

## 新品推广有看点，外延并购进行中

**推荐（首次）**

### ⑤ 上半年净利润同比增长 4.61%

上半年营业收入同比增长 2.14%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 4.61%；营业收入和净利润环比分别增长 11.56% 和 23.67%。公司维持恢复增长态势。

### ⑤ 新产品推广有看点，未来营销进展是关键

公司全力打造的明星产品 175g 脆口榨菜的销量同比增长 70%，榨菜产品总体同比增长 13.2%。公司在传统营销和互联网的创新营销方面均加大了力度。传统营销渠道更加精细化、深化、针对性的管理，全面建立互联网和新媒体营销。

### ⑤ 新品推广与外延并购是未来公司成长动力

公司内生增长方面，主要是推出新品，尤其是中高端产品的推出；外延并购方面，公司正在收购惠通食业，将有助于公司快速的拓展产品线，通过收购快速占领新产品的市场份额。总体上，公司目前良好的财务状况将为公司实现营销拓展和并购提供较强的资本支持。

### ⑤ 投资策略

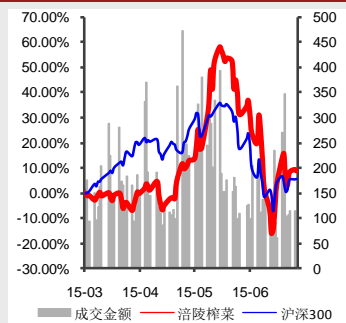
暂不考虑并购因素的情况下，我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入规模分别为 9.42 亿、10.84 亿、12.46 亿，归属于母公司净利润分别为 1.7 亿、1.98 亿、2.28 亿，对应 EPS 分别为 0.52 元、0.61 元、0.7 元，对应 PE 分别为，考虑到外延扩张和新品推广因素，给予公司“推荐”评级。

### ⑤ 风险提示

1、宏观经济出现大幅下滑。2、公司新品推广不达预期。3、收购延迟。

**图表：**

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	846.2	906.4	942.7	1,065.2	1,225.0
同比增长(+/-%)	18.7%	7.1%	4.0%	13.0%	15.0%
归母净利润（百万元）	140.6	132.0	167.0	200.2	238.4
同比增长(+/-%)	11.2%	-6.2%	26.5%	19.9%	19.1%
每股收益（元）	0.43	0.40	0.51	0.61	0.73
PE	50.71	54.04	42.71	35.63	29.92
PB	3.26	3.86	5.25	4.77	4.33

**市场表现 截至 2015.07.21**

**市场数据 2015-7-21**

A 股收盘价（元）	21.85
一年内最高价（元）	33.55
一年内最低价（元）	15.19
上证指数	4017.67
市净率	5.25
总股本（万股）	32240
实际流通 A 股（万股）	16126.71
限售流通 A 股（万股）	16113.29
流通 A 股市值（亿元）	35.24

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

电话：010-58565075

联系人：金春萍

邮箱：jinchunping@hrsec.com.cn

电话：010-58565091

**证券研究报告**

目 录

---

一、上半年净利润同比增长 4.61%.....	4
二、新产品推广有看点，未来营销进展是关键.....	4
三、新品推广与外延并购是未来公司成长动力.....	5
四、投资策略.....	6
五、风险提示.....	6

---

图表目录

---

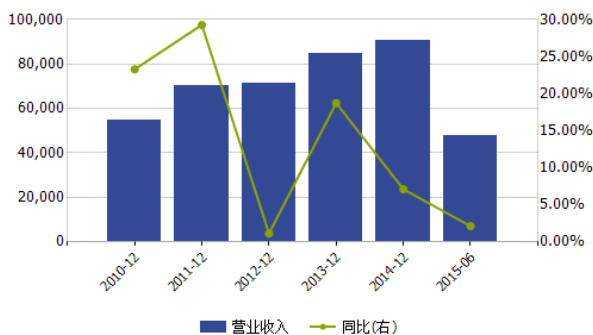
图表 1: 涪陵榨菜营收及同比增长.....	4
图表 2: 涪陵榨菜净利润及同比增长.....	4
图表 3: 公司榨菜产品同比增长 (%) .....	5

## 一、上半年净利润同比增长 4.61%

公司发布 2015 年上半年中报业绩和运营数据，主营业务收入实现 47,592.14 万元，同比增长 2.14%，营业成本同比增长 1.63%，归属于上市公司股东的净利润 9,097.87 万元，同比增长 4.61%；2 季度单季环比情况来看，营业收入环比增长 11.56%，净利润 23.67%。公司维持恢复增长态势。

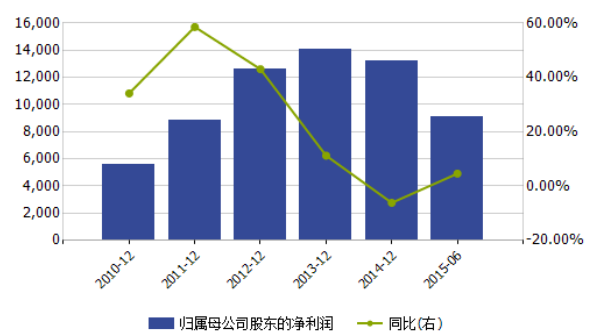
财务数据上看，公司上半年毛利和净利率水平均不同程度改善。上半年毛利水平为 45.18%，较 2014 年底提升 2.79%；上半年净利率 19.12%，较 2014 年底提升 4.56%。主要是公司营收增速快于成本增速，销售费用率有所下降。上半年应收账款为 770.3 万元，较 2014 年底增长较多，主要是公司从一季度开始为加强新品销售和增加榨菜产品销量，适度放宽部分客户信用额度。目前公司加大营销力度，推进新产品销售的背景下，放宽信用额度有助于推动产品销量增长，从而有利于快速提高新产品市场份额，因为应收账款期限主要是一年以内，结合公司上半年财务状况，6 月底公司货币现金 3.81 亿，因此，不会给公司带来过重的运营资金压力。

图表 1：涪陵榨菜营收及同比增长



数据来源：wind，华融证券整理

图表 2：涪陵榨菜净利润及同比增长



数据来源：wind，华融证券整理

## 二、新产品推广有看点，未来营销进展是关键

根据公司中报披露，公司细分产品上半年的运营情况各有不同。主导的榨菜产品营业收入实现同比增长 13.2%，但其他佐餐开胃菜同比下降 73.16%，从而拖累了整体营收的同比增长速度。新产品来看，公司全力打造的明星产品 175g 脆口榨菜的销量同比增长 70%。总体来看，我们认为，公司的主导产品榨菜销售出现了明显的恢复增长的态势，新品榨菜产品的推出也出现快速增长

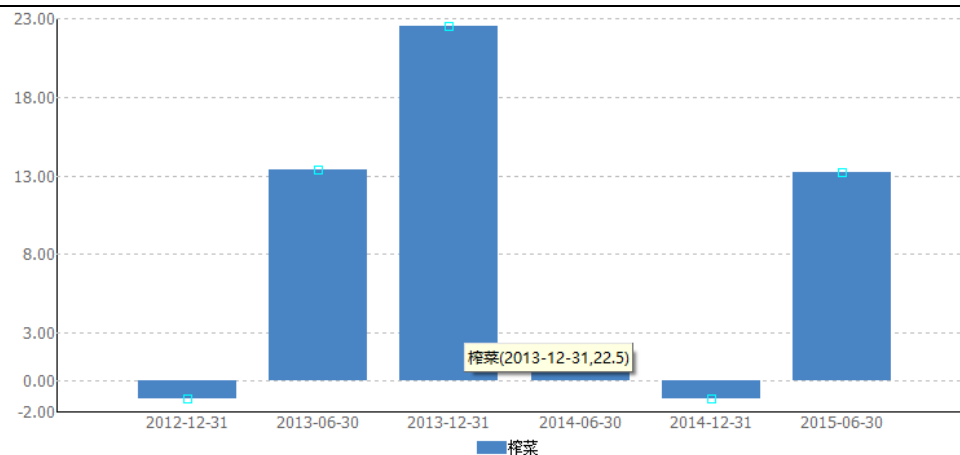
的势头，随着公司在营销方面的加强，榨菜产品年内有望维持恢复性增长的状态，新产品未来的推广和销售增长依然值得期待。

关注公司营销方面的进展。公司近年主导的榨菜产品增速放缓甚至出现同比增长下降的情况，与传统营销渠道受互联网背景下的创新营销冲击有很大关系，由于新产品的营销推进不达预期，从而影响了公司的业绩增长。从公司半年报情况来看，公司在传统营销和互联网的创新营销方面均加大了力度。

传统营销方面，推行小团队作业的精细化管理模式，针对大经销商实行月度诊断式管理，防止出现营销的明显下滑。我们认为，公司在传统的营销渠道管理方面积累了丰富的经验，目前渠道管理面临越来越大的互联网创新营销带来的冲击压力，公司针对市场的变化对传统渠道的管理积极调整，进入到精细化的层面，这将有助于稳定传统渠道，在互联网营销没有形成规模效益之前，有助于稳定公司的销售增长。

互联网创新营销方面，公司积极建立互联网和新媒体营销方式，包括建立电商公司、纪录片、微信和微博宣传推广等，另外，公司积极组织线下的千人试吃等地面活动，拍摄《舌尖上的乌江榨菜》纪录片等，继续强化公司的品牌效应。我们认为，在互联网+的背景下，未来公司互联网以及新媒体营销的效果将对新品的推广、品牌的强化起到至关重要的作用，尤其是公司未来中高端产品的推出，品牌的建设对于未来新品的推广是核心因素，《舌尖上的乌江榨菜》将受益舌尖上的中国的宣传效应，并且有助于提升公司的产品定位和品牌形象。

图表 3：公司榨菜产品同比增长 (%)



数据来源：wind，华融证券整理

### 三、新品推广与外延并购是未来公司成长动力

公司未来增长点主要是两个方面，一是内生增长，二是外延并购。内生增长方面，主要是推出新品，尤其是中高端产品的推出，需进一步提升公司的品牌效应，从而为中高端产品的推广奠定品牌基础。目前公司新品 175g 脆口榨菜推广初见成效，同时公司也在积极推进两只战略新品海带丝、萝卜干和升级产品 88g 鲜脆菜丝的营销。互联网以及新媒体创新营销是推广新品的重要方式。外延并购方面，公司上半年发布了通过定增+现金方式收购惠通食业的方案，目前正在接受证监会审理阶段。我们认为，惠通食业的产品与公司的产品形成互补关系，如果收购成功，将有助于公司快速的拓展产品线，丰富产品品类，通过收购快速占领新产品的市场份额。总体上，公司目前的财务状况良好，中报披露公司货币现金 3.81 亿，充裕的现金将为公司实现营销拓展和并购提供强大的资本支持。

#### 四、投资策略

由于公司并购事件尚未完成，暂不考虑并购因素的情况下，我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入规模分别为 9.42 亿、10.65 亿、12.25 亿，归属于母公司净利润分别为 1.67 亿、2 亿、2.38 亿，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.61 元、0.73 元，对应 PE 分别为 42.7X、35.6X、29.9X，考虑到外延扩张和新品推广因素，给予公司“推荐”评级。

#### 五、风险提示

- 1、宏观经济出现大幅下滑。
- 2、公司新品推广不达预期。
- 3、外延并购延迟。

**附表：**
**利润表**

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	846.2	906.4	942.7	1,065.2	1,225.0
营业成本	511.0	522.2	527.9	596.5	686.0
营业税金及附加	10.4	11.0	13.0	12.8	14.7
营业费用	153.0	204.5	188.5	202.4	220.5
管理费用	32.5	40.0	43.6	46.9	53.9
财务费用	-14.4	-12.8	-13.2	-14.3	-16.4
资产减值损失	0.0	-0.1	-0.4	-0.5	-0.8
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.3	2.3	2.4	2.4	2.4
<b>营业利润</b>	<b>154.0</b>	<b>144.0</b>	<b>185.7</b>	<b>223.8</b>	<b>269.4</b>
营业外收入	11.5	14.5	14.5	14.5	14.5
营业外支出	0.9	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>利润总额</b>	<b>164.6</b>	<b>155.7</b>	<b>197.4</b>	<b>235.5</b>	<b>281.1</b>
所得税	24.0	23.7	30.4	35.3	42.7
<b>净利润</b>	<b>140.6</b>	<b>132.0</b>	<b>167.0</b>	<b>200.2</b>	<b>238.4</b>
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	140.6	132.0	167.0	200.2	238.4
EPS (元)	0.43	0.40	0.51	0.61	0.73

**主要财务比率**

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	18.7%	7.1%	4.0%	13.0%	15.0%
营业利润	6.6%	-6.5%	29.0%	20.5%	20.4%
净利润	11.2%	-6.2%	26.5%	19.9%	19.1%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	39.6%	42.4%	44.0%	44.0%	44.0%
净利率	16.6%	14.6%	17.7%	18.8%	19.5%
ROE	13.5%	11.6%	12.3%	13.4%	14.5%
ROIC	14.5%	12.5%	13.4%	14.4%	14.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.0%	16.9%	11.1%	15.2%	18.0%
流动比率	3.82	4.75	4.84	4.26	3.45

速动比率	3.01	2.84	2.56	2.11	1.65
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.65	0.66	0.62	0.60	0.61
存货周转率	4.47	3.69	3.78	3.86	3.93
应收账款周转率	122.32	252.07	226.59	68.21	65.47
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.43	0.40	0.51	0.61	0.73
每股经营现金	1.29	0.54	0.07	0.48	0.55
每股净资产	6.70	5.66	4.17	4.58	5.05
每股股利	0.17	0.10	0.13	0.19	0.24
<b>估值比率</b>					
PE	50.71	54.04	42.71	35.63	29.92
PB	3.26	3.86	5.25	4.77	4.33

**资产负债表**

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>704.1</b>	<b>702.0</b>	<b>818.8</b>	<b>1,002.6</b>	<b>1,207.4</b>
现金	510.7	382.7	395.9	447.4	514.5
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	0.1	0.0	0.0	10.7	12.3
应收款项	6.8	3.6	4.2	5.0	6.5
其他应收款	7.9	3.6	3.7	6.0	7.0
存货	114.4	141.5	139.7	154.5	174.7
其他	64.3	170.6	275.4	379.1	492.5
<b>非流动资产</b>	<b>594.5</b>	<b>670.0</b>	<b>710.1</b>	<b>759.6</b>	<b>802.5</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	452.5	504.8	512.0	519.4	526.2
无形资产	62.0	92.7	116.7	148.9	176.7
其他	80.0	72.4	81.4	91.3	99.6
<b>资产总计</b>	<b>1,298.6</b>	<b>2,041.9</b>	<b>2,239.1</b>	<b>2,521.8</b>	<b>2,812.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>184.3</b>	<b>147.9</b>	<b>169.4</b>	<b>235.6</b>	<b>350.4</b>
短期负债	0.0	0.0	16.8	39.4	125.9
应付账款	68.0	45.7	52.8	67.7	74.4
预收账款	65.5	51.5	56.6	79.9	91.9
其他	50.8	50.6	43.2	48.7	58.2
<b>长期负债</b>	<b>75.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>31.8</b>	<b>12.2</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	75.7	0.0	0.0	31.8	12.2
<b>负债合计</b>	<b>260.0</b>	<b>147.9</b>	<b>169.4</b>	<b>267.4</b>	<b>362.6</b>
股本	155.0	201.5	326.4	326.4	326.4



资本公积金	557.5	511.0	601.7	601.7	601.7
留存收益	326.1	427.1	431.5	566.6	719.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者权益	1,038.6	1,139.6	1,359.6	1,494.8	1,647.3
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,298.6</b>	<b>1,371.9</b>	<b>1,529.0</b>	<b>1,762.2</b>	<b>2,009.9</b>

**现金流量表**

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>199.7</b>	<b>109.4</b>	<b>23.9</b>	<b>157.9</b>	<b>179.5</b>
净利润	140.6	132.0	167.0	200.2	238.4
折旧摊销	<b>33.6</b>	<b>34.3</b>	<b>59.6</b>	<b>67.9</b>	<b>73.4</b>
财务费用	0.2	0.1	-13.2	-14.3	-16.4
投资收益	<b>-0.1</b>	<b>-5.7</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.8</b>
营运资金变动	33.6	-48.4	-99.0	-88.7	-109.5
其他	-8.3	-3.0	-88.7	-5.5	-4.7
<b>投资活动现金流</b>	<b>-132.1</b>	<b>-206.0</b>	<b>-93.8</b>	<b>-110.0</b>	<b>-109.9</b>
资本支出	-132.2	-211.8	-95.6	-111.8	-111.6
其他投资	0.1	5.7	1.8	1.8	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4.0</b>	<b>-106.6</b>	<b>83.1</b>	<b>3.6</b>	<b>-2.5</b>
借款变动	0.0	0.0	16.8	22.5	86.6
普通股增加	0.0	46.5	4.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	-46.5	90.8	0.0	0.0
股利分配	-54.3	-31.0	-41.8	-65.0	-85.8
其他	50.3	-75.6	13.2	46.1	-3.2

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

张科然，在此声明，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58565091

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)