

短期看全年高增长无忧, 长期看发展路径清晰

投资要点

- **事件:** 5月公司开展名为“大水漫灌”的市场推广活动。
- **“大水漫灌”活动五月如火如荼, 主动出击抢占市场份额。** 1、在常规性的红动中国和试吃活动之外, 公司5月份新开展“大水漫灌”市场推广活动, 具体措施为“4件80g榨菜主力+1件150g脆口榨菜赠送1件脆口萝卜”, 优惠力度相当大。此次活动目的有二: 1) 通过买赠方式培养消费习惯, 打造脆口创新性大单品; 2) 通过让利经销商的方式对渠道进行加压, 拉拢竞争对手阵营中的潜在不稳定经销商, 从而达到抢占对手市场份额的目的。2、公司经过数十年发展, 已积累较强的品牌力和渠道力, 行业市占率接近30%, 龙头地位稳固。公司此次活动意在加强对非优势区域的渠道渗透, 进一步提升市场份额。
- **短期看全年高增长无忧。** 18Q1收入+47.7%, 归母净利润+80.3%, 迎来开门红。从价格角度看, 17年底公司完成主力榨菜产品80g规格对88g的替代(价格不变), 间接提价因素将影响18全年, 不考虑再次提价情况下18年吨价同比将有10%以上的提升; 从量角度看, 今年公司很大一块工作在加大渠道渗透(尤其是非强势区域), 通过抢占竞争对手市场份额来提升销量, 全年依旧有望实现20%以上的销量增长。从成本角度看, 18Q1公司所采购青菜头价格为800元/吨, 同比下降15%以上, 且采购量为历史新高, 全年成本端压力较低, 毛利率有进一步提升空间。另外泡菜产品也是今年发力重点, 泡萝卜、泡豇豆等新品相继上市, 产品矩阵进一步丰富。惠通在历经两年的渠道、产品整合后, 今年有望进入放量期。因此, 短期来看, 全年收入端30%以上的高增长无忧。
- **长期看发展路径清晰。** 1、榨菜作为根基产品, 在产品结构升级+脆口新品放量+持续提价下, 仍有望保持量价齐升, 毛利率提升至50%以上; 2、脆口萝卜、泡菜等非榨菜佐餐开胃菜依托公司现有渠道和品牌实现快速放量, 贡献增量。3、通过外延并购进行多品类扩张, 酱类将是公司未来发力方向。公司完成榨菜单品突破后, 佐餐调味品平台属性已经显现, 品类扩张发展路径清晰, 成长确定性高。
- **盈利预测与评级。** 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、9.0亿元, 复合增速达29%。未来三年公司业绩将维持快速增长态势, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 食品安全风险。

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	51	36	29	24
PB	10.93	8.77	7.09	5.76

数据来源: Wind, 西南证券

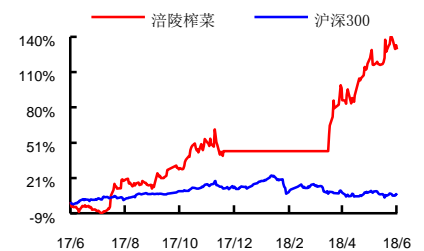
西南证券研究发展中心

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)	10.59-28.1
总市值(亿元)	210.76
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): 千席百味唯榨香, 扬帆起航大乌江 (2018-05-06)
2. 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)
3. 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)
4. 涪陵榨菜 (002507): 提价和脆口放量带来业绩高增长 (2017-10-25)

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	经营活动现金流净额	522.78	604.59	506.72	664.92
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	投资活动现金流净额	-600.23	-80.00	-130.00	-170.00
营业利润	469.59	684.54	853.04	1045.08	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
利润总额	487.70	694.54	863.04	1055.08	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	筹资活动现金流净额	-51.15	-111.98	-160.42	-200.09
归属母公司股东净利润	414.14	590.36	733.58	896.82	现金流量净额	-128.59	412.61	216.30	294.83
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	成长能力				
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	获利能力				
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%
资产总计	2484.31	3025.68	3734.06	4568.41	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	营运能力				
负债合计	556.38	623.34	763.44	906.38	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	资本结构				
股东权益合计	1927.94	2402.33	2970.62	3662.03	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	50.89	35.70	28.73	23.50	每股净资产	2.44	3.04	3.76	4.64
PB	10.93	8.77	7.09	5.76	每股经营现金	0.66	0.77	0.64	0.84
PS	13.86	10.59	8.64	7.14	每股股利	0.00	0.15	0.21	0.26
EV/EBITDA	39.72	27.64	22.14	17.91					
股息率	0.00%	0.55%	0.78%	0.97%					

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