

涪陵榨菜 (002507) 2018年三季度报点评

## Q3收入增速放缓，盈利高增长延续

2018年10月26日

## 【投资要点】

- ◆ **事件：**公司发布三季度报，前三季度营收 15.45 亿元，同比+25.94%；归母净利润 5.23 亿元，同比+72.16%。单 Q3 营收 4.82 亿元，同比+11.01%；归母净利润 2.18 亿元，同比+65.18%。
- ◆ **Q3 营收增速放缓，控货消化渠道库存。**公司单 Q3 营收 4.82 亿元，同比+11.01%，低于 2018Q1/Q2 营收增速 47.7%/23.7%的水平。上半年公司采取“大水漫灌”式渠道扩张，抢夺竞争对手市场份额。由于促销力度较大，经销商囤货动力足，因而渠道库存充盈。三季度渠道控货导致增速逐季降低，预计四季度有望回升。从预收账款看未来收入情况保持乐观：三季度预收账款账面值为 1.85 亿元，较中报增加 0.46 亿元，较去年同期增加 0.87 亿元。
- ◆ **毛利率同比大幅提升，叠加费用率下滑，业绩高增长。**前三季度毛利率为 55.7%，大幅提升 9 pct，原因是 1) **成本下降：**2018 年上游原材料青菜头迎来丰收年，收购价格下降约 15%，按照榨菜成本中材料占比约 75%，预计榨菜的成本端下降约 11.3%；2) **提价贡献：**公司 2018 年以来通过包装缩量的方式再度变相提价，上半年提价贡献营收增速约 10%，配合大水漫灌的渠道推广、红动中国等营销手段使主产品榨菜实现量价提升。销售费用投入力度前高后低，Q3 单季度销售费用率为 7.9%，环比下降 8.7 pct，同比下降 2.2 pct。扣除非经常性损益后的可比营业利润同比增长 66.3%，高于去年同期 51.1%的增幅。
- ◆ **量价提升仍有空间，多品类发展前景向好。**公司是酱腌菜行业具有定价权的龙头企业，在环保监管趋严、消费者追求品质的背景下加速扩张渠道。量的增长来源于提高渠道利润挤占竞争对手份额，以及市场渠道下沉渗透。价的增长放缓，仍然有通过包装缩量+结构改善的提价空间。此外，公司对多目标平衡发展模式进行优化，推广培育惠通泡菜、乌江小脆口新品，上半年泡菜增速 34%+，新的产品周期次第开花将持续推动营收增长。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

## 东方财富证券研究所

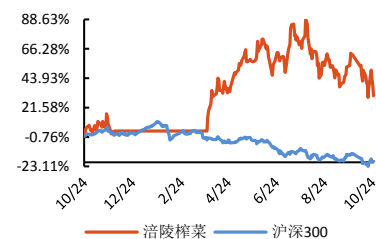
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：沈旸

电话：021-23586480

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万元)	16568.61
流通市值 (百万元)	16198.41
52 周最高/最低 (元)	30.78/16.00
52 周最高/最低 (PE)	50.50/26.16
52 周最高/最低 (PB)	12.43/6.87
52 周涨幅 (%)	30.45
52 周换手率 (%)	241.06

## 相关研究

《渠道拓展+产能扩张，公司维持良性发展》

2018.07.30

《广告渠道协同推进，公司长足发展可期》

2018.03.19

### 【投资建议】

- ◆ 预计公司 Q4 营收增速略有好转，但考虑 2017Q4 基数较高，下调全年营收 1%。同时由于低成本持续+提价驱动，提高全年毛利率水平至 55.6%。调高 2018/19/20 年归母净利润 19.3%/20.6%/20.7%至 6.58/8.02/9.55 亿元，YoY58.99%/21.82%/19.09%，对应 EPS 0.83/1.02/1.21 元。
- ◆ 维持“增持”评级

### 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1520.24	1893.47	2281.64	2677.02
增长率（%）	35.64	24.55	20.50	17.33
EBITDA（百万元）	544.45	832.08	1007.48	1193.24
归母净利润（百万元）	414.14	658.45	802.10	955.21
增长率（%）	61.00	58.99	21.82	19.09
EPS（元/股）	0.52	0.83	1.02	1.21
市盈率（P/E）	40.01	25.16	20.66	17.35
市净率（P/B）	8.59	6.82	5.46	4.42
EV/EBITDA	30.17	19.78	16.33	13.69

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 【风险提示】

- ◆ 经济下行带来消费低迷；
- ◆ 材料成本上升；
- ◆ 食品安全风险。

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1523.57</b>	<b>2083.73</b>	<b>2727.63</b>	<b>3487.17</b>
货币资金	142.18	107.85	111.48	228.66
应收及预付	16.62	18.73	21.82	24.53
存货	247.76	240.00	277.19	316.84
其他流动资产	1117.01	1717.14	2317.14	2917.14
<b>非流动资产</b>	<b>960.75</b>	<b>978.39</b>	<b>1057.42</b>	<b>1139.48</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	718.58	688.75	720.39	755.01
在建工程	59.78	109.77	159.77	209.76
无形资产	156.72	154.16	151.54	148.99
其他长期资产	25.67	25.72	25.72	25.72
<b>资产总计</b>	<b>2484.31</b>	<b>3062.12</b>	<b>3785.05</b>	<b>4626.65</b>
<b>流动负债</b>	<b>470.37</b>	<b>547.60</b>	<b>665.77</b>	<b>788.97</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	470.37	547.60	665.77	788.97
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债</b>	<b>86.01</b>	<b>86.01</b>	<b>86.01</b>	<b>86.01</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	86.01	86.01	86.01	86.01
<b>负债合计</b>	<b>556.38</b>	<b>633.61</b>	<b>751.78</b>	<b>874.98</b>
股本	789.36	789.36	789.36	789.36
资本公积	21.29	21.29	21.29	21.29
留存收益	1117.29	1617.87	2222.62	2941.02
归属母公司股东权益	1927.94	2428.52	3033.27	3751.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>2484.31</b>	<b>3062.12</b>	<b>3785.05</b>	<b>4626.65</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1520.24</b>	<b>1893.47</b>	<b>2281.64</b>	<b>2677.02</b>
营业成本	787.19	840.34	991.94	1142.67
营业税金及附加	25.70	30.92	37.98	44.39
销售费用	219.46	284.02	333.12	380.14
管理费用	48.31	58.70	68.45	80.31
财务费用	-2.26	-2.13	-1.62	-1.67
资产减值损失	2.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	24.10	55.00	55.00	55.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	6.33	6.33	6.33	6.33
<b>营业利润</b>	<b>469.59</b>	<b>742.96</b>	<b>913.10</b>	<b>1092.52</b>
营业外收入	39.14	36.90	38.02	37.46
营业外支出	21.03	3.00	3.00	3.00
<b>利润总额</b>	<b>487.70</b>	<b>776.86</b>	<b>948.12</b>	<b>1126.98</b>
所得税	73.55	118.41	146.03	171.77
<b>净利润</b>	<b>414.14</b>	<b>658.45</b>	<b>802.10</b>	<b>955.21</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>414.14</b>	<b>658.45</b>	<b>802.10</b>	<b>955.21</b>
EBITDA	544.45	832.08	1007.48	1193.24

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>522.78</b>	<b>709.64</b>	<b>850.94</b>	<b>1014.51</b>
净利润	414.14	658.45	802.10	955.21
折旧摊销	59.02	57.35	60.97	67.93
营运资金变动	52.52	82.74	77.90	80.84
其它	-2.90	-88.90	-90.02	-89.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-600.23</b>	<b>-586.09</b>	<b>-649.98</b>	<b>-660.53</b>
资本支出	-85.19	-41.09	-104.98	-115.53
投资变动	-515.04	-545.00	-545.00	-545.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-51.15</b>	<b>-157.87</b>	<b>-197.34</b>	<b>-236.81</b>
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-51.15	-157.87	-197.34	-236.81
<b>现金净增加额</b>	<b>-128.59</b>	<b>-34.33</b>	<b>3.63</b>	<b>117.17</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>270.78</b>	<b>142.18</b>	<b>107.85</b>	<b>111.48</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>142.18</b>	<b>107.85</b>	<b>111.48</b>	<b>228.66</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	35.64	24.55	20.50	17.33
营业利润增长	70.36	58.21	22.90	19.65
归属母公司净利润增长	61.00	58.99	21.82	19.09
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	48.22	55.62	56.52	57.32
净利率	27.24	34.77	35.15	35.68
ROE	21.48	27.11	26.44	25.46
ROIC	19.54	24.66	24.17	23.39
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	22.40	20.69	19.86	18.91
净负债比率	-0.07	-0.04	-0.04	-0.06
流动比率	3.24	3.81	4.10	4.42
速动比率	2.71	3.37	3.68	4.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.68	0.67	0.64
应收账款周转率	988.74	900.00	900.00	900.00
存货周转率	3.75	3.50	3.58	3.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.52	0.83	1.02	1.21
每股经营现金流	0.66	0.90	1.08	1.29
每股净资产	2.44	3.08	3.84	4.75
<b>估值比率</b>				
P/E	40.01	25.16	20.66	17.35
P/B	8.59	6.82	5.46	4.42
EV/EBITDA	30.17	19.78	16.33	13.69

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

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。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。