

2018年05月06日

证券研究报告·公司研究报告

涪陵榨菜 (002507) 食品饮料

买入 (维持)

当前价: 24.00元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 千席百味唯榨香, 扬帆起航大乌江

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司逐步突破榨菜单一品类天花板限制, 通过外延并购方式, 泡菜、酱类等多品类协同发展, 贯彻“迈向大乌江”的发展战略, 坐稳佐餐调味品行业绝对领导者地位。未来三年, 公司在榨菜领域做精做深, 泡菜酱菜等新品类放量贡献增量, 公司将进入新一轮高速增长周期。
- **佐餐调味品行业空间巨大, 消费升级创造新机会:** 以酱腌菜和辣椒酱为代表的佐餐调味品行业市场容量近千亿, 竞争格局极度分散, 地方企业山头林立。消费升级趋势下, 消费者对产品口感、品质、创新提出了更高的要求, 推动行业洗牌, 集中度进一步提升, 拥有品牌+渠道+创新优势的龙头企业有望脱颖而出。
- **产品结构升级+脆口新品放量+持续提价, 榨菜实现量价齐升, 毛利率稳步增长:** 榨菜是公司核心产品, 将坚定不移走精品路线, 未来的成长逻辑是基于量、价、利三方面的提升: 1) 量的提升: 榨菜消费情景多元化将带动传统榨菜消费量的提升; 脆口新品的放量和渠道的进一步下沉贡献新的增量; 受益行业集中度提高, 龙头企业有望拥有更多的市场份额。2) 价的提升: 公司独享行业定价权, 消费者对榨菜价格不敏感, 未来持续提价空间大; 公司通过产品结构升级, 淘汰低毛利产品, 推广高毛利产品, 间接抬高产品价格中枢。3) 毛利的提升: 公司通过自建窖池增加原料自给率和农户签订采购合同方式, 能够有效稳定原材料价格, 减少波动对盈利水平的影响, 实现毛利率稳步提升。
- **多品类稳步扩张, 外延并购持续推进: 1、核心优势明显, 为品类扩张奠定基础:** 1) **品牌:** 公司作为酱腌菜行业第一品牌, 品牌力突出; 2) **渠道:** 公司拥有遍布全国的密集营销网络, 渠道推力强, 新品类可共享通路资源实现快速铺货; 2、**收购惠通, 切入更大的泡菜市场, 协同效应明显:** 公司通过外延收购惠通的方式迅速切入近 450 亿的泡菜市场, 实现大品类的延伸。通过对惠通产品结构优化和渠道共享, 惠通业绩实现快速增长, 未来将成为重要的增长极。目前泡菜品类没有明显龙头, 惠通有望借公司之力做大做强; 3) **品类扩张持续推进:** 近年来公司加快外延并购步伐, 多次进行收购活动, 尽管未能成功但表明公司对外延扩张的积极态度和对并购标的的严格要求。公司将坚定不移执行“大乌江”发展战略, 未来酱类依旧是公司并购方向, 期待并购成功产生“1+1>2”的良好协同效应。
- **盈利预测与投资建议:** 不考虑外延扩张情况下, 预计公司 2018-2020 年归母净利润 5.9 亿元、7.3 亿元、8.9 亿元, 复合增速达 30%。未来三年公司业绩将维持快速增长态势, 作为细分行业绝对龙头, 目前估值水平仍有较大提升空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全问题、原材料价格波动风险、产品销售或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1520.24	1989.29	2438.21	2952.69
增长率	35.64%	30.85%	22.57%	21.10%
归属母公司净利润(百万元)	414.14	590.36	733.58	896.82
增长率	61.00%	42.55%	24.26%	22.25%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.75	0.93	1.14
净资产收益率 ROE	21.48%	24.57%	24.69%	24.49%
PE	46	32	26	21
PB	9.83	7.89	6.38	5.17

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
 执业证号: S1250513110001  
 电话: 023-63786049  
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
 执业证号: S1250517080001  
 电话: 021-58351839  
 邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
 电话: 0755-23614240  
 邮箱: zjfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.89
流通 A 股(亿股)	7.71
52 周内股价区间(元)	10.38-24.0
总市值(亿元)	189.45
总资产(亿元)	25.49
每股净资产(元)	2.59

### 相关研究

1. 涪陵榨菜 (002507): Q1 业绩超预期, 看好新一轮成长周期开启 (2018-04-22)
2. 涪陵榨菜 (002507): 17 年业绩亮眼, “大乌江”战略下持续增长可期 (2018-02-28)
3. 涪陵榨菜 (002507): 提价和脆口放量带来业绩高增长 (2017-10-25)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司概况：榨菜行业龙头，打造佐菜调味品领导者</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业格局：调味品行业空间巨大，消费升级是大趋势</b> .....	<b>2</b>
2.1 调味品行业空间巨大，地方企业山头林立 .....	2
2.2 消费升级，追求高品质、大品牌、乐于尝鲜是大趋势 .....	4
2.3 榨菜行业稳定增长，消费升级趋势下龙头机会更大 .....	6
<b>3 榨菜为根基，坚定不移走精品之路</b> .....	<b>9</b>
3.1 纵观过去，提价与产品升级带动业绩增长 .....	9
3.2 放眼未来，加强原料端掌控，产品创新+提价，坚定不移走精品榨菜之路 .....	12
<b>4 多品类扩张，从小乌江到大乌江</b> .....	<b>14</b>
4.1 依托品牌渠道优势，外延拓展空间巨大 .....	14
4.2 外延收购第一步，联手惠通切入泡菜领域 .....	15
4.3 管理层持股且话语权重，外延并购持续推进 .....	16
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图 目 录

图 1: 涪陵榨菜股权结构	1
图 2: 2017 年主营业务收入结构	2
图 3: 2017 年主营业务毛利结构	2
图 4: 2010 年以来调味品行业收入及同比增速	2
图 5: 2010 年以来调味品行业利润及同比增速	2
图 6: 调味品行分类	3
图 7: 佐餐调味品品类众多	3
图 8: 2016 年国内调味品零售市场份额	4
图 9: 调味品子行业在食品饮料行业中 CR10 较低（2016 年）	4
图 10: 调味品分布具有较强的区域性	4
图 11: 城镇、农村居民收入逐年提升	5
图 12: 中国城镇化水平逐步提高，空间仍然很大	5
图 13: 消费升级趋势，追求高品质	5
图 14: 大品牌受消费者信赖	5
图 15: 创新型产品更受市场欢迎	6
图 16: 榨菜行业发展历程	7
图 17: 榨菜行业规模稳定增长	7
图 18: 我国青菜头产量分布图	7
图 19: 涪陵历年青菜头产量（万吨）	7
图 20: 2015 年榨菜市场份额分布情况	8
图 21: 2007 以来涪陵区榨菜加工企业数量不断减少	8
图 22: 榨菜消费情景多元化	9
图 23: 榨菜消费趋势	9
图 24: 2008 年以来榨菜收入逐年增长	10
图 25: 2008 年以来榨菜毛利率稳步提升	10
图 26: 2008 年以来榨菜销量增长缓慢	10
图 27: 2008 以来榨菜出厂吨价明显提升	10
图 28: 产品不断升级换代	10
图 29: 榨菜成本结构	11
图 30: 历年青菜头价格走势	11
图 31: 各阶段原材料价格对比图（比例关系）	12
图 32: 产能和窖池容量对比图	12
图 33: 各季度末存货价值变化情况及环比增速	13
图 34: 脆口榨菜产品展示	13
图 35: 脆口榨菜年销量及增速	13
图 36: 渠道渗透率高，优势明显	14
图 37: 多品类扩张空间大	14
图 38: 泡菜行业空间大，增速快	15
图 39: 2016 年泡菜市场份额情况	15
图 40: 惠通近五年收入增长情况	16
图 41: 惠通近五年利润增长情况	16

## 表 目 录

表 1：管理层持股情况统计 .....	1
表 2：乌江榨菜系列产品 .....	11
表 3：历年公司收购事件或计划统计 .....	17
表 4：涪陵榨菜各类产品收入整体预测表（百万元） .....	17
附表：财务预测与估值 .....	19

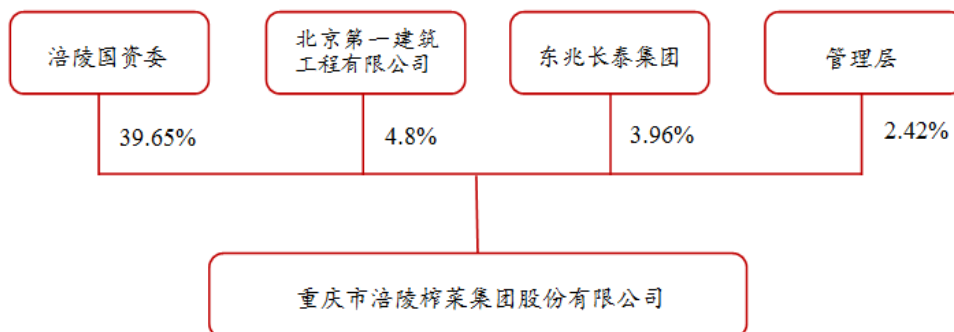
## 1 公司概况：榨菜行业龙头，打造佐菜调味品领导者

涪陵榨菜是一家以榨菜为根基，立足于佐餐调味品领域快速发展的企业。依托涪陵榨菜原产地优势，经过 20 多年发展，公司目前年产能已接近 15 万吨，年销售额超 15 亿，是行业内绝对的龙头企业。公司旗下“乌江”牌榨菜荣获“中国名牌产品”称号，销售有榨菜、泡菜、萝卜干、下饭菜等产品，销售区域遍及全国，渠道下沉至县级城市。公司近年来积极贯彻从“小乌江”到“大乌江”的发展战略，2015 年成功收购四川惠通实业，切入泡菜食品领域，正式迈开由小品榨菜到佐餐调味品行业的步伐。未来公司还要向酱类品类拓展，立志打造佐餐开胃菜行业绝对领导者地位。

公司前身是成立于 1988 年的四川省涪陵榨菜集团公司，当时性质是全民所有制企业，于 2007 年正式规范为国有独资公司，控股股东为重庆涪陵国资委，2008 年榨菜集团整体设立为重庆市涪陵榨菜集团有限公司。2010 年 11 月在深交所挂牌上市，成为中国酱腌菜行业第一股。

公司控股股东为涪陵国资委，持有 39.65% 股份，北京第一建筑工程有限公司和东兆长泰集团分别持有 4.8% 和 3.96% 的股份，前者是后者的控股子公司，列为第二、三大股东，合计持有 8.8% 股份。公司管理层持有公司 2.42% 股权，其中公司董事长周斌全持股 1.68%。

图 1：涪陵榨菜股权结构



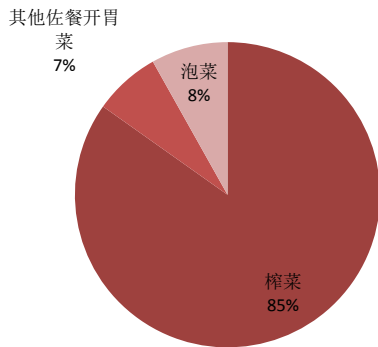
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：管理层持股情况统计

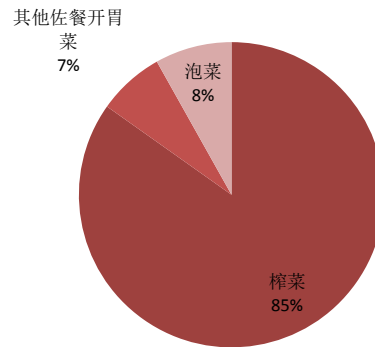
姓名	职务	任职情况	持股情况（股）	占比
周斌全	董事长	现任	13,254,009	1.68%
肖大波	监事会主席	现任	2,261,004	0.29%
赵平	董事, 总经理	现任	1,730,258	0.22%
贺云川	副总经理	现任	1,268,992	0.16%
陈林	总经理助理	现任	216,450	0.03%
袁国胜	董事, 副总经理	现任	178,188	0.02%
刘洁	原副总经理	现任	125,096	0.02%
韦永生	董事, 董事会秘书, 总经理助理, 财务负责人	现任	62,546	0.01%
合计	-	-	19,096,543	2.42%

数据来源：公司公告，西南证券整理（持股情况截至 2017 年 12 月 30 日）

公司产品以榨菜为主，榨菜销售收入和毛利占比一度达到 98% 以上。随着公司贯彻从“小乌江”向“大乌江”发展战略，进行多品类战略扩张，萝卜干、海带丝等非其他佐餐开胃菜发力，收入显著提升。15 年公司成功收购四川惠通，进军泡菜市场，泡菜成为公司收入中重要组成部分。公司各产品得到良好的协同发展，截至 2017 年，榨菜业务收入和毛利占比均已降至 85%。

**图 2：2017 年主营业务收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 3：2017 年主营业务毛利结构**


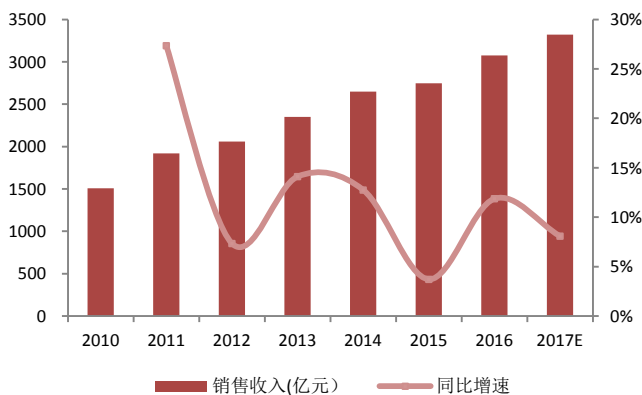
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业格局：调味品行业空间巨大，消费升级是大趋势

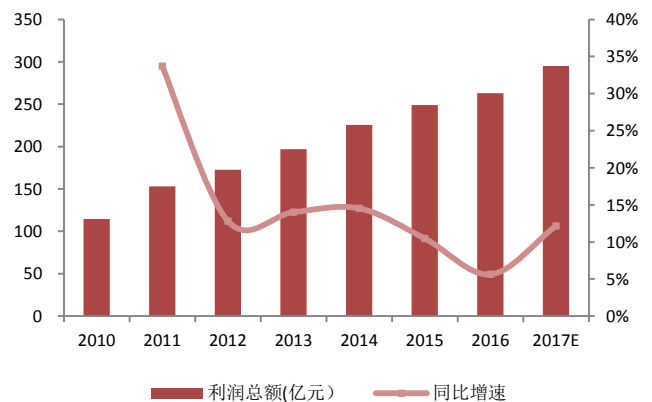
### 2.1 调味品行业空间巨大，地方企业山头林立

#### 2.1.1 调味品行业空间大，佐餐调味品细分市场近千亿

过去近十年，我国的调味品行业规模呈现了逐年快速增长的态势，2012 年前保持着 20% 以上的增速，近几年受经济不景气影响，增速有所放缓，但依旧保持着接近两位数增速，整体规模已超 3000 亿元，行业空间巨大。

**图 4：2010 年以来调味品行业收入及同比增速**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

**图 5：2010 年以来调味品行业利润及同比增速**


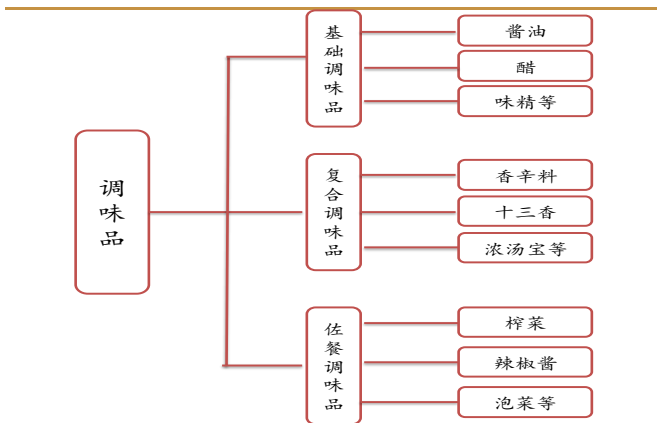
数据来源：国家统计局，西南证券整理



调味品市场结构大概可以分成以下几类：

- 1) 基础调味品：即家庭日常所必须的，最常见的调味品，如盐、酱油、醋、味精等；
- 2) 复合调味品：指在基础调味品上再给菜色增加风味，如香辛料、十三香、浓汤宝等；
- 3) 佐餐调味品：指消费者可以在主菜之外食用的，区别于一般调味品，可以直接食用，有替代或者部分替代菜肴的功能，如榨菜、泡菜等；也可以作为调味品使用，如老干妈、饭扫光等。

图 6：调味品行分类



数据来源：西南证券整理

图 7：佐餐调味品品类众多



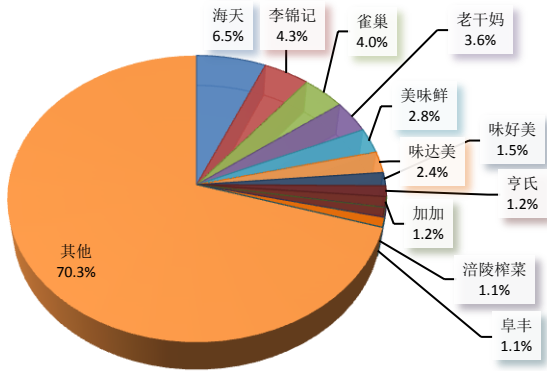
数据来源：西南证券整理

佐餐调味品种类繁多，各地由于饮食习惯不同，差异较大，常见的以酱腌菜和辣椒酱为代表。根据调味品协会统计数据，我国酱腌菜的总量规模在 450 万吨左右，其中酱菜 50 万吨，榨菜 100 万吨，泡菜 200 万吨，其他新型蔬菜制品 100 万吨。2016 年我国辣椒酱产量达 500 万吨，市场规模超 350 亿。经粗略估计，佐餐调味品市场容量将近千亿，由于佐餐调味品兼具餐用和休闲的特点，随着食用情景的不断多元化，未来成长空间巨大。

### 2.1.2 行业格局分散，区域性强，川渝地区有制作酱腌菜的传统

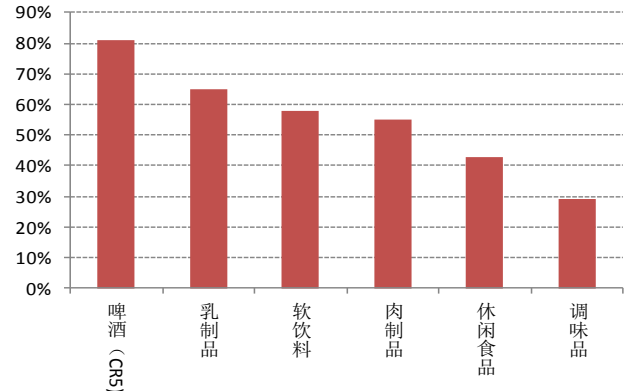
由于调味品制造行业进入门槛较低，且全国各地口味差异较大，故催生了大量的调味品生产企业，导致行业格局极度分散，零售市场 CR10 仅为 30%，在所有食品饮料细分子行业属于较低水平。从国内零售市场份额来看，调味品龙头企业海天味业整体市场份额仅为 6.5% 酱油细分市场，海天市场占有率也仅为 17%，而日本最大的酱油生产企业龟甲万市占率达 31%，两者相差较大。

图 8：2016 年国内调味品零售市场份额



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

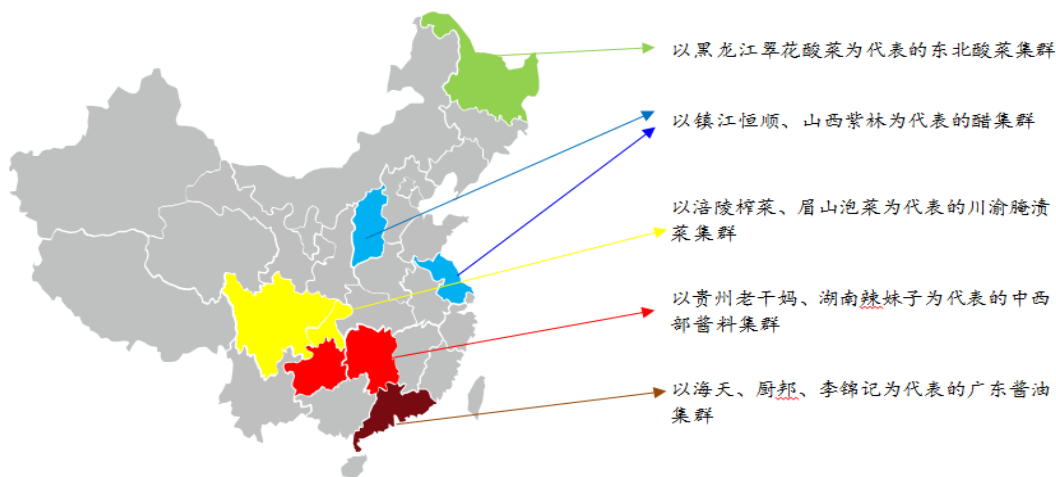
图 9：调味品子行业在食品饮料行业中 CR10 较低（2016 年）



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

从区域分布上看，由于自然资源和口味差异，经过数千年发展，中国调味品基本已形成了“南部酱油、东部醋（料酒）、中西部酱腌菜、北部大料、酸菜”的格局。川渝一带自古以来都有制作酱腌菜的传统，培育出了涪陵榨菜和眉山东坡泡菜为代表的酱腌菜制作产业集群。

图 10：调味品分布具有较强的区域性



数据来源：西南证券整理

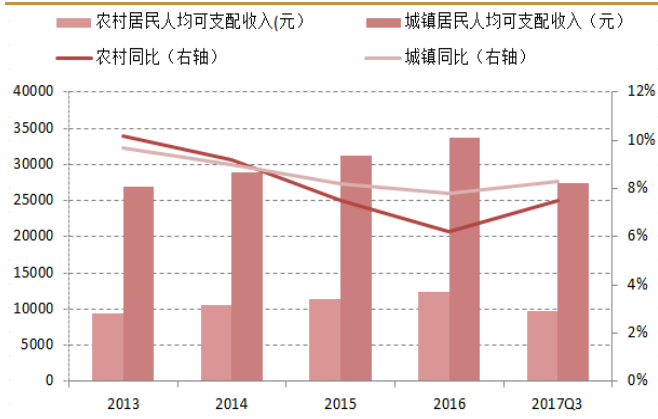
## 2.2 消费升级，追求高品质、大品牌、乐于尝鲜是大趋势

### 2.2.1 人均可支配收入提升叠加城镇化，双轮驱动消费升级

自古“民以食为天”。一方面，随着城镇、农村居民可支配收入的逐年提升，消费者用于饮食的支出也不断上升，对消费层次的要求也会越来越高。另一方面，城镇化让饮食消费渠道得以下沉，一些原本只在大城市才有的餐饮进入四五线城市，极大丰富当地居民的饮食结构。人均可支配收入和城镇化率齐升，双轮驱动消费升级。

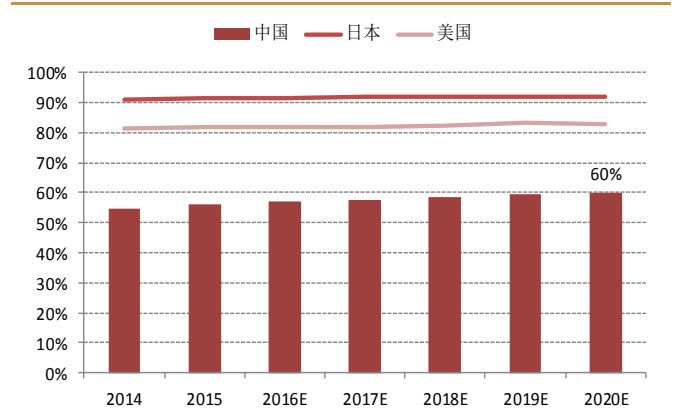


图 11：城镇、农村居民收入逐年提升



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 12：中国城镇化水平逐步提高，空间仍然很大



数据来源：国家统计局，西南证券整理

### 2.2.2 追求高品质，信赖大品牌

在三聚氰胺、苏丹红、塑化剂等食品安全问题频发后，消费者越来越注重食品的品质。根据我们对消费者的草根调研，大多数消费者愿意为安全可靠、高品质的食品支付更多钱。高端健康产品代表着食品饮料行业的发展方向，趋势越来越明显。在乳制品方面，高端有机奶受到市场热捧，伊利、蒙牛等乳企高端奶业务占比近 50%，且高端奶增速明显快于基础白奶；在调味品方面，健康安全零添加的调味品被消费者认可，海天、千禾高端酱油售价是普通酱油的好几倍，但终端表现依旧优异；在本轮白酒复苏中，茅台、五粮液等高端白酒率先复苏，中高端白酒增速远高于中低端白酒。

在品牌选择上，消费者越来越信赖大品牌，大品牌意味着品质保证。同时，从消费者对品牌品质的偏好来看，整个食品行业的品牌集中度有较大幅度提升的潜能，未来品牌力强的公司有望通过渠道下沉抢占市场份额。食品饮料行业的竞争将是强者恒强的过程。

图 13：消费升级趋势，追求高品质



数据来源：西南证券整理

图 14：大品牌受消费者信赖



数据来源：西南证券整理

### 2.2.3 乐于尝鲜，消费升级趋势为新品推广提供契机

除了对品质和品牌的要求，消费者对口感和形式的追求从不妥协，口感好的创新型产品往往可以获得市场的热捧。

市场上不乏成功的案例。2008 年光明首创常温酸奶-莫斯利安，开辟了一个新的乳制品细分品类，目前市场规模已达 150 亿，未来五年有望达三四百亿；RIO 培养了消费者对预调鸡尾酒的饮用习惯，创造了单品年销售额破 10 亿的神话；三只松鼠、百草味等休闲食品电商异军突起，让坚果销售呈现爆发式增长。

图 15：创新型产品更受市场欢迎



数据来源：西南证券整理

消费者的消费习惯不是一成不变的，他们乐于去尝试新鲜事物。消费升级的大趋势为新品的推广和盛行提供了契机。

## 2.3 榨菜行业稳定增长，消费升级趋势下龙头机会更大

### 2.3.1 榨菜行业进入成熟阶段，增长稳定

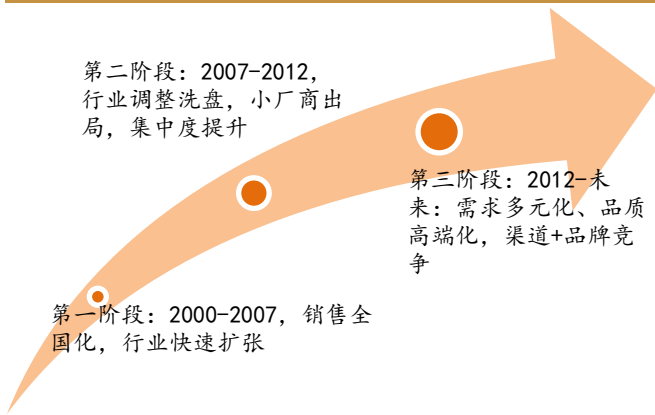
近十五年，中国榨菜行业发展大概经历了以下三个阶段：

1) 2000 年-2007 年，乌江榨菜首创小包装形式，便于全国市场销售，榨菜突破原产地销售限制，行业得以迅速发展；

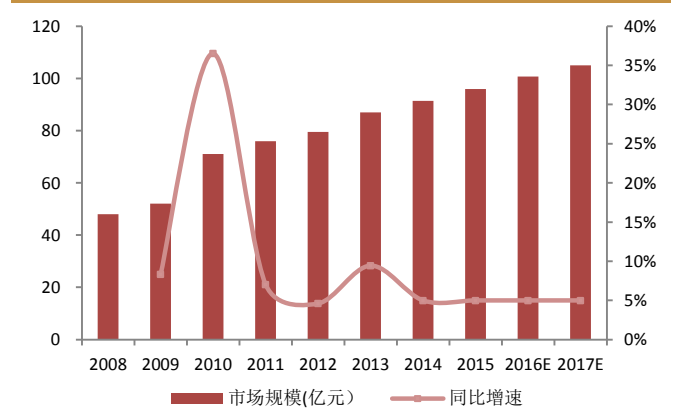
2) 2007 年-2012 年，行业进入了调整洗牌阶段，生产能力差、机械化水平低的小厂商被淘汰出局，行业集中度有所提升；

3) 2012 年以后，消费升级大趋势下，需求端多元化、品质要求高端化，生产能力已不再是问题，拥有品牌和渠道优势的企业将脱颖而出。

目前整个榨菜行业进入了发展稳定期，规模大概在 100 亿左右，并且每年以 5% 左右的增速保持稳定增长。

**图 16：榨菜行业发展历程**


数据来源：公开资料，西南证券整理

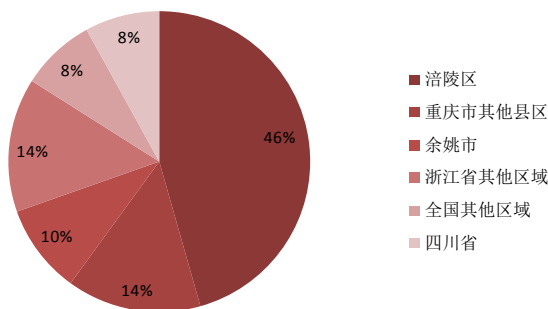
**图 17：榨菜行业规模稳定增长**


数据来源：产业信息网，西南证券整理

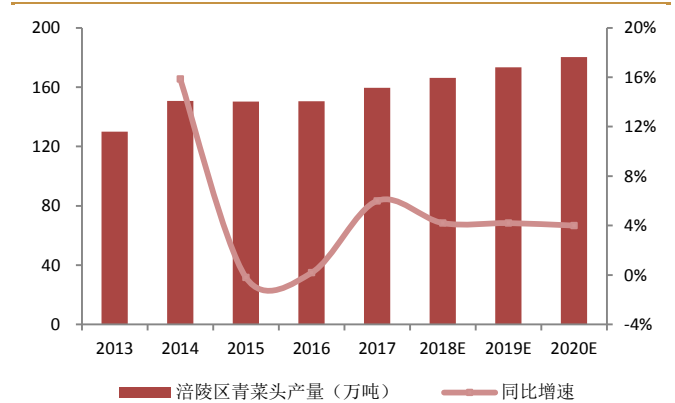
### 2.3.2 原材料产地壁垒高，涪陵区位优势明显

榨菜加工的主要原材料是青菜头，青菜头的种植对温度和湿度要求很高，独特的生长特性决定了其产地主要集中在重庆、浙江、四川、湖南、贵州等省份，尤以重庆、浙江最多。涪陵地区的地形以低山浅丘为主，四季明显，气候平和，降水充足。冬天青菜头在涪陵地区最冷的4°C—5°C和大雾环境下生长，形成致密的组织结构，铸就了涪陵榨菜特有的嫩脆品质，因此涪陵有着“榨菜之乡”的美誉。

据涪陵政府统计，涪陵全区2017年青菜头种植面积达72.5万亩，产量达160万吨，并计划在2020年实现种植面积达75万亩，产量达180万吨。目前，重庆和浙江两地青菜头产量占全国产量的85%以上。

**图 18：我国青菜头产量分布图**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 19：涪陵历年青菜头产量（万吨）**


数据来源：涪陵政府公开资料，西南证券整理

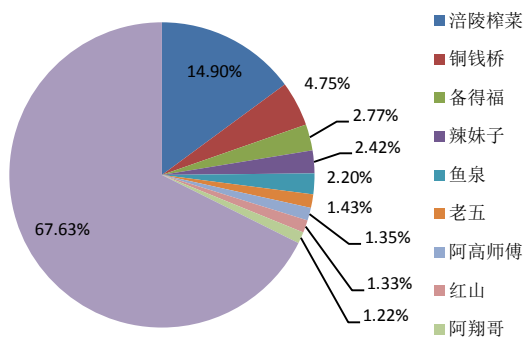
由于原材料（青菜头）占榨菜成本比重较高，如果榨菜加工企业不在原料青菜头原产地，企业将承担较高的运输成本，产品将失去价格竞争优势。并且，青菜头保质期短，易腐烂变质，不适宜长途运输。因此，原产地限制就成了天然护城河，限制产地以外的企业进入榨菜生产领域。涪陵作为全国最大的青菜头种植基地，拥有绝对的区位优势。

### 2.3.3 行业集中度提升，乌江品牌一家独大

由于榨菜加工行业进入门槛低，因此行业内竞争者众多。据涪陵榨菜协会统计，2007年榨菜生产加工企业近300家，主要集中在重庆和浙江地区，重庆市有164家，其中涪陵区102家；浙江省有80多家，其中余姚51家。随着2008年金融危机和行业内的竞争洗牌，一些规模较小的企业退出了竞争。涪陵区2010年榨菜加工企业为63家，2017年涪陵区榨菜生产企业共37家，其中重点龙头企业23家，较2007年的102家减少了近2/3，行业集中度将得到显著提高。

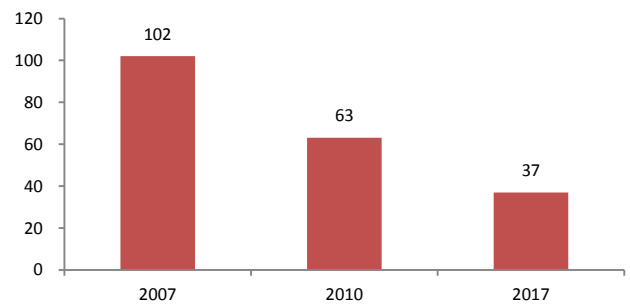
就全国榨菜市场份额占有率而言，据2015年数据统计，涪陵乌江、宁波铜钱桥、余姚备得福、涪陵辣妹子、万州鱼泉前五家企业分别占据14.9%、4.75%、2.77%、2.42%、2.20%市场份额，其他品牌合计占73%。涪陵乌江榨菜是行业绝对龙头企业，市场份额超过2-5名之和，享有行业独家话语权。目前乌江榨菜市场份额从2008年的13.69%提升至2017年的20%，随着未来行业集中度进一步提升，乌江榨菜市场份额占有率有望持续上升。

图 20：2015 年榨菜市场份额分布情况



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 21：2007 以来涪陵区榨菜加工企业数量不断减少



数据来源：招股说明书，涪陵政府官网，西南证券整理

### 2.3.4 消费升级创造新机会，品牌+渠道+创新才是竞争之道

过去榨菜给人的印象是一种低端廉价的佐餐小菜，种类单一，用途也仅局限在餐桌上。但是随着消费升级，榨菜的消费形式也发生了变化，主要体现在以下三个方面：

1) **消费情景多元化**：榨菜摆脱了作为佐餐开胃用途的局限，开发出了多种新吃法，可以和多种食物搭配，如火锅、寿司；可以用做炒菜，代替盐 and 味精起到调味作用，如榨菜肉丝、榨菜蒸鱼；可以当零食吃，榨菜休闲食品化趋势越来越明显，这也是榨菜一个非常重要的消费增量。

2) **消费需求多样化**：消费者对口感和形式的要求越来越多样化，不再满足条状和口味的单一。目前市面上榨菜有条状、丝状、块状、碎米状等多种形状，原味、红油、老坛、鲜脆等多种口味。消费者乐于尝试创新型榨菜产品，涪陵榨菜推出的脆口产品就是迎合了消费者的需求，以不同以往产品的口感风靡市场。

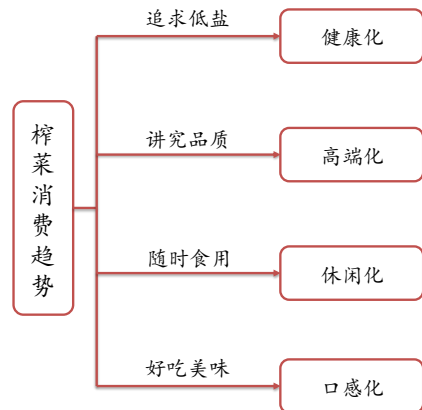
3) **产品高端健康化**：消费者追求安全健康、高品质产品，品牌意识增强。由于榨菜是腌制食品，含盐量较高，经常食用不利于身体健康。因此，榨菜低盐化趋势明显，同时也对生产企业的技术提出了更高的要求。

图 22：榨菜消费情景多元化



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 23：榨菜消费趋势



数据来源：西南证券整理

消费升级对榨菜的口感和质量提出了更高的要求，消费情景的多元化创造了新的机会，打开了新的市场空间。我们认为，未来行业内的竞争将是品牌、渠道、创新能力的比拼，拥有上述优势的企业将会脱颖而出。消费者对价格不敏感，他们愿意为更好的产品支付溢价，有望推动行业集中度进一步提升，作为龙头企业的涪陵榨菜有望充分受益。

### 3 榨菜为根基，坚定不移走精品之路

#### 3.1 纵观过去，提价与产品升级带动业绩增长

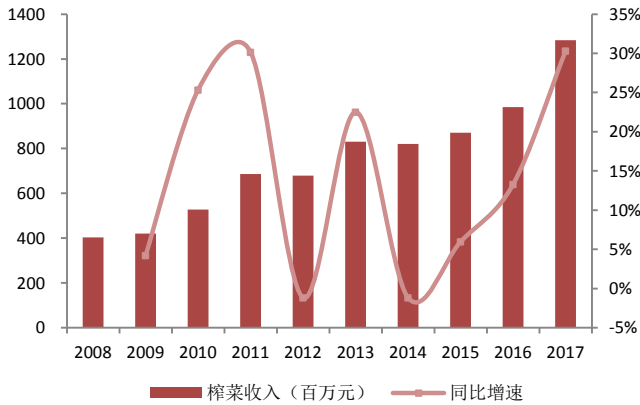
##### 3.1.1 榨菜销售收入逐年递增，呈现价升量平特点

2017 年公司销售榨菜 10 余万吨，实现营业收入 12.8 亿元，近九年营收 CAGR 达 13.7%。量价方面，榨菜出厂销量从 2008 年的 6.52 万吨到 2017 年的 11 万吨，每年量增长不足 6%，17 年榨菜销量呈现明显上升主要原因是惠通榨菜并表以及脆口榨菜新品的放量；榨菜出厂吨价从 2008 年的 6192 元提升至到 2017 的 11647 元，CAGR 高达 7.2%。9 年涨幅 88% 远高于同期 CPI 的涨幅。

在榨菜销量缓慢增长的同时，公司通过提升出厂价实现收入的逐年稳定增长，并且毛利率水平也稳步提升，体现了公司产品的强大竞争力以及在行业内的独家定价话语权。

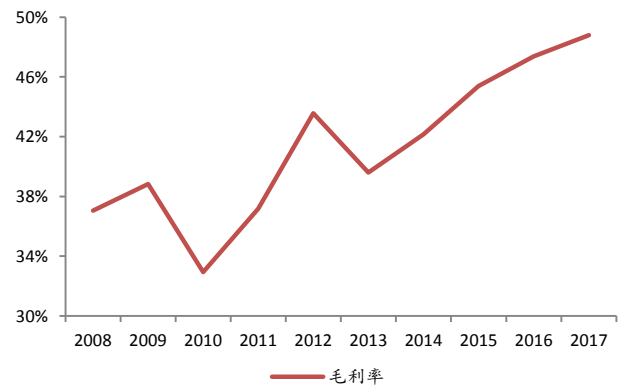


图 24：2008 年以来榨菜收入逐年增长



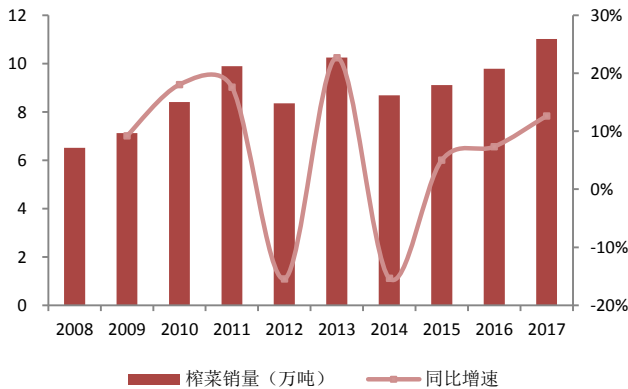
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：2008 年以来榨菜毛利率稳步提升



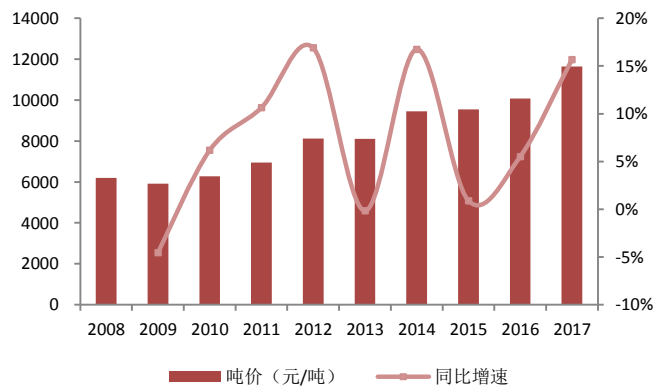
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：2008 年以来榨菜销量增长缓慢



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2008 年以来榨菜出厂吨价明显提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.1.2 产品不断升级换代，品类丰富，市场竞争力强

公司作为榨菜行业内的龙头企业，引领榨菜行业发展。2000 年首创小包装形式，让榨菜全国推广实现可能；2004 年采用业内领先的三榨三洗工艺，打造高品质榨菜，树立了行业品质标杆；2012 年后严格控制原材料，全面优化，提升口感，做到精益求精。每一次技术改造和产品升级都有助于公司拉开与竞争者的差距，巩固自身榨菜行业领导者地位。

图 28：产品不断升级换代



数据来源：公开资料，西南证券整理



目前，公司已经形成了一系列涵盖各种口味和形态的榨菜产品，品质领先，价格合理，极具市场竞争力。

**表 2：乌江榨菜系列产品**

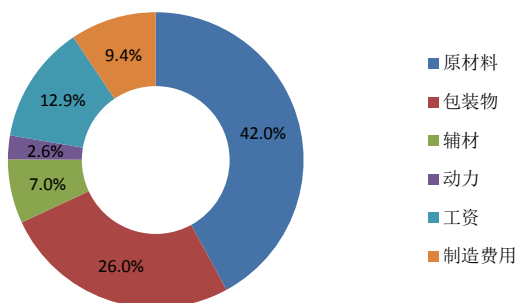
品名	特点	规格	终端价格（元）
脆口榨菜	商超明星产品；脆爽、甜酸味明显，口感和谐；丁形。	150g*5 袋	17.8
古坛榨菜	商超主力产品；酱香突出，回味悠长；丝形。	80g*5 袋	12.9
红油榨菜	商超主力产品；辣、麻、香突出，整体口感协调；丝形。	80g*5 袋	11.5
清淡榨菜	商超主力产品；清淡、嫩爽，无辣椒，有成熟榨菜自然清香；丝形。	80g*5 袋	11.5
鲜爽菜丝	流通主力产品；甜酸，爽口，脆；丝形	80g*5 袋	11.5
鲜榨菜片	商超主力产品；酸辣突出，微甜，有明显泡椒风味；片形。	80g*5 袋	11.5
榨菜碎米	流通产品；鲜香，微微辣；碎粒状	80g*5 袋	11.5
红油榨菜瓶装	瓶装，更便捷	300g	9.9

数据来源：公司官网、天猫商城，西南证券整理

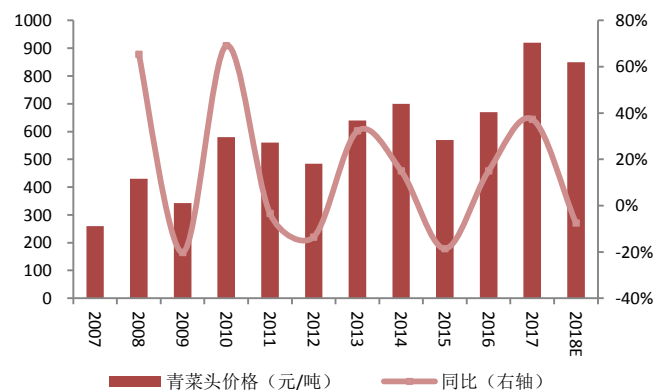
### 3.1.3 多元化提价策略，独享行业定价权

乌江榨菜在行业内一家独大，独享行业定价权。同时公司拥有一套多元化的提价策略，通过正面和变相地提升产品价格。

**1) 成本推动，直接提价：**公司制作榨菜所需的原料包括青菜头以及向加工户收购头盐、二盐和三盐，原材料成本占据总成本 42%左右，青菜头价格变动直接影响榨菜的出厂成本。青菜头的收购价格从 2008 年的 430 元/吨上升到 2017 年的 920 元/吨，上涨幅度达 214%，CAGR 达 8.8%。二盐价格也有 2007 年的 572 元/吨上升至目前的 1400-1500 元/吨（价格波动较大）。虽然受产量影响，历年青菜头价格存在波动，但价格底部抬升趋势明显。面对原材料价格上涨，公司可以直接提升榨菜出厂吨价，将压力转嫁给下游。2016 年 7 月公司上调了旗下 11 个单品的价格，提价幅度 8-12%不等，提价所覆盖产品约占总量的 30-40%。2017 年 2 月，公司再次提价，上调了 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 15-17%不等。公司通过提价，有效缓解原料和劳动力上涨带来的成本压力。

**图 29：榨菜成本结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 30：历年青菜头价格走势**


数据来源：涪陵政府网站，西南证券整理

**2) 更换包装和规格，曲线涨价：**公司也可以通过更换产品包装，改变规格，隐形提价。主要通过以下两种方式：**1.降规格不降价：**每袋价格不变，减少每袋重量，如在 17 年 Q4，公司将脆口榨菜从 175g 将至 150g，主力榨菜 88g 降至 80g，但售价不变，变相提价 16.7%/10%；**2.推出小规格包装，**如 22g 的脆口榨菜，单克价提升 60%+。

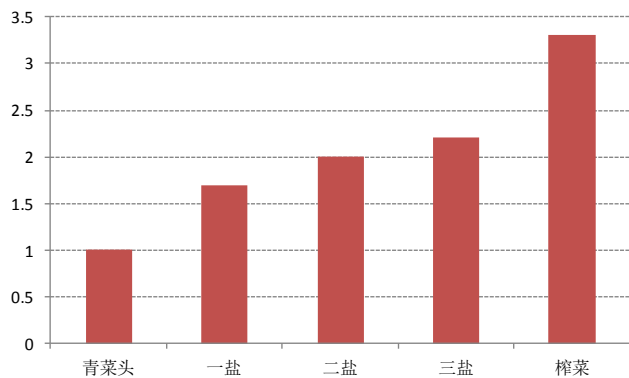
**3) 优化产品结构，变相提价：**2008 年起，公司进行产品结构调整，砍掉附加值低的产品，大力推广高毛利率产品。产品种类从 160 多个减少到 50 多个，并且主推产品 20 种。有效增加高毛利率产品的销量，提高整体价格中枢，起到变相提价的作用。

## 3.2 放眼未来，加强原料端掌控，产品创新+提价，坚定不移走精品榨菜之路

### 3.2.1 建窖池+“公司+订单合同+农户”采购模式，进一步控制成本

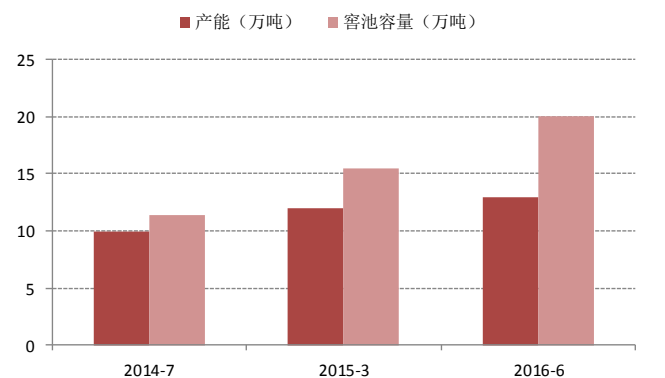
在榨菜的生产过程中，企业一般会从种植户采购青菜头，从加工户采购半成品（包括头盐、二盐和三盐）以满足原料的需求。通常情况下 2 吨青菜头腌制 1 吨三盐，1.4 吨三盐制作一吨榨菜。由于加工户要从中牟利，所以从青菜头到半成品存在溢价，导致加工企业购买半成品进行生产的成本要远高于采购青菜头进行自主腌制生产。因此，青菜头和半成品采购比例直接影响原材料成本。

图 31：各阶段原材料价格对比图（比例关系）



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 32：产能和窖池容量对比图

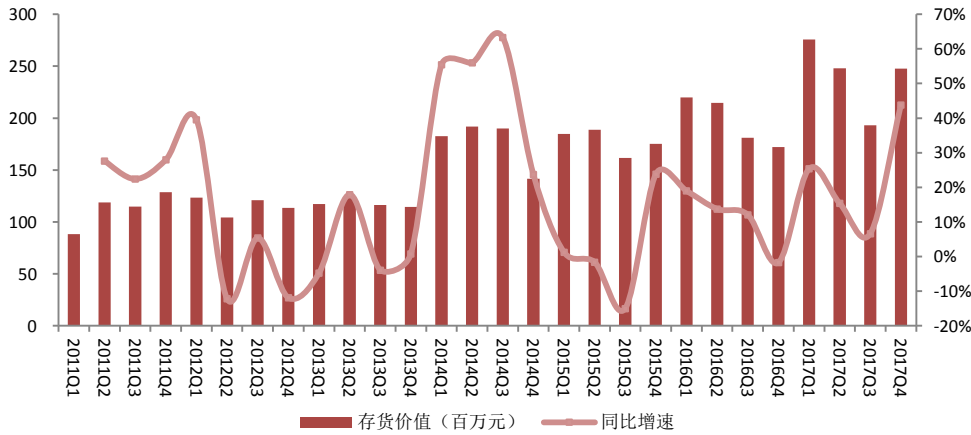


数据来源：公司公告，西南证券整理

**方式一：通过窖池扩大原材料收储能力，增强公司对原料市场的调剂能力和抵抗价格波动的能力。**近年来，公司大规模兴建窖池，提升腌制青菜头的窖池容量。随着新的窖池项目完工，2016 年公司窖池容量达到 20 余万吨，基本可以满足 15 万吨的年产能。从存货情况看，14 年以前公司存货相对稳定，并没有出现一季度存货大量增长情况（2、3 月份是青菜头采购的时期），说明公司较多地依赖从加工户采购半成品进行加工，而并非自行腌制。从 14 年开始，公司一季度末存货环比大幅提升，说明公司加大对青菜头的采购，从而可以有效降低生产成本。另一方面，在青菜头价格持续增长的情况下，存货起到了很好的投资价值，有利于平滑价格波动对成本的影响。

**公司 2007 年从加工户采购的盐菜块（即三盐）和自主采购的青菜头金额占比为 3:1，到 2017 年公司自己采购青菜头占比已经达到 2/3，自给率大幅提升，极大地提升毛利水平。**

图 33：各季度末存货价值变化情况及环比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

方式二：通过“公司+订单合同/保护价合同+农户”的采购模式稳定原料来源。农户盈利水平直接影响种植青菜头的积极性，继而造成青菜头价格波动。因此，公司和当地农户采取订单合同的方式，给予农户采购保护价，稳定农户盈利状况，保证青菜头种植的稳定性和平滑原料价格波动对盈利能力造成的不确定影响。目前，在该模式下涪陵区青菜头种植面积和产量逐年提升，保证充足原料来源。

### 3.2.2 产品创新+持续提价，榨菜有望保持量价齐升

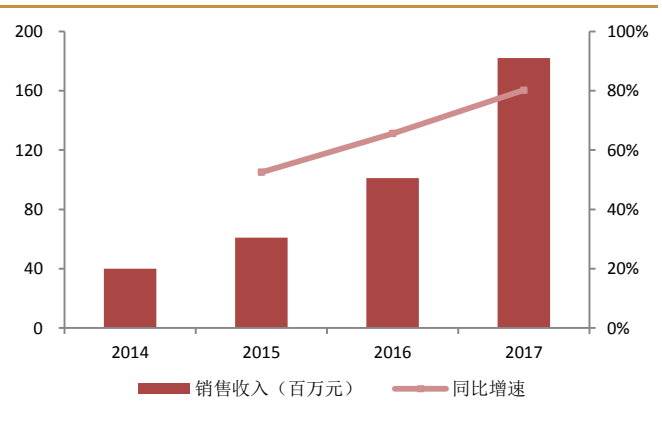
在对原有产品精益求精的同时，公司也积极推陈出新，迎合消费升级趋势下消费者的新需求。在此背景下，脆口榨菜成了最闪耀的明星产品。脆口榨菜早在 2006 年就已经推出，但因为和当时主流的榨菜，无论是口感还是价格上都有较大差异，推出之初未能引起市场巨大反响。在消费升级趋势下，脆口榨菜以其有别于传统榨菜的低盐、脆爽特点迎合了消费者追求健康和口感的需求，受到市场的热捧，从 2015 年开始放量，销量同比增长 53%。17 年脆口榨菜实现 1.8 亿的销售收入，同比增长 80%。公司新增了华富 3 期 1 万吨脆口生产线，有效缓解了脆口产品产能不足的瓶颈。于此同时，公司通过榨菜品类价值创新，开发了 22g 脆口榨菜、脆口萝卜及脆口蔬三只新品，推动榨菜向休闲化发展，消费情景和用途的多样化，榨菜整体的消费量随之提升。

图 34：脆口榨菜产品展示



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 35：脆口榨菜年销量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

精品榨菜战略不仅仅体现在品质上，同时在价格上也要打破大家对榨菜低廉消费品的固有印象，跳出低价竞争的怪圈。公司在 16 年 7 月和 17 年 2 月对旗下产品相继提价，幅度在 10%-15%。从市场表现来看，提价并没有对产品的销售产生负面的影响，市场仅用一个月时间就消化完毕，说明消费者对榨菜价格不敏感以及对“乌江”品牌的认可度。提价带来了良好的正面效应：1) 公司产品现在普遍在 2 元以上，价格上与竞争对手拉开较大差距，打造了良好的精品榨菜品牌形象；2) 公司毛利率稳步提升，盈利水平大幅改善；3) 提价带来经销商和渠道商利润增厚，在推广上更有动力，有助于销量提升。随着收入水平提升和 CPI 上涨，未来公司可可持续多样性地进行提价，带动榨菜销售量价齐升。

## 4 多品类扩张，从小乌江到大乌江

### 4.1 依托品牌渠道优势，外延拓展空间巨大

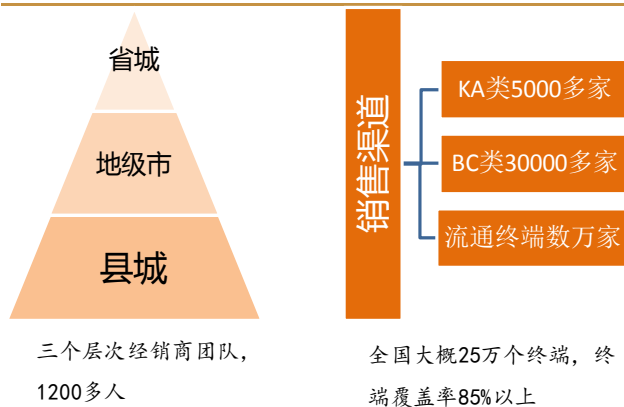
为了突破快速成长的瓶颈，公司在 2013 年提出了“大乌江战略”，立足榨菜，延伸一系列酱腌菜产品线，实现多品类扩张。我们认为这一战略是正确且有效的，依托公司品牌、渠道优势，外延拓展空间巨大。

1) **品牌优势**：佐餐调味品行业格局极度零散，地方性品牌山头林立，乌江、老干妈等品牌是行业内为数不多的在全国都享有知名度的大品牌，消费者认可度较高。在注重食品安全问题的今天，大家更信赖大品牌。榨菜消费者和其他佐餐调味品消费者重合度高，品牌优势有利于让消费者更容易接受某一产品的品类延伸。

2) **渠道优势**：公司拥有完善的营销网络渠道，覆盖全国 34 个省市自治区，264 个地级市市场。目前公司拥有 1200 多家忠实的一级经销商客户，覆盖省城、地级市、县城三个层次，具备超强的执行力。在销售渠道方面，公司通过经销商，间接控制 KA 类商超 5000 多家、BC 类商超 30000 多家、流通终端数万家，按业内消费人群/400 算一个终端的算法，公司全国大概有 25 万个终端，终端覆盖率达 85% 以上。公司仍在大力拓展空白市场，渠道优势有利于终端铺货，快速实现新品类的扩张。

3) **外延拓展空间大**：佐餐调味品种类繁多，各自细分市场空间大且行业集中度低，除了辣椒酱的老干妈外，大多尚无明确的龙头企业出现。切入这样零散、格局不稳定、尚无龙头的品类竞争成本更低，如泡菜、酱类等。公司可选择品种多，外延拓展空间大。

图 36：渠道渗透率高，优势明显



数据来源：西南证券整理

图 37：多品类扩张空间大



数据来源：西南证券整理

## 4.2 外延收购第一步，联手惠通切入泡菜领域

### 4.2.1 收购惠通，强强联手，打造 1+1>2 效果

2015 年，公司作价 1.29 亿元收购四川惠通食业 100% 股权，从单一的榨菜迅速完成向泡菜类食品的涵盖，正式迈开了外延并购第一步。涪陵榨菜与惠通食业的强强联手，对于双方都是双赢的结果。

**1) 并购优质资产，提升公司竞争力。**惠通食业是全国知名的泡菜生产企业，研发能力强，销售渠道广，有较好的盈利能力。公司联手惠通，完善公司产品种类，通过行业广度和深度的整合，切实提升上市公司的竞争力。

**2) 优化产品结构，实现多品类扩张。**惠通旗下拥有泡菜、红油榨菜、辣酱、肉类罐头等多种产品，产品线丰富。通过收购惠通，公司可以迅速完成对泡菜类食品的涵盖，带来新的利润增长点，提升公司在佐餐调味品行业的市场占有率。

**3) 惠通借助上市公司品牌、渠道优势，实现自身的快速发展。**对于惠通而言，借助涪陵榨菜的品牌和渠道优势，可以实现快速扩张，产品影响力显著提高。同时，利用上市公司平台，惠通可以提升融资的能力，实现自身资本结构的优化。

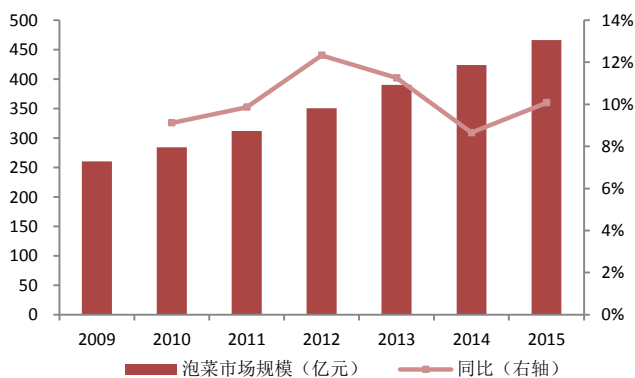
### 4.2.2 泡菜空间大，格局不确定，未来大有可为

经过近些年的快速发展，整个泡菜行业规模已达 450 多亿，数倍于榨菜行业规模，市场空间巨大。

从区域分布来看，四川贡献了全国近 70% 的产量。2016 四川泡菜产量 360 万吨，产值 310 亿元，约占全国泡菜产量的 70%；其中眉山泡菜收入规模达 152 亿元，约占全国泡菜市场的 1/3，因此一直都有“中国泡查看四川，四川泡查看眉山”的说法。与榨菜类似，泡菜企业生产集群现象明显，区域性壁垒较强。

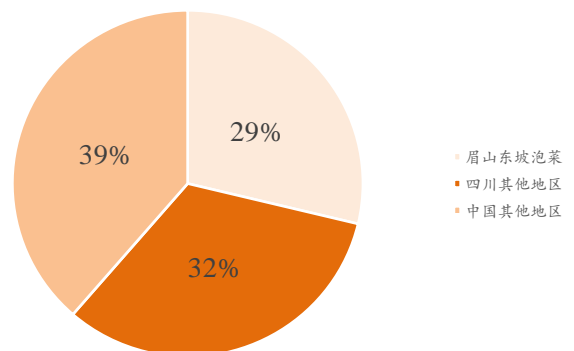
从行业格局来看，多年来整个泡菜行业处于无序竞争之中，虽然出现了“吉香居”、“饭扫光”、“味聚特”、“惠通”等一些著名品牌，但是尚无一家企业能占到全国市场份额的 5% 以上，龙头尚不明确，行业集中度极低。在消费升级趋势下，行业开始调整洗牌，品牌和渠道优势开始显现，“惠通”作为四川眉山知名品牌，销售区域遍及全国，具有较强的竞争力，借助乌江的现有渠道做大做强，未来大有可为。

图 38：泡菜行业空间大，增速快



数据来源：产业信息网，西南证券整理

图 39：2016 年泡菜市场份额情况



数据来源：公开资料，西南证券整理



### 4.2.3 做强惠通，打造四川泡菜品牌新标杆

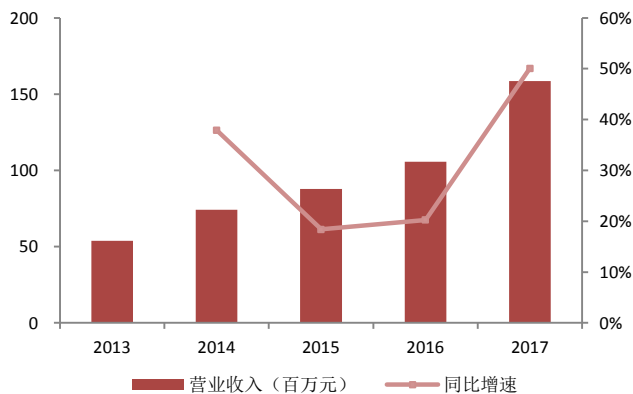
自收购以来，公司一直都在对惠通食业做全面的整合优化，主要包括产品结构的调整和市场渠道优化两个方面。

**产品结构调整：**惠通原有的产品结构过于冗杂，四大品类下拥有多款子产品，在营销推广时很难做到面面俱到，导致很多产品销售并不理想。公司采用“聚焦”的策略，专注核心产品，缩减产品结构，从原来的 200 多个砍到只剩 20 多个，依托“乌江”品牌优势，集中力量打造畅销大单品。

**市场渠道优化：**快消品销售最重要的是渠道，并入涪陵榨菜旗下将是对惠通现有渠道极大的补充，通过共享通路资源可实现迅速在全国销售终端迅速铺货。泡菜和榨菜的食用人群高度重合，因此可以做到市场渠道的完美共享。

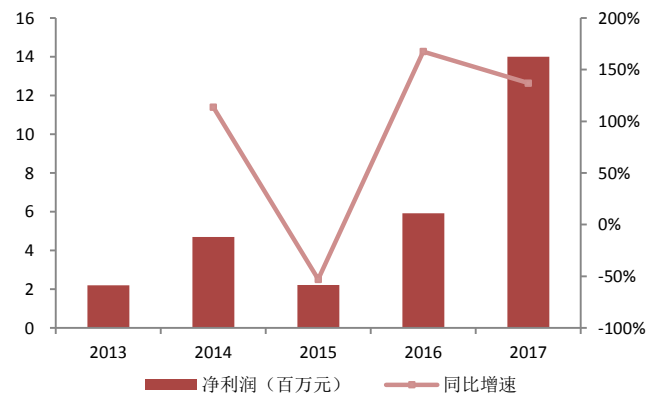
目前产品结构调整和市场渠道优化仍在积极推进中，核心单品尚未实现大规模放量。但自 15 年被并购后，惠通业绩增长和盈利水平提升十分明显。2017 年惠通实现营业收入 1.6 亿元，较 16 年同期大幅提升，净利润达 1400 万，净利率水平较榨菜还有巨大提升空间。泡菜将是公司未来重要的增长极，公司致力于将惠通打造成四川泡菜品牌的新标杆，充分发挥协同效应，对于惠通的未来发展值得期待。

图 40：惠通近五年收入增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：惠通近五年利润增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 4.3 管理层持股且话语权重，外延并购持续推进

公司收购惠通时进行定增，公司七名高级管理层参与认购，认购金额合计 3206 万元，目前管理层合计持有公司 2.4% 的股权，将公司业绩和管理层利益捆绑在一起，有效地激励管理层更用心地去经营企业。虽然公司是国有企业，涪陵国资委控股，但管理层享有较重的话语权，掌控着公司的发展。

公司较早认识到了单一榨菜品类增长的天花板局限性，多品类扩张，从“小乌江”到“大乌江”的发展战略是必须坚定不移执行的。事实上，自公司成立以来，公司经历了并购邱家榨菜、贵州独山盐酸菜，收购惠通泡菜，从未停止外延扩张的步伐，尤其在近些年公司并购步伐明显提速。从 15-18 年三年间，公司先后进行 4 次并购计划，但其中 3 次以失败告终，主要原因是公司对标的严格要求以及谨慎的态度。在成功并购惠通进入泡菜领域后，公司



又瞄准酱类市场，与原有榨菜泡菜业务具有强协同性，形成以榨菜为主，泡菜和酱类共同发展的“一体两翼”雏形，打造佐餐调味品行业绝对的领导者企业。有惠通的成功经验后，公司在外延并购、改造管理上更加得心应手。尽管很遗憾此次收购四川恒星和味之浓未能成功，但酱料、调味料甚至火锅料仍是涪陵榨菜未来收购方向，外延并购将持续推进。

**表 3：历年公司收购事件或计划统计**

时间	收购事件或计划
2018年3月	公司由于无法解决同业竞争问题，终止收购四川恒星及四川味之浓食品有限公司
2017年	公司尝试收购一家东北大酱企业，最终未能谈成
2016年4月	公司停牌筹划收购国内某调味品生产企业90%以上股份，最终因价格未达成一致而终止收购。
2015年10月	公司定向增发股份，成功收购了国内泡菜行业知名品牌-四川惠通实业，迈出了酱腌菜行业并购发展的第一步。
2014年年报	发展战略：公司利用兼并、收购或联营（贴牌加工）等扩张手段在佐餐开胃菜行业的其他优势产业去发展，把企业做大做强。
2013年年报	突破并购：时机成熟时启动收购兼并工作，探索与总结走并购路子来做大做强的经验、模式，开创公司加快发展的新局面。
2011年9月	公司全资子公司重庆市邱家榨菜食品有限责任公司收购贵州省独山盐酸菜有限公司100%的股权。
2007年7月	公司收购了重庆市邱家榨菜食品有限责任公司100%的股权。
2007年	本公司以1360万元的价格收购涪陵宏声集团拥有的榨菜生产相关资产。

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

**榨菜业务：**传统榨菜平稳增长，脆口榨菜产能释放快速放量，叠加提价效应，预计18年呈现量价齐升态势，增速在25%以上（预计量价分别贡献8%、17%），未来三年保持20%复合增长；

**泡菜业务：**前期产品梳理和渠道整合已经完成，核心单品已到放量时间，随着泡菜产能建设，保障未来三年内35%以上的复合增长；

**其他佐餐调味品业务：**品类扩张是公司既定的发展方针，除榨菜、泡菜外的其他佐餐调味品将迎来爆发期。在不考虑外延并购酱类带来的增长，就目前海带丝、脆口萝卜、美味萝卜等自主研发的产品有望保持40%以上的增速。

**表 4：涪陵榨菜各类产品收入整体预测表（百万元）**

	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>				
营业收入	1520	1989	2438	2952
yoy	35.6%	30.9%	22.6%	21.1%
营业成本	787	993	1216	1460
毛利率	48.2%	50.1%	50.1%	50.5%
<b>榨菜</b>				
营业收入	1284	1651	1967	2319
yoy	30.3%	28.6%	19.1%	17.9%
营业成本	657	809	962	1122
毛利率	48.8%	51%	51%	52%

	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>泡菜</b>				
营业收入	123	173	242	314
yoy	45.0%	40%	40%	30%
营业成本	66	93	129	166
毛利率	46.1%	46.0%	46.5%	47.0%
<b>其他佐餐调味品</b>				
营业收入	106.8	160.2	224.2	313.9
yoy	138%	50%	40%	40%
营业成本	57	86	120	166
毛利率	46.4%	46.5%	46.7%	47.0%
<b>榨菜酱油</b>				
收入	2.5	2.5	2.5	2.5
yoy	13.8%	0.8%	0.0%	0.0%
成本	2.5	2.4	2.4	2.4
毛利率	0%	3%	3%	3%
<b>其他业务</b>				
收入	3.5	3.0	3.0	3.0
yoy	6.7%	-14.3%	0.0%	0.0%
成本	3.3	3.0	3.0	3.0
毛利率	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2018-2020 年归母净利润 5.9 亿元、7.3 亿元、8.9 亿元，未来三年归母净利润复合增速达 30%，EPS 分别为 0.75 元、0.93 元、1.14 元，对应估值 32X、26X、21X。公司逐步突破榨菜单一品类天花板限制，通过外延并购方式，泡菜、酱类等多品类协同发展，坐稳佐餐调味品行业绝对领导者地位。未来三年公司业绩将维持快速增长态势，作为细分行业绝对龙头，目前估值水平仍有较大提升空间，维持“买入”评级。

## 6 风险提示

### ➤ 食品安全风险

消费升级下，消费者越发注重食品安全和健康，高盐分的酱腌菜可能不符合健康理念。

### ➤ 原材料价格波动风险

青菜头价格波动影响公司成本，造成盈利水平的不确定性。

### ➤ 产品销售或不及预期

榨菜可能已触及天花板，未来增量不明显，增速放缓；新品市场接受度或不达预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1520.24	1989.29	2438.21	2952.69	净利润	414.14	590.36	733.58	896.82
营业成本	787.19	976.81	1188.46	1428.28	折旧与摊销	59.02	61.03	67.86	76.03
营业税金及附加	25.70	33.63	41.23	49.92	财务费用	-2.26	-3.98	-4.88	-5.31
销售费用	219.46	258.61	307.21	366.13	资产减值损失	2.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	48.31	59.68	73.15	88.58	经营营运资本变动	-474.57	-22.82	-269.85	-282.61
财务费用	-2.26	-3.98	-4.88	-5.31	其他	523.77	-20.00	-20.00	-20.00
资产减值损失	2.68	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>522.78</b>	<b>604.59</b>	<b>506.72</b>	<b>664.92</b>
投资收益	24.10	20.00	20.00	20.00	资本支出	-28.59	-100.00	-150.00	-190.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-571.64	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-600.23</b>	<b>-80.00</b>	<b>-130.00</b>	<b>-170.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>469.59</b>	<b>684.54</b>	<b>853.04</b>	<b>1045.08</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	18.10	10.00	10.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>487.70</b>	<b>694.54</b>	<b>863.04</b>	<b>1055.08</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	73.55	104.18	129.46	158.26	支付股利	0.00	-115.96	-165.30	-205.40
净利润	414.14	590.36	733.58	896.82	其他	-51.15	3.98	4.88	5.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-51.15</b>	<b>-111.98</b>	<b>-160.42</b>	<b>-200.09</b>
归属母公司股东净利润	414.14	590.36	733.58	896.82	<b>现金流量净额</b>	<b>-128.59</b>	<b>412.61</b>	<b>216.30</b>	<b>294.83</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	142.18	554.79	771.08	1065.91	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	16.49	27.56	30.77	36.65	销售收入增长率	35.64%	30.85%	22.57%	21.10%
存货	247.76	304.33	360.41	442.56	营业利润增长率	70.36%	45.77%	24.61%	22.51%
其他流动资产	1117.14	1139.27	1489.94	1827.46	净利润增长率	61.00%	42.55%	24.26%	22.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	60.43%	40.89%	23.52%	21.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	778.36	820.26	905.34	1022.24	毛利率	48.22%	50.90%	51.26%	51.63%
无形资产和开发支出	156.67	153.75	150.82	147.89	三费率	17.46%	15.80%	15.40%	15.22%
其他非流动资产	25.72	25.71	25.71	25.70	净利率	27.24%	29.68%	30.09%	30.37%
<b>资产总计</b>	<b>2484.31</b>	<b>3025.68</b>	<b>3734.06</b>	<b>4568.41</b>	ROE	21.48%	24.57%	24.69%	24.49%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.67%	19.51%	19.65%	19.63%
应付和预收款项	391.42	448.39	568.29	687.56	ROIC	25.07%	30.79%	34.19%	35.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.62%	37.28%	37.57%	37.79%
其他负债	164.96	174.96	195.16	218.82	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>556.38</b>	<b>623.34</b>	<b>763.44</b>	<b>906.38</b>	总资产周转率	0.69	0.72	0.72	0.71
股本	789.36	789.36	789.36	789.36	固定资产周转率	2.08	2.64	2.94	3.20
资本公积	21.29	21.29	21.29	21.29	应收账款周转率	988.74	873.62	807.84	838.13
留存收益	1117.29	1591.69	2159.97	2851.38	存货周转率	3.75	3.54	3.58	3.56
归属母公司股东权益	1927.94	2402.33	2970.62	3662.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	124.21%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1927.94</b>	<b>2402.33</b>	<b>2970.62</b>	<b>3662.03</b>	资产负债率	22.40%	20.60%	20.45%	19.84%
负债和股东权益合计	2484.31	3025.68	3734.06	4568.41	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.24	3.77	3.92	4.11
					速动比率	2.71	3.20	3.38	3.57
					股利支付率	0.00%	19.64%	22.53%	22.90%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	526.35	741.59	916.02	1115.79	每股收益	0.52	0.75	0.93	1.14
PE	45.74	32.09	25.82	21.12	每股净资产	2.44	3.04	3.76	4.64
PB	9.83	7.89	6.38	5.17	每股经营现金	0.66	0.77	0.64	0.84
PS	12.46	9.52	7.77	6.42	每股股利	0.00	0.15	0.21	0.26
EV/EBITDA	35.67	24.76	19.81	16.00					
股息率	0.00%	0.61%	0.87%	1.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn