

2017年11月24日

公司研究

评级：买入（维持）

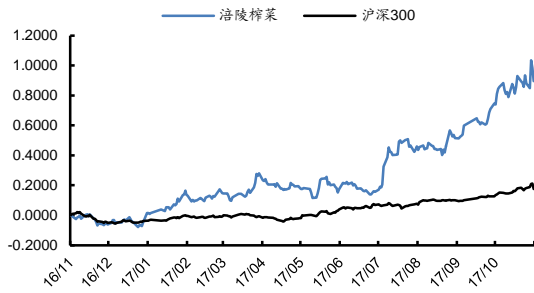
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师：陈鹏 S0350517070001
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

传统榨菜持续升级,脆口新品值得期待

——涪陵榨菜（002507）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
涪陵榨菜	8.6	29.9	88.8
沪深 300	3.6	9.8	17.6

市场数据 2017-11-23

当前价格（元）	17.63
52 周价格区间（元）	8.40 - 19.12
总市值（百万）	13916.37
流通市值（百万）	13577.82
总股本（万股）	78935.72
流通股（万股）	77015.41
日均成交额（百万）	94.57
近一月换手（%）	37.93

相关报告

《涪陵榨菜（002507）调研简报：传统榨菜升级，脆口新品快速增长》——2017-11-12

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- 龙头受益集中度提升。**榨菜行业竞争格局分散，行业集中度低，在消费升级的背景下，市场份额会逐步向有品牌的龙头集中，行业内具有规模、品牌、渠道优势的龙头企业将占有更多的市场份额。涪陵榨菜作为行业龙头，产品线丰富，品牌知名度行业第一，是榨菜行业唯一渠道全国化的企业，市占率有望稳步提升。
- 传统榨菜持续增长。**和酱油的升级速度相比，榨菜升级的速度偏慢，未来升级的空间比较大。公司对传统榨菜产品从原料、辅料、包装、工艺技术等方面进行了升级，得到消费者的认可，销量稳步增长，同时，公司在榨菜行业基本一家独大，拥有强势定价权，叠加销量增长和提价，预计传统榨菜明年仍能稳健增长。
- 脆口新品值得期待。**在健康消费的趋势下，脆口榨菜含盐量低于传统榨菜，符合低盐化的消费趋势。同时，随着消费力的提升，对脆口榨菜的接受度提升，加上公司脆口榨菜价格亲民，性价比突出，脆口榨菜有望持续快速增长。2017 年前三季度，脆口系列保持高速增长，销售额突破 1.8 亿元，同比增长 80%，预计明年依然保持快速增长，脆口产品有望成为公司最核心的大单品。
- 泡菜市场仍有空间。**目前泡菜行业竞争格局尚未形成，并没有形成绝对的龙头企业，惠通是眉山东坡泡菜的知名品牌，公司收购后 2016 年进行产品结构的调整，乌江利用自身的资源对惠通进行整合，借助乌江销售资源，利用乌江品牌、经销商和销售团队，推行惠通产品嫁接式销售模式，提升产品覆盖率和销售量，上半年同比增长 80%，预计明年仍将保持快速增长。
- 限售解禁&激励充分。**（1）部分限售股份解禁：2017 年 11 月 17 日，公司公告 2015 年向王爱萍、曹绍明、曹晓玲发行股份及支付现金收购惠通食业 100% 股权的 323.37 万股限售股份解禁上市流通；（2）高管持有公司股票：周斌全、贺云川、赵平、袁国胜、刘洁、聂川、韦永生等高管持有公司股份，与公司利益更加一致；（3）薪酬方案增强激励：公司薪酬管理办法使董事长薪酬与公司业绩指标挂钩，其他班子成员薪酬与董事长年度薪酬总额水平挂钩，使整个管理层利益更加一致，能充分调动公司领导班子成员的工作积极性，推动业绩稳步增长。

- **投资建议:** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49 元、0.65 元、0.85 元，对应 PE 分别为 36X、27X、21X。公司市占率稳步提升，传统榨菜持续增长，脆口符合健康消费趋势，预计仍将保持快速增长，管理层激励充分，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险；原材料价格波动风险；对惠通食业整合的不确定性；新品不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1120.81	1476.58	1879.94	2330.78
增长率(%)	20.43%	31.74%	27.32%	23.98%
净利润（百万元）	257.23	387.36	517.01	669.08
增长率(%)	63.47%	50.59%	33.47%	29.41%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.49	0.65	0.85
ROE(%)	17.49%	22.50%	24.82%	26.16%

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 公司概况	5
1.1、 发展历程	5
1.2、 主营构成	5
1.3、 股权结构	6
2、 龙头受益集中度提升	7
2.1、 榨菜行业集中度偏低	7
2.2、 龙头市占率有望提升	8
3、 传统榨菜持续增长	9
4、 脆口新品值得期待	10
4.1、 脆口符合健康消费趋势	10
4.2、 脆口有望成为核心单品	11
5、 泡菜市场仍有空间	12
5.1、 泡菜行业稳健增长	12
5.2、 渠道协同助力增长	13
6、 限售解禁&激励充分	13
6.1、 部分限售股份解禁	13
6.2、 高管持有公司股票	14
6.3、 薪酬方案促进激励	15
7、 盈利预测与投资建议	15
8、 风险提示	16

图表目录

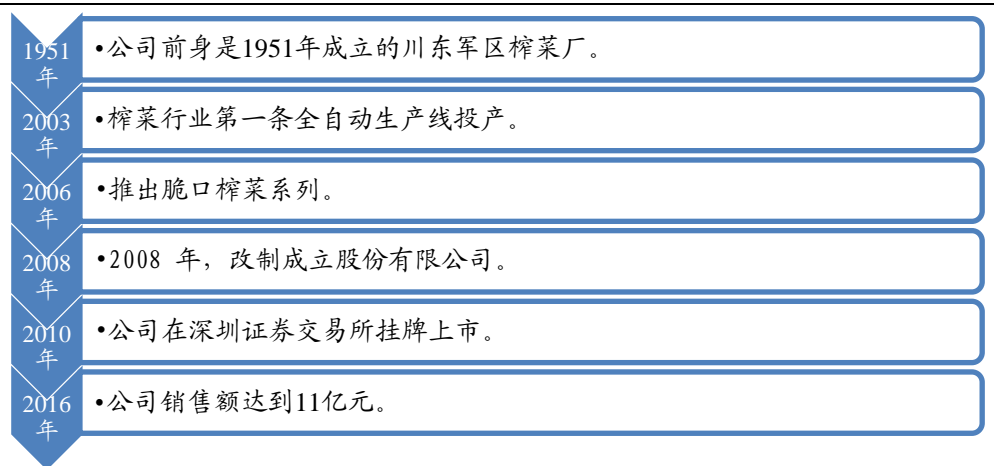
图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司营业收入持续增长	6
图 3: 公司净利润持续增长	6
图 4: 榨菜仍是收入主要来源	6
图 5: 华南大区是第一大销售区域	6
图 6: 公司股权结构	7
图 7: 榨菜行业各公司市占率	7
图 8: 涪陵榨菜主要产品	8
图 9: 涪陵榨菜市占率稳步提升	9
图 10: 公司产品销售均价稳步上升	10
图 11: 脆口榨菜含盐量低于其他品类	11
图 12: 脆口系列产品不断丰富	12
图 13: 全国泡菜市场规模	12
图 14: 四川省泡菜产量	12
图 15: 惠通食业渠道分布	13
表 1: 本次股份解除限售及上市流通具体情况	14
表 2: 公司管理层持股情况	14
表 3: 董事长年度考核评价系数	15
表 4: 董事长绩效年薪调节系数	15
表 5: 涪陵榨菜盈利预测	16

1、公司概况

1.1、发展历程

涪陵榨菜前身是 1951 年成立的川东军区榨菜厂；2003 年，榨菜行业第一条全自动生产线投产；2006 年，推出脆口榨菜系列；2008 年，改制成立股份有限公司；2010 年 11 月 23 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市。经过几十年的持续发展，公司已经发展为以榨菜为根本，立足于佐餐开胃菜领域快速发展的农业产业化企业集团，年生产能力已达 20 万吨，拥有 1200 余家忠实的一级经销商，销售网络覆盖全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场，产品远销欧盟、美国、日本、香港等多个国家和地区。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司网站，公司公告，国海证券研究所

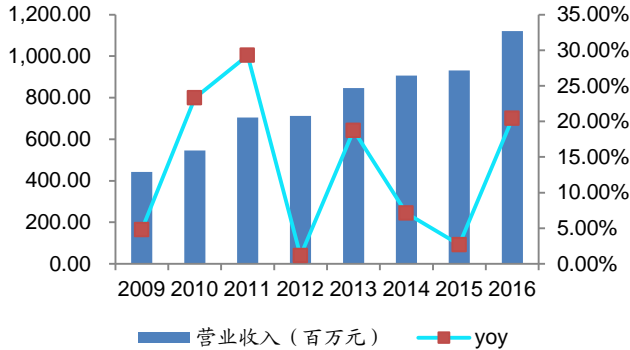
1.2、主营构成

涪陵榨菜的主营业务为榨菜产品、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，产品涵盖榨菜系列，泡菜系列，海带丝系列，萝卜干系列等五个产品组，主打产品为乌江榨菜、惠通泡菜等。经过几十年的发展，公司已发展为中国最大的榨菜加工企业，“乌江”牌榨菜市场占有率接近 20%，市场占有率行业第一，品牌知名度行业第一。

公司营收和净利润近几年快速增长，2016 年实现营业收入 11.21 亿元，同比增长 20%，实现净利润 2.57 亿元，同比增长 63.46%。公司 2017 年上半年实现营业收入 7.93 亿元，同比增长 30.59%，实现净利润 1.72 亿元，同比增长 48.38%。从收入构成来看，榨菜依然是公司收入的主要来源，2016 年榨菜实现收入 10.15 亿元，占营收比例为 93.48%，其他佐餐开胃菜（含海带丝和萝卜）

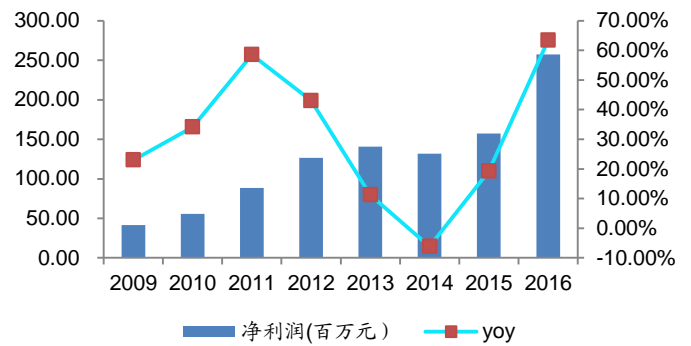
实现收入 4483.58 万元，榨菜酱油实现收入 217.94 万元，泡菜收入 5581.32 万元，其他业务收入 328.75 万元。从销售区域来看，华南大区 2016 年收入 3.84 亿元，占营收的比例为 32.46%，是公司第一大销售区域。

图 2: 公司营业收入持续增长



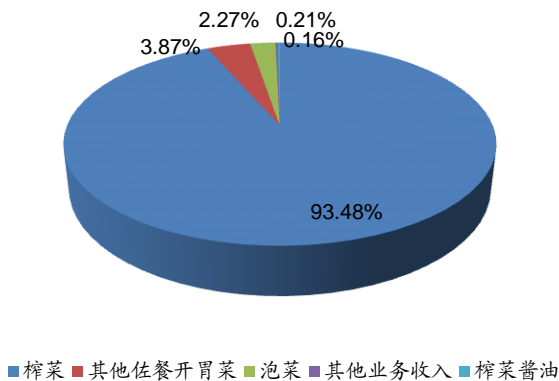
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 公司净利润持续增长



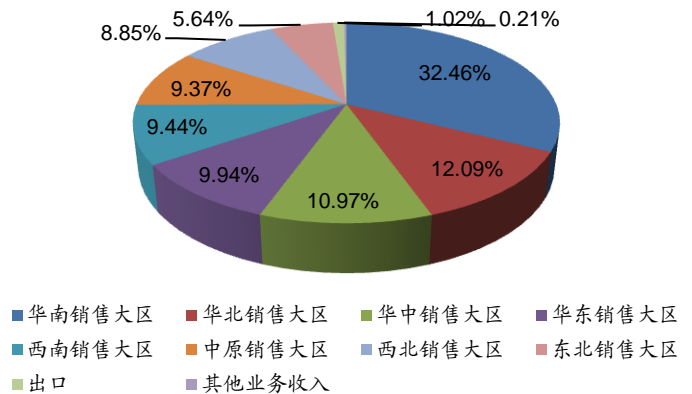
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 榨菜仍是收入主要来源



资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

图 5: 华南大区是第一大销售区域

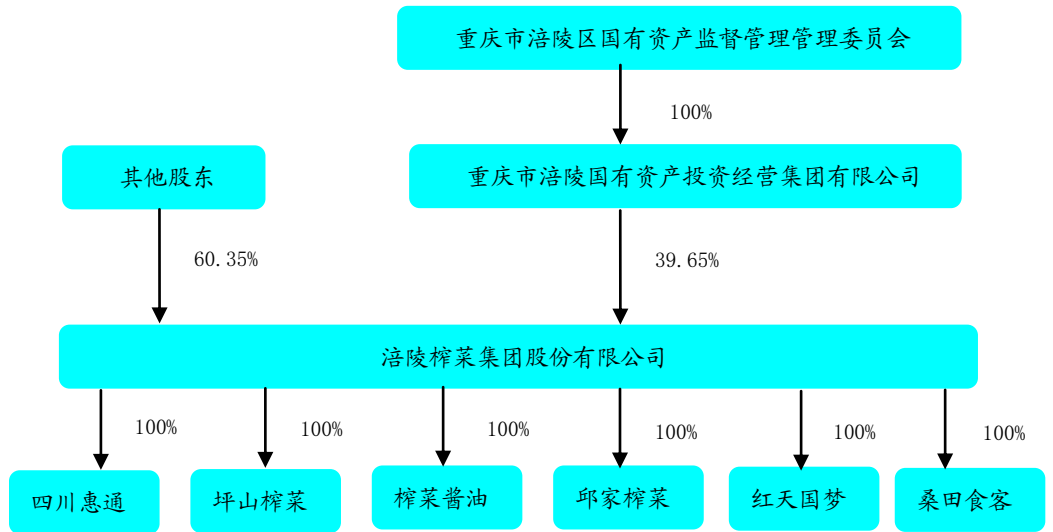


资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

1.3、股权结构

公司控股股东为重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司，持有公司 39.65% 的股份，实际控制人为重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会，公司第二、第三大股东分别是北京第一建筑工程有限公司和东北长泰集团，分别持有公司 4.80% 和 3.96% 的股份，其中北京第一建筑工程有限公司是东北长泰的控股子公司。涪陵榨菜旗下拥有四川省惠通食业有限责任公司、重庆市垫江县坪山榨菜食品有限公司、重庆市涪陵榨菜酱油有限公司、重庆市邱家榨菜食品有限责任公司、重庆市红天国梦实业有限公司、重庆市桑田食客电子商务有限公司 6 家子公司。

图 6: 公司股权结构



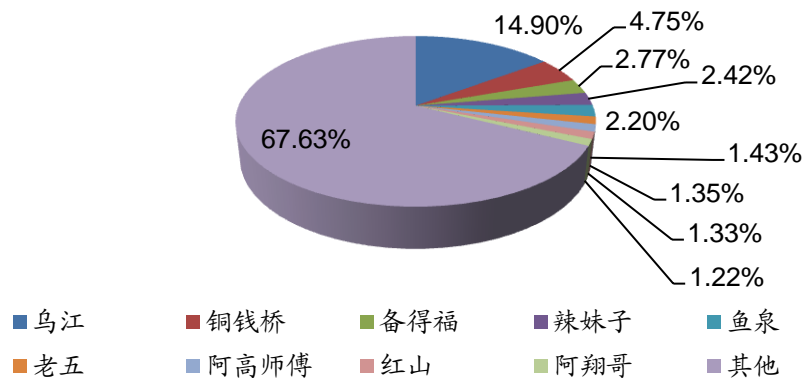
资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

2、龙头受益集中度提升

2.1、榨菜行业集中度偏低

榨菜行业竞争格局分散, 行业集中度低。行业内比较有影响的品牌有乌江、铜钱桥、鱼泉、辣妹子、斜桥、备得福、红山、老五等, 其中乌江、铜钱桥、鱼泉、辣妹子牌榨菜曾被国家质检总局评为“中国名牌产品”。2015年, 乌江、铜钱桥、备得福、辣妹子、鱼泉的市场份额分别是 14.9%、4.75%、2.77%、2.42%、2.20%, 前五大品牌市场份额不足 30%, 并且目前除了乌江榨菜是拥有全国化销售渠道网络的企业外, 其他榨菜企业都是区域型企业, 鱼泉的销售市场主要在北京和成都, 备得福主要在华北, 铜钱桥的销售区域主要是在东北。

图 7: 榨菜行业各公司市占率



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

2.2、龙头市占率有望提升

我们认为，榨菜行业集中度低，在消费升级的背景下，市场份额会逐步向龙头集中。涪陵榨菜产品线丰富，品牌知名度行业第一，是榨菜行业唯一渠道全国化的企业，公司作为行业龙头市占率有望稳步提升。

产品方面：公司产品种类丰富，涵盖榨菜系列、泡菜系列、海带丝系列、萝卜干系列等五个产品组，榨菜系列包含 10 多个子类产品，榨菜口味涵盖甜酸，清淡嫩爽，酱香，香辣，酸辣等，其中甜酸符合华南口味需求，清淡嫩爽符合华东口味需求，酱香迎合华北口味需求，酸辣适合西南地区的口味偏好。同时，产品价格覆盖 2-13 元，高端系列包括五年陈香，坛装榨菜等礼盒包装。

图 8：涪陵榨菜主要产品



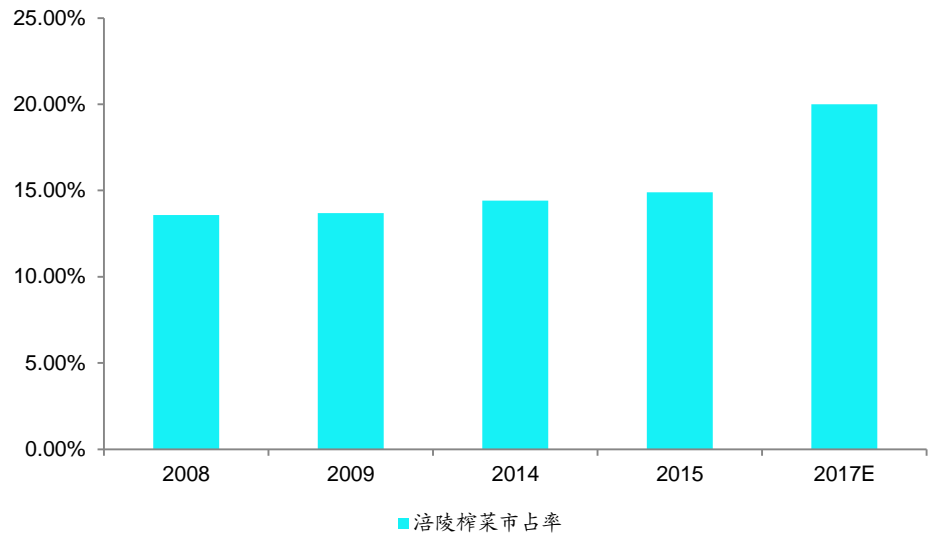
资料来源：公司官网，国海证券研究所

品牌方面：公司是中国佐餐开胃菜行业的领导企业，是中国最大的榨菜加工企业，市场占有率第一，品牌知名度第一。旗下“乌江”牌榨菜畅销全国，并远销日本、美国等 8 个国家和地区，“乌江”牌榨菜先后获得国家质检总局“中国名牌产品”和“产品质量免检证书”等十多项荣誉，2016 年，根据中国品牌价值 500 强委员会发布的“第十届中国品牌价值 500 强榜单”中乌江榨菜排列第 347 名，品牌价值高达 100.98 亿元。公司旗下的“惠通”牌泡菜是四川名牌产品、四川省著名商标、四川老字号，具有良好的品牌知名度和美誉度。

渠道方面：公司是榨菜行业唯一渠道全国化的公司，依靠 20 多年高品质榨菜生产经营积累，公司已拥有 1200 多家忠实的一级经销商客户，公司在全国范围内设有 9 个销售大区、34 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。涪陵榨菜集团建立了多层次、长短渠道相结合经销制销售模式，销售网络覆盖了全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场，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。

我们认为，在消费升级的背景下，行业集中度提升是趋势，龙头市占率有望逐步提升。随着消费者生活水平的提升，品牌和质量是消费者购买榨菜时重要的考虑因素，促使行业竞争从低层次的价格竞争转向品牌竞争，使市场向更具品牌优势及产品创新能力的企业集中；同时，随着食品安全和健康越来越受到重视，食品相关的国家标准和行业标准会越来越严格，没有资金、技术、创新实力的小企业会被逐步淘汰。我们认为，在集中度提升的大趋势下，行业内具有规模、品牌、渠道优势的龙头企业将占有更多的市场份额，涪陵榨菜作为行业龙头，具备产品、品牌、渠道优势，市占率有望稳步提升。

图 9：涪陵榨菜市占率稳步提升



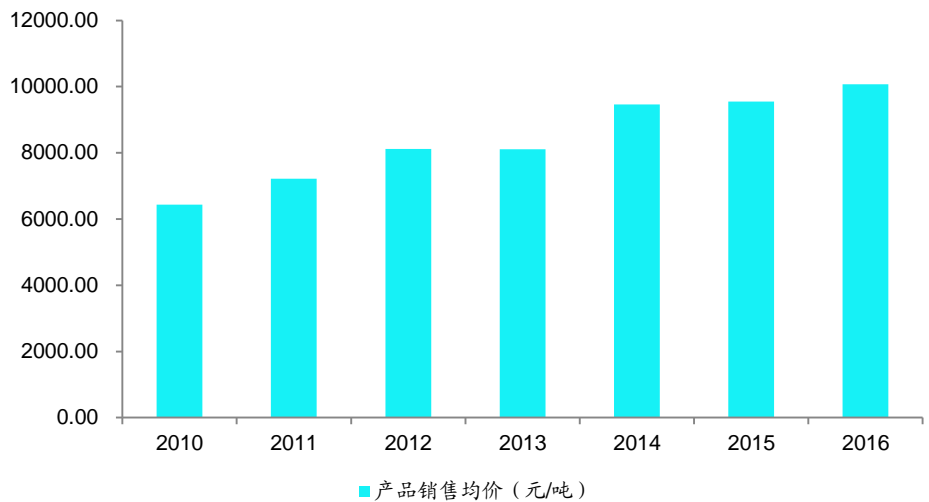
资料来源：中国产业信息网，公司招股说明书，公司公告，国海证券研究所

3、传统榨菜持续增长

公司传统榨菜持续升级，销量稳健增长。2000 年时榨菜的价格和酱油的价格基本相当，但是酱油的升级速度特别快，现在主流价位段已经到 8-10 元，价格翻了将近 10 倍，但是榨菜的价格十几年的时间仅仅翻了一倍，升级的空间比较大。因此，公司近几年对传统榨菜进行升级，88g 系列榨菜产品从原料、辅料、包装、工艺技术等方面进行了升级，逐步取代了以前 50/60/70g 产品，升级后销售额突破 10 亿元，产品升级得到了广大消费者的认可，前三季度销量有 10% 的增长。

公司拥有强势定价权，仍有提价空间。榨菜行业乌江基本一家独大，乌江一家的市场份额是另外四家公司的总和，加上乌江拥有强大的品牌和渠道优势，定价权较强，产品销售均价稳步上升，公司销售均价从 2007 年的 4957 元/吨上涨到 2015 年约 9900 元/吨。2016 年 7 月，公司根据目前市场情况及公司产品供求情况，上调了 11 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 8-12%，2017 年 2 月，公司上调了 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品的到岸价格，提价幅度为 15-17%，短时间内两次提价充分体现了公司较强的定价权。

图 10: 公司产品销售均价稳步上升



资料来源：公司年报，国海证券研究所

我们认为，公司对传统榨菜产品从原料、辅料、包装、工艺技术等方面进行了升级，得到消费者的认可，销量稳步增长，同时，公司在榨菜行业基本一家独大，拥有强势定价权，叠加销量增长和提价，预计传统榨菜明年仍能保持较快增长。

4、脆口新品值得期待

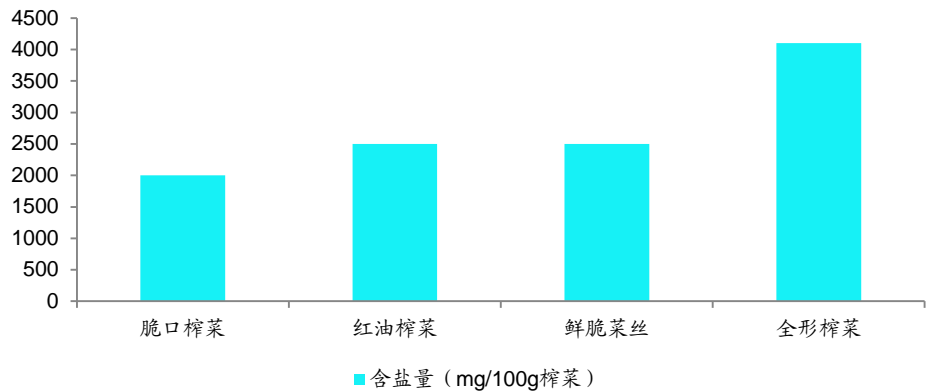
4.1、脆口符合健康消费趋势

研究发现，食盐量过多与高血压、心脏病、肾脏病及诱发脑出血等的发生有直接关系，每日吃 15 克盐的人群，高血压的发病率约为 10%，高盐饮食是高血压的重要危险因素。随着食品保鲜技术以及培植技术的日渐成熟，人们不需要通过腌制保存食材。同时，随着人们生活水平的提高，健康意识逐步加强，低盐饮食习惯逐渐兴起。

榨菜虽然有丰富的营养，由于腌制品的高盐度特点，不适宜孕妇、高血压患者食用，在受众面以及消费量上均受到限制。公司顺应健康消费趋势，推出脆口榨菜，脆口榨菜主要选用青菜头的菜芯部位，口感脆嫩，组织紧密，相对于其他同类榨菜丝，纤维感弱，口味微甜；同时，脆口盐分含量仅传统榨菜的 80%（其中仅是全形榨菜的 50%），脆口榨菜含盐量低于传统榨菜，符合低盐化的消费趋势。

我们认为，在健康消费的趋势下，脆口榨菜低盐化带动单次消费量大幅增加；同时，脆口也突破了传统榨菜局限于咸腌菜的消费情境，增加了零食等休闲消费情境，使得榨菜的消费群体增加、消费频次提升。

图 11: 脆口榨菜含盐量低于其他品类



资料来源: 涪陵榨菜产品说明书, 国海证券研究所

4.2、脆口有望成为核心单品

公司脆口榨菜 2006 年推出, 由于过去消费者对于榨菜的价格敏感度相对较高, 当时脆口包装和单价都要比普通榨菜贵不少, 脆口超过 3 元/袋 (175g), 而普通榨菜当时零售价在 0.5 元左右 (60g), 脆口的单价是普通榨菜的 1 倍以上。近年来随着消费能力的提升, 消费者对于 3 元的单价接受度变高, 同时, 公司传统榨菜产品连续提价, 而脆口榨菜价格亲民, 消费力的提升及相对性价比的突出使得脆口榨菜开始放量增长。

公司脆口系列产品种类不断丰富。公司最初推出了脆口榨菜, 由于较好的口感、更健康的低盐、较高的性价比受到消费者的认可。公司 2016 年初又推出了脆口萝卜, 也取得了较好的销售成绩, 今年上半年同比增长 80%, 带来了新的业务增长点。今年公司公告, 拟投资 7.6 亿元在辽宁锦州滨海新区建设年产 5 万吨萝卜食品生产线项目, 看好萝卜产品未来的前景。

同时, 公司脆口产品的产能不断提升。公司在 2002 年引进了脆口系列第一条生产线, 并于 16 年新增了第二条脆口生产线, 今年公司投产了第三条生产线, 今年新增 25g 小包装产品生产线, 产能约 3000 吨/年。之前, 由于脆口系列快速增长, 产能不足一直制约公司产品的销售, 随着产能的逐步投产, 将大幅缓解供不应求的状况, 有利于后续产品的快速增长。

我们认为, 在健康消费的趋势下, 脆口榨菜含盐量低于传统榨菜, 符合低盐化的消费趋势。同时, 随着消费力的提升, 对脆口榨菜的接受度提升, 加上公司脆口榨菜价格亲民, 性价比的突出, 脆口榨菜有望持续快速增长。2017 年前三季度, 脆口系列保持高速增长, 销售额突破 1.8 亿元, 同比增长 80%, 预计明年依然保持快速增长, 脆口产品有望成为公司最核心的大单品。

图 12: 脆口系列产品不断丰富



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

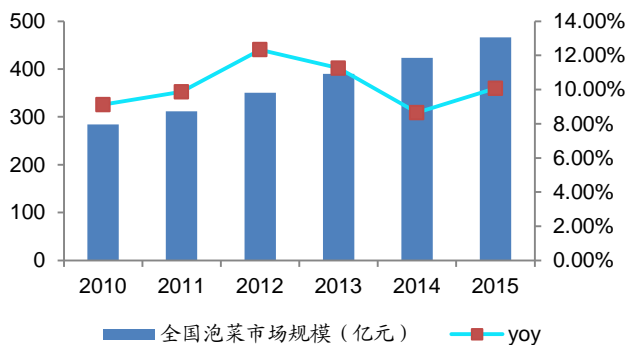
5、泡菜市场仍有空间

5.1、泡菜行业稳健增长

泡菜作为含有人体所需的微量元素、维生素和多种氨基酸的佐餐开胃食品, 受到越来越多的消费者喜爱, 泡菜市场规模从 2009 年的 260.28 亿元上升到 2015 年的 466.36 亿元。

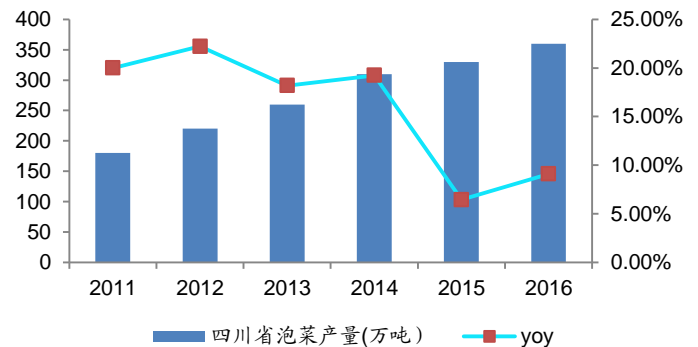
全国泡菜看四川, 四川泡菜看眉山。根据四川省农业厅数据, 2015 年, 四川省泡菜产量 330 万吨, 产值 270 亿元, 其中眉山市泡菜产量 150 万吨, 产值 136 亿元, 占据四川泡菜半壁河山。2016 年, 四川泡菜产量 360 万吨, 产值 310 亿元, 约占全国泡菜产量的 70%, 其中眉山市泡菜收入规模达到 152 亿元, 市场份额已占全国泡菜市场的三分之一。眉山市政府大力支持眉山泡菜做大做强, 2020 年眉山泡菜产业销售收入目标要达到 220 亿元, 增长空间依然较大。

图 13: 全国泡菜市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

图 14: 四川省泡菜产量



资料来源: 四川省泡菜协会, 国海证券研究所

5.2、渠道协同助力增长

2015年，公司向王爱萍、曹绍明、曹晓玲发行股份及支付现金购买其分别持有的四川省惠通食业有限责任公司100%股权。通过本次交易，涪陵榨菜持有惠通食业100%股权，开始进入泡菜领域。惠通食业创立于1995年，主营业务为泡菜、榨菜、辣酱等佐餐开胃菜和肉罐头等系列产品的研发、生产和销售，已先后在北京、上海、广东、浙江、辽宁等地区160多个城市拥有300多家经销商。

目前泡菜行业竞争格局尚未形成，并没有形成绝对的龙头企业，乌江利用自身的资源对惠通进行整合，惠通有望保持快速增长。惠通是眉山东坡泡菜的知名品牌，公司收购后2016年进行产品结构的调整，鼓励乌江的经销商进行渠道整合的前期准备，惠通本身也有经销商销售渠道。2017年对两者进行了进一步整合，将两边渠道整合到一起开展推广和销售工作，渠道较原来更加紧密，渠道资源共享做的更好，公司将一部分原有乌江经销商的渠道资源用于泡菜销售，对打开销路、提高销量非常有效。我们认为，借助乌江销售资源，利用乌江品牌、经销商和销售团队，推行惠通产品嫁接式销售模式，可以提升泡菜产品覆盖率和销售量。

图 15: 惠通食业渠道分布



资料来源：公司公告，国海证券研究所

6、限售解禁&激励充分

6.1、部分限售股份解禁

2015年10月8日，重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司向王爱萍等发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，发行数量649.89万股（其中，向王爱萍发

行 224.56 万股、向曹绍明发行 202.10 万股、向曹晓玲发行 22.46 万股购买其持有的四川省惠通食业有限责任公司 100% 股权，向周斌全等七名特定对象非公开发行不超过 200.77 万股募集本次发行股份购买资产的配套资金)。通过本次重组取得的股份，自股份发行结束之日起 12 个月内不得转让，分三期解除锁定，具体为：第一期 40% 股份于对价股份发行结束满 12 个月后解除限售；第二期 30% 股份于对价股份发行结束满 24 个月后解除限售；第三期 30% 股份于对价股份发行结束满 36 个月后解除限售。

2017 年 11 月 17 日，公司公告 2015 年发行的部分限售股份解禁上市流通，本次解禁数量为涪陵榨菜 2015 年度非公开发行股份数量 449.12 万股的 30% 即 134.74 万股，经实施 2015 年度 10 转 6、2016 年度 10 转 5 两次资本公积金转增股本之后取整得 323.37 万股，占公司股本总数的 0.4097%。

表 1：本次股份解除限售及上市流通具体情况

股东名称	所持限售股总数(股)	本次解禁数量(股)	实际可流通数量(股)
王爱萍	3233650	1616825	1616825
曹绍明	2910283	1455141	1455141
曹晓玲	323367	161684	161684
合计	6467300	3233650	3233650

资料来源：公司公告，国海证券研究所

6.2、高管持有公司股票

2008 年 3 月 31 日，榨菜集团依法整体变更设立为重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司，公司发起人为涪陵区国资委、东北长泰、涪陵国投、赐发实业、周斌全先生、向瑞玺先生、肖大波先生、赵平先生、毛翔先生、童敏先生、张显海先生、贺云川先生、黄正坤先生，周斌全、赵平等管理层已经持有公司股份。2015 年，公司向王爱萍、曹绍明、曹晓玲发行股份及支付现金购买其分别持有的四川省惠通食业有限责任公司 100% 股权，同时，公司向周斌全、贺云川、赵平、袁国胜、刘洁、聂川、韦永生共七名特定对象非公开发行股份募集配套资金，募集的配套资金用于支付本次交易的现金对价。我们认为，高管持有公司股份，利益更加一致，工作积极性更强。

表 2：公司管理层持股情况

姓名	职务	持股数(股)
周斌全	董事长	13254009
肖大波	监事会主席	2990676
赵平	董事，总经理	1867010
贺云川	副总经理	1668992
袁国胜	董事，副总经理	178188
刘洁	副总经理	125096
韦永生	董事，董事会秘书，财务负责人	62546

资料来源：公司公告，国海证券研究所

6.3、薪酬方案促进激励

2017年10月25日，公司发布董事、监事、高级管理人员及其他班子成员薪酬管理办法，为进一步完善重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司董事、监事、高级管理人员及其他班子成员的薪酬管理，建立科学有效的激励与约束机制，充分调动公司领导班子成员的工作积极性，确保公司发展战略目标的实现，公司制定薪酬管理办法。

公司班子成员薪酬由基本年薪和绩效年薪构成，董事长基本年薪根据上年度涪陵区属国有企业在岗职工平均工资的2倍确定，董事长绩效年薪=基本年薪×年度考核评价系数×绩效年薪调节系数，其中绩效年薪调节系数由资产总额、营业收入、利润总额决定。其他班子成员薪酬总额水平的确定以职务等级和分管领域、分管部门作为重要依据，进行岗位价值评估，再确定每个职位与董事长年度薪酬总额水平挂钩的分配系数。

表 3: 董事长年度考核评价系数

综合考核得分	100-95	95-90	90-85	85-80	80-70	70-60
系数值	2	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 4: 董事长绩效年薪调节系数

年度考核指标	权重	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档
		系数	系数	系数	系数	系数	系数	系数
Z 资产总额 (亿)	40%	Z ≥ 100 1.5	100 > Z ≥ 80 1.4	80 > Z ≥ 60 1.3	60 > Z ≥ 40 1.2	40 > Z ≥ 20 1.0	20 > Z ≥ 10 1.0	Z < 10 0.9
Y 营业收入 (亿)	30%	Y ≥ 50 1.5	50 > Y ≥ 30 1.4	30 > Y ≥ 20 1.3	20 > Y ≥ 15 1.2	15 > Y ≥ 10 1.0	10 > Y ≥ 5 1.0	Y < 5 0.9
L 利润总额 (亿)	30%	L ≥ 2 1.5	2 > L ≥ 1.5 1.4	1.5 > L ≥ 1 1.3	1 > L ≥ 0.8 1.2	0.8 > L ≥ 0.5 1.0	0.5 > L ≥ 0.2 1.0	L < 0.2 0.9

数据来源：公司公告，国海证券研究所

我们认为，公司薪酬管理办法使董事长薪酬与公司业绩指标挂钩，其他班子成员薪酬总额水平的确定以职务等级和分管领域、分管部门作为重要依据，进行岗位价值评估，再确定每个职位与董事长年度薪酬总额水平挂钩的分配系数，使整个管理层利益更加一致，能充分调动公司领导班子成员的工作积极性，推动业绩稳步增长。

7、盈利预测与投资建议

公司业务主要是传统榨菜、脆口系列、泡菜及其他。(1)传统榨菜：公司对传统榨菜产品从原料、辅料、包装、工艺技术等方面进行了升级，销量稳步增长，同时，公司在榨菜行业基本一家独大，拥有强势定价权，去年7月和今年2月短时间内两次提价，我们认为，叠加销量增长和提价，预计传统榨菜明年仍能保持稳健增长；(2)脆口系列：在健康消费的趋势下，脆口榨菜符合低盐化的消费趋

势，低盐化将带动单次消费量大幅增加，脆口也突破了传统榨菜局限于咸腌菜的消费情境，使得榨菜的消费群体增加、消费频次提升。同时，随着消费力的提升，对脆口榨菜的接受度提升，加上公司脆口榨菜价格亲民，性价比突出，脆口榨菜有望持续快速增长。2017年前三季度，脆口系列保持高速增长，同比增长80%，预计明年仍将保持快速增长；（3）泡菜及其他：公司通过收购惠通食业切入泡菜领域，目前泡菜行业竞争格局尚未形成，并没有形成绝对的龙头企业，借助乌江销售资源，利用乌江品牌、经销商和销售团队，推行惠通产品嫁接式销售模式，提升产品覆盖率和销售量，上半年同比增长80%，随着乌江利用自身的资源对惠通进行整合，预计泡菜仍将保持快速增长。

表 5：涪陵榨菜盈利预测

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1120.81	1476.58	1879.94	2330.78
增长率(%)	20.43%	31.74%	27.32%	23.98%
净利润（百万元）	257.23	387.36	517.01	669.08
增长率(%)	63.47%	50.59%	33.47%	29.41%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.49	0.65	0.85
ROE(%)	17.49%	22.50%	24.82%	26.16%

资料来源：wind 资讯，国海证券研究所

投资建议：预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49 元、0.65 元、0.85 元，对应 PE 分别为 36X、27X、21X。公司市占率稳步提升，传统榨菜持续增长，脆口符合健康消费趋势，预计仍将保持快速增长，管理层激励充分，维持“买入”评级。

8、风险提示

- 1) 食品安全风险；
- 2) 原材料价格波动风险；
- 3) 对惠通食业整合的不确定性；
- 4) 新品不达预期。

表：涪陵榨菜盈利预测表

证券代码:	002507.SZ				股价:	17.63	投资评级:	买入	日期:	2017-11-23
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标					
ROE	17.49%	22.50%	24.82%	26.16%	EPS		0.49	0.49	0.65	0.85
毛利率	45.78%	48.00%	49.00%	50.00%	BVPS		2.98	2.38	2.90	3.58
期间费率	20.19%	18.01%	16.97%	16.16%	估值					
销售净利率	22.95%	26.23%	27.50%	28.71%	P/E		36.07	35.93	26.92	20.80
成长能力					P/B		5.92	7.42	6.08	4.93
收入增长率	20.43%	31.74%	27.32%	23.98%	P/S		8.28	9.42	7.40	5.97
利润增长率	63.47%	50.59%	33.47%	29.41%						
营运能力					利润表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.62	0.69	0.73	0.74	营业收入		1120.81	1476.58	1879.94	2330.78
应收账款周转率	553.20	914.82	901.30	890.76	营业成本		607.72	767.82	958.77	1165.39
存货周转率	3.50	3.94	3.92	3.87	营业税金及附加		19.12	25.19	31.96	39.62
偿债能力					销售费用		177.99	228.87	281.99	337.96
资产负债率	0.19	0.19	0.19	0.18	管理费用		52.06	44.30	50.76	58.27
流动比	3.46	3.73	4.06	4.44	财务费用		-3.73	-7.18	-13.65	-19.48
速动比	2.86	3.14	3.46	3.84	其他费用/(-收入)		56.17	51.23	49.58	48.05
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润		275.65	425.57	578.10	757.01
现金及现金等价物	270.78	925.32	1349.03	1897.18	营业外净收支		30.15	30.15	30.15	30.15
应收款项	1.64	2.16	2.76	3.42	利润总额		305.80	455.72	608.25	787.15
存货净额	172.27	217.65	271.78	330.35	所得税费用		48.56	68.36	91.24	118.07
其他流动资产	535.62	200.00	200.00	200.00	净利润		257.23	387.36	517.01	669.08
流动资产合计	994.78	1363.53	1846.52	2458.92	少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	739.99	715.65	734.07	755.02	归属于母公司净利润		257.23	387.36	517.01	669.08
在建工程	9.78	50.00	50.00	50.00	现金流量表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	126.88	129.88	131.88	132.88	经营活动现金流		78.68	756.70	545.33	694.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润		257.23	387.36	517.01	669.08
资产总计	1932.37	2319.88	2823.29	3457.63	少数股东权益		0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销		56.17	51.23	49.58	48.05
应付款项	68.50	86.55	108.07	131.36	公允价值变动		0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	148.72	195.93	249.45	309.28	营运资金变动		-172.79	363.42	30.52	34.83
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流		-4.85	-31.86	-31.86	-31.86
流动负债合计	287.64	365.26	455.06	554.14	资本支出		-41.69	-65.00	-65.00	-65.00
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资		0.00	-5.00	-5.00	-5.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他		-1.30	0.00	0.00	0.00
长期负债合计	78.32	78.32	78.32	78.32	筹资活动现金流		-48.89	-70.30	-89.76	-114.34
负债合计	365.95	443.57	533.37	632.45	债务融资		0.00	0.00	0.00	0.00
股本	526.24	789.36	789.36	789.36	权益融资		0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	1566.42	1876.31	2289.92	2825.18	其它		0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益总计	1932.37	2319.88	2823.29	3457.63	现金净增加额		24.93	654.54	423.71	548.15

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，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。本报告清晰准确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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。