

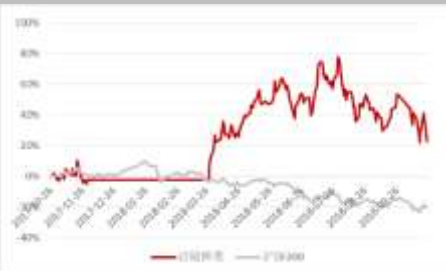
投资评级

**谨慎推荐**

公司基本情况

收盘价(元)	20.99
52周最高(元)	30.78
52周最低(元)	15.91
总市值(亿元)	166
流通市值(亿元)	162
总股本(亿股)	7.89
流通股本(亿股)	7.22

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏  
SAC 执业证书编号：S1340511010001  
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺  
SAC 执业证书编号：S1340118070002  
Email: gaohe@postoa.com.cn  
电话：010-67017788-9510

相关研究报告

涪陵榨菜 (002507.SZ)：深耕佐餐食品市场，“量”“价”齐增前景较好  
2018-7-30

**涪陵榨菜 (002507.SZ)：**

**收入同比增速有望回升，毛利率高位可持续**

事件：

公司公告第三季度报告。前三季度实现营收15.45亿元，同比增长25.9%；归母净利润5.23亿元，同比增长72.2%；扣非后归母净利润5.01亿元，同比增长68.7%。Q3单季度实现营收4.82亿元，同比增长11.0%；归母净利润2.18亿元，同比增长65.2%；扣非后归母净利润1.97亿元，同比增长51.7%。

点评：

● **四季度收入同比增速有望回升，毛利率高位可持续**

三季度公司营业收入同比增长11%，较二季度增速下滑12.7个百分点，我们认为收入增速下滑与二季度经销商囤货有关。榨菜10月播种，4月收获，二季度正值新一轮榨菜上市季节，袋装腌制榨菜食品保质期一般为10-18个月。今年一季度榨菜销量较好，二季度经销商增加了较多库存，一定程度上影响了三季度公司营业收入。我们认为随着零售端压力缓解，叠加同期四季度基数较低，公司四季度销售增速有望提升。

毛利率提升和销售费用率下降是净利率增加的主要因素。公司三季度毛利率57.26%，同比增长近11个百分点，延续了二季度毛利率高位的态势。一方面因间接提价利好，可另一方面因今年原材料收购价有所降低。四季度原材料价格波动可能性不大，毛利率水平有望持续。三季度销售费用3823万，销售费用率7.94%，同比下降2.18个百分点，与我们中报判断的下降趋势相符。

● **主力产品增长稳定，升级产品蓄势待发**

公司主力产品为“乌江”榨菜，市场占有率位居前列。“三榨乌江”榨菜于2007年推出，2013年更换包装，2015年升级口感后放量增长。腌制品本身作为一种佐餐小食，在世界范围内发展比较普遍，如韩国辣白菜、法国酸黄瓜等，我们认为榨菜本身同样食品属性高于产品属性，保证了其较长时间占据餐桌的可能。

公司升级产品为脆口榨菜、脆口萝卜，采用充氮保鲜新工艺，产品附加值高、引领消费升级。此外，公司还生产惠通牌下饭菜，包含泡萝卜、牛肉酱、黄花菜等。产品的多样性保证了公司在榨菜、泡菜领域的发展前景，同时提高了其抵御风险的能力。

#### ● 盈利预测与投资评级

公司以榨菜为根本，在佐餐开胃菜领域快速发展，产品生产规范，品牌优势较为突出。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.83 元、1.00 元和 1.18 元，对应的动态市盈率分别为 25.16 倍、20.92 倍和 17.73 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

#### ● 风险提示

原材料价格上涨；市场竞争激烈；发生食品安全问题。

### 盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	1520	1999	2351	2726
增长率	35.64%	31.46%	17.63%	15.96%
归母净利润（百万）	414	659	792	935
增长率	61.00%	59.03%	20.23%	18.02%
EPS（元）	0.52	0.83	1.00	1.18
PE	40.01	25.16	20.92	17.73

数据来源：涪陵榨菜公告、中邮证券研发部

**财务预测 (单位: 百万元)**

资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	142	281	437	597	营业总收入	1520	1999	2351	2726
应收款及预付款	12	16	19	22	营业总成本	1081	1256	1457	1669
存货	248	269	313	360	营业成本	787	854	993	1143
其他流动资产	1121	1325	1725	2225	税金及附加	26	26	31	35
金融资产	2	2	2	2	销售费用	219	316	368	420
长期应收款	0	0	0	0	管理费用	48	60	67	74
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-2	-1	-3	-4
固定资产、无形资产	896	1051	1143	1247	资产减值损失	3	1	1	1
其他非流动资产	63	63	63	63	<b>其他经营收益</b>	30	58	68	87
<b>资产合计</b>	<b>2484</b>	<b>3007</b>	<b>3701</b>	<b>4515</b>	投资净收益	24	53	62	81
短期借款	0	0	0	0	其他收益	6	5	6	6
应付票据及应付账款	110	119	138	159	<b>营业利润</b>	470	748	900	1063
预收款项及合同负债	238	258	300	346	加: 营业外收	39	40	47	55
其他应付款	123	78	77	78	减: 营业外支	21	13	16	18
一年内到期债务及其他流动负债	0	1	0	0	<b>利润总额</b>	488	775	932	1099
金融负债	0	0	0	0	减: 所得税	74	116	140	165
长期借款和应付债券	0	0	0	0	<b>净利润</b>	414	659	792	935
其他长期负债	86	97	97	97	减: 少数股东	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>556</b>	<b>553</b>	<b>612</b>	<b>680</b>	<b>归母净利润</b>	414	659	792	935
股本	789	789	789	789					
资本公积	21	21	21	21	<b>财务指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
留存收益	1117	1644	2278	3025	<b>成长能力</b>				
归属于母公司所有者权益	1928	2455	3089	3836	营业收入增长率	35.64%	31.46%	17.63%	15.96%
少数股东权益	0	0	0	0	利润总额增长率	70.36%	59.27%	20.33%	18.09%
<b>权益合计</b>	<b>1928</b>	<b>2455</b>	<b>3089</b>	<b>3836</b>	归母利润增长率	61.00%	59.03%	20.23%	18.02%
<b>负债权益合计</b>	<b>2484</b>	<b>3007</b>	<b>3702</b>	<b>4516</b>	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	48.22%	57.26%	57.76%	58.06%
					归母净利率	27.24%	32.95%	33.68%	34.28%
					ROE	21.48%	26.83%	25.63%	24.36%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	22.40%	18.38%	16.54%	15.05%
					利息保障倍数	-	-	-	-
					<b>营运能力</b>				
					存货周转率	3.18	3.18	3.18	3.18
					应收账款周转率	904.90	1096.32	1096.3	1096.3
					总资产周转率	0.61	0.66	0.64	0.60
					<b>每股指标与估值</b>				
					EPS	0.52	0.83	1.00	1.18
					每股经营性现金流	0.66	0.85	1.03	1.20
					每股净资产	2.44	3.11	3.91	4.86
					PE	40.01	25.16	20.92	17.73
					PB	8.59	6.75	5.36	4.32

数据来源: wind、涪陵榨菜公告、中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

### 股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

### 行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

### 可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。