

涪陵榨菜 (002507.SZ) 深度系列三

新战略破局, 21 年收入有望加速增长

核心观点:

- **公司收入 21 年有望加速增长, 未来 5 年复合增长 15%+。** 21 年公司采取新战略推动收入加速增长: (1) 提价: 受益 20 年和 21 年初提价, 21 年榨菜均价有望同比上涨 10%。21 年青菜头收购价同比上涨 28%+, 公司有望进一步提价。(2) 省地级城市销量加速增长: 预计公司 21 年将加强渠道机制、加大省地级城市梯媒投放, 拉动动销。(3) 县级市持续放量: 县级市经销商存活率高, 有望持续放量。(4) 适当增加渠道库存, 拉动 21 年报表销量加速增长。公司未来 3-5 年将持续聚焦榨菜, 推升行业天花板, 我们预计未来 5 年公司收入复合增长 15%+, 其中省地级城市/县级市销量复合增长 5-10%/20%, 产品均价复合增长 5%+。
- **榨菜行业空间有望持续打开, 单寡头格局稳固。** 调味品是一门好生意, 榨菜行业具备原材料壁垒, 集中度较其他调味品更高。19 年榨菜行业收入 90 亿元, 单寡头格局稳固, 行业龙头涪陵榨菜收入市占率 19.0%。涪陵榨菜竞争力强, 有望承接酱腌菜行业散装向包装的升级(酱腌菜收入 447 亿元, 包装化率仅为 5.6%), 打开榨菜行业天花板, 我们预计未来 5 年榨菜行业收入复合增长 5%+。
- **2021 年涪陵榨菜渠道和品牌力有望进一步加强。** 涪陵榨菜 ROE 维持 20%+, 排食品饮料行业第 8 位, 未来有望进一步提升。(1) 渠道: 21 年渠道机制明显完善, 加强团队积极性, 持续提升渠道力, 推动渠道扩张。20Q3 公司经销商 2139 家, 较竞争对手渠道优势持续扩大。(2) 品牌: 榨菜行业唯一全国性品牌, 借强品牌力突破榨菜价格瓶颈, 21 年品牌营销持续加强。(3) 产品: 原材料和工艺优势, 公司产品力强。
- **盈利预测:** 预计 20-22 年收入同比增长 14.2%/30.4%/16.3%; 归母净利润同比增长 28.4%/14.6%/25.5%, PE 估值 43/38/30 倍。参考历史估值, 给予公司 21 年 45 倍估值, 合理价值 51 元/股, 维持买入评级。
- **风险提示:** 渠道扩张不及预期, 费用投放效果不及预期。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,914	1,990	2,273	2,963	3,445
增长率 (%)	25.9	3.9	14.2	30.4	16.3
EBITDA (百万元)	755	727	945	1,028	1,287
归母净利润 (百万元)	662	605	777	891	1,117
增长率 (%)	59.8	-8.6	28.4	14.6	25.5
EPS (元/股)	0.84	0.77	0.98	1.13	1.42
市盈率 (P/E)	25.77	34.87	43.40	37.86	30.18
ROE (%)	26.8	21.1	23.9	24.5	26.9
EV/EBITDA	21.09	27.71	34.52	31.61	25.07

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

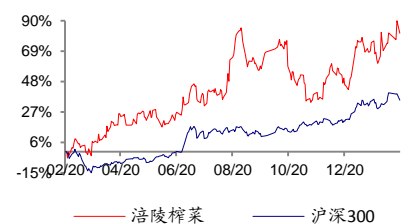
买入

当前价格	45.23 元
合理价值	51 元
前次评级	买入
报告日期	2021-03-08

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	789.36/777.79
总市值/流通市值 (百万元)	39981/39395
一年内最高/最低 (元)	53.06/26.90
30 日日均成交量/成交额 (百万)	15.74/771.00
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	29.14/9.94

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

涪陵榨菜 (002507.SZ): 轻	2020-03-17
库存上阵叠加渠道下沉, 公司 2020 年有望迎业绩拐点	

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、预计公司收入 21 年加速增长，未来 5 年复合增长 15%+	4
(一) 21 年新战略破局，公司收入有望明显加速增长	4
(二) 聚焦榨菜，公司未来 5 年收入有望复合增长 15%+	7
二、榨菜行业空间有望持续打开，单寡头格局稳固	11
(一) 承接酱腌菜散装向包装的升级，榨菜行业有望持续打开天花板	13
(二) 榨菜行业单寡头格局稳固，集中度有望持续提升	15
三、2021 年涪陵榨菜渠道和品牌力有望进一步加强	16
(一) 21 年渠道机制明显完善，优势有望持续加强	16
(二) 唯一全国性榨菜品牌，21 年品牌力有望进一步加强	17
(三) 产品力强，且公司持续推动新品类布局	18
四、盈利预测	19
五、风险提示	20

图表索引

图 1: 21 年青菜头收购价大幅上涨.....	4
图 2: 17 年收入和归母净利润增速达到顶峰.....	5
图 3: 公司区域发展不均衡, 销量提升空间大.....	6
图 4: 公司县级市覆盖数量持续增加.....	7
图 5: 涪陵榨菜销量短期受渠道库存影响.....	7
图 6: 2019 年标杆城市城镇居民人均可支配收入水平差异大, 平均水平与全国平均水平近似 (元/人).....	9
图 7: 标杆城市分布于 5 个省份, 3 个区块, 饮食习惯差异大.....	9
图 8: 榨菜消费场景 (2018 年): 休闲零食和其他场景占比仅为 11.2%.....	9
图 9: 2010-2019 年涪陵榨菜公司榨菜均价复合增长 9.44%.....	11
图 10: 10-19 年重庆涪陵区青菜头产量复合增长 1.05%.....	12
图 11: 2007-2019 年榨菜行业总销量复合增长 0.53%.....	13
图 12: 2018 年包装榨菜销量占比 60%+.....	13
图 13: 泡菜包装化率 5.6%, 提升空间大.....	14
图 14: 2010-2019 年涪陵榨菜公司榨菜均价复合增长 9.44%.....	14
图 15: 涪陵榨菜 2019 年收入市占率 19.03%.....	15
图 16: 涪陵榨菜 2008 年市占率 13.58%.....	15
图 17: 近两年涪陵榨菜经销商数量持续增加.....	17
图 18: 乌江榨菜突破行业价格瓶颈, 目前商超终端价 2.5 元 (单位: 元/包) ...	18
图 19: 公司历史估值中枢: 25-40 倍 (收盘价: 元/股).....	20
表 1: 公司省地级城市发展空间大.....	6
表 2: 合作模式改革后形成的标杆省地级城市人均销量大幅提升.....	8
表 3: 公司规划未来 5 年省地级城市人均销量复合增长 10%左右.....	8
表 4: 2020 年公司成功打造出五原、双辽等县级标杆城市.....	10
表 5: 公司规划未来 5 年县级及以下城市人均销量复合增长 20%+.....	10
表 6: 调味品是一门好生意.....	11
表 7: 其他酱腌菜格局分散, 无龙头企业.....	14
表 8: 涪陵榨菜 ROE 维持 20%+, 排食品饮料行业第 8 位.....	16
表 9: 涪陵榨菜渠道覆盖率先竞争对手 (2019 年对比).....	16
表 10: 乌江是行业第一品牌 (2020 年).....	18
表 11: 公司业务拆分.....	19

一、预计公司收入 21 年加速增长，未来 5 年复合增长 15%+

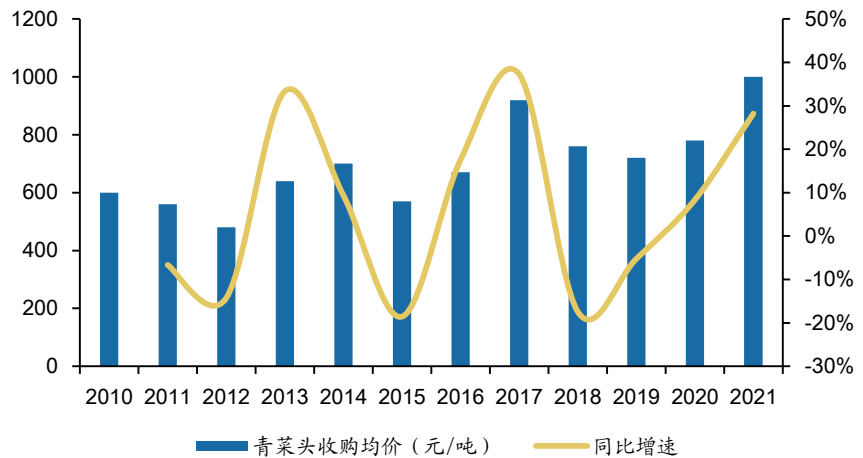
（一）21 年新战略破局，公司收入有望明显加速增长

公司正在积极寻找新战略破局，我们认为2021年收入有望加速增长，主要源于以下四方面：（1）20年和21年初提价贡献收入，21年青菜头采购价格明显上涨，公司有望进一步提价；（2）省地级城市加大费用投放，加速销量增长；（3）渠道下沉，县级市持续放量；（4）适当增加渠道库存。

1. 21 年青菜头收购价格大幅上涨，公司战略自主权更强

21年青菜头收购价同比上涨28%+，龙头涪陵榨菜相对竞争力加强、战略自主性更强。根据调料家，2021Q1青菜头收购价格1000元/吨以上，同比上涨28%+。成本大幅上涨环境下，行业有望加速出清——小企业没有能力打价格战，散装没有能力负担成本上涨产量将明显减少。龙头涪陵榨菜战略自主权将更强：（1）不再进一步提价或小幅提价，提升产品相对性价比，能够更轻易抢占市场份额；（2）大幅提价，投放更多费用抢占份额；（3）大幅提价，提升利润弹性。

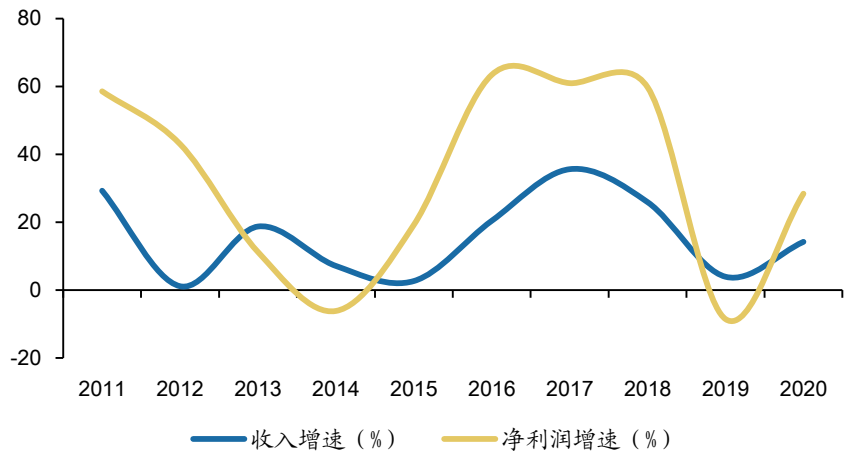
图 1：21 年青菜头收购价大幅上涨



数据来源：调料家，广发证券发展研究中心

复盘2017年，青菜头收购价格同比提升37.31%，龙头涪陵榨菜收入和净利润增速达到巅峰。2017年涪陵榨菜收入同比增长35.64%，其中榨菜收入同比增长30.31%，量、价分别同比增长8.01%、20.65%；归母净利润同比增长61.00%，为近几年增速巅峰。

图 2: 17年收入和归母净利润增速达到顶峰



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2021年公司榨菜均价有望同比上涨10%+。 (1) 根据网易财经, 公司2020年6月主力产品换规格提价(80g换成70g, 调规不调价); 20年底、21年初进行小品类(脆口系列、商超产品等)涨价。有望带动21年榨菜均价同比上涨10%左右。(2) 21年青菜头采购价格同比明显上涨, 公司有望进一步提价对冲成本上涨压力。

2. 加大费用投放, 公司省地级市场销量有望开始加速增长

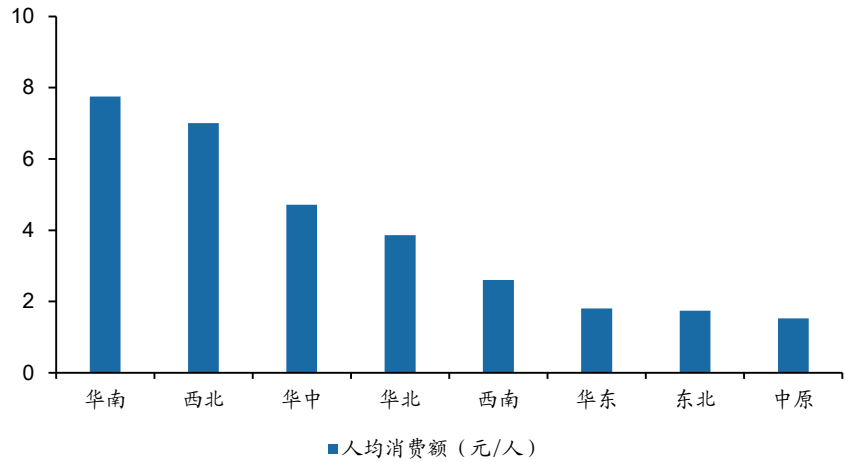
渠道积极性增加叠加费用投放加大, 21年公司省地级城市销量有望加速增长。 2021年公司寻找新战略破局, 我们预计公司有望针对销售团队进行机制改革, 从激励、考核、晋升机制等方面提升团队积极性。此外, 公司已经逐步强化渠道精细化管理, 2019年开始以城市为单位重新梳理渠道, 同时对渠道进行适度压货适度占用经销商资源, 促使经销商配合公司进行市场开拓。

21年初以来公司明显加大费用投放, 主要形式为央视、省地级城市梯媒、互联网广告。公司各区域发展不均衡, 销量提升空间大, 费用投放有望获得较高费效比——华南人均消费额最高, 消费基础最好, 广州等城市人均消费额40元以上; 西北次之(鄂尔多斯等少量城市人均消费额20元以上); 华中排名第三(包头、郑州、洛阳等城市人均消费额高达15元以上), 其他省地级城市仍有较大发展空间。

公司21年在梯媒投放大量费用, 预计将大幅提升公司品牌和产品在薄弱省级城市和部分地级市的曝光度, 预计将拉动21年省地级城市销量加速增长。如华东大区省地级城市数量最多(包含杭州等8个省地级城市), 但公司人均消费额水平相对较低(仅高于中原和东北市场), 主要源于华东为浙江榨菜企业优势领地。21年公司在薄弱省地级市有望加速发展: (1) 加大梯媒投放; (2) 浙江天灾导致青菜头欠收, 限制浙江榨菜企业发展; (3) 2020年公司已经通过完善渠道管理等措施实现杭

州、合肥等薄弱省地级市场人均消费量明显提升，我们预计样板市场的成功经验有望在21年成功复制至其他市场。

图 3: 公司区域发展不均衡, 销量提升空间大



数据来源: 《非公开发行 A 股股票申请文件反馈意见的回复》, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司省地级城市发展空间大

区域	省级和副省级城市	数量
华南	广州、深圳、南宁、海口	4
西北	西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐	5
华中	长沙、武汉	2
华北	石家庄、北京、天津、太原、呼和浩特	5
西南	重庆、成都、拉萨、贵阳、昆明	3
华东	杭州、宁波、合肥、上海、南京、福州、厦门、南昌	8
东北	长春、沈阳、大连、哈尔滨	4
中原	郑州、青岛、济南	3

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

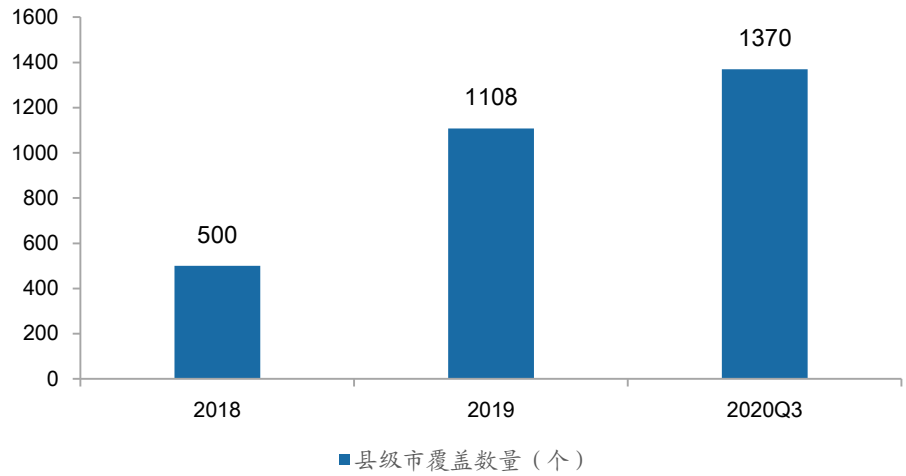
3. 经销商数量与均收入双重增长, 21 年县级市下沉红利有望继续释放

2019年开始公司重点布局县级市场, 县级经销商存活率高, 预计21年将持续放量。2019年公司开始大力推进在县级市场的渠道布局, 将原有37家办事处裂变为67家。2020Q3公司县级经销商数量达1349家, 县级市覆盖数量1370个, 下沉市场的渠道初步覆盖目标接近完成(全国1900余个县, 排除掉偏僻地区后, 覆盖目标为1600个县左右)。

我们预计21年县级市场有望持续放量——公司新开发的县级市场经销商留存率在95%以上; 公司20年已经成功打造出县级市样板市场, 21年面向全国市场展开复制, 有望进一步提升县级市经销商数量。21年青菜头收购价格同比明显上涨, 地方杂牌及散装榨菜成本压力明显上涨, 价格优势减弱, 我们预计部分企业21年销量减

少、让渡市场份额，涪陵榨菜将最受益。

图 4：公司县级市覆盖数量持续增加

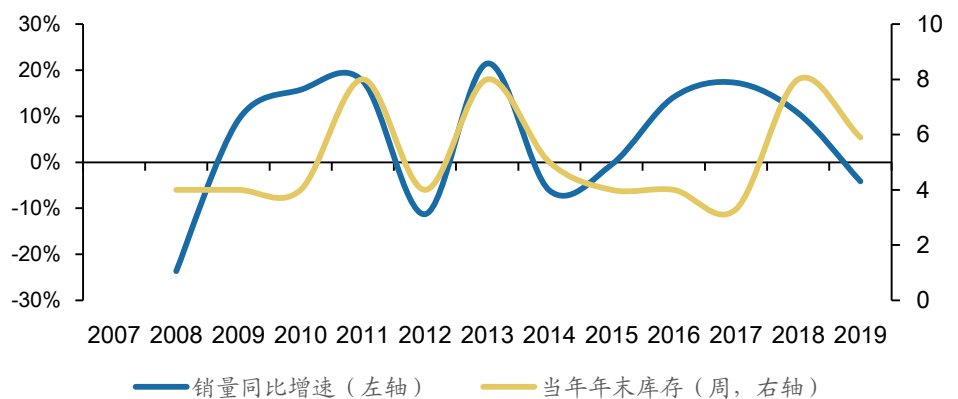


数据来源：公司年报，《非公开发行 A 股股票申请文件反馈意见的回复》，广发证券发展研究中心

4. 适当增加渠道库存，有望拉动 21 年报表销量加速增长

复盘公司销量增长，公司存在渠道库存周期，影响销量短期表现。例如 2011/2013/2018 年年末公司渠道库存明显提升，导致第二年消化库存、销量增速下滑，2012/2014 年年末渠道库存水平低，保障第二年销量稳定增长。20 年年末公司渠道库存相对较低，公司渠道库存标准从 1.5 个月放宽至 2 个月，目前库存可提升空间较大，有望进一步拉动报表销量加速增长。

图 5：涪陵榨菜销量短期受渠道库存影响



数据来源：wind，公司投资者关系纪要，广发证券发展研究中心

(二) 聚焦榨菜，公司未来 5 年收入有望复合增长 15%+

公司未来 3-5 年将持续聚焦榨菜，扩展榨菜消费群体（替代散装榨菜和其他酱腌

菜消费)，有望推升榨菜行业天花板，拉动企业稳健增长。

1. 承接酱腌菜行业散装向包装的升级，预计未来 5 年省地级市场销量复合增长 5-10%

省地级市场基础稳固，人均消费量仍有较大提升空间。预计未来5年省地级市场销量复合增长5-10%。根据公司公告《非公开发行A股股票申请文件反馈意见的回复》，2019年以前公司80%+销量来源于省地级城市。公司省地级市场人均消费量仍有提升空间——公司省地级市场2019年人均消费量0.18Kg/人，标杆市场中山、龙岩等城市2020Q3人均消费量0.30 Kg/人，且公司实行合作模式改革后，标杆市场人均消费量仍在持续提升。根据《非公开发行A股股票申请文件反馈意见的回复》，公司规划19-24年省地级城市人均消费量从0.18Kg/人提升至0.29Kg/人，复合增长10.01%。参考公司历史目标普遍偏乐观，我们预计未来5年公司省地级市场销量复合增长5-10%。

表 2：合作模式改革后形成的标杆省地级城市人均销量大幅提升

标杆城市	2019 年（合作模式改革前）			2020 年 1-9 月（合作模式改革后）		
	销量（吨）	人口数量（万人）	人均销量（kg/人）	销量（吨）	人口数量（万人）	人均销量（kg/人）
杭州	1382.93	685.00	0.2019	1976.14	685.00	0.2885
合肥	929.18	394.00	0.2358	794.13	394.00	0.2016
呼和浩特	547.23	198.00	0.2764	622.17	198.00	0.3142
宣城	165.77	82.00	0.2022	258.83	82.00	0.3156
龙岩	100.25	66.00	0.1519	205.94	66.00	0.3120
中山	649.31	320.00	0.2029	1356.50	320.00	0.4239

数据来源：《非公开发行 A 股股票申请文件反馈意见的回复》，广发证券发展研究中心

表 3：公司规划未来5年省地级城市人均销量复合增长10%左右

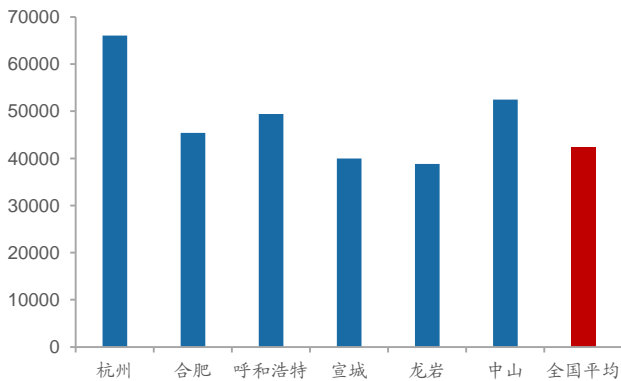
目标消费规划	2024 年（达产第一年）			2026 年（达产第三年）		
	目标人均销量（Kg/人/年）	人口数量（万人）	目标销量（吨）	目标人均销量（Kg/人/年）	人口数量（万人）	目标销量（吨）
省地级城市	0.29	61,212.00	175,831.47	0.34	61,212.00	209,742.20

数据来源：《非公开发行 A 股股票申请文件反馈意见的回复》，广发证券发展研究中心

省地级城市人均消费量提升主要源于渠道力改善、消费场景增加以及承接酱腌菜行业散装向包装的升级。（1）公司正在持续完善销售团队的机制和能力，对经销商实行合作模式，渠道力有望明显提升。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”，将重心转移到对市场和消费者的研究上，实现市场精耕细作。从公司选取的省地级标杆市场来看，人均可支配收入水平接近全国平均水平，且分部零散、囊括各类风格饮食习惯，实行合作模式之后，人均消费量明显提升。（2）扩张新消费场景。目前榨菜主要功能为流动人口和家庭早餐消费，休闲零食和其他场景占比仅为11.2%。公司正在持续推动榨菜进入休

闲食品、餐饮、特渠等多个新兴领域，消费场景趋于多元化，公司目前已经与三只松鼠等休闲电商企业以及真功夫、老娘舅等连锁餐饮公司开展合作。（3）由于生产环保要求提高、消费者品牌意识增强等因素，散装和杂牌榨菜、酱腌菜生产企业持续退出。公司渠道力相对较强，且2019年以来已初步探索出推动省地级市场人均消费量进一步提升的渠道模式，未来有望顺利复制至全国省地级市场，有望承接最多让渡份额。

图 6：2019年标杆城市城镇居民人均可支配收入水平差异大，平均水平与全国平均水平近似（元/人）



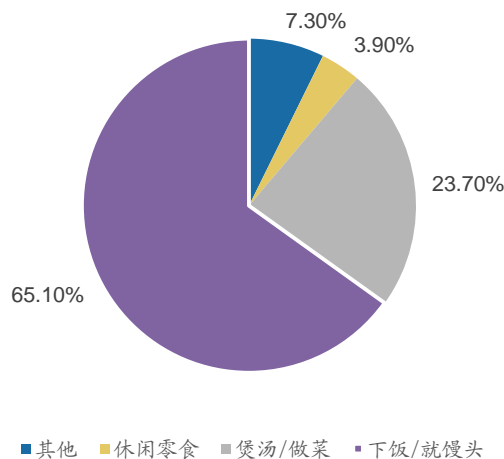
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 7：标杆城市分布于5个省份，3个区块，饮食习惯差异大



数据来源：《非公开发行 A 股股票申请文件反馈意见的回复》，广发证券发展研究中心

图 8：榨菜消费场景（2018年）：休闲零食和其他场景占比仅为11.2%



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

2. 等待消费升级红利，未来 5 年公司县级市场销量有望复合增长 20%
县级市场消费升级有望推动榨菜持续放量，我们预计未来5年公司县级市场销

量复合增长20%左右。公司县级市场人均消费量提升空间大——公司县级及以下市场2019年人均消费量0.03Kg/人，标杆市场五原、双辽等城市2020Q3人均消费量0.10 Kg/人以上，且仍在持续提升。根据公司公告《非公开发行A股股票申请文件反馈意见的回复》，公司规划19-24年省地级城市人均消费量从0.03Kg/人提升至0.09Kg/人，复合增长24.57%。参考公司历史目标普遍偏乐观，我们预计未来5年公司县级及以下市场销量复合增长20%左右。

表 4：2020年公司成功打造出五原、双辽等县级标杆城市

标杆城市	2019年（渠道下沉前）			2020年1-9月（渠道下沉后）		
	销量（吨）	人口数量（万人）	人均销量（kg/人）	销量（吨）	人口数量（万人）	人均销量（kg/人）
五原	0.00	30.00	0.00	42.00	30.00	0.14
双辽	1.56	4.00	0.04	5.31	4.00	0.13
果洛	0.00	3.50	0.00	4.12	3.50	0.12

数据来源：《2020年涪陵榨菜定增反馈意见回复》，广发证券发展研究中心

表 5：公司规划未来5年县级及以下城市人均销量复合增长20%+

目标消费规划	2024年（达产第一年）			2026年（达产第三年）		
	目标人均销量（Kg/人/年）	人口数量（万人）	目标销量（吨）	目标人均销量（Kg/人/年）	人口数量（万人）	目标销量（吨）
县级城市	0.09	79,221.00	68,744.04	0.13	79,221.00	100,265.65

数据来源：《2020年涪陵榨菜定增反馈意见回复》，广发证券发展研究中心

县级及以下城市人均消费量提升主要源于渠道力改善、对散装和其他酱腌菜市场的替代。（1）公司渠道力持续加强。公司从管理人员激励及经销商培育两方面同时发力，提升渠道力。管理人员激励方面，公司已将空白市场工作经历作为业务员涨薪及晋升的必要考核条件，使优秀的业务人员有动力到下沉市场“拓荒”，加快下沉市场培育速度。经销商培育方面，公司通过“保姆式”的培训使经销商对公司的考核方式、组织文化有较为充分的认知，并给予其充分的利润空间，以调动经销商积极性。

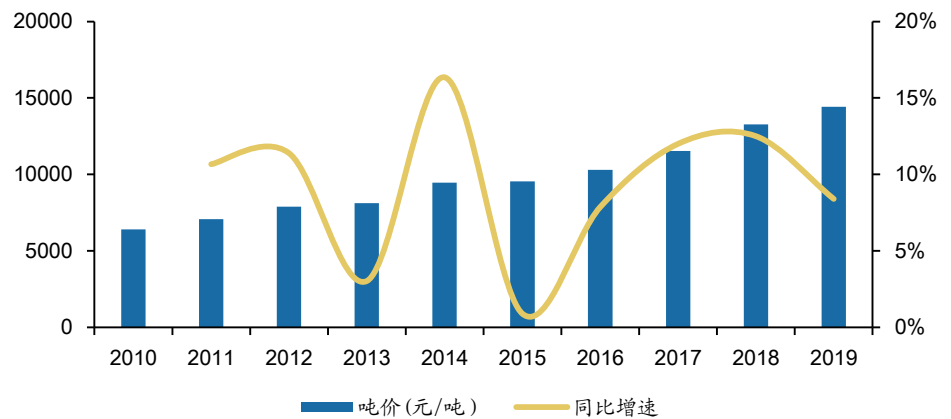
（2）公司2019年以来已初步探索出下沉市场的渠道管理模式，未来有望顺利复制至全国县级市场，抢占散装杂牌榨菜以及其他酱腌菜市场份额。与一二线城市不同，下沉市场酱腌菜行业经销商大多仍以传统“坐商”为主，大多体量小、成熟度低。为保证新开发经销商留存，加速县级市场消费潜力的释放，19-20年公司不断探索和完善下沉市场的渠道运作模式，成功打造出五原、双辽等多个县级标杆城市——五原、果洛作为新开发城市，20Q3人均销量达0.14/0.12kg/人。且由于标杆城市经济发展水平较低，且均位于公司弱势市场，其发展经验具有可借鉴性——五原、双辽、果洛三个县级城市分别位于内蒙古、吉林、青海经济欠发达地区，均位于公司传统弱势/空白市场，为“由弱到强”的典型例子。

3. 叠加持续提价红利，预计未来5年公司收入复合增长15%+

公司具备强定价权。受益通胀红利，预计未来5年公司榨菜终端价格将提升至3+元/包价格带，有望拉动公司榨菜均价复合增长5%+。公司榨菜均价2010-2019年复合增长9.44%。参考居民收入/榨菜终端价格比例，我们预计未来5年内公司主力产品终端价格有望提升至3元/包（流通渠道价格为准），终端价复合增速8.45%。考虑公司将重新让渡部分利润给渠道（假设将整体渠道利润率从目前的45%重新提升至55%），我们预计出厂价未来5年复合增长7%左右。主力产品销量占比60%左右，预计将拉动榨菜均价复合增长5%左右。叠加产品结构升级以及其他小品类提价，预计未来5年榨菜均价复合增长5%+。

叠加上述销量分析，受益省地级市场销量加速和县级市场持续放量，我们预计未来5年公司销量复合增长10%+，叠加价格因素，公司收入有望复合增长15%+。

图 9：2010-2019年涪陵榨菜公司榨菜均价复合增长9.44%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、榨菜行业空间有望持续打开，单寡头格局稳固

调味品是一门好生意。调味品生命周期长，行业变迁慢，新的替代者很难颠覆现有格局，已有参与者强者恒强。调味品可以差异化定价，行业可以持续消费升级，盈利能力强；且行业内企业可以采取差异化竞争战略，避免价格战，成就一批盈利能力强的优质企业。

表 6：调味品是一门好生意

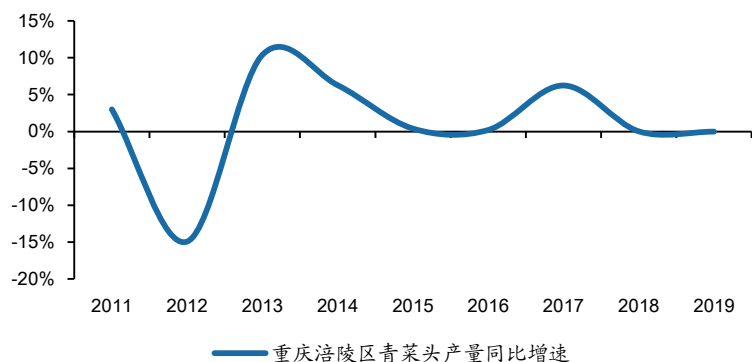
调味品品类		2019 年收入(亿元)	占调味品收入比例	增长速度(近五年收入 CAGR)	头部品牌	竞争格局(收入市占率)	预计未来 5 年行业复合增速
高成长赛道，行业景气度高	复合调味料	761	18.16%	15%	颐海、天味、红九九	CR3=12.6% (颐海 7.9%)	15%
	蚝油	48	1.15%	14%	海天、李锦记、厨邦	海天市占率 72%	20%左右

	料酒	135	3.22%	15%+	老恒和, 王致和, 恒顺, 老才臣, 成都巨龙	格局分散 (龙头老恒和市占率 5%以下)	15%
成熟赛道, 看点为行业集中度提升	酱油	686	16.36%	8.43%	海天, 李锦记, 美味鲜, 六月鲜, 加加	(海天市占率 17%)	7%
	醋	177	4.22%	5.22%	恒顺, 海天, 水塔, 紫林	CR3=13.8% (龙头恒顺市占率 7%)	6%
	榨菜	90	2.15%	0.53% (量)	涪陵, 川南, 鱼泉	涪陵榨菜市占率 19%	5%+
	其他酱腌菜	357	8.52%	10.00%	吉香居, 味聚特, 川南, 鱼泉, 铜钱桥	竞争格局分散 (龙头年收入 10 亿元以下)	5-10%
	酱类	400	9.54%	10%+	老干妈, 李锦记, 阿香婆, 吉香居	品类较多, 竞争格局分散	5-10%
衰退赛道	味精	156	3.72%	-3%	阜丰, 梅花, 伊品, 三九味精, 莲花	CR3=90%+	小个位数下滑
	盐	20	0.48%	下滑	—	—	继续下滑
	其他	1,361	32.47%	—	—	—	—
	合计	4,191	100.00%		海天, 美味鲜	海天市占率 4.72%	10%

数据来源: wind, Frost&Sullivan, 智研咨询, 广发证券发展研究中心

榨菜行业具备原材料壁垒—青菜头产地集中且运输困难, 川渝以外企业难抢占市场份额。榨菜的主要原材料青菜头 (占成本比例40%+) 对生长环境要求较高, 目前我国青菜头种植主要集中在重庆涪陵区和四川——根据惠农网和搜狐新闻, 2019年重庆涪陵区占比52%、浙江占比个位数且持续下降。根据重庆农业农村信息网, 2010-2019年涪陵区青菜头产量复合增长1.05%, 四川青菜头产量持续增长, 浙江青菜头产量明显下滑。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, 提高榨菜行业进入门槛——能够在青菜头主产区 (川渝地区) 布局产能的企业才能进入榨菜行业; 川渝以外企业要获取原材料只能能够在青菜头产区直接采购青菜头 (运输成本高) 或青菜头粗加工产品 (收购成本高), 将大幅提升成本, 难以抢占市场份额。

图 10: 10-19年重庆涪陵区青菜头产量复合增长1.05%

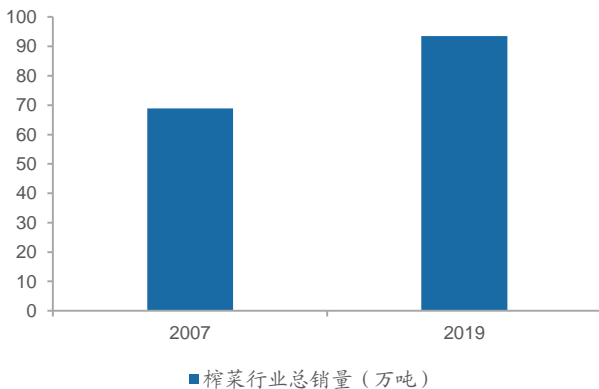


数据来源: 重庆农业农村信息网, 广发证券发展研究中心

（一）承接酱腌菜散装向包装的升级，榨菜行业有望持续打开天花板

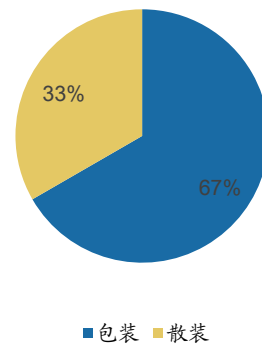
2019年榨菜行业产量93.5万吨，行业规模90亿元。榨菜原材料为青菜头，近几年我国青菜头几乎全部用于榨菜制作，青菜头产量增速基本与下游榨菜行业产量增速维持一致。根据重庆农业农村信息网，2019年我国青菜头总产量约280万吨，根据榨菜制作工艺，青菜头制作榨菜制成率约3:1，即3吨青菜头可产成1吨榨菜。根据青菜头总量测算，2019年我国榨菜行业产量为93.5万吨（目前行业以销定产，对应行业销量93.5万吨，其中包装销量占比2/3左右），根据京东数据均价信息，估算行业收入90亿元。

图 11: 2007-2019年榨菜行业总销量复合增长
0.53%



数据来源：公司招股书，重庆农业农村信息网，广发证券发展研究中心

图 12: 2018年包装榨菜销量占比60%+

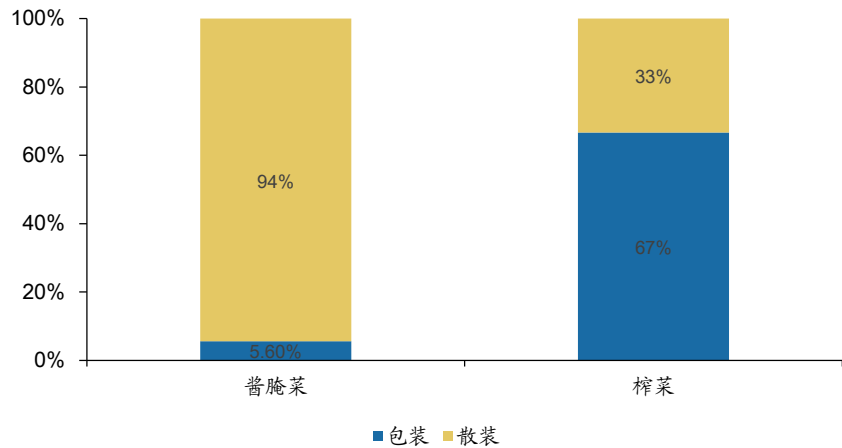


数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

榨菜有望抢占其他酱腌菜市场，打开行业量增空间，预计未来5年行业销量维持小个位数复合增速。酱腌菜（如榨菜、泡菜、酱瓜、酱茄、酱姜、白糖蒜等）市场空间广，19年收入447亿元，且竞争格局分散、无强势龙头，行业CR4仅为8.9%（其中涪陵榨菜市占率4.5%）。酱腌菜包装化率低，散装向包装提升是必然趋势——酱腌菜行业包装化率仅为5.6%，远低于榨菜行业包装化率（67%）。

我们预计未来榨菜行业有望承接酱腌菜行业散装向包装的升级，打开行业天花板：（1）榨菜行业龙头涪陵榨菜竞争力强，且21年开始聚焦榨菜、致力于打开榨菜行业天花板，有望推动行业发展。（2）酱腌菜行业包装化率仅5.6%，包装化率提升是必然趋势。其他酱腌菜企业竞争优势较弱，最大的企业吉香居收入规模10亿元左右，我们预计涪陵榨菜有望推动旗下包装榨菜产品替代散装酱腌菜、最受益于酱腌菜包装化进程。（3）四川青菜头产量持续提升，原材料供给增加，有望打开行业原材料限制瓶颈。

图 13: 泡菜包装化率5.6%，提升空间大



数据来源：产业信息网，《2020年涪陵榨菜定增反馈意见回复》，广发证券发展研究中心

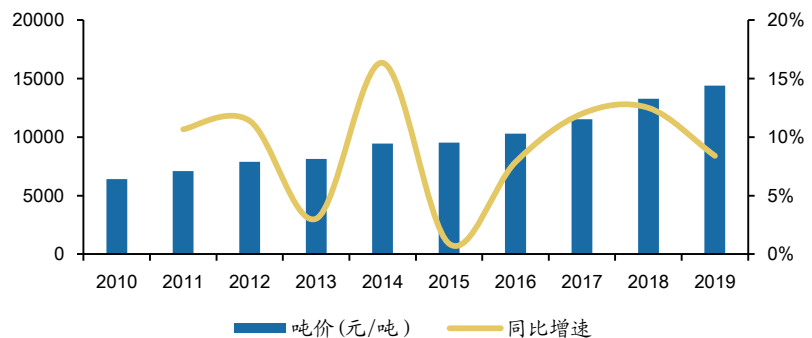
表 7: 其他酱腌菜格局分散，无龙头企业

公司	所处区域	收入规模	重点市场	品类
吉香居	四川眉山	10 亿元左右	目前覆盖 27 个城市	萝卜干、海带丝、大头菜、豇豆
味聚特	四川眉山	5 亿元左右	北京、广州、上海等沿海沿江市场	萝卜干、海带丝、口口脆、木耳片
川南	四川	—	北京、广州、上海等沿海沿江市场	萝卜干、海带丝、木耳菜片、脆片
鱼泉	重庆	泡菜占比较小	京津、成都、华东地区	萝卜干、雪菜、魔芋、竹笋
铜钱桥	浙江宁波	泡菜占比较小	东北地区	萝卜干、海带丝、菜芯、橄榄菜
备德福	浙江余姚	泡菜占比较小	华北地区	萝卜干、海带丝、笋丝、芽菜

资料来源：新浪财经，广发证券发展研究中心

我们预计未来5年榨菜行业价格复合增长3%左右，叠加销量增长，预计未来5年行业收入有望复合增长5%+。行业均价提升将主要源于龙头带动的提价和产品结构升级——2010-2019年涪陵榨菜公司榨菜均价复合增长9.44%，我们预计未来5年(以2020年预测值为基期，下同)其复合增速维持5%+，有望拉动行业均价未来5年复合增长3%左右。

图 14: 2010-2019年涪陵榨菜公司榨菜均价复合增长9.44%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）榨菜行业单寡头格局稳固，集中度有望持续提升

榨菜行业单寡头，行业龙头涪陵榨菜2019年收入市占率19.03%，长期来看有望持续提升至50%+。2019年行业龙头涪陵榨菜的榨菜业务收入17.13亿元，收入市占率19.03%；第二品牌鱼泉市占率6.01%。其中，涪陵榨菜2019年市占率较2008年（13.58%）提升5.45 PCT，铜钱桥等市占率明显下降。

图 15: 涪陵榨菜2019年收入市占率19.03%

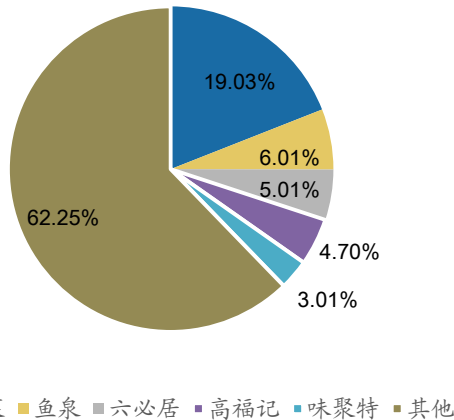
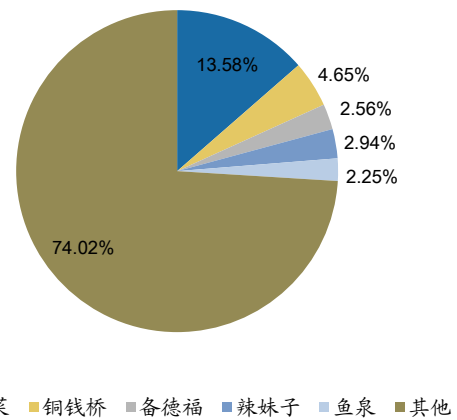


图 16: 涪陵榨菜2008年市占率13.58%



数据来源：根据非公开发行反馈意见公告数据推算，广发证券发展研究中心

数据来源：《2020年涪陵榨菜定增反馈意见回复》，广发证券发展研究中心

榨菜行业集中度提升是必然趋势，参考公司目前在成熟市场的份额，行业龙头涪陵榨菜收入市占率有望持续提升至50%以上。受益散装向包装消费转化、非品牌向品牌消费转化，我们预计榨菜行业集中度将持续提升——顺应大健康趋势，包装产品逐渐替代家庭散装产品。根据涪陵榨菜招股书推算，目前散装榨菜销量占比三分之一左右。我们认为居民收入持续提升带动的大健康趋势下，消费者更愿意选择包装榨菜取代散装榨菜，品牌企业持续抢占杂牌企业市场份额。消费者品牌意识增强，消费需求逐渐向品牌企业集中，推动行业集中度提升。

参考榨菜成熟市场份额（目前最成熟市场广州收入市占率50%以上），我们预计公司市占率未来5-10年期间有望持续提升至50%以上，主要受益于以下三方面：榨菜行业具备原材料壁垒，川渝以外企业难抢占市场份额；相较目前行业内竞争对手，涪陵榨菜具备明显品牌和渠道优势；榨菜行业将通过抢占酱腌菜消费实现增长，其中龙头涪陵榨菜抢占能力最强，市占率将进一步提升。

三、2021 年涪陵榨菜渠道和品牌力有望进一步加强

涪陵榨菜ROE维持20%+, 排食品饮料行业第8位, 未来有望进一步提升。公司ROE近三年平均ROE水平23.11%, 在食品饮料行业排名第8位。拆分来看, 涪陵榨菜高ROE主要受益于高盈利, 2019年净利率高达30.42%。

我们认为公司ROE有望进一步提升——公司的高盈利能力主要源于强定价权, 榨菜产品均价有望进一步提升; 2021年开始公司完善渠道机制, 加强销售能力, 有望推动总资产周转率提升。

表 8: 涪陵榨菜ROE维持20%+, 排食品饮料行业第8位

公司名称	ROE (%)				2019 年 ROE 拆分		
	2017	2018	2019	平均	净利率 (%)	总资产周转率	权益乘数
重庆啤酒	28.31	35.28	46.30	36.63	20.34	1.05	2.66
双汇发展	29.55	37.88	32.98	33.47	9.39	2.37	1.73
海天味业	30.05	31.46	32.28	31.26	27.06	0.88	1.47
水井坊	21.23	31.21	39.12	30.52	23.35	0.99	1.80
贵州茅台	29.61	31.20	30.30	30.37	49.49	0.52	1.38
伊利股份	23.90	23.07	26.53	24.50	7.70	1.67	2.00
口子窖	21.90	24.85	24.53	23.76	36.82	0.51	1.39
涪陵榨菜	21.48	26.78	21.08	23.11	30.42	0.63	1.19
山西汾酒	18.03	23.60	26.03	22.55	17.29	0.85	2.04
洋河股份	22.45	24.12	20.22	22.27	31.94	0.45	1.47
承德露露	20.70	21.49	23.29	21.83	20.66	0.76	1.52
古井贡酒	17.78	22.30	23.45	21.18	20.71	0.79	1.59
五粮液	18.14	21.08	23.42	20.88	36.37	0.52	1.40
泸州老窖	16.86	20.55	23.92	20.44	29.35	0.61	1.42

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(一) 21 年渠道机制明显完善, 优势有望持续加强

公司较同行业竞争对手具备明显渠道优势。(1)涪陵榨菜渠道精细化管理程度高于竞争对手。2019涪陵榨菜员工数量达2607个, 吉香居、鱼泉、辣妹子、铜钱桥总员工数量仅为1396/600/228/126个。(2)涪陵榨菜渠道覆盖率明显高于竞争对手。2019年涪陵榨菜覆盖全国省地级城市, 且持续进行县级市渠道下沉。品牌竞争对手渠道覆盖主要集中于区域性省地级城市, 如鱼泉集中于北京、川渝, 铜钱桥集中在东北市场省地级市, 川南聚焦全国KA渠道。

表 9: 涪陵榨菜渠道覆盖率先竞争对手 (2019年对比)

	涪陵榨菜	鱼泉	川南	吉香居	辣妹子	铜钱桥
员工总数量 (人)	2607	600	—	1396	228	126

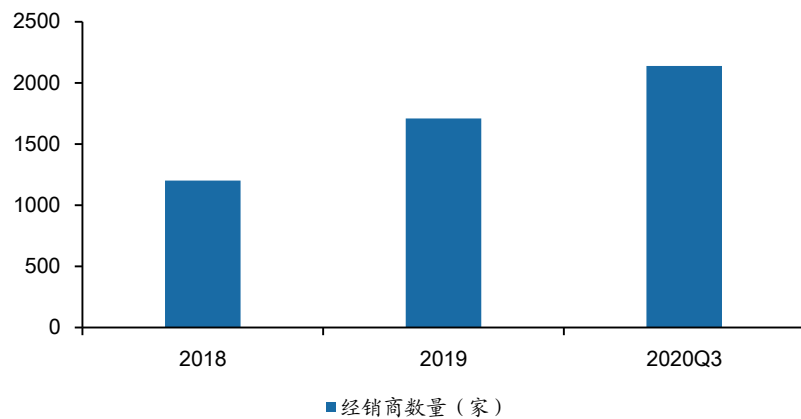
优势区域	覆盖全国范围省、地级城市，持续进行县级市渠道下沉。	北京、重庆、上海、成都设有办事处，出口较多	产品销售全国沃尔玛、家乐福、大润发、人人乐、易初莲花等各大卖场和超市	34个省区，主打高端卖场，产品遍及全国各大商超卖场	产品销往国内三十多个省市、自治区	销售网络覆盖了全国20个省市自治区100多个地(县)市级市场。东北销售较多
渠道下沉深度	省地级城市开拓成熟，目前正在持续向县级市开拓	区域性省地级城市				

数据来源：wind，腾讯网，各公司官网，广发证券发展研究中心

公司2019年开始加速渠道扩张，较竞争对手的渠道竞争优势持续加强。2019年公司加速渠道扩张——经销商数量从2018年末1200家增加至2020Q3的2139家，推动渠道扩张。同行业竞争对手逐渐减弱——2019年鱼泉、辣妹子等企业员工总数量较2018年减少。

目前公司渠道扩张主要分为两个方向：推动省地级市场抢占散装和其他酱腌菜市场份额、向新零售和餐饮渠道扩张，推动渠道向县级市下沉，公司渠道覆盖率将持续加大。县级市场、新零售和餐饮渠道具备更强的消费粘性，易守难攻，公司作为行业龙头率先布局，先发优势明显，较竞争对手的渠道竞争优势将持续加强。

图 17：近两年涪陵榨菜经销商数量持续增加



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）唯一全国性榨菜品牌，21 年品牌力有望进一步加强

乌江为榨菜行业唯一全国性品牌，21年品牌营销加强，品牌力有望进一步提升。涪陵榨菜2006年开始在《新闻联播》后黄金时段投放广告，迅速将乌江发展为全国性知名品牌。涪陵榨菜是唯一抓住了央视广告效果最好时期的榨菜企业，品牌力明显优于其他榨菜品牌——乌江连续多年夺得榨菜品牌排行榜榜首，备得福等浙江品牌逐渐被挤出行业前十品牌。目前媒体已经进入碎片化时代，品牌建设更加困难，

乌江在原品牌基础上在各个视频网站继续做品牌宣传，逐渐拉大与其他品牌的品牌力差距。品牌力成就公司强定价权。21年开始公司加强广告营销，在央视、互联网、梯媒等多种渠道投放广告，品牌力有望进一步加强。

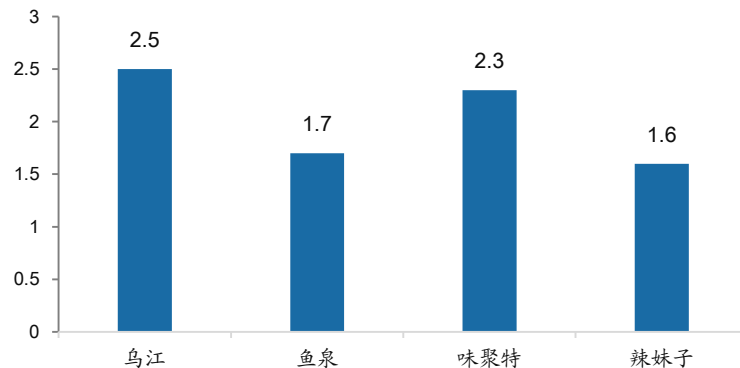
涪陵榨菜凭借强品牌力突破榨菜价格瓶颈。多年来榨菜定价天花板为1元/包，2015、2016年涪陵榨菜凭借强品牌力率先打破榨菜定价天花板成功实现提价。目前公司主力榨菜终端价2~2.5元/包（每包80g装），销量增长迅速，受消费者认可，打开榨菜行业提价空间。另外，公司推出榨菜礼盒装（定价100-300元价位段），树立品牌形象，对主力产品价格存在拉动作用。

表 10: 乌江是行业第一品牌（2020年）

品牌排名	品牌	产地	品牌业务
1	乌江	重庆	榨菜
2	吉香居	四川	榨菜、泡菜、酱类
3	鱼泉	重庆	榨菜
4	老干妈	贵州	榨菜、酱类
5	川南	四川	榨菜、泡菜
6	饭扫光	四川	榨菜、酱类

数据来源：品牌排行网，广发证券发展研究中心

图 18: 乌江榨菜突破行业价格瓶颈，目前商超终端价2.5元（单位：元/包）



数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

（三）产品力强，且公司持续推动新品类布局

公司采用最好的涪陵区原材料，叠加工艺优势，榨菜产品力强。（1）重庆涪陵区具备最适宜青菜头生长的环境，生产出来的青菜头个头大、紧实，质地明显优于其他产区，以此作为原材料产出的榨菜质量更佳；而浙江余姚地区气候近几年逐渐不适合青菜头生长，青菜头质量明显下降。涪陵榨菜占据最大的青菜头种植区涪陵，抢占原材料优势明显，生产出来的产品质量优良。（2）公司榨菜生产工艺处于行业领先水平，近年来全面推进榨菜原料“三腌三榨”加工工艺，并持续加大研发投入。

即使公司部分青菜头原料采购自四川等地，质地稍不如涪陵青菜头，公司领先工艺和技术设备也能保障产品质量。

公司规划短期内聚焦榨菜行业，长期打造酱腌菜类大平台。2020年公司完成了泡菜、酱类典型产品调研工作，设立集团智能化制造基地、泡菜酱类产品开发试验生产厂、肥料厂等组织机构，并新增20万产能建设以备未来品类扩张之需。公司规划近三年内持续聚焦榨菜品类，通过渠道扩展瓜分小企业份额，实现收入稳定增长。长期来看（预计未来3-5年），由于榨菜的生产和渠道与泡菜具有协同效应，公司规划持续进行品类扩展，择机做大泡菜、酱类业务，并为后续进入川调、休闲果蔬零食市场做准备。

四、盈利预测

基于以下关键假设，我们给予公司盈利预测：

(1) 省地级城市费用投放效果良好，21年开始省地级销量加速增长，未来5年持续增长；

(2) 县级市消费持续升级，涪陵榨菜受益，推动县级市场持续放量；

(3) 受益强定价权，公司持续换规格或直接提价；

(4) 分品类来看，公司未来3-5年聚焦榨菜，因此预计榨菜销量复合增长10%+，泡菜萝卜等品类积淀发展，销量稳健增长。

我们预计2020-2022年公司收入22.7/29.6/34.4亿元，同比增长14.2%/30.4%/16.3%；净利润7.77/8.91/11.17亿元，同比增长28.4%/14.6%/25.5%，对应PE估值43/38/30倍。参考历史估值，且21年公司有望打开长期行业发展空间、实现收入加速增长，我们给予公司21年45倍估值，对应合理价值51元/股，维持买入评级。

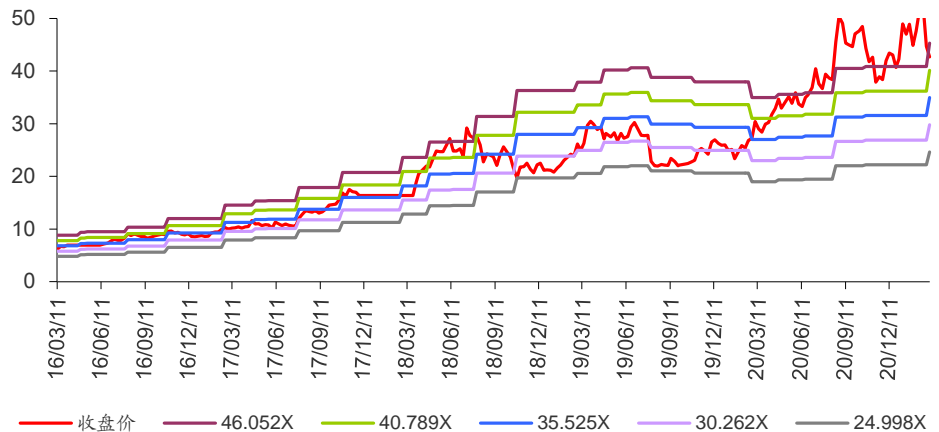
表 11: 公司业务拆分

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
榨菜						
榨菜销量(吨)	111398	122706	118827	131720	156088	181062
增长率(YOY)	8.01%	10.15%	-3.16%	10.85%	18.50%	16.00%
吨价(元/吨)	11528.60	12969.68	14059.13	14762.09	16253.06	16253.06
增长率(YOY)	20.65%	12.50%	8.40%	5.00%	10.10%	0.00%
销售收入(百万元)	1284.26	1627.94	1712.54	1944.46	2536.91	2942.82
增长率(YOY)	30.31%	26.76%	5.20%	13.54%	30.47%	16.00%
毛利率	48.79%	57.44%	60.54%	60.9%	61.0%	62.0%
					156088	181062
泡菜						

销售收入 (百万元)	123.22	147.01	126.56	145.54	189.21	227.05
增长率 (YOY)	44.98%	19.31%	-13.91%	15.00%	30.00%	20.00%
毛利率	46.06%	44.34%	58.26%	58.00%	58.50%	55.00%
其他调味品 (萝卜+其他)						
销售收入 (百万元)	109.26	137.18	147.59	180.06	234.08	271.94
增长率 (YOY)	132.36%	25.56%	7.59%	22.00%	30.00%	16.18%
毛利率	45.34%	47.84%	36.58%	35.65%	37.00%	36.20%
其他业务收入						
销售收入 (百万元)	3.50	2.23	2.91	2.91	2.91	2.91
增长率 (YOY)	6.41%	-36.30%	30.45%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	4.64%	72.68%	48.86%	5.00%	5.00%	5.00%
合计						
销售收入 (百万元)	1520.23	1914.36	1989.60	2272.98	2963.10	3444.72
增长率 (YOY)	35.64%	25.93%	3.93%	14.24%	30.36%	16.25%
毛利率	48.22%	55.76%	58.60%	58.64%	58.89%	59.45%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 公司历史估值中枢: 25-40倍 (收盘价: 元/股)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

- (1) 团队能力不达预期, 导致省地级城市动销不及预期;
- (2) 费用投放效果不及预期;
- (3) 公司承接酱腌菜行业从散装往包装的升级过程难度超预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,810	1,636	1,785	2,033	2,369	经营活动现金流	559	517	951	900	1,155
货币资金	1,128	956	1,111	1,211	1,457	净利润	662	605	777	891	1,117
应收及预付	14	6	11	14	15	折旧摊销	58	70	110	82	88
存货	330	414	407	547	632	营运资金变动	-110	-127	100	-25	4
其他流动资产	338	261	256	261	265	其它	-51	-32	-35	-47	-54
非流动资产	1,169	1,726	2,047	2,312	2,588	投资活动现金流	545	-613	-395	-300	-309
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-292	-647	-432	-347	-364
固定资产	761	909	1,117	1,277	1,451	投资变动	780	0	0	0	0
在建工程	173	244	328	412	494	其他	57	34	36	47	55
无形资产	155	151	181	201	220	筹资活动现金流	-118	-205	-400	-500	-600
其他长期资产	80	422	422	422	422	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	2,978	3,362	3,833	4,345	4,957	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	400	385	479	601	695	其他	-118	-205	-400	-500	-600
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	986	-301	155	100	246
应付及预收	229	178	271	322	374	期初现金余额	142	1,128	956	1,111	1,211
其他流动负债	171	207	208	279	322	期末现金余额	1,128	827	1,111	1,211	1,457
非流动负债	107	106	106	106	106						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	107	106	106	106	106						
负债合计	507	491	585	707	801						
股本	789	789	789	789	789						
资本公积	21	21	21	21	21						
留存收益	1,661	2,061	2,437	2,828	3,345						
归属母公司股东权益	2,471	2,871	3,248	3,639	4,156						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	2,978	3,362	3,833	4,345	4,957						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	25.9%	3.9%	14.2%	30.4%	16.3%
营业利润增长	67.3%	-8.5%	27.2%	14.6%	25.5%
归母净利润增长	59.8%	-8.6%	28.4%	14.6%	25.5%
获利能力					
毛利率	55.8%	58.6%	58.6%	58.9%	59.5%
净利率	34.6%	30.4%	34.2%	30.1%	32.4%
ROE	26.8%	21.1%	23.9%	24.5%	26.9%
ROIC	24.0%	19.4%	21.9%	22.1%	24.5%
偿债能力					
资产负债率	17.0%	14.6%	15.3%	16.3%	16.2%
净负债比率	20.5%	17.1%	18.0%	19.4%	19.3%
流动比率	4.52	4.25	3.73	3.38	3.41
速动比率	3.68	3.16	2.86	2.46	2.48
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.59	0.59	0.68	0.69
应收账款周转率	243.575	153.36	606.08	635.36	730.31
存货周转率	5.80	4.81	5.58	5.42	5.45
每股指标 (元)					
每股收益	0.84	0.77	0.98	1.13	1.42
每股经营现金流	0.71	0.65	1.20	1.14	1.46
每股净资产	3.13	3.64	4.11	4.61	5.27
估值比率					
P/E	25.77	34.87	43.40	37.86	30.18
P/B	6.90	7.35	10.38	9.27	8.11
EV/EBITDA	21.09	27.71	34.52	31.61	25.07

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,914	1,990	2,273	2,963	3,445
营业成本	847	823	940	1,218	1,397
营业税金及附加	30	29	33	43	50
销售费用	281	407	384	667	706
管理费用	59	63	72	77	79
研发费用	1	10	9	12	14
财务费用	-3	-5	-21	-23	-27
资产减值损失	3	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	53	34	36	47	55
营业利润	786	719	914	1,048	1,314
营业外收支	-7	-6	0	0	0
利润总额	778	712	914	1,048	1,314
所得税	117	107	137	157	197
净利润	662	605	777	891	1,117
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	662	605	777	891	1,117
EBITDA	755	727	945	1,028	1,287
EPS (元)	0.84	0.77	0.98	1.13	1.42

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 王文丹：联席首席分析师，管理学硕士，6年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：伦敦国王学院硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。