



拓品类拓市场业绩迎来新增长点，酱腌菜龙头有望迎来估值修复 ——涪陵榨菜（002507.SZ）投资价值分析报告

● 酱腌菜市场空间及集中度有望提升

我国消费者具有长期食用酱腌菜的消费习惯，但相较于日本及美国等国家，人均食用量仍有较大提升空间，同时酱腌菜也从仅作为佐餐下饭，不断拓宽消费场景，可作为炒菜、休闲零食食用，消费场景拓宽有望提升消费频次及消费量，推动市场空间不断扩大。目前泡菜、萝卜等酱腌菜市场集中度较低，在消费升级趋势下，消费者对食品安全、便捷性、健康性的关注，有望带来包装榨菜、泡菜、萝卜等酱腌菜市场集中度提升。

● 短期来看，公司业绩有望改善

收入端，去年公司对核心产品提价 3-19%，提价顺价基本完成，另外，疫情反复的不确定性下，居家囤货需求可能延续，四季度收入相较去年同期有望提升。成本端，榨菜原材料青菜头今年收购价格较去年下降，由于青菜头为一次收割，全年使用，一般当年 2 月前后采购，加工处理后当年 5 月开始使用，一直使用到第二年的 5 月，因此今年下半年到明年一季度成本端较上一年有所下降。费用端，四季度进入传统淡季，因此营销力度通常有所调整，投入也会相对减少，整体来看，公司业绩有望改善。

● 长期来看，“双拓”战略带来新的业绩增长点

公司拓品类、拓市场的双拓战略，有望为公司业绩带来新的增长点，从品类看，泡菜、萝卜等新品类市场空间较大，目前市场集中度较低，公司有望依托品牌及渠道优势，抢占市场份额；从渠道看，公司榨菜主要用于家庭消费，未来随着餐饮渠道以及低线城市的渠道拓展，业绩有望进一步提升，同时酱腌菜消费频次、消费量有望进一步提升，市场空间将进一步扩大，公司依托长期的产品优势、品牌优势、渠道优势，有望持续扩大竞争优势。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 26.80、30.16、34.06 亿元，YOY 分别为 6.39%、12.53%、12.94%；EPS 分别为 1.04、1.21、1.34 元，YOY 分别为 24%、17%、11%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 29.12 元/股，目前公司 PE（TTM）百分位为 2.75%，估值处于历史低位水平，有较大修复空间，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

原材料不足或原材料价格波动引致的经营业绩波动风险、食品安全风险、募投项目投资风险、并购整合风险。

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2519	2680	3016	3406
YOY	10.82%	6.39%	12.53%	12.94%
归母净利润	742	921	1073	1191
EPS	0.84	1.04	1.21	1.34
P/E	30.33	24.44	20.96	18.90

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

食品饮料行业组

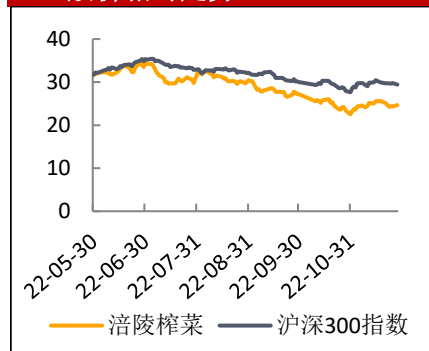
SFC:AAK004

Email:yjb@huatongzq.com

主要数据 2022.11.29

收盘价（元）	25.35
一年中最低/最高	22.12/39.66
总市值（亿元）	225.0
ROE（加权）	9.44%
PE（TTM）	24.07

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	5
1.1.行业基础信息及现状	5
1.1.1.行业基本信息	5
1.1.2 行业国内竞争格局	6
1.1.3 调味品行业下游渠道情况	6
1.2 行业发展趋势	7
1.2.1 行业未来成长空间及速度	7
1.2.2 行业发展趋势	9
二、公司主要业务板块经营情况分析	11
2.1 公司主营业务及产品介绍	11
2.2 公司经营业绩情况	13
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	14
2.3.1 品牌优势	14
2.3.2 产业链优势	16
2.3.3 渠道优势	18
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较	20
三、2022-2024 年公司整体业绩预测	22
四、公司估值分析	24
4.1.PE 模型估值	24
4.2.PEG 模型估值	25
4.3.DCF 模型	25
五、公司未来六个月内投资建议	25
5.1.公司股价催化剂分析	25
5.2.公司六个月内的目标价	26
六、公司投资评级	26
七、风险提示	27



图表目录

图 1 榨菜下游消费场景占比	5
图 2 中美日三国人均消费量及金额对比	5
图 3 2008 年腌制品竞争格局	6
图 4 2021 年腌制品竞争格局	6
图 5 调味品行业零售渠道份额占比	7
图 6 腌制品销量及增速	8
图 7 腌制品零售额及增速	8
图 8 包装榨菜市场规模 (亿元)	9
图 9 泡菜市场规模 (亿元)	9
图 10 2021 年腌制品占比情况	9
图 11 公司产品发展历程	11
图 12 营收及增速	13
图 13 净利润及增速	13
图 14 分产品营业收入	13
图 15 分产品营收增速	13
图 16 分产品毛利润情况	14
图 17 分产品毛利率情况	14
图 18 公司毛利率及销量、营收及毛利润增速情况	16
图 19 营业成本构成	17
图 20 各产品 2022 年 H1 营业成本构成	17
图 21 分销售区营业收入变化情况	19
图 22 分销售区域毛利率情况	19
图 23 营收及毛利润 5 年复合增长率情况	20
图 24 可比公司存货周转率	20
图 25 可比公司应收账款周转率	20
图 26 可比公司总资产周转率	21
图 27 可比公司销售费用率	21
图 28 可比公司管理费用率	21
图 29 可比公司财务费用率	21
图 30 可比公司净资产收益率对比	22



图 31 可比公司毛利率对比.....	22
图 32 可比公司净利率对比.....	22
图 33 公司 PE (TTM) 估值百分位.....	24
图 34 可比公司及行业 PE (TTM) 对比	24
表 1 不同渠道消费者购买特征.....	7
表 2 腌制品企业转型升级方向.....	9
表 3 公司主要产品介绍.....	12
表 4 公司提价历程.....	15
表 5 主要竞争对手榨菜单价对比 (2022 年 11 月 24 日数据)	16
表 6 生产基地建设情况.....	17
表 7 各区域经销商数量变动	18
表 8 腌制品行业竞争市场.....	19
表 9 2022-2024 年公司收入预测.....	23
表 10 可比公司估值表 (截止 2022 年 11 月 29 日)	25
表 11 DCF 估值模型.....	25

一、公司所属主要行业情况分析

1.1.行业基础信息及现状

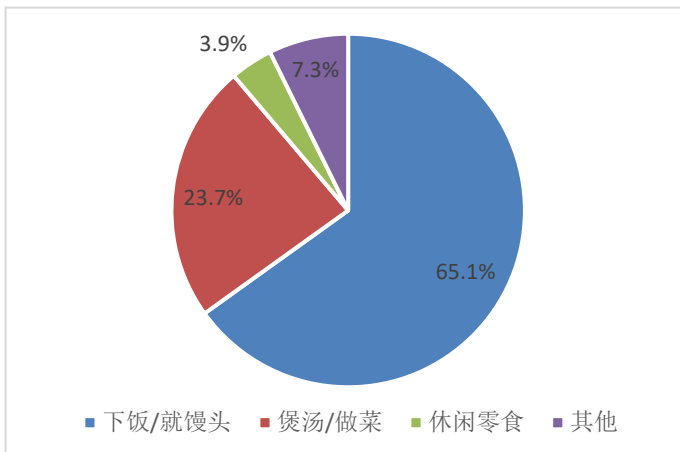
1.1.1.行业基本信息

榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜等酱腌菜作为佐餐开味菜的主要子品类，是人们开味下饭的必备产品，也是家庭餐桌上的常见食品，我国地域宽广、民族众多，各地均有长期食用酱腌菜的饮食习惯，同时不同的地理环境、口味差异催生了多品类、多口味的酱腌菜需求，从市场空间上看，由于中国乃至全球酱腌菜消费历史悠久，行业布局广阔、品类丰富，市场总体规模巨大。酱腌菜品种中，泡菜的规模最大。但由于泡菜属于一次发酵，需要冷链运输，保质期短，工业化程度低，目前大部分为家庭自制或者小作坊式生产，品牌化率和集中度均较低。相比之下，榨菜保质期长，易于储存和运输，且原料种植相对集中，有利于规模化生产，品牌化率和集中度较高。榨菜在中国也有着较为深厚的民众基础。自 1898 年诞生于涪陵，具有鲜、香、嫩、脆的特殊风味，以及营养丰富、方便可口和耐储存、耐烹调等许多特点，已经成为广大民众重要的佐餐食品。凭借较高的市场认知度和数量庞大的消费群体，榨菜已成为中国酱腌菜的典型代表，与法国酸黄瓜、德国甜酸甘蓝并称世界三大酱腌菜。

随着中国城市化、工业化进程的加快，人口进一步向城镇集中，居民消费能力不断提升，消费不断升级，新的消费方式不断出现，新的食用方法、功能不断涌现，例如榨菜、海带丝等正突破佐餐开味菜的定义，实现消费场景多样化。榨菜从之前主要用于开味下饭，延伸到煲汤、炒菜等，后来根据消费者需求拓展出多种新的食用功能，例如作为运动补盐新方式，代替盐和味精等作为菜品调味，也可作为休闲零食，有望带来消费频次的增加。

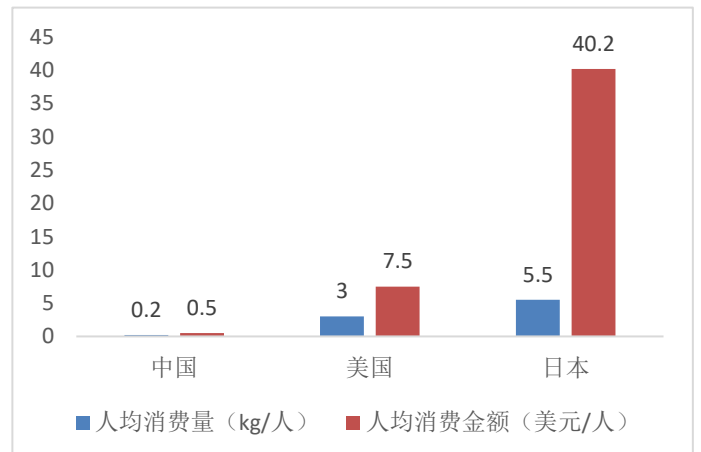
对比中美日三国腌制品人均消费量及消费金额，我国人均消费量及金额分别为 0.2kg/人，0.5 美元/人，对比美国及日本有数十倍差距，人均消费量及消费金额增长空间巨大，新消费场景需求、人均食用量提升等因素推动下行业未来发展潜力巨大。

图 1 榨菜下游消费场景占比



数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

图 2 中美日三国人均消费量及金额对比



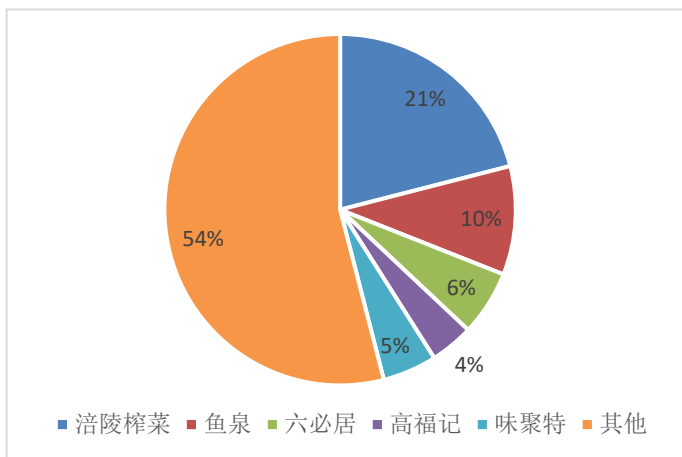
数据来源：观研天下，华通证券研究部

1.1.2 行业国内竞争格局

腌制品行业竞争格局较为分散，行业内比较有影响力的品牌有乌江、惠通、鱼泉、六必居、高福记、味聚特等，根据立鼎产业研究中心，2008年涪陵榨菜市场占有率21%，是第二名市占率的2.1倍；根据欧睿数据，2021年涪陵榨菜市场占有率36%，是第二名市占率的3.6倍，涪陵榨菜领先优势逐步扩大，随着国家和消费者对安全环保和食品安全的要求不断深化，行业向规模化、品牌化、品质化发展，行业集中度将进一步提高。

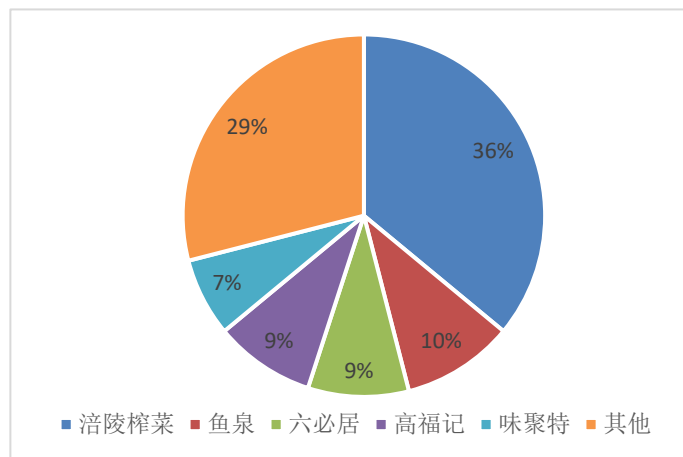
分产品来看，由于榨菜的主要原材料--青菜头产地主要集中在重庆、浙江、四川、湖南、贵州等省份，尤以重庆涪陵地区最多。其中：重庆涪陵占45.6%，重庆其他地区占14.4%，浙江地区占24%，四川地区占8%，我国其他地区占8%，因此榨菜从业企业主要集中在重庆涪陵、浙江及四川等地，行业区域性较为明显，由于行业准入门槛较低，导致产业竞争非常激烈，行业内大多数企业利润水平不高。行业内比较有影响力的品牌有乌江、惠通、铜钱桥、备得福、鱼泉、吉香居、味聚特等。同样，我国泡菜行业产量地域性较为集中，但是品牌数量较多，并且大多数都是家庭自制或小作坊生产，市场集中度较低，CR3仅为2.5%，而韩国泡菜行业CR2达到77%，市场提升空间大。从品牌来看，我国泡菜中较为知名的品牌有吉香居、味聚特、惠通、川南、鱼泉等，均为川渝地区性品牌。

图 3 2008 年腌制品竞争格局



数据来源：立鼎产业研究中心，华通证券研究部

图 4 2021 年腌制品竞争格局



数据来源：欧睿，华通证券研究部

1.1.3 调味品行业下游渠道情况

调味品行业下游渠道主要有餐饮、家庭和食品加工业三个渠道。2007年，调味品行业餐饮、家庭和工业三个渠道比例为4:3:3。随着外卖、团餐等新型餐饮业态的诞生，餐饮渠道比例不断提高，中国调味品协会统计，我国调味品消费渠道中餐饮采购、家庭消费、食品加工分别占比为50%、30%、20%，不同消费群体的购买特征如下：

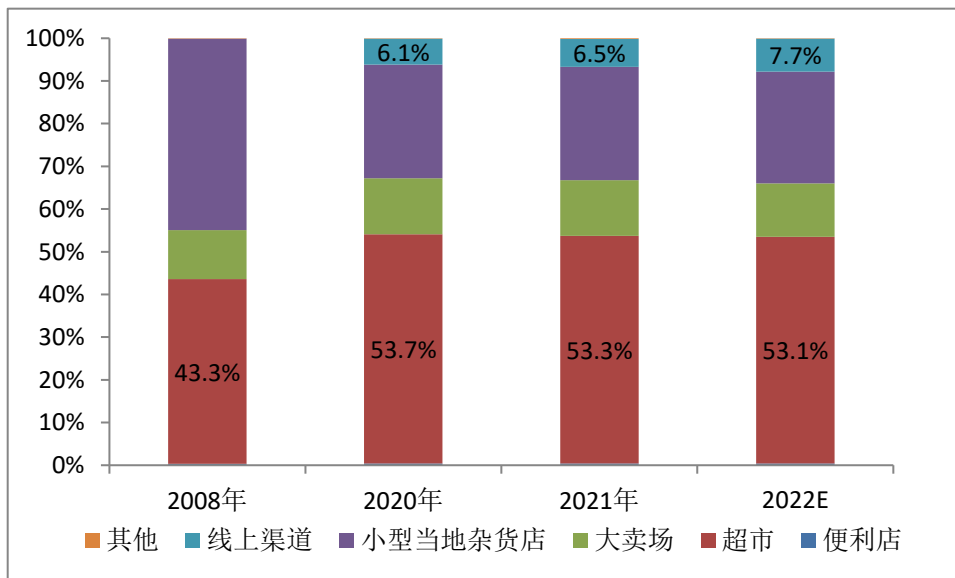
表 1 不同渠道消费者购买特征

消费群体	餐饮消费	家庭消费	食品加工制造
消费特点	专业厨师使用，对质量要求高，要求品质和口味长期稳定，粘性强	关注品牌、品质和价格，易受品牌宣传和促销等影响，做饭频率高者粘性强	关注产品成本和质量，偏重于基础调味料
使用特征	消耗量大、用量稳定、消费频率高，对专业化、功能化的调味料有更多需求，易守难攻	消耗量小、注重味觉体验和产产品健康、竞争相对激烈，新老产品更新升级较快，易攻难守	用量大，产品要求相对简单，易守难攻
主要渠道	以农贸批发市场为主，以商超、电商等为辅	以商超、便利店等现代流通渠道为主，以电商、传统流通渠道为辅	厂家或经销商直供等
价格敏感度	具有一定的价格敏感度，随着餐厅等级提升而降低	占家庭食品开支比重较低，价格敏感度相对较低	一般长期合作，价格敏感度高

资料来源：公开资料整理，华通证券研究部

根据欧睿数据，2008年调味品零售渠道中，便利店、超市、大卖场、小型当地杂货店的渠道占比分别为0.3%、43.3%、11.5%、44.8%，随着电子商务的发展以及人们购买习惯的变化，超市渠道及线上渠道销售占比逐步提升，2022年，便利店、超市、大卖场、小型当地杂货店及线上渠道的销售占比分别为0.4%、53.1%、12.5%、26.2%、7.7%，超市渠道近14年增长9.8个百分点，线上渠道自2010年从无到有近12年增长到7.7%。

图 5 调味品行业零售渠道份额占比



数据来源：欧睿，华通证券研究部

1.2 行业发展趋势

1.2.1 行业未来成长空间及速度

近年来，虽然国内经济增速下行、消费乏力、增长缓慢，但榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜作为深受消费者喜爱的酱腌菜品类，行业整体仍然保持了较为稳健的发展。随着中国城市化、

工业化、网络化进程的加快，人口进一步向城镇集中，同时城市生活节奏加快，消费者对产品方便快捷、健康安全的需求增加，居民消费能力将进一步提升。传统消费能力的稳定增长、新渠道的开拓、新的食用方法、功能的挖掘，将带动佐餐开胃菜市场容量进一步扩大。

根据欧睿数据，由于 2022 年疫情居家需求，榨菜等腌制品受家庭囤货储备等用量增加，带来 2022 年零售额增加，预计 2022 腌制品销售量为 91.89 万吨，增速 8.6%，零售额 198.46 亿元，增速 11.3%，预计 2027 年腌制品销量将达 118.66 万吨，5 年 CAGR 为 5.2%，预计零售额将达 251.71 亿元，5 年 CAGR 为 4.9%。

图 6 腌制品销量及增速

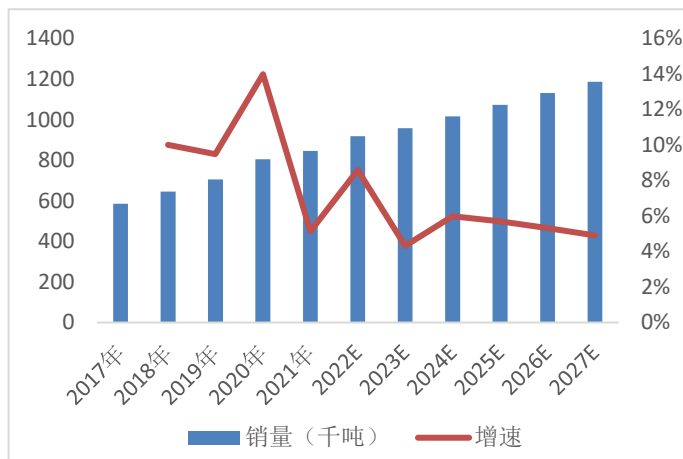
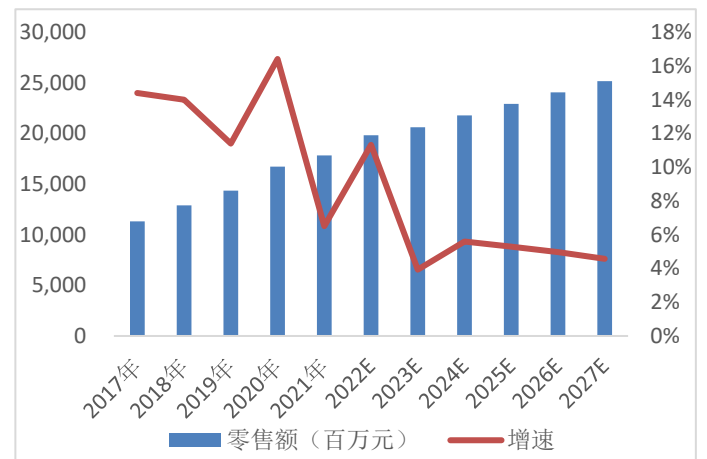


图 7 腌制品零售额及增速

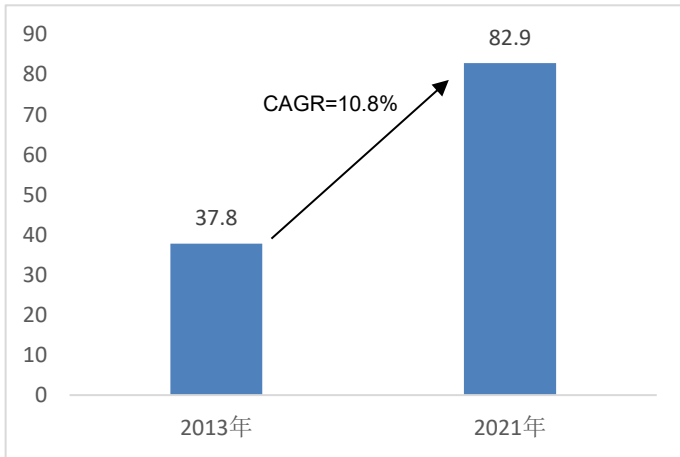


数据来源：欧睿，华通证券研究部

分产品来看，我国榨菜市场可大致分为散装和包装榨菜，两者具体占比尚无权威数据，结合 2019 年部分第三方统计数据来看，初步估算大概各占一半，相较于包装榨菜，散装榨菜在标准化、安全卫生、盐度优化、防腐剂添加、销售半径等方面存在较大不足和缺陷。随着居民消费意识的不断增强，以及国家对环保和食品安全监管的完善升级，包装榨菜逐步替代散装榨菜的趋势仍将延续。根据华经产业研究院数据，我国包装榨菜市场规模呈现上涨态势，由 2013 年的 37.8 亿元上涨至 2021 年的 82.9 亿元，年复合增长率为 10.8%。

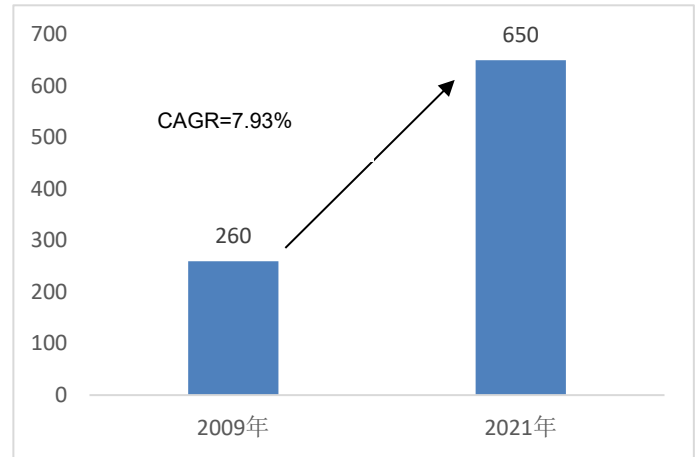
泡菜常用的原料有黄瓜、甘蓝、大白菜、洋葱、芹菜、萝卜、胡萝卜、茼蒿、甜菜、春莴苣、嫩姜、嫩扁豆、刀豆、青番茄等。2016-2020 年，我国泡菜行业产量及市场规模呈稳定增长趋势。根据恒州博智数据显示，2020 年，我国泡菜行业产量约 730 万吨，并且四川省泡菜产量占全国总量的 70%，地域性较为集中，预计 2021 年全国泡菜产量接近 750 万吨；市场规模从 2009 年的 260 亿元提升到 2021 年的 650 亿元，12 年 CAGR 为 7.93%。整体来看，泡菜、榨菜占腌制品份额 45%、22%。

图 8 包装榨菜市场规模 (亿元)



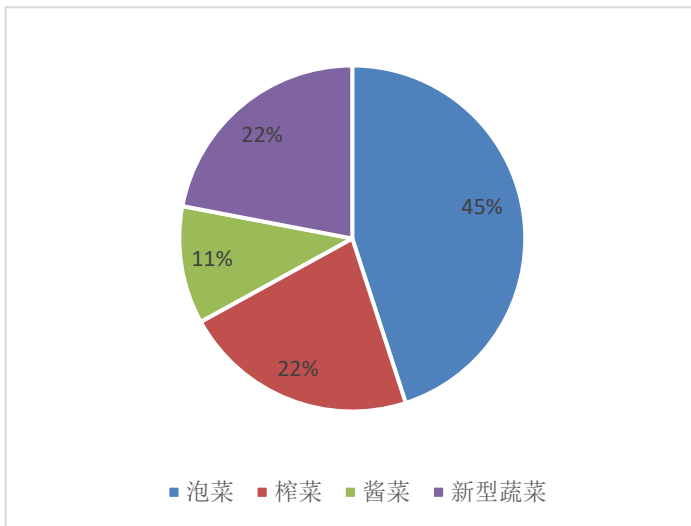
数据来源: 华经产业研究院, 华通证券研究部

图 9 泡菜市场规模 (亿元)



数据来源: 恒州博智, 华通证券研究部

图 10 2021 年腌制品占比情况



数据来源: 观研天下, 华通证券研究部

1.2.2 行业发展趋势

以榨菜行业为例, 2021 年年初青菜头收购价格猛涨、原料价格歧高, 年中大宗商品价格波动引起包装、辅材等价格大幅上涨, 消费品行业在生产端承压, 销售端同时面临社区团购等新渠道较大冲击, 对既有经销商体系挑战加大, 加之传统品牌老化对新生代消费群体粘性减弱, 行业洗牌呈现加剧态势。面对腌制品行业的激烈竞争以及消费市场的多元化需求, 行业内公司多举措并举探索企业的转型升级方向, 如顺应消费者对健康的关注降低产品盐度, 探索细分市场、拓宽消费场景、拓宽产品品类等多种方式, 不断满足消费者需求。

表 2 腌制品企业转型升级方向

转型升级方向	举例
健康低盐化	涪陵榨菜推出减盐 30% 的轻盐产品
	吉香居红油豇豆, 采用低盐工艺制作
	海天味业推出少添加、低盐、无亚硝酸盐的产品



市场细分化	味聚特、川南、备得福、铜钱桥等品牌纷纷推出清淡口味产品抢占学生、儿童市场
	川南推出早餐下饭菜，抢占早餐佐餐市场
拓宽消费场景	涪陵榨菜推出全型榨菜，可用于炒菜、炖鱼、煲汤等；推出小包装新品，作为休闲零
	海天味业为新品搭配出配粥、拌面、夹馒头等满足一日三餐消费场景下的食用方式
品类不断丰富	仲景食品利用“西峡香菇”的产地优势，率先开发出香菇酱系列产品
	吉香居推出烧椒酱、萝卜干、海带丝等品类
	海天味业推出木瓜丝酱腌菜

资料来源：观研天下，华通证券研究部

除此之外，在整体消费升级背景下，行业将呈现以下发展趋势

1. 调味品升级趋势明显

随着人们物质生活水平的提升，生活节奏的加快，消费者对调味品方便化、健康化会有更大的需求，这必将驱动调味品行业产品升级。调味品升级不仅体现在包装多样化、便捷化，更主要体现在保留传统工艺的基础上引进现代化、标准化的生产体系，产品更加强调安全卫生、少添加、轻盐化，这将有利于提升包装类腌制品以及健康轻盐类产品的市场份额。

2. 市场集中度将不断提高

随着消费者对食品安全日益重视以及国家对环保监管力度的不断加大，部分规模较小、经营不规范的企业将逐渐被淘汰，优势企业发展将更加迅速，行业整合进一步加速，市场集中度不断提高，企业规模化经营将成为行业发展的必然趋势。市场集中度的提高有利于规范市场竞争秩序，维护行业形象，保障食品安全，同时也有利于规模企业有效降低固定成本和管理成本，加大在食品安全、品牌、研发、营销等方面的投入力度，进一步提高企业经营效益。

3. 区域品牌向全国扩张

目前，调味品行业品类较多，整体市场集中度较低，多数细分品类仍是以区域品牌为主。随着部分规模较小、经营不规范的企业逐渐被淘汰，完成区域集中的企业将突破地域限制，走上战略扩张之路。部分已经完成原始积累，具备品牌、技术、研发、资金、人才优势的企业将走向全国市场。

4. 市场竞争由价格转向综合实力的竞争

改革开放四十年来，我国居民收入持续增加，消费水平日益提高，且调味品单价较低，价格已不再成为消费者关心的最重要因素。调味品企业之间的竞争也由单纯的价格因素，转变为品牌、质量和营销等企业综合实力的竞争。因此，具备良好的品牌形象、独特的产品特色以及切实可行销售策略的公司，将最终赢得消费者的信任和喜爱，从众多的市场竞争者中脱颖而出。

5. 智能制造作为降本增效抓手

智能制造作为调味品企业降本增效的重要抓手，将成为调味品企业战略方向之一。智能制造通过打造新的价值链条与网络，助力企业实现产业链的全方位变革。以海天、恒顺醋业为代表的调味品头部企业近年来在智能制造上投入较多，成效显著。

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

涪陵榨菜集团前身是四川省涪陵榨菜集团公司，其于 1988 年 4 月 30 日由原涪陵市人民政府批准成立，是一家以榨菜为根本的农业产业化生产企业，主要从事榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜和其他佐餐开味菜等方便食品的研发、生产和销售。公司依托涪陵地区作为榨菜原产地的地域优势，依靠几十年高品质的榨菜生产经营，产品产销量处于领先地位，市场占有率处于行业第一，较第二名领先优势逐步扩大，旗下“乌江”及“惠通”品牌具有很高的知名度和美誉度，现目前已成为中国佐餐开味菜市场的领军企业、龙头企业。

公司产品的发展主要经历了三个阶段，第一阶段是对主导产品的打造，抢占市场份额，第二阶段是对产品品类的扩充，延伸产品线，第三阶段是在市场发展变化下，以消费者需求为指引，以精品质量为前提，强化精品战略，全面推动产品优化升级。2022 年公司围绕品类和渠道进行双拓发展，其中品类拓展方面，公司将在 2021 年“聚焦榨菜，做热品牌”阶段性工作已完成的基础上，以榨菜为原点规划矩阵式发展，完成榨菜升级做透、萝卜突破做大并延伸开发休闲零食、酱类产品。

图 11 公司产品发展历程



资料来源：公司公告，华通证券研究部

表 3 公司主要产品介绍

主要产品	产品介绍	图示
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、价位及规格，满足不同地域和各个消费层次的多场景、多用途（佐餐开味下饭、家庭食材烹饪等）的消费需求。其中，既有深受消费者喜爱、榨菜行业销量最大的单品，也有具有高附加值和引领消费升级的充氮保鲜产品，如 70g 鲜脆榨菜丝、120g 脆口榨菜芯、22g 脆口榨菜芯等。乌江榨菜是公司发展的主力产品，2022 年乌江榨菜主要产品升级为“乌江轻盐榨菜”，产品减盐 30%以上，树立健康榨菜新标杆。	  88g 脆口榨菜芯 70g 原味榨菜片
下饭菜	下饭菜是中国酱腌菜红油小菜的代表，以萝卜、青菜、豇豆等为原料，通过“盐渍+榨”和“泡制+油炒”工艺生产加工而成。公司的下饭菜以瓶装为主，袋装为辅，瓶装产品代表酱腌菜品类的升级方向，满足消费者追求高品质消费及生活的需求。瓶装下饭菜轻盐下饭、开味健康，是公司做大酱腌菜的战略发展产品。	  300g 泡青菜 300g 泡豇豆
调味菜	调味菜以榨菜、萝卜、海带、豇豆为主要原料，采用“盐渍+榨”和“泡制（或加油炒）”工艺生产加工而成，主要用于堂食外卖餐前开味、后厨加工调味及食材烹饪等，轻盐调味，满足餐饮消费和食品工业消费市场（中央厨房下餐饮连锁企业和团餐企业）需求。	  22g 红油豇豆 800g 红油榨菜丝
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食业，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。	  60g 泡萝卜丝 300g 泡萝卜

资料来源：公司公告，公司官网，华通证券研究部

在渠道拓展方面，公司 2022 年初新建销售二部，通过招募组织具有餐饮销售经验的人才，以专业团队进行餐饮渠道开发，将公司产品带入餐饮市场，实现由家庭消费市场到餐饮消费市场的跨越，餐饮端定位中高端市场，针对餐饮渠道特点，合理地对产品规格、价格等做差异化设计，一方面计划发展适合连锁餐饮配送堂食等的小包装，一方面计划发展适合酒店佐餐自助、菜品搭配等的大包装，大包装产品相较家庭端小包装产品成本更低、克单价更小，同时公司餐饮渠道受众多为大型连锁餐饮企业、学校食堂、星级酒店等，对产品质量要求较高，公司能够以较高于其他品牌的价格向其提供更优质的餐饮端产品，今年上半年餐饮类产品营收 4000 万左右，1-9 月销售约 6000 万，未来餐饮渠道毛利随着后续逐步做大做熟，规模效应、成本控制会自然带动毛利提升，预计将在整体发展层面推动公司业绩增长。

2.2 公司经营业绩情况

受成本端上涨以及行业竞争等因素影响，公司产品经过多次提价，短期内影响公司销量以及营收，导致公司营收及净利润增速波动较大，整体来看，在渠道扩张及品类扩张的推动下，公司营收及净利润逐年上涨，今年产品受居家囤货需求及原材料青菜头价格下降等因素推动，2022年前三季度，公司实现营收 20.46 亿元，净利润 6.97 亿元，分别较上年增长 5%、38%。

图 12 营收及增速

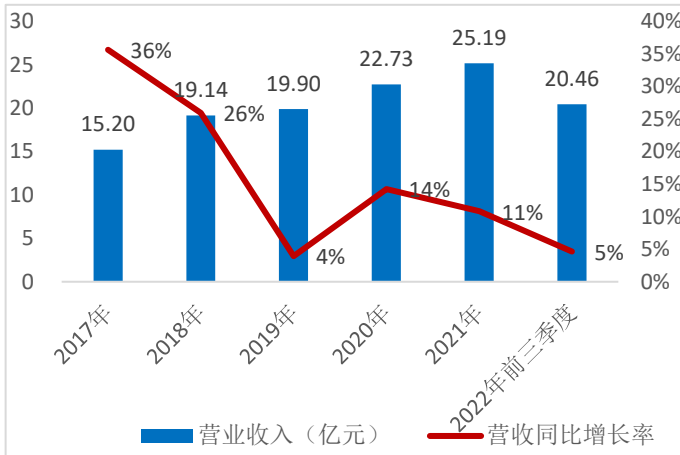
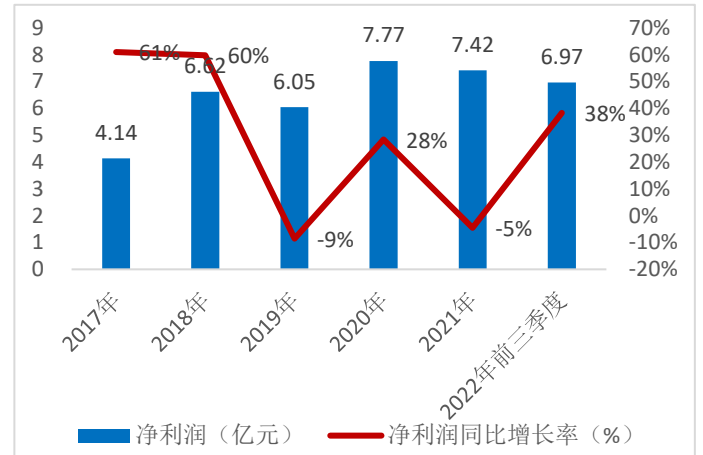


图 13 净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

随着泡菜、萝卜以及其他佐餐开味菜的推出，公司营收及毛利来源不断丰富，2022年上半年，榨菜、泡菜、萝卜、其他佐餐开胃菜及其他业务的营业收入分别为 12.36、1.05、0.56、0.23、0.02 亿元，分别较上年增长 2.99%、26.81%、37.02%、3.55%、112.21%。泡菜及萝卜产品上市以来，由于前期产品导入期营业收入较小，以及固定资产折旧等因素对毛利润贡献较小，随着后续产品顺利导入，对营收及毛利润贡献逐步稳定，从营收构成来看，2013年榨菜占整体营收 98.20%，2022年上半年，榨菜、泡菜、萝卜、其他佐餐开胃菜、其他业务占营收比例分别为 86.96%、7.39%、3.91%、1.58%、0.17%。今年前三季度公司包括萝卜产品在内的下饭菜销量增长约 20%，营收近 2 亿，营收占比 10%左右。

图 14 分产品营业收入

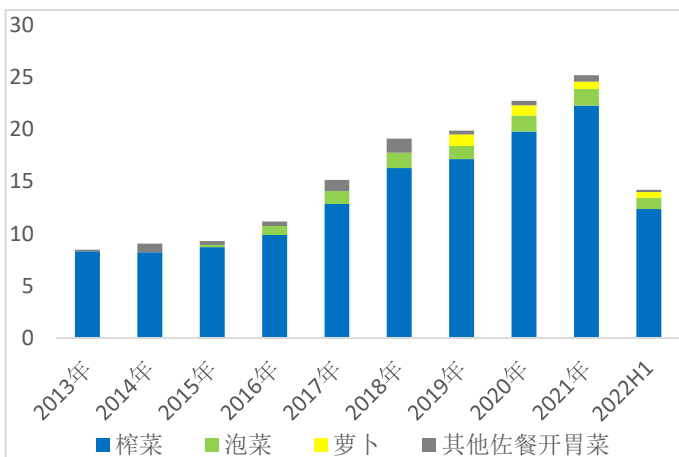
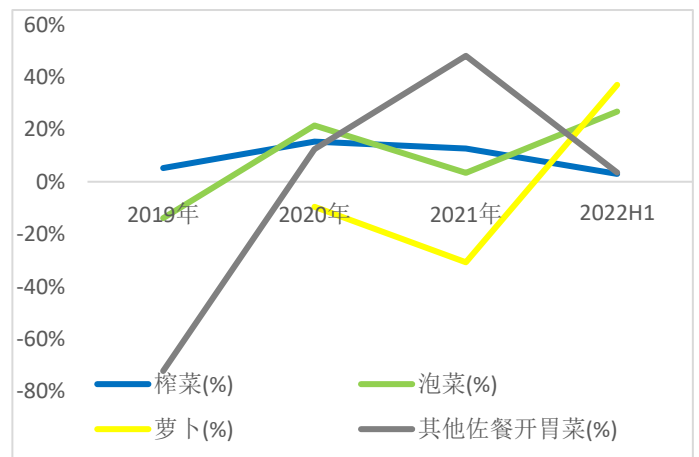


图 15 分产品营收增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

2022 年上半年, 榨菜、泡菜、萝卜、其他佐餐开胃菜的毛利润分别为 7.12、0.36、0.23、0.1 亿元, 较上年增长-3.42%、18%、5.89%、-8.77%, 从毛利润构成来看, 2013 年榨菜产品占整体毛利润为 98.12%, 2022 年上半年, 榨菜、泡菜、萝卜及其他佐餐开胃菜占毛利润比例分别为 90.86%, 4.54%、2.97%、1.34%。近几年各产品毛利率基本稳定, 上述产品 2022 年上半年对应毛利率分别为 57.57%、33.84%、41.86%、46.58%。东北萝卜生产基地一季度部分建成投产, 受前期疫情影响, 目前产量较少, 公司今年重新梳理规划了萝卜等下饭菜品类定位及拓展模式, 在前期产品及市场培育阶段, 由于规模效应不明显, 其毛利相对较低, 待渠道及市场成熟后毛利率预计会逐步提升, 相对而言榨菜产品具有更强的规模效应因此毛利率最高。

图 16 分产品毛利润情况

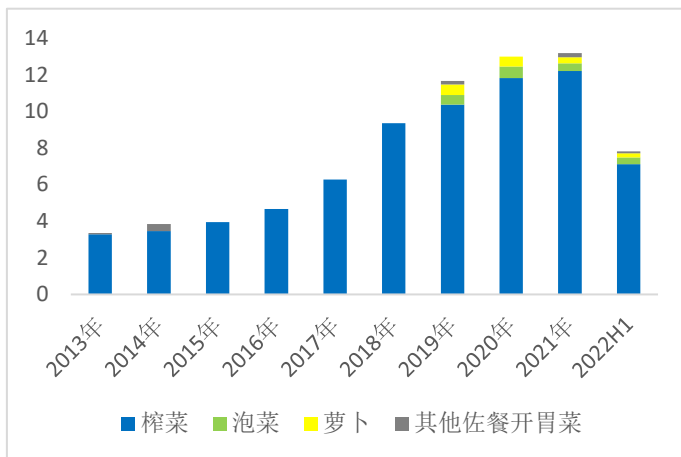
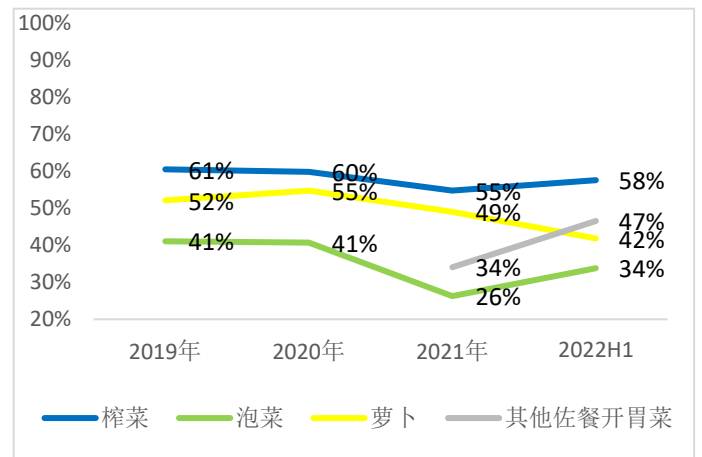


图 17 分产品毛利率情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

针对泡菜和萝卜等下饭菜的品类拓展, 公司相较以往增加一定政策支持; 在品牌传播投入方面, 公司对泡菜和下饭菜设置有专门费用规划, 单品进行宣传推广, 作为公司矩阵式发展中的重要品类, 泡菜和下饭菜目前相比榨菜基础仍然较弱, 因此公司在资源配置及任务考核上均有专门考虑; 市场方面, 公司前期进行的城市精准营销以及县级市场下沉工作, 为萝卜、泡菜等品类推广提供渠道基础, 在产品推广上有积极作用。整体来看, 由于泡菜和萝卜等品类相比榨菜市场空间更大, 并且这两个品类目前体量占比较小, 依托公司在品牌及渠道的多年积累, 产品未来增长潜力巨大, 能够对公司产品矩阵式发展起到很好的助力作用, 推动公司从“小乌江”到“大乌江”转变。

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 品牌优势

公司有“乌江”牌榨菜、“惠通”牌泡菜两个主力品牌, 储备了“邱氏菜坊”一个品牌, 旗下两大品牌系列产品畅销全国, 并远销日本、美国等多个国家和地区。品牌宣传对销售的拉动是一个长期见效的过程, 需公司持续进行品牌投入, 在品牌宣传实施过程中, 公司将分



阶段规划执行和评估，整体上看，2022 年品牌宣传费用规划较去年减少。公司品牌宣传阵地主要包括央视、梯媒以及互联网公关三大方面，央视广告有助于树立和强化品牌调性并维持既有用户粘性，去年已完成目标导向，2022 年不再继续投放；梯媒适用于精准区域覆盖，对覆盖局域性品牌印象和提升榨菜销量有较直观的促进作用，2022 年公司将继续投入；互联网公关传播迅速广泛，可定位不同受众和渠道人群，今年公司将结合经验继续在抖音、微博、微信等平台做好公关工作。

对比榨菜领域其他公司，涪陵榨菜作为行业龙头，具有行业产品定价权，一方面，在同行业大肆低价抢占市场、恶性竞争且不敢提价时，公司敢于率先提价；另一方面，在同行业都面临 CPI 传导、成本攀升时，公司能够战略性暂不提价，未利用此机会挤压对方市场，加速行业洗牌。自 2008 年开始，公司通过直接提价以及更换产品规格等间接提价方式，推动产品从 0.5 元逐步向 2.5 元过渡。

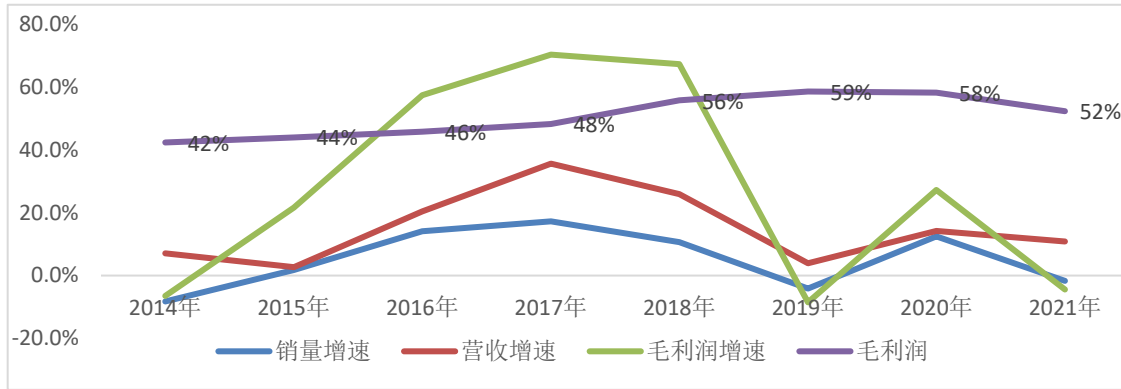
表 4 公司提价历程

	提价时间	提价方式	提价幅度
1.0 元阶段	2008 年	0.5 元/70g 提价为 1 元/100g，进入 1 元时代	40%
	2009 年	价格上调 10%	10%
	2010 年	价格上调 8%	8%
	2012 年	1 元/100g 调整为 1 元/80g	25%
	2013 年	1 元/80g 调整为 1 元/70g，更换红色脸谱包装	14%
	2014 年	1 元/70g 调整为 1 元/60g	17%
1.5 元阶段	2015 年	广东地区首先试点，将鲜爽榨菜丝从 1 元/66g 调整为 1.5 元/88g	2%
	2016 年	全国鲜爽榨菜丝由 1 元/66g 调整为 1.5 元/88g	2%
	2016 年 7 月	商超和脆口产品共 11 个单品价格上调 8-12%	8-12%
2.0 元阶段	2017 年 2 月	88g 榨菜零售价上调至 2 元/包	15-17%
	2017 年 11 月	88g 主力产品和 175g 脆口系列调整为 80g 和 150g	10%-17%
	2018 年 10 月	7 个单品提价 10%	10%
2.5 元阶段	2021 年	各品类上调幅度为 3%-19%不等	3%-19%

资料来源：公司公告，华通证券研究部

整体来看，提价在短期内影响产品销量，对于县城等价格敏感度较高的地区销量受影响较大，对于提价幅度不高的年份对销量及营收增速影响相对较小，长期来看，在公司品牌宣传以及渠道推动下，提价对销量影响逐渐减弱，最终带动毛利率不断提升，2010 年公司毛利率为 32.36%，2022 年前三季度毛利率为 54.58%。

图 18 公司毛利率及销量、营收及毛利润增速情况



数据来源：东方财富 Choice，公司年报，华通证券研究部

对比榨菜领域主要竞争对手，根据淘宝各直营店铺数据，选取同规格同形状产品单价对比，涪陵榨菜依靠良好的品牌知名度及产品品质，产品单价始终高于竞争对手。

表 5 主要竞争对手榨菜单价对比（2022 年 11 月 24 日数据）

规格	15g	20g	25g	30g	53g	80g	105g
形状	榨菜丝	榨菜丝	榨菜芯	榨菜芯	榨菜丝	榨菜丝	榨菜丝
涪陵榨菜	0.56			1.25		3.80	
铜钱桥		0.46		0.92		2.76	
鱼泉	0.35					1.69	
吉香居	0.40		0.80				
味聚特					1.50		3.20

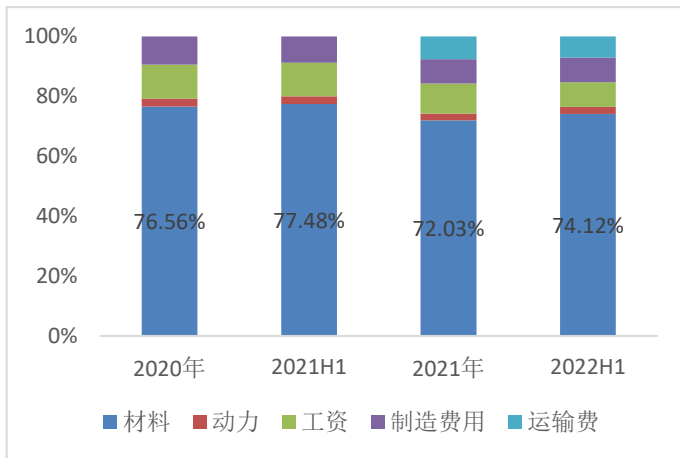
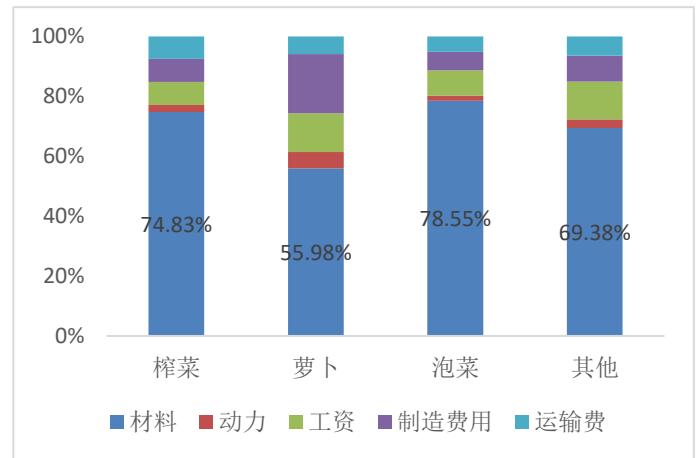
数据来源：淘宝，华通证券研究部

面对部分地方品牌的竞争，公司主要以榨菜强势产品为核心，带动其他品类逐步下沉，利用品牌效应扩大体量，其中，针对产品影响力较低的渠道，灵活采取试吃、导购、堆头及标准化陈列等多种方式进行促销，同时对经销商调货、考核等进行支持。整体来看，乌江经过多年发展，品牌影响力深入消费者心中，已基本达成“乌江=榨菜”的历史使命，在此基础上通过乌江品牌力背书，有望推动泡菜、萝卜、下饭菜等亲缘品类成长延伸。

2.3.2 产业链优势

依靠 20 多年高品质榨菜生产经营积累，公司拥有产业链优势，在原料端、生产端及销售网络端都具有较强的领先优势。（1）原料方面，从各期及各产品营业成本构成来看，材料费用占比在 70%左右，其中青菜头原料成本占产品生产总成本约 40%，2022 年上半年，材料、动力、工资、制造费用、运输费占营业成本比例分别为 74.12%、2.39%、8.19%、8.20%、7.09%。在成本控制方面，原料生产端，公司地处榨菜原材料--青菜头的原产地涪陵，通过设置收购保护价，采用“公司-合作社-农户”的采购模式，保障原料来源，维持数量及品质稳定；在原料收储方面，公司拥有 30 万吨左右的原料窖池，原料收贮及调剂能力处于行业领先地位，同时，2021 年公司新成立了原料营运分部，将着力强化大宗原料的发展、收购、加工、

运营等工作，不断加强原料成本管控能力，以上优势将为公司平抑大宗原料价格大幅波动、赢得竞争和维持榨菜产业的可持续发展奠定了坚实的基础。

图 19 营业成本构成

图 20 各产品 2022 年 H1 营业成本构成


数据来源：公司年报，华通证券研究部

(2) 生产规模方面，榨菜等腌制品行业属于完全竞争行业，良好的规模优势有利于企业在竞争中保持优势地位，公司是佐餐开胃菜行业的大型航母，拥有 10 多条现代化的自动生产线，1 个数字化生产车间，产能位居行业上游，形成的集约化生产，能够减少物耗、降低产品成本、提升毛利率。目前公司在建项目包括 1.6 万吨榨菜生产线、5 万吨泡菜生产基地等，目前泡菜基地已部分投入使用，未来随项目建设完成，将进一步提升公司产能及原料收储能力，有利于在收入端顺应行业增长趋势，在成本端平抑大宗原料价格。

表 6 生产基地建设情况

项目名称	1.6 万吨/年脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目	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	中国榨菜城-乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地	合计
投资方式	自建	自建	自建	--
是否为固定资产投资	是	是	是	--
投资项目涉及行业	榨菜原料加工与贮藏	榨菜原料加工与贮藏	榨菜原料加工与贮藏	--
本报告期投入金额	162,766.00	6,007,397.85	6,389,613.63	12,559,777.48
截至报告期末累计实际投入金额	63,721,713.03	344,115,111.41	53,810,456.48	461,647,280.92
资金来源	自有资金	自有资金	自有资金	--
项目进度	63.72%	57.35%	1.46%	--

资料来源：公司 2022 年半年报，华通证券研究部

(3) 销售网络方面。截至 2022 年 6 月 30 日，公司已拥有 2770 家一级经销商客户，

在全国范围内设有 8 个销售大区、125 个办事处组成的专业营销团队对经销商进行植入式指导和管理。建立了多层次、长短渠道相结合经销制销售模式，销售网络覆盖了全国三十多个省市自治区，近三百个地市级市场，一千余个县级市场，公司的产品遍布大到大润发、永辉超市、沃尔玛、家乐福等全国各大知名连锁超市和全国各级农贸市场，小到城乡的便利店等零售终端，提高了公司销售网络覆盖的广度和深度，同时电商平台正在以较快的发展速度，实现线上线下的互补，有机融合，具有较好的市场掌控和快速反应能力，公司依托良好的品牌影响力使得“先款后货+部分授信”的回款政策得到有效执行。

2.3.3 渠道优势

公司采用经销制为主和电商平台补充的方式实现公司产品的销售，（1）经销商方面看，经销收入占公司营收占比 90%以上，县级市场经销商体量比省地级市场小、稳定性相对较差，需要更长的磨合期；从市场方面看，公司产品在县级市场的影响力相对弱于省地级市场，经过两年多渠道下沉，县级市场逐步培育增长，现已占比 20%-30%，下一步将继续巩固。（2）电商渠道包括公司自营的电商渠道以及经销商运营的电商渠道，前三季度公司电商渠道整体营收占比超过 10%，增速超过 20%。今年以来，公司更加积极拥抱新渠道，加强了销售网络的立体化建设，携手经销商“触网上线”，以“线上+线下”、“城市+平台”的模式推进渠道布局，推动电商、社区团购、外卖平台、O2O 平台等新触点建设，同时有力实施价格管控，结合渠道分布情况对终端价格体系进行规划监测，保障营销网络有序运行。

表 7 各区域经销商数量变动

所在区域	经销商数量（包含以及经销商及联盟商）				2022 年中报期变动说明	结算方式
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月 30 日		
华南	99	364	374	299	1、部分市场/渠道整合导致经销商数量减少，有小幅增减属于正常波动； 2、受大环境影响，部分弱小市场经销商因自身原因选择放弃合作。	先款后货+部分授信
华东	244	353	421	398		
华中	256	391	466	446		
华北	209	295	345	309		
中原	256	357	462	421		
西北	255	296	346	338		
西南	237	340	345	319		
东北	191	203	212	187		
出口	43	49	59	53		
总计	1790	2648	3030	2770		

资料来源：公司公告，华通证券研究部

与腌制菜领域其他公司对比，其他公司主要销售区域仍集中在部分区域，尚未实现全国铺货，公司在渠道建设上占有领先优势。

表 8 腌制品行业竞争市场

公司名称	主营业务	重点销售区域	主要原材料
涪陵榨菜	榨菜、泡菜	全国	青菜头、萝卜、海带丝
鱼泉榨菜	榨菜	成都、北京	青菜头、萝卜
北京六必居	酱菜	北京	黄瓜、姜芽
四川高福记	下饭菜、郫县豆瓣	全国	菌类、笋类
四川味聚特	榨菜、泡菜	四川及周边	茎用芥菜、豇豆、萝卜
宁波铜钱桥	榨菜、番茄制品	东北市场	青菜头、海带丝、萝卜、豇豆
余姚备得福	榨菜、泡菜	华北市场	萝卜、青菜头、包芥菜
重庆辣妹子	榨菜、泡菜	东南市场	青菜头、豇豆、萝卜

资料来源：产业信息网，华通证券研究部

对比各销售区经营情况，各销售区营收及毛利率逐年上升，华南地区占营收及毛利润比例较大，2022 年上半年，营收排名前五的销售区依次为华南、华东、华中、华北、中原，实现营业收入分别为 3.41、2.97、1.68、1.61、1.38 亿元，分别较上年增长-3.58%、37.27%、-0.77%、0.11%、8.38%，近两年各销售区毛利率相近处于 53%-60%之间，从 5 年营收 CAGR 及 5 年毛利润 CAGR 来看，各销售区均实现较快增长，在历次提价及渠道拓展等多种因素推动下，各销售区毛利润增速较快。

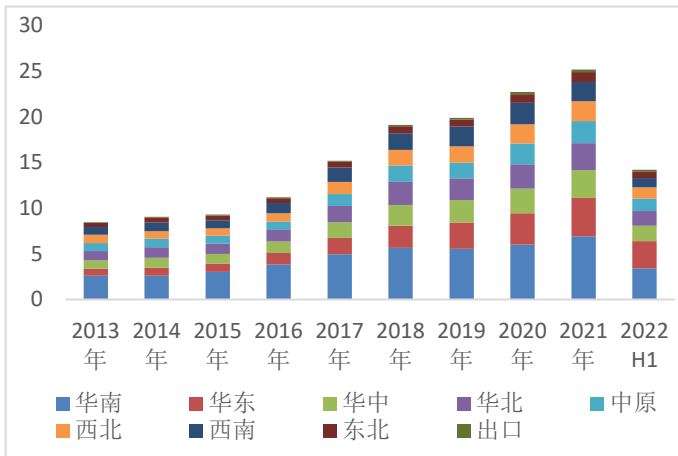
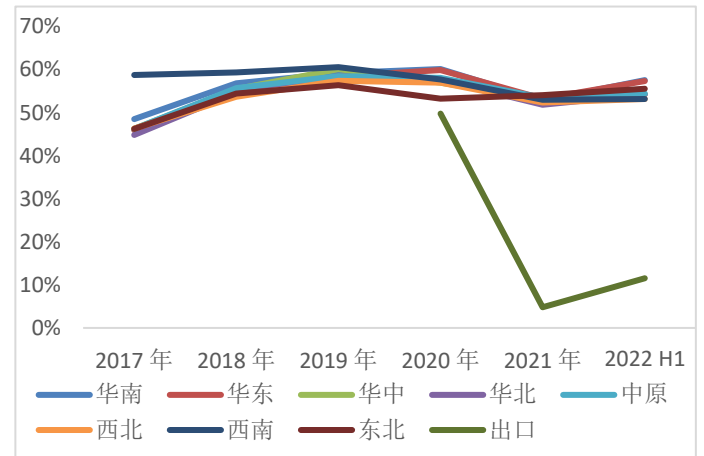
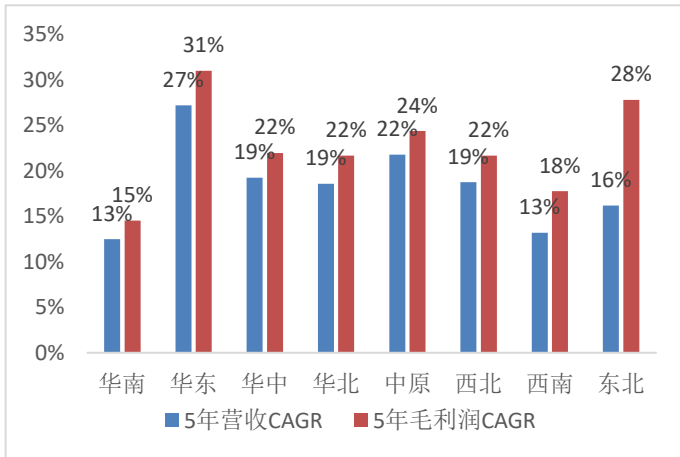
图 21 分销售区营业收入变化情况

图 22 分销售区域毛利率情况


图 23 营收及毛利润 5 年复合增长率情况



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较

对比可比公司运营效率。存货周转率方面，近几年各公司均有所下降，2022 年三季度，涪陵榨菜、海天味业、恒顺醋业、中炬高新、千禾味业的存货周转率依次为 2.12、5.48、3.63、1.64、1.76 次；应收账款周转率方面，涪陵榨菜、海天味业及中炬高新近几年基本保持稳定，上述公司 2022 年三季度应收账款周转率依次为 3.75、1.76、11.46、2.95、24.33 天；总资产周转率方面，近几年各公司均有所下降，上述公司 2022 年三季度数据依次为 0.26、0.58、0.55、0.66、0.61 次。

图 24 可比公司存货周转率

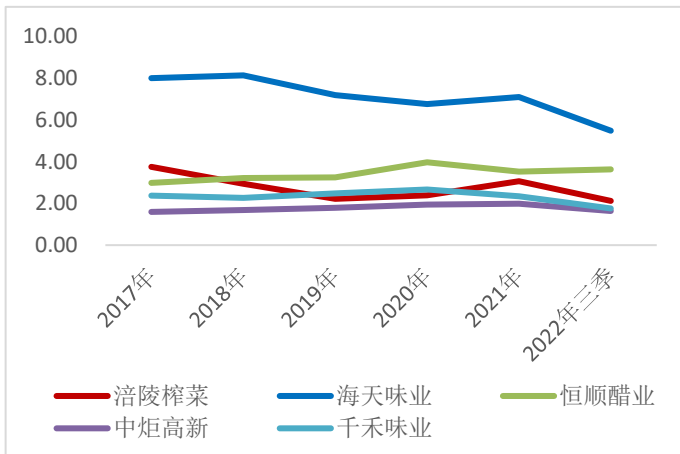


图 25 可比公司应收账款周转率

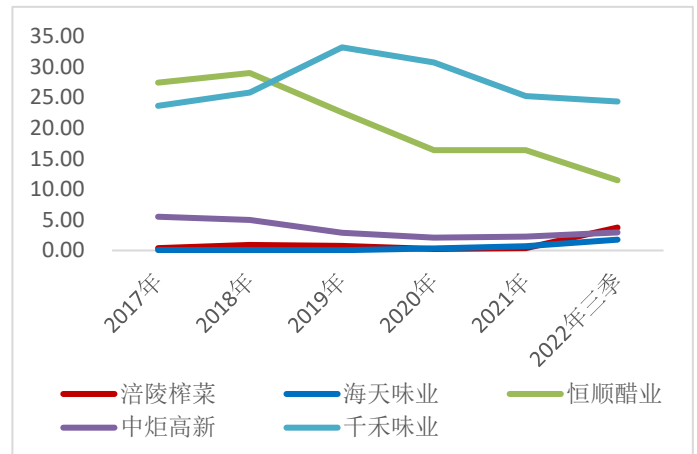
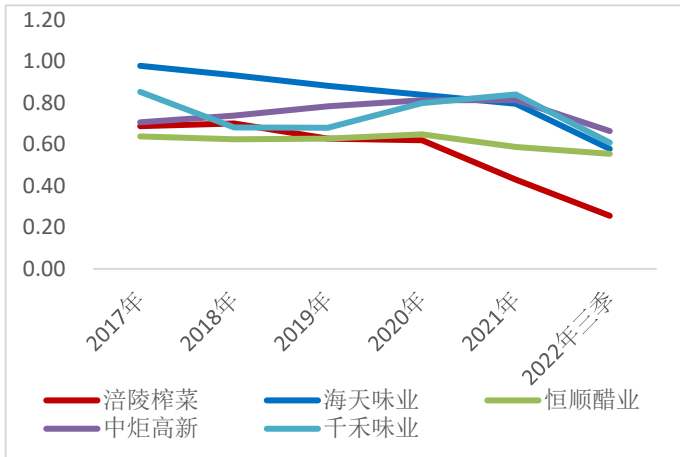


图 26 可比公司总资产周转率



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，各公司 2022 年 (TTM) 数据较上一年有所下降，涪陵榨菜、海天味业、恒顺醋业、中炬高新、千禾味业的销售费用率依次为 11.5%、5.0%、16.9%、7.9%、13.8%，涪陵榨菜居第三位；管理费用率方面，近几年各公司管理费用率基本稳定，上述公司 2022 年 (TTM) 依次为 3.0%、1.7%、5.4%、5.1%、3.2%；财务费用率方面，各公司财务费用均处于较低水平，涪陵榨菜有较高的利息收入，因此财务费用率较低，上述公司 2022 年 (TTM) 依次为-3.7%、-2.4%、0.1%、0.1%、-0.3%。

图 27 可比公司销售费用率

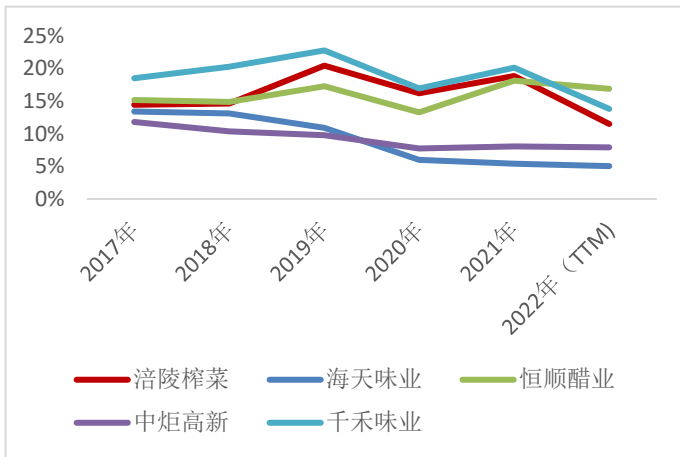


图 28 可比公司管理费用率

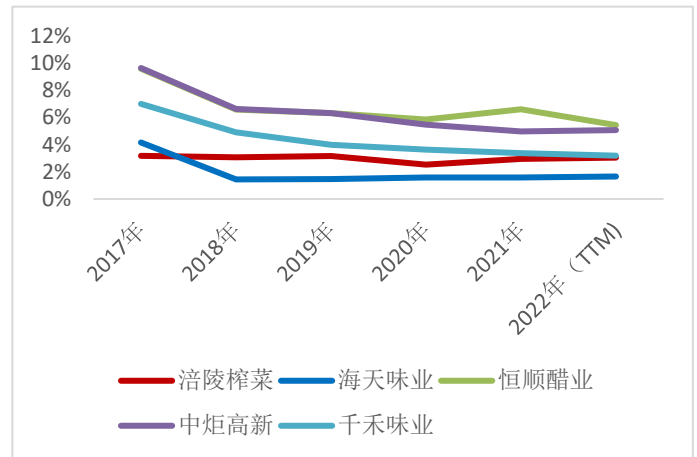
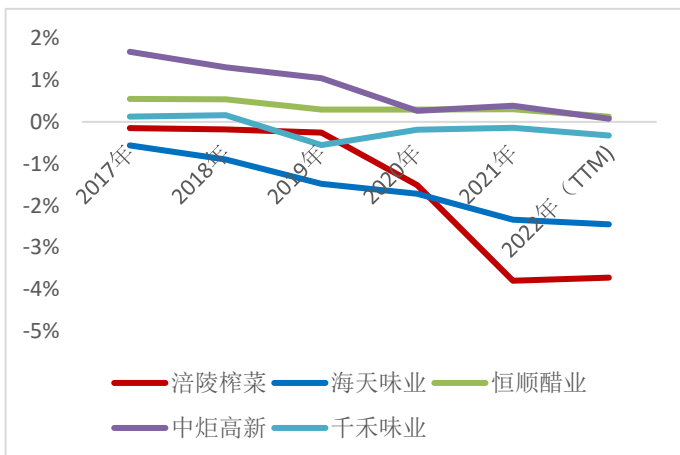


图 29 可比公司财务费用率



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。净资产收益率方面, 各公司 ROE 均有一定程度下降, 涪陵榨菜、海天味业、恒顺醋业、中炬高新、千禾味业 2022 年 Q3 的 ROE 依次为 9.5%、19.3%、7.0%、10.7%、8.8%; 毛利率方面, 近几年涪陵榨菜毛利率始终高于可比公司, 上述公司 2022 (TTM) 毛利率依次为 50.6%、36.7%、34.6%、33.7%、35.6%; 净利率方面, 近几年涪陵榨菜净利率始终处于第一位, 上述公司 2022 (TTM) 净利率依次为 35.8%、25.4%、6.0%、14.8%、13.0%。

图 30 可比公司净资产收益率对比

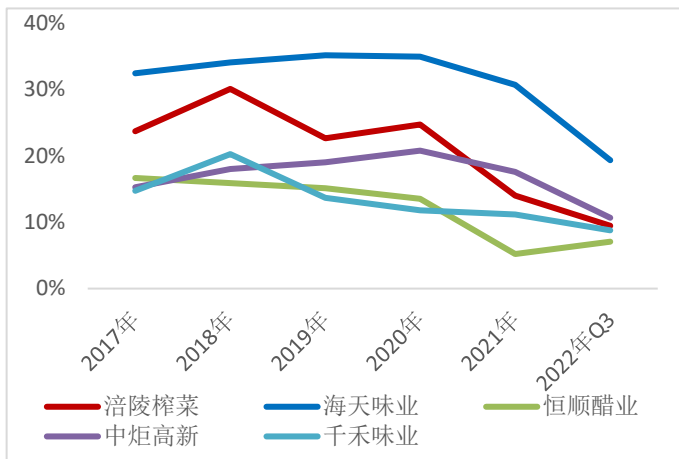


图 31 可比公司毛利率对比

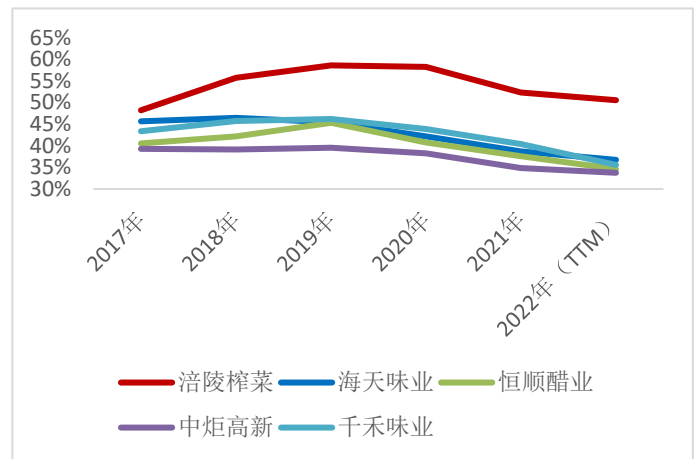
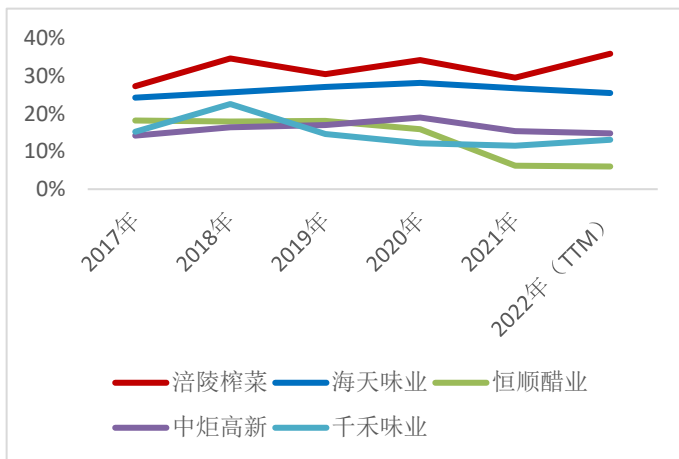


图 32 可比公司净利率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

三、2022-2024 年公司整体业绩预测

关键假设:

1. 今年榨菜原材料青菜头收购价较去年下降, 预计带来下半年成本下降, 同时未来随着萝卜、泡菜销量提升, 带来营业成本下降;

2. 结合以往年份、2022 年中报及三季报数据, 将榨菜、泡菜、萝卜、其他佐餐开味菜、其他业务收入的 2022 年收入增长预测设为 4%、27%、37%、4%、100%; 考虑榨菜产品基本成熟, 其他产品增速较快, 将 2023 及 2024 年上述产品的收入增长设定为 10%、27%、



37%、20%、50%。

3.结合 2022 年中报及三季报数据，将 2022 年上述各产品毛利率设定为 58%、34%、42%、47%、98%，结合往年毛利率数据，由于各产品毛利率基本稳定，综合考虑，将 2023 及 2024 年上述产品毛利率设定为 60%、40%、45%、47%、90%。

表 9 2022-2024 年公司收入预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
榨菜	收入 (亿元)	22.26	23.15	25.47	28.01
	YOY	12.73%	4.00%	10.00%	10.00%
	成本 (亿元)	10.06	9.72	10.19	11.20
	毛利率	54.80%	58.00%	60.00%	60.00%
泡菜	收入 (亿元)	1.59	2.02	2.56	3.26
	YOY	3.35%	27.00%	27.00%	27.00%
	成本 (亿元)	1.17	1.33	1.54	1.95
	毛利率	26.27%	34.00%	40.00%	40.00%
萝卜	收入 (亿元)	0.69	0.95	1.30	1.77
	YOY	-30.77%	37.00%	37.00%	37.00%
	成本 (亿元)	0.35	0.55	0.71	0.98
	毛利率	49.05%	42.00%	45.00%	45.00%
其他佐餐开味菜	收入 (亿元)	0.62	0.64	0.77	0.93
	YOY	48.10%	4.00%	20.00%	20.00%
	成本 (亿元)	0.41	0.34	0.41	0.49
	毛利率	34.08%	47.00%	47.00%	47.00%
其他业务收入	收入 (亿元)	0.02	0.04	0.06	0.09
	YOY	-3.29%	100.00%	50.00%	50.00%
	成本 (亿元)	0.00	0.00	0.01	0.01
	毛利率	87.05%	98.00%	90.00%	90.00%
合计	收入 (亿元)	25.19	26.80	30.16	34.06
	YOY	10.82%	6.39%	12.53%	12.94%
	成本 (亿元)	12.00	11.95	12.85	14.64
	毛利率	52.36%	55.42%	57.38%	57.03%

我们预计公司作为佐餐开味菜领域龙头企业，将受益于行业整体增长趋势。由于 2022 年榨菜原材料青菜头成本下降，2022 年下半年公司营业成本将有所下降，未来在公司拓品

类拓市场的“双拓”战略下，萝卜泡菜等新品类有望在公司品牌、渠道的推动下，实现销量持续增长，同时受益于规模效益，营业成本将有所下降，榨菜主业受益于新消费场景增加、包装榨菜替代散装榨菜等趋势，支撑公司业绩持续增长。我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 26.80、30.16、34.06 亿元，同比增长 6.39%、12.53%、12.94%，净利润分别为 9.21、10.73、11.91 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.04、1.21、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 24.44、20.96、18.90 倍。

四、公司估值分析

4.1.PE 模型估值

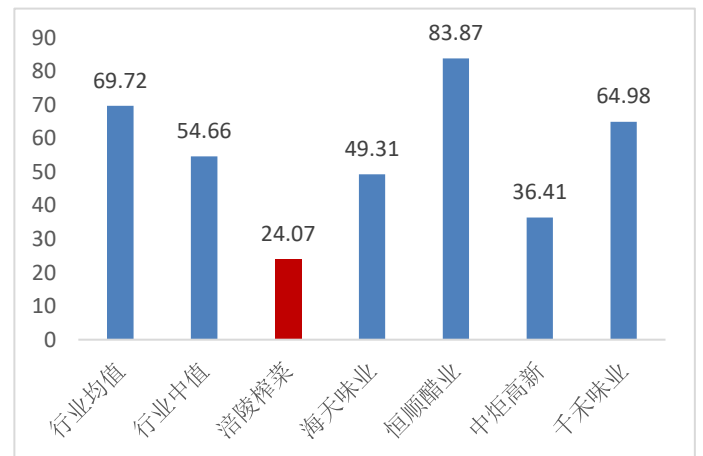
对比 PE (TTM) 估值百分位，11 月 29 日公司 PE(TTM)为 24.07，PE (TTM) 百分位为 2.75%，目前 PE 在过去三年里比 97.25%的时候都要低。

对比申万二级行业均值、行业中值，同时综合考虑公司规模等因素，选取调味品领域海天味业、恒顺醋业、中炬高新、千禾味业作为可比公司，以 2022 年 11 月 29 日数据为基准，可看出涪陵榨菜在调味品领域 PE 水平处于较低水平。

图 33 公司 PE (TTM) 估值百分位



图 34 可比公司及行业 PE (TTM) 对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

目前可比公司海天味业、恒顺醋业、中炬高新、千禾味业 2022 年预期 PE 分别为 47.75、67.38、40.53、62.74 倍，申万二级行业调味品板块行业平均、行业中值的预期估值水平分别为 45.49、49.45 倍，均高于公司估值水平，考虑到涪陵榨菜在调味品行业的品牌优势、中长期成长确定性，给予公司 2022 年 PE 估值 27-38 倍，对应目标价 28.08-39.52，对应当前股价有 10.77%-55.90%的上涨空间。



表 10 可比公司估值表 (截止 2022 年 11 月 29 日)

证券简称	最新收盘价	EPS				PE				PB(MRQ)	PS(TTM)
		2021 A	2022 E	2023 E	2024 E	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E		
行业均值 (整体法)	24.42	0.74	0.75	0.90	1.07	61.45	45.49	37.70	31.71	5.25	6.43
行业中值	25.35	0.52	0.81	1.06	1.33	57.98	49.45	38.07	30.86	4.29	5.25
海天味业	70.55	1.58	1.49	1.76	2.07	66.38	47.75	40.35	34.45	13.15	12.52
恒顺醋业	11.60	0.12	0.17	0.24	0.30	134.52	67.38	49.22	38.85	5.26	5.25
中炬高新	36.81	0.94	0.90	1.10	1.30	40.77	40.53	33.31	28.23	7.19	5.11
千禾味业	18.77	0.28	0.30	0.39	0.50	86.88	62.74	48.38	37.87	8.20	8.47

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

4.2.PEG 模型估值

根据业绩预测, 公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.04、1.21、1.34, 公司动态 PE 为 23.79, 对应 PEG 为 0.99, 根据东方财富数据, 海天味业、中炬高新、千禾味业及恒顺醋业 2022 年预测 PEG 为 18.02、-9.95、2.08、1.46, 均高于涪陵榨菜 PEG, 我们认为公司股价存在低估。

4.3.DCF 模型

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别为 1.04、1.21、1.34 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 31.01 元。

表 11 DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	3.31	23.69	27.00
组合二	8.00%	4.00%	3.31	29.90	33.21
组合三	8.00%	5.00%	3.31	40.25	43.55
组合四	9.00%	3.00%	3.28	19.38	22.66
组合五	9.00%	4.00%	3.28	23.48	26.76
组合六	9.00%	5.00%	3.28	29.63	32.91
平均					31.01

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

- 估值说明:
- (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率;
 - (2) DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算;
 - (3) 预测期间为 2022-2024 年, 永续期自 2025 年开始;
 - (4) 考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

11 月 21 日, 证监会主席在 2022 金融街论坛年会上对中国资本市场建设和发展做了重要讲话, 讲话特别指出“探索建立具有中国特色的估值体系, 促进市场资源配置功能更好发

挥”。我们认为，当前市场估值结构有改善空间，尤其是部分银行及国有上市企业等估值长期、普遍偏低。从结构上来看，A 股估值并不均衡。近十年银行及国有上市公司的估值趋势回落，当前已处于历史区间偏低水平，这与近年中国银行业和国有企业的相对有韧性的基本面形成反差。涪陵榨菜作为酱腌菜领域国有龙头企业，随着市场逐步重视国有企业估值问题，有望迎来估值修复。

短期来看，榨菜原材料青菜头今年收购价格较去年下降，由于青菜头为一次收割，全年使用，一般当年 2 月前后采购，加工处理后当年 5 月开始使用，一直使用到第二年的 5 月，因此今年下半年到明年一季度成本端较上一年有所下降，费用端，四季度进入传统淡季，因此营销力度通常有所调整，投入也会相对减少。收入端，去年公司对核心产品提价 3-19%，提价顺价基本完成，另外，疫情反复的不确定性下，居家囤货需求可能延续，四季度收入相较去年同期有望提升。长期来看，公司拓品类、拓市场的双拓战略，有望为公司业绩带来新的增长点，从品类看，泡菜、萝卜等新品类市场空间较大，目前市场集中度较低，公司有望依托品牌及渠道优势，抢占市场份额；从渠道看，公司榨菜主要用于家庭消费，未来随着餐饮渠道以及低线城市的渠道拓展，业绩有望进一步提升，同时在酱腌菜消费场景不断丰富、人均食用量仍有提升空间的背景下，酱腌菜的消费频次、消费量将进一步提升，市场空间有望进一步提升，公司依托长期的产品优势、品牌优势、渠道优势，有望持续扩大竞争优势。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 29.12 元/股，对应 2022 年 P/E 为 28 倍。2022 年 11 月 29 日收盘价 25.35 元为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 14.87% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上
基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

七、风险提示

1.原材料不足或原材料价格波动引致的经营业绩波动风险

本公司生产经营所需原材料主要是来自重庆市涪陵区的特色农产品——青菜头。如在青菜头生长期间发生大规模的自然灾害及劳动力大量向城镇转移，导致原材料种植面积减少，青菜头供给减少，公司将面临因原材料不足而导致的经营风险。公司采购原材料分为采购青菜头及青菜头粗加工产品(盐菜块)，青菜头采购策略为保证农民种植榨菜原料植物有合理、稳定的种植收益，青菜头粗加工产品(盐菜块)采购策略则根据市场原则，在盐菜块采购过程中，若部分加工户和社会人士参与原料囤积和炒作，可能导致青菜头和盐菜块收购价格波动较大，导致公司榨菜原料采购成本大幅上升。

2.食品安全风险

食品制造业是国家推行各项食品安全标准和食品质量检验的重点行业之一，消费者及政府对食品安全的重视程度也越来越高。如果本公司生产中发生食品安全事件，将对本公司造成重大影响；如果榨菜行业其他公司或者其他食品企业发生食品安全事件，也会对本公司造成影响；若国家提高食品安全和食品质量检验标准，可能相应增加公司的生产成本。

3.募投项目投资风险

公司 2020 年非公开发行股票方案已实施完成，募集资金到位后，公司“乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期）”募投项目建设将按计划推进。虽然公司对募投项目已进行了充分的可行性论证，但如果出现市场环境发生重大变化或市场拓展不理想等情况，可能影响募投项目的实施进度和效果，从而带来投产时间过长、投资回报不及预期、产能过剩等方面的风险。

4.并购整合风险

结合公司未来发展战略，公司将进一步加大并购整合力度，但能否通过整合既保证上市公司对标的公司的控制力又保持标的公司原有竞争优势并充分发挥并购的协同效应，具有不确定性，整合结果可能因未能充分发挥并购的协同效应，从而对公司和股东造成损失。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
货币资金	2899	3307	3714	4119	
应收和预付款项	16	37	21	44	
存货	401	379	461	496	
其他流动资产	2391	2391	2391	2391	
长期股权投资	0	85	149	214	
投资性房地产	0	0	0	0	
固定资产和在建工程	1275	1722	2406	3065	
无形资产和开发支出	546	453	399	345	
其他非流动资产	10	6	6	6	
资产总计	7539	8381	9548	10680	
短期借款	0	0	0	0	
应付和预收款项	256	180	273	215	
长期借款	12	12	12	12	
其他负债	104	102	102	102	
负债合计	372	294	387	329	
股本	888	888	888	888	
资本公积	3203	3203	3203	3203	
留存收益	3076	3997	5070	6261	
归属母公司股东权益	7167	8088	9161	10352	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	7167	8088	9161	10352	
负债和股东权益合计	7539	8381	9548	10680	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
税后经营利润	699.10	824.22	998.83	1115.6	
折旧摊销	100.64	117.79	134.81	160.29	
净营运资金增加	-22.42	-74.23	27.54	-117.00	
经营活动产生现金流量净	744.48	824.08	1091.3	1079.9	
投资活动产生现金流量净	-	-460.64	-754.26	-753.78	
融资活动产生现金流量净	3012.15	43.73	69.82	78.98	
现金净增加额(减)	338.03	407.16	406.90	405.15	

估值和财务指标汇总					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
EBIT	777.54	1025.0	1182.5	1311.5	
EBITDA	878.18	1142.8	1317.3	1471.7	
NOPLAT	612.83	799.94	949.20	1058.2	
税前经营利润	817.66	970.48	1176.0	1313.6	
EPS	0.84	1.04	1.21	1.34	
BPS	8.07	9.11	10.32	11.66	
PE	30.33	24.44	20.96	18.90	
PB	3.01	2.67	2.36	2.09	
PS	8.57	8.06	7.16	6.34	
PCF	29.01	26.21	19.79	20.00	
EV/EBIT	24.08	17.87	15.15	13.35	
EV/EBITDA	21.32	16.02	13.60	11.90	
EV/NOPLAT	30.55	22.89	18.87	16.55	
EV/IC	4.36	3.81	3.27	2.79	
ROIC-WACC	22.43%	7.51%	8.62%	8.19%	
股息率%	0.00	0.00	0.00	0.00	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
营业收入	2519	2680	3016	3406	
减: 营业成本	1200	1195	1285	1464	
营业税金及附加	39	42	47	53	
营业费用	475	429	483	545	
管理费用	74	77	84	98	
财务费用	-96	-43	-69	-78	
研发费用	5	9	9	10	
资产减值损失	0	0	0	0	
加: 投资收益	43	85	64	64	
公允价值变动损益	0	0	0	0	
其他经营损益	-2	-1	-1	-2	
营业利润	861	1056	1240	1378	
加: 其他非经营损益	13	13	12	13	
利润总额	874	1069	1252	1390	
减: 所得税	132	148	179	200	
净利润	742	921	1073	1191	
减: 少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司股东净利润	742	921	1073	1191	
EBIT	778	1025	1183	1311	
EBITDA	878	1143	1317	1472	

主要财务比率					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
收益率					
毛利率	52.36%	55.42%	57.38%	57.03%	
三费/营业收入	18.01%	17.27%	16.49%	16.57%	
EBIT/营业收入	30.87%	38.25%	39.21%	38.50%	
EBITDA/营业收入	34.87%	42.64%	43.68%	43.21%	
销售净利率	29.46%	34.35%	35.59%	34.95%	
资产获利率					
ROE	10.35%	11.38%	11.72%	11.50%	
ROA	10.31%	12.23%	12.39%	12.28%	
ROIC	33.57%	18.64%	19.75%	19.33%	
增长率					
销售收入增长率	10.82%	6.41%	12.53%	12.94%	
EBIT 增长率	-11.54%	31.84%	15.36%	10.90%	
EBITDA 增长率	-8.73%	30.14%	15.27%	11.72%	
净利润增长率	-4.52%	24.08%	16.59%	10.93%	
总资产增长率	98.24%	11.17%	13.92%	11.86%	
股东权益增长率	110.09%	12.84%	13.27%	13.00%	
经营营运资本增长率	2893.11	3.06%	-0.95%	4.78%	
资本结构					
资产负债率	4.94%	3.51%	4.05%	3.08%	
投资资本/总资产	56.91%	57.34%	57.35%	58.66%	
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	15.97	21.68	17.56	22.26	
速动比率	14.85	20.34	16.33	20.69	
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
收益留存率	100.00%	100.00	100.00	100.00	
资产管理效率					
总资产周转率	0.44	0.34	0.34	0.34	
固定资产周转率	2.23	2.22	2.11	1.73	
应收账款周转率	899.34	899.34	899.34	899.34	
存货周转率	3.06	3.06	3.06	3.06	

数据来源: 公司公告, 华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。

2. 本研究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。

3. 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，投资者需自行承担风险。

4. 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做出邀请。

5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。

7. 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。

8. 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。

9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。