涪陵榨菜（002507） 推荐

行业：食品综合

渠道共享下新品快速上量

7 月 29 日晚涪陵榨菜公告，上半年收入 4.7 亿元（+12.5%），净利润 8697 万元（+15.6%），每股收益 0.43 元；Q2 收入+19.8%，净利润+12.6%。符合预期，预告 1-9 月净利润增长 5%-35%。

✧ **新品贡献上半年收入增量，预计全年贡献收入增长 12%-15%。**上半年海带丝和萝卜干贡献 5000 万元收入，贡献了收入增量的 80%以上。海带丝包装和宣传沿用了榨菜的风格，新品的定价和盈利都高于竞争对手。预计全年新品将贡献超过 1 亿元的收入，贡献 12%-15%的增长。新品并无强势竞争对手，铺货空间仍大，预计未来 2-3 年收入有望超过 3 亿元。

✧ **传统产品榨菜上半年收入增长 1.5%,下半年旺季公司对榨菜渠道管理加强后渠道下沉仍有空间。**榨菜增速略低于预期，公司从 2013Q2 开始渠道下沉，2013 年梳理出地级、县级空白市场 2000 多个，通过三年多时间全部覆盖，13-15 年按 3:4:3 的比例完成目标。预计今年推广新品，销售人员和经销商的重点向新品倾斜，对渠道管理有所放松，渠道下沉开始较晚，加之换包装间接提高了价格也影响了部分销量。预计下半年旺季公司对榨菜渠道管理加强后渠道下沉仍有空间，榨菜收入增速将回升至 10%以上。

✧ **成本下降、提价、高毛利新品推动综合毛利率提升。**受新榨季成本下降和换包装提价影响，上半年毛利率同比提升 4.6 个百分点至 44.9%，新品海带丝和萝卜干刚上市毛利率高达 52.7%，占比提高将推动毛利率突破 50%。

✧ **新品投入期费用率上升，上量后利润率进一步提高。**上半年费用率提高 2.4 个百分点至 20.0%，营销和广告支出增加，海带丝增加了央视广告投放和地面投入，新品推广期间费用先行，上量后利润率进一步提高。

✧ **预计 2014-2015 年 EPS 为 0.86,1.06 元，公司的投资逻辑是榨菜产品渠道精耕，并在渠道共享下推出大佐餐调味范畴内的新品贡献增长，维持推荐。**

✧ **风险提示：**渠道开拓速度低于预期，原材料价格波动，新品铺货慢于预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	846	1013	1187	1374
收入同比(%)	19%	20%	17%	16%
归属母公司净利润	141	173	213	261
净利润同比(%)	11%	23%	23%	22%
毛利率(%)	39.6%	44.5%	45.1%	45.5%
ROE(%)	13.5%	14.7%	16.1%	17.4%
每股收益(元)	0.70	0.86	1.06	1.30
P/E	31.86	25.90	21.00	17.15
P/B	4.31	3.80	3.38	2.99
EV/EBITDA	23	17	14	11

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 27.52

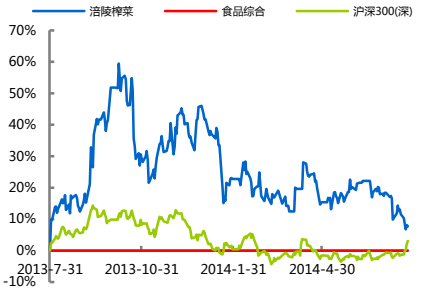
当前股价： 22.24

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	202
流通股本(百万股)	116
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	26
成交量(百万股)	0.89
成交额(百万元)	19.80

股价表现



相关报告

《涪陵榨菜-收入增速提升，渠道下沉保障持续高增长》2013-10-23

《涪陵榨菜-收入增速加快将持续》2013-07-31

《涪陵榨菜-收入增速有望加快，盈利能力提升可持续》2013-03-29

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	704	901	902	971
现金	511	708	679	715
应收账款	7	5	6	7
其它应收款	8	5	6	7
预付账款	22	11	13	15
存货	114	157	182	210
其他	43	14	16	18
非流动资产	595	769	918	1064
长期投资	0	0	0	0
固定资产	452	597	735	863
无形资产	62	69	76	83
其他	80	103	107	118
资产总计	1299	1669	1820	2036
流动负债	184	463	469	509
短期借款	0	200	200	200
应付账款	68	73	85	97
其他	116	190	185	211
非流动负债	76	26	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他	76	26	26	26
负债合计	260	489	495	535
少数股东权益	0	0	0	0
股本	155	202	202	202
资本公积	557	511	511	511
留存收益	326	468	612	788
归属母公司股东权益	1039	1181	1325	1501
负债和股东权益	1299	1669	1820	2036

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	200	221	237	319
净利润	141	173	213	261
折旧摊销	34	40	53	67
财务费用	-14	-15	-15	-15
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	34	76	-24	7
其它	7	-52	10	-2
投资活动现金流	-132	-208	-212	-212
资本支出	97	205	205	205
长期投资	-35	0	0	0
其他	-69	-3	-7	-7
筹资活动现金流	-54	184	-54	-70
短期借款	0	200	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	47	0	0
资本公积增加	0	-47	0	0
其他	-54	-16	-54	-70
现金净增加额	13	197	-29	36

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	846	1013	1187	1374
营业成本	511	562	652	749
营业税金及附加	10	10	12	14
营业费用	153	205	231	254
管理费用	33	48	56	65
财务费用	-14	-15	-15	-15
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	154	204	251	307
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	165	204	251	307
所得税	24	31	38	46
净利润	141	173	213	261
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	141	173	213	261
EBITDA	173	228	289	360
EPS（元）	0.91	0.86	1.06	1.30

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	18.7%	19.7%	17.2%	15.8%
营业利润	6.6%	32.1%	23.3%	22.5%
归属于母公司净利润	11.2%	23.0%	23.3%	22.5%
获利能力				
毛利率	39.6%	44.5%	45.1%	45.5%
净利率	16.6%	17.1%	18.0%	19.0%
ROE	13.5%	14.7%	16.1%	17.4%
ROIC	20.6%	23.5%	23.3%	24.9%
偿债能力				
资产负债率	20.0%	29.3%	27.2%	26.3%
净负债比率	0.00%	40.91%	40.39%	37.40%
流动比率	3.82	1.95	1.92	1.91
速动比率	3.20	1.61	1.53	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.68	0.68	0.71
应收账款周转率	199	169	216	215
应付账款周转率	8.34	7.97	8.26	8.23
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.86	1.06	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.10	1.18	1.58
每股净资产(最新摊薄)	5.15	5.86	6.57	7.45
估值比率				
P/E	31.86	25.90	21.00	17.15
P/B	4.31	3.80	3.38	2.99
EV/EBITDA	23	17	14	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

蒋 鑫，中投证券研究所食品饮料行业分析师，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士，2010 年加入中国中投证券从事食品饮料行业研究。

重点覆盖公司：双汇发展、伊利股份、海天味业、汤臣倍健、洋河股份、贝因美、光明乳业、中炬高新、洽洽食品、克明面业、涪陵榨菜、煌上煌、三全食品、承德露露

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：（021）62171434