

# 榨菜销量下滑，新品推广是关键

涪陵榨菜（002507）2014年中报点评

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2014年7月30日

## 投资要点：

报告期内实现营业收入4.66亿元，同比增长12.49%，营业利润和归属母公司净利润分别为9444万和8697万，分别同比增长20.74%和15.62（扣非19.55%），每股收益0.43元。

二季度单季营收和归属母公司净利润分别同比增20%和13%。

同时预告公司1-9月份归属母公司净利润同比增长5-35%。

✦ **榨菜销量下滑，新品是未来看点。**分产品看，榨菜销售4.47亿元，同比微增1.53%，考虑到去年底的提价，销量下滑；新产品海带丝和萝卜干4月底完成招商，经销商打款8000万左右，上半年确认收入5000万，贡献主要收入增量，也是未来的主要看点。不过，新品一般有个3-6个月的铺货期，未来能否推广成功，关键还是要看终端的动销情况。

渠道是公司的一大优势，上半年公司继续渠道精耕和下沉工作，开发县级空白市场500多个。

✦ **提价带来毛利率提升，推广费用增长较快。**去年四季度原料上涨超预期，毛利率降至34%，今年一季度公司已完成10吨原料收购，尽管价格仍有一定上涨，但是由于去年底的提价，上半年的毛利率已回升至44.9%，同比提高4.6个百分点；二季度毛利率高达47%。

新品萝卜干和海带丝毛利率高达52.65%，但由于推广费用高，短期贡献利润有限。另外，去年换新包装后，品牌推广费用增长加快，上半年销售费用和管理费用分别同比增长28%和32.7%，远高于收入增长，导致上半年实际净利率仅小幅提升。

✦ **投资建议。**依托公司的渠道和品牌优势，公司未来将进一步打造成以榨菜为基础的佐餐开胃菜行业的**平台型公司**。今年已把乌江品牌延伸到萝卜干和海带丝2个品类，未来或适时开发推出香辣下饭菜等新品。并积极开展了对榨菜、郫县豆瓣、橄榄菜、辣椒、泡菜、酱类等相关产业跟踪，为并购做准备。

在不考虑并购的情况下，预计14-16年归属母公司净利分别同比增长24.7%、19%、24%，EPS分别为0.87元、1.04元和1.28元。经过近一年的调整，目前股价对应14年PE分别为26X，高估值逐步消化，未来关键看新品推广成功与否，维持“谨慎推荐”评级。

✦ **风险因素：**原材料价格波动，新品推广失败等。

黄黎明

SAC 执业证书编号：

S0340208070036

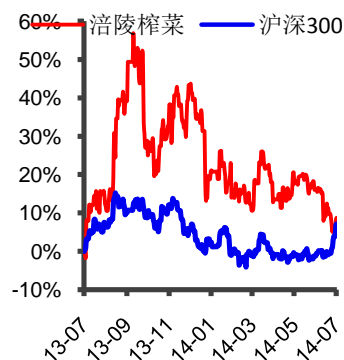
电话：0755-23616029

邮箱：hlm@dgzq.com.cn

## 主要数据 2014年7月29日

收盘价(元)	22.24
总市值(亿元)	44.81
总股本(百万股)	201.50
流通股本(百万股)	73.77
ROE(TTM)	13.92%
12月最高价(元)	32.08
12月最低价(元)	19.66

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 相关报告

表 1：年单季度主要财务指标比较

单季度分解	2013/03/31	2013/06/30	2013/09/30	2013/12/31	2014/03/31	2014/06/30
<b>现金流量表单季度 (百万元)</b>						
经营活动现金流量净额	16.54	62.63	102.14	18.42	-44.05	30.29
投资活动现金流量净额	-26.56	-14.86	-52.01	-38.69	-8.09	-52.26
筹资活动现金流量净额	0.00	-54.25	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润表单季度(百万元)</b>						
营业总收入	194.88	219.36	255.27	176.71	203.15	262.82
营业收入	194.88	219.36	255.27	176.71	203.15	262.82
营业总成本	165.89	170.13	193.55	162.89	167.54	204.22
营业成本	123.19	124.06	146.95	116.75	117.58	139.14
营业税金及附加	3.01	1.62	2.84	2.93	2.33	3.25
销售费用	32.78	40.17	40.79	39.22	37.91	55.42
管理费用	10.15	7.21	7.06	8.09	13.31	9.72
财务费用	-3.24	-3.05	-4.09	-4.01	-3.59	-3.45
资产减值损失	-0.00	0.11	-0.00	-0.10	0.00	0.14
营业利润	28.99	49.23	61.72	14.11	35.78	58.66
加：营业外收入	7.12	3.90	0.89	-0.37	7.32	1.38
减：营业外支出	0.11	1.05	0.16	-0.38	0.00	0.39
利润总额	36.00	52.08	62.45	14.12	43.10	59.65
减：所得税	5.62	7.23	9.50	1.64	6.62	9.15
净利润	30.38	44.84	52.95	12.48	36.48	50.50
归母公司所有者净利润	30.38	44.84	52.95	12.48	36.48	50.50
EPS (元)	0.151	0.223	0.263	0.062	0.181	0.251
<b>盈利能力指标</b>						
销售毛利率 (%)	36.79%	43.44%	42.43%	33.93%	42.12%	47.06%
期间费用率 (%)	20.37%	20.21%	17.15%	24.50%	23.44%	23.47%
其中 销售费用率 (%)	16.82%	18.31%	15.98%	22.20%	18.66%	21.09%
管理费用率 (%)	5.21%	3.29%	2.77%	4.58%	6.55%	3.70%
财务费用率 (%)	-1.66%	-1.39%	-1.60%	-2.27%	-1.77%	-1.31%
主营业务税金及附加率 (%)	1.54%	0.74%	1.11%	1.66%	1.15%	1.24%
实际所得税率 (%)	15.61%	13.89%	15.22%	11.63%	15.36%	15.34%
<b>成长能力指标</b>						
收入同比增长 (%)	8.83%	16.81%	27.62%	21.21%	4.24%	19.81%
营业利润同比增长 (%)	2.55%	25.19%	15.09%	-39.51%	23.44%	19.15%
母公司净利润同比增长 (%)	125.30%	132.51%	14.48%	-43.59%	20.07%	12.60%
经营现金流同比增长 (%)	138.22%	-0.43%	47.22%	39.97%	-366.34%	-51.64%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯；

表 2：公司利润预测表

科目（百万元）	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>705</b>	<b>713</b>	<b>846</b>	<b>1,026</b>	<b>1216</b>	<b>1,428</b>
<b>营业总成本</b>	<b>603</b>	<b>568</b>	<b>692</b>	<b>828</b>	<b>970</b>	<b>1,124</b>
营业成本	448	410	511	595	695	806
营业税金及附加	6	9	10	12	15	17
销售费用	133	132	153	191	225	260
管理费用	26	31	33	40	47	56
财务费用	-11	-14	-14	-10	-12	-14
<b>其他经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>102</b>	<b>145</b>	<b>154</b>	<b>198</b>	<b>246</b>	<b>304</b>
加 营业外收入	3	5	12	8	0	0
减 营业外支出	1	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>105</b>	<b>149</b>	<b>165</b>	<b>206</b>	<b>246</b>	<b>304</b>
减 所得税	16	23	24	31	37	46
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>126</b>	<b>141</b>	<b>175</b>	<b>209</b>	<b>258</b>
减 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>88</b>	<b>126</b>	<b>141</b>	<b>175</b>	<b>209</b>	<b>258</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.44</b>	<b>0.63</b>	<b>0.70</b>	<b>0.87</b>	<b>1.04</b>	<b>1.28</b>

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn