

涪陵榨菜 (002507.SZ)

新品放量与产品提价推动量价齐升

● 新品放量与产品提价推动量价齐升，并购惠通协同效应凸显

公司上半年收入逐季加速增长，源于榨菜提价和新品放量增长。公司17H1 营收 7.93 亿，同增 30.59%，Q2 营收 4.5 亿，同增 35.15%。公司收入逐季加速增长源于二季度提价和脆口系列销量快速增长。分产品看，榨菜 17H1 实现营收 6.7 亿元，同增 23.7%，根据公司公告的产品提价时间与幅度，我们推算 17H1 榨菜均价增 10.5%，销量增 11.8%；其他佐餐开胃菜 17H1 营收 0.58 亿元，同增 102%；泡菜 17H1 实现营收 0.60 亿元，同增 80%。

● 提价提升盈利能力，下半年盈利能力将进一步提高

公司 2017H1 归母净利润 1.72 亿元，同增 48.38%；扣非后净利润 1.67 亿，同增 51.92%，Q2 归母净利润 1.08 亿，同增 66.10%。公司净利润增速远高于收入增速，主要源于提价带来的毛利率提升，以及费用率的下降。公司提价因素在二季度全面体现，同时 Q2 也是公司成本压力最大时期，上半年公司毛利率环比提升 2.8 个点回升至 47%，说明公司提价可以覆盖原材料成本上涨。期间费用率下降 4.18 个百分点，其中销售费用率下降 1.9 个百分点，管理费用率下降 1.5 个百分点，未来仍将稳中有降。

● 业绩指引目标乐观彰显公司信心

公司预计 1-9 月份利润增长 40%-60%，业绩指引增速较高，显示公司对业绩增长的信心，我们认为实现概率较大。我们预计公司下半年收入端能继续保持 35% 增长，除了提价因素外，公司下半年脆口生产线投产后会加速增长，下饭菜 17 年目标 1 亿元，将贡献新增长点。同时预计公司二季度 49% 的毛利率有望在下半年继续维持，因此下半年利润有望加速增长。

● 投资建议

我们小幅上调公司 17 年盈利预测，预计公司 17-19 年收入 14.91/17.29/21.12 亿元，增速 33%/16%/22%，净利润 3.88/4.51/5.64 亿元，增速 51%/16%/25%，目前估计对应 23/20/16 倍 PE 估值，维持买入评级。

● **风险提示：**原料价格上涨超预期，食品安全问题，新品推广低于预期
盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	930.66	1,120.81	1,490.97	1,729.13	2,112.71
增长率(%)	2.67%	20.43%	33.03%	15.97%	22.18%
EBITDA(百万元)	204.46	320.09	415.67	493.17	618.66
净利润(百万元)	157.37	257.23	387.75	450.70	563.71
增长率(%)	19.23%	63.46%	50.74%	16.24%	25.07%
EPS(元/股)	0.478	0.489	0.491	0.571	0.714
市盈率(P/E)	39.23	27.37	22.82	19.63	15.70
市净率(P/B)	4.49	4.50	4.72	3.80	3.06
EV/EBITDA	28.95	21.15	20.17	16.48	12.56

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	11.21 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-29

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002
010-59136605
wangyongfeng@gf.com.cn
分析师：王文丹 S0260516110001
01059136617
wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

涪陵榨菜 (002507.SZ)：产 2017-04-23
品提价与新品销售推动收入增长
涪陵榨菜 (002507.SZ)：量 2017-03-31
价齐升推动业绩高增长
涪陵榨菜 (002507.SZ)：提 2017-02-15
价和新品推动业绩继续高增长

联系人：张志遂
zhangzhisui@gf.com.cn

公司公告上半年营收7.93亿元，同比增长30.59%，归母净利润1.72亿元，同比增长48.38%，归母扣非后净利润1.67亿，同比增长51.92%。公司二季度增长超出市场预期。点评如下：

1、新品放量与产品提价推动量价齐升

公司上半年收入逐季加速增长，源于主力榨菜产品提价和新品放量增长。公司17H1营收7.93亿，同比增长30.59%，Q2营收4.5亿，同比增长35.15%，高于一季度同比增速（25.08%）。公司收入逐季加速增长源于二季度提价全面体现和脆口系列销量快速增长。分产品来看，17H1榨菜收入6.7亿元，同比增长23.69%，根据公司公告，占比70%的80克和88克榨菜今年二月中旬提价15%-17%，加上16年中其他产品提价8%-10%，我们推算17H1榨菜均价提升10.5%（计算过程如下： $70\% \times 15\% \times 4.6/6 + 30\% \times 8\%$ ），17H2价格将提高11.2%，因此推算上半年榨菜销量增长11.8%。公司脆口系列（脆口榨菜和脆口萝卜）上半年收入1亿，增长80%，脆口榨菜收入占比60%，我们推算增长达到60%以上；其他佐餐开胃菜（含海带丝和萝卜干等）营业收入0.58亿元，同比增长102%，其中萝卜干包含脆口系列的脆口萝卜，实现收入100%增长；泡菜包括惠通原有泡菜以及去年下半年推出的新品下饭菜，17H1营业收入0.60亿元，同比增长80%；榨菜酱油营业收入143万元，同比增长60%。惠通上半年收入1.11亿，净利润650万，超过去年全年收入和利润，一方面由于泡菜业务增长，另一方面由于乌江榨菜上半年产能不足，惠通协助乌江生产榨菜收入改善明显，不过随着下半年乌江产能供应充分，惠通将主要专注做泡菜。

2、提价提升盈利能力，下半年原料价格同比稳中有降，盈利能力将进一步提高

公司2017H1归母净利润1.72亿元，同比增长48.38%；扣非后净利润1.67亿，同比增长51.92%，Q2归母净利润1.08亿，同比增长66.10%，高于一季度25.61%增速。公司净利润增速远高于收入增速，主要源于提价带来的毛利率提升，以及费用率的下降。公司提价带来的收入提升在二季度全面体现，同时二季度也是原材料成本压力最高时期，Q2毛利率同比增长2个百分点至49%，说明公司提价不仅完全可以覆盖原材料成本上涨，还提升了公司盈利能力。期间费用率下降4.18个百分点，其中销售费用率下降1.9个百分点，主要是公司收入快速增长所致，我们预计未来随着收入扩张，销售费用率有望稳步下降。管理费用率下降1.5个百分点，主要由于中介费用下降较多以及奖金在16年12月份发放所致，预计全年管理费用率稳中有降。

3、业绩指引目标乐观彰显公司信心

公司预计1-9月份利润增长40%-60%，业绩指引增速较高，显示公司对业绩增长的信心，我们认为实现概率较大。我们预计公司下半年收入端能继续保持35%增长，一方面下半年仍将受到提价因素影响，另一方面，公司下半年25克、15克脆口榨菜生产线投产后会加速脆口增长，由于脆口新品规格较小，主要定位休闲食品，预计投产后将带动均价上升，有助于公司产品结构升级。我们预计公司下饭菜17年目标1亿

元，二季度末推出泡菜新品泡青菜、泡豇豆、泡白菜三只泡菜新品目标2000万，都将贡献新增长点。去年下半年和今年上半年原材料价格处于高位，预计今年下半年原材料成本有望下降，公司二季度49%的毛利率有望在下半年继续维持甚至提高，因此下半年利润增长有望加速。

4、投资建议

我们小幅上调公司17年盈利预测，预计公司17-19年收入14.91/17.29/21.12亿元，增速33%/16%/22%，净利润3.88/4.51/5.64亿元，增速51%/16%/25%，目前估计对应23/20/16倍PE估值，维持买入评级。

5、风险提示

原材料价格上涨超出预期；食品安全问题，新品推广低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	709	995	1307	1667	2211
货币资金	259	271	463	722	1075
应收及预付	19	15	22	32	39
存货	175	172	231	265	318
其他流动资产	255	536	590	649	779
非流动资产	951	938	968	1057	1145
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	718	740	827	916	1004
在建工程	44	10	10	10	10
无形资产	169	166	127	127	127
其他长期资产	21	22	5	5	5
资产总计	1660	1932	2275	2725	3356
流动负债	191	288	400	399	466
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	187	288	400	399	466
其他流动负债	4	0	0	0	0
非流动负债	94	78	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	94	78	0	0	0
负债合计	285	366	400	399	466
股本	329	526	789	789	789
资本公积	482	284	284	284	284
留存收益	564	756	801	1252	1816
归属母公司股东权	1375	1566	1875	2326	2890
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1660	1932	2275	2725	3356

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	245	403	270	390	397
净利润	157	257	388	451	564
折旧摊销	42	56	0	0	0
营运资金变动	49	92	-87	-24	-122
其它	-3	-3	-31	-37	-45
投资活动现金流	-265	-322	-7	-52	-43
资本支出	-102	-48	-23	-62	-54
投资变动	-159	-274	16	10	11
其他	-4	0	0	0	0
筹资活动现金流	-103	-69	-71	-79	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	-117	0	-71	0	0
股权融资	32	0	0	0	0
其他	-18	-69	0	-79	0
现金净增加额	-124	12	192	259	354
期初现金余额	383	259	271	463	722
期末现金余额	259	271	463	722	1075

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	2.7	20.4	33.0	16.0	22.2
营业利润增长	21.6	57.4	56.4	16.6	25.3
归属母公司净利润增长	19.2	63.5	50.7	16.2	25.1
获利能力(%)					
毛利率	44.0	45.8	48.5	49.2	50.1
净利率	16.9	23.0	26.0	26.1	26.7
ROE	11.4	16.4	20.7	19.4	19.5
ROIC	12.3	17.1	25.1	26.2	29.0
偿债能力					
资产负债率(%)	17.2	18.9	17.6	14.6	13.9
净负债比率	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4
流动比率	3.72	3.46	3.27	4.18	4.74
速动比率	2.75	2.83	2.67	3.47	4.02
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.62	0.71	0.69	0.69
应收账款周转率	297.57	553.20	304.17	304.17	304.17
存货周转率	3.29	3.50	3.32	3.32	3.32
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.49	0.49	0.57	0.71
每股经营现金流	0.74	0.77	0.34	0.49	0.50
每股净资产	4.18	2.98	2.38	2.95	3.66
估值比率					
P/E	39.2	27.4	22.8	19.6	15.7
P/B	4.5	4.5	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA	28.9	21.2	20.2	16.5	12.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	931	1121	1491	1729	2113
营业成本	521	608	768	878	1055
营业税金及附加	12	19	24	28	34
销售费用	189	178	239	277	338
管理费用	46	52	45	54	68
财务费用	-7	-4	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	8	16	10	11
营业利润	175	276	431	503	630
营业外收入	13	35	44	30	36
营业外支出	3	5	19	3	3
利润总额	185	306	456	530	663
所得税	27	49	68	80	99
净利润	157	257	388	451	564
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	157	257	388	451	564
EBITDA	204	320	416	493	619
EPS(元)	0.48	0.49	0.49	0.57	0.71

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 9年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 5年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 3年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 1年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜: 联系人, 统计学硕士, 2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。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。

广发证券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。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。