



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-10-24

公司点评报告

增持/维持

涪陵榨菜(002507)

目标价: 18.5

昨收盘: 16.24

食品饮料 食品加工

三季度报点评: 新品+提价带动业绩增长, 费率降低增强利润弹性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	789/767
总市值/流通(百万元)	12,819/12,455
12 个月最高/最低(元)	17.96/10.38

相关研究报告:

《涪陵榨菜 2017 年中报点评: 业绩维持高增长, 提价效果显著》
--2017/07/28

《涪陵榨菜跟踪报告: 明星单品持续放量, 产品提价效果显著》
--2017/05/10

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: 管嘉琪

电话: 021-61375790

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 公司近日发布 2017 年三季度报, 前三季度公司实现营业收入 12.27 亿元, 同比增 32.03%; 归母净利润 3.04 亿元, 同比增 53.98%; EPS 为 0.38 元/股, 同比增长 52%。

单三季度, 公司实现营业收入 4.34 亿元, 同比增长 34.74%; 归母净利润 1.32 亿元, 同比增长 61.94%; EPS 为 0.17 元/股, 同比增长 70%。

新品放量+产品提价, 三季度收入维持高增长 2017 年三季度, 公司营业收入同比增长 34.74%, 快于上半年增速水平 (30.59%)。主要原因在于新品放量以及公司市场推广力度加强带动了销量增长; 另外, 公司 2 月份对产品提价对公司收入提升也起到了直接作用, 同时零售价提高也提升了经销商的积极性。全年来看, 由于二季度和三季度是公司的销售旺季, 占公司全年营收比例较大, 因此三季度业绩保持高速增长, 对于公司全年业绩都有保障作用, 我们预计全年公司收入仍有望实现 30% 左右增长。

新品方面, 我们预计, 2017 年前三季度脆口系列产品 (包括脆口榨菜和脆口萝卜) 销售增速仍然超过 60%, 营收占比提升至 15% 左右; 另外, 前期公司公告拟在东北地区新建萝卜干产能, 有望消除产品产能限制, 为长期发展奠定基础。

脆口出小包装产品, 毛利率仍有改善空间 由于今年青菜头等原材料价格涨幅较大, 导致公司生产成本上涨; 2017 年一季度, 公司毛利率仅为 44.21%, 同比降低了 3.75 pct。2 月份, 公司对 80g 和 88g 榨菜 (营收占比约 70%) 提价 15%-17%, 成功将成本压力转移到下游; 2017 年前三季度, 公司销售毛利率为 46.76%, 基本恢复到去年毛利率水平。我们认为, 随着公司小包装脆口榨菜的推出, 相当于变相提价, 未来毛利率仍有继续改善的空间。

费用率持续降低, 净利润弹性加大 2017 年三季度, 公司净利润同比增长 61.94%, 主要原因在于期间费率降低。三季度公司销售费用率为 10.12%, 同比降低了 5 pct。原因在于今年公司砍掉了广告宣传费, 同时增加了市场推广费, 从而提高了费用投放效率。另外, 随着公司

收入规模增长以及费用缩减，公司管理费用率也有所降低。

盈利预测与评级：公司是榨菜行业的龙头企业，具备较强的定价权，能够有效转移成本上涨压力，集中度也持续提升。虽然榨菜行业增速不高，但是公司自身产品升级空间大，畅销单品脆口有望维持高增长；另外，公司正着力发展萝卜干和泡菜等新品类，未来也有望支撑公司业绩较快增长。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49/0.62/0.76，对于 PE 分别为 32.88/26.31/21.39，由于公司提价后终端接受程度超预期以及新品持续放量，我们提高公司目标价至 18.5 元，维持“增持”评级。

风险提示：新品增长不及预期，市场拓展不及预期。

图 1、盈利预测简表

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1120.81	1468.26	1791.28	2167.45
同比增长	20.4%	31.0%	22.0%	21.0%
净利润（百万元）	257.23	388.42	485.52	597.19
同比增长	63.5%	51.0%	25.0%	23.0%
摊薄每股收益	0.49	0.62	0.76	0.93
PE	49.65	32.88	26.31	21.39

资料来源：WIND、太平洋研究院

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。