



2017-07-28

公司点评报告

增持/维持

涪陵榨菜(002507)

目标价: 14.5

昨收盘: 11.21

食品饮料 食品加工

涪陵榨菜 2017 年中报点评：业绩维持高增长，提价效果显著

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	789/454
总市值/流通(百万元)	8,849/5,088
12 个月最高/最低(元)	17.96/10.38

相关研究报告：

《涪陵榨菜跟踪报告：明星单品持续放量，产品提价效果显著》
--2017/05/10

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

点评事件：

2017 年 7 月 27 日，公司公布 2017 年中报数据。2017 年上半年，公司实现收入 7.93 亿元，同比增长 30.59%，归属于母公司的净利润为 1.72 亿，同比增长 48.38%，经营活动产生的现金流量净额为 1.95 亿元，同比增长 55.54%；单二季度，公司实现营收 4.50 亿，同比增长 35.15%，归母净利润 1.08 亿，同比增长 66.10%。

投资要点：

产品量价齐升+预收款确认，二季度业绩增速加快

2017 年上半年，公司业绩实现维持快速增长，实现收入 7.93 亿，同比提升 30.59%。一方面是受益于产品提价以及需求稳定增长，另一方面在于公司二季度末预收款确认增加导致（二季度末账面预收款为 0.92 亿，环比减少 38.91%）。但是同比去年二季度末预收款仍然增长 70.21%，因此三季度业绩增长仍有保障。

分产品来看，榨菜、泡菜、其他佐餐开胃菜、榨菜酱油以及其他业务收入占比分别为 84.64%、7.54%、7.34%、0.18%和 0.29%，同比去年增速分别为 23.69%、80.69%、102.03%、59.72%和 33.21%。分区域来看，公司最大销售区域为华南大区，上半年营收 2.54 亿，同比增长 36.64%。其他各大区除了东北大区营收为 3051.28 万，其他大区均在 7000 万-1 亿之间。其中西北(+41.02%)、华中(+37.50%)、华东(+34.82%)和华北(+30.77%)大区增长较快，西南(+13.81%)、中原(+25.89%)和东北(-1.55%)大区增速相对较慢。

提价效果显著，毛利率环比显著提升

上半年，公司整体销售毛利率为 47%，环比显著提升 2.8 pcts，同比小幅降低 0.4pcts，说明公司提价效果显著。公司生产成本中青菜头占比约 50%，包材占比 10%-20%。2016 年 9 月份后，市场纸箱和青菜头价格大幅上涨，公司通过先后 2 次提价，得以成功转移成本端压力。先是 2016 年 7 月份对商超产品提价 8%-12%（商超渠道占比不高），接着 2017 年 2 月份对 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品到岸价提价 15%-17%，提价产品营收占比近 70%。并且凭借公司在品牌、产品和渠道掌控方面的优势，公司提价政策并未影响公司销量增长。全年来看，我们认为公司上半年毛利率水平有望维持，同比去年小幅提升（去年全年毛利率受年底成本上升影响降低至 45.78%）。

证券分析师：管嘉琪

电话：021-61376554

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117060044

联系人：郑汉镇

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

费用率显著下滑，加大公司业绩弹性

2017年上半年，公司净利率为21.68%，同比提升2.60 pcts。主要原因在于销售费用率和管理费用率同比分别降低了1.91 pcts和1.48 pcts。销售费用率中主要包括市场推广费和运输费，占比分别约50%和27%，其中运输费由于运输成本提升同比上涨47.15%，而市场推广费同比仅增长9.9%，说明公司收入增长主要源于内生性增长，部分也受提价带动渠道打款刺激。

新生产线消除产能束缚，明星单品有望维持高增长

受益于消费升级已经公司多年培育，近几年脆口销量呈现爆发式增长。2015年和2016年，脆口连续两年增长在80%左右，2016年销售额超过1亿，在整体营收占比约10%；2017年一季度，脆口继续维持高速增长，增速超过80%。产能方面，2016年以前，公司只拥有一条脆口生产线；为了满足生产需求，2016年下半年公司新增了第二条脆口生产线，但是目前也已经满负荷运转。2017年一季度公司在进行第三条生产线的投入，4月份已经完成，产能将大幅提升。

另外，公司还十分看好泡菜在国内市场的未来发展。2015年，公司收购惠通后，目前在惠通拥有两条泡菜生产线。2016年，公司对惠通产品结构进行梳理，保留高毛利或销量大的产品，提升管理效率，产品梳理从100多个调整到20多个。2017年一季度，惠通营收增速超过50%，我们预计全年增长有望达到30%。

盈利评级与预测

公司是榨菜行业的龙头，拥有较强的定价权，使得公司在原材料价格上涨的时候具备较强的转移成本的能力，盈利能力有保障。2017年，随着新生产线的投产，公司畅销单品脆口有望继续维持高增长。另外，随着消费升级的加快以及在公司主动引导下，榨菜行业产业升级有望加快，行业有望获得更多发展机会。我们预测2017/18/19年EPS分别为0.46/0.55/0.67元，目标价14.5元，维持“增持”评级。

风险提示：

原材料价格上涨超预期，市场拓展不及预期。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1120.81	1423.43	1679.65	1998.78
同比增长	20.43%	27%	18%	19%
净利润(百万元)	257.23	360.12	432.15	527.22
同比增长	63.46%	40%	20%	22%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.46	0.55	0.67
PE	22.88	24.51	20.43	16.74

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。