

中航证券金融研究所  
 分析师：彭海兰  
 证券执业证书号：S0640517080001  
 研究助理：刘庆东  
 证券执业证书号：S0640117120027  
 电话：010-59562517  
 邮箱：liuqd@avicsec.com

## 涪陵榨菜（002507）18 年年报点评： 量价齐升，未来可期

行业分类：食品饮料

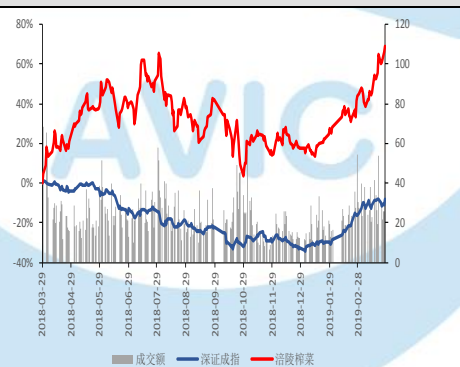
2019 年 3 月 29 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	——
当前股价（19.3.29）	31.02

### 基础数据

上证指数	3090.76
深证成指	9906.86
总股本（亿）	7.89
流通 A 股（亿）	7.75
流通 A 股市值（亿元）	240.44
每股净资产（元）	3.13
ROE（平均）	30.08%
资产负债率	17.03%
动态市盈率	37.00
市净率	9.91

### 近一年公司与指数走势对比



资料来源：wind, 中航证券金融研究所

### 2018 年年度报告：

- 18 年，公司实现营收 19.14 亿元，同比增 25.92%，其中，公司核心产品榨菜实现营收 16.28 亿元，同比增 26.76%，占公司报告期营业收入的 85.04%。报告期公司实现归母净利润 6.62 亿元，同比增 59.78%，扣非后归母净利 6.38 亿元，同比增 62.26%。18 年公司总体毛利率达到 55.76%，较 17 年提升 7.54 个百分点，主要因为报告期公司产品价格提升以及原料成本降低。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.6 元（含税），派发总额 2.05 亿元。
- 18 年公司营收增长源于量价齐升，价的增长贡献更大。报告期公司占营业收入 99.88% 的绝对主业食品加工业营收同比增长 26.07%，符合预期。对食品加工业收入的增长进行量价拆分来看，18 年公司销售榨菜、其他佐餐开胃菜及泡菜等共计 14.44 万吨，同比增 10.65%，同时 18 年每吨产品销售单价为 1.32 万元，较 17 年增长 13.93%，可见公司 18 年较 17 年实现了量价齐升，并且价的提升对营收增长的贡献度更大。
- 18 年公司销售净利率提升，净利增速快于营收增速，主因是产品提价和原材料成本降低。在公司的营业总成本中，占比最大的两块是营业成本和销售费用，18 年二者合计占营业总成本的 92.65%，其中营业成本占营业总成本的 69.59%，销售费用占营业总成本的 23.06%。18 年公司的营业成本、税金及附加、销售费用和管理费用分别占公司营业收入的 44.24%、1.57%、14.66% 和 3.08%，与 17 年的 51.78%、1.69%、14.44% 和 3.18% 相比，变化最大的是营业成本部分，可见营业成本占公司营收比例的降低是公司 18 年销售净利率提升的直接原因。具体来看，18 年公司绝对主业食品加工业的每一元销售额对应的材料费用、动力费用、生产人员工资及制造费用分别为 0.33 元、0.01 元、0.06 元及 0.04 元，分别比 17 年同比降低了 16.23%、11.60%、3.47% 及 13.20%，考虑到在营业成本中，材料成本占比达到 75.68%，因此可以看出，材料成本的降低是公司营业成本降低的主因，这一因素叠加上公司 18 年的单位产品售价 13.93% 的提升，最终使得公司 18 年销售毛利率和净利率分别高达 55.76% 与 34.57%，较 17 年分别提高 7.54 个与 7.33 个百分点。公司 18 年销售毛利率和销售净利率的提升，从财务成果方面验证了公司提出的高成本+高价格+高毛利+卖精品的市场大竞争运行模式，充分展现了公司作为榨菜这一领域的领军企业，其品牌在市场中的地位。考虑到重庆涪陵地区 19 年初收砍的青菜头总量并没有较去年同期减少，我们谨慎判断今年公司的原材料成本大概率不会增加，再叠加已经提升的产品价格，以及 19 年公司在一线发达市场要创新开拓新零售下的新终端，二线市场要扶持战略经销商做大，把市场做透，多品类下沉，渠道下县全覆盖的渠道战略，我们判断公司 19 年业绩有望延续 18 年的良好态势。

各地区销售额进一步均衡，全国化程度提升。公司将全国市场分成 8 个销售大区，

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 楼  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：0755-83692635  
 传真：0755-83688539

18 年从占比来看，华南、华北和华东仍然是公司前三大市场，尤其是华南地区，其销售额占比达到 29.48%，是公司最为重要的单一区域市场。值得注意的是，17 年到 18 年，8 大市场中，其销售额占公司总销售额的比例有所提高和有所下降的市场分别是 6 个和 2 个，尤其是华南地区下降了 3%左右。我们认为，华南地区的下降和其他大部分地区的提升，虽然可能表明公司的产品在比较成熟的市场增长略微乏力，但更加说明公司在其他地区具备继续高增的潜力，考虑到公司对作为榨菜原料的青菜头的垄断情况，公司的品牌地位和作为上市公司的资本优势，随着公司全国市场均衡化步伐的进一步加速，公司的业绩仍然具有很大的成长空间。

**“原材料优势+品牌优势+上市平台优势”，佐餐开胃菜领导者登顶可期。**我们认为，公司的核心优势有三点。第一个优势是公司对于榨菜的生产原料，即青菜头的垄断优势，使得其他地区的榨菜企业与公司相比具有天然劣势。公司主要生产基地位于重庆市涪陵区，根据公司招股说明书数据，其青菜头种植面积占全国青菜头种植面积的45%以上，是国内规模最大、最集中的榨菜产区，有中国“榨菜之乡”的美誉。榨菜产品的低附加值以及青菜头的不耐贮存性，使得远离青菜头产地的榨菜企业需要承担高额的运输费用和库存费用，其产品从成本来说很难与青菜头产地的企业竞争。公司不仅坐拥中国最大的青菜头产地，同时也会在青菜头的收购上采取与各乡镇、村组签署原材料收购协议的方式来保证原材料供应量，平滑原材料价格。第二个优势是公司“乌江”和“惠通”两大品牌的品牌优势。作为中国佐餐开胃菜行业的领导企业，公司在市场占有率较高的同时，其“乌江”牌榨菜、“惠通”牌泡菜占有较高的消费者心智，具备较高的知名度。19年，公司计划把萝卜、泡菜、下饭菜等品类用乌江品牌资产产品化，独立推广，推动小乌江到大乌江升级。考虑到品牌的优势，公司在未来有很大的机会成功把自身佐餐开胃菜品类从既有的“榨菜”、“泡菜”等逐步扩展到其他佐餐开胃菜领域，不断为公司的业绩注入新的可能性。第三个优势是公司作为中国酱腌菜行业唯一一家上市公司，未来有望不断通过内生+外延双重模式，一方面通过投资不断提高既有品类产能和市占率，如目前正在建的辽宁5万吨泡菜项目、眉山4万立方米原料池项目、1.6万吨脆口榨菜生产线项目等，另一方面通过自身研发或者如同15年收购四川惠通实业一样并购其他厂家的方式扩大佐餐开胃菜品类范围。如内生和外延增长能够得到稳步推进，公司未来大概率会成为中国佐餐开胃菜行业的平台类、旗舰型公司，其发展前景十分光明。

- **风险提示：原材料价格波动，食品安全风险**
- 我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.00元、1.26元和1.50元，对应目前股价PE倍数分别为31倍、25倍和21倍，给予买入评级。

**图表一：盈利预测表 (单位：百万元)**

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1914.35	2392.94	2931.35	3488.31	净利润	661.72	791.05	990.70	1184.75
营业成本	846.87	1017.00	1231.17	1447.65	折旧与摊销	57.78	63.11	64.97	66.60
营业税金及附加	30.01	39.60	48.01	56.51	财务费用	-3.43	0.33	0.30	-0.10
销售费用	280.59	358.73	430.76	515.61	资产减值损失	2.99	2.01	2.56	2.52
管理费用	58.88	86.93	96.60	116.32	经营营运资本变动	629.65	-775.29	-210.58	87.81
财务费用	-3.43	0.33	0.30	-0.10	其他	-789.33	-30.62	-37.92	-41.64
资产减值损失	2.99	2.01	2.56	2.52	<b>经营性现金流净额</b>	559.38	50.59	810.03	1299.94
投资收益	53.39	28.61	35.37	39.12	资本支出	-195.36	-17.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	739.95	21.79	26.52	28.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资性现金流净额</b>	544.59	4.79	11.52	13.59
<b>营业利润</b>	785.68	916.96	1157.33	1388.92	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-7.19	13.69	8.20	4.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	778.49	930.65	1165.53	1393.83	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	116.77	139.60	174.83	209.07	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	661.72	791.05	990.70	1184.75	其他	-118.40	3.87	10.68	12.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资性现金流净额</b>	-118.40	3.87	10.68	12.18
归属母公司股东净利润	661.72	791.05	990.70	1184.75	<b>现金流量净额</b>	986.00	59.25	832.23	1325.71
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1128.18	1187.44	2019.67	3345.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	17.58	21.68	26.46	31.36	销售收入增长率	25.92%	25.00%	22.50%	19.00%
存货	329.93	396.22	479.65	563.99	营业利润增长率	67.31%	16.71%	26.21%	20.01%
其他流动资产	333.92	1107.09	1340.53	1272.52	净利润增长率	59.78%	19.54%	25.24%	19.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	59.60%	16.71%	24.70%	19.04%
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	933.62	890.95	844.42	796.26	毛利率	55.76%	57.50%	58.00%	58.50%
无形资产和开发支出	193.49	190.05	186.62	183.18	三费率	17.55%	18.64%	18.00%	18.11%
其他非流动资产	41.62	48.44	57.28	67.81	净利率	34.57%	33.06%	33.80%	33.96%
<b>资产总计</b>	2978.35	3841.86	4954.62	6260.50	ROE	26.78%	24.25%	23.29%	21.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	22.22%	20.59%	20.00%	18.92%
应付和预收款项	298.13	367.31	448.07	530.96	ROIC	37.18%	39.24%	39.35%	45.72%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.88%	40.97%	41.71%	41.72%
其他负债	208.97	212.25	253.54	291.78	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	507.10	579.56	701.62	822.74	总资产周转率	0.70	0.70	0.67	0.62
股本	789.36	789.36	789.36	789.36	固定资产周转率	2.59	3.19	4.03	5.00
资本公积	21.29	21.29	21.29	21.29	应收账款周转率	401.27	270.64	268.20	264.71
留存收益	1660.60	2451.65	3442.36	4627.11	存货周转率	2.93	2.80	2.81	2.77
归属母公司股东权益	2471.25	3262.30	4253.00	5437.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.90%	—	—	—
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>	2471.25	3262.30	4253.00	5437.76	资产负债率	17.03%	15.09%	14.16%	13.14%
负债和股东权益合计	2978.35	3841.86	4954.62	6260.50	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.52	5.79	6.67	7.57
					速动比率	3.70	4.95	5.85	6.75
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	840.03	980.40	1222.60	1455.42	每股收益	0.84	1.00	1.26	1.50
PE	37.00	30.95	24.72	20.67	每股净资产	3.13	4.13	5.39	6.89
PB	9.91	7.51	5.76	4.50	每股经营现金	0.709	0.064	1.026	1.647
PS	12.79	10.23	8.35	7.02	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA	27.756	23.715	18.329	14.479					
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000					

资料来源：wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所食品饮料行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们根据的研究或分析。