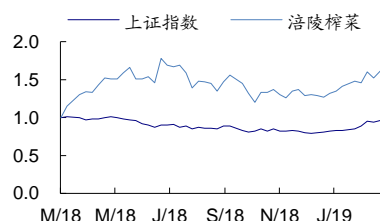


证券研究报告—动态报告
食品饮料
食品
涪陵榨菜(002507)
买入
2018 年年报

2019 年 03 月 22 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	789/780
总市值/流通(百万元)	22,536/22,263
上证综指/深圳成指	3,101/9,870
12个月最高/最低(元)	30.78/0.00

相关研究报告:

《涪陵榨菜-002507-业绩符合预期, 三驾马车共前行》——2018-10-25

《涪陵榨菜-002507-2018 年半年报点评: 主力产品续辉煌, 佐餐开胃菜表现亮眼》——2018-07-30

《涪陵榨菜-002507-2017 年三季报点评: 业绩持续高增, 升级拓产赢空间》——2017-10-25

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 孙山山

电话: 13751048798

E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

产品种类多元化, 双品牌持续发力

● 业绩符合预期, Q4 环比加速

公司 2018 年营收 19.14 亿 (+25.92%), 归母净利润 6.62 亿 (+59.78%); 18Q4 营收 3.69 亿 (+25.86%), 归母净利润 1.39 亿 (+25.66%), 18Q1、Q2、Q3、Q4 营收增速分别为 47.72%、23.71%、11.01%、25.86%, Q4 环比加速主因前值低基数及渠道库存消化良性等所致。18 年毛利率 55.76% (+7.54pcts), 净利率 34.57% (+7.33pcts), 主因规模效应及 18Q4 部分区域主力榨菜产品提价效应初现等所致。18 年销售费用率 14.68% (+0.21pcts), 主因 18 年上半年开展“大水漫灌”活动增加推广费用等所致。18 年销售商品、提供劳务等收到现金 21.42 亿 (+13.45%), 经营性现金流净额 5.59 亿 (+6.88%), 现金流得到改善。

● 主力产品稳健发力, 新兴区域增长较快

从具体业务来看, 占比超 85% 的榨菜产品营收 16.28 亿 (+26.76%), 毛利率 57.44% (+8.65pcts), 保持稳健增长; 占比超 7% 的佐餐开胃菜 (包括海带丝和萝卜产品) 营收 1.34 亿 (+25.93%), 毛利率 49.58% (+3.14pcts); 占比近 7.7% 的泡菜营收 1.47 亿 (+19.31%), 毛利率 44.34% (-1.72pcts)。从区域来看, 成熟区域如占比 29.48% 的华南地区 5.64 亿 (+14.28%)、占比 9.53% 的西南地区 1.82 亿 (+14.16%) 等保持稳健增长; 新兴区域如占华东地区、华北地区、东北地区、华中地区、西北地区及中原地区等保持 30% 以上的增速, 其中占比 4.15% 的东北地区营收 0.79 亿 (+30.68%), 预计 19 年营收有望超亿。

● 产品种类多元化, 三驾马车共前行

公司作为榨菜行业龙头, 具备行业定价权。当前公司坚持产品三大战略—榨菜、泡菜、酱类, 将产品分为主力产品 (80g 榨菜), 重点产品 (增速较快, 未来有望成为主力产品) 和新产品 (如萝卜干、海带丝) 等。18 年公司新开发 22g 小脆口榨菜量贩、400g 泡萝卜、泡白菜、泡竹笋等 4 支新品, 其中泡萝卜、泡白菜及泡竹笋隶属于乌江泡菜, 公司持续推动榨菜休闲化及泡菜独立发展。公司将持续渠道下沉, 分区域开拓新零售终端及扶持战略经销商做大, 建立覆盖全国三四线城市销售网络。

● 投资建议

我们看好公司双品牌战略及推动榨菜休闲化, 预测 2019-2021 年 EPS 1.01/1.23/1.50 元, 对应 PE28/23/19, 维持“买入”评级。

● 风险提示

食品安全问题; 全国化扩张不及预期; 产能扩建不及预期;

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,520	1,914	2,395	2,950	3,555
(+/-%)	35.6%	25.9%	25.1%	23.2%	20.5%
净利润(百万元)	414	662	794	973	1183
(+/-%)	61.0%	59.8%	20.0%	22.6%	21.6%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.84	1.01	1.23	1.50
EBIT Margin	28.9%	36.5%	37.0%	37.4%	37.9%
净资产收益率(ROE)	21.5%	26.8%	26.2%	26.2%	26.1%
市盈率(PE)	54.42	34.06	28.38	23.15	19.04
EV/EBITDA	46.3	30.5	23.9	19.5	16.2
市净率(PB)	11.69	9.12	7.44	6.08	4.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标

公司近三年营收先高后低，归母净利润近三年增速放缓，主因公司进行全国化扩张投放市场费用、提价效应等所致。

图 1: 2013A-2018A 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2013A-2018A 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司近三年销售费用率、管理费用率整体呈现下降趋势，显示公司规模效应效果初显。

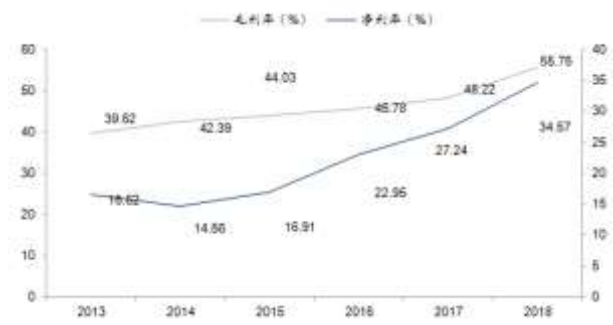
公司毛利率、净利率近三年稳步提升，主因规模效应及管理费用率下降等所致。

图 3: 2013A-2018A 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2013A-2018A 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

可比公司估值对比

涪陵榨菜属于调味品，我们选择同属于调味品的海天味业、千禾味业及恒顺醋业作比较，因只有涪陵榨菜披露 18 年年报，故我们比较 2018 年-2020 年 EPS 和 PE。

表 1: 可比公司估值

公司	投资 评级	市值 (亿)	股价(元) 2019-03-21	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
海天味业	买入	2100	77.74	1.63	1.99	2.42	47.69	39.07	32.12
千禾味业	买入	72	22.21	0.71	0.78	0.98	31.28	28.47	22.66
恒顺醋业	买入	98	12.46	0.33	0.38	0.44	37.76	32.79	28.32
平均				0.89	1.05	1.28	38.91	33.44	27.70
涪陵榨菜	买入	225	28.55	0.84	1.01	1.23	33.99	28.27	23.21

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 涪陵榨菜已披露 2018 年年报, 海天味业、千禾味业及恒顺醋业尚未披露

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1128	727	1286	2021	营业收入	1914	2395	2950	3555
应收款项	12	9	11	12	营业成本	847	1047	1280	1525
存货净额	330	330	414	509	营业税金及附加	30	38	48	57
其他流动资产	340	1557	1770	1955	销售费用	281	349	431	520
流动资产合计	1810	2624	3480	4497	管理费用	59	74	90	106
固定资产	934	910	868	816	财务费用	(3)	(13)	(14)	(23)
无形资产及其他	155	148	142	136	投资收益	53	20	18	15
投资性房地产	80	80	80	80	资产减值及公允价值变动	(3)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	34	0	0	0
资产总计	2978	3762	4571	5530	营业利润	786	918	1132	1384
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30	营业外净收支	(7)	15	13	10
应付款项	74	151	197	245	利润总额	778	933	1145	1394
其他流动负债	326	455	543	632	所得税费用	117	139	172	210
流动负债合计	400	636	770	907	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	662	794	973	1183
其他长期负债	107	99	93	87					
长期负债合计	107	99	93	87	现金流量表 (百万元)				
负债合计	507	735	863	994	净利润	662	794	973	1183
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	(0)
股东权益	2471	3027	3708	4536	折旧摊销	58	87	95	100
负债和股东权益总计	2978	3762	4571	5530	公允价值变动损失	3	3	3	3
					财务费用	(3)	(13)	(14)	(23)
关键财务与估值指标					营运资本变动	635	(1016)	(171)	(151)
每股收益	0.84	1.01	1.23	1.50	其它	(0)	(0)	(0)	0
每股红利	0.15	0.30	0.37	0.45	经营活动现金流	1358	(133)	900	1135
每股净资产	3.13	3.84	4.70	5.75	资本开支	(208)	(60)	(50)	(45)
ROIC	27%	31%	37%	43%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	27%	26%	26%	26%	投资活动现金流	(208)	(60)	(50)	(45)
毛利率	56%	56%	57%	57%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	37%	37%	37%	38%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	39%	41%	41%	41%	支付股利、利息	(118)	(238)	(292)	(355)
收入增长	26%	25%	23%	21%	其它融资现金流	73	30	0	0
净利润增长率	60%	20%	23%	22%	融资活动现金流	(164)	(208)	(292)	(355)
资产负债率	17%	20%	19%	18%	现金净变动	986	(401)	558	735
息率	0.5%	1.1%	1.3%	1.6%	货币资金的期初余额	142	1128	727	1286
P/E	34.1	28.4	23.2	19.0	货币资金的期末余额	1128	727	1286	2021
P/B	9.1	7.4	6.1	5.0	企业自由现金流	1079	(234)	811	1048
EV/EBITDA	30.5	23.9	19.5	16.2	权益自由现金流	1151	(193)	823	1068

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032