



2018-04-01

公司点评报告

增持/维持

涪陵榨菜(002507)

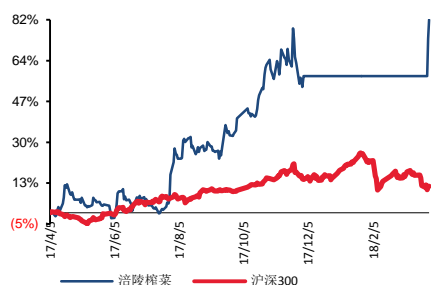
目标价: 23

昨收盘: 19.3

日常消费 食品、饮料与烟草

## 主力产品量价齐升，业绩持续超预期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	789/771
总市值/流通(百万元)	15,235/14,875
12个月最高/最低(元)	19.30/10.38

### 相关研究报告:

涪陵榨菜(002507)《三季报点评: 新品+提价带动业绩增长, 费率降低增强利润弹性》--2017/10/24

涪陵榨菜(002507)《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(002507)《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

### 证券分析师助理: 管嘉琪

电话: 18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

**主力产品量价齐升，公司业绩持续超预期** 2017年，公司实现营业收入15.2亿，同比增长35.6%，归母净利润4.14亿，同比增长61%。单四季度，公司营收和归母净利润同比增长53.1%和84.2%，增速环比加快趋势明显；而且，2017年底，公司账面预收款为2.38亿，同比增长60%，说明经销商积极性较高。根据公司最新公告显示，2018年一季度，公司归母净利润预计同比增长65%-110%，再超市场预期，预计营收增速也是超预期。

我们认为，公司业绩能够持续超市场预期，主要原因在于公司主力产品销量及平均销售单价同比增加。2017年2月中旬，公司上调了80g和88g榨菜主力9个单品的产品到岸价格（提价产品在整体营收占比预计超过70%），提价幅度为15%-17%，渠道利润得到大幅改善。同时，公司对产品结构进行梳理，对88g产品进行升级，替代了原有的55g、60g、70g产品，使得产品结构更加清晰，品牌资源也更聚焦。2017年，88g产品销售额突破10亿元，占比进一步提升。

**提价叠加产品结构改善，公司毛利率提升较为显著** 由于2017年青菜头原材料价格涨幅较大，导致2017年一季度毛利率为44.2%，同比降低3.8 pcts。为了缓解成本压力，公司于2017年2月中旬进行了提价，成功抵消成本上涨压力。另外，公司包装类产品销量增长也很快，尤其是脆口系列产品维持快速增长，占比持续提升，也有助于推动整体产品均价的提升。基于上述原因，2017年，公司毛利率同比提升2.4 pcts；其中单四季度为54.3%，较2017年一季度提升10.1 pcts。

**去年低毛利低基数，导致2018年一季度利润暴增** 由于2017年一季度有一半时间尚未涨价，毛利率处于全年低点，因此2018年一季度公司毛利率同比提升幅度预计较大，这也是2018年一季度公司净利润能够再超预期的原因之一。如果我们按照2017年一季度毛利率与全年毛利率一致，算出调整后的2017年一季度归母净利润，则2018年一季度归母净利润同比增速为40%-77%。

因此，随着2017年一季度后公司毛利率提升，低基数因素逐渐消除，我们预计2018年一季度后净利润增速会有所回落，但全年在产品结构

执业资格证书编码: S1190117060044

改善以及费用效率提升下净利润仍可维持较快增长。

**市占率提升叠加新品拓展, 公司长期增长有保障** 公司作为榨菜行业龙头, 拥有较强的领先优势和竞争壁垒, 尤其是在品牌、产品、渠道以及对上游原材料掌控力上有较大优势。虽然近些年行业增速较慢, 但是从市场占有率来看, 公司目前仅在 20%左右, 提升空间较大, 而且区域发展十分不平衡。例如, 在广东、广西、河南等优势区域, 公司渠道覆盖程度很高; 但是在福建等不太成熟的市场, 产品终端可见度还很大的提升空间。

另外, 公司正在着力发展萝卜干和泡菜等新品类, 公司于 2015 年底收购惠通泡菜。通过近两年的整合, 来协同效益已经初步显现, 惠通盈利能力持续提升, 新业务的拓展也有望为公司业绩增长带来新的来源。

**盈利预测与评级** 公司是榨菜行业的龙头企业, 虽然榨菜行业增速不高, 但是公司集中度仍有较大提升空间; 而且公司畅销单品脆口有望维持高增长, 产品结构持续改善, 毛利率也有望稳步提升; 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。由于公司一季度业绩超预期, 我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73/0.90/1.07, 对于 PE 分别为 26.5/21.6/18.0, 我们提高公司目标价至 23 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。

■ **盈利预测和财务指标:**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1521	1977	2372	2752
同比增长	22%	30%	20%	16%
净利润(百万元)	444	568	716	858
同比增长	21%	26%	26%	20%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.73	0.90	1.07
PE	27.1	21.6	18.0	16.8

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

# 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；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



## 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。