

2018年03月02日

公司研究

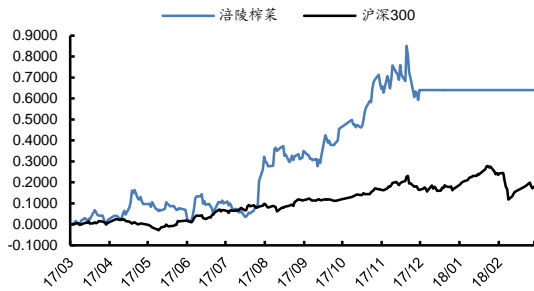
评级：买入（维持）

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

收购完善品类布局，渠道协同打造新增长点 ——涪陵榨菜（002507）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
涪陵榨菜	0.0	0.0	65.0
沪深300	-5.2	1.3	17.9

市场数据

2017-12-01

当前价格（元）	16.77
52周价格区间（元）	8.40 - 19.12
总市值（百万）	13237.52
流通市值（百万）	12915.48
总股本（万股）	78935.72
流通股（万股）	77015.41
日均成交额（百万）	96.98
近一月换手（%）	36.21

相关报告

《涪陵榨菜（002507）深度报告：传统榨菜持续升级，脆口新品值得期待》——2017-11-24

《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%。

事件：

公司发布公告，拟向谭兴惠、张杰等25名自然人发行股份及支付现金购买其持有的四川恒星食品有限公司100%股权，拟向谭兴惠、程建等13名自然人发行股份及支付现金购买其持有的四川味之浓食品有限公司100%股权。

投资要点：

- 收购布局品类延伸。**四川恒星主要经营红油豆瓣等调味品的生产销售，四川味之浓主要经营豆瓣酱、辣酱等佐餐调味品的生产销售，通过收购可以完善公司产品系列，从榨菜、泡菜等产品向豆瓣酱类产品延伸，满足广大消费者的需求。同时，四川恒星、四川味之浓已形成较好的品牌认知度，借助涪陵榨菜完善的销售网络体系可以使四川恒星、四川味之浓的产品快速进入更广阔的零售消费渠道，从而使四川恒星、四川味之浓的产能能够快速释放，提升公司的整体经营业绩。
- 四季度业绩高增长。**根据公司业绩快报，2017年实现营业收入15.20亿元，同比增长35.65%；实现归属于上市公司股东的净利润4.14亿元，同比增长61.00%；EPS0.52元；业绩超出预期。其中Q4实现营业收入2.93亿元，同比增长52.60%，实现归属于上市公司股东的净利润1.10亿元，同比增长83.33%。2017年公司净利润大幅增长主要是：（1）2017年主打产品量价齐升，收入同比增长35.65%；（2）2017年2月，公司上调了80g和88g榨菜主力9个单品的产品的价格，提价幅度为15-17%，带动毛利率提升；（3）公司品牌力提升，市场投放相应减少，期间费用率下降。
- 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，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2018年依然保持快速增长，脆口产品有望成长为公司的大单品。
- 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，2017 上半年同比增长 80%，预计 2018 年仍将保持快速增长。

- **投资建议：**基于审慎性考虑，在收购没有完成前，暂不考虑其对公司业绩和股本的影响，预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.69 元、0.85 元，对应 PE 分别为 24X、20X。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；收购审批风险；收购后整合不达预期风险

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1120.81	1520.34	1947.93	2381.20
增长率(%)	20.43%	35.65%	28.12%	22.24%
净利润（百万元）	257.23	414.13	541.41	673.53
增长率(%)	63.47%	61.00%	30.73%	24.40%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.52	0.69	0.85
ROE(%)	17.49%	23.91%	25.61%	25.90%

资料来源：wind 资讯，国海证券研究所

表：涪陵榨菜盈利预测表（暂不考虑收购对公司业绩和股本的影响）

证券代码:	002507.SZ				股价:	16.77	投资评级:	买入	日期:	2017-12-01		
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%	23.91%	25.61%	25.90%	EPS				0.49	0.52	0.69	0.85
毛利率	45.78%	48.00%	49.20%	49.80%	BVPS				2.98	2.40	2.95	3.64
期间费率	20.19%	17.06%	15.78%	15.66%	估值							
销售净利率	22.95%	27.24%	27.79%	28.29%	P/E				34.31	31.96	24.45	19.65
成长能力					P/B				5.63	6.98	5.68	4.61
收入增长率	20.43%	35.65%	28.12%	22.24%	P/S				7.87	8.71	6.80	5.56
利润增长率	63.47%	61.00%	30.73%	24.40%								
营运能力					利润表（百万元）				2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.62	0.71	0.74	0.74	营业收入				1120.81	1520.34	1947.93	2381.20
应收账款周转率	553.20	926.32	903.81	885.14	营业成本				607.72	790.57	989.55	1195.36
存货周转率	3.50	3.99	3.92	3.86	营业税金及附加				19.12	24.33	29.22	35.72
偿债能力					销售费用				177.99	228.05	272.71	333.37
资产负债率	0.19	0.19	0.19	0.18	管理费用				52.06	38.62	48.70	59.53
流动比	3.46	3.72	4.05	4.44	财务费用				-3.73	-7.32	-14.07	-20.04
速动比	2.86	3.12	3.45	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	465.74	626.47	781.91
现金及现金等价物	270.78	949.83	1395.26	1944.84	营业外净收支				30.15	21.48	10.48	10.48
应收款项	1.64	2.23	2.86	3.49	利润总额				305.80	487.22	636.95	792.39
存货净额	172.27	224.10	280.50	338.85	所得税费用				48.56	73.08	95.54	118.86
其他流动资产	535.62	200.00	200.00	200.00	净利润				257.23	414.13	541.41	673.53
流动资产合计	994.78	1395.08	1902.33	2515.80	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	414.13	541.41	673.53
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	783.43	594.51	719.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润				257.23	414.13	541.41	673.53
资产总计	1932.37	2351.43	2879.09	3514.51	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	89.11	111.54	134.74	公允价值变动				0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	148.72	201.74	258.47	315.97	营运资金变动				-172.79	366.51	32.72	32.71
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流				-4.85	-28.88	-54.88	-54.88
流动负债合计	287.64	375.39	469.93	566.52	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	-75.50	-94.21	-114.67
负债合计	365.95	453.70	548.24	644.84	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	1897.73	2330.85	2869.67	其它				0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益总计	1932.37	2351.43	2879.09	3514.51	现金净增加额				24.93	679.05	445.43	549.59

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。