5：榨菜核心业务占据公司 85%左右的营收


资料来源：Wind，东方证券研究所

图表 6：榨菜业务营收 07-16 年间复合增速 9.85%


资料来源：Wind，东方证券研究所

公司榨菜业务产品种类齐全，口感兼顾南北差异，价位覆盖中高端系列产品。涪陵榨菜系列包含 10 多个子类产品，其中 88g 榨菜是公司核心产品。公司榨菜口味涵盖甜酸，清淡嫩爽，酱香，香辣，酸辣等，其中甜酸符合华南口味需求，清淡嫩爽符合华东口味需求，酱香迎合华北口味需求，酸辣适合西南地区的口味偏好。榨菜单项业务实现产品口味差异化，迎合南北方饮食习惯，有利于整体市场占有率的提升和市场范围的扩大。同时，在产品价位上，推出了高端系列，包括五年陈香，坛装榨菜等礼盒包装。

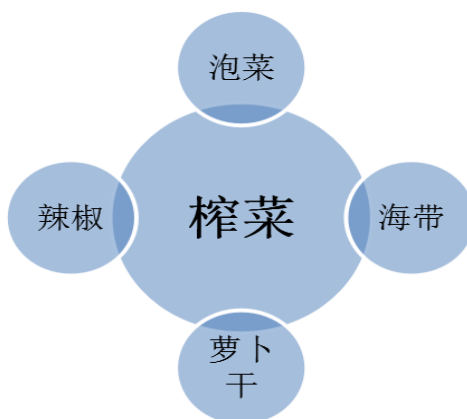
图表 7：榨菜产品口味差异化，兼顾南北饮食习惯

品名	口味	规格	价位
脆口榨菜	甜酸	175g	4.0 元
古坛榨菜	酱香	80g	2.5 元
红油榨菜	辣、麻、香	80g	2.5 元
清淡榨菜	清淡、嫩爽	80g	2.5 元
微辣榨菜	微辣、鲜香	80g	2.5 元
鲜爽菜丝	甜酸，爽口	88g	2.5 元
鲜榨菜片	酸辣突出，微甜	88g	2.5 元
鲜爽菜心	泡椒风味突出	80g	2.1 元
原味菜片	微甜酸，无辣椒	80g	2.1 元
鲜香榨菜	鲜香微辣	70g	1.7 元
全形榨菜	全形,咸香	300g	5 元
榨菜碎米	鲜香，微微辣	80g	1.5 元
脆口萝卜	甜酸、微微辣味	175g	4.4 元
脆爽菜丝	鲜脆爽口、口味清淡	88g	2.5 元

资料来源：天猫，东方证券研究所

公司积极扩展产品品类，未来将拓展至酱类、酱菜等市场。目前，公司已经形成以榨菜为核心业务，泡菜自 2015 年收购完毕成为新兴增长点，海带丝、萝卜干、辣椒等佐餐食品为补充的产品结构。产品线逐渐丰富，未来公司将继续积极拓展业务种类，立足整个酱腌菜市场。

图表 8：公司产品结构清晰，产品种类逐步丰富



资料来源：公司网站，东方证券研究所

二、榨菜行业消费场景不断拓宽，集中度提升龙头受益

2.1 榨菜消费场景不断拓宽，规模仍有较大增长空间

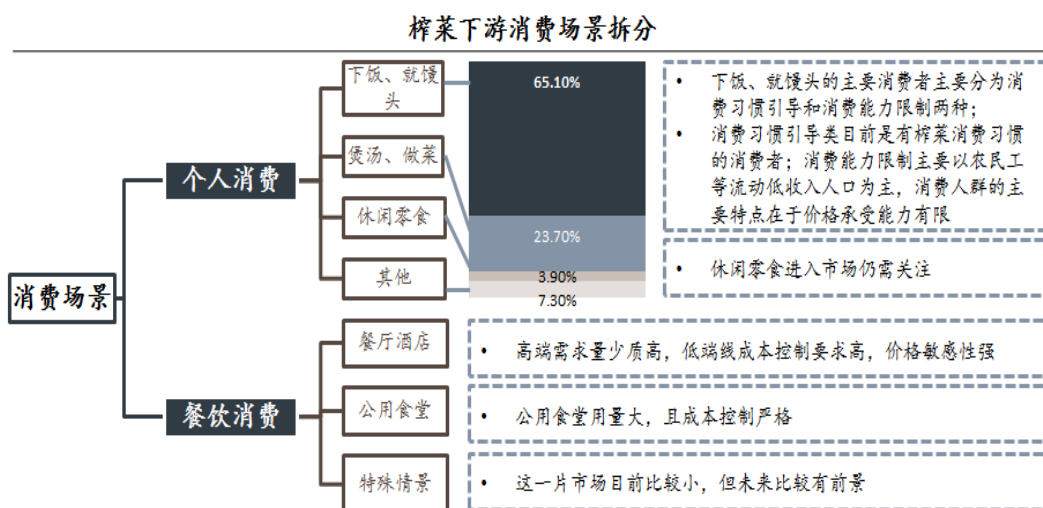
榨菜属于半干态非发酵性咸菜，与法国酸黄瓜、德国甜酸甘蓝并称世界三大名腌菜。榨菜富含锌、胡萝卜素等多种维生素以及谷氨酸、天门冬氨酸等 17 种氨基酸。李时珍称“榨菜性温，有宣肺化痰之功效，可以利膈顺气”，即榨菜能开胃健脾、辛气添精、增食助神，饮酒过多时食用少量榨菜，可以缓解酒醉的头晕等不适感，晕车晕船时咀嚼榨菜也可缓解，因此也有“天然晕海宁”之称。

图表 9：榨菜营养成分一览

榨菜主要营养成分（每 10 克）			
营养素	单位	含量	主要功能
硫胺素	毫克	0.03	保护神经系统，增进食欲
烟酸	毫克	0.5	促进消化系统健康
蛋白质	克	2.1	促进新陈代谢
磷	毫克	41	维持人体生理反应
钙	毫克	155	维持骨骼和牙齿
硒	毫克	1.93	提高人体免疫力
镁	毫克	54	维持人体生理机能
铁	毫克	3.9	维持人体造血功能
维生素	克	2.1	促进人体新陈代谢
胡萝卜素	毫克	0.49	维持眼睛和皮肤健康
核黄素	毫克	0.06	促进发育和细胞再生

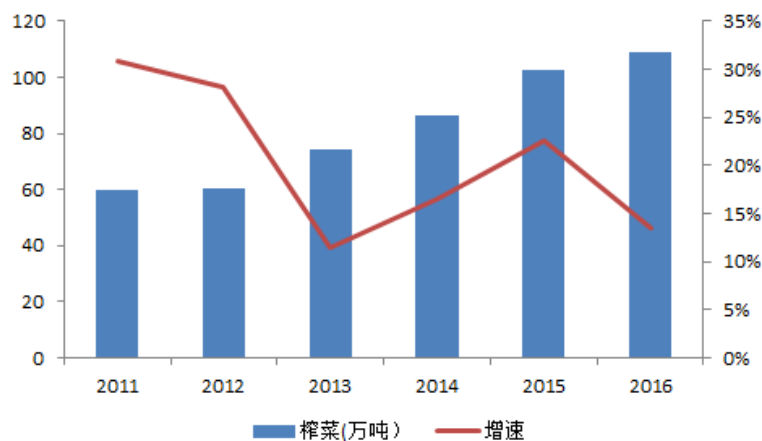
资料来源：百度百科，东方证券研究所

榨菜消费场景不断拓展，其销售规模不断得以扩大。榨菜可分为个人消费和餐饮消费，在个人消费中，榨菜最基本的消费场景是下饭和就馒头吃等，前些年农民工南下广州打工，在华南地区带动了榨菜的消费热潮；还有部分是中国饮食的消费习惯。近些年来，榨菜的消费场景得以不断拓宽，从下饭菜向做菜、煲汤等新的领域拓展；随着榨菜口味的创新和改良，目前榨菜也在向休闲食品领域发展。榨菜可拓展的空间较广，未来其规模也有较大增长空间。

图表 10：榨菜下游消费场景


资料来源：网络资料，东方证券研究所

重庆涪陵地区榨菜产量仍然保持较快的增速。根据重庆涪陵统计年鉴，规模以上企业榨菜产量仍然保持着较快的增长。2016 年，规模以上企业榨菜产量达到 109 万吨，增速达到 13.4%。根据涪陵榨菜 11 万吨的产量，占涪陵地区榨菜产量的比例超过 10%。对于此数据我们有以下两个看法：1) 榨菜围绕原材料青菜头形成产业集聚，主要分布在重庆、浙江等地，重庆占全国青菜头产量的比例超过 50%，涪陵地区青菜头产量占重庆地区约 60%，因此涪陵地区榨菜产量数据具有一定代表性。但也存在涪陵地区榨菜销量抢占其他地区的情况，从而导致全国增速没有该地区的快。2) 该数据为规模以上企业的榨菜产量数据，不包括小企业数据，可能存在大企业抢占小企业市场，从而导致大企业增速快于行业增速。

图表 11：重庆涪陵地区榨菜产量仍保持较快的增速


资料来源：重庆统计年鉴，东方证券研究所

2.2 榨菜从散装向包装产品发展，龙头市占率提升

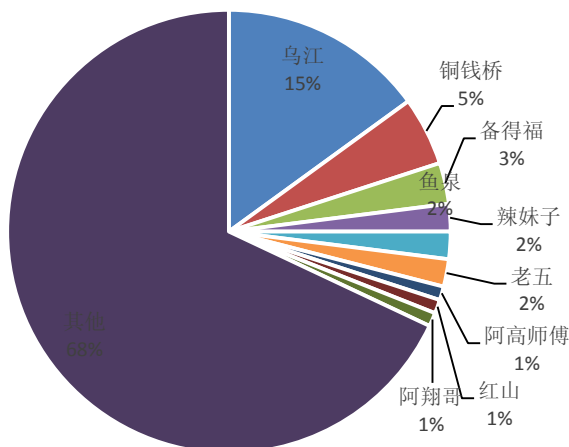
随着消费者对健康的重视，食品安全意识的提高，榨菜的消费将逐步从散装向包装产品发展。腌制产品由于其操作方法的简单，制作原料易得以及对制作工具要求低等特点，手工小作坊一直无法杜绝。但手工小作坊在材料质量、菌种控制以及消毒等各方面均不能有效控制。随着消费者收入水平提高，消费升级，对品牌和品质重视度的提高，将迫使不规范的小企业退出；随着食品安全监管制度趋严，传统手工坊产品大多无法满足监管要求，未来将逐步被取缔。未来小包装替代散装将成为行业大趋势，目前从销售量来看，小包装榨菜和散装榨菜的比例约为 1.5:1，未来该比例将进一步提高。

另外，随着商超、便利店、电商等新的消费渠道的发展，散装榨菜因卫生标准和品牌因素，难以进入商超等大规模流通，从而逐步退出市场，小包装榨菜的销售受益。

榨菜行业市场集中度低，涪陵榨菜优势明显。榨菜行业 CR4 仅 25%，集中度较低，但整体市场格局确定，行业龙头优势明显，以 2015 年行业数据，涪陵榨菜作为行业龙头，全市场占比 15%，远高于其他竞品。排名后面几个企业分别为铜钱桥、备得福、玉泉、辣妹子等，其中铜钱桥为浙江宁波企业，年销售规模约为 3 亿多元，主要销售区域为北方市场；备得福为浙江余姚市企业，主要销售小包装榨菜、泡菜，重点销售区域也为北方市场；鱼泉榨菜位于重庆市万州区，主要销售“鱼泉”牌榨菜、萝卜、竹笋、魔芋、雪菜等产品，销售市场以成都、北京为主；辣妹子位于重庆涪陵区，销售市场以南京、九江、柳州等为主。目前，仅涪陵榨菜实现了全国销售，渠道网络广泛，行业话语权和定价权较高。

榨菜行业处于整合过程中，集中度将逐步提升。以涪陵地区榨菜加工企业数量来看，2010 至 2015 年，榨菜加工企业从 61 家缩减至 39 家，方便形榨菜生产企业从 43 家缩减至 33 家。从过去几年看，涪陵榨菜的市占率是逐步提升的，伴随着中小企业及手工作坊的退出市场，行业市场集中度将进一步提高，行业龙头将收益。

图表 12：榨菜市场分散，龙头地位确定



资料来源：产业信息网，东方证券研究所整理

图表 13：涪陵地区榨菜行业处于整合进程

	2010 年	2015 年
榨菜加工企业	61 家	39 家
方便形榨菜	43 家	33 家

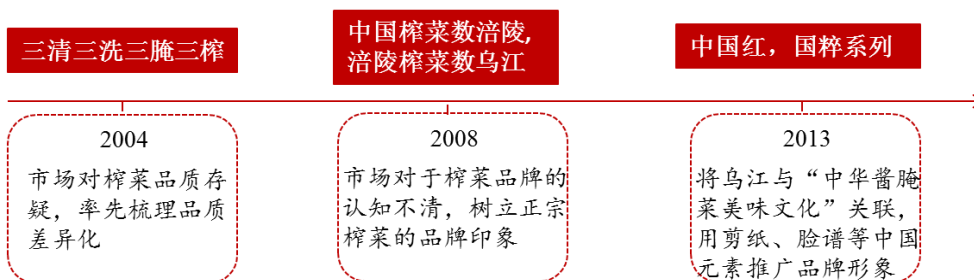
资料来源：产业信息网，东方证券研究所整理

三、公司品牌和渠道优势明显，新品打开市场

3.1 强大的品牌+渠道实力，打造榨菜龙头

公司品牌理念顺势而为，逐步打造正宗榨菜的品牌形象。2004 年，市场对于腌制品普遍存在的卫生安全问题心存疑虑，涪陵榨菜适时提出“三洗三榨”的制作工艺，树立了品牌质量差异化。2008 年，借助涪陵榨菜的区域名声，提出“正宗榨菜属涪陵，涪陵榨菜属乌江”的口号，正宗榨菜的品牌形象深入人心。2013 年，将品牌推广重点放在“中华酱腌菜美味文化”，采用中国红、剪纸以及脸谱等中国传统文化的代表元素进行品牌推广。目前，涪陵乌江榨菜的品牌深入人心，具有强大的品牌效应。2016 年，根据中国品牌价值 500 强委员会发布的“第十届中国品牌价值 500 强榜单”中乌江榨菜排列第 347 名，品牌价值高达 100.98 亿元。

图表 14：公司品牌打造



资料来源：公司资料，东方证券研究所

图表 15：乌江榨菜的脸谱包装深入人心



资料来源：淘宝，东方证券研究所

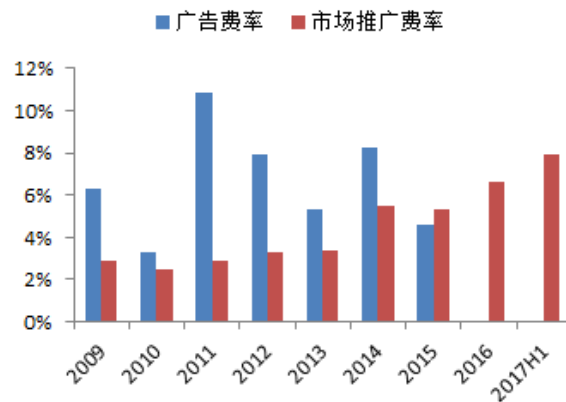
营销前期重点在广告投入树立品牌形象，后期以体验式营销进一步推广产品销售。“乌江榨菜吃饭就是香”这句广告词一度深入人心，公司请张铁林代言榨菜产品，并在央视进行广告宣传，树立了公司的品牌领导地位。随着品牌实力的确立，公司营销从线上走向线下。2016 年涪陵榨菜以重点产品为核心，ABC 类商超为主要战场，开办消费者试吃活动及大商超品牌宣传活动，快速扩大市场份额，打击竞争对手。拆分公司销售费用可以看出 2014 年以前公司在广告部分投入占比最高，但市场推广费 2011 年起逐步提升，2015 年超过广告投入，2016 年和 2017H1 公司的市场推广费更是一枝独秀。

图表 16：公司销售费用率维持在较高水平



资料来源：Wind，东方证券研究所

图表 17：前期重广告投入，后期重市场推广



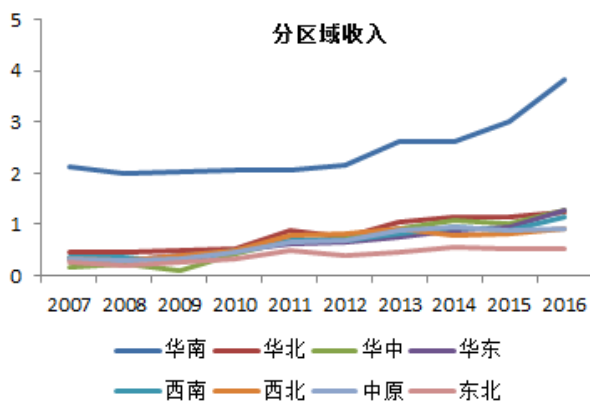
资料来源：Wind，东方证券研究所

线下销售网络覆盖广，渠道层次化，市场渗透深入。经过前几年持续的渠道下沉，目前公司在全国设有 8 个销售大区、35 个办事处，销售网络覆盖了全国 34 个省市自治区，264 个地级市市场，产品遍布沃尔玛、家乐福等全国各大知名连锁超市和各级农贸市场，小到城乡便利店等零售终端。渠

道覆盖的广度和深度方面，公司在榨菜领域处于绝对领先地位。目前公司的一级经销商达到 1000 多家。未来，公司将进一步进行渠道下沉和深耕，进行市场渗透。

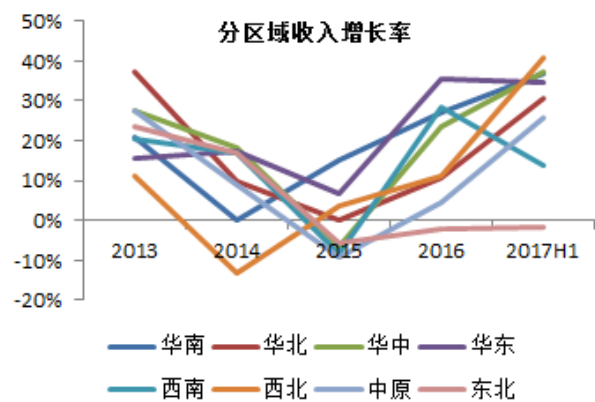
分区域来看，华南地区仍是公司最大的收入来源，占公司收入的比例由之前的接近 50% 下降到目前的 30% 多，这主要因为其他几个区域销售的快速增长。早些年随着务工人员向华南地区的流入，带来了当地榨菜消费的热潮；随着务工人员的返乡，并没有导致华南地区榨菜消费的快速下降，相反公司产品在华南地区仍实现了稳健增长，近两年保持了较快的增长，我们认为可能因为务工人员带动了当地消费者对榨菜的消费。其他几个区域，除了在东北地区销售较弱，这个可能与浙江榨菜在东北地区具有较大影响力相关，公司在其他几个区域销售规模相差不多。

图表 18：公司分区域收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

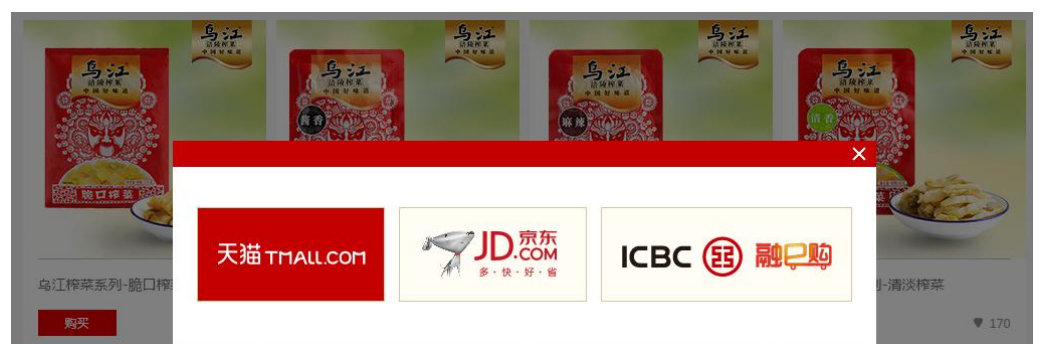
图表 19：公司分区域收入增长情况



资料来源：Wind，东方证券研究所

拥抱电商巨头，线上销售远超同类竞争者。涪陵榨菜独立建立线上销售网络，并与天猫、京东等电商巨头合作，在京东，天猫榨菜种类销售前十名中，涪陵榨菜分别占据了 7 个，8 个名额，类比同类竞争者，线上销售规模遥遥领先。未来公司积极深耕渠道，开发空白市场，构建线上外卖平台、连锁餐饮、航空、监狱、学校、医院、交通口岸、旅游景点、批发、农贸、终端小店的立体销售网络。

图表 20：涪陵榨菜线上销售平台



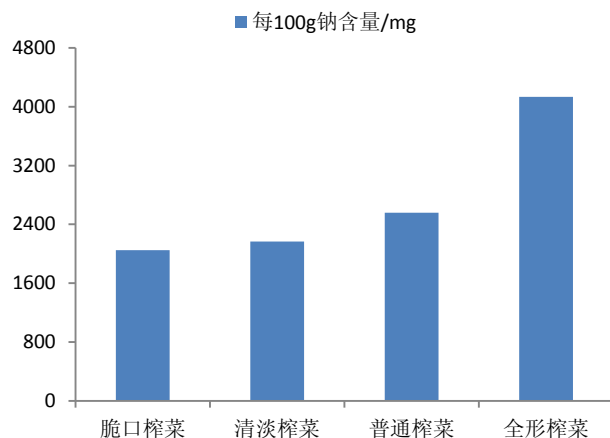
资料来源：公司官网，东方证券研究所

3.2 脆口系列顺应消费升级，放量增长

消费者健康理念由加法做减法，低盐饮食习惯盛行。过去由于食材保存技术有限，采用腌制方法最大程度延长食材的保质期，腌制食品也成为一种饮食习惯。随着食品保鲜技术以及培植技术的日渐成熟，人们不需要通过腌制保存食材。同时高盐饮食对身体造成一定影响，如加重高血压等心脑血管疾病，对肾脏造成一定的负担。随着人们生活水平的提高，自我健康管理意识加强，健康理念由做加法到做减法，低盐饮食习惯逐渐风行。

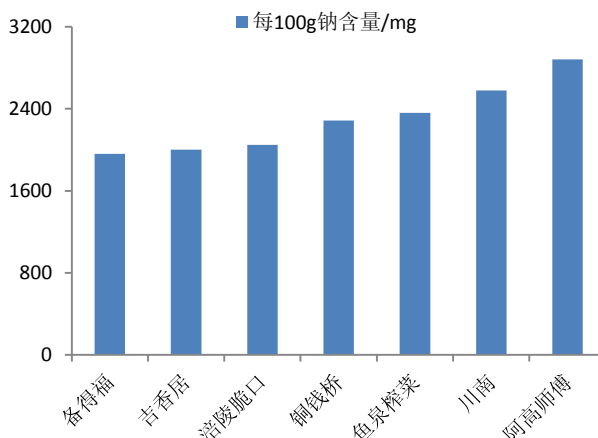
涪陵榨菜脆口系列开启低盐化榨菜市场。公司 2006 年推出脆口系列，脆口系列有两大特点：1. 脆口榨菜主要选用青菜头的菜芯部位，口感脆嫩，组织紧密，相对于其他同类榨菜丝，纤维感弱，口味微甜；2. 盐度含量仅普通榨菜的 80%，不及全形榨菜的 50%。但由于推出时相对同类价格较高，不适应当时市场消费能力，脆口系列市场初期未打开。近年来，消费升级下消费者开始追求高品质产品，同时在普通榨菜涨价趋势下脆口系列的性价比优势更明显，脆口榨菜销售开始放量上涨，近两年三年实现了爆发式增长，是带动公司销售增长的主要因素。

图表 21：脆口榨菜盐分含量同系列产品中最低



资料来源：产品说明书，东方证券研究所

图表 22：脆口榨菜盐分含量低于市面同类产品



资料来源：产品说明书，东方证券研究所

低盐榨菜符合健康饮食结构需求，持续受益消费升级。榨菜虽然有丰富的营养，但受限于腌制品的高盐度特点，不适宜孕妇、高血压患者食用，且食用量不宜过多，在受众面以及消费量上均受到限制。涪陵脆口系列处于低盐含量榨菜系列，适应了消费升级的大潮流，同时在产品的口感和质量上精益求精。

低盐榨菜拓宽了消费场景，尝试寻求榨菜消费市场新增长点。脆口榨菜等低盐产品推出是公司产品从佐餐到休闲零食领域的尝试，公司 25g 脆口榨菜生产线年内建成，年内推出脆口系列小包装将有望推动其消费场景多样化。

流程创新解决低盐度下的产品防腐问题，不添加防腐剂，解决消费者长期食用疑虑。酱腌菜本身依靠高盐高辣达到食材的长期保质，低盐度产品的推广为产品保质带来一些问题。2006 年之前，涪陵榨菜主要依靠添加防腐剂保证产品的保质期以及脆嫩的口感，但长期食用防腐剂不利健康，且防

防腐剂本身导致榨菜口味变酸，影响了榨菜销售的进一步推广。目前，在产品的防腐保鲜上，涪陵榨菜摆脱防腐剂保质的束缚，主要通过三个流程环节：

1. **纯净水清洗青菜头，避免原材料自带菌种影响产品质量。**涪陵榨菜自建一套水过滤系统，包括石英砂过滤，活性炭工序在内的十道过滤系统，大大减少榨菜前期处理过程中的细菌污染，使榨菜的细菌含量比用自来水加工的减少 5 到 6 倍。
2. **85 度巴士消毒，杀菌同时保持榨菜脆嫩爽口的质感。**巴氏杀菌要求的中心温度是 85 度到 90 度，但温度过高会使产品口感绵软，85 度 15 分钟杀菌是涪陵榨菜多次实验结果，在杀菌的同时最大程度的保留了产品脆嫩的口感。
3. **充氮包装，做好保质的最后一条防线。**目前，公司脆口生产线是国内唯一的一条充氮气保鲜酱腌菜生产线，产品品质鲜脆爽口，品质更好。

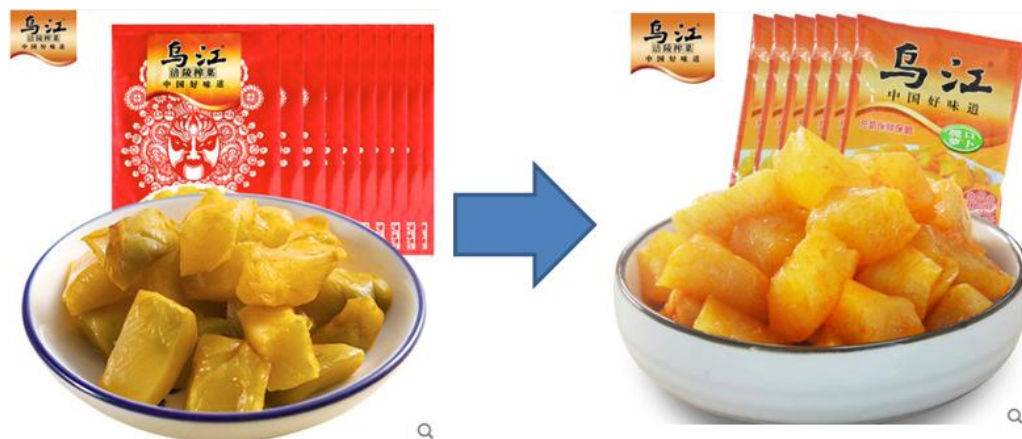
脆口榨菜新产能投产，缓解产品供不应求的状况。公司在 2002 年引进了脆口系列第一条生产线，并于 16 年新增了第二条脆口生产线，今年公司投产了第三条生产线，今年新增 25g 小包装产品生产线，产能约 3000 吨/年。之前，由于脆口系列的爆发式增长，产能不足一直制约公司产品的销售，随着产能的逐步投产，将极大缓解供不应求的状况，有利于后续产品的快速增长。

3.3 小乌江到大乌江战略，其他佐餐开胃菜销售逐步步入正轨

为了贯彻实施小乌江到大乌江的战略，公司积极拓展榨菜外的其他佐餐开胃菜产品。2013 年公司开发了海带丝、萝卜干等新品，并于 2014 年起开始大力进行推广。由于当年预期乐观，渠道进货较多，使得 2014 年当年公司海带丝、萝卜干实现了快速增长；但由于很多产品作为存货仍在渠道库存中，影响了产品的销售，2015 年公司海带丝、萝卜干的销售受到较大的影响，经过 2 年的销售调整，目前公司海带丝、萝卜干的销售步入正轨。

脆口系列品类拓展，从脆口榨菜到脆口萝卜。公司最初推出了脆口榨菜，由于较好的口感、更健康的低盐、较高的性价比受到消费者的认可，实现爆发式增长。公司乘胜追击，于 2016 年初推出了脆口萝卜，也取得了较好的销售成绩，今年上半年实现了超 80% 的增长，带来了新的业务增长点。今年公司公告，拟投资 7.6 亿元在辽宁锦州滨海新区建设年产 5 万吨萝卜食品生产线项目，表明公司对萝卜产品未来前景的看好。

图表 23：公司脆口系列从脆口榨菜到脆口萝卜

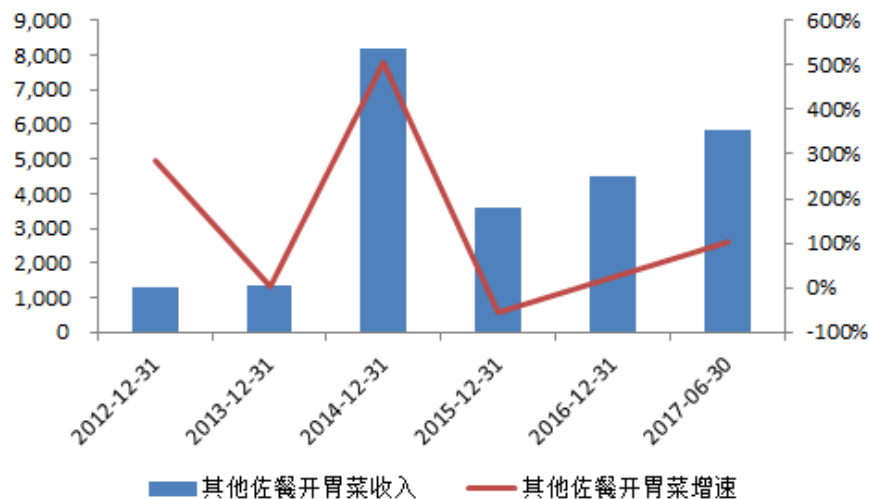


资料来源：淘宝，东方证券研究所

2016 年，公司其他佐餐开胃菜实现了 20%以上的增长；2017H1，公司其他佐餐开胃菜的销售收入同比实现了 102%的快速增长增长。

另外随着公司大乌江战略的推进，公司也将积极加大其他品类佐餐开胃菜的拓展，打造佐餐开胃菜领域的龙头企业。除了通过内生开发新品，我们预期公司不排除通过外延等方式拓展新产品，公司未来可预期的拓展空间较大。

图表 24：公司其他佐餐开胃菜销售情况（单位：万元）



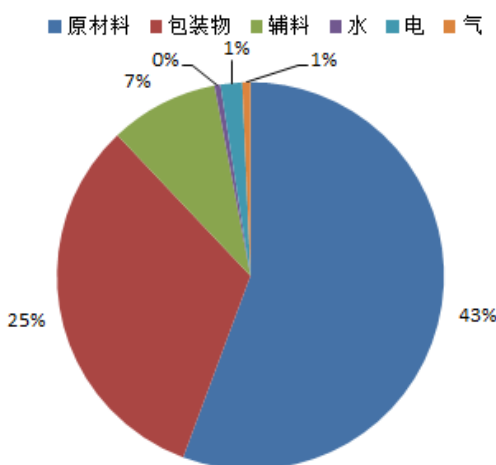
资料来源：WIND，东方证券研究所

四、公司转嫁成本能力强，提价有效对冲成本上涨

4.1 公司原材料成本波动较大，周期性波动明显

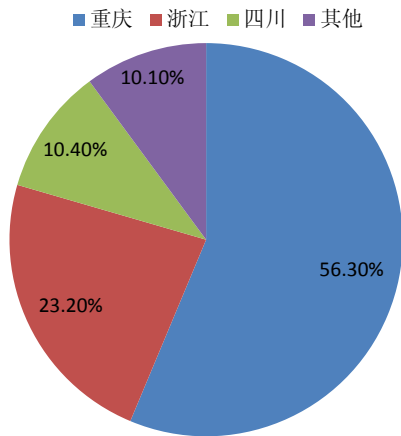
涪陵榨菜的成本主要包括青菜头和头盐、二盐、三盐等原材料，纸箱、纸袋以及铝袋等包装用品以及调料等辅料，其中原材料成本占比 40% 多，包装物成本占比 25% 左右。因此原材料、包装物等的价格波动，将对公司毛利率产生较大的影响。

图表 25：公司成本结构占比

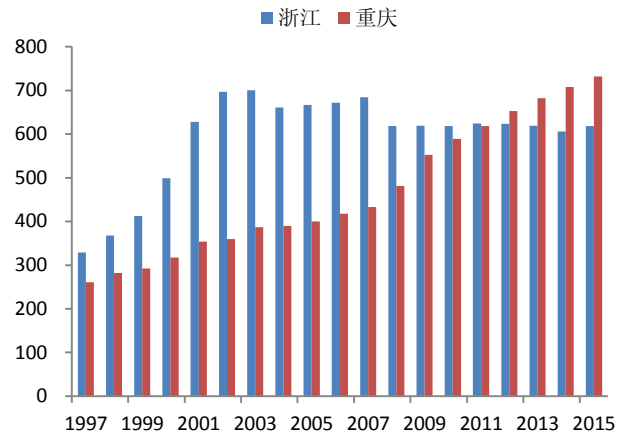


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

青菜头产地集中于重庆和浙江两地，重庆关键地位日益重要。青菜头产地主要集中在重庆和浙江地区，占全国总产量近 80%，其中重庆青菜头产量占超 50%。近年来由于工业和服务业的高速发展，浙江整体蔬菜种植面积处于持续缩减过程，而重庆受益于政府政策鼓励，农业发展迅速，整体蔬菜种植面积于 2012 年超过浙江全省，在青菜头种植上，重庆第一的关键地位不可动摇。

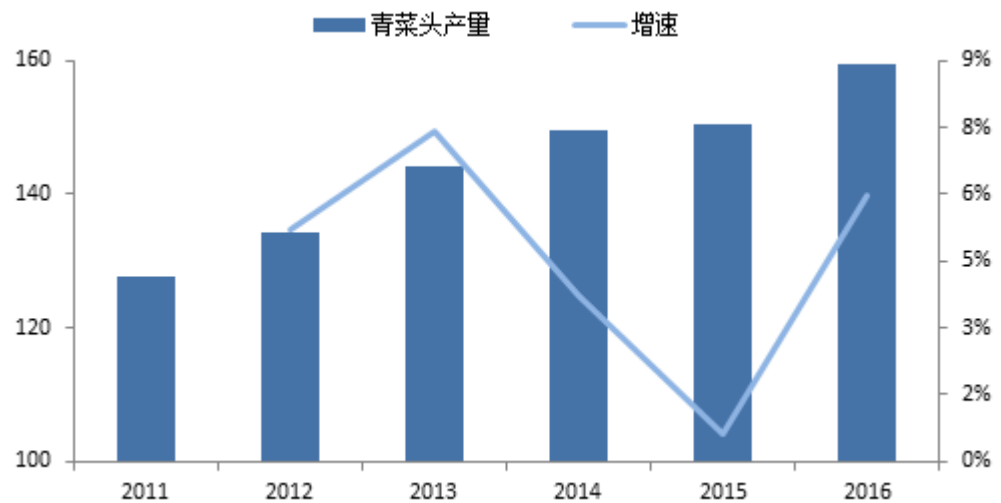
图表 26：重庆浙江青菜头产量占全国 80%


资料来源：Wind，东方证券研究所整理

图表 27：浙江重庆蔬菜种植面积（单位：千公顷）


资料来源：Wind，东方证券研究所整理

重庆青菜头供给端受政府支持，产量稳步上行。2016 年，重庆全市青菜头种植面积 160 万亩，产量达到 280 万吨，同比增长了 6.0%。按照重庆榨菜行业规划，2020 年重庆青菜头种植面积将达到 170 万亩，产量达 300 万吨。青菜头供给受到政府支持，除部分极端气候外，供给量稳步上升。

图表 28：重庆涪陵青菜头产量稳步上升（单位：万吨）


资料来源：重庆市年鉴，东方证券研究所

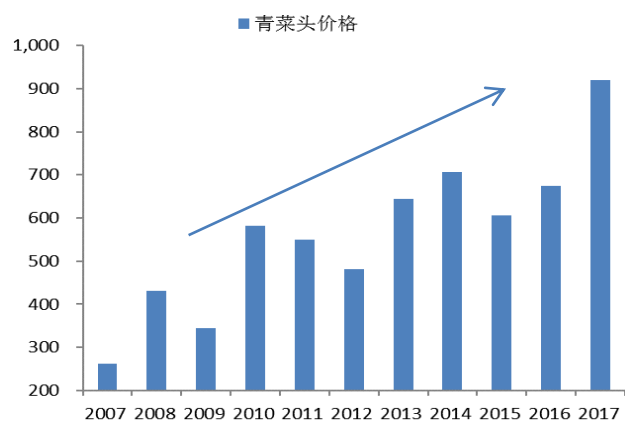
人力成本驱动青菜头种植成本上行，青菜头总体价格趋势上行。重庆市地处丘陵地带，田地多为梯田，不适宜机械化操作。同时为了延长青菜头的保存时间并提高青菜头的质量，采割时需注意不要损害根茎，因此青菜头的种植和采割均采用人工操作。根据涪陵区统计公报，2016 年在第一产业从业人员 17.68 万人，占全部从业人口的 23%，农业从业人口占比相对而言比较大。农村人均收入不断增长，城乡收入比下降，一方面农村人均收入增加提高了青菜头种植人力成本，另一方面青

菜头价格上涨缩小城乡收入比，确保足够劳动力从事种植活动。因此，成本端驱动青菜头价格处于上行趋势。

今年青菜头价格剧烈波动主要来源于补库需求。青菜头喜冷凉湿润的气候环境，生长发育要求的气温在 7-21 摄氏度之间。加工用青菜头一般播种期在 9 月份，10 月份移栽，12 月份至次年 1 月份进入生长期，在次年 2 月份收获。2015 年产量受 2016 年初冰雹极端气候影响，青菜头产量增速下滑，全年产出 150 万吨，与 2014 年几乎维持不变。由于新鲜青菜头需 3、4 个月粗加工方可投入生产，涪陵榨菜每年初采购当年使用量以及第二年年初原料需求。2015 年全年青菜头减产导致企业库存不足，涪陵榨菜原料存货 2016 年首次出现下滑，2017 年初部分商品出现短缺现象。根据涪陵榨菜 2017 年半年报，存货库存共 2.19 亿元，较期初上涨 67.57%，同比上涨 14%，补库需求突增，导致今年青菜头价格剧烈波动。**根据涪陵区榨菜办的报道，2017 年初涪陵区青菜头收购均价达到 920 元/吨，相比去年增加了 250 元/吨，价格上涨接近 40%。**

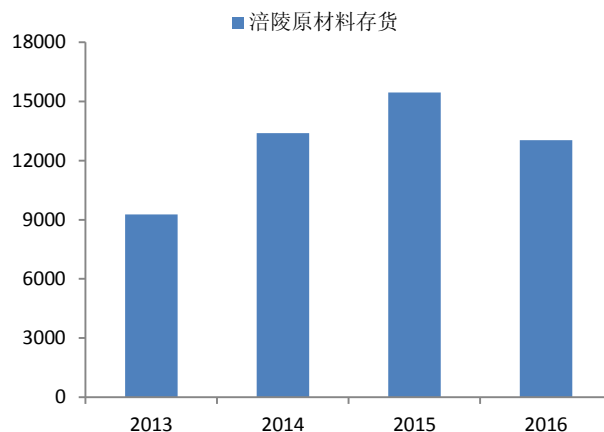
价格上行将导致今年种植数量增多，预计明年初收购价格大概率下降。农作物周期性大，价格上涨驱动，今年青菜头种植面积和产量将出现双增，明年初收购价格将大概率下降。

图表 29：涪陵区青菜头价格情况（单位：元/吨）



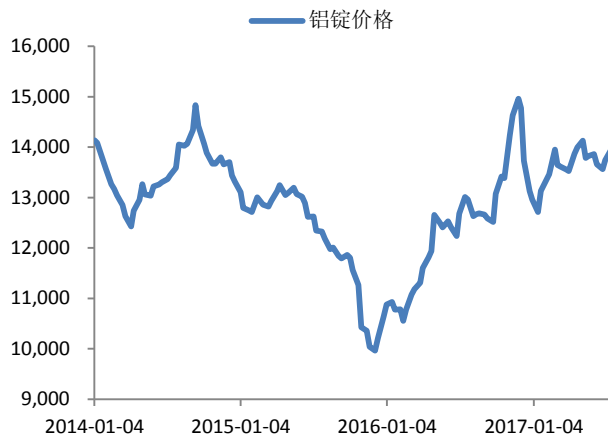
资料来源：涪陵区榨菜办，东方证券研究所

图表 30：涪陵榨菜 2016 年存货下降（单位：万元）

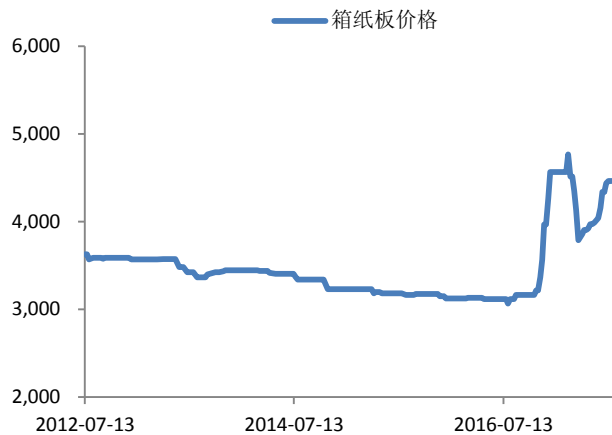


资料来源：公司年报，东方证券研究所

包装物价格受供给侧改革今年涨幅明显。2016 年由于有色行业供给侧改革，铝锭价格从 16 年年初开始上涨，最高涨幅近 50%。同时，包装用纸 2016 年 11 月也开始一轮涨价过程，最高涨幅超过 50%，之后 2 季度价格有所回落，目前价格又开始上涨。

图表 31：供给侧改革铝锭价格上扬（单位：元/吨）


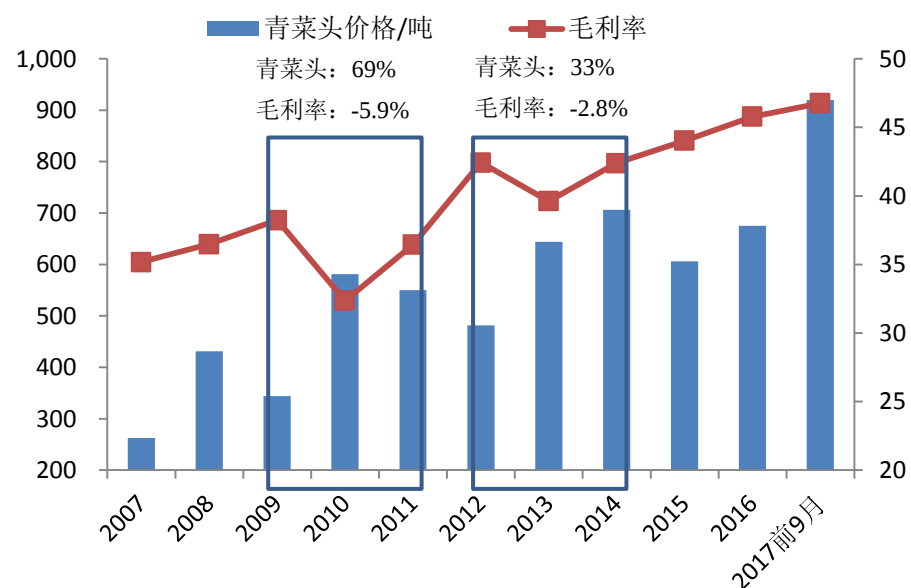
资料来源：Wind，东方证券研究所

图表 32：箱板纸价格 16 年底大幅上涨（单位：元/吨）


资料来源：Wind，东方证券研究所

4.2 公司转嫁成本能力强，提价基本覆盖原材料上扬

我们将涪陵榨菜的毛利率和涪陵区青菜头采购价格进行对比分析，发现两者具有较为明显的反向关系。比如 09 年、12 年青菜头价格较低，公司毛利率就有较大幅度的提升；10 年、13 年青菜头价格处于高位，公司毛利率就有较大幅度的下降。但总体来看，公司毛利率是持续向上的，也表明了公司较强的转嫁成本上涨的实力。

图表 33：提价对冲成本上升，毛利回升


资料来源：Wind，东方证券研究所

今年青菜头涨价，公司早在 2016 年 7 月就根据市场情况及产品供求情况，上调了 11 个单品价格 8%-12%；在 2017 年 2 月中旬，公司又将 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格上调 15%-17% 不等，主要是为了缓解上游原料以及包装物价格上涨带来的成本压力，上调价格部分产品占公司销售收入的 70%。上调价格后，公司目前部分榨菜价格已经站上 3-5 元的区间，跳出了一元榨菜的限制。

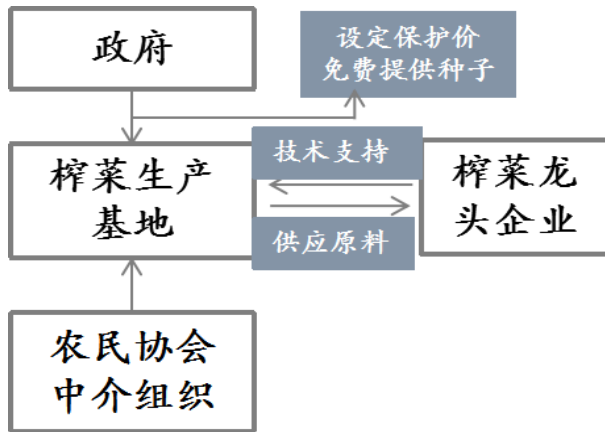
价格上涨基本可以覆盖成本端上行压力，从前三季度看毛利率维持稳定。此次成本端提价幅度对盈利影响量化测算，以包装物涨幅 30%，青菜头涨幅 30%，成本端总体上行在 28% 多，本轮提价幅度基本可以覆盖成本上行压力。前三季度公司毛利率为 46.31%，跟去年同期比下降 0.44pct，也表明公司涨价基本覆盖了成本上行的压力。

再从终端销售来看，前三季度公司收入同比增长 32.03%，仍维持了较快的增长，表明涨价并没有对公司的销售产生明显的影响。终端对本次提价没有表现出较强的价格敏感性，主要源于以下几个原因：1、榨菜的绝对价格水平较低。随着人们收入提升，消费能力增强，对小额价格浮动没有太大的敏感性；2、榨菜的消费粘性较强。榨菜消费者具有较强的消费习惯驱动力，偏好榨菜口味的消费者在榨菜涨价幅度的一定范围内很难找到适合的替代品。3、加上随着消费者品牌消费意识的提高，即使涪陵榨菜提价，消费者也愿意消费有品牌质量保障高的产品。

4.3 农户基地合作模式+原料贮藏池建设规避成本周期性波动

政府、公司与农户建立榨菜产业生态，有利于协调生产与原材料矛盾问题。涪陵地区在长期发展探索中建立起政府、企业及农户的产业链生态，企业与农户关系从单纯的原材料供应转化为相互依存的合作生产模式，企业为农户提供技术支持并指导种植规模和方法。公司作为地区龙头企业，在和农户的长期合作中建立的合作关系加强公司在原材料采购的优势，协调部分原材料供应与生产之间的矛盾。

图表 34：涪陵地区形成榨菜产业链生态



资料来源：招股说明书，东方证券研究所整理

图表 35：公司与农户合作模式

订单模式

确定供应数量，价格随市而定

专业村模式

围绕某特定的产品形成产业集聚

产业园区模式

促进榨菜现代化生产，形成产业链

资料来源：招股说明书，东方证券研究所整理

建设 20 万吨原料贮藏池，可供生产 10-13 万吨产品，有效对冲青菜头周期性上扬。公司为对冲青菜头成本的周期性上涨，着手建设原料贮藏池，目前总贮藏规模达 20 万吨，根据 1: 1.5-2 的原料转化率，可供 10-13 万吨产品生产，目前公司生产规模为 12 万吨左右，因此，目前原料贮藏池规模可有效规避青菜头周期性波动。

图表 36：涪陵榨菜建设原料窖池对冲成本周期性波动

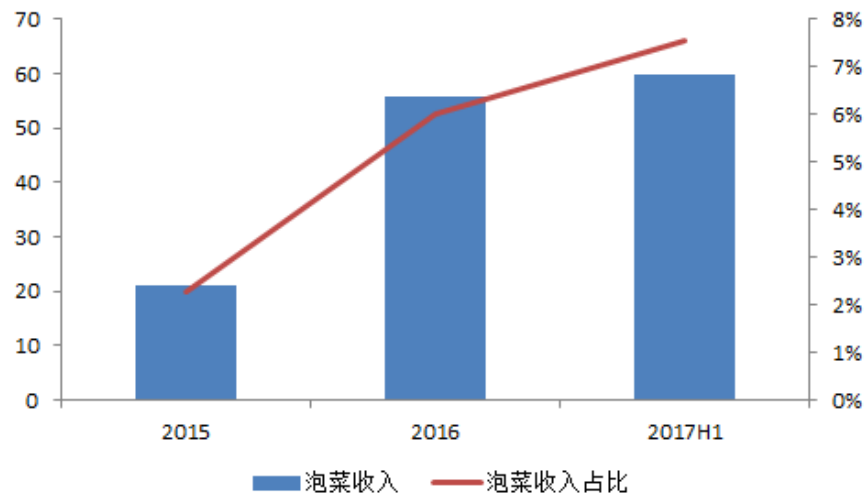


资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

五、泡菜业务高速增长，有望成为公司新增长点

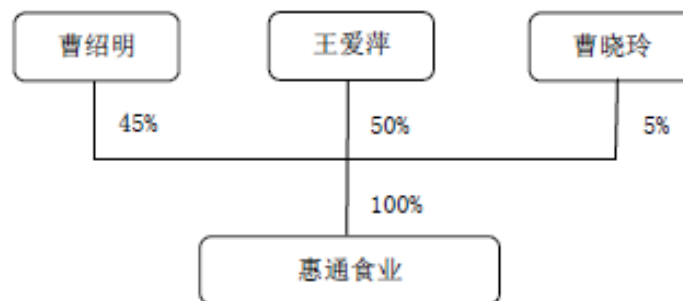
5.1 惠通简介

2015 年，涪陵榨菜收购惠通食业 100% 的股权，对价 12,920 万元。涪陵收购惠通，一方面拓宽公司产品种类，为后续增长寻求持续动力，另一方面迈出了公司整合国内酱腌菜市场第一步。2016 年公司泡菜销售额达 5581 万元；2017 年上半年泡菜实现收入 5982 万元，同比增长 80.69%；泡菜超越萝卜干等产品成为涪陵第二大产品，未来将成为涪陵的主要增长力之一。

图表 37：泡菜收入占比提升（单位：百万元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

惠通坐落在东坡故里—四川眉山，前身为眉山县家相乡酿酒厂，1993 年更名为四川省惠通食品公司，2000 年由集体企业改制为私营企业，并更名为四川省惠通食品有限公司，注册资金 1500 万。公司股权结构简单，共有三名股东，王爱萍、曹邵明、曹晓玲，分别持股 50%、45%、5%。

图表 38：惠通股权结构


资料来源：公司公告，东方证券研究所

惠通主营业务为泡菜、榨菜、辣酱等佐餐开胃菜和肉罐头等系列产品的研发、生产和销售。其中，以下饭菜为代表的泡菜类产品 2014 年销售额达 6097 万元，占公司总销售额的 82.16%，是公司的主打明星产品；其次为辣酱类产品，销售额达 782.96 万，占比超 10%；榨菜类产品和罐头类产品相对而言销售总量较小，分别占比为 3.02%、4.27%。

图表 39：并购前惠通主营业务构成

项目	2014		2013	
	销售金额	占比	销售金额	占比

泡菜类	6097	82.16%	4103.47	76.33%
榨菜类	224.18	3.02%	417.82	7.77%
辣酱等佐餐开胃菜	782.96	10.55%	519.7	9.67%
罐头类	316.4	4.26%	335.19	6.23%
合计	7420.54	100.00%	5376.18	100.00%

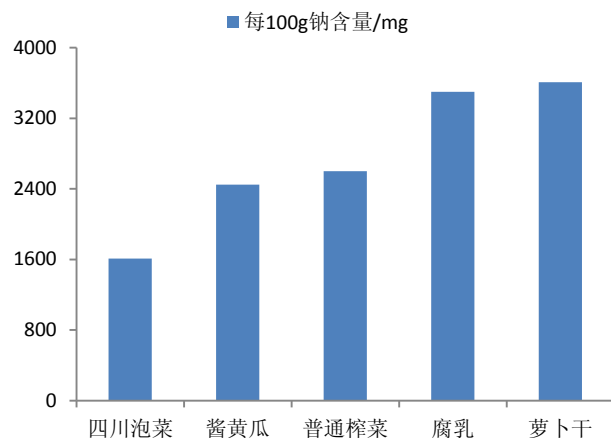
资料来源：公司公告，东方证券研究所

线下销售渠道方面，截止 2015 年 6 月 30 日，惠通已在北京、上海、广东、浙江等地区 160 个城市开发近 300 多家经销商，并初步完成一线城市的布局，开始向二线城市拓展。其次，惠通产品目前出口包括日本、澳大利亚、西亚、欧美等国家和地区，是国内首家获准出口日本的泡菜企业，产品质量过硬。线上销售渠道方面，惠通于 2014 年在天猫开设惠通食品专营店，脆豇豆等产品在天猫销售额遥遥领先。

5.2 泡菜行业稳健增长，四川企业优势明显

酱腌菜按照制作工艺不同，分为酱菜和腌菜，酱菜主要包括酱渍菜、酱油渍菜、糖渍菜、醋渍菜、糖醋渍菜、盐水泡菜、虾油渍菜、盐渍菜以及糟渍菜等九个品类，榨菜和泡菜分别属于酱油渍菜和盐水渍菜两种不同种类，制作工艺不同，口感口味也有较大差异，相较而言，四川泡菜盐分含量最低，是人们日常生活佐餐快捷美味之选。

图表 40：各品类开胃菜的含钠量比较



资料来源：百度百科，东方证券研究所

图表 41：泡菜食用方式多样，受众范围广



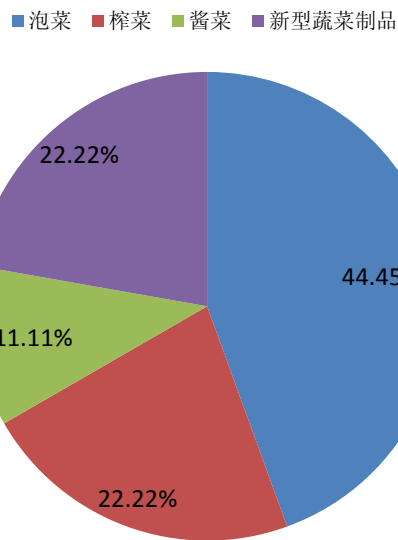
资料来源：百度百科，东方证券研究所

泡菜营养价值丰富，口味南北兼容，酱腌菜中市场份额最大。泡菜历史悠久，早在 1500 年前就有文字描述泡菜的制作方法。泡菜全程冷处理，经过乳酸菌等益生菌隔氧发酵，既保留了蔬菜本身的维生素营养，又富含对肠胃健康有益的益生菌，是酱腌菜中营养价值最高的品类。且泡菜口感酸甜，生津开胃，除日常佐餐外，也是特色川菜中不可或缺的辅料，市场受众面广。因此在各类酱腌菜中，泡菜市场最大，占酱腌菜销售规模 44.45%。

图表 42：每 100g 泡菜营养价值

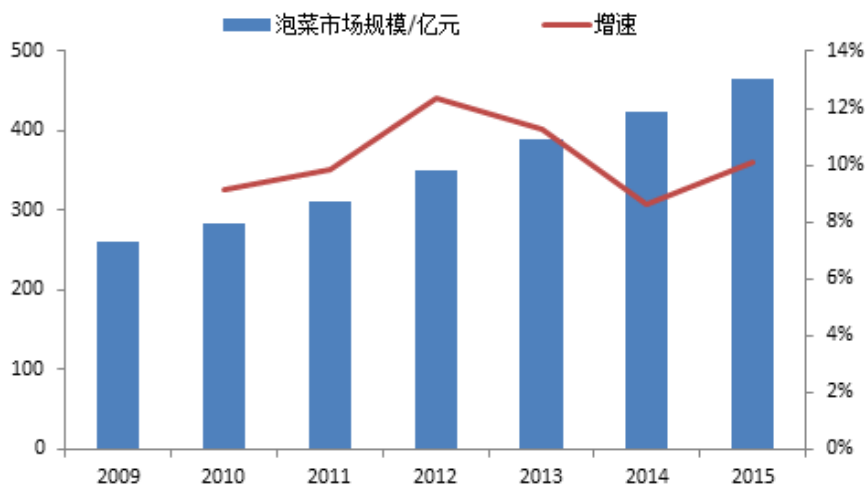
营养成分	含量	单位
热量	33	kcal
水分	88	g
蛋白质	20	g
脂肪	0.6	g
糖分	1.3	g
纤维质	1.2	g
碳酸	0.5	g
磷	28	mg
维生素 A	0.5	mg
维生素 B1	0.03	mg
维生素 B2	0.06	mg
烟酸	2.1	mg
维生素 C	21	mg

资料来源：百度百科，东方证券研究所

图表 43：泡菜市场份额占比酱腌菜中最大


资料来源：前瞻网，东方证券研究所

泡菜市场规模近 500 亿，复合增速 10%，四川占整体市场的 70%。韩国泡菜产业受益于其文化保护意识以及韩剧文化推广，在全球范围内受到认可，市场影响力和渗透率均不可小觑。我国泡菜市场化不足，文化宣传力度不强，市场影响力有限，但近年来，随着泡菜产业核心四川省在泡菜行业的大力扶植，其产业规模由 2009 年 260 亿增长到 2015 年 466 亿，复合增速 10.21%。根据四川省眉山市中国泡菜博览会统计，2015 年四川省泡菜产量 330 万吨，市场价值 270 亿元，产量占全国 70%；2016 年全省产量超 350 万吨，产值有望达 300 亿，产量同比增速 6%。

图表 44：泡菜市场稳健增长，2015 年规模接近 500 亿元


资料来源：产业信息，东方证券研究所

泡菜规模化生产不足，市场集中度小，市场整合龙头受益。泡菜与榨菜相似，进入门槛低，家庭化生产现象严重，中小企业多，市场竞争激烈，缺乏巨头引领市场。以眉山东坡泡菜为例，东坡泡菜作为一个产业集群，共有泡菜调味品生产企业 68 家，建成标准化生产线 121 条，其中规模以上企业 36 家，包括吉香居、味聚特、李记、惠通等，市场竞争激烈。四川眉山近年来一直致力于泡菜产业整合，取缔家庭化生产企业，培育本地泡菜大品牌，未来泡菜龙头将持续受益于市场整合。

5.3 打造重点产品和销售渠道共享，将加强公司泡菜销售

惠通产品去粗取精，专注高利产品系列，打造单项精品“下饭菜”。惠通泡菜在并购前拥有泡菜、辣酱以及罐头食品三大项上百个产品，其中泡菜类产品占 80% 左右，泡菜的主打明星产品即红油下饭菜。公司收购惠通泡菜以后，对公司产品重新梳理，淘汰低附加值、低销量产品，主力打造推广大单品“惠通瓶装下饭菜”，后者市场份额稳步扩大。同时，公司也重点推出了“乌江下饭菜”，定位中高端，区别于惠通下饭菜。

增资 1500 万，涪陵榨菜继续深耕泡菜行业，加速泡菜产品发力。4 月 15 日，涪陵榨菜向惠通增资 1500 万，惠通食业注册资本改增至 5000 万。目前惠通泡菜产品在发力推广阶段，对于资金、人力及物力需求较大，涪陵对惠通的增资体现了其对泡菜业务的重视，泡菜业务将成为下阶段的主力发展对象。

图表 45：公司主推的乌江下饭菜、惠通下饭菜

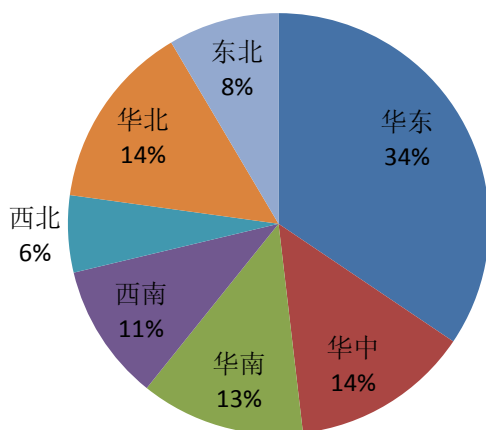


资料来源：淘宝，东方证券研究所

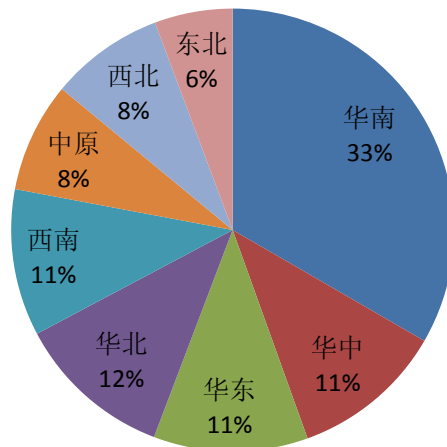
涪陵收购惠通后，在产品结构的梳理上不断努力，但出于经销商产品接受程度考虑，两者销售渠道一直没有进一步整合。今年，惠通的销售完全进入榨菜的销售渠道，惠通有望借助涪陵的销售布局，进一步扩大其泡菜市场：

1、销售区域的协同：涪陵榨菜销售华南占比 35%，华中 11%，华东 11%，全国共有 34 个销售总办，其中华南地区 9 个，华东地区 4 个，华中地区 5 个，占据全国销售总办的一半以上。根据 2015

年全国泡菜消费区域结构,华东,华中以及华南三区对泡菜消费最旺盛,占据全国总需求的 60.9%。因此涪陵榨菜本身在华东、华中和华南地区重点布局的销售渠道将有望协助惠通市场份额的提升。

图表 46：泡菜主要区域消费占比


资料来源：智研，东方证券研究所

图表 47：涪陵榨菜主要区域市场占比


资料来源：Wind，东方证券研究所

2、销售渠道的协同：涪陵榨菜在全国拥有 1000 多家一级经销商，一万多家二级经销商的巨大分级销售网络，以及贯穿沃尔玛、家乐福、大润发等商超、农贸市场和便利店的销售渠道，未来有望为惠通泡菜进一步扩大市场覆盖。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2017-2019 年盈利预测做如下假设：

- **收入预测：**榨菜是公司主要收入来源,我们预测公司榨菜 2017-2019 年单价增长分别为 10.5%、5%、5%，销量增长分别为 15%、12%、10%，因此公司榨菜收入增长率为 27.1%、17.6%、15.5%；其他佐餐开胃菜 2017-2019 年收入增长率分别为 88.6%、66.8%、45.3%；泡菜 2017-2019 年收入增长率分别为 80%、60%、50%。
- **毛利率：**今年原材料成本大幅上涨，公司提价基本覆盖成本上涨，18、19 年随着成本压力减少，我们预测公司毛利率提升。我们预测公司 2017-2019 年分别为 46.6%、48.2%、48.9%。
- **期间费用率：**我们预测公司销售费用率将略有下降，预测 2017-2019 年公司销售费用率分别为 14.6%、13.4%、12.7%；我们预测公司管理费用率将保持稳定，预测 2017-2019 年公司管理费用率分别为 3.1%、3.1%、3.1%。
- **所得税率：**我们预测公司 17-19 年的所得税率维持 15%。

图表 48：公司收入分类预测表

收入分类预测表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
---------	-------	-------	-------	-------	-------

榨菜

销售收入（百万元）	870.0	1,014.7	1,289.4	1,516.4	1,751.4
增长率	6.0%	16.6%	27.1%	17.6%	15.5%
毛利率	45.4%	46.5%	47.0%	49.0%	50.0%

其他佐餐开味菜

销售收入（百万元）	36.0	44.8	84.6	141.1	204.9
增长率	-56.0%	24.4%	88.6%	66.8%	45.3%
毛利率	27.4%	45.3%	46.0%	47.0%	48.0%

榨菜酱油

销售收入（百万元）	1.5	2.2	3.5	4.9	5.9
增长率	3.5%	48.3%	60.0%	40.0%	20.0%
毛利率	3.4%	2.4%	26.0%	26.0%	26.0%

泡菜

销售收入（百万元）	21.1	55.8	100.5	160.7	241.1
增长率		164.0%	80.0%	60.0%	50.0%
毛利率	21.8%	33.7%	42.0%	42.0%	42.0%

其他业务

销售收入（百万元）	2.0	3.3	3.0	3.0	3.0
增长率	-1.0%	65.3%	-8.8%	0.0%	0.0%
毛利率	14.1%	66.6%	66.7%	66.7%	66.7%

合计	930.7	1,120.8	1,480.9	1,826.0	2,206.3
增长率	2.7%	20.4%	32.1%	23.3%	20.8%
综合毛利率	44.0%	45.8%	46.6%	48.2%	48.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

6.2 投资建议

我们选取调味品行业 5 家公司作为可比公司，可比公司 2018 年 PE 为 33 倍。结合可比公司估值，我们给予公司 2018 年 33 倍 PE，对应目标价 21.12 元，首次给予买入评级。

图表 49：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
海天味业	603288	53.55	1.05	1.30	1.55	51	41	35
中炬高新	600872	24.61	0.45	0.63	0.81	54	39	30
千禾味业	603027	21.52	0.31	0.48	0.67	69	45	32
恒顺醋业	600305	12.92	0.28	0.38	0.42	46	34	31
加加食品	002650	6.47	0.13	0.16	0.19	50	41	35
平均值						54	40	33

资料来源：wind，东方证券研究所

七、风险提示

- **下游需求放缓的风险：**目前公司榨菜产品受益小包装代替散装、集中度提高等收入实现较快增长，如果下游需求放缓，可能影响公司的收入增速。
- **重点产品增长低于预期的风险：**目前公司的脆口榨菜、脆口萝卜、下饭菜等产品增速较快，对公司收入快速增长具有较大的带动作用。如果这些重点产品增速放缓，可能会影响公司的收入增长。
- **成本继续大幅上涨的风险：**今年青菜头价格上涨 30%-40%，纸箱价格上涨 30%以上，公司通过提价得以大概覆盖成本上涨。如果明年成本继续大幅上涨，公司无法及时提价，可能会对公司盈利产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	259	271	631	852	1,187	营业收入	931	1,121	1,481	1,826	2,206
应收账款	3	1	2	2	3	营业成本	521	608	791	946	1,127
预付账款	10	7	10	12	15	营业税金及附加	12	19	25	31	38
存货	175	172	224	268	320	营业费用	189	178	216	245	280
其他	262	543	508	510	512	管理费用	46	52	46	57	68
流动资产合计	709	995	1,375	1,645	2,036	财务费用	(7)	(4)	(2)	(4)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	1
固定资产	718	740	752	839	1,084	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	44	10	30	168	134	投资净收益	5	8	22	8	8
无形资产	130	127	124	122	119	其他	0	0	0	0	0
其他	60	61	41	41	41	营业利润	175	276	427	559	705
非流动资产合计	951	938	947	1,170	1,378	营业外收入	13	35	40	40	40
资产总计	1,660	1,932	2,322	2,815	3,414	营业外支出	3	5	18	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	185	306	449	595	741
应付账款	58	69	89	107	127	所得税	27	49	67	89	111
其他	132	219	267	312	363	净利润	157	257	381	506	630
流动负债合计	191	288	356	419	490	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	157	257	381	506	630
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.20	0.33	0.48	0.64	0.80
其他	94	78	71	71	71	主要财务比率					
非流动负债合计	94	78	71	71	71		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	285	366	426	490	561	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	2.7%	20.4%	32.1%	23.3%	20.8%
股本	329	526	789	789	789	营业利润	21.6%	57.4%	54.8%	31.0%	26.1%
资本公积	482	284	21	21	21	归属于母公司净利润	19.2%	63.5%	48.3%	32.6%	24.5%
留存收益	564	756	1,085	1,514	2,043	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	44.0%	45.8%	46.6%	48.2%	48.9%
股东权益合计	1,375	1,566	1,895	2,325	2,854	净利率	16.9%	23.0%	25.8%	27.7%	28.6%
负债和股东权益	1,660	1,932	2,322	2,815	3,414	ROE	12.5%	17.5%	22.0%	24.0%	24.3%
现金流量表						ROIC	11.3%	15.5%	20.8%	22.4%	23.0%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	157	257	381	506	630	资产负债率	17.2%	18.9%	18.4%	17.4%	16.4%
折旧摊销	58	53	51	57	71	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(7)	(4)	(2)	(4)	(5)	流动比率	3.72	3.46	3.87	3.93	4.16
投资损失	(5)	(8)	(22)	(8)	(8)	速动比率	2.80	2.86	3.24	3.29	3.50
营运资金变动	(104)	(173)	47	14	14	营运能力					
其它	146	278	13	0	1	应收账款周转率	294.5	547.0	903.6	876.6	868.6
经营活动现金流	245	403	467	566	703	存货周转率	3.3	3.5	4.0	3.8	3.8
资本支出	(295)	(36)	(80)	(280)	(280)	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
长期投资	(2)	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	32	(286)	23	8	8	每股收益	0.20	0.33	0.48	0.64	0.80
投资活动现金流	(265)	(322)	(57)	(272)	(272)	每股经营现金流	0.31	0.51	0.59	0.72	0.89
债权融资	4	(4)	0	0	0	每股净资产	1.74	1.99	2.40	2.95	3.62
股权融资	98	0	0	0	0	估值比率					
其他	(205)	(65)	(50)	(73)	(96)	市盈率	87.9	53.8	36.3	27.3	22.0
筹资活动现金流	(103)	(69)	(50)	(73)	(96)	市净率	10.1	8.8	7.3	5.9	4.8
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	59.6	41.5	28.4	22.0	17.5
现金净增加额	(124)	12	360	222	335	EV/EBIT	80.4	49.6	31.7	24.3	19.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

