

## 涪陵榨菜 (002507.SZ) 食品行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

**陈钢**  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

**肖喆**  
联系人  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

**赵晓媛**  
联系人  
(8621)61038227  
zhaoxy@gjzq.com.cn

**钟凯锋**  
联系人  
(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

## 收入稳健增长, 毛利率上升拉动业绩快速提升

## 事件

涪陵榨菜发布业绩快报, 收入同比增长 11.17%, 归属母公司净利润大幅提升 52.40%, 符合我们的预期。

## 评论

**增长来源分析: 收入稳步增长, 毛利率带动净利率快速提升。**收入方面: 公司二季度单季度收入增长 13.28%, 略快于一季度同比 9.04% 的增长, 整体来看, 收入呈现稳步增长的态势。毛利率方面: 公司主要原材料青菜头的主产区重庆市涪陵区今年收购价格较去年有所回落, 预计公司二季度的毛利率仍将维持高位, 上半年毛利率有望比去年增长约 4 个百分点。带动上半年归属母公司净利润率达到了 15.83%, 比 11 年上半年高出 4.23%。

**榨菜类产品销量进入稳步提升阶段。**公司目前已经基本完成了全国化布局, 目前拥有一级经销商 1000 多家, 地级市已完成了大部分覆盖, 平均对应于每个地级市拥有 3-4 个经销商, 已经属于布局较为完善的阶段, 公司的增长将更多的来自于现有区域的下沉以及渠道的精耕, 这一阶段, 相较于空白区域拓展阶段来说, 属于渐进式增长阶段, 增长速度将保持相对稳定, 预计全年的销量增长速度仍将保持这一态势。

**竞争优势依然明显。**公司的优势可以主要从四个维度来衡量。一是品牌, 公司于 2005 年以来通过央视推广的乌江品牌, 目前建立起的品牌先发优势明显; 二是规模, 公司的规模优势明显, 销售费用投入就能抵的上大多数竞争对手一年的收入; 三是定位紧抓原产地, 榨菜属于有较强的原产地概念的产品, 公司牢牢的抓住了这一点, 将自己的产品与主产地重庆涪陵区捆绑在一起, 抢占了原产地的定位; 四是运营能力, 公司目前的股权激励比较到位, 品牌运营能力、经销商管理能力具有优势, 尤其是品牌打造方面。我们认为公司相对竞争对手较为明显的优势将能保障公司持续全国化的深入推进速度。

**品牌力保障下价格步入上行通道。**公司目前的品牌优势非常明显, 是行业中真正意义上的全国性品牌, 目前市场占有率在 15% 左右, 甚至高于 2-5 名厂商市场占有率的总和, 在品牌力的保障下, 公司有望通过有序的提价步骤来实现收入的增长, 预计公司将通过直接提价与结构性提价相结合的方式实现价格的逐步上扬。

**品类延伸助力, 打开新的成长空间。**公司目前的主力产品仍然是榨菜类产品, 但是通过榨菜类产品, 公司已经建立起了全国网络的布局, 建立起了平台优势, 通过打造与经销商渠道协同性较高的其它调味品产品, 公司有望打开新的空间, 打造出新的增长级, 公司目前正在探索新的品类, 榨菜酱油产品 2011 年销售规模达到 86.10 万元, 公司一旦寻找到有引爆效应的单品, 将凭借平台优势实现快速增长。

**原材料价格波动, 带动短期业绩增长。**公司的主要原材料青菜头波动较为明显, 从公开资料来看, 今年青菜头的价格有所回落, 造成公司业绩的波动, 青菜头一般每年 9 月播种, 2 月销售, 预计公司今年全年的成本都会处于低位, 从而带动全年的毛利率处于高位, 原材料红利有望贯穿全年。

## 投资建议

我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.81、0.99、1.22 元, 同比增长 41.22%、22.67%、23.48%。考虑到公司作为榨菜行业的绝对龙头地位下的议价能力与成长性, 给予公司 12 年 30-32 倍的估值, 对应目标价为 24.15-25.76 元, 给予“增持”评级。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-04-23	增持	17.51	19.33 ~ 21.64

来源：国金证券研究所



**投资评级的说明:**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B