



2018年10月25日

增持(维持)

当前价: 20.99 元

目标价: 元

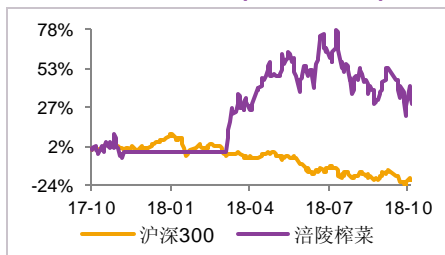
分析师: 徐鸿飞

执业编号: S0300518090001

电话: 010-66235689

邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018F	2019F	2020F
主营收入	1520	1918	2249	2668
(+/-)	36%	26%	17%	19%
归母净利润	414	641	726	868
(+/-)	61%	55%	13%	19%
EPS(元)	0.52	0.81	0.92	1.10
P/E	42.3	27.3	24.1	20.2

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

涪陵榨菜(002507.SZ)

【联讯食品饮料】涪陵榨菜：收入增速收窄，成本费用双降利润率提升

投资要点

◇ 事件：

公司发布三季报：1-9 月，实现营业收入 15.45 亿元，同比增长 25.94%；归母净利润 5.23 亿元，同比增长 72.16%；扣非后归母净利润 5.01 亿元，同比增长 68.67%。基本每股收益 0.66 元，同比增长 73.68%。公司预计 2018 年全年归母净利润将达到 6.01 亿元-7.25 亿元，同比增长 45%-75%。

◇ 季节性回落与涨价因素消退共同作用，单季收入增速收窄

3Q18 当季实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 10.83%，增速同比收窄 23.95pct，环比收窄 12.95pct。一是受季节性因素影响，3 季度环比会有所下降；二是，去年提价等因素使得去年的同期基数较高，同时“大水漫灌”活动销售折扣也对收入增长产生一些影响。

◇ 成本下降与费用减少叠加，利润率提升

前 3 季度，销售毛利率 55.73%，其中 3 季度毛利率 57.17%，同比增加 10.86pct。毛利率上升，除价格因素外，主要是今年青菜头采购量充足，成本同比下降 20%，随着新原料的投入，成本下降对毛利率提升贡献较大。

前 3 季度，公司实现净利润 5.23 亿元，净利率 33.86%，同比增加 9.09pct。其中，3 季度实现净利润 2.18 亿元，同比增长 65.15%；净利率 45.32%，同比增加 14.91pct，环比增加 11.21pct。毛利率提升是净利润率增长的主要原因。

费用方面，1-9 月销售费用 2.48 亿元，同比增长 28.50%，销售费用率 16.05%。但在 3Q 销售费用仅 0.38 亿元，同比下降 13.64%，环比下降 59.14%；单季销售费用率 7.90%，同比下降 2.24pct。按照公司往年费用投入的节奏，预计 4 季度销售费用率仍有进一步下降的空间。

◇ 盈利预测

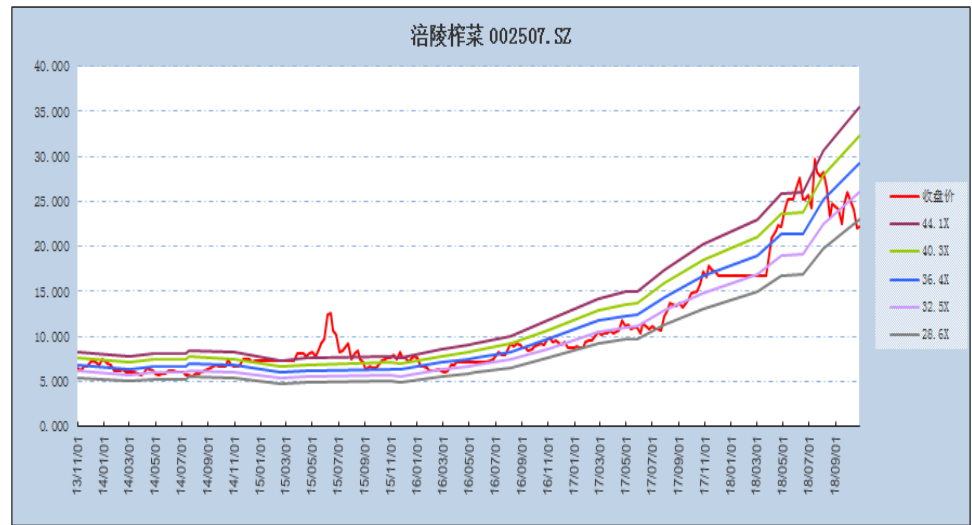
截至 9 月末，预收款 1.85 亿元，同比增加 0.87 亿元，环比增加 0.46 亿元。考虑到收入增速收窄受到基数与销售推广活动等多因素干扰，且公司正对渠道进行积极调整，预收款同比、环比增长较多，未来需求仍有望维持一个良好的增长态势。我们预计 18-19 年，营业收入 19.18、22.49 亿元；EPS 0.81、0.92 元。

◇ 风险提示

宏观经济波动，居民消费增速超预期下降；原材料价格波动；食品安全问题；市场推广不利；产能进度不及预期。

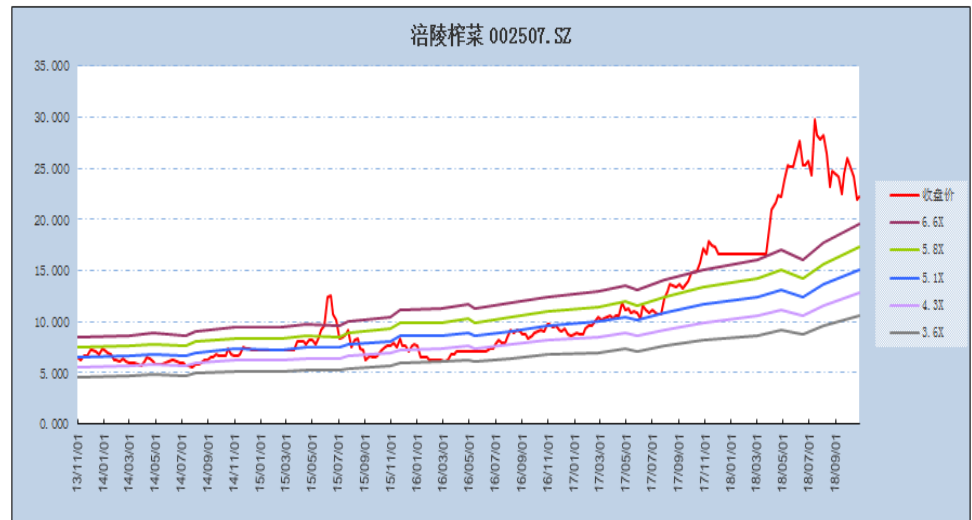


图表1: PE Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表2: PB Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1524	1592	1238	1323	经营活动现金流	523	645	1237	1065
现金	142	166	241	413	净利润	414	641	726	868
应收账款	2	0	0	0	折旧摊销	59	67	64	62
其它应收款	4	5	6	7	财务费用	0	-1	-2	-3
预付账款	11	11	13	16	投资损失	-24	-44	-44	-44
存货	248	258	302	353	营运资金变动	75	0	491	159
其他	1117	1151	675	534	其它	-1	-18	1	24
非流动资产	961	1071	1638	1840	投资活动现金流	-600	-132	-586	-242
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-85	-177	-631	-287
固定资产	719	698	680	1630	其他	-515	44	44	44
无形资产	118	106	95	86					
其他	124	266	862	124	筹资活动现金流	-51	-488	-576	-651
资产总计	2484	2663	2875	3164	短期借款	0	0	0	0
流动负债	470	497	561	635	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-51	-488	-576	-651
应付账款	110	118	138	161	现金净增加额	-129	24	75	172
其他	361	379	423	473					
非流动负债	86	86	86	86	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	86	86	86	86	营业收入	36%	26%	17%	19%
负债合计	556	583	647	721	营业利润	70%	56%	17%	20%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	61%	55%	13%	19%
归属母公司股东权益	1928	2080	2229	2443	获利能力				
负债和股东权益	2484	2663	2875	3164	毛利率	48%	56%	56%	57%
					净利率	27%	33%	32%	33%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	21%	31%	33%	36%
营业收入	1520	1918	2249	2668	ROIC	20%	30%	32%	35%
营业成本	787	847	992	1160	偿债能力				
营业税金及附加	26	32	38	45	资产负债率	22%	22%	22%	23%
营业费用	219	288	337	400	净负债比率	0%	0%	0%	0%
管理费用	48	61	71	85	流动比率	3.24	3.20	2.21	2.08
财务费用	-2	-1	-2	-3	速动比率	2.71	2.69	1.67	1.53
资产减值损失	3	1	0	0	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.72	0.78	0.84
投资净收益	30	44	44	44	应收账款周转率	989	2076	12505	12570
营业利润	470	735	857	1025	应付账款周转率	8.84	7.45	7.75	7.75
营业外收入	39	28	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	21	7	0	0	每股收益	0.52	0.81	0.92	1.10
利润总额	488	756	857	1025	每股经营现金	0.66	0.82	1.57	1.35
所得税	74	114	131	158	每股净资产	2.44	2.64	2.82	3.09
净利润	414	641	726	868	估值比率				
少数股东损益	0	0	0	0	P/E	42.3	27.3	24.1	20.2
归属母公司净利润	414	641	726	868	P/B	9.1	8.4	7.9	7.2
EPS（元）	0.52	0.81	0.92	1.10	EV/EBITDA	22.7	14.8	12.9	11.0

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

徐鸿飞，中国人民大学本科，2016年7月加入联讯证券，现任食品饮料分析师，证书编号：S0300518090001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com