



# 动销Q4回暖，提价空间仍在，涪陵榨菜业绩持续高增速

——涪陵榨菜（002507）业绩快报点评

2019年2月27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	分析师	执业证书编号：
	Tel:010-66554008      Email: louqian@dxzq.net.cn	S1480519020001

## 事件：

涪陵榨菜发布 2018 业绩快报：2018 实现营业收入 19.14 亿元，同比增长 25.92%，归母净利润 6.62 亿元，同比增长 59.78%，其中 Q4 实现营业收入 3.69 亿元，同比增长 25.86%，Q4 实现归母净利润 1.39 亿元，同比增长 25.66%，收入增速改善。

## 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：

- ▶ 四季度顺货提价并未影响销量，产品价格体系调整到位，收入增速恢复。公司10月底对7个单品提价10%后统一到岸价，在防止窜货及保护渠道各方利益方面效果显著，因提价产品占收入比

重小、榨菜单价低、消费者不敏感，销售并未受到较大影响，在三季度渠道经销商库存比恢复正常后，公司 Q4 收入同比增长 25.86%，恢复稳定。

➤ **费用增加持续提升盈利能力，会计准则变化影响归母净利增速。**公司 Q4 实现营业利润 1.94 亿，同比增长 60.57%，远高于收入同比增速，盈利能力持续高增，从收入端来看，微微受益于四季度产品提价效应；从成本端来看，18 年青菜头成本低，加之公司原材料库存稳定、贮藏能力持续提升，成本可控；从费用端来看，公司 Q4 加大渠道下沉及新零售推广力度，费用同比增加。公司 Q4 实现利润总额 1.66 亿，同比增长 26.63%，实现归母净利 1.39 亿，同比增长 25.66%，增幅远低于营业利润增速，这是由于会计准则变化导致的，营业外收入与其他收益重新划分。

➤ **公司龙头地位稳固，渠道持续下沉，品类多元化可期。**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，三四线城市仍有下沉空间，同时积极渗透新零食渠道；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 0.84、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
<b>流动资产合</b>	995	1524	2078	3276	4751	<b>营业收入</b>	1121	1520	1914	2937	4137
货币资金	271	142	351	499	786	<b>营业成本</b>	608	787	861	1269	1625
应收账款	1	2	3	6	9	营业税金及	19	26	32	49	68
其他应收款	6	4	5	8	12	营业费用	178	219	211	499	869
预付款项	7	11	11	11	11	管理费用	52	48	42	88	124
存货	172	248	236	348	445	财务费用	-4	-2	-2	-2	-2
其他流动资	536	1117	1471	2392	3472	资产减值损	0.36	2.68	1.06	1.37	1.70
<b>非流动资产</b>	938	961	983	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	17.00	55.00	50.00
固定资产	739.9	718.58	817.97	757.85	641.66	<b>营业利润</b>	276	470	786	1088	1501
无形资产	127	118	106	94	82	营业外收入	34.67	39.14	44.00	34.20	34.05
其他非流动	3	6	0	0	0	营业外支出	4.52	21.03	52.00	6.00	5.00
<b>资产总计</b>	1932	2484	3061	4187	5534	<b>利润总额</b>	306	488	778	1116	1530
<b>流动负债合</b>	288	470	551	966	1350	所得税	49	74	118	279	383
短期借款	0	0	0	268	448	<b>净利润</b>	257	414	661	837	1148
应付账款	69	110	94	139	178	少数股东损	0	0	0	0	0
预收款项	149	238	334	436	601	归属母公司	257	414	661	837	1148
一年内到期	0	0	0	0	0	EBITDA	452	641	830	1214	1627
<b>非流动负债</b>	78	86	7	7	7	<b>EPS (元)</b>	0.49	0.52	0.84	1.06	1.45
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	366	556	558	973	1358	<b>成长能力</b>					
少数股东权	0	0	0	0	0	营业收入增	20.43%	35.64%	25.90%	25.90%	40.86%
实收资本(或	526	789	789	789	789	营业利润增	57.39%	70.36%	67.47%	67.47%	38.03%
资本公积	284	21	21	21	21	归属于母公	56.72%	28.95%	59.58%	59.58%	37.14%
未分配利润	652	973	1337	1747	2365	<b>获利能力</b>					
归属母公司	1566	1928	2503	3147	4110	毛利率(%)	45.78%	48.22%	55.00%	55.00%	60.72%
<b>负债和所有</b>	1932	2484	3061	4120	5467	净利率(%)	22.95%	27.24%	34.53%	34.53%	27.75%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利</b>					
单位: 百万元						13.31%	13.31%	16.67%	20.61%	21.59%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	16.42%	21.48%	26.40%	26.40%	27.93%
<b>经营活动现</b>	403	523	424	131	241	<b>偿债能力</b>					
净利润	257	414	661	837	1148	资产负债率	19%	22%	18%	18%	25%
折旧摊销	180.0	173.91	45.52	127.97	127.97	流动比率	3.46	3.24			3.54
财务费用	-4	-2	-2	-2	-2	速动比率	2.86	2.71			3.19
应收账款减	0	0	-1	-2	-3	<b>营运能力</b>					
预收帐款增	0	0	96	117	165	总资产周转	0.62	0.69	0.69	0.69	0.86
<b>投资活动现</b>	-322	-600	-52	-46	48	应收账款周	553	989	793	793	534
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周	17.67	17.08	18.77	18.77	26.09
长期股权投	0	0	0	0	0	<b>每股指标</b>					
投资收益	8	24	17	55	50	每股收益	0.49	0.52	0.84	0.84	1.45
<b>筹资活动现</b>	-69	-51	-96	54	-3	每股净现金	0.02	-0.16	0.35	0.35	0.36
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产	2.98	2.44	3.17	3.17	5.21
长期借款增	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	197	263	0	0	0	P/E	55.59	52.38	26.83	26.83	18.73
资本公积增	-197	-263	0	0	0	P/B	9.15	11.15	7.08	7.08	5.23
<b>现金净增加</b>	12	-129	276	138	287	EV/EBITDA	31.12	33.31	20.94	20.94	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。

### 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。