



涪陵榨菜(002507.SZ)

# 【联讯食品饮料公司点评】涪陵榨菜：提价与新品放量推动中报业绩超预期

2017年07月28日

投资要点

## 增持(首次评级)

当前价：11元  
目标价：16元

分析师：石山虎

执业编号：S0300517060001

电话：021-51782237

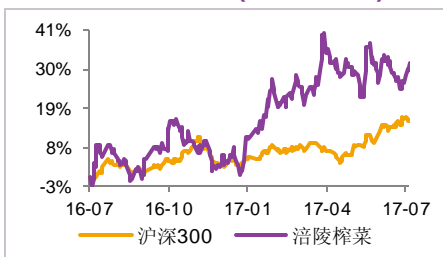
邮箱：shishanhu@lxsec.com

研究助理：刘宸倩

电话：021-51782335

邮箱：liuchenqian@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收	1,121	1,466	1,879	2,377
(+/-)	20.4%	30.8%	28.2%	26.5%
净利润	257	381	498	638
(+/-)	63.5%	48.3%	30.5%	28.1%
EPS(元)	0.33	0.48	0.63	0.81
P/E	34.40	23.19	17.77	13.87

资料来源：联讯证券研究院

◇ 事件：涪陵榨菜 2017 年中报

营收 7.9 亿元，同比增长 30.59%；归母净利润 1.7 亿元，同比增长 48.38%。17Q2 营收 4.5 亿元，同比增长 35.20%；归母净利润 1.1 亿元，同比增长 66.10%。预计 17 年 1-9 月归母净利润 2.8-3.2 亿元，同比增长 40%-60%。

◇ 业绩超预期，收入增长受益于提价及新品放量

2017 年 2 月公司上调了 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 15%-17%不等。提价期间，公司主动控制经销商囤货。提价和经销商补库存下，公司二季度收入实现高增长。从产品看，榨菜收入增长 23.69%，主要是脆口持续放量。其他新品增速明显，佐餐开胃菜收入增长 102.03%，榨菜酱油收入增长 59.72%，泡菜收入增长 80.69%。2017H1，非榨菜类产品的收入占比同比提升 4.73%。

◇ 提价覆盖成本压力，费用控制提升净利率

17H1 毛利率 47.00%，同比下降 0.75%；净利率 21.68%，同比提升 2.60%。毛利率微降主要由于一季度原材料成本大幅上涨，主要原材料青菜头和包材均有 40%-60%的价格上涨，但二季度提价有效覆盖成本上涨。17H1 销售费用率和管理费用率同比下降 1.91%和 1.47%。公司创新销售机制，持续开展体验式营销活动，不断提高品牌影响力。

◇ 产能扩张助力收入增长，内生外延巩固龙头地位

公司 25g 脆口榨菜生产线、惠通 1.3 万吨生产线及 15g 榨菜包装生产线已经进入安装调试环节。受益于产能扩张、新品放量和产品升级，我们预计公司下半年收入将保持高增长。内生外延推进从“小乌江”向“大乌江”发展，不断巩固公司的龙头地位。

◇ 盈利预测及估值

2017-19 年，归母净利润为 3.8、5.0 及 6.4 亿元，对应 EPS 为 0.48、0.63 和 0.81 元。给予 18 年 PE25X，目标价 16 元，给予“增持”评级。

风险提示

原材料上涨超预期，行业竞争加剧



## 附录：公司财务预测表（百万元）

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,121	1,466	1,879	2,377	净利润	257	381	498	638
营业成本	608	780	998	1,260	折旧摊销	56	68	68	69
营业税金及附加	19	25	32	41	财务费用	-4	-6	-16	-28
销售费用	178	270	338	418	经营性应收项目 变动净额	89	-94	181	-76
管理费用	52	44	56	71	经营活动净现金流	403	182	599	376
财务费用	-4	-6	-16	-28	投资活动净现金流	-322	67	85	103
资产减值损失	0	0	0	0	筹资活动净现金流	-69	-40	-44	-49
营业利润	276	353	470	614	现金净增加额	12	209	640	430
营业外收入	30	100	116	136	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
营业外支出	0	4	0	0	成长能力				
利润总额	306	449	586	750	营业收入增长率	20%	31%	28%	27%
所得税	49	67	88	113	营业利润增长率	57%	28%	33%	31%
净利润	257	381	498	638	归属母公司净利润 增长率	63%	48%	31%	28%
少数股东损益	0	0	0	0	获利能力				
归属母公司净利润	257	381	498	638	毛利率	45.78%	46.80%	46.90%	47.00%
EPS（元）	0.33	0.48	0.63	0.81	净利率	22.95%	26.02%	26.50%	26.83%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	总资产净利率	16.49%	21.04%	21.04%	22.39%
货币资金	0	209	849	1,279	ROE	16.42%	20.06%	21.29%	21.99%
应收账款	15	46	32	66	偿债能力				
存货	172	258	293	403	资产负债率	14%	10%	14%	10%
流动资产合计	910	1,236	1,896	2,471	流动比率	345%	617%	515%	759%
固定资产	750	704	658	612	营运能力				
无形资产	166	158	149	138	总资产周转率	0.61	0.70	0.69	0.74
资产总计	1,831	2,102	2,708	3,226	应收账款周转率	682.18	202.70	453.32	232.00
应付账款	264	200	368	326	每股指标(元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.33	0.48	0.63	0.81
流动负债合计	264	200	368	326	每股经营现金	0.51	0.23	0.76	0.48
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.96	3.67	0.00	0.00
负债合计	264	200	368	326	估值比率				
所有者权益	1,566	1,902	2,340	2,900	P/E	34.40	23.19	17.77	13.87
负债和所有者权益 合计	1,831	2,102	2,708	3,226	P/B	5.65	4.65	3.78	3.05

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)