证券研究报告—动态报告

食品饮料

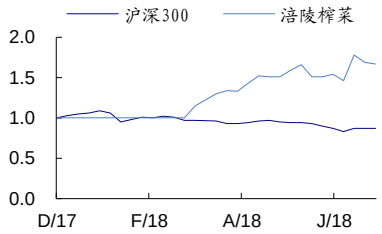
食品

涪陵榨菜(002507) 买入

2018 年半年报点评

2018 年 07 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	789/772
总市值/流通(百万元)	21,936/21,446
上证综指/深圳成指	2,874/9,296
12 个月最高/最低(元)	29.98/11.90

相关研究报告:
《涪陵榨菜-002507-2017 年三季报点评：业绩持续高增，升级拓产赢空间》 ——2017-10-25

证券分析师：陈梦瑶
电话： 18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
联系人：孙山山
电话： 13751048798
E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

财报点评

主力产品续辉煌，佐餐开胃菜表现亮眼

- **业绩略超预期，主要指标向好**

公司 2018 年上半年营收 10.64 亿，同增 34.11%；归母净利润 3.05 亿，同增 77.52%，略超预期。单二季度收入 5.57 亿，同增 23.78%，归母净利润 1.90 亿，同增 75.93%，业绩保持高增长。18H1 毛利率 55.04%，同增 8.04pcts，主因公司 18Q1 青菜头采购价格同减约 15%且采购量创历史新高等带来成本下降、17 年 11 月提价以及产品结构升级所致。销售费用率 19.73%，同增近 1pcts，主因公司 5 月份开展“大水漫灌”市场推广活动即“4 件 80g 榨菜主力+1 件 150g 脆口榨菜赠送 1 件脆口萝卜”，拉拢竞品中不稳定经销商，抢夺市场份额增加推广费用所致；预收款 1.39 亿，同增 51.09%，销售商品、提供劳务等收到现金 10.71 亿，同增 21.57%，公司产品市场反应积极，动销情况良好。经营现金流净额 1.92 亿，同增-1.54%，主因环保公司加大研发投入、18Q1 东北设立子公司以及自建 3 个榨菜泡菜生产基地所致。预计公司 2018 年 1-9 月归母净利润为 4.41 亿-5.32 亿，增速范围为 45%-75%。

- **主力产品表现出色，佐餐开胃菜表现亮眼**

从产品来看，占比超 80%榨菜营收 8.95 亿，同增 33.29%，依旧是公司产品的主力军；占比超 7.5%泡菜营收 0.80 亿，同增 34.34%，毛利率 44.39%，同增 4.33pct；占比超 8%佐餐开胃菜（包括海带丝和萝卜产品）营收 0.86 亿，同增 47.61%，毛利率 50.43%，同增 4.69%，公司 18 年重点推广泡菜和脆口萝卜效果初显，脆口产品和泡菜后续发展空间值得期待。从区域来看，公司薄弱区域如东北大区增长迅速，达 52.25%，增速仅次于出口。公司传统强势区域如华南大区由于体量大（营收 3 亿，占比 28%+），增速稳健，同增 17.94%。此外，华北、华中、华东以及中原大区增速也都超 40%，分别为 46.43%、41.88%、49.01%、43.02%。

- **产能稳步扩建，双品牌助力腾飞**

目前公司产能约 15 万吨，包括在建年产 5 万吨泡菜生产基地（进程 2.22%）、4 万立方米榨菜原料池（进程 44.73%）及白鹤梁榨菜厂榨菜盐水回用处理项目（进程 73.40%）。此外，公司拟用自有资金 1 亿在涪陵新建年产 1.6 万吨脆口榨菜生产线以及拟用 1.7 亿在眉山新建年产 5.3 万吨榨菜生产线建设项目。目前，两个项目已获得董事会等同意，需股东大会批准。我们看好公司双品牌战略及进军泡菜和佐餐开胃菜，预测 2018-2020 年 EPS 0.76/1.00/1.25 元，对应 PE36/28/22，给予“买入”评级。

- **风险提示：**食品安全风险、原料成本上涨、产品推广不及预期

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(万元)	1121	1520	2,000	2,562	3,176
(+/-%)	20.4%	35.6%	31.6%	28.1%	24.0%
净利润(万元)	257	414	601	789	986
(+/-%)	23.0%	27.2%	45.1%	31.3%	25.0%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.52	0.76	1.00	1.25
EBIT Margin	23.8%	29.1%	33.5%	34.7%	35.2%
净资产收益率(ROE)	16.4%	21.5%	25.6%	27.2%	27.5%
市盈率(PE)	85.28	52.97	36.49	27.79	22.23
EV/EBITDA	67.9	45.1	30.1	23.3	19.0
市净率(PB)	14.00	11.38	9.34	7.56	6.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	142	457	852	1417
应收款项	6	8	9	10
存货净额	248	284	373	478
其他流动资产	1128	1300	1537	1747
流动资产合计	**1524**	**2049**	**2771**	**3652**
固定资产	778	761	728	687
无形资产及其他	118	113	108	104
投资性房地产	65	65	65	65
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**2484**	**2987**	**3673**	**4508**
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30
应付款项	110	130	177	229
其他流动负债	361	400	493	591
流动负债合计	**470**	**560**	**700**	**851**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	86	78	72	66
长期负债合计	**86**	**78**	**72**	**66**
负债合计	**556**	**638**	**772**	**916**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1928	2349	2901	3591
负债和股东权益总计	**2484**	**2987**	**3673**	**4508**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.52	0.76	1.00	1.25
每股红利	0.07	0.23	0.30	0.37
每股净资产	2.44	2.98	3.68	4.55
ROIC	22%	29%	35%	42%
ROE	21%	26%	27%	27%
毛利率	48%	55%	55%	55%
EBIT Margin	29%	34%	35%	35%
EBITDA Margin	33%	37%	38%	38%
收入增长	36%	32%	28%	24%
净利润增长率	61%	45%	31%	25%
资产负债率	22%	21%	21%	20%
息率	0.2%	0.8%	1.1%	1.3%
P/E	53.0	36.5	27.8	22.2
P/B	11.4	9.3	7.6	6.1
EV/EBITDA	45.1	30.1	23.3	19.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1520**	**2000**	**2562**	**3176**
营业成本	787	904	1154	1429
营业税金及附加	26	33	41	50
销售费用	219	330	405	492
管理费用	48	63	74	87
财务费用	(2)	(4)	(9)	(16)
投资收益	24	20	18	15
资产减值及公允价值变动	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收入	6	0	0	0
营业利润	470	691	912	1145
营业外净收支	18	15	13	10
利润总额	**488**	**706**	**925**	**1155**
所得税费用	74	105	136	169
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**414**	**601**	**789**	**986**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**414**	**601**	**789**	**986**
资产减值准备	2	0	(0)	(0)
折旧摊销	59	79	84	88
公允价值变动损失	3	3	3	3
财务费用	(2)	(4)	(9)	(16)
营运资本变动	(468)	(158)	(194)	(171)
其它	(2)	(0)	0	0
经营活动现金流	**7**	**525**	**682**	**906**
资本开支	(84)	(60)	(50)	(45)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(84)**	**(60)**	**(50)**	**(45)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(53)	(180)	(237)	(296)
其它融资现金流	54	30	0	0
融资活动现金流	**(52)**	**(150)**	**(237)**	**(296)**
现金净变动	**(129)**	**315**	**395**	**565**
货币资金的期初余额	271	142	457	852
货币资金的期末余额	142	457	852	1417
企业自由现金流	(120)	432	598	826
权益自由现金流	(67)	465	605	839

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032