



单季收入增速放缓不改长期逻辑，业绩持续靓丽

——涪陵榨菜（002507）三季度财报点评

2018年10月25日

强烈推荐/维持

涪陵榨菜

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		
	Tel:010-66554008 Email: louqian@dxzq.net.cn		

事件：

涪陵榨菜发布第三季度财务报告：2018 前三季度实现营业收入 15.45 亿元，同比增长 25.94%，归属于母净利润 5.23 亿元，同比增长 72.16%，销售毛利率 55.73%，同比上升 8.97pct。其中，单三季度，实现营业收入 4.82 亿元，同比增长 11.01%，实现归属于母公司净利润 2.18 亿元，同比增长 65.18%，销售毛利率 57.26%，同比上升 10.95pct。收入增速略有下降，盈利能力持续表现优秀。

公司分季度财务指标

指标	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
营业收入（百万元）	343.42	449.62	433.84	293.36	507.29	556.23	481.61
增长率（%）	25.08%	35.15%	34.74%	53.14%	47.72%	23.71%	11.01%
毛利率（%）	44.21%	49.12%	46.31%	54.34%	51.18%	58.55%	57.26%
期间费用率（%）	22.81%	21.25%	12.10%	13.33%	26.13%	19.30%	10.80%
营业利润率（%）	21.54%	27.15%	35.14%	41.27%	26.66%	39.63%	48.61%
净利润（百万元）	63.70	108.25	131.92	110.27	114.87	190.38	217.90
增长率（%）	25.61%	66.10%	61.94%	84.15%	80.33%	75.87%	65.18%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.14	0.17	0.14	0.15	0.24	0.28
资产负债率（%）	23.04%	21.53%	21.34%	22.40%	19.85%	20.22%	19.43%
净资产收益率（%）	3.99%	6.53%	7.53%	5.89%	5.79%	9.16%	9.80%
总资产收益率（%）	3.15%	5.07%	5.92%	4.60%	4.56%	7.32%	7.86%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

东兴观点：

- ▶ **三季度收入增速放缓，随渠道库存调至正常水平，预计四季度收入增速恢复正常。**公司2018Q3营收4.82亿元，同比11.01%，收入增速下滑的原因有①2017Q3提价放量基数过高；②2018Q2大水漫灌争夺其他厂商经销商资源使得经销商囤货严重，2018Q3进货少。随着线下地推活动进度的放缓，公司2018Q3的销售费用率也同比下降2.2pct至7.9%。三季度经销商库存比恢复正常，预付款项增多，四季度收入增速预计恢复正常，全年目标可实现。
- ▶ **收入增速放缓不影响盈利能力，净利率创新高。**公司前三季度归母净利2.18亿元，同比上升65.18%，扣非归母净利1.97亿元，同比上升51.65%；2018Q3毛利率达57.26%，同比上升10.95pct，净利率45.24%，同比上升14.53pct。公司盈利能力持续提升的原因有①涨价效应尚存；②今年青菜头成本低，加之公司原材料贮藏能力持续提升，成本可控；③销售费用率下降，虽由于人员薪酬和车间维修费用使得管理费用略有上升，但总费用率下降；④收到3000多万的政府补助，营业外收入有上涨。
- ▶ **公司龙头地位稳固，渠道持续下沉，2017提价效应及2018原料低成本溢价将持续全年，业绩持续靓丽，看好全年高增速。**2018年中新增的“1.6万吨脆口生产线项目”、“5.3万吨榨菜生产线项目”持续建设，预计2019年公司榨菜产能为18.9万吨、泡菜产能6万吨，保障后方产能供应；目前拥有的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；公司各地区发展不均衡，北方地区仍较薄弱，渠道下沉仍有空间；脆口、泡菜等新品增长迅速，30%以上增速，随新建项目落地，加之渠道优势，品类多元化可期。

盈利及风险预测：

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，给予公司2018年-2020年EPS分别为0.82、1.06元、1.44元，给予公司30X估值，维持“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

姜倩

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。