



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-05-10

公司点评报告

增持/首次

涪陵榨菜(002507)

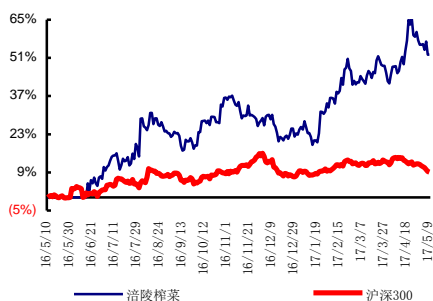
目标价: 20

昨收盘: 16.53

食品饮料 食品加工

涪陵榨菜跟踪报告：明星单品持续放量，产品提价效果显著

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	526/301
总市值/流通(百万元)	8,699/4,973
12个月最高/最低(元)	17.96/10.84

相关研究报告：

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

投资要点：

2017年一季度业绩实现较快增长，预收款再创新高

2017年一季度，公司整体业绩维持较快增速，营收和净利润分别为3.43亿和6370.12万，同比增长25.08%和25.61%。其中毛利率44.21%，同比降低3.75pct，主要原因是因为原材料价格上涨，而产品提价效果尚未凸显，预计全年有望逐渐改善；销售费用同比增长16.44%，费用率下降1.6pct，主要是受季节性因素以及公司费用使用效率提升影响；管理费用同比减少16.54%，费用率下降1.78pct。另外，2017年一季度末，公司账面预收款为1.51亿，同比提升172.27%，这为二季度业绩增长奠定了基础。

原材料价格趋于平稳，产品提价有望覆盖成本压力

公司生产成本中包材占比约10%-20%，青菜头占比约40%。2016年9月份后市场纸箱价格上涨约60%，青菜头涨价约30%-40%（采购价从去年700元/吨上涨至1050元/吨）。公司为了缓解原材料价格上涨对成本的压力，以及推动榨菜产业升级。2016年至今，公司两次提高产品价格。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%。我们认为，目前原材料价格已经趋于平稳，公司产品上涨幅度有望覆盖原材料上涨压力。

公司致力于推动长期产业升级，提价对销量影响不大

我们认为，公司涨价对销量影响较小。主要原因如下：（1）公司是榨菜行业龙头，目前市占率约30%，广东地区占比约50%，拥有较强的定价权；（2）公司产品定位中高端，多年来注重对品牌的塑造和宣传，因此品牌力强；（3）公司多年以来对经销商进行植入式管理。目前公司在全国拥有1000多家一级经销商和上万家二级经销商，400左右销售人员，在所有一线和二线市场都有办事机构，对终端数据和追踪掌控力强。（4）适当涨价可以提高产业链各环节利润，激发渠道活力。此次涨价公司未给经销商囤货时间，2017年一季度，公司实现营收3.43亿，同比增长25.08%；从渠道库存情况来看，目前只有2-3周，远低于正常情况下1个半月水平，表明消费者对于涨价的适应度较好。

另外，我们认为，公司此次涨价的目的除了成本上涨外，也是基于公司定位中高端产品的战略需要。长远来看，随着居民消费水平和

健康意识的提升，榨菜产品只有坚持走中高端才符合消费升级趋势。去年公司主动淘汰 50g 和 60g 包装榨菜，也是为了提高榨菜行业单价水平，促进产业升级。目前我国榨菜行业单价水平仍然偏低，如果公司能够成功引导产业升级，重塑消费者对于榨菜的认知，公司未来空间将大幅增加。

新生产线消除产能束缚，明星单品有望维持高增长

公司在 2006 年推出脆口，单价为一袋 5 元，高于公司主力产品价格带（2-3 元/袋）。近几年销量呈现爆发式增长，除了公司多年培育以外，部分也是受益于消费升级。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，预计 7 月份开始投产。届时产能将大幅提升，支撑脆口需求。

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%。

2017 年销售费用率有望维持稳定

2016 年，公司没有如往年一样在央视投广告费用，导致全年销售费用率降低至 15.9%，同比减少 4.4pct。2017 年，公司在减少线上宣传的同时，会提升线下费用使用效率，包括体验式营销。整体来看，今年销售费用率预计会较为平稳。

盈利预测与评级：

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公司的主动引导下，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 0.62/0.75/0.89 元，目标价 20 元，维持“增持”评级。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	1,120.81	1,393.17	1,649.51	1,924.98
同比增长	20.43%	24.30%	18.40%	16.70%
净利润(亿元)	257.23	325.40	392.75	464.63
同比增长	63.46%	26.50%	20.70%	18.30%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.62	0.75	0.89
PE	33.47	26.46	21.92	18.53

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。