品牌、产品、渠道齐发力，共筑行业护城河

——涪陵榨菜（002507）

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 榨菜领军企业，品类多元全国布局，盈利能力行业领先

涪陵榨菜成立于 1988 年，致力于榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜等方便食品的研制、生产和销售，主导产品为乌江牌系列榨菜，2019 年榨菜、萝卜、泡菜分别 86.07%、5.55%、6.36%。08-19 年公司营业收入期间 CAGR 为 15.14%，归母净利润 CAGR 为 29.92%。公司 ROE 水平常年维持在 10%以上，2017-2019 平均 ROE 为 23.11%，盈利能力持续上升，18、19 年毛利率达 50%，净利率达 30%。

❖ 榨菜行业市场成长空间大，头部品牌具备先发优势

榨菜行业产业链清晰，涪陵榨菜在上下游均有较强议价能力。中国榨菜行业销量从 08 年的 48 万吨增加到 19 年的 82 万吨，CAGR 为 5%，包装榨菜市场规模从 13 年的 37.79 亿元增长到 19 年的 66.88 亿元，期间 CAGR 达 9.98%。竞争格局方面，涪陵榨菜 19 年市占率为 36.41%，行业集中度持续提升，CR5 提升到 19 年的 72.2%。中国榨菜人均消费在量价方面均低于日韩，具有较大发展潜力。

❖ 品牌、产品、渠道齐发力，共筑行业护城河

涪陵榨菜运用现代科技改善传统榨菜加工工艺，执行“三洗三榨”标准保证品质。公司重视品牌建设，品牌和产品在消费者中已经树立了广泛的知名度和美誉度。产品品类持续扩张，推出榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜等，与竞品对比价格领先。公司致力于推进“小乌江”向“大乌江”发展，产能利用率较高，预计 2026 年主力榨菜产能有望达 36 万吨。公司以经销为主，横向上，公司建立联销体，并积极开拓新零售渠道；纵向上，向县级市场进行渠道下沉。短期看，库存处于低位，2020 年业绩确定性高；长期看，公司有较强提价能力和渠道力，未来 5 年市占率有望达到 50%。

❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 22.85、25.93、28.74 亿元；归母净利润分别为 7.51、9.04、10.27 亿元；EPS 分别为 0.95、1.15、1.30 元/股，对应当前 PE 分别为 48.91、40.63、35.77 倍。考虑到公司品牌、产品、渠道齐发力，未来产能释放有望助力业绩高增长，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：食品质量安全的风险；主要原材料价格波动的风险；产品销售的季节性风险；经销商渠道管理的风险。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1989.59	2284.78	2592.73	2874.46
+/-%	3.93	14.84	13.48	10.87
净利润(百万)	605.14	750.97	904.04	1026.70
+/-%	-8.55	24.10	20.38	13.58
EPS(元)	0.77	0.95	1.15	1.30
PE	60.69	48.91	40.63	35.77

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2021/1/4

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	食品饮料
报告时间	2021/01/04
前收盘价	46.53 元

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

ouyangyujian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、涪陵榨菜：稳健增长，国企体制股权稳定 5
1.1 历经波折，不改业绩向好态势 5
1.2 榨菜领军企业，品类多元布局全国 6
1.3 国资控股，高管持股稳定性强 7
1.4ROE 维持高位，盈利能力行业领先 8
二、榨菜行业：小行业大公司，市场成长空间大 9
2.1 产业链清晰，上下游议价能力强 9
2.2 小行业大公司，量价提升空间大 12
三、品牌、产品、渠道齐发力，共筑行业护城河 15
3.1 三洗三榨保障品质，品牌形象深入人心 15
3.2 产品品类持续扩张，产能释放助力大乌江 17
3.3 横向发展联销体+新零售，纵向渠道延伸下县 19
四、短期业绩确定性高，长期看好提价力及渠道力 22
4.1 短期渠道库存低位，20 年业绩确定性高 22
4.2 长期看好提价力及渠道力，市占率有望达 50% 24
五、盈利预测与估值 26
风险提示 28

图表目录

图 1： 涪陵榨菜历史发展情况一览 6
图 2： 公司分业务营收情况 7
图 3： 公司分业务营收占比情况 7
图 4： 公司分区域收入情况 7
图 5： 公司分区域收入占比情况 7
图 6： 公司股权结构 8
图 7： 公司 ROE 拆分情况一览 9
图 8： 公司期间费用率变化情况一览 9
图 9： 公司毛利率行业领先 9
图 10： 公司净利率波动较大 9
图 11： 涪陵地区青菜头种植面积占全国 46% 10
图 12： 12-19 年涪陵区青菜头产量 10
图 13： 2007-2010H1 涪陵榨菜成本结构 11
图 14： 2012-2019 涪陵榨菜成本结构 11
图 15： 2007-2019 年涪陵地区榨菜生产企业数量减少了近 2/3 11
图 16： 榨菜行业产业链 12
图 17： 08-19 年榨菜销量情况 13
图 18： 包装榨菜市场规模逐年扩大 13
图 19： 08 年包装榨菜市场份额 13
图 20： 19 年包装榨菜市场份额 13
图 21： 包装榨菜占比 58% 14
图 22： 榨菜消费场景多元化 14
图 23： 2019 年各国人均榨菜消费量 14
图 24： 2019 年各国人均榨菜消费额 14
图 25： 09-18 年泡菜市场规模（亿元） 15
图 26： 吉香居市占率仅 1.2% 15
图 27： 韩国泡菜 CR2 超 77% 15
图 28： 涪陵榨菜生产工艺流程 16
图 29： 公司品牌营销情况 17
图 30： 涪陵榨菜新品推出情况一览 18
图 31： 公司 26 年主力榨菜产能有望达 36 万吨 19
图 32： 公司渠道结构 20
图 33： 涪陵榨菜进入外卖渠道 20
图 34： 公司办事处裂变为 67 家 21
图 35： 公司销售人员增加至 501 人 21
图 36： 一级经销商数量超 1600 个 21
图 37： 2019 年渠道下沉县级经销商发展情况 21
图 38： 涪陵榨菜县市覆盖率提升空间大 22
图 39： 涪陵榨菜渠道利润高于竞争对手 22
图 40： 渠道库存情况变化一览 22
图 41： 预收账款变化情况一览 22
图 42： 存货变化情况一览 23

图 43：2026 年规划窖池容量可达 70 万吨 23
图 44：县级市场增量对全年增速贡献有望达 7% 24
图 45：20 年县级市场收入有望达 5.2 亿元 24
图 46：涪陵榨菜业绩量价拆分情况一览 26

表格 1. 19 年末公司现任高管持股情况 8
表格 2. 涪陵榨菜竞争对手多为区域性公司 13
表格 3. “三腌三榨”工艺时间及控制情况 16
表格 4. 公司主要产品一览 18
表格 5. 公司主要榨菜产品与竞品对比 18
表格 6. 公司历年渠道策略一览 20
表格 7. 涪陵榨菜历年提价情况 24
表格 8. 分产品盈利预测 27
表格 9. 可比公司估值表一览 27

一、涪陵榨菜：稳健增长，国企体制股权稳定

1.1 历经波折，不改业绩向好态势

涪陵榨菜成立于 1988 年，前身是四川省涪陵榨菜集团公司，自成立以来一直致力于榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜等方便食品的研制、生产和销售，主导产品为乌江牌系列榨菜。公司经过 30 年的稳健发展，现为榨菜行业头部企业。 08-19 年公司营业收入期间 CAGR 为 15.14%，归母净利润 CAGR 为 29.92%。复盘公司发展历史，可以发现公司营业收入、归母净利润具有明显波动性。经过梳理，我们将公司发展阶段分为以下几个阶段：

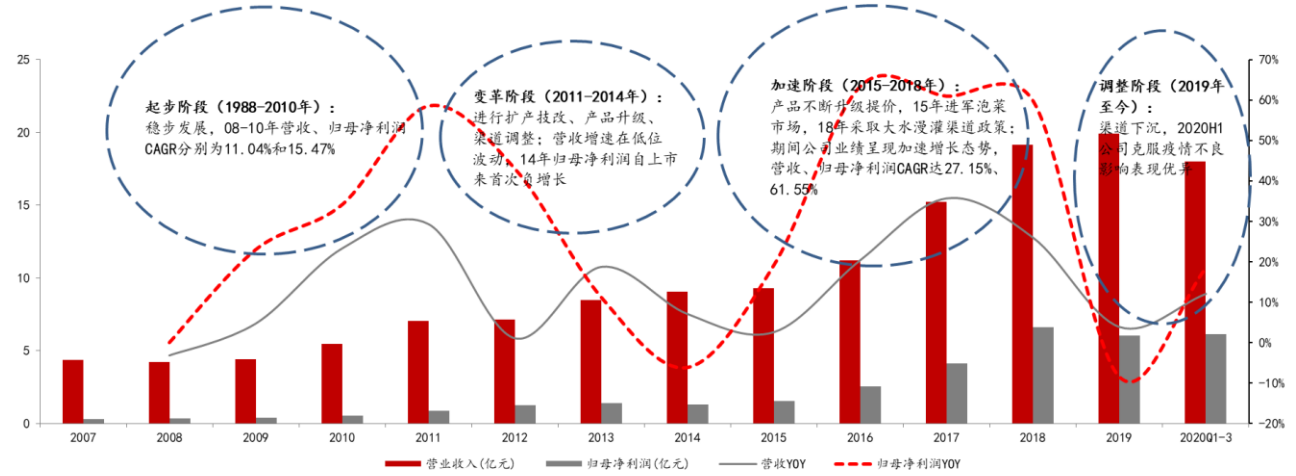
起步阶段（1988-2010 年）：开启榨菜品牌化之路。公司自成立以来稳步发展，04 年收购了现涪陵榨菜酱油有限公司，08 年整体变更为股份有限公司，后业绩稳健增长，10 年实现深交所上市，并打出“中国榨菜数涪陵，涪陵榨菜数乌江”的口号。公司 08-10 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 11.04%和 15.47%。

变革阶段（2011-2014 年）：扩产技改产品优化，渠道下沉浅尝辄止。上市之后公司进入变革阶段。11 年公司利用募集资金进行产能扩大和技术升级，12 年公司对产品结构进行优化，砍掉部分低端产品并进行缩量提价；13 年初次尝试渠道下沉，利用市级经销商辐射县级市场的模式提高县级市占率，但由于公司当时体量过小，费用投放无法持续，渠道下沉浅尝辄止。11-14 年公司营业收入增速在低位波动，14 年归母净利润自上市来首次负增长。

加速阶段（2015-2018 年）：品类扩张升级，业绩加速增长。15 年公司收购惠通食品后开始进军泡菜市场。15-18 年公司产品不断升级提价，18 年为抢占优质经销商、占领市场份额，采取高返利高折扣的“大水漫灌”渠道政策。期间公司业绩呈现加速增长态势，营业收入从 15 年 9.31 亿元增加到 18 年 19.14 亿元，期间 CAGR 达 27.15%，归母净利润从 15 年的 1.57 亿元增加到 18 年的 6.62 亿元，期间 CAGR 高达 61.55%。

调整阶段（2019 年至今）：走过低谷，20 年蓄势待发。19 年公司因 18 年提价、“大水漫灌”等策略提前透支业绩，造成当年业绩低迷，增速下跌，归母净利润同比下降 8.61%。公司后续进行渠道变革，将办事处裂变为 67 处，推进渠道向 10 万人口以上的县级市场进行下沉，叠加 20 年初疫情助力渠道库存消化，2020Q1 公司克服疫情不良影响表现良好，2020Q3 业绩加速增长，2020Q1-3 实现整体营收 17.98 亿元，同比+12.09%，实现归母净利润 6.14 亿元，同比+18.47%。

图 1：涪陵榨菜历史发展情况一览



资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

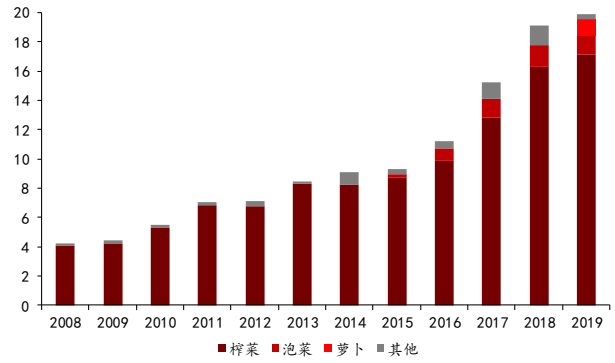
1.2 榨菜领军企业，品类多元布局全国

涪陵榨菜主营榨菜业务并辅以其他佐餐开胃菜，布局全国。根据欧睿数据，2019 年公司在包装榨菜行业市占率为 36%，排名第一，是榨菜行业拥有绝对优势的领军企业。

分业务来看，榨菜一直是公司第一大业务，2019 年榨菜业务实现营收 17.13 亿元，占比 86.07%，08-19 年榨菜业务 CAGR 达 14.03%；公司自 2019 年起将萝卜收入单独列示，2019 年萝卜实现营收 1.10 亿元，占比 5.55%；公司 2015 年收购惠通食品后开始涉足泡菜业务，2019 年泡菜实现营收 1.27 亿元，占比 6.36%，预计公司后续会继续加大萝卜和泡菜业务投入。

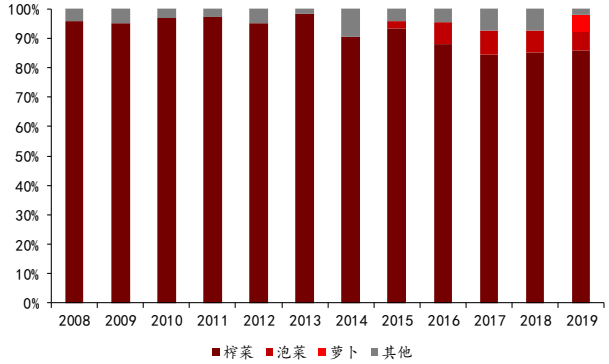
从区域分布来看，公司是唯一一家榨菜业务布局全国的企业，产品甚至远销海外。公司销售区域以华南为主，其他区域销售占比也在逐年提升。2019 年华南区域实现收入 5.54 亿元，占比 27.87%，此外华东、华中、华北、西南、西北、中原、东北、国外及其他区域分别实现营收 2.87、2.47、2.38、2.17、1.77、1.72、0.78、0.15、0.03 亿元，占比分别为 14.45%、12.43%、11.96%、10.93%、8.91%、8.63%、3.92%、0.78%、0.15%。其中华东和西南区域占比提升最快，分别同比提升 1.82%和 1.40%。

图 2：公司分业务营收情况



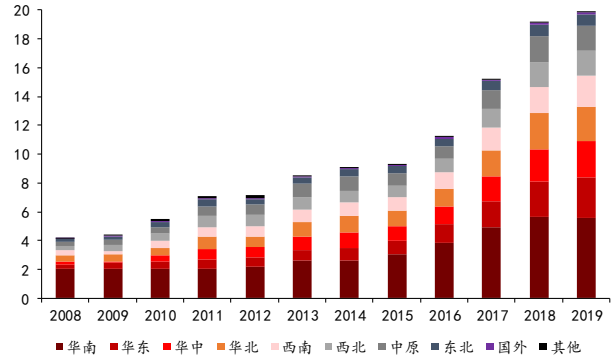
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：公司分业务营收占比情况



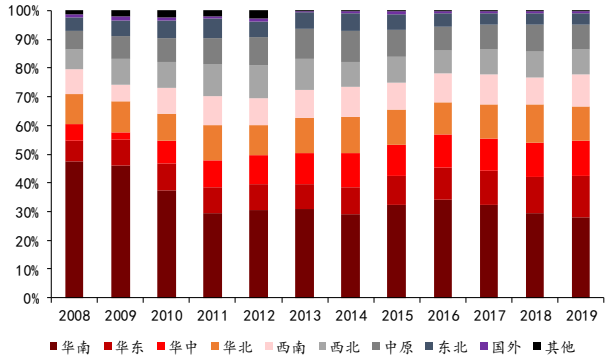
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：公司分区域收入情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：公司分区域收入占比情况

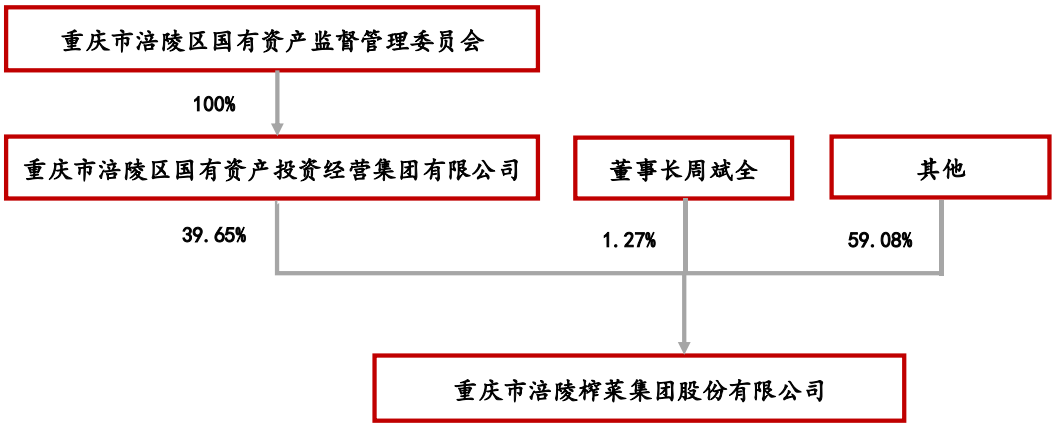


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 国资控股，高管持股稳定性强

股权结构方面，重庆市涪陵区国资委是公司实际控制人，通过涪陵区国有资产投资经营集团间接持股 39.65%。周斌全先生为公司董事长，同时也是中国调味品协会副会长、涪陵榨菜协会会长，持股比例为 1.27%，高管持股总量占公司股本比例 1.96%，且高管任职年限均在 20 年左右，稳定性强。2020 年 8 月公司拟计划以非公开发行方式募集资金 33 亿元，大股东涪陵国投和董事长周斌全先生拟认购 13.5 亿和 0.8 亿。2020 年 11 月董事长和控股股东的先后退出此次定增，发行对象全部改为特定对象，并获得证监会审核通过。此次发行更有利于公司市场化推进融资计划，也更有利于优化公司股权和治理结构，引入更多的战略投资者，加速推进“大乌江”战略和国际化、智能化进程的落地。

图 6：公司股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 1. 19 年末公司现任高管持股情况

姓名	职位	任职年限	持股数量（万股）	占总股本比例	期末参考持股市值（万元）
周斌全	董事长	19年	1005.11	1.27%	26866.47
肖大波	监事会主席	22年	226.10	0.29%	6043.66
赵平	董事，总经理	14年	173.03	0.22%	4624.98
贺云川	副总经理	21年	96.58	0.12%	2581.69
陈林	总经理助理	21年左右	21.65	0.03%	578.57
袁国胜	董事、副总经理	21年	13.82	0.02%	369.38
韦永生	董事,董秘,副总经理,财务负责人	20年	6.25	0.01%	167.19
合计			1542.53	1.96%	41231.94

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.4ROE 维持高位，盈利能力行业领先

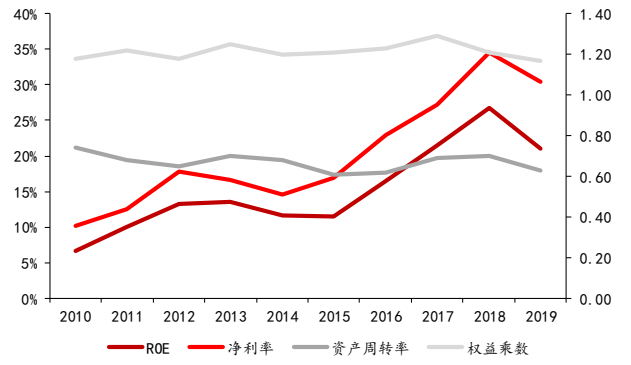
公司 ROE 水平常年维持在 10%以上，总体呈现上涨态势。近三年（2017-2019）平均 ROE 为 23.11%，从 ROE 具体拆分来看，高 ROE 水平主要来自高盈利能力，ROE 走势和净利率变化高度相关，上涨下跌均主要由净利率变化引起。

16 年公司 ROE 相比 15 年提升 4.97pcts 至 16.42%，净利率提升 6.04pcts 至 22.95%。主因 16 年是公司集团化运营第一年，严格控制预算节约费用，大幅减少空中广告，费用投放更加精细精准，仅销售费用率相比 15 年就减少 4.38pcts 至 15.88%；加之公司控制成本并进行产品提价，公司 16 年毛利率相比 15 年提升 1.75pcts 至 45.78%。17 年公司继续控制费用，期间费用率整体减少至 17.47%，18 年仍维持在此低位水平，19 年由于渠道策略销售费用率骤增，导致净利率和 ROE 下降，但仍保持在高位水平。

涪陵榨菜盈利能力行业领先。涪陵榨菜近年来盈利能力呈现上升态势，18、19 年毛利率达 50%以上，净利率达 30%以上，10-19 年平均毛利率为 44.57%，

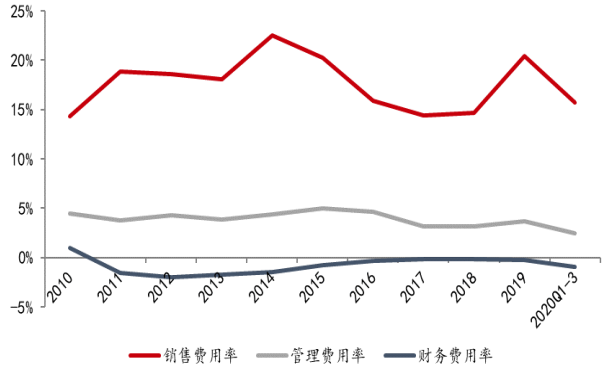
平均净利率为 20.38%。涪陵榨菜毛利率行业领先，对比调味品行业头部企业海天味业也略胜一筹，但净利率和海天相比波动较大，上文分析是由于涪陵榨菜销售费用的投放拖累业绩，但渠道建设利好长期。2020Q1-3 净利润随着销售费用率的减少而提升，盈利能力叠加渠道建设双重效应，涪陵榨菜未来盈利可期。

图 7：公司 ROE 拆分情况一览



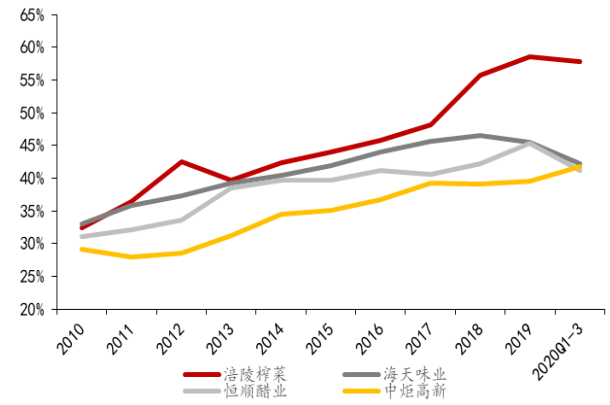
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：公司期间费用率变化情况一览



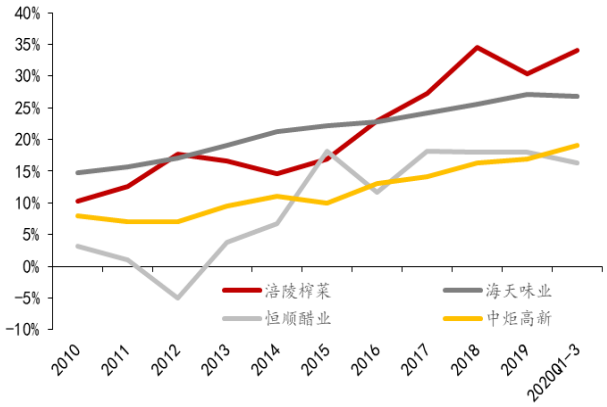
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：公司毛利率行业领先



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：公司净利率波动较大



资料来源：wind，川财证券研究所

二、榨菜行业：小行业大公司，市场成长空间大

2.1 产业链清晰，上下游议价能力强

榨菜行业上游主要是农产品青菜头的种植与收储；中游为榨菜加工与生产，原材料则是青菜头或者是收购的半成品；下游为销售环节，以经销商为主，辅以电商等新兴渠道。

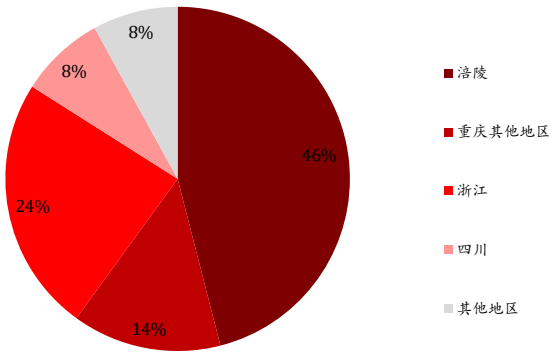
上游端：原料种植区域性明显，涪陵榨菜得天独厚。

制作榨菜的原材料是名叫青菜头的植物（学名茎瘤芥），一般 9 月份播种，10 月份移栽，次年 2 月初开始收割，2 月底收割完毕，收割后的青菜头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）。

青菜头作为一种蔬菜，不易储存，收获后需要及时进行加工处理，远距离运输容易腐烂成本高昂，而原材料占榨菜生产成本比重较高，约 40%左右，因此主营榨菜的企业多位于原产地附近。青菜头种植地主要集中在重庆、浙江、四川等地，重庆涪陵区种植面积占全国的 46%，有中国“榨菜之乡”的美誉，因此涪陵榨菜具有得天独厚的原材料优势。涪陵区近年来青菜头产量在 160 万吨左右，而公司采购量在 40 万吨左右，占比约 25%，因此议价能力较强。

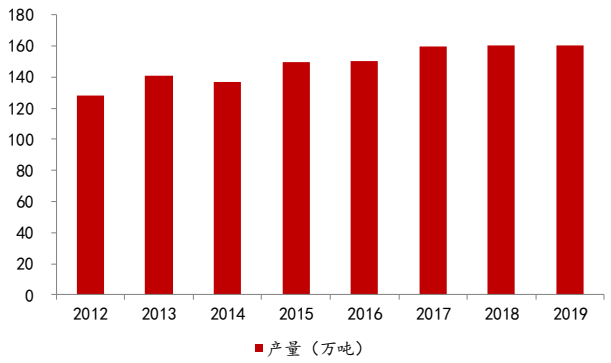
涪陵地区的青菜头种植已经建立了“公司+基地/加工户+农户”的产业化经营机制，实行“合同种植，订单生产”，可以让农户安心种植、加工户安心加工，榨菜企业精心生产销售。以涪陵榨菜公司为例，公司预先与乡镇、合作社签订集体订单并建立种植基地，同时约定青菜头收购保护价，当保护价低于市场价时按市场价收购，当市场价低于保护价时按保护价收购。此举既提高了农户的种植积极性，又保障了公司原材料的供给。

图 11：涪陵地区青菜头种植面积占全国 46%



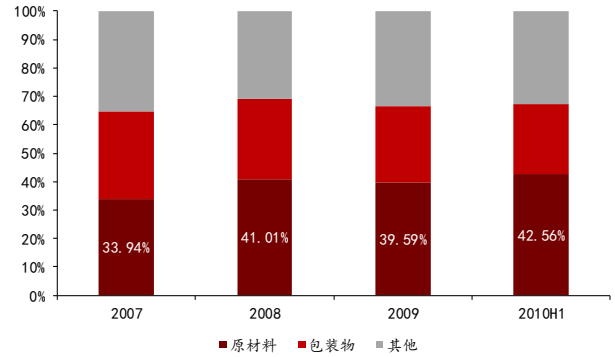
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 12：12-19 年涪陵区青菜头产量



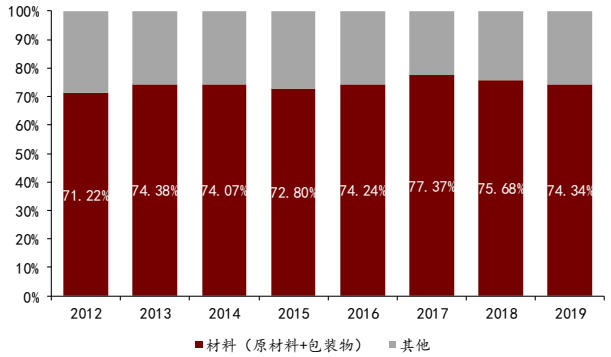
资料来源：涪陵区人民政府，川财证券研究所

图 13：2007-2010H1 涪陵榨菜成本结构



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

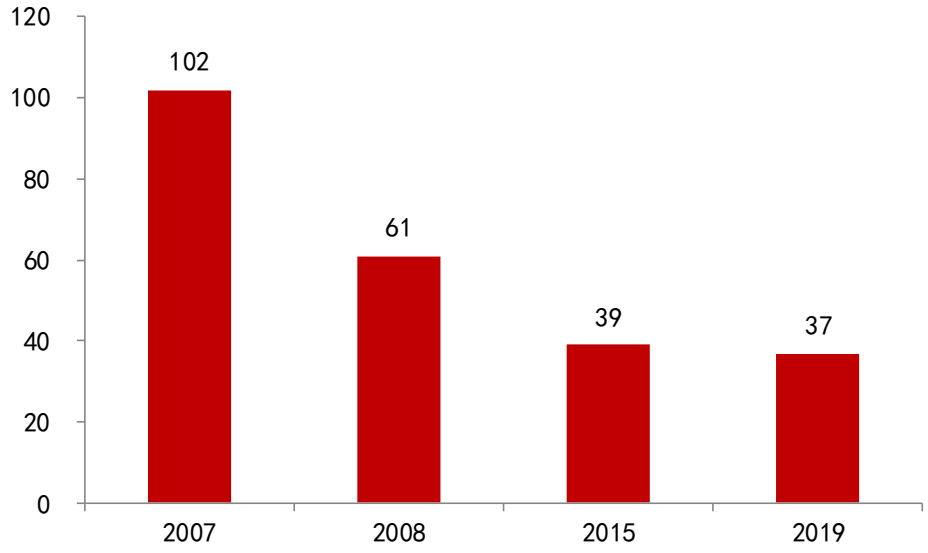
图 14：2012-2019 涪陵榨菜成本结构



资料来源：欧睿，川财证券研究所

中游：榨菜加工与生产，中小企业持续退出。榨菜行业的中游为榨菜的加工与生产，主要生产厂商有重庆的涪陵榨菜、鱼泉榨菜、辣妹子，四川的高福记、味聚特、吉香居，浙江的铜钱桥、备得福以及北京的六必居等。涪陵榨菜是榨菜行业唯一一家上市公司。随着榨菜品牌化程度的提高，中游中小企业持续退出，07 年到 19 年涪陵地区榨菜生产企业数量从 102 家减少至 37 家，减少了近 2/3。

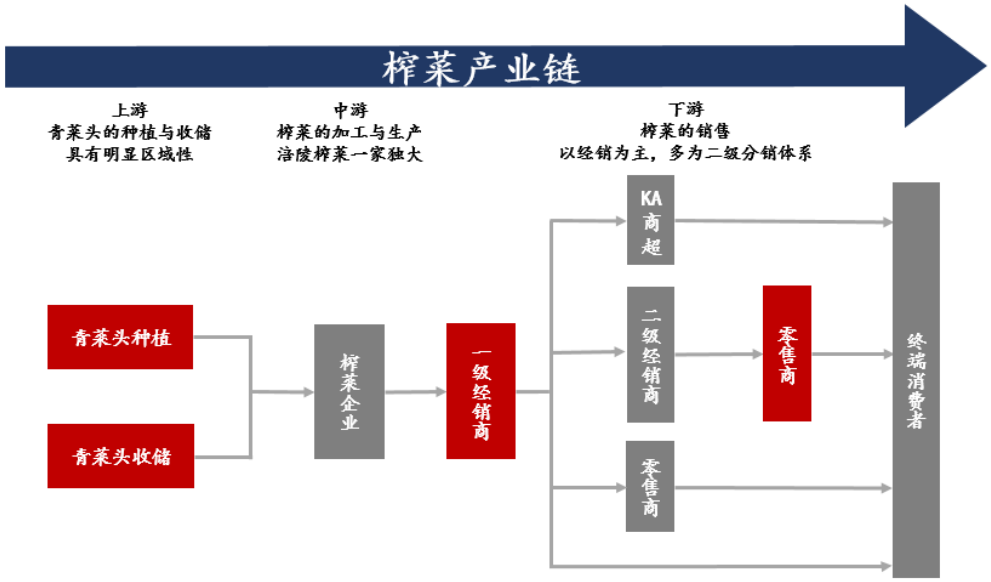
图 15：2007-2019 年涪陵地区榨菜生产企业数量减少了近 2/3



资料来源：涪陵榨菜协会，川财证券研究所

下游端：榨菜行业下游主要为经销商和消费者。榨菜销售以经销为主，多为二级分销体系，通过一二级经销商将产品送至 KA 商超、农贸市场以及便利店等零售终端，然后到达消费者手中。涪陵榨菜由于其品牌形象和规模化效应，对下游议价能力较强，上市十年来曾多次顺利提价。

图 16：榨菜行业产业链

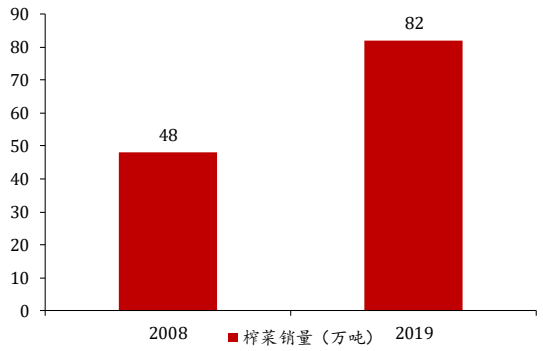


资料来源：涪陵榨菜协会，川财证券研究所

2.2 小行业大公司，量价提升空间大

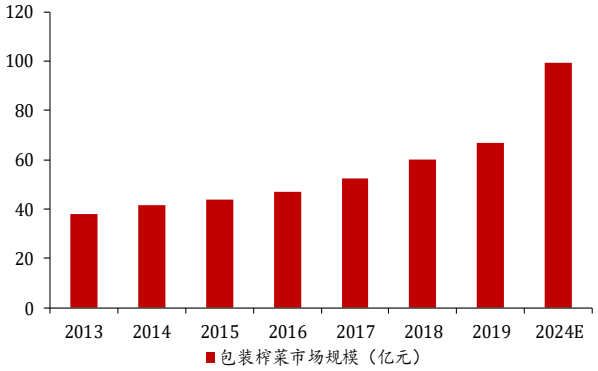
小行业大公司，行业集中度持续提升。根据欧睿数据，中国榨菜行业销量从 08 年的 48 万吨增加到 19 年的 82 万吨，期间 CAGR 为 5%，包装榨菜市场规模从 13 年的 37.79 亿元增长到 19 年的 66.88 亿元，期间 CAGR 达 9.98%。其中，19 年包装榨菜市场规模较 18 年同比增长 11.67%，预计到 2024 年包装榨菜行业零售额有望达到 99.31 亿元，未来 5 年复合增长率为 8.23%。竞争格局方面，涪陵榨菜 19 年市占率为 36.41%，相比 08 年市占率 21.28%提升 15.13pcts，鱼泉、六必居、高福记、味聚特市占率均有所上升。CR5 由 08 年的 46.15%提升到 19 年的 72.2%，行业集中度持续提升，马太效应下头部企业有望抢占更多市场份额。

图 17：08-19 年榨菜销量情况



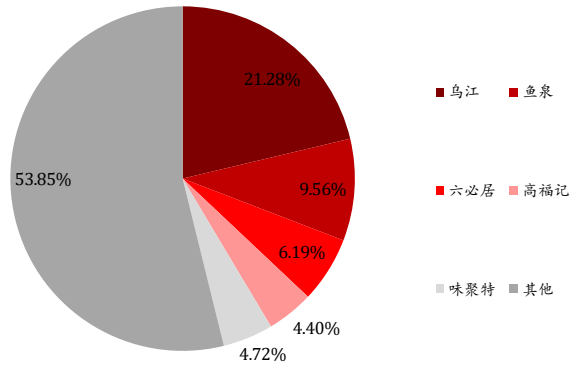
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 18：包装榨菜市场规模逐年扩大



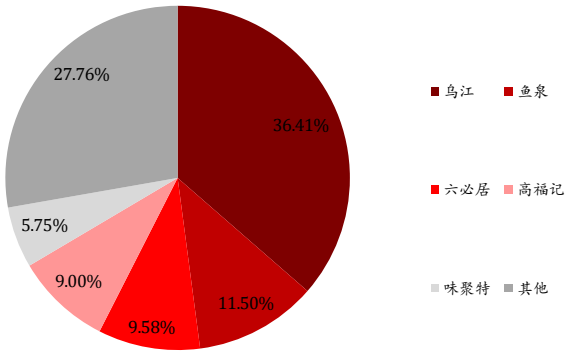
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 19：08 年包装榨菜市场份额



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 20：19 年包装榨菜市场份额



资料来源：欧睿，川财证券研究所

表格 2. 涪陵榨菜竞争对手多为区域性公司

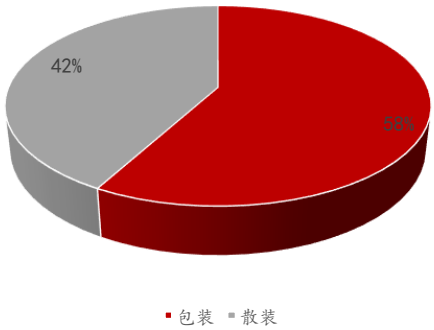
公司	主要品牌	主营业务	产地	重点销售区域	主要原材料
涪陵榨菜	乌江	榨菜、泡菜	重庆涪陵	全国、重点华南市场	青菜头、萝卜、海带丝
鱼泉榨菜	鱼泉	榨菜	重庆万州	成都、北京	青菜头、萝卜
北京六必居	六必居	酱菜	北京	北京	黄瓜、姜牙
四川高福记	饭扫光	下饭菜、郫县豆瓣	四川成都	全国	菌类、笋类
四川味聚特	味聚特	榨菜、泡菜	四川眉山	四川及周边	茎用芥菜、豇豆、萝卜
宁波铜钱桥	铜钱桥	榨菜、番茄制品	浙江宁波	东北市场	青菜头、海带丝、萝卜、豇豆
余姚备得福	备得福	榨菜、泡菜	浙江余姚	华北市场	萝卜、青菜头、包芥菜
重庆辣妹子	辣妹子	榨菜、泡菜	重庆涪陵	东南市场	青菜头、豇豆、萝卜
四川吉香居	吉香居	泡菜、下饭酱	四川眉山	全国	青菜头、豇豆、萝卜

资料来源：公司公告，川财证券研究所

包装化程度有望更高，消费场景多元化。目前包装榨菜占比 58%，散装占比 42%，在消费升级以及食品安全诉求越来越强烈趋势下，榨菜包装化程度有

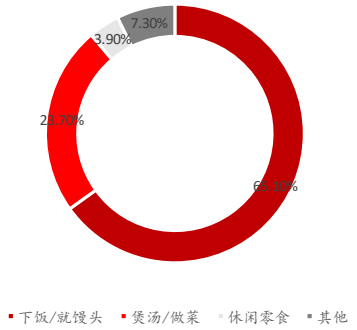
望进一步提升。散装向包装升级、袋装向更易储存的罐装、坛装升级。而榨菜消费场景也由过去单一的佐餐用途向多元化的佐餐、做菜、休闲零食方向发展。

图 21：包装榨菜占比 58%



资料来源：欧睿，川财证券研究所

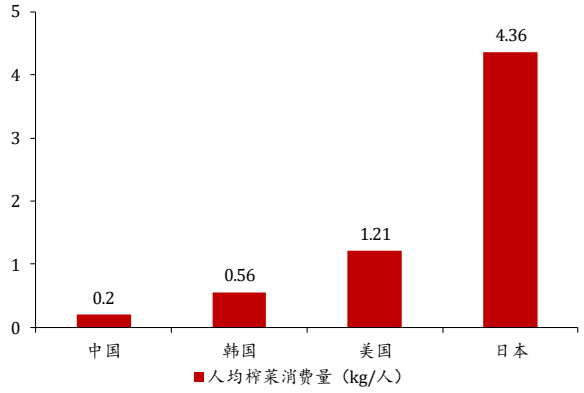
图 22：榨菜消费场景多元化



资料来源：华经情报网，川财证券研究所

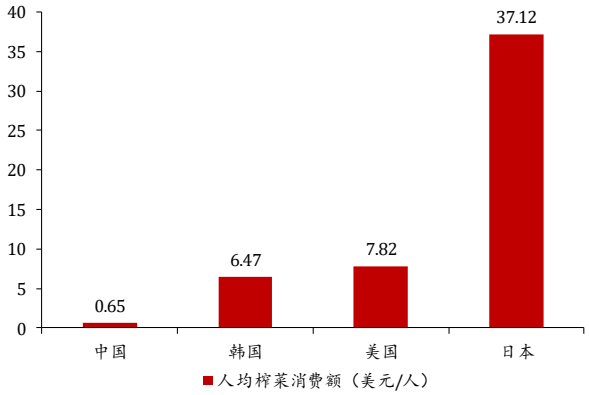
行业稳健发展，对比国外量价提升空间大。2019 年韩国/美国/日本人均榨菜消费量分别为 0.56/1.21/4.36kg，远远高于中国的 0.2kg/人，人均消费额方面，韩国/美国/日本分别为 6.47/7.82/37.12 美元，也远高于中国的 0.65 美元/人。我国国民饮食习惯和日韩相近，和日韩相比，中国榨菜市场在量价方面具有较大发展潜力。

图 23：2019 年各国人均榨菜消费量



资料来源：华经情报网，川财证券研究所

图 24：2019 年各国人均榨菜消费额

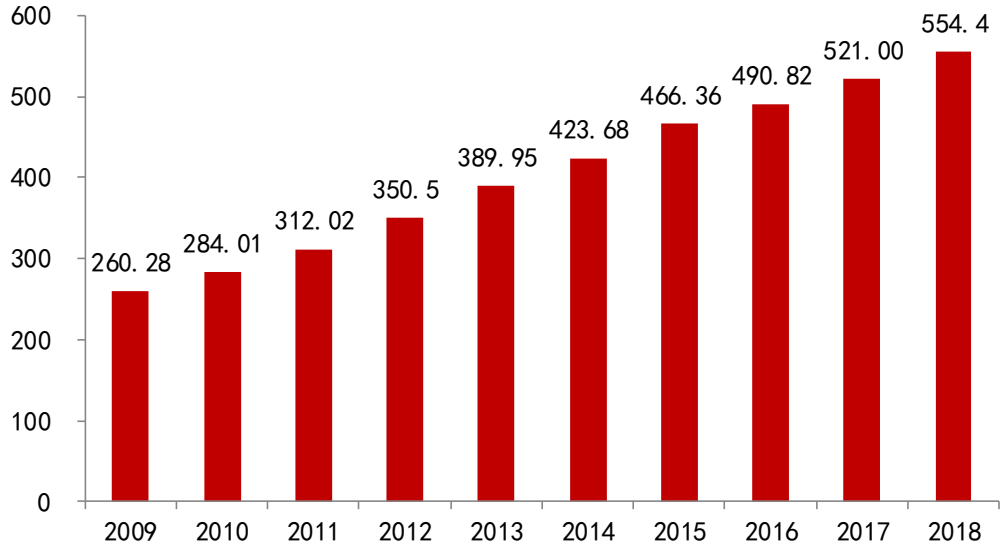


资料来源：华经情报网，川财证券研究所

延伸品类至泡菜，对比韩国行业头部企业有待培育。泡菜目前市场规模达 500 亿以上，09-18 年期间 CAGR 达 8.76%。但目前泡菜行业并未形成具有绝对

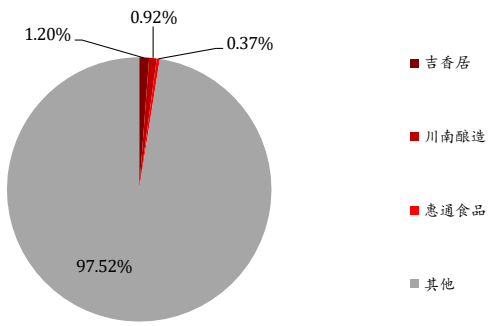
优势的企业。吉香居为国内泡菜头部企业，市占率仅有 1.2%。对比韩国泡菜行业 CR2 达 70%，国内市场行业集中度有待提升，行业格局分散有利于头部企业崛起，这也为涪陵榨菜开拓泡菜品类提供了机遇。

图 25：09-18 年泡菜市场规模（亿元）



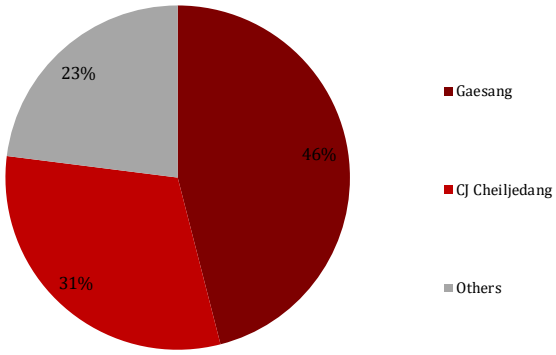
资料来源：涪陵榨菜协会，川财证券研究所

图 26：吉香居市占率仅 1.2%



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 27：韩国泡菜 CR2 超 77%



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

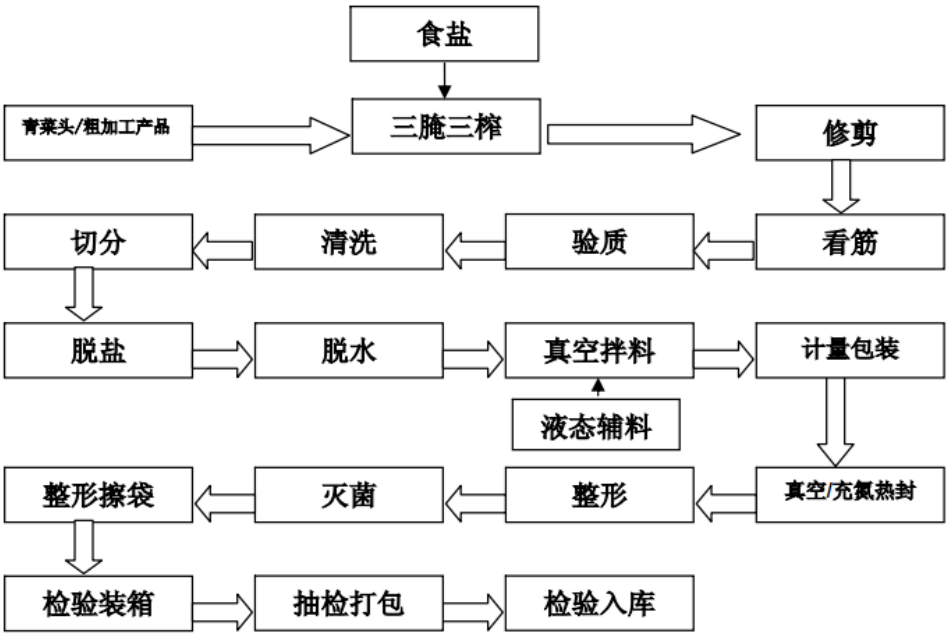
三、品牌、产品、渠道齐发力，共筑行业护城河

3.1 三洗三榨保障品质，品牌形象深入人心

涪陵榨菜运用现代科技改善了传统榨菜加工工艺。实现了榨菜的自动淘洗、切块、压榨脱盐脱水、无菌包装、高温杀菌等先进生产技术，彻底取消了化学防

腐剂的使用，其生产工艺实现了自动化、现代化，处于国内外同行业领先水平。

图 28：涪陵榨菜生产工艺流程



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

公司为了保证产品品质，在榨菜的生产过程严格执行“三洗三榨”标准。三次清洗三次腌榨，一洗洗出菜芯翠玉本色，一榨还原鲜脆柔韧；二洗去除盐霜，二榨浓香入骨入髓；三洗洗出榨菜黄玉之色，三榨鲜香嫩脆美妙滋味。“三洗三榨”工艺总体须用时 4 个月左右方可将青菜头粗加工产品投入生产。一般第一次腌制时间控制在 7-9 天，盐控制在 100kg 榨菜 5kg 盐，过后起池压榨，后入池；第二次腌制时间一般是 10-15 天，盐控制在 100kg 榨菜 6kg 盐，过后起池压榨，再进行第三次腌制，盐控制在 100kg 榨菜 13kg 左右的盐，本次腌制要封池囤压，需要 45 天以上时间，之后就可以起池生产成品榨菜了。

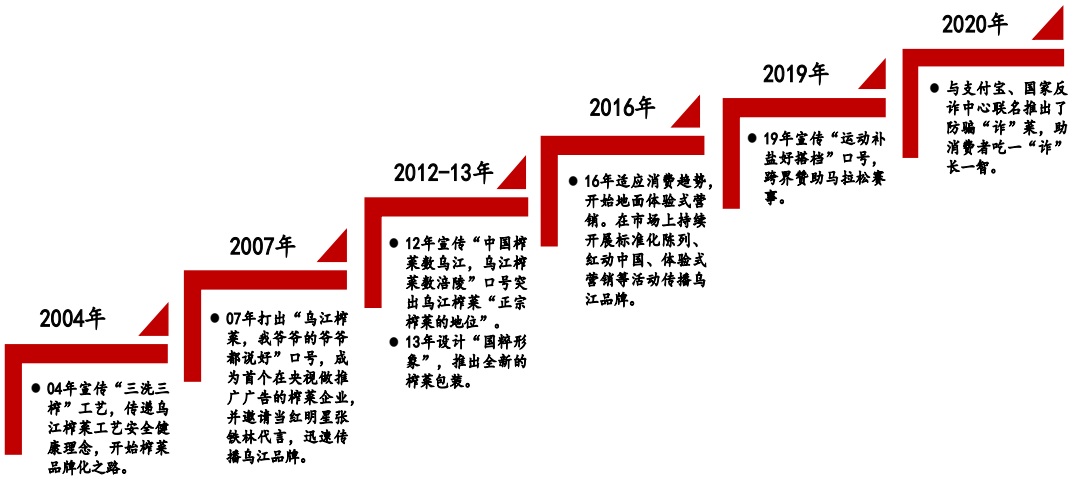
表格 3. “三腌三榨”工艺时间及控制情况

腌制要求	用盐百分比(%)	腌制时间（天）	起池囤压时间（小时）
第一次腌制	5	7~9	12~24
第二次腌制	6	10~15	12~24
第三次腌制	A=(13-B)/0.9	＞45	封池囤压

资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司非常重视品牌建设，凭借其积极的品牌营销和过硬的产品品质，公司品牌和产品在消费者中已经树立了广泛的知名度和美誉度。旗下“乌江”牌榨菜先后获得 “中国名牌产品”、“产品质量免检证书”以及“重庆市名牌农产品”等荣誉。乌江产品先后通过了原产地标记注册、IOS22000：2005 食品安全管理体系认证、ISO9001：2008 国际质量管理体系认证、HACCP 和 QS 认证、美国“FDA 认证”。2016 年，根据中国品牌价值 500 强委员会发布的榜单，乌江榨菜排名 347 名，品牌价值高达 100.98 亿元。公司致力于为消费者提供绿色、健康、美味的开胃小菜，立志成为中国佐餐开味菜行业的领导者和大型航母，引领行业跨入工业化和现代化。

图 29：公司品牌营销情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 产品品类持续扩张，产能释放助力大乌江

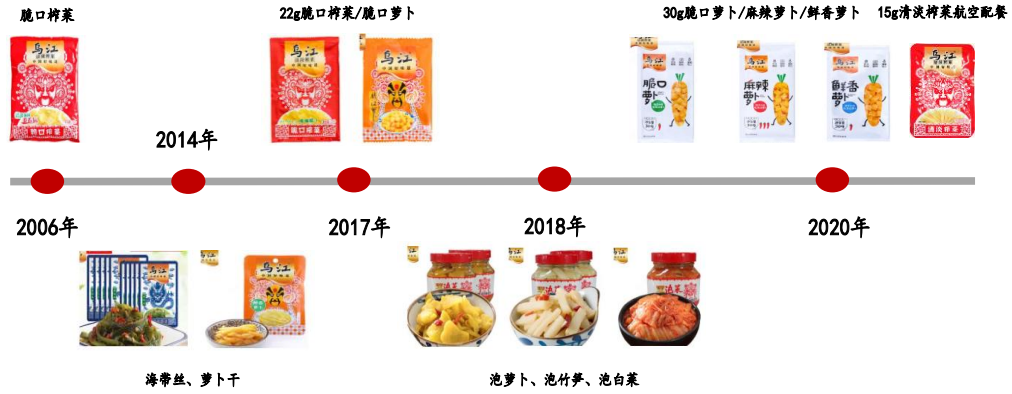
产品品类持续扩张，与竞品对比价格领先。公司目前主要经营业务种类为榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜。其中榨菜一直是公司深耕业务，具有多种口味多种规格，以满足消费者多元化需求。如 06 年推出迎合健康需求的低盐脆口榨菜，其含盐量仅为传统榨菜的 80%。公司 15 年加强推广脆口萝卜，由于其含盐度低口味脆爽酸甜，氮气包装符合健康理念，深受消费者喜爱。继 15 年收购惠通食品之后公司又于当年推出泡菜品类，由于惠通泡菜知名度有限，公司凭借惠通国内领先的泡菜加工工艺和技术顺势推出乌江牌泡菜和下饭菜。此外公司还将加快酱类、川式复合调味品和休闲果蔬零食等品类延伸，致力于将“小乌江”发展成“大乌江”。公司主力产品鲜脆菜丝和大单品脆口榨菜在产品品质和价格方面和竞品对比均具有较强竞争力。

表格 4. 公司主要产品一览

主要产品	产品介绍	产品图样
榨菜	公司生产的乌江牌系列榨菜销量连续多年行业领先，产品品种丰富，具有多种口味、多种价位、多种规格，满足不同地域和高中低各个消费层次的多场景消费需求。其中，既有深受消费者喜爱、榨菜行业销量最大的单品，也有行业唯一具有高附加值和引领消费升级的充氮保鲜产品，如150g脆口榨菜、22g脆口榨菜等。乌江榨菜是公司发展的主力产品。	
萝卜	萝卜产品定位为大单品，是公司品类多元化的首次试水，与榨菜在生产、销售方面协同度高，能够充实各地域、各消费层次、多场景的消费需求，经持续引导，小包装萝卜的消费习惯培育趋于成熟，从无到有，增速明显。	
泡菜	公司生产的泡菜是四川泡菜行业的知名产品。公司全资子公司惠通实业，拥有中国泡菜行业领先的泡菜加工工艺和技术装备。公司泡菜有瓶装和袋装两大系列，酸爽美味，备受消费者青睐，是公司进一步发展的重要拓展产品。	
下饭菜	下饭菜是中国酱腌菜红油小菜的代表。公司的乌江下饭菜、惠通下饭菜以瓶装为主，有15个品相。瓶装产品代表酱腌菜品类的升级方向，满足消费者对高品质追求的需求。瓶装下饭菜是公司做大酱腌菜的战略性发展产品	

资料来源：公司年报，天猫旗舰店，川财证券研究所

图 30：涪陵榨菜新品推出情况一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

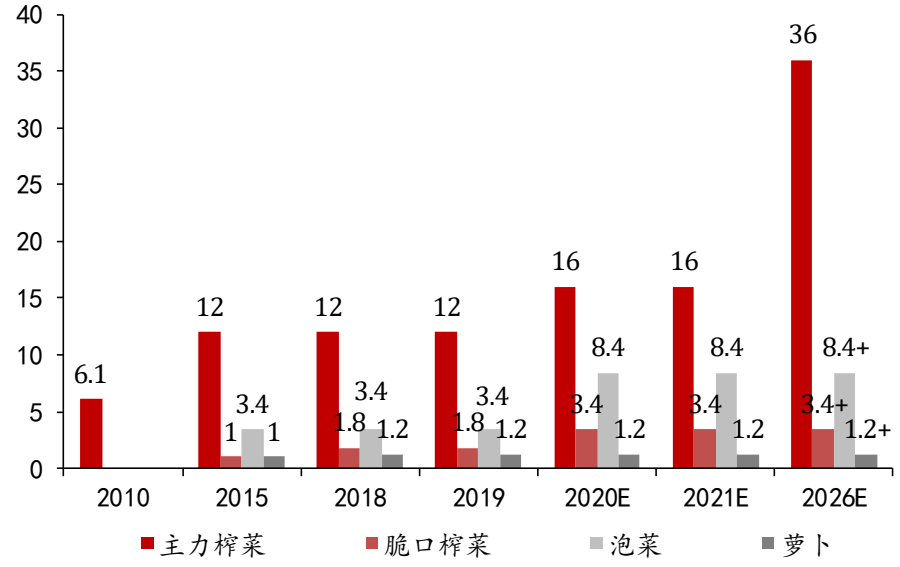
表格 5. 公司主要榨菜产品与竞品对比

类别	品牌	产品名称	价格（元）	产品规格	均价（元/100g）
主要榨菜单品	乌江	乌江涪陵榨菜鲜脆菜丝	21.90	70g*10袋	3.13
		乌江涪陵榨菜脆口榨菜	39.90	150g*10袋	2.66
	鱼泉	鱼泉脆香榨菜	36.80	80g*20袋	2.30
	六必居	六必居榨菜70g*15榨菜丝	24.50	70g*15袋	2.33
	饭扫光	饭扫光下饭菜 80g*8袋脆口榨菜	14.80	80g*8袋	2.31
	味聚特	味聚特无防腐剂口口脆榨菜	24.90	53g*20袋	2.35
	铜钱桥	铜钱桥榨菜丝余姚特产小包装	29.80	40g*50袋	1.49
	备得福	备得福余姚榨菜小包装	9.90	40g*20袋	1.24
	吉香居	吉香居榨菜系列	19.80	66g*8袋	3.75

资料来源：天猫旗舰店，川财证券研究所，注：时间为 2020 年 8 月 27，选取产品均为旗舰店内销量最高的袋装榨菜单品。

产能释放在即，助力公司迈向“大乌江”。公司目前致力于推进“小乌江”向“大乌江”发展，泡菜市场规模大，是公司重点突破的关键。2018 年泡菜市场规模达 554 亿，远远大于榨菜市场规模，09-18 年 CAGR 达 9%。但泡菜市场竞争格局分散，行业绝对头部企业有待培育。公司现有泡菜产能 3.4 万吨，再加上辽宁的 5 万吨泡菜生产基地建设项目主体部分已接近完成，泡菜产能释放在即，将助力公司迈向“大乌江”，此外，公司位于眉山的 5.3 万吨榨菜生产线项目和涪陵的 1.6 万吨脆口榨菜生产线项目进入验收阶段，公司 2020 年还将募投资金建设 20 万吨榨菜产能项目，建设期三年，达产期三年。公司 2010 年上市时由于产能有限，产品供不应求，产能利用率大于 100%，后续公司不断扩建产能，据渠道调研，近年公司主力榨菜产能利用率仍处于高位水平。未来产能的释放和品类的延伸有助于公司“大乌江”战略的实现。

图 31：公司 26 年主力榨菜产能有望达 36 万吨



资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.3 横向发展联销体+新零售，纵向渠道延伸下县

涪陵榨菜以经销为主，近年来公司建设渠道策略不断改善。09 年采用高返点政策提高经销商积极性，扩大市场份额；13 年采用差别化经销商合作模式，对不同经销商考核指标不同；15 年按承担任务类型将经销商分为多类；17 年优化资源配置，要求经销商多目标平衡；18 年采用“大水漫灌”政策，以高于行业标准的高返利高折扣模式抢占优质经销商；19 年进行办事处裂变，加大

渠道下沉力度，并大力发展联盟商提高直控终端力度。

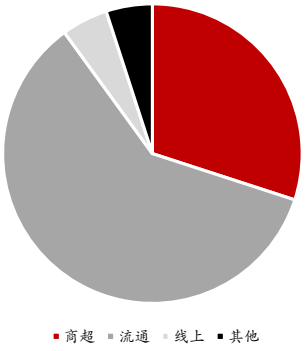
表格 6. 公司历年渠道策略一览

渠道政策	主要内容	目的
2009年 战略经销商	引入大经销商制度，采用高返点模式提高经销商积极性。	份额扩张
2013年 差别化战略经销商合作模式	放低优势市场经销商考核标准，降低空白市场潜在经销商标准以吸引潜在合作者，抢占空白市场。	渠道下沉
2015年 细化的差别化战略经销商模式	按任务将经销商分为三类，承担榨菜销售主力类、空白市场开发类、新品推广类。	推新品、渠道下沉
2017年 对经销商多品类考核	优化资源配置，要求经销商主力产品完成任务，高附加值产品和新品有效推广。	推广重点产品
2018年 大水漫灌	采取高返利高折扣形式刺激经销商进货。	抢占优质经销商
2019年 渠道下沉	办事处裂变，改进渠道进货激励模式，发展联盟商。	推广重点产品、渠道精耕与下沉

资料来源：公司公告，川财证券研究所

目前渠道横向发展上，公司建立联销体，并积极开拓新零售渠道。公司与部分二级经销商建立联销体，风险共担，利益共享，对渠道进行扁平化改造以直控终端。同时由于近年来传统渠道受到冲击，电商、社区团购、外卖等新兴渠道快速发展。公司重视和加强电商渠道、餐饮渠道、新零售渠道的发展，在线上渠道推出邱氏菜坊品牌，以小规格包装占领低价位市场；针对餐饮渠道推出 800g 大包装产品。并积极拓展社区团购、外卖等新零售渠道，如加快布局社区生鲜超市、饿了么、美团等新零售平台，还针对外卖推出 22g 小包装榨菜等。

图 32：公司渠道结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

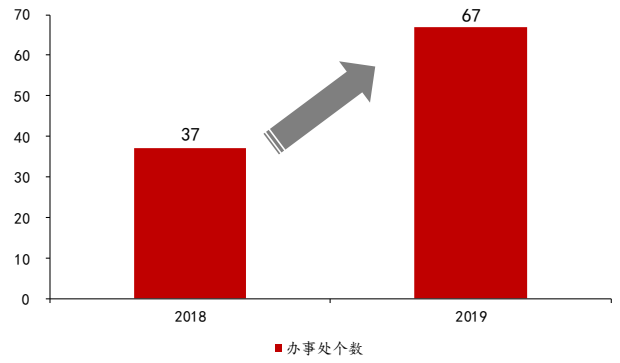
图 33：涪陵榨菜进入外卖渠道



资料来源：公司公告，川财证券研究所

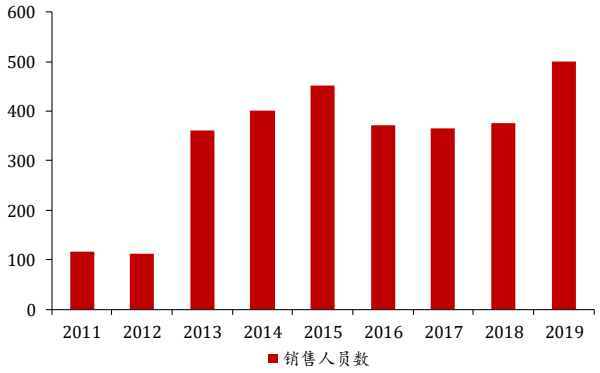
纵向上，2019 年公司针对人口 10 万以上的县级市场进行渠道下沉。公司原来传统渠道多为一二线城市的 KA 商超、农贸市场，小卖部等零售终端，县级市场覆盖率较小。2013 年公司尝试利用省级经销商辐射县级市场进行渠道下沉，但效果甚微。近年由于一二线城市传统渠道受到新零售的冲击，收入增速放缓，公司再次聚焦开发县级市场，通过办事处裂变扩大销售团队绕过现有经销商直接向县级市场进行渠道下沉，19 年末公司办事处裂变为 67 处，销售人员由 376 增加至 501 人，新增 700 多个县级经销商，据渠道调研反馈，公司 19 年开拓的县级经销商存活率超过 90%，远超公司年初预期。公司现拥有约 1400 家县级经销商，1600 多家忠实的一级经销商。

图 34：公司办事处裂变为 67 家



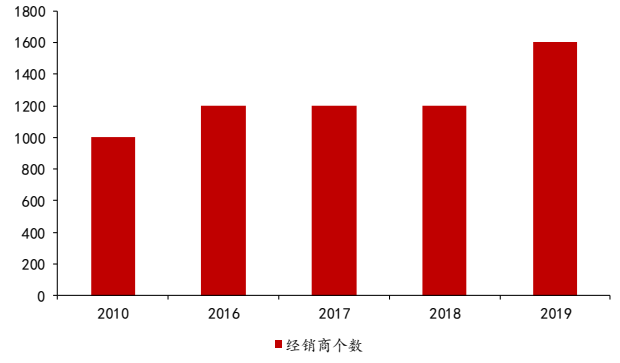
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 35：公司销售人员增加至 501 人



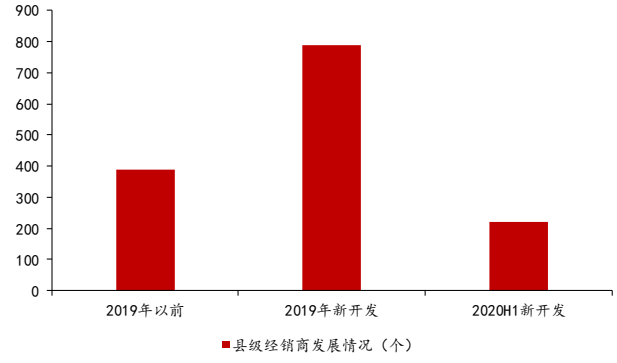
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 36：一级经销商数量超 1600 个



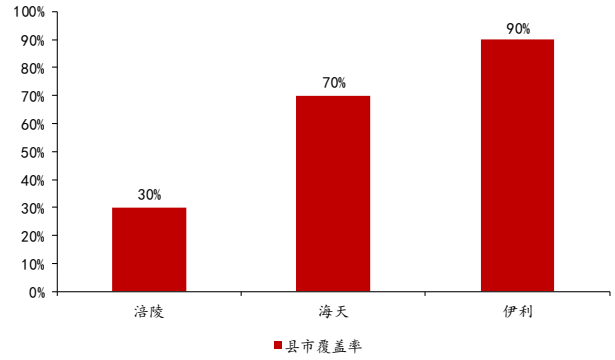
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 37：2019 年渠道下沉县级经销商发展情况



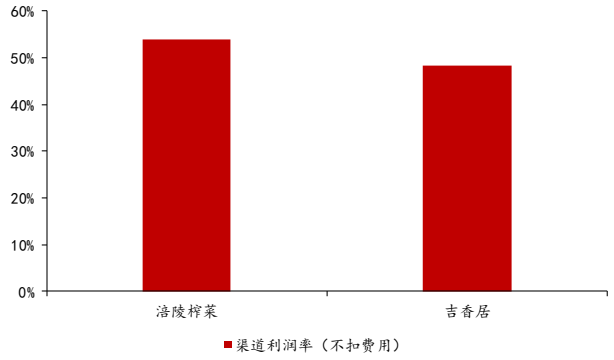
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 38：涪陵榨菜县市覆盖率提升空间大



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 39：涪陵榨菜渠道利润高于竞争对手



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

四、短期业绩确定性高，长期看好提价力及渠道力

4.1 短期渠道库存低位，20 年业绩确定性高

疫情推动渠道降库存，经销商备货意愿强烈。18 年由于公司实行针对经销商的“大水漫灌”政策，渠道库存高企，透支了 19 年部分业绩，导致 19 年收入增速疲软。同期，预收账款位于低位，经销商备货意愿较弱。后续公司进入调整状态，渠道库存被慢慢消化，至 2019Q4，渠道库存降至 1-1.5 个月，属于合理区间。20 年初疫情爆发，榨菜作为单价低、消费频次高、居家消费属性较强的产品被消费者大量采购，终端缺货现象明显，渠道库存降至低位，仅有 0.5-1 个月，预收款项大幅增加，经销商备货意愿强烈。

图 40：渠道库存情况变化一览

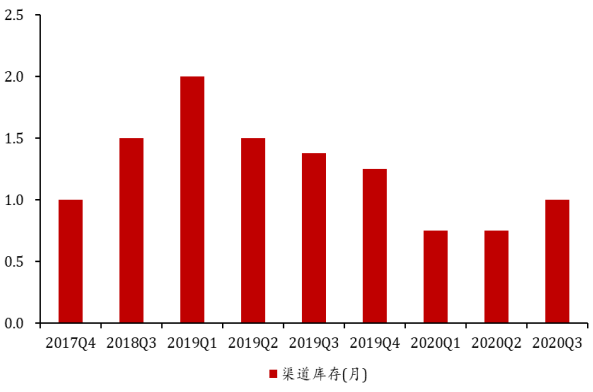
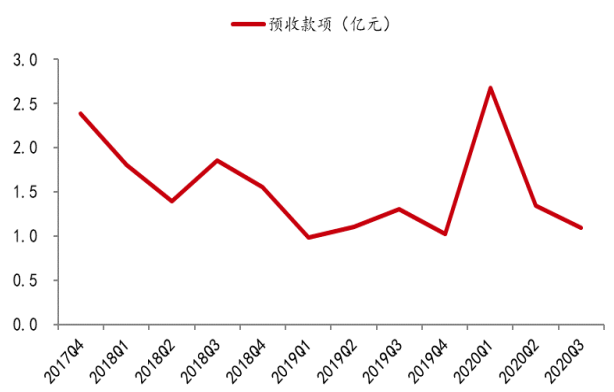


图 41：预收账款变化情况一览

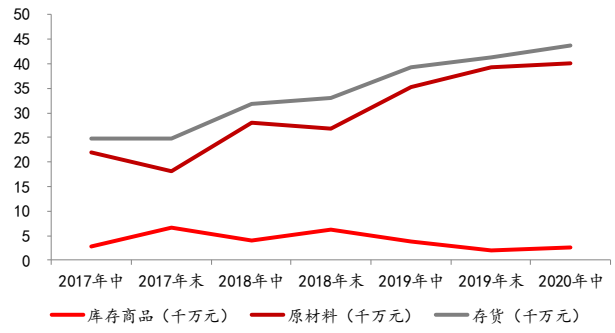


资料来源：Wind，川财券研究所

资料来源：公司公告，川财证券研究所

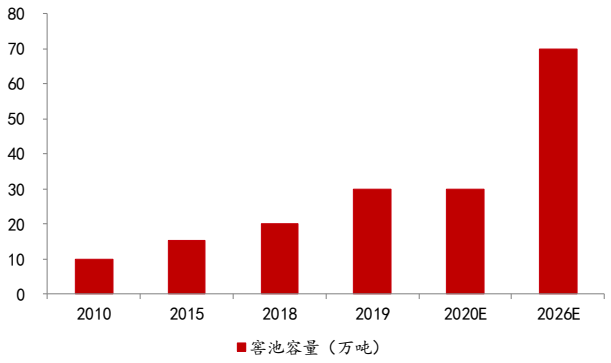
公司存货增加，原材料储备保障生产。同期公司存货增加，拆开来看，公司库存商品降低，原材料随着窖池容量的提升而增加，目前公司拥有 30 万吨左右的原料窖池，未来还将增建 40.7 万吨容量的窖池，用来收贮青菜头和青菜头粗加工后的头盐二盐三盐等盐菜块，青菜头收获经过一定工艺加工后可长时间储存。公司原料收贮及调剂能力处于行业领先位置，为平抑大宗原料价格大幅波动、赢得竞争和维持榨菜可持续发展奠定了坚实的基础。可以预见 2020 年公司轻装上阵，原材料储备保障生产。

图 42：存货变化情况一览



资料来源：Wind，川财券研究所

图 43：2026 年规划窖池容量可达 70 万吨



资料来源：公司公告，川财证券研究所

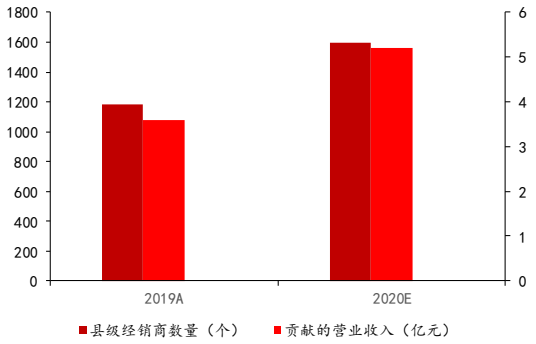
20 年全年收入有望达 26 亿元（税前），县级市场收入增量贡献有望超过 1/2。根据渠道调研，2020 年公司销售收入有望达到 26 亿元（税前），同比增长 13%，县级市场占比有望达 20%。假设线上收入保持 5%占比不变，则 2020 年县级市场收入增量对全年营收增速贡献有望达 7%，超过 1/2。

图 44：县级市场增量对全年增速贡献有望达 7%

	2019A	2020E	同比增速	对整体营收增速贡献率
总收入	23.0	26.0	13.0%	
省市级市场收入	18.3	19.5	6.8%	5.4%
县级市场收入	3.6	5.2	44.4%	7.0%
线上收入	1.2	1.3	13.0%	0.7%

资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 45：20 年县级市场收入有望达 5.2 亿元



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

4.2 长期看好提价力及渠道力，市占率有望达 50%

榨菜价格基数小，头部企业拥有较强提价能力。由于榨菜价格基数小，消费者对价格变动较不敏感，公司利用这一特性，凭借其头部企业的优势，历年来曾多次提价，以直接提价和间接提价的方式逐渐打开榨菜价格天花板。08 年由于冰雪灾害青菜头整体减产，价格上升，公司将 0.5 元/70g 的榨菜调整为 1 元/100g，间接提价 40%；12-13 年公司间接提价并更换包装；16-18 年，随着消费升级以及原材料青菜头价格上涨，公司以间接+直接的方式先后进行了 5 次调价；20 年由于渠道库存低位终端需求旺盛，公司提价能力再次强化，以间接方式再次提价 14%。直接提价简单粗暴，可以快速转嫁成本压力，有望向上拓展榨菜价格天花板，可若产品和包装没有发生改变或不易被消费者接受，但直接提价可以为后面的间接提价提供向上空间。

表格 7. 涪陵榨菜历年提价情况

时间	提价方式	说明	提价幅度
2008年	间接	将0.5元/70g提升为1元/100g	40%
2012年	间接	1元/100g替换为1元/80g	25%
2013Q1	间接	将1元/80g提升为1元/70g，同时换包装（三榨到脸谱）	14%
2014年1月	间接	1元/70g产品替换为1元/60g	17%
2015年	间接	广东地区：鲜爽菜丝包装从1元/50g，60g，70g升级为1.5元/88g	2%
2016年	间接	全国地区：鲜爽菜丝包装从1元/50g，60g，70g升级为1.5元/88g	2%
2016年7月	直接	上调商超渠道11个单品的产品到岸价格	8-12%
2017年2月	直接	上调非商超渠道80g和88g榨菜主力9个单品的产品到岸价格	15-17%
2017年11月	间接	88g主力产品和175g产品调整为80g和150g	10%/17%
2018年10月	直接	上调7个单品的产品到岸价格	10%
2020年6月	间接	80g主力流通产品规格调整为70g	14%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

频繁提价使销量承压，渠道下沉有助实现量价齐升。从量价方面分析公司业绩，可以发现营收增速和渠道策略以及提价时机息息相关，公司营收波动可以大概

分为以下几个周期。

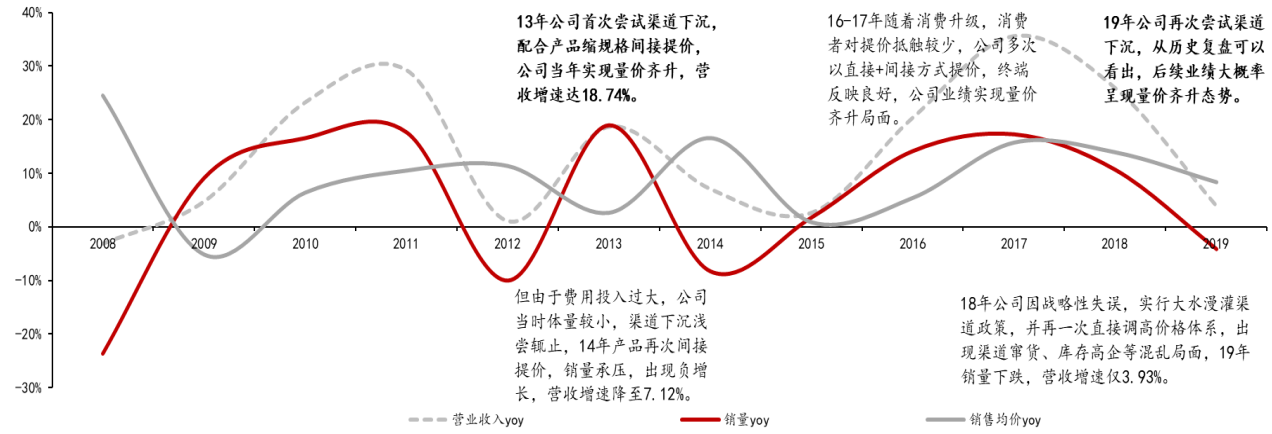
外部危机冲击，调整价格周期（2008-2012）：2008 年因雪灾青菜头收购价格上升，为转嫁成本公司第一次调高价格体系，但金融危机后消费者对提价有抵触心理，销量出现下跌，营收也出现负增长。09-12 年需求回暖，销量回升，11 年和 12 年开始进行缩规格间接提价，销量承压，于 12 年出现下跌，当年营收增速仅 1.14%。

渠道下沉配合提价周期（2013-2015）：13 年公司首次尝试渠道下沉，配合产品缩规格间接提价，公司当年业绩实现量价齐升，营收增速达 18.74%；但由于费用投入过大，公司当时体量较小，渠道下沉浅尝辄止，2014 年产品再次间接提价，销量承压，出现负增长，营收增速降至 7.12%

消费升级下调整价格、渠道周期（2016-2019）：16-17 年随着消费升级，消费者对提价抵触较少，公司多次以直接+间接方式提价，终端反映良好，公司业绩呈现量价齐升局面。18 年公司因战略性失误，实行“大水漫灌”渠道政策并再一次直接调高价格体系，出现渠道窜货、库存高企等混乱局面，导致 19 年销量下跌，营收增速仅 3.93%；后公司因一二级城市传统渠道饱和，三线城市受新零售影响较小，传统渠道有待开发，再次尝试渠道下沉。**从历史复盘可以看出，渠道下沉配合公司 20 年 6 月产品缩规格提价，公司后续业绩大概率呈现量价齐升态势。**

叠加经销商管理新制度有望熨平业绩波动，未来市占率有望达 50%。公司 20 年中报披露经销商管理新制度：执行分旬编制订单滚动计划，设置经销商库存警戒线，合理控制产品库存以及经销商合作模式坚持合理任务、不罚款、低返利、多奖励，窜货重处重罚原则，使经销商“轻装上阵”。渠道下沉叠加经销商管理新制度双管齐下有望熨平公司业绩周期波动。涪陵榨菜未来 5 年市占率有望达到 50%，分量价来看，其中销量的提升主要来自于存量市场自然动销，增量市场覆盖率以及复购率的提升；销售价格的提升主要系榨菜头部企业具有较强定价权以及消费升级趋势下消费者相比价格更注重品质。

图 46：涪陵榨菜业绩量价拆分情况一览



资料来源：公司公告，招股说明书，川财证券研究所

五、盈利预测与估值

（1）收入端：

榨菜：我们将榨菜业务分为主力榨菜（鲜脆菜丝）和脆口榨菜，分别预测其营业收入。考虑到 2020 年末惠通 5 万吨/年榨菜和 1.6 万吨/年脆口生产线有望投产，假设产能分 3 年释放。预计 2020-2022 年主力榨菜销售收入分别为 16.17、18.11、19.92 亿元，分别同比增长 13.00%、12.00%、10.00%；预计 2020-2022 年脆口榨菜销售收入分别为 3.63、4.36、4.79 亿元，分别同比增长 29.00%、20.00%、10.00%。

泡菜：考虑到辽宁 5 万吨/年泡菜生产线 2021 年有望投产，我们预计 2020-2022 年泡菜销售收入分别为 1.46、1.75、2.18 亿元，分别同比增长 15.00%、20.00%、25.00%。

萝卜：我们预计 2020-2022 年萝卜销售收入分别为 1.21、1.34、1.47 亿元，分别同比增长 10.00%、10.00%、10.00%。

（2）利润端：

榨菜：考虑到公司提价能力，我们预计 2020-2022 年榨菜毛利率整体水平稳中微升，分别为 62.00%、62.60%、63.00%。

泡菜：考虑到泡菜销售规模扩大后会有一定规模效应，我们预计 2020-2022 年泡菜毛利率水平分别为 42.00%、44.00%、45.00%。

萝卜：我们预计 2020-2022 年萝卜毛利率水平稳中微升，分别为 52.12%、52.50%、53.00%。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 22.85、25.93、28.74 亿元；归母净利润分别为 7.51、9.04、10.27 亿元；EPS 分别为 0.95、1.15、1.30 元/股，对应当前 PE 分别为 44.19、35.63、32.29 倍。考虑到公司品牌、产品、渠道齐发力，未来产能释放有望助力业绩高增长，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 8.　分产品盈利预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
榨菜	主力榨菜收入（百万）	1,390.00	1,431.00	1,617.03	1,811.07	1,992.18
	同比	21.58%	2.95%	13.00%	12.00%	10.00%
	脆口榨菜收入（百万）	237.94	281.54	363.19	435.82	479.41
	同比	68.72%	18.32%	29.00%	20.00%	10.00%
泡菜	收入（百万）	147.01	126.56	145.54	174.65	218.32
	毛利率(%)	44.34	41.09	42.00	44.00	45.00
	同比	19.31%	-13.91%	15.00%	20.00%	25.00%
萝卜	收入（百万）		110.34	121.37	133.51	146.86
	毛利率(%)		52.12	52.12	52.50	53.00
	同比			10.00%	10.00%	10.00%
其他产品	收入（百万）	0.48	0.38	0.40	0.42	0.44
	毛利率(%)	35.42	26.32	26.32	26.32	26.32
	同比	-56.76%	-20.83%	5.00%	5.00%	5.00%
其他收入	收入（百万）		37.25	37.25	37.25	37.25
	毛利率(%)		48.86	48.86	48.86	48.86
	同比			0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入（百万）	1914.35	1989.59	2284.78	2592.73	2874.46
	毛利率(%)	55.76	58.61	59.98	60.62	60.93
	同比	25.92%	3.93%	14.84%	13.48%	10.87%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 9.　可比公司估值表一览

日期	2020/12/30	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	（元）	（亿元）	20E	21E	22E	20E	21E	22E
002507.SZ	涪陵榨菜	46.53	367.12	0.95	1.15	1.30	48.91	40.63	35.77
可比公司									
603288.SH	海天味业	200.52	6497.74	1.96	2.32	2.73	102.36	86.54	73.45
600872.SH	中炬高新	67.60	538.53	1.09	1.36	1.67	62.05	49.77	40.50
603027.SH	千禾味业	38.43	255.82	0.45	0.59	0.76	85.51	64.89	50.61
600305.SH	恒顺醋业	23.20	232.69	0.34	0.40	0.48	67.54	57.40	48.33
603317.SH	天味食品	76.48	482.16	0.69	0.94	1.27	110.93	81.76	60.36
603755.SH	日辰股份	78.32	77.23	0.97	1.29	1.65	80.23	60.65	47.37

平均值	84.77	66.84	53.44

资料来源：Wind，川财证券研究所，股价截止时间为 2021 年 1 月 4 日

风险提示

1）食品质量安全的风险；

2）主要原材料价格波动的风险；

3）产品销售的季节性风险；

4）经销商渠道管理的风险。

报表预测					
利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1914.4	1989.6	2284.8	2592.7	2874.5
减:营业成本	846.9	823.5	914.4	1020.9	1123.0
营业税金及附加	30.0	28.9	33.2	37.6	41.7
营业费用	280.6	406.9	411.3	440.8	488.7
管理费用	58.9	63.0	72.4	82.2	91.1
财务费用	-3.4	-5.1	-31.7	-54.2	-79.7
资产减值损失	3.0	-0.2	1.8	1.8	1.8
加:投资收益	53.4	34.3	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	785.7	718.6	883.5	1063.6	1207.9
加:其他非经营损益	-7.2	-6.3	0.0	0.0	0.0
利润总额	778.5	712.3	883.5	1063.6	1207.9
减:所得税	116.8	107.2	132.5	159.5	181.2
净利润	661.7	605.1	751.0	904.0	1026.7
减:少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东净利润	661.7	605.1	751.0	904.0	1026.7
资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	987.3	837.3	2017.9	2831.8	4287.1
应收和预付款项	17.6	23.2	25.0	29.4	30.8
存货	329.9	413.7	412.0	509.9	504.2
其他流动资产	333.9	243.4	243.4	243.4	243.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	933.9	1153.4	988.6	823.7	658.8
无形资产和开发支出	193.5	189.8	172.6	155.5	138.3
其他非流动资产	18.3	357.0	357.0	357.0	357.0
资产总计	2814.4	3217.7	4216.5	4950.6	6219.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	331.4	336.8	584.6	414.7	656.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
负债合计	343.2	348.6	596.5	426.5	668.7
股本	789.4	789.4	789.4	789.4	789.4
资本公积	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
留存收益	1660.6	2060.5	2811.5	3715.5	4742.2
归属母公司股东权益	2471.3	2871.2	3622.1	4526.2	5552.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	2471.3	2871.2	3622.1	4526.2	5552.9
负债和股东权益合计	2814.4	3219.8	4218.6	4952.7	6221.5

现金流量表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	558.7	516.9	1148.6	759.3	1375.2
投资性现金净流量	544.6	-612.7	0.0	0.0	0.0
筹资性现金净流量	-118.4	-205.2	32.1	54.6	80.1
现金流量净额	985.4	-300.7	1180.7	813.9	1455.3

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	55.8%	58.6%	60.0%	60.6%	60.9%
销售净利率	33.3%	29.7%	32.9%	34.9%	35.7%
ROE	26.8%	21.1%	20.7%	20.0%	18.5%
ROA	26.3%	21.3%	20.2%	20.4%	18.1%
成长能力					
销售收入增长率	25.9%	3.9%	14.8%	13.5%	10.9%
净利润增长率	55.6%	-7.4%	27.3%	20.4%	13.6%
资本结构					
资产负债率	12.2%	10.8%	14.1%	8.6%	10.8%
流动比率	5.0	4.5	4.6	8.7	7.7
速动比率	3.0	2.6	3.5	6.9	6.6
经营效率					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.6	2.0	2.2	2.0	2.2
业绩和估值					
EPS	0.8	0.8	1.0	1.1	1.3
BPS	3.1	3.6	4.6	5.7	7.0
PE	55.5	60.7	48.9	40.6	35.8
PB	14.9	12.8	10.1	8.1	6.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399