

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 增持

坛开榨香绕涪城，凿渠耕道始丰年

报告摘要:

腌菜行业仍处量价齐升阶段，涪陵集中度仍可提升。中国腌菜行业处于放量提价的快速发展期，仍有近 10 倍增长空间。在人均消费量方面，通过对非榨菜品类的生产现代化，取代小作坊和家庭腌制，提高至美国与韩国的平均水平，可提升至目前的 5 倍。而在吨价方面，当达到三国中最低值时，可提升至目前 1.8 倍。具体到榨菜行业，行业规模数据并不统一，本文认为榨菜行业出厂总规模为 80 亿元，涪陵市占率为 25%，仍然有市场集中度提升的空间。

榨菜行业内竞争对手相比，涪陵榨菜具备三大护城河。按高低依次为：生产、品牌以及渠道护城河。生产方面，青菜头集中收获、低值易腐的特点带来了榨菜行业的天然壁垒。而涪陵独占青菜头最大产地，强大的现金流和窖池储藏能力可以平抑原材料价格波动。品牌方面，公司通过广告和包装的变化，成功在消费者心中树立了榨菜行业高端的龙头品牌形象，有利于公司提价的实施。渠道方面，公司继续加大渠道下沉力度，销售人员数量将达 700 人，计划覆盖 1500 个县，经销商规模达 1800 人，在同业中遥遥领先。

量价拆分公司营收，探寻历史规律。价增方面以提价为主，产品结构升级为辅。提价仍然以成本提升为主要动因，当提价幅度高于成本变动 3pct 以上时，提价策略容易失败。量增方面，产能释放阶段将有效驱动销售，带来量增。渠道下沉当年可带来一定增幅，但大量贡献营收有 2-3 年的滞后期。

推荐逻辑：公司 2020 年将释放大量产能，主观上有推动销售增长的动力。2019 年已经做好了渠道下沉的一系列工作，静待未来放量。渠道能力优化后，公司品类拓展也将更为顺畅。公司强大的生产及品牌力能够有效稳定乃至提升公司利润水平。

盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 为 0.85、1.01、1.2 元，对应 PE 为 30、25、21 倍，公司业绩触底回暖，上调至“买入”评级。

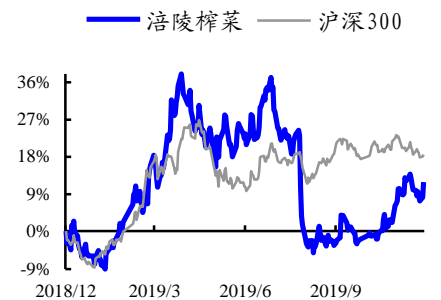
风险提示：销售不及预期

股票数据

2019/12/3

6 个月目标价 (元)	28
收盘价 (元)	25.46
12 个月股价区间 (元)	20.50 ~ 32.04
总市值 (百万元)	20,097
总股本 (百万股)	789
A 股 (百万股)	789
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	11

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	10%	16%	16%
相对收益	12%	16%	-2%

相关报告

《涪陵榨菜 (002507): 销售调整显示阶段性成果，营收增速略有回暖》-20191029

《涪陵榨菜 (002507): 营收增长迟缓，公司积极寻求销售突破》-20190731

《涪陵榨菜 (002507): 毛利显著增厚，业绩维持高增长》-20190323

《涪陵榨菜 (002507): 毛利提升增厚利润，新品类放量助推业绩增长》-20190227

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,520	1,914	2,000	2,381	2,811
(+/-)%	35.64%	25.92%	4.46%	19.08%	18.05%
归属母公司净利润	414	662	671	800	946
(+/-)%	61.00%	59.78%	1.45%	19.16%	18.21%
每股收益 (元)	0.52	0.84	0.85	1.01	1.20
市盈率	0.00	25.77	29.94	25.12	21.25
市净率	0.00	6.90	6.40	5.10	4.11
净资产收益率 (%)	21.48%	26.78%	21.36%	20.29%	19.34%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	789	789	789	789	789

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

研究助理: 马雪薇

执业证书编号: S0550118060011
(021)20363239 maxw@nesc.cn

目 录

1. 行业量价齐升，涪陵仍有可为	5
1.1. 蔬菜腌制品的分类及定义.....	5
1.2. 中国腌菜吨价、人均消费最低，但量价增速较快.....	5
1.3. 涪陵市占率约 25%，集中度仍有提升空间	8
2. 涪陵榨菜的护城河：生产>品牌>渠道	10
2.1. 生产护城河.....	10
2.1.1. 青菜头收割期短、价格低、难运输	10
2.1.2. 涪陵榨菜区位优势强	11
2.1.3. 公司强大现金流保证集中优选采购	12
2.1.4. 窖池储藏能力平抑价格波动.....	13
2.1.5. 现代化生产效率高于同业	14
2.2. 品牌护城河.....	15
2.3. 渠道护城河.....	16
2.3.1. 渠道架构变化.....	16
2.3.2. 渠道发展历史及下沉进度	17
3. 量价角度抽丝剥茧，分析营收波动	18
3.1. 价变.....	19
3.1.1. 历史提价梳理.....	19
3.1.2. 提价动因及提价结果	20
3.2. 量变	22
3.2.1. 产能推动.....	22
3.2.2. 渠道下沉及销售	22
4. 品类拓展有望实现突破	23
4.1. 历史上萝卜、海带丝等新品拓展缓慢.....	23
4.2. 市场竞争及品牌宣传局限导致品类拓展不畅.....	24
4.3. 海外企业对于品类拓展的启示.....	25
5. 公司未来营收及利润预判	27
5.1. 地区拓展及渠道下沉.....	27
5.2. 品类拓展.....	28
5.3. 利润变化.....	28

图目录

图 1: 蔬菜腌制品分类	5
图 2: 各国腌菜行业零售总额 (百万美元)	6
图 3: 各国腌菜零售吨价 (千美元/吨)	6
图 4: 各国腌菜行业人均消费量 (克/人)	7
图 5: 各国腌菜行业零售额增速	7
图 6: 2012 年中国主要腌菜品牌市占率	9
图 7: 2018 年中国主要腌菜品牌市占率	9
图 8: 2012 年韩国主要腌菜品牌市占率	10
图 9: 2018 年韩国主要腌菜品牌市占率	10
图 10: 青菜头种植流程	11
图 11: 涪陵青菜头种植面积及产量	11
图 12: 全国各地青菜头产量	11
图 13: 2018 年涪陵区青菜头收购情况	12
图 14: 2018 年公司营业成本构成	13
图 15: 涪陵区青菜头平均吨价变化	13
图 16: 成品加工全智能化	14
图 17: 公司生产人员变化	15
图 18: 同行业生产人员占比	15
图 19: 涪陵榨菜新广告	15
图 20: 涪陵榨菜包装变化	16
图 21: 涪陵榨菜销售体系	17
图 22: 涪陵榨菜量价拆分	18
图 23: 公司业绩波动动因总结	19
图 24: 公司产品吨价变化情况 (元/吨)	19
图 25: 公司产品吨价变化情况 (元/吨)	20
图 26: 公司营收增速及青菜头市场价增速变动	21
图 27: 涪陵榨菜销售人员人均工资 (万元/年)	23
图 28: 各公司销售人均工资对比 (万元/年)	23
图 29: 涪陵榨菜广告费	23
图 30: 涪陵榨菜市场推广费	23
图 31: 公司主营构成	24
图 32: 其他佐餐开胃菜收入及同比增速	24
图 33: 泡菜产品收入及同比增速	24
图 34: 乌江榨菜马拉松广告	25
图 35: Pickles 主营业务收入及同比增速	26
图 36: Pickles 开发及销售体系	26
图 37: 宗家府产品拓展	27
图 38: Pickles 产品拓展	27

表目录

表 1: 各国量价增速拆分对比.....	7
表 2: 2010 年全国不同规模榨菜企业生产数据.....	8
表 3: 2012 年全国不同规模榨菜企业生产数据.....	8
表 4: 2018 年全国主要榨菜企业营收数据.....	9
表 5: 涪陵榨菜销售网络.....	17
表 6: 2018 年中国大陆各地区下沉进度及销售金额.....	18
表 7: 近八年主要产品提价情况.....	19
表 8: 涪陵榨菜价变因素拆分.....	21
表 9: 涪陵榨菜价变与吨成本对比.....	21
表 10: 涪陵榨菜产能变化 (万吨).....	22
表 11: 2018 年国外公司对比 (百万元).....	26
表 12: 人均消费金额.....	28
表 13: 公司品类拓展的收并购计划.....	28
表 14: 2019H 重大项目在建.....	28

1. 行业量价齐升，涪陵仍有可为

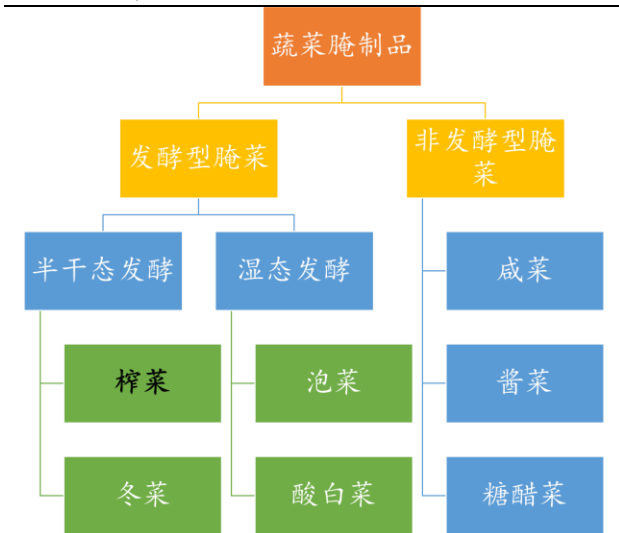
1.1. 蔬菜腌制品的分类及定义

榨菜起源于中国重庆涪陵地区，自 1898 年诞生并推向市场以来，其以特色鲜明的独特风味驰名中外。涪陵榨菜与欧洲酸黄瓜、德国甜酸甘蓝并誉为世界三大名腌菜，“乌江牌”涪陵榨菜是中国榨菜的代表性品牌。

从定义上看，蔬菜腌制品分为发酵型腌菜和非发酵型腌菜两大类。发酵型腌菜腌渍时食盐用量较低，在腌制过程中有显著的乳酸发酵现象，利用发酵产物乳酸、食盐和香辛料等的综合作用，来保藏蔬菜并增进其风味。发酵型腌菜根据腌渍方法和产品状态，可分为半干态发酵和湿态发酵两类：半干态发酵腌渍品先将菜体经风干或人工脱去部分水分，然后进行盐腌，自然发酵后熟而成，如榨菜、冬菜；湿态发酵腌制品用低浓度的食盐溶液浸泡蔬菜或用清水发酵白菜而成的一种带酸味的蔬菜腌制品，如泡菜、酸白菜。而非发酵型腌菜采用高盐腌制，使乳酸发酵完全受到抑制或只能轻微地进行，利用高浓度的食盐、糖及其他调味品防腐保藏和增进风味。非发酵性腌制品包括咸菜、酱菜和糖醋菜。

传统榨菜以高盐腌制，只能定义为咸菜。而在现代榨菜生产中，对发酵过程的科学控制，减少了盐的使用量，保留了丰富的乳酸菌等益生菌，让榨菜具备“生津、开胃、健脾、益气”的功效，是兼具鲜香脆嫩、风味独特、营养保健特点的世界名腌菜。

图 1: 蔬菜腌制品分类



数据来源：东北证券，《榨菜产业经济学研究》

1.2. 中国腌菜吨价、人均消费最低，但量价增速较快

有关腌菜总量的行业数据较少，目前可考数据为《榨菜产业经济学》中对于 2010-2012 年全国榨菜企业的营收统计，以及欧睿统计的各国腌菜零售额。两个数据存在一定差异。《榨菜产业经济学》中认为 2012 年所有榨菜公司营业收入总和为 45 亿元，涪陵市占率为 15.5%，但欧睿数据认为 2012 年整个腌菜行业零售总额为 35 亿元，涪陵市占率为 26.3%。在腌菜定义广于榨菜、零售额高于营收的背景下，欧睿数据理应高于《榨菜产业经济学》数据。结合草根调研情况，本文认为《榨菜

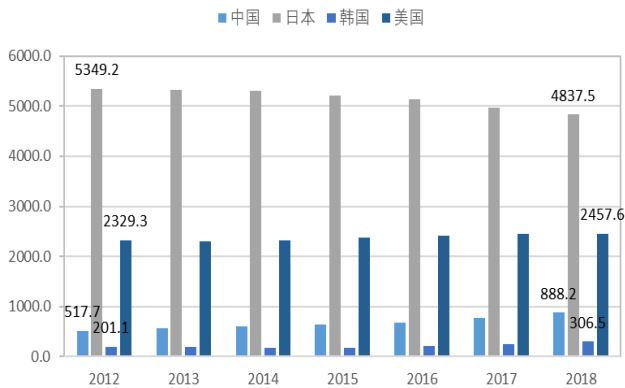
产业经济学》对于榨菜的营收表述更为准确，但是欧睿数据也具有趋势及国际对比分析的意义。

以下有关国际对比的论述均以欧睿数据为基础：

通过对比世界主要腌菜生产、消费的国家，可以发现自 2012 年以来，在零售端日本腌菜消费总额呈现总体小幅下降趋势，而中国、韩国与美国则呈现增长。日本作为腌菜生产消费大国，零售总额在 50 亿美元左右，约为美国的 2 倍，中国的 5 倍。中国作为盐渍蔬菜贮藏的发源地，人口众多，虽也有过千年的腌菜食用历史，但零售总额远不如日、韩、美等发达国家，18 年实现近 9 亿美元。

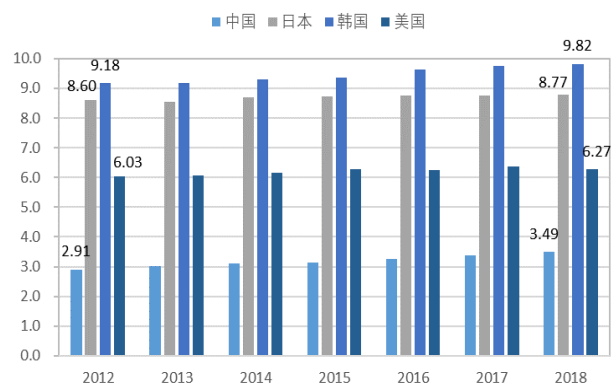
在零售价格方面，四国腌菜主要零售产品吨价自 12 年以来都基本稳定，总体呈上升趋势，其中中国价格增速领先，自 2012 年 2910 美元/吨增长 20% 至 2018 年 3490 元/吨。在价格差异上，日韩两国产品吨价在 9000 美元/吨左右，远高于美国（6270 元/吨）和中国。这是由于日韩腌菜原材料价格高，且多为乳酸发酵类产品，由于保质期较短的问题，需要特殊包装或冷链运输，导致吨价较高。同时，日韩腌菜产业已超越了简单发酵的制作阶段，开始标准化产业化生产和对“低盐、低糖、本味”等健康新泡菜的研究，在产品研发上有较大投入。中国头部企业虽已逐渐投入自动化生产设备推动生产效率和产品升级，但大部分企业还保留有传统的制作工艺，在产品品质推动方面存在短板。再考虑到中国仍为发展中国家，人均收入和消费能力与发达国家存在差距，也一定程度上造成了我国腌菜产品吨价的落后。

图 2：各国腌菜行业零售总额（百万美元）



数据来源：东北证券，欧睿

图 3：各国腌菜零售吨价（千美元/吨）



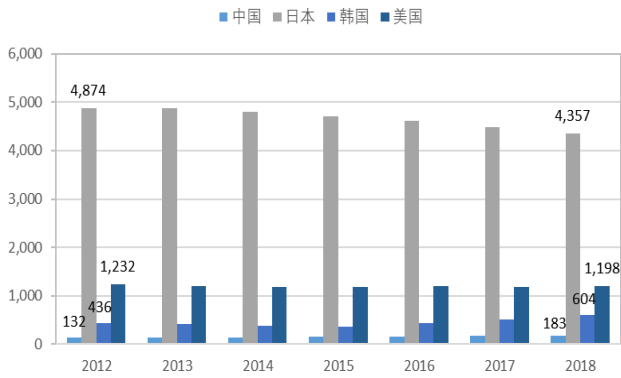
数据来源：东北证券，欧睿

中国是四个国家中唯一人均消费量呈现逐年上升态势的国家，但其人均消费量仍显著低于日美韩三国，18 年仅为 183g/人。日本的人均腌菜消费量显著高于其他三国，18 年高达 4357g/人，为中国的 23.9 倍，这是由于腌菜在日本饮食中占据十分重要的位置，甚至在正式宴席上其都作为开胃前菜出现。美国和韩国也分别达到了 1198g/人、604g/人，分别为中国的 6.6 倍、3.3 倍。

日韩两国由于国土面积有限，蔬菜种植受到限制，对腌菜的使用有着悠久的历史和文化积淀，腌菜几乎成为每餐桌上的必备品。欧美主食多为汉堡、肉肠等高油高脂食品，也常搭配酸黄瓜、酸甜甘蓝等一起食用。中国虽然也有悠久的腌菜食用历史，但大多都局限于西部及北部等地区，在全国范围内，腌菜仍旧多作为佐餐小菜出现，

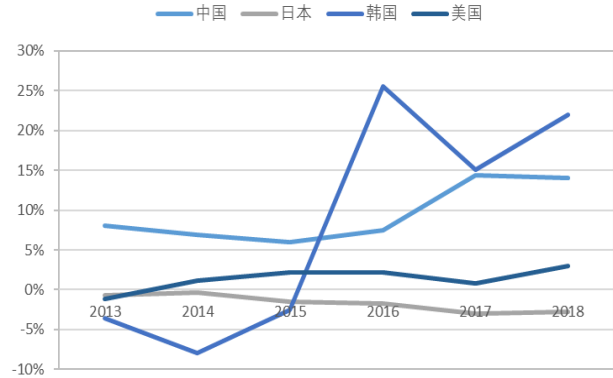
食用频率并不如其他国家高。同时，中国除榨菜外目前仍没有出现其他乳酸发酵类腌菜的全国性企业，更多为家庭及小作坊制作，也面临产业发展不成熟，零售端无法统计的问题。就产品本身而言，日美韩食用的多为乳酸发酵型腌菜，与中国榨菜相比较，其需要冷藏保存且保质期较短，浪费问题更加严重，也一定程度上增大了人均消费量。

图 4: 各国腌菜行业人均消费量 (克/人)



数据来源: 东北证券, 欧睿

图 5: 各国腌菜行业零售额增速



数据来源: 东北证券, 欧睿

中国虽然总零售额与其他发达国家有较大差距，但在行业增速方面，中国一直保持较高的水平，总销售额年均复合增长率 9.4%，位居四国之首。美国在短期下跌后恢复了年增速 2.0% 左右的稳定增长；韩国自连续下跌后在 16 年量价齐升，零售额出现了爆发式增长，并在近 3 年维持 15% 以上的高增长率；而日本零售总额则以 -2.0% 呈现逐年下跌的态势。

通过对各国零售额进行量价拆分的对比分析不难看出，中国腌菜行业近年来一直保持量价齐升的增长形式，量上一直保持 3.0% 以上的高速增长，并在近 2 年呈现出超 9.0% 的高速增长；价格则呈现三年一个周期的增长态势，年复合增速达到 3.1%。日本量增呈现连续负增长，自 13 年以来下跌近 10.6%。韩国市场量增表现为前负后正的总体上升趋势，且其在近 3 年出现年复合 18.3% 的超高速增长；美国在量上表现较为稳定，波动小，近年整体呈现小幅下降趋势。同时，日美韩三国价格也仅呈现微幅增长，低于当年 CPI 增长率。

表 1: 各国量价增速拆分对比

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
中国量增	4.09%	3.07%	3.93%	3.57%	9.65%	9.49%
中国价增	3.30%	3.19%	1.46%	3.19%	3.81%	3.60%
日本量增	0.00%	-1.67%	-1.89%	-1.79%	-3.05%	-2.67%
日本价增	-0.51%	1.49%	0.50%	0.22%	0.19%	0.15%
韩国量增	-4.09%	-9.58%	-3.62%	21.47%	13.17%	20.54%
韩国价增	0.14%	1.13%	0.62%	2.89%	1.20%	0.85%
美国量增	-2.62%	-0.81%	-0.58%	0.74%	-0.62%	1.17%
美国价增	0.76%	1.25%	1.93%	-0.16%	1.97%	-1.72%

数据来源: 东北证券, 欧睿

通过与世界主要腌菜生产、消费国家的对比推算，中国腌菜行业仍有近 10 倍的提升空间。在人均消费量方面，通过对非榨菜品类的生产现代化，取代小作坊和家庭腌制，提高至美国与韩国的平均水平，可提升至目前的 5 倍：其中中国华东、华南、华中、西北地区对标美国；中国西南、东北等有腌制品历史传统地区对标韩国。而在吨价方面，当达到美国水平（三国中最低值）时，可提升至目前 1.8 倍。目前来看，中国调味品行业还处于放量提价的快速发展期，腌菜行业具备较大的发展空间。

1.3. 涪陵市占率约 25%，集中度仍有提升空间

在 2010-2012 年间，中国全国榨菜企业营收由 40 亿元上升至 45 亿元，但是公司数量由 80 家减少至 74 家。《榨菜产业经济学》将榨菜企业按照资产总额划分为大、中、小型企业，其中，小型企业由 74 家下滑至 68 家，大中型企业数量维持稳定。3 年间，除涪陵榨菜外，其他大型企业和中型企业的营收和利润都出现了不同程度的下滑；尽管小型企业数量减少，但是小企业整体仍旧分别实现营收和利润 20.8% 和 53.8% 的总体增长。说明在榨菜行业集中度提升过程中，强势品牌会挤占中型弱势品牌的份额，但是无品牌、性价比较高的小型企业生存状况也较好。小品牌由于规模小，人均创收能力和创利能力高于大中型企业。考虑到大型企业初期拥有较多固定资产投入，随着产能不断建成投放，未来大型企业竞争优势更加明显，同时大型企业抵抗行业波动及风险的能力更强，未来小型企业会逐步退场，整个榨菜行业的集中度会不断提升。

表 2: 2010 年全国不同规模榨菜企业生产数据

	企业数量	从业人员	资产总额 (千元)	销售收入 (千元)	利润总额 (千元)
大型企业	3	1455	1377878	767500	66587
中型企业	3	1096	154213	468754	31358
小型企业	74	4009	357395	2763745	158977

数据来源：东北证券，《榨菜产业经济学研究》

表 3: 2012 年全国不同规模榨菜企业生产数据

	企业数量	从业人员	资产总额 (千元)	销售收入 (千元)	利润总额 (千元)
大型企业	3	1330	1300325	764421	66510
中型企业	3	1051	154013	396894	3399
小型企业	68	2880	347493	3338684	244495

数据来源：东北证券，《榨菜产业经济学研究》

涪陵榨菜的市占率有三种数据测算方法，本文认为涪陵榨菜的市占率为 25% 左右。

方法一：根据《榨菜产业经济学》数据测算，2010 年涪陵榨菜市占率为 13.6%，2012 年涪陵榨菜市占率为 15%。假设榨菜行业以每年 10% 的速度增长，2018 年榨菜行业总额为 79.7 亿元，涪陵榨菜市占率为 24%。

表 4: 2018 年全国主要榨菜企业营收数据

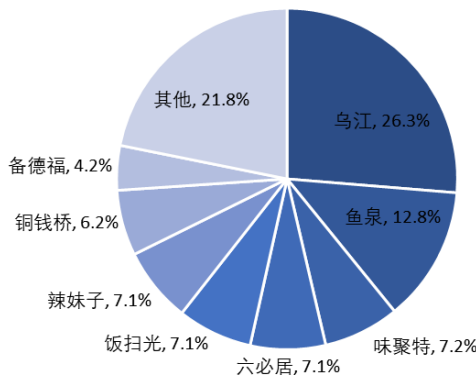
	营业收入 (亿元)	优势地区
涪陵榨菜	19.13	华南、华北、华东、华中
吉香居	7.2	华南、华东
鱼泉	5	北京、四川
川南、味聚特	4.5	
铜钱桥	1-2	东北、河北
备德福	1-2	东北

数据来源: 东北证券, 草根调研

方法二: 根据青菜头产量估测, 全国青菜头产量约为 460 万吨。假设 35% 的青菜头为鲜食, 65% (约 300 万吨) 经加工制成榨菜。涪陵集团成品销量约为 14 万吨, 对应青菜头用量约 42 万吨 (1: 3 的产出率), 则涪陵榨菜销量市占率约为 14% (存在各企业产出率不同的误差), 考虑到涪陵吨价较高等因素, 则总金额市占率应在 20-25%。

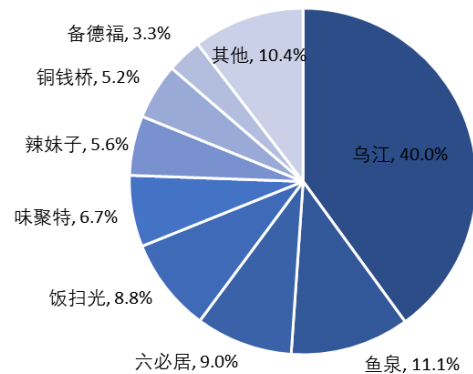
方法三: 根据欧睿数据, 乌江品牌稳坐腌菜行业第一的位置, 而中段品牌市场份额相当且竞争较为激烈。随着消费市场升级, 腌菜行业集中度在逐年稳步提升, 成规模企业均以生产榨菜为主营业务。其中乌江榨菜市场占有率逐年稳步提升, 自 2012 年的 26.3% 上升至 2018 年的 40.0%。

图 6: 2012 年中国主要腌菜品牌市占率



数据来源: 东北证券, 欧睿

图 7: 2018 年中国主要腌菜品牌市占率



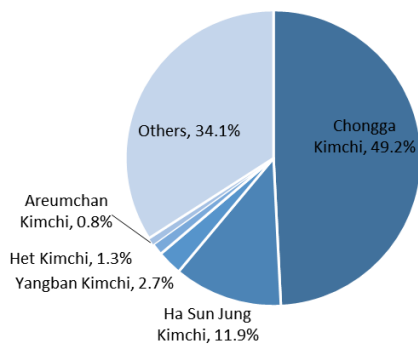
数据来源: 东北证券, 欧睿

不论以何种测算方式, 涪陵榨菜的市占率均在不断提升, 挤压了许多小品牌的生存空间。2012 年以来, 除规模公司外其他品牌的腌菜市占率总和下滑超过 10 个百分点, 促使腌菜市场的行业集中。同时, 调研显示, 乌江榨菜的渠道下沉仍然有提升空间, 在三四线城市以及县、乡等地区, 小品牌仍占有较大市场。另外, 在渠道上, 例如餐饮、新零售、电商, 涪陵榨菜的拓展空间也非常广阔。市场上的散装腌菜也具有很大体量, 包装产品可以逐步进行替代。

韩国腌菜主要品牌较为丰富且与中国市场格局类似, 均呈现出“数家并存, 一家独大”的局面。自 12 年至 18 年, 龙头品牌 Chongga Kimchi (宗家府) 市场占有率由

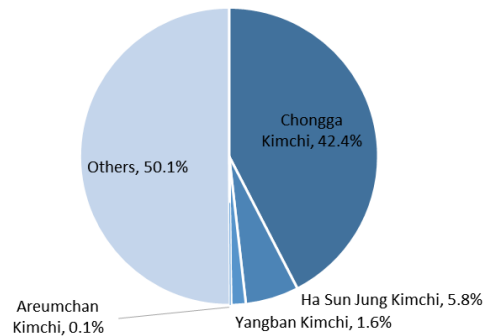
49.2%下滑至 42.4%，而其他主要品牌如 Ha Sun Jung Kimchi, Yanghan Kimchi 等均出现不同程度的市场份额下滑，考虑其背后原因为近年来韩国市场泡菜进口量显著增大。资料显示，中国泡菜由于价格实惠，大举进入韩国市场，占流通市场份额四成以上。值得注意的时，在这个过程中，部分小规模企业品牌由于受到挤压份额逐渐下滑并退出市场，如 Het Kimchi 等。对比中韩主要品牌市占率，我们发现在更为成熟的韩国市场，龙头公司占据了约半数的市场份额，即使在国内品牌受到进口冲击时，受到的影响比中小型品牌更小。虽然考虑到韩国地域面积有限，国内品牌有利于形成寡头垄断的局面，但也不难推测，未来乌江牌涪陵榨菜仍然具备较大的市场扩张空间，同时部分中小企业由于竞争力不强而退出市场，涪陵榨菜能够继续巩固自身的龙头优势。

图 8: 2012 年韩国主要腌菜品牌市占率



数据来源：东北证券，欧睿

图 9: 2018 年韩国主要腌菜品牌市占率



数据来源：东北证券，欧睿

2. 涪陵榨菜的护城河：生产>品牌>渠道

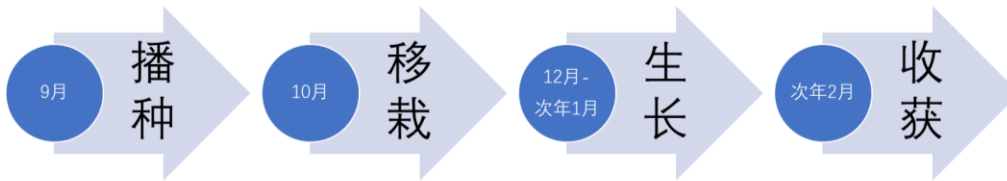
2.1. 生产护城河

2.1.1. 青菜头收割期短、价格低、难运输

制作榨菜的主要原材料为青菜头，植物学名茎瘤芥，是一种在特殊地理环境中经自然和人工选择出来的蔬菜作物。青菜头种植分为一年一季种植和一年两季种植。两季青菜头主要作为蔬菜食用，主要作为榨菜加工原料的是一年一季青菜头，一般在 9 月上中旬(白露)播种，10 月中下旬移栽，12 月至次年 1 月生长，次年 1 月底至 2 月(雨水前)收获。

青菜头植株最优收割期仅有约 20 天，需要集中采购。一般在立春时即开始采收，惊蛰后即抽薹开花结实。所有的青菜头需要在雨水前收砍完，否则过长时间的日照会促使植株抽薹开花。使用抽薹开花的青菜头做出的榨菜，会由于植物茎迅速伸长而导致口感不够鲜香嫩脆，同时也会在后期去筋处理等环节提高加工成本。所以青菜头采购价在雨水前后呈现显著差别，雨水前收购价可高于雨水后收购价约 13%。

图 10: 青菜头种植流程

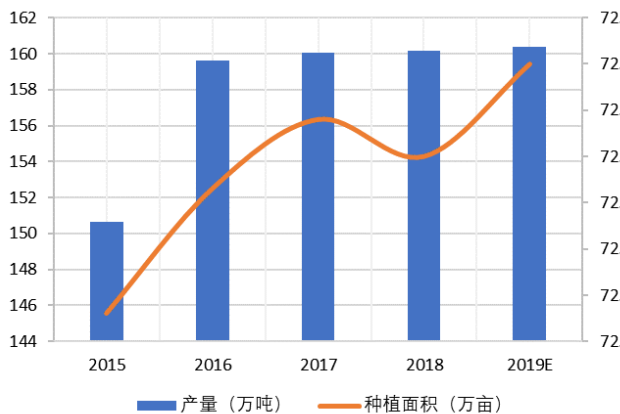


数据来源：东北证券，产业信息网

新鲜收获的青菜头原料具有价格低、难运输的特点，要求榨菜企业围绕产地生产。虽然近几年，青菜头原料吨价呈现总体上升的趋势，但最高也仅为 900 元/吨，价格较低。并且由于青菜头的瘤茎在田间生长的过程中容易感染病原微生物，采收后因含水量较高，伤口较多，植株呼吸作用旺盛，极易失水、衰老和感染病菌，有些品种甚至出现开裂和空心，从而导致变质腐烂。新鲜青菜头自然保鲜期仅 3-5 天，不利于贮藏和长途运输。只有经一定工艺预处理后，才可以长时间保存。青菜头低值易损且短期内集中上市，使得青菜头运输成本较高，榨菜企业必须围绕青菜头主要产地发展，否则在原材料收购和原料运输成本上都将产生明显劣势。

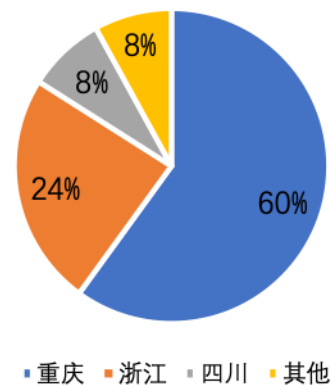
青菜头具有很强的区域性生长特点，很难全国化种植。榨菜原料青菜头受生态条件限制，其生长发育与气候、土壤、光照等环境息息相关。青菜头适宜冷凉湿润气候，不耐高温和霜冻；适宜在灰棕紫泥土、矿子黄泥土等土壤上种植，土壤酸碱度为 6-7.2；瘤茎生育过程所需日照为 378-409 小时；长江沿岸 200 公里是青菜头的最适宜生长地区。目前，青菜头产区主要集中在重庆、浙江、四川等地，其中重庆 2018 年青菜头产量占全国约 60%。

图 11: 涪陵青菜头种植面积及产量



数据来源：东北证券，涪陵区榨菜办

图 12: 全国各地青菜头产量



数据来源：东北证券，涪陵区榨菜办

2.1.2. 涪陵榨菜区位优势强

因为前述青菜头的特点，导致榨菜生产企业的产能布局必须以产地为导向，所以中国的榨菜企业基本上多见于重庆、四川及浙江地区，与青菜头产地相匹配。但是涪陵地区青菜头产量显著高于其他省份，并催生了乌江、鱼泉两大品牌，而浙江的榨

菜企业却日渐势微。

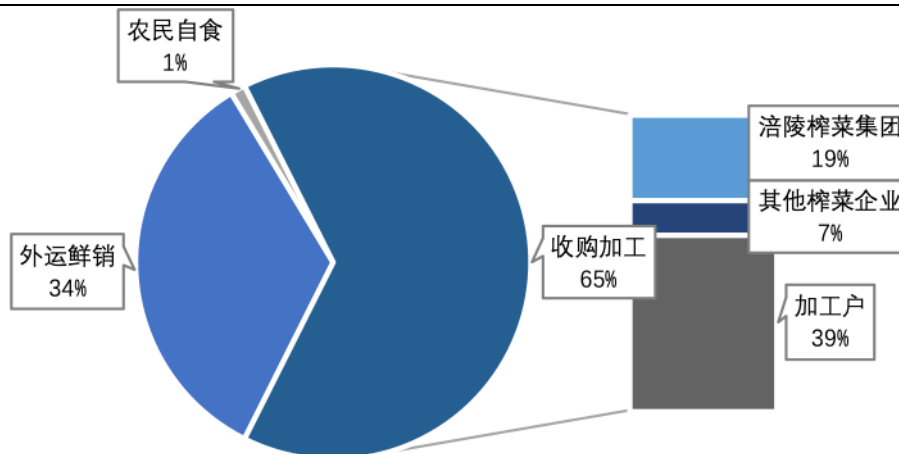
从经济角度讲，不同产业的选择导致了这一结果。浙江等地由于产业集群丰富，不同产业间会出现利益冲突。当榨菜产业的经济效益和经济规模弱于其他产业时，会限制青菜头的种植以及榨菜企业的发展。青菜头种植以及加工需要大量土地以及劳动力，中西部地区由于劳动力供给以及土地较为富余，能够支持榨菜产业的发展，甚至可以成为当地政府重要的财政收入来源，得到多方面的支持。重庆的涪陵区凭借其独特的优势成为国内规模最大、产量最集中的青菜头产区，并且形成了良好的产业体系。近几年，涪陵区青菜头总产量稳步上升，种植面积也呈总体上升趋势。2018年，其已经实现青菜头种植面积72.5万亩，总产量160.15万吨，预计2019年种植面积达到72.7万亩。尽管近年来，贵州等地也陆续出现青菜头的种植产业，但就其体量和产业链而言，短时间内都无法撼动涪陵区在该产业上的龙头地位。

涪陵榨菜集团布局在涪陵区，拥有充足优质的原材料供应以及配套产业保障，帮助公司在原材料层面构筑了极高的行业壁垒，其他地区企业很难进入榨菜生产领域。

2.1.3. 公司强大现金流保证集中优选采购

涪陵强大的现金流能保证原材料的集中采购，也帮助公司获得较强的上游议价能力。青菜头的集中收获带来的就是榨菜公司的集中采购。2018年，涪陵榨菜集团收购青菜头30万吨，总金额达2.4亿元。其他公司的营收及资金规模难以在短短一个月内支付庞大的资金。在青菜头价格飙升时，这个优势会更加明显。2018年，在涪陵区收购加工青菜头中，涪陵集团收购量占所有涪陵区榨菜企业收购量73%。

图 13: 2018 年涪陵区青菜头收购情况



数据来源：东北证券，涪陵区榨菜办

公司的上游能力不是体现在收购价格上，反而涪陵集团的青菜头收购价格有时高于其他企业及加工户。以2018年为例，涪陵集团收购价为800元/吨，而涪陵当地榨菜加工户收购价普遍为650-760元/吨，四川等地收购价仅为450-600元/吨。集团的高收购价引来农户竞相排队等候收购，可以大幅度提升原材料的采购质量，优选脆嫩的青菜头进行加工。脆嫩的青菜头在后期加工时可以大幅减少人工削皮去茎

的工序，便于公司的工业化流水线生产，提升公司效率。

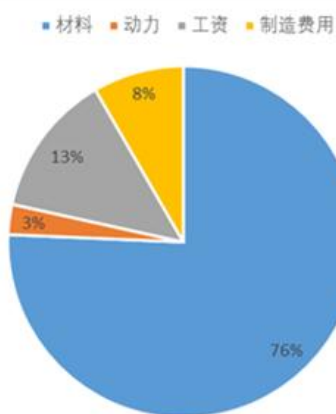
2.1.4. 窖池储藏能力平抑价格波动

青菜头价格由供需决定：供给方面，青菜头种植面积受上年价格影响较大，并且青菜头易受极端天气影响，若出现暴雪、冰雹、霜冻等极端天气，产量将显著下降；需求方面，由于榨菜下游需求每年保持 3-4% 的量增，青菜头需求量将保持稳定上升，并且青菜头因为可以经腌制，制成盐菜块进行囤货，有一定的炒作预期。近十年来，青菜头采购价格不断波动向上，2019 年相比 2009 年的采购价格翻了一番，盐菜块的采购价格波动更大，最高价可翻两番。

公司产品成本中原料成本占比最大，为了平抑原材料价格波动对公司利润的影响，近几年公司大力度扩建窖池容量水平，提高收储能力。窖池一方面可以锁定市场价格甚至平滑年度价格波动，另一方面也可以减少盐菜块（价格波动高于青菜头）的采购量，进一步降低原材料价格波动、提升产品质量。

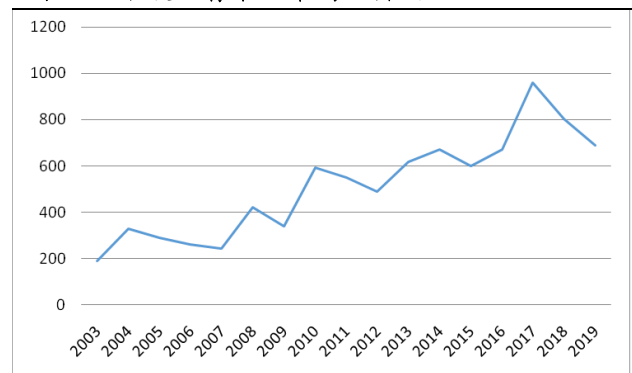
青菜头采购价格波动较为剧烈的是 2016-2018 年。2016 年 2 月份，由于受浙江等地客商来涪大量收购青菜头、四川及周边地区青菜头面积减少、全国各地受上年暖冬和年初极端气候造成青菜头减产等因素影响，加工户认为加工储存榨菜半成品将有利可图，收购加工青菜头储存信心倍增。由于预测准确，2016 年的加工户利润可观，助长了 2017 年的囤货热情，推动 2017 年青菜头价格进一步走高，达到 900 多元/吨。这一热情持续到 2018 年采购季初期，由于青菜头丰产预期强烈，2 月份后采购价格一路走低，2018 年青菜头加工户普遍亏损 300 元/吨。亏损导致 2019 年采购热情并不高，19 年平均采购价继续下跌至 690 元/吨。

图 14: 2018 年公司营业成本构成



数据来源：东北证券，Wind

图 15: 涪陵区青菜头平均吨价变化



数据来源：东北证券，涪陵区榨菜办

2010 年时，涪陵榨菜的窖池容量只有 10 万吨，在收获季无法一次性足额采购所需原材料，只能通过外协、租赁或后期向加工户采购粗加工产品（盐菜块）满足产量需求。近几年，材料价格不断上涨，而粗加工青菜头产品价格波动性更大，公司加大窖池扩容的建设，目前已经拥有垫江、华舞、华凤、江北、好味源等 20 余万吨的原料窖池，对比 2018 年 30 万吨的青菜头采购量以及 42 万吨的青菜头需求量，仍需要加快翻池或有小部分需要临时窖池进行收储+后期采购盐菜块进行补足。在

未来，新建的眉山4万立方米窖池建成后，原料收贮及调剂能力处于行业绝对领先地位，进一步扩大竞争优势。

2.1.5. 现代化生产效率高于同业

公司自2000年以来，积极探索榨菜生产领域的机械化、自动化进程，实现生产率大幅提高，对推动国内榨菜生产加工行业的变革起到了带头作用。目前，原料的清洗、切分、脱盐、脱水、计量包装、杀菌等一系列榨菜成品加工工序，公司已实现全智能化，使味型更加稳定，产品质量更高。自2003年第一条自动化生产线运行以来，其目前已打造13条全自动化生产线，一台自动计量机能代替28名工人，将单个工厂的产能较以前提高近10倍，实现10余家工厂，每家工厂年产能均超过1万吨。2019年7月，公司计划投建乌江绿色智能化生产基地，新建13条榨菜生产线，通过智能化工厂的建设，继续提高生产智能化水平，提高生产效率和管理能力，引领榨菜行业生产发展进程。

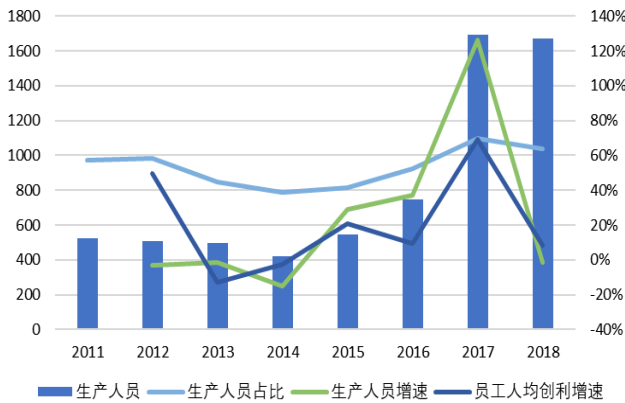
图 16: 成品加工全智能化



数据来源：东北证券，公司官网

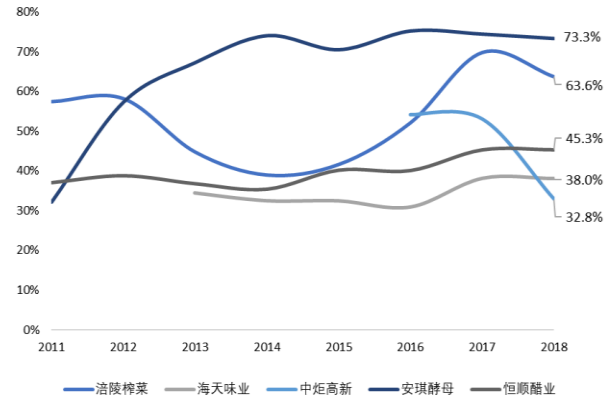
公司自上市以来，得益于自动化生产流水线的建设，人均创利能力显著提高。值得关注的是，16-17年，公司生产人员数量翻番，主要是原料整理阶段性的人数增加。2018年，生产人员数量开始回落，考虑到公司未来窖池及新生产线的智能化设备投产，将继续释放劳动力，提高劳动生产率，为公司拓展利润空间。虽然通过与食品加工类同行业公司横向对比我们发现，涪陵榨菜的生产自动化水平仍与行业内头部公司有一定差距，2018年生产人员占比高达63.6%，约为海天味业的1.7倍。尽管如此，在榨菜行业内比较，公司的自动化生产能力仍处于领先地位，随着新建产能的不断投放，生产效率从有望进一步提高，短期内不会有其他榨菜企业对公司业务造成威胁。

图 17: 公司生产人员变化



数据来源: 东北证券, Wind

图 18: 同行业生产人员占比



数据来源: 东北证券, Wind

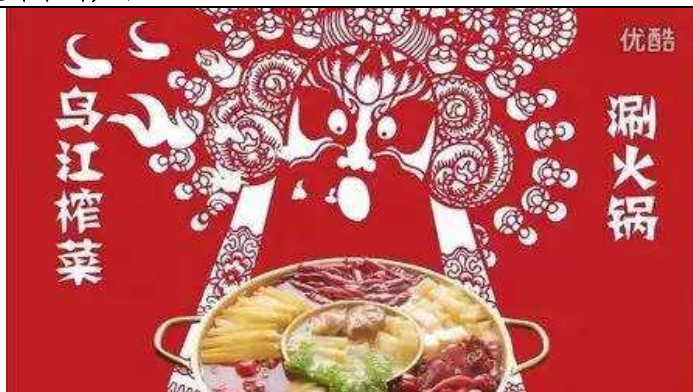
2.2. 品牌护城河

在榨菜行业，由于产品单价低，同质化严重而质量层次不齐，品牌在一方面成为消费者选购的重要依据。拥有良好的品牌形象，不仅能让消费者对公司的产品质量拥有更多的青睐和信任，也提高了企业未来的利润空间。

自 2005 年，公司对其特有的榨菜生产加工工艺进行总结，提炼为经典的“三清三洗，三腌三榨”工艺，和其它品牌只有一两次的腌制工艺相比，构成了差异化的竞争优势。同时，公司请张铁林做代言人，在 2006 年斥资 1400 万在央视投放广告。将隐藏在后台的工艺转化为消费者们关注的品质，初步在全国市场打开了名气，树立起独特、高质的产品形象。

2013 以来，公司将乌江、涪陵、中国三大地域要素进行了有机联系，“中国榨菜看涪陵，涪陵榨菜看乌江”利用这一全新的口号将小小的榨菜巧妙地拔高到“国粹”的地位。全新国粹版广告结合脸谱、中国戏曲等元素，宣传榨菜在生活中“蒸鱼、焖肉、涮火锅”等各种新用途，打破人们对榨菜消费的传统认知，使产品形象更加深入人心。公司将榨菜与传统文化相捆绑，既符合时代思想的潮流，同时也帮助自己构筑了在榨菜行业的品牌壁垒。

图 19: 涪陵榨菜新广告



数据来源: 东北证券, 网络图片

在包装方面，公司在步入 21 世纪以来，对主力榨菜产品主要采用了三版包装。2005 年前采用的是绿底包装，整体上视觉感官较为廉价。绿底包装难以激起食欲，不符合佐餐调味品的定位，且整体设计没有体现出产品特质，区分度较低。

自 2005 年起，公司为配合工艺升级战略，结合央视广告宣传计划，推出了经典的“三榨”包装。该包装摒弃了冷色调的配色，将褐红作为背景色调，可以很好地抓住用户眼球。同时封面突出了“三榨”这一标志性工艺，向消费者传递了产品工艺先进、品质领先的形象。

在 2010 年后，褐红色款包装配色缺乏时尚感以及设计不够现代的缺点显现了出来。于是公司在 2013 年，结合“国粹乌江”方针的提出，再次更换了包装。该包装以大红色为基调，可以更好地抢占消费者心智。同时以脸谱作为主要背景，结合“中国好味道”的宣传语，充分挖掘了榨菜背后的文化元素，大力精简元素，大胆改变基色，为公司打造精品，提炼品牌价值做出了有效支撑。

图 20: 涪陵榨菜包装变化



数据来源：东北证券，网络图片

涪陵榨菜的品牌宣传带来了良好的效果，公司凭借高市场份额和消费者的认可取得了较高的行业定价权，率先突破了“毛钱榨菜”的价格天花板，为企业的业绩增长提供了保障，同时也助力榨菜产品的高端化和精品化的发展。目前公司产品包括榨菜、泡菜、萝卜海带丝、脆口榨菜等多种系列，公司业绩规模也飞速成长，总体取得了良好的正反馈效应，领跑国内腌菜市场。

2.3. 渠道护城河

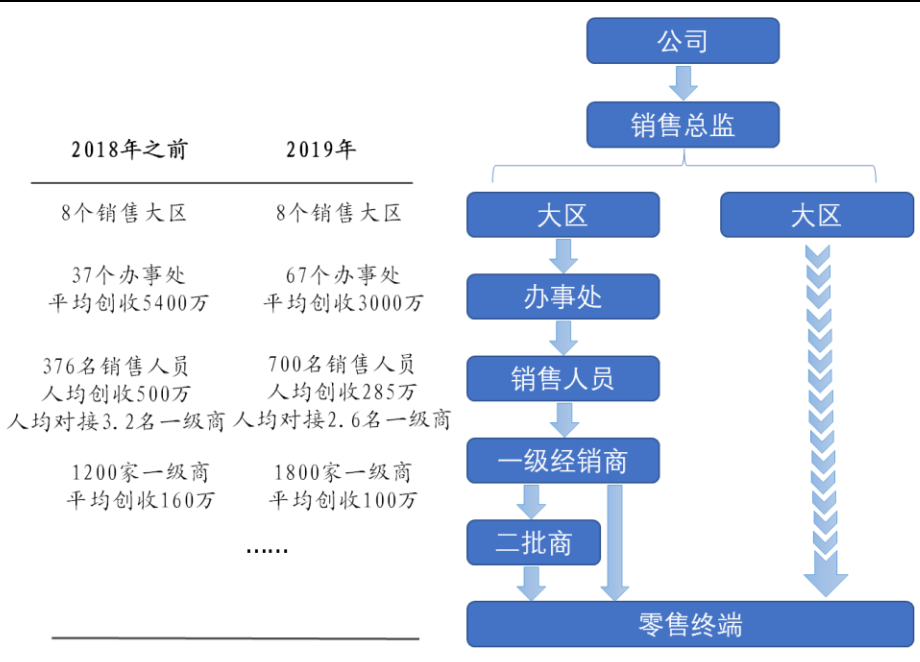
2.3.1. 渠道架构变化

公司的渠道及销售人员整体优于其他竞品公司，但是对比调味品公司仍然有进步的空间。自 2018 年底以来，公司大幅调整了公司销售的架构，将办事处数量由 34 家增加至 67 家，同时新增大量销售人员及经销商。之前公司对于终端渠道的把控能力不强，主要通过对于一级经销商的培训式引导以及借助“乌江”的品牌力落实销售，具体的工作更依赖于经销商。新增办事处及销售人员后，能够更好的实现对于终端市场的引导及把控，加强公司的自主执行力。

尽管公司的销售体系调整后趋于良性，但对比海天等调味品公司，涪陵的销售人员比重仍有待提升。海天、中炬、千禾的销售人员：经销商比例分别为 1: 2、1: 1、

1: 1, 而涪陵在调整之前为 1: 3.2, 调整之后为 1: 2.6, 仍然有改善空间。

图 21: 涪陵榨菜销售体系



数据来源: 东北证券, Wind

从渠道划分来看, 公司除传统零售渠道外, 其他渠道例如特通、餐饮、电商体量均较小。这一方面和公司战略定位以及产品属性有关, 另一方面也和公司的销售体系有关, 缺乏特定的事业部、特定的销售人员进行开拓与对接, 销售人员和经销商往往身兼数任, 时间精力及考核激励不足。

2.3.2. 渠道发展历史及下沉进度

公司发展 20 余年来, 目前已经发展拥有千余家经销商, 覆盖 264 个地级市, 销售网络覆盖全国主要省市, 产品遍布各大连锁超市、各级农贸市场及城乡便利店, 使得公司成为具有全国性销售网络的榨菜企业。

从经销商、销售人员覆盖县级市场情况来看, 公司的渠道下沉进度存在断档, 13/14 年积极拓展市场后, 缺乏对于新市场的深化与维护, 销售人员在 15 年后出现下滑。2019 年, 公司继续加大渠道下沉力度, 销售人员数量提升近一倍, 计划覆盖 1500 个县, 而新培养销售人员与经销商通常需要 2-3 年才能显现成效, 预计营收后期会有所体现。

表 5: 涪陵榨菜销售网络

	2014	2016	2017	2018	2019 (预计)
经销商人数	1000	1200	1200	1200	1800
销售人员数	402	372	366	376	700
覆盖地级市	264	264	264	264	264
覆盖县	800	800	800	1000 多	1500

办事处 33 34 34 37 67

数据来源：东北证券，公司公告

目前公司已基本完成全国化布局,但在各区域市场仍具有不同层次的下沉空间。2011年广东作为最成熟市场率先下沉至县乡级,14年开始,公司销售渠道逐步往三四线城市下沉。目前华南、华东的县级市布局已经基本形成,华北、华中的县级市开拓仍在进行之中,东北、西南、西北、中原等地区还有较大的市场潜力可以挖掘。

表 6: 2018 年中国大陆各地区下沉进度及销售金额

区域	覆盖省份	下沉进度	2018 销售金额(百万元)
华南区	粤、闽、琼	县级市、广东乡镇级	564.38
华东区	沪、浙、苏	县级市	241.81
华北区	京、津、冀、鲁	地级市	252.18
华中区	湘、鄂、赣、贵	地级市	228.33
其他地区	西北、东北、中原、西南	地级市	611.24

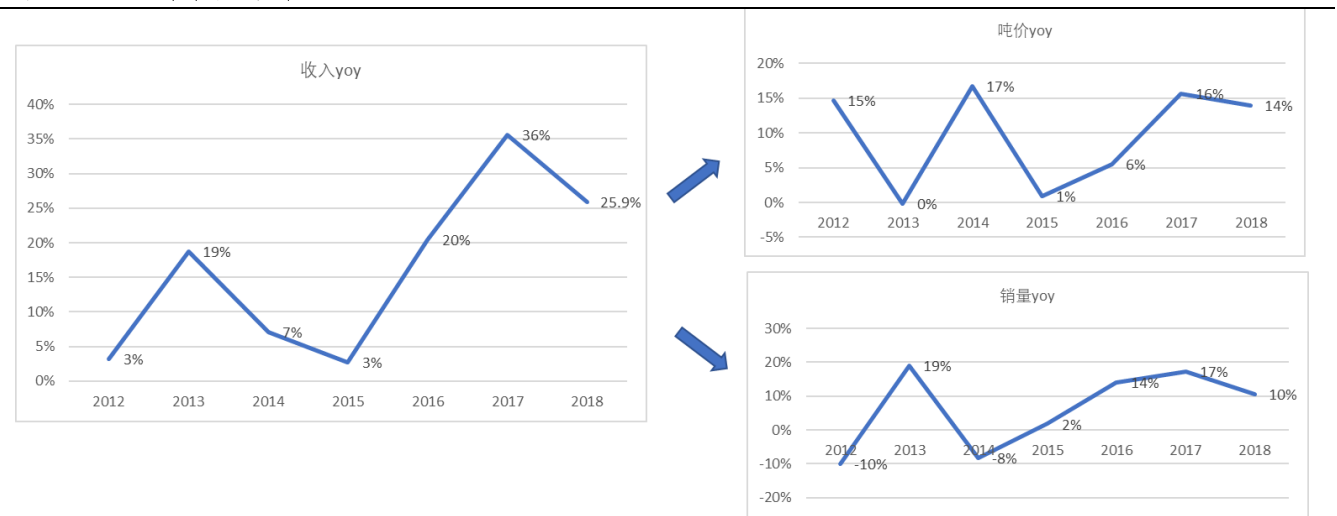
数据来源：东北证券，公司公告

3. 量价角度抽丝剥茧，分析营收波动

公司的营收波动较大,我们从量价拆分的角度,一层层抽丝剥茧,分析公司历史上营收波动的驱动因素。

价格波动主要取决于公司的提价策略,同时伴随一定的结构变化。提价策略及提价结果也由多方因素决定,包括原材料及其他成本上涨、经济变化、品牌认可度、销售环节利益分配等。销量波动的影响因素较多,包括产能、渠道下沉、提价效果、费用及人员投入等。

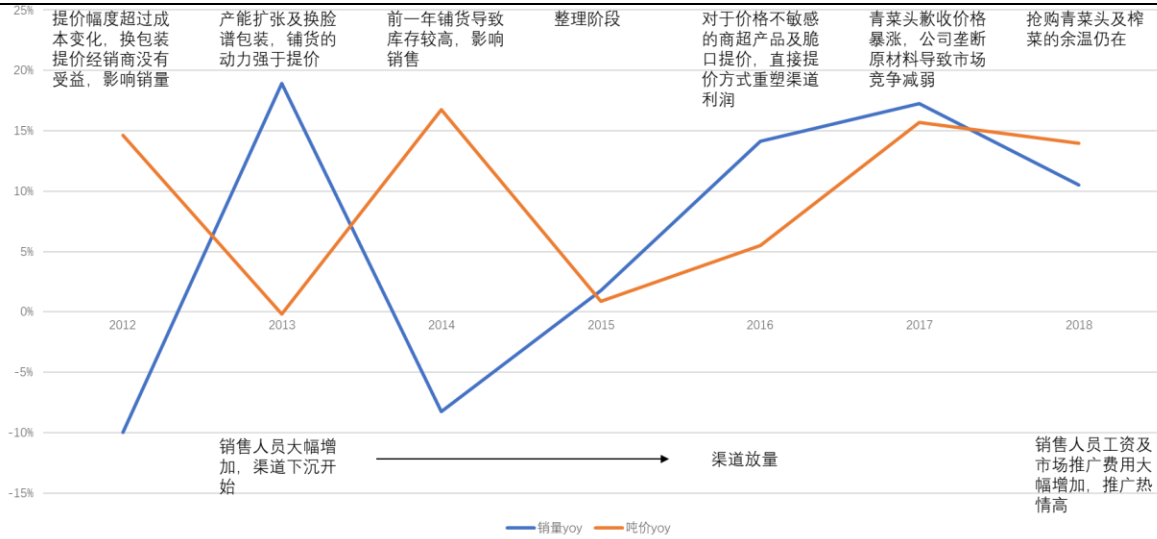
图 22: 涪陵榨菜量价拆分



数据来源：东北证券，公司公告

注：由于公司未披露榨菜、泡菜、其他佐餐开胃菜的单独销量,吨价与销量均为总体值。

图 23: 公司业绩波动动因总结



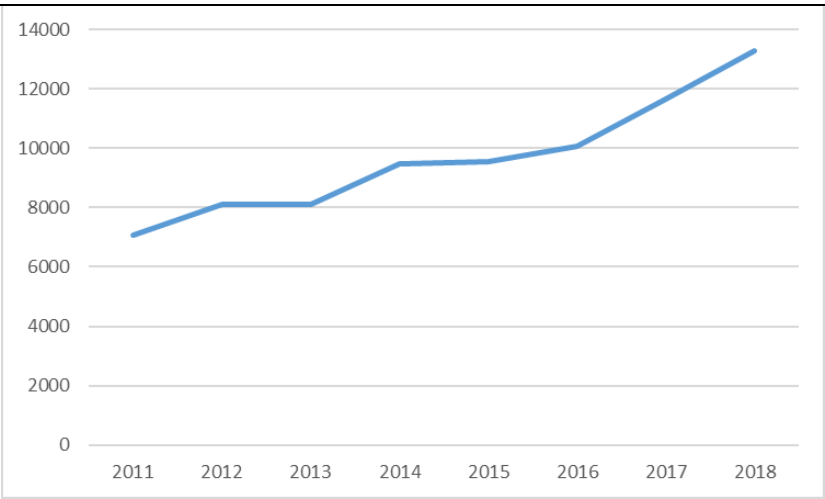
数据来源: 东北证券

3.1. 价变

3.1.1. 历史提价梳理

自 2011 年以来, 公司榨菜产品的吨价稳步提升, 尤其在 2016 年后公司加速提价, 至 2018 年产品吨价已经达 1.3 万元, 8 年间上涨幅度接近一倍, 逐步攀升的价格助力公司营收高速增长。

图 24: 公司产品吨价变化情况 (元/吨)



数据来源: 东北证券, Wind

表 7: 近八年主要产品提价情况

时间	出厂价/包	零售价/包	包装规格	提价幅度	提价说明
2011	0.72 元	1 元	100g	\	\
2012	0.72 元	1 元	80g	间接提价 25%	1 元/100g 调整为 1 元/80g
2013	0.72 元	1 元	70g	间接提价 14%	1 元/80g 调整为 1 元/70g
2014	0.72 元	1 元	60g	间接提价 17%	1 元 70g 调整为 1 元/60g

2015	1.08 元	1.7 元	88g	间接提价 2%	广东鲜脆菜丝从 1 元/60g 调至 1.5 元/88g
2016	1.08 元	1.7 元	88g	间接提价 2%	全国鲜脆菜丝从 1 元/60g 调至 1.5 元/88g
2016/7	1.08 元	1.7 元	88g	直接提价 8%-12%	商超与脆口系列共 11 款单品到岸价上调
2017/2	1.25 元	2 元	88g	直接提价 15%-17%	88g 榨菜零售价上调为 2 元/包
2017/11	1.25 元	2 元	80g	间接提价 10%/17%	88g 主力产品和 175g 脆口系列调整为 80g 和 150g
2018/10	1.375 元	2.2 元	80g	直接提价 10%	7 款单品到岸价上调约 10%

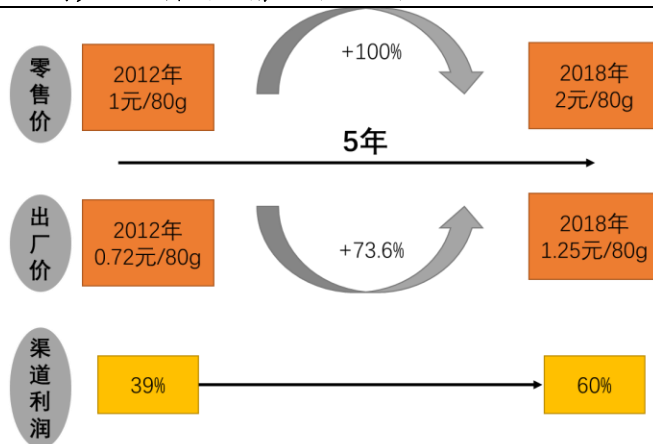
数据来源：东北证券，公司公告

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：经销商没有分享提价红利。公司改包装提价是直接提价困难的一种变相选择。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是有天花板的。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 25：公司产品吨价变化情况（元/吨）



数据来源：东北证券，公司公告

3.1.2. 提价动因及提价结果

单纯从提价的角度看，除 2013 年之外，公司的提价政策均得到了很好的实施。2013 年存在通过货折等形式降低实际提价幅度的情况。由于 2012、2013 年连续以换包装的方式提价幅度过高，需要给经销商更多的费用推动提价政策的实施。并且，2013 年伴随着新产能的投放，公司更换脸谱包装，加大铺货力度，市场上供过于求，吨

价一时难以提升。2014年之后，公司的产品结构升级也成为了吨价的提升重要因素之一，脆口等高端品占比进一步上升，为公司利润带来更高的增长空间。

表 8: 涪陵榨菜价变因素拆分

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
吨价 yoy	15%	0%	17%	1%	6%	16%	14%
提价 yoy	25%	14%	17%	2%	10%	25%	10%
剔除时间及占比影响 yoy	15.0%	8.4%	10.2%	0.3%	1.2%	9.5%	8.1%
其他因素 yoy	-0.4%	-8.6%	6.5%	0.6%	4.3%	6.2%	5.9%

数据来源：东北证券，公司公告

注：由于公司历年提价所涉及产品、提价时间不同，年报中数据对于提价影响反应也不同，表格中剔除时间及占比影响 yoy 即为该次提价对于当年所有产品价格影响的估计。

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%，吨成本受原材料价格等客观因素变化主导，而非产能投放进度等主观因素，所以公司的吨价变化基本上也代表着行业的普遍情况，随着成本变动提价是较为合理的。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。

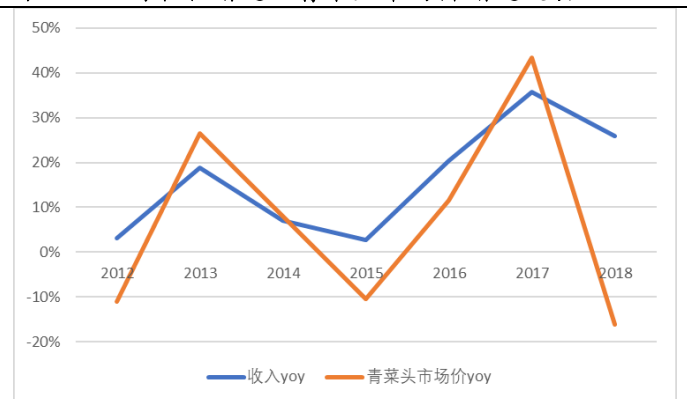
表 9: 涪陵榨菜价变与吨成本对比

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
剔除时间及产品影响 yoy	15.0%	8.4%	10.2%	0.3%	1.2%	9.5%	8.1%
其他 yoy	-0.4%	-8.6%	6.5%	0.6%	4.3%	6.2%	5.9%
吨成本 yoy	5%	5%	11%	-2%	3%	10%	-3%
青菜头市场价 yoy	-10.99%	26.51%	8.07%	-10.40%	11.60%	43.37%	-16.16%

数据来源：东北证券，公司公告

成本大幅变化能够影响市场竞争格局。原材料是公司的核心壁垒，观察涪陵区青菜头平均采购价与公司的营收增速可以发现，青菜头采购价同比下降的年份，涪陵榨菜公司的营收增速均处于相对低位。而青菜头价格上涨时，公司营收表现较为出色。

图 26: 公司营收增速及青菜头市场价增速变动



数据来源：东北证券，公司公告

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，制成成品以较低的价格在市场上销售，对于品牌榨菜产生冲击。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。反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也能上升，量价共振带来营收增长。随着未来公司窖池规模的扩大，公司控制原料的能力进一步增强，有利于公司平抑由于原材料带来的营收波动。

3.2. 量变

3.2.1. 产能推动

纵观公司产能变化，大型产能投放在 2013、2015-2016 及 2020 年，产能分别增长 63%、52%、40%+。2013 年公司 IPO 募投项目完工，新增 4 万吨榨菜产能；2015-2016 年，公司收购惠通下饭菜新增 3.4 万吨产能，并新增 2 万吨脆口生产线；2020 年预计有 1.6 万吨脆口、5 万吨东北泡菜以及眉山 4 万吨袋装榨菜投产。在新产能投放的背景下，公司加强销售的动力更强，所以 2013、2015-2016 年量增均较为乐观，预计 2020 年公司的量增也比较可观。

表 10: 涪陵榨菜产能变化 (万吨)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 及以后(预计)
榨菜	6.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	14.1
其他佐餐开胃菜	0.3	0.3	0.3+	0.3+	0.3+	0.3+	0.3+	0.3+	0.3+5
脆口				1	2	2	2	2	2+1.6
惠通下饭菜				2	2	2	2	2	2
窖池	10+	10+	10+	10+	20+	20+	20+	20+	25-30

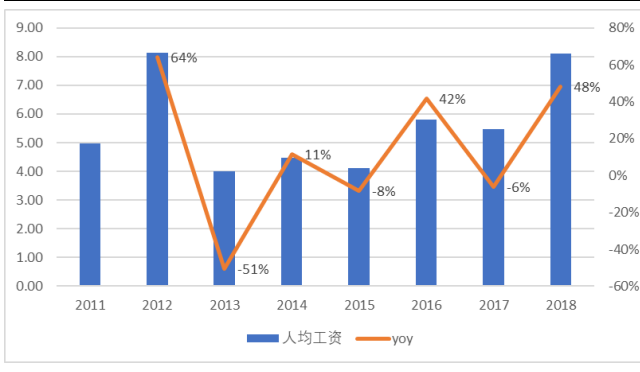
数据来源：东北证券，公司公告

3.2.2. 渠道下沉及销售

在前文渠道壁垒中，我们分析了公司的销售人员及经销商拓展情况。认为公司的渠道下沉进度存在断档，2013/14 年积极拓展市场后，缺乏对于新市场的深化与维护，销售人员在 2015 年后出现下滑。由于新开发渠道需要 2-3 年的培育时间，所以 13/14 年开拓的经销商和新市场在 16 年后开始释放潜力，推动了公司的量增。

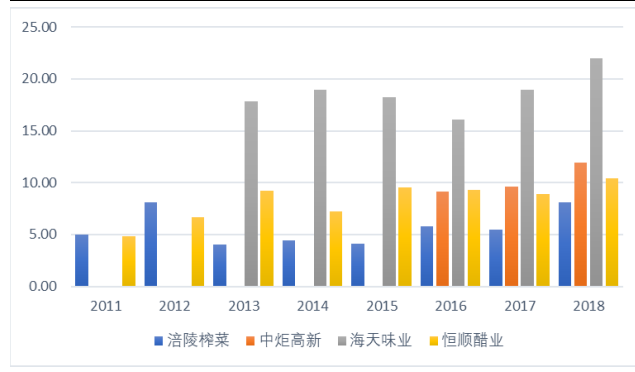
而销售人员激励方面，公司也存在一些问题。纵向对比，2011-2018 年，员工工资年均增速仅为 7.25%，并且波动较大。横向对比，涪陵销售人员工资较低，与恒顺、中炬、海天相比人均工资最少。2018 年，在工资增长近 50% 之后，仍然是恒顺的 78%，中炬的 68%，海天的 37%，低于行业平均水平。并且经草根调研发现，公司各地区销售人员工资和费用相差不大，与当地的工资及消费水平匹配度有待提升，导致公司一、二线等优势市场地区员工的工作热情不高。

图 27: 涪陵榨菜销售人员人均工资 (万元/年)



数据来源: 东北证券, Wind

图 28: 各公司销售人均工资对比 (万元/年)

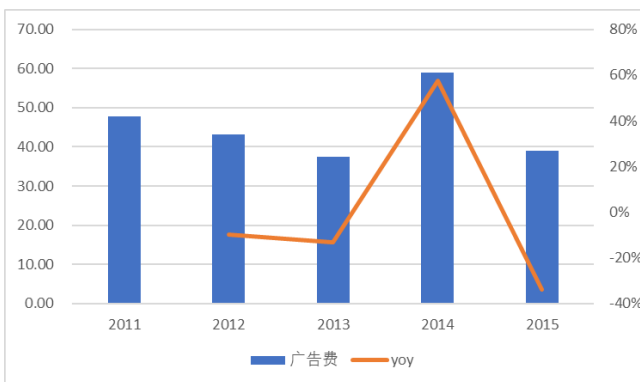


数据来源: 东北证券, Wind

广告费方面, 公司自 2015 年放弃了央视广告投放, 销售费用以线下市场推广为主。目前几乎零广告投入的方式不可持续。95 后的消费者对于公司品牌的认知度有限, 需要公司未来品牌塑造方面以多种形式增加曝光率。

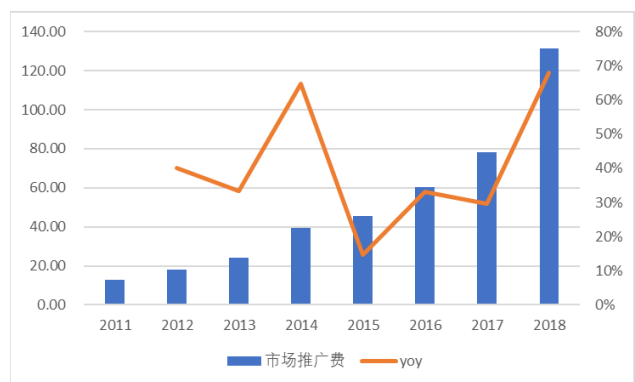
2014 年, 公司市场推广费用显著增加, 主要系脆口、海带丝、萝卜等新品的市场推广增加, 经销商大量铺货, 导致其他佐餐开胃菜实现 5 倍的收入增长。但是, 新品推广一定程度上影响了占比最高的老品收入, 导致当年量增较低。另外, 铺货带来的一次性业绩增长不容易持续, 2015 年该业务出现下滑。2018 年, 公司新增马拉松推广及大水漫灌活动, 推广费用激增, 也带来了当年销售收入的增长。

图 29: 涪陵榨菜广告费



数据来源: 东北证券, Wind

图 30: 涪陵榨菜市场推广费



数据来源: 东北证券, Wind

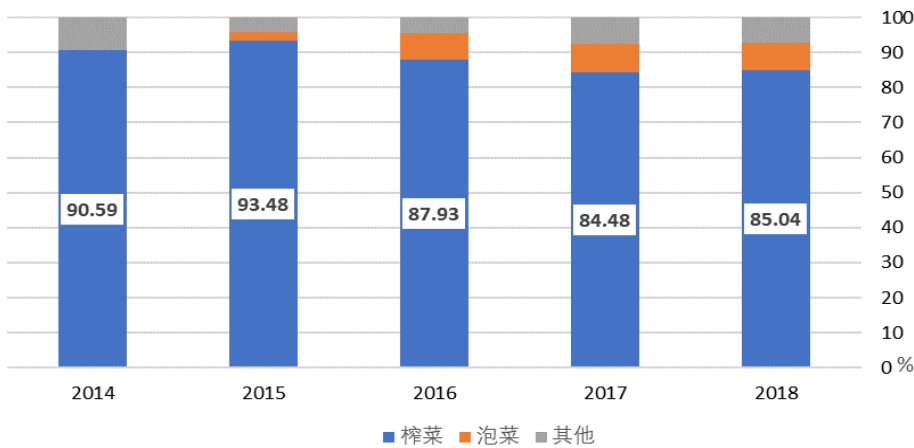
4. 品类拓展有望实现突破

4.1. 历史上萝卜、海带丝等新品拓展缓慢

近年来, 公司在保持榨菜市场全国第一的地位时, 也试图朝多元化的方向发展。2014 年, 公司把乌江品牌延伸到萝卜干、海带丝两个品类; 2015 年公司收购四川惠通泡菜业务后, 进军泡菜市场。从公司最近五年的主营构成来看, 虽然在新产品开发后, 榨菜销售在营收中占比有所下滑, 但幅度并不大, 2018 年仍贡献了公司超过 85% 的营业收入。而引进三年来的萝卜、海带丝和泡菜的产品营收占比一直稳定在 8% 左

右，没有显著的增长。

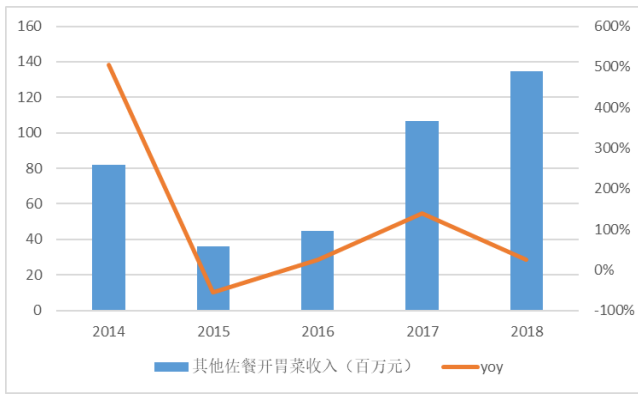
图 31: 公司主营构成



数据来源: 东北证券, Wind

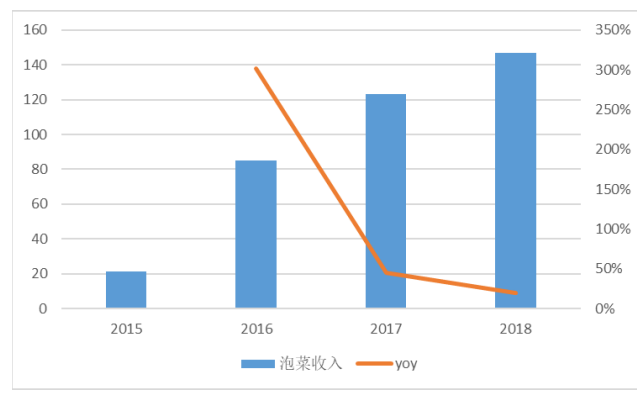
佐餐开胃菜及泡菜产品的营收增速变动较大，佐餐开胃菜主要依靠公司的销售政策和主力产品带动实现增长，而收购的惠通泡菜没有获得“乌江”的品牌辐射，增速表现弱于佐餐开胃菜。2019 年中报显示，泡菜和其他业务都同比出现下滑，榨菜虽增长放缓，但依旧保持正增长。这代表了公司的新兴产品尚未形成核心竞争力，老品的市场认可度及稳定性更高。“涪陵榨菜做榨菜”这一基本定位在短期内依然较难改变。

图 32: 其他佐餐开胃菜收入及同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 33: 泡菜产品收入及同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

4.2. 市场竞争及品牌宣传局限导致品类拓展不畅

对比公司核心产品榨菜和萝卜干、海带丝等新产品我们不难发现，在原材料层面，萝卜、海带丝并不具有青菜头的特殊生长特性，不利于公司构筑原材料壁垒。其中萝卜干的原材料白萝卜适应性强，生长快且产量高，明代时就已遍及全国，如今在全国各地都有培育。相较产地集中的青菜头，非包装类的萝卜或小品牌的萝卜品牌更多，市场格局较为混乱。几大白萝卜主产区如东北地区、江浙地区和山东地区都距离公司有较远的地理距离，运输成本较高，不利于原材料的采集。而原产于沿海

地带的海带丝也面临相似的原材料问题。

另外，公司的品牌宣传仍然聚焦在榨菜产品上。例如，近期的马拉松比赛广告宣传语为：“乌江榨菜，运动补盐好搭档”。广告及品牌宣传的倾斜导致萝卜及海带丝在消费者端的曝光率较低，这些新品的增长更多的依赖于经销商的铺货。

图 34: 乌江榨菜马拉松广告



数据来源：东北证券，网络图片

跨区域新建产能，公司产品拓展未来有望实现跨越式变化。公司在东北新建 5 万吨泡菜基地，主要生产萝卜等新兴品类。区位的改变解决了萝卜的原材料问题，新产能的释放也将推动公司对于新产品的宣传力度。另外，公司也于 2019 年将惠通泡菜正式更改为乌江品牌下饭菜，泡菜有望借助乌江的品牌力实现进一步的增长。

4.3. 海外企业对于品类拓展的启示

不同于传统中国榨菜的腌制后发酵制作模式，日韩欧美等国食用的腌菜多为乳酸菌发酵、酸爽清脆的泡菜，包括常见的日韩泡菜、欧洲酸黄瓜等。

我们以日本泡菜企业 Pickles 为例，对比国内外公司的财务数据。发现虽然外国公司比我国企业能实现更高的营业收入，但是其利润水平显著不如我国。具体而言，由于 Pickles 为日本企业，在原材料采购以及人力成本上的费用较中国要高出许多；公司多为短保产品，退货等比例更高，导致毛利率较低。其次，短保泡菜对运输环节要求较高，需要通过冷链运送以保证产品品质，销售费用占比也略高。相比之下，中国榨菜所要求的运输储存条件没有那么苛刻，而公司又坐落在原材料主产区，为提高利润率创造了有利条件。

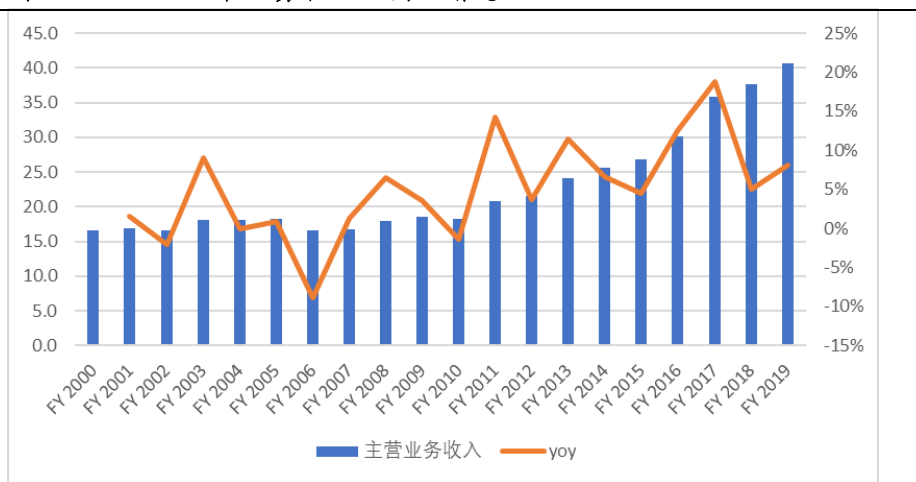
表 11: 2018 年国外公司对比 (百万元)

	营业收入	净利润	毛利率	净利率	ROE	销售及一般行政管理/营业收入
涪陵榨菜	1914.35	661.72	55.8%	34.6%	30.1%	17.8%
Pickles (日本)	2442.98	55.26	23.6%	2.3%	8.0%	19.7%

数据来源: 东北证券, Bloomberg

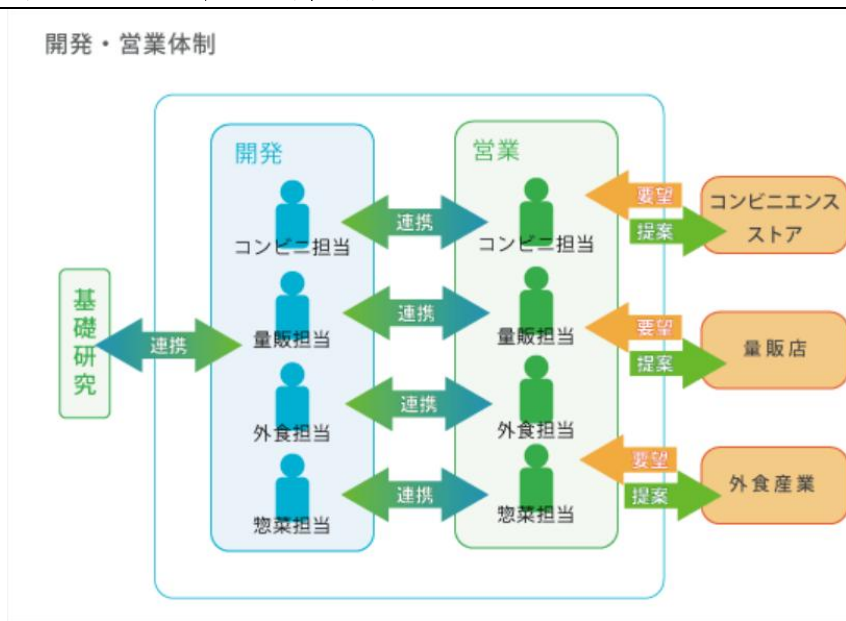
近十年来, Pickles 在日本腌菜行业持续萎缩的背景下, 依然保持了良好的正增长, 年均增速为 8% 左右。公司的新产品研发、销售方式与市场紧密联系, 给 Pickles 带来了良好的活力。

图 35: Pickles 主营业务收入及同比增速



数据来源: 东北证券, Bloomberg

图 36: Pickles 开发及销售体系



数据来源: 东北证券, 公司官网

日本的 Pickles 以及韩国的宗家府分别是两国腌菜行业龙头，均开发了主力产品泡菜之外的多种产品类型。例如 Pickles 从泡菜向萝卜、黄瓜、野菜、桔梗拓展，宗家府从腌菜领域向调味料、配餐等领域发展，这也给涪陵榨菜带来了较好的启示。

图 37: 宗家府产品拓展



数据来源：东北证券，公司官网

图 38: Pickles 产品拓展



数据来源：东北证券，公司官网

5. 公司未来营收及利润预判

5.1. 地区拓展及渠道下沉

长期看，公司目前覆盖 1200-1500 个县级市，全国共有 2856 个县级市，仍有 1 倍左右的拓展空间。从人均消费的角度来讲，公司产品在华南地区的人均消费最高，达 3.48 元，相当于人均每年消费 2.8 包乌江 80g 主力榨菜。

希望短期内，华东人均消费向华南趋近；华北、华中向华东趋近；其他地区向华北、华中趋近，则公司营收将达到 25 亿。

表 12: 人均消费金额

	华南	华东	华北	华中	其他地区
常住人口 (百万人)	162.21	162.11	213.17	210.63	648.39
营业收入 (百万元)	564.38	241.81	252.18	228.33	611.24
人均消费金额 (元/人)	3.48	1.49	1.18	1.08	0.94

数据来源: 东北证券, Wind

5.2. 品类拓展

公司自 2011 年开始就通过收并购的方式进行品类拓展, 陆续收购盐酸菜及泡菜 (四川红油榨菜) 企业, 后来也希望收购酱类等其他调味品企业, 但是未能成功。公司未来仍有收购其他腌菜品类、调味品品类的计划, 将有效助力公司规模增长。

表 13: 公司品类拓展的收并购计划

时间	收购事件或计划
2011 年 9 月	公司全资子公司重庆市邱家榨菜食品有限责任公司收购贵州省独山盐酸菜有限公司 100% 的股权。
2015 年 10 月	公司定向增发股份, 收购了国内泡菜行业知名品牌-四川惠通。
2016 年 4 月	公司停牌筹划收购国内某调味品生产企业 90% 以上股份, 最终因价格未达成一致而终止收购。
2017 年	公司尝试收购一家东北大酱企业, 最终未能谈成
2018 年 3 月	公司由于无法解决同业竞争问题。终止收购四川恒星及四川味之浓食品有限公司 (酱类)。

数据来源: 东北证券, Wind

长期看, 公司目前在建产能有 1.6 万吨脆口、眉山及惠通原料池 (4 万吨新增榨菜产能及 1.3 万吨置换产能)、辽宁 5 万吨泡菜项目。从公司在建项目可以看出未来公司把脆口、泡菜等新品也列入了重要规划。目前在建项目建成后约贡献 14 亿营收。

短期看, 预计 2020 年能投产项目为 1.6 万吨脆口及眉山 4 万吨榨菜, 辽宁 5 万吨泡菜或能够释放部分产能, 则公司明年总产能为 $14.1+1.6+2$ (眉山释放一半产能) $+0.5$ (东北释放 10%) 万吨, 对应营收约 25 亿元。

表 14: 2019H 重大项目在建

项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入占预算比例	估计对应营收
1.6 万吨/年脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目	1	25.41%	约 2.2 亿
眉山 4 万立方米榨菜原料池建设项目	1.1	68.70%	约 5.2 亿
惠通 2 万吨原料池及厂房建设项目	0.35	87.26%	
辽宁开味食品有限公司年产 5 万吨泡菜生产基地建设项目	6	12.50%	约 6.5 亿

数据来源: 东北证券, Wind

5.3. 利润变化

长期看, 公司毛利率将整体保持稳定。首先, 公司具备一定的原材料价格把控能力和优秀的成本转嫁能力, 能够减少成本变化带来的影响; 其次, 智能化设备将逐步提升公司效率; 最后, 虽然新拓展的部分品类毛利率低于榨菜 5-10%, 但是脆口等高端品类的发展能弥补一定产品结构变化带来的影响。但是, 公司的销售费用率有一定上升的趋势。公司的销售人员人数、工资、广告费用等仍然有提升的空间, 为了保持营收的快速增长, 实现公司 50 亿乃至百亿目标, 需要阶段性加大投入。

短期看，2020 年利润率也将保持稳定。青菜头收购价不变，原材料成本不变。预计新增近 5 亿固定资产（4 亿为重大项目），按 10 年折旧，则制造费用增加近 5000 万，同比增加约 70%。价格方面，由于原材料等价格相对稳定，目前仍无提价预期。销售费用率方面，认为 2019 年销售人员及经销商的增加将带来工资及市场推广费用的增长，但由于 2019 年营收增速较低拉高销售费用率，认为明年销售费用率将基本持平。

附表 1：公司产品列表

	主力榨菜		其他榨菜		脆口系列	萝卜与海带丝		下饭菜
产品名称	鲜脆菜丝	鲜爽菜芯	清淡榨菜、微辣榨菜	榨菜碎米	脆口榨菜	麻辣萝卜	海带丝山椒味	黄花什锦
规格	80g	80g	80g	80g	150g	60g	60g	120g/300
图片								
产品名称	原味菜片	鲜香榨菜	古坛榨菜、红油榨菜	全形榨菜	脆口萝卜	美味萝卜	海带丝鲜香味	红油榨菜
规格	80g	80g	80g	300g	150g	60g	70g	120g/300
图片								

数据来源：东北证券，公司官网

附表 2：2019H 高管持股情况

姓名	职务	任职情况/司龄	持股情况（股）	占总股本比例
周斌全	董事长	现任/18 年	10,051,056	1.27%
肖大波	监事会主席	现任/20 年	2,261,004	0.29%
赵平	董事、总经理	现任/13 年	1730258	0.22%
贺云川	副总经理	现任/20 年	965839	0.12%
陈林	总经理助理	现任/20 年左右	216450	0.03%
袁国胜	董事、副总经理	现任/20 年	138188	0.02%
韦永生	董事、董秘、副总经理	现任/19 年	62546	0.01%
合计			15425341	1.95%

数据来源：东北证券，Wind

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,128	1,853	2,654	3,559	净利润	662	671	800	946
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	3	0	0	0
应收款项	8	4	5	6	折旧及摊销	58	0	77	0
存货	330	265	322	375	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	344	347	348	351	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	1,810	2,470	3,330	4,291	投资损失	-53	-40	-45	-50
可供出售金融资产	2	2	2	2	运营资本变动	-110	129	12	45
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
固定资产	761	761	689	689	经营活动净现金流量	559	760	843	940
无形资产	155	155	155	155	投资活动净现金流量	545	-35	-42	-36
商誉	39	39	39	39	融资活动净现金流量	-118	0	0	0
非流动资产合计	1,169	1,244	1,255	1,340	企业自由现金流	512	417	722	756
资产总计	2,978	3,713	4,584	5,631					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	74	92	109	128	每股指标				
预收款项	155	213	233	283	每股收益 (元)	0.84	0.85	1.01	1.20
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	3.13	3.98	4.99	6.19
流动负债合计	400	464	535	635	每股经营性现金流量 (元)	0.71	0.96	1.07	1.19
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	107	107	107	107	营业收入增长率	25.92%	4.46%	19.08%	18.05%
长期负债合计	107	107	107	107	净利润增长率	59.78%	1.45%	19.16%	18.21%
负债合计	507	571	642	743	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	2,471	3,143	3,943	4,888	毛利率	55.76%	58.04%	58.30%	58.59%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	34.57%	33.57%	33.59%	33.64%
负债和股东权益总计	2,978	3,713	4,584	5,631	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	0.91	0.74	0.80	0.78
					存货周转率 (次)	124.49	115.45	118.47	117.46
					偿债能力指标				
					资产负债率	17.03%	15.37%	14.00%	13.19%
					流动比率	4.52	5.33	6.23	6.75
					速动比率	3.68	4.74	5.61	6.15
					费用率指标				
					销售费用率	14.66%	17.00%	17.00%	17.00%
					管理费用率	3.08%	2.80%	2.80%	2.80%
					财务费用率	-0.18%	0.00%	0.00%	0.00%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	25.77	29.94	25.12	21.25
					P/B (倍)	6.90	6.40	5.10	4.11
					P/S (倍)	10.50	10.05	8.44	7.15
					净资产收益率	26.78%	21.36%	20.29%	19.34%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: 上海交通大学金融硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

王钰: 伦敦政治经济学院金融与经济硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

张立: 同济大学金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn