

# 提价红利集中释放，场景扩充助力 增速可持续

2018年04月23日

强烈推荐/维持

涪陵榨菜

财报点评

## ——涪陵榨菜（002507）一季度财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017

### 事件：

涪陵榨菜披露一季报，公司实现营业收入 5.07 亿元，同比大幅增加 47.72%；归母净利润 1.15 亿元，同比增长 80.33%。受益两次提价，毛利率同比提升 6.97 个百分点，销售费用率虽然提升 3.68 个百分点，但净利润仍提升 4.09 个百分点至 22.64%。

### 公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	321.99	191.56	343.42	449.62	433.84	293.36	507.29
增长率（%）	21.26%	1.25%	25.08%	35.15%	34.74%	53.14%	47.72%
毛利率（%）	46.75%	37.91%	44.21%	49.12%	46.31%	54.34%	51.18%
期间费用率（%）	17.65%	8.54%	22.81%	21.25%	12.10%	13.33%	26.13%
营业利润率（%）	28.92%	26.94%	21.54%	27.15%	35.14%	41.27%	26.66%
净利润（百万元）	81.46	59.88	63.70	108.25	131.92	110.27	114.87
增长率（%）	57.71%	306.27%	25.61%	66.10%	61.94%	84.15%	80.33%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.11	0.12	0.14	0.17	0.14	0.15
资产负债率（%）	18.60%	18.94%	23.04%	21.53%	21.34%	22.40%	19.85%
净资产收益率（%）	5.41%	3.82%	3.91%	6.42%	7.26%	5.72%	5.62%
总资产收益率（%）	4.40%	3.10%	3.01%	5.04%	5.71%	4.44%	4.51%

### 观点：

#### ➤ 1. 提价以及错峰备货是一季度超预期的核心原因，看好全年高增速

公司在 17 年 3 月对 88g 和 80g 榨菜主力产品提价 15%-17%，所覆盖销售体量超 10 亿，提价效应在 18Q1 全部体现；17Q4 公司部分产品更换包装（88g 改 80g、脆口 22g 小包装化），实现间接提价。预计价格提升贡献 18%-20% 的增速；提价效应叠加春节错峰因素，经销商备货积极；同时公司在 1 季度进行了大量的地面推广活动，提升了购买场景，预计量增长贡献 23%-25% 的增速，Q1 量价齐升，收入增长 47.7% 超预期。

我们预计此次报表是之前提价红利的集中释放，后面公司报表将常态化，公司 Q1 对于市场的开发投入是后期业绩增长的核心动力，脆口新品有着良好的市场口碑，公司现拥有 3 条脆口生产线，预计年产能达 2 万吨，确保 2018 的脆口销量；2017 年惠通泡菜与榨菜销售渠道整合，毛利率从 16 年 33.67% 上

升至 17 年 46.06%，基本与榨菜持平，渠道共享优势尽显。公司新增 1.3 万吨瓶装产品生产线，保障市场供应。18 年公司的增长将更多来自销量的爆发，平台化酱菜独角兽雏形可见。

➤ 2. 盈利能力再创新高，费用提升保障可持续发展

由于提价影响以及 17 年原材料价格高点，公司 Q1 整体毛利率 51.2%，同比提升 6.9pct，涪陵区已经对青菜头实行规模化养殖，未来成本波动可控，并且公司储备的原也能平滑成本波动，预计全年毛利率将保持高位并呈现小幅上升的态势。销售费用率提升 3.7pct 至 23.1%，主要是线下推广力度加大，预计全年销售费用率将保持平稳水平；管理费用率保持 3.1% 低位，同比下降 0.5pct，财务费用率同比持平。Q1 净利率 22.6%，同比改善明显。同时，为加强新品销售、开发空白市场，公司适度放宽部分客户信用额度，应收账款同比增长 1706.06%，说明公司多品类战略坚定可持续。

➤ 3. 平台化多品类扩张助力公司可持续发展

公司目前市场份额也攀升至 29.7%，比第二名龙泉 12.6% 的市场份额高出一倍，未来全国化的销售渠道将充分调动经营的杠杆效应，以最低的成本培育市场大单品。通过外延并购进行多品类扩张，酱类将是公司未来发力方向，前期并购终止不会阻止公司外延的脚步，泡菜的成功已经证明了公司有能够实现整合，协同效应明显，后续外延值得期待。

### 盈利预测与投资建议：

内生增长+外延并购，公司成长逻辑清晰，有望进入新一轮成长周期。产品结构升级+脆口放量+持续提价，量价齐升毛利率稳步增长。公司2018年-2020年EPS分别为0.74元、0.90元、1.15元，鉴于公司处于细分行业龙头地位，以及公司未来成长性和单品的良好预期，不断外延的复制能力，结合公司历史估值水平，给予公司2018年40倍PE，对应目标价为29.6元，市值增长空间35%，给予“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

食品安全问题

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	995	1524	2529	3668	5119	<b>营业收入</b>	1121	1520	2008	2644	3403
货币资金	271	142	361	449	647	<b>营业成本</b>	608	787	1058	1391	1789
应收账款	1	2	4	6	7	营业税金及附加	19	26	33	43	55
其他应收款	6	4	6	7	9	营业费用	178	219	285	357	436
预付款项	7	11	11	11	11	管理费用	52	48	72	82	97
存货	172	248	290	381	490	财务费用	-4	-2	-2	-2	-2
其他流动资产	536	1117	1849	2803	3941	资产减值损失	0.36	2.68	2.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	938	961	849	745	640	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	8.35	24.10	70.00	55.00	50.00
固定资产	740	719	686	594	501	<b>营业利润</b>	276	470	630	826	1076
无形资产	127	118	106	94	82	营业外收入	34.67	39.14	75.00	40.00	30.00
其他非流动资产	3	6	0	0	0	营业外支出	4.52	21.03	3.00	6.00	5.00
<b>资产总计</b>	1932	2484	3298	4332	5680	<b>利润总额</b>	306	488	702	860	1101
<b>流动负债合计</b>	288	470	916	1374	1986	所得税	49	74	118	142	182
短期借款	0	0	358	674	1107	<b>净利润</b>	257	414	584	718	919
应付账款	69	110	116	152	196	少数股东损益	0	0	0	10	0
预收款项	149	238	318	424	560	归属母公司净利润	257	414	584	708	919
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	452	641	732	928	1178
<b>非流动负债合计</b>	78	86	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.49	0.52	0.74	0.90	1.16
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	366	556	916	1374	1986	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	10	10	营业收入增长	20.43%	35.64%	32.10%	31.66%	28.70%
实收资本(或股本)	526	789	789	789	789	营业利润增长	57.39%	70.36%	34.19%	31.08%	30.23%
资本公积	284	21	21	21	21	归属于母公司净利润	41.06%	61.00%	41.06%	21.21%	29.80%
未分配利润	652	973	1195	1464	1813	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1566	1928	2395	2962	3697	毛利率(%)	0.00%	4578.0	47.30%	47.39%	47.43%
<b>负债和所有者权</b>	1932	2484	3237	4272	5619	净利率(%)	22.95%	27.24%	29.09%	27.16%	27.01%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					<b>ROE(%)</b>					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	13.31%	16.67%	17.71%	16.34%	16.18%	
<b>经营活动现金流</b>	403	523	-88	-141	-101	<b>偿债能力</b>					
净利润	257	414	584	718	919	资产负债率(%)	19%	22%	28%	32%	35%
折旧摊销	180.05	173.91	0.00	104.19	104.19	流动比率	3.46	3.24	2.76	2.67	2.58
财务费用	-4	-2	-2	-2	-2	速动比率	2.86	2.71	2.45	2.39	2.33
应收账款减少	0	0	-3	-1	-2	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	80	106	136	总资产周转率	0.62	0.69	0.70	0.70	0.69
<b>投资活动现金流</b>	-322	-600	76	53	48	应收账款周转率	553	989	660	519	514
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	17.67	17.08	17.81	19.70	19.53
长期股权投资减少	0	0	2	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	8	24	70	55	50	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.52	0.74	0.90	1.16
<b>筹资活动现金流</b>	-69	-51	232	176	250	每股净现金流(最新)	0.02	-0.16	0.28	0.11	0.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.98	2.44	3.03	3.75	4.68
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	197	263	0	0	0	P/E	41.10	38.73	27.21	22.45	17.30
资本公积增加	-197	-263	0	0	0	P/B	6.77	8.25	6.64	5.37	4.30
<b>现金净增加额</b>	12	-129	219	88	197	EV/EBITDA	22.85	24.57	21.70	17.37	13.89

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。