

涪陵榨菜 (002507) 2017 年报点评

## 广告渠道协同推进, 公司长足发展可期

2018 年 03 月 19 日

### 【投资要点】

- ◆ 2017 年公司实现营业收入 15.20 亿元, 同比增长 35.64%; 实现归属上市公司股东的净利润 4.14 亿元, 同比增长 61.00%。2017 年公司业绩的大幅增长主要原因是: 2017 年公司主力产品放量; 17 年 2 月, 公司上调了 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品价格, 提价幅度为 15-17%; 公司期间费用率下降。
- ◆ **变相提价致使公司毛利率上行。**涪陵榨菜是中国佐餐开胃菜行业龙头企业, 是国内最大的榨菜加工商。公司乌江品牌是全国最为知名的榨菜品牌, 已远销日本、美国等 8 个国家和地区。17 年公司榨菜、泡菜等产品放量, 并且年初对脆口系列产品及部分主力榨菜产品改换包装。其中, 175g 脆口产品变更为 150g, 88g 榨菜变更为 80g, 价格不变, 直接提升了毛利率。同时, 市场普遍预计 18 年青菜头原料价格回落 15%-20%, 有望助力公司毛利率进一步上行。
- ◆ **广告渠道双驱动, 助力公司未来发展。**2017 年涪陵榨菜创新宣传传播方式, 在市场上持续开展“红动中国”品牌传播、试吃体验、标准化陈列等营销活动, 乌江及惠通两大品牌形象获得提升。公司广告费用整体增长 29.60%。目前, 公司销售网点已分布全国 34 个省市自治区, 264 个地市级市场, 产品渗透率高, 基本渗透各大商超、农贸市场及便利店。同时, 公司有效指导人力资源、经销商资源优化配置, 合并乌江、惠通销售机构, 共享通路资源, 不断推出新品, 提振渠道活力。在营收增长的同时, 公司期间费用率下降 2.73 个百分点至 17.46%。
- ◆ **并购味之浓、恒星, 开启品类扩张。**2018 年 2 月 2 日公司公告显示, 公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买味之浓、四川恒星两家公司全部股权。味之浓和四川恒星主要经营豆瓣酱等调味品的生产销售。未来公司品类扩张具备一定想像空间。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

### 东方财富证券研究所

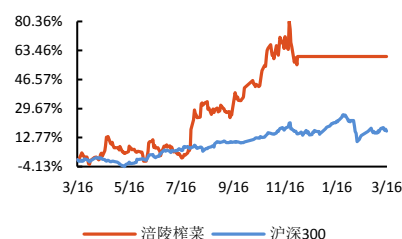
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 高思雅

电话: 021-23586487

### 相对指数表现



### 基本数据

总市值 (百万元)	13237.52
流通市值 (百万元)	12925.02
52 周最高/最低 (元)	19.12/9.93
52 周最高/最低 (PE)	41.06/30.32
52 周最高/最低 (PB)	9.53/5.17
52 周涨幅 (%)	59.92
52 周换手率 (%)	184.70

### 相关研究

## 【投资建议】

- ◆ 预计公司 17/18/19 年营业收入 19.10/22.90/26.61 亿元，归母净利润 5.16/6.33/7.54 亿元，EPS0.65/0.80/0.95 元，PE25.64/20.92/17.57 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1520.24	1910.33	2290.47	2660.73
增长率（%）	35.64	25.66	19.90	16.17
EBITDA（百万元）	544.45	668.28	807.28	951.63
归母净利润（百万元）	414.14	516.26	632.75	753.52
增长率（%）	61.00	24.66	22.56	19.09
EPS（元/股）	0.52	0.65	0.80	0.95
市盈率（P/E）	31.96	25.64	20.92	17.57
市净率（P/B）	6.87	5.69	4.66	3.81
EV/EBITDA	24.05	18.79	14.84	11.87

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 食品安全事件；
- ◆ 销售不达预期。

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1523.57</b>	<b>2089.87</b>	<b>2717.66</b>	<b>3444.53</b>
货币资金	142.18	682.40	1260.47	1941.65
应收及预付	16.62	25.19	28.68	32.80
存货	247.76	265.14	311.37	352.94
其他流动资产	1117.01	1117.14	1117.14	1117.14
<b>非流动资产</b>	<b>960.75</b>	<b>964.40</b>	<b>965.18</b>	<b>966.52</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	718.58	712.33	701.94	687.87
在建工程	59.78	71.65	88.62	109.40
无形资产	156.72	154.66	148.87	143.50
其他长期资产	25.67	25.77	25.75	25.75
<b>资产总计</b>	<b>2484.31</b>	<b>3054.26</b>	<b>3682.83</b>	<b>4411.05</b>
<b>流动负债</b>	<b>470.37</b>	<b>642.46</b>	<b>756.69</b>	<b>849.79</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	470.37	642.46	756.69	849.79
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债</b>	<b>86.01</b>	<b>86.01</b>	<b>86.01</b>	<b>86.01</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	86.01	86.01	86.01	86.01
<b>负债合计</b>	<b>556.38</b>	<b>728.47</b>	<b>842.69</b>	<b>935.80</b>
股本	789.36	789.36	789.36	789.36
资本公积	21.29	21.29	21.29	21.29
留存收益	1117.29	1515.15	2029.49	2664.61
归属母公司股东权	1927.94	2325.79	2840.14	3475.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>2484.31</b>	<b>3054.26</b>	<b>3682.83</b>	<b>4411.05</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1520.24</b>	<b>1910.33</b>	<b>2290.47</b>	<b>2660.73</b>
营业成本	787.19	949.00	1127.00	1280.00
营业税金及附加	25.70	32.39	38.80	45.09
销售费用	219.46	284.97	338.00	394.06
管理费用	48.31	70.05	80.25	94.67
财务费用	-2.26	-0.50	-2.39	-4.41
资产减值损失	2.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	24.10	11.60	12.79	13.63
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	6.33	3.17	3.69	3.96
<b>营业利润</b>	<b>469.59</b>	<b>589.18</b>	<b>725.29</b>	<b>868.90</b>
营业外收入	39.14	33.23	35.44	35.32
营业外支出	21.03	12.54	14.04	14.70
<b>利润总额</b>	<b>487.70</b>	<b>609.87</b>	<b>746.69</b>	<b>889.52</b>
所得税	73.55	93.60	113.94	136.00
<b>净利润</b>	<b>414.14</b>	<b>516.26</b>	<b>632.75</b>	<b>753.52</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>414.14</b>	<b>516.26</b>	<b>632.75</b>	<b>753.52</b>
EBITDA	544.45	668.28	807.28	951.63

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>522.78</b>	<b>570.50</b>	<b>726.03</b>	<b>833.21</b>
净利润	414.14	516.26	632.75	753.52
折旧摊销	59.02	58.91	62.98	66.52
营运资金变动	52.52	27.61	64.50	47.41
其它	-2.90	-32.28	-34.19	-34.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>-600.23</b>	<b>-30.28</b>	<b>-29.56</b>	<b>-33.62</b>
资本支出	-85.19	-41.88	-42.35	-47.25
投资变动	-515.04	11.60	12.79	13.63
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-51.15</b>	<b>0.00</b>	<b>-118.40</b>	<b>-118.40</b>
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-51.15	0.00	-118.40	-118.40
<b>现金净增加额</b>	<b>-128.59</b>	<b>540.22</b>	<b>578.07</b>	<b>681.18</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>270.78</b>	<b>142.18</b>	<b>682.40</b>	<b>1260.47</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>142.18</b>	<b>682.40</b>	<b>1260.47</b>	<b>1941.65</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	35.64	25.66	19.90	16.17
营业利润增长	70.36	25.47	23.10	19.80
归属母公司净利润增长	61.00	24.66	22.56	19.09
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	48.22	50.32	50.80	51.89
净利率	27.24	27.02	27.63	28.32
ROE	21.48	22.20	22.28	21.68
ROIC	19.54	19.38	19.43	19.24
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	22.40	23.85	22.88	21.21
净负债比率	-0.07	-0.29	-0.44	-0.56
流动比率	3.24	3.25	3.59	4.05
速动比率	2.71	2.84	3.18	3.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.69	0.68	0.66
应收账款周转率	988.74	599.14	678.92	684.28
存货周转率	3.75	3.58	3.62	3.63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.52	0.65	0.80	0.95
每股经营现金流	0.66	0.72	0.92	1.06
每股净资产	2.44	2.95	3.60	4.40
<b>估值比率</b>				
P/E	31.96	25.64	20.92	17.57
P/B	6.87	5.69	4.66	3.81
EV/EBITDA	24.05	18.79	14.84	11.87

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，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。

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。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作出邀请。

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。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。