



继续享受提价红利，“大乌江”未来可期

2018年08月01日

强烈推荐/维持

涪陵榨菜

财报点评

——涪陵榨菜（002507）半年度财报点评

刘畅	首席分析师	执业证书编号：
	Tel: 010-66554017 Email: liuchang@dxzq.net.cn	S1480517120001
娄倩	研究助理	执业证书编号：
	Tel: 010-66554008 Email: louqian@dxzq.net.cn	

事件：

(1) 2018年7月28日，涪陵榨菜发布半年度报告，实现营业收入106,352.02万元，同比增长34.11%，归属于母净利润30,524.万元，同比增长77.52%，销售毛利率55.03%，同比上升8.03pct。其中，单二季度，实现营业收入55622.57万元，同比增长23.71%，实现归属于母公司净利润19037.57，同比增长75.87%，销售毛利率58.55%，同比上升9.43pct。连续两季度实现利润的超高增长，公司表现再超市场预期。

(2) 增扩产线：2018年7月28日，涪陵榨菜发布关于投资建设“年产5.3万吨榨菜生产线建设项目”、“年产1.6万吨脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目”的公告。预计2019年投产，榨菜产能增加6.9万吨，公司未来发展前景广阔。

公司分季度财务指标

指标	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业收入（百万元）	191.56	343.42	449.62	433.84	293.36	507.29	556.23
增长率（%）	1.25%	25.08%	35.15%	34.74%	53.14%	47.72%	23.71%
毛利率（%）	37.91%	44.21%	49.12%	46.31%	54.34%	51.18%	58.55%
期间费用率（%）	8.54%	22.81%	21.25%	12.10%	13.33%	26.13%	19.30%
营业利润率（%）	26.94%	21.54%	27.15%	35.14%	41.27%	26.66%	39.63%
净利润（百万元）	59.88	63.70	108.25	131.92	110.27	114.87	190.38
增长率（%）	306.27%	25.61%	66.10%	61.94%	84.15%	80.33%	75.87%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.12	0.14	0.17	0.14	0.15	0.24
资产负债率（%）	18.94%	23.04%	21.53%	21.34%	22.40%	19.85%	20.22%
净资产收益率（%）	3.90%	3.99%	6.53%	7.53%	5.89%	5.79%	9.16%
总资产收益率（%）	3.17%	3.15%	5.07%	5.92%	4.60%	4.56%	7.32%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

观点：

- **提价以及夏日消费高峰助力上半年超预期增长，看好全年增速。**公司在17年3月对88g和80g榨菜主力产品提价15%-17%，17Q4公司部分产品更换包装减规格提价。两次提价效应在18年上半年全部体现，18年上半年营业收入同比增长34.11%。提价效应叠加夏日消费高峰，18年上半年量价齐升。公司龙头地位稳固，提价效应将继续在下半年显现，看好全年高增速。新增“1.6万吨脆口生产线项目”、“5.3万吨榨菜生产线项目”将在后方提供产能保障，预计2019年公司榨菜产能为18.9万吨、泡菜产能6万吨，公司可持续发展前景强。
- **原材料贮藏能力增加，平抑价格波动，助力成本节约。**公司今年收购青菜头约30万吨，同比增长130%，且收购价格同比下降15%，18Q2全面使用收购价低的原材料，降低营业成本，18Q2毛利率再创新高，为58.55%，同比上升9.43pct，环比上升7.37pct。年初一次性采购的青菜头量大价低，将继续助力全年净利润率高增长。公司拥有的20.5万立方米原材料贮藏能力，未来新增的4万立方米贮藏容量，也将继续平抑原材料价格波动，助力公司可持续发展。
- **销售费用投放精确，净利润超预期增长。**公司18年1-6月销售费用同比增长40.72%，高于收入增速，主要系公司“抓机遇抢市场”指导思想下，针对经销商推动“大水漫灌”活动，针对渠道推动“标准化陈列、红动中国、体验式营销”活动，加大了市场投入所致，费用投入取得了更好的收入增长，效果明显。Q2净利润率34.23%，同比提升10.15pct.，主要系毛利率提升贡献。
- **多品类发展潜力无限，“大乌江”未来可期。**脆口产品有望成为公司未来单品大爆点。17年脆口系列产量增长50%，18Q1脆口萝卜增长80%，脆口榨菜增长40%以上。脆口系列为公司非主力单品，但销量增长迅速，新增白鹤梁1.6万吨脆口生产线，将为脆口产能保驾护航。泡菜市场大单品可期。公司合并四川惠通，横向扩展泡菜产品线，现泡菜年产能2万吨，在建泡菜生产基地未来将提供4万吨产能，且取东北优质萝卜原材料的近水楼台之便，结合已有渠道优势，预计在19年将迎来泡菜销量的大井喷之势。

盈利及风险预测：

公司2018年-2020年EPS分别为0.82、1.06元、1.45元，鉴于公司处于酱腌菜行业的龙头地位，以及公司未来的成长性和单品的良好预期，不断外延的公司战略，结合公司的历史估值水平，给予公司2018年40倍市盈率，对应目标价32.8元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

食品安全风险，原材料波动风险

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		
流动资产合	995	1524	2210	3276	4751	营业收入	1121	1520	2005	2937	4137		
货币资金	271	142	361	499	786	营业成本	608	787	974	1269	1625		
应收账款	1	2	4	6	9	营业税金及	19	26	31	49	68		
其他应收款	6	4	6	8	12	营业费用	178	219	190	499	869		
预付款项	7	11	11	11	11	管理费用	52	48	40	88	124		
存货	172	248	267	348	445	财务费用	-4	-2	-2	-2	-2		
其他流动资	536	1117	1553	2392	3472	资产减值损	0.36	2.68	1.06	1.37	1.70		
非流动资产	938	961	939	911	783	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投	0	0	0	0	0	投资净收益	8.35	24.10	70.00	55.00	50.00		
固定资产	739.9	718.58	774.04	757.85	641.66	营业利润	276	470	840	1088	1501		
无形资产	127	118	106	94	82	营业外收入	34.67	39.14	28.80	34.20	34.05		
其他非流动	3	6	0	0	0	营业外支出	4.52	21.03	3.00	6.00	5.00		
资产总计	1932	2484	3149	4187	5534	利润总额	306	488	865	1116	1530		
流动负债合	288	470	609	966	1350	所得税	49	74	216	279	383		
短期借款	0	0	62	268	448	净利润	257	414	649	837	1148		
应付账款	69	110	107	139	178	少数股东损	0	0	0	0	0		
预收款项	149	238	318	436	601	归属母公司	257	414	649	837	1148		
一年内到期	0	0	0	0	0	EBITDA	452	641	954	1214	1627		
非流动负债	78	86	7	7	7	EPS (元)	0.49	0.52	0.82	1.06	1.45		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	366	556	617	973	1358	成长能力							
少数股东权	0	0	0	0	0	营业收入增	20.43%	35.64%	31.86%	46.50%	40.86%		
实收资本(或	526	789	789	789	789	营业利润增	57.39%	70.36%	78.79%	29.56%	38.03%		
资本公积	284	21	21	21	21	归属于母公	56.72%	28.95%	56.72%	28.95%	37.14%		
未分配利润	652	973	1316	1747	2365	获利能力							
归属母公司	1566	1928	2465	3147	4110	毛利率(%)	45.78%	48.22%	51.42%	56.80%	60.72%		
负债和所有	1932	2484	3082	4120	5467	净利率(%)	22.95%	27.24%	32.38%	28.50%	27.75%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利	13.31%	13.31%	16.67%	20.61%	19.99%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	16.42%	21.48%	26.33%	26.59%	27.93%		
经营活动现	403	523	305	131	241	偿债能力							
净利润	257	414	649	837	1148	资产负债率	19%	22%	20%	24%	25%		
折旧摊销	180.0	173.91	104.31	127.97	127.97	流动比率	3.46	3.24	3.63	3.39	3.54		
财务费用	-4	-2	-2	-2	-2	速动比率	2.86	2.71	3.19	3.03	3.19		
应收账款减	0	0	-3	-2	-3	营运能力							
预收帐款增	0	0	80	117	165	总资产周转	0.62	0.69	0.72	0.82	0.86		
投资活动现	-322	-600	-26	-46	48	应收账款周	553	989	660	542	534		
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周	17.67	17.08	18.54	23.90	26.09		
长期股权投	0	0	0	0	0	每股指标							
投资收益	8	24	70	55	50	每股收益	0.49	0.52	0.82	1.06	1.45		
筹资活动现	-69	-51	-60	54	-3	每股净现金	0.02	-0.16	0.28	0.18	0.36		
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产	2.98	2.44	3.12	3.99	5.21		
长期借款增	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	197	263	0	0	0	P/E	55.59	52.38	33.13	25.69	18.73		
资本公积增	-197	-263	0	0	0	P/B	9.15	11.15	8.72	6.83	5.23		
现金净增加	12	-129	219	138	287	EV/EBITDA	31.12	33.31	22.23	17.53	13.01		

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。

研究助理简介

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。