

涪陵榨菜 (002507) \ 食品饮料

——毛利率提升显著，乌江协同战略方向清晰

事件:

公司2018年实现营业收入19.14亿元，同比增长25.92%；归母净利润6.61亿元，同比增长59.78%。其中2018Q4实现营业收入3.69亿元，同比增长25.86%，归母净利润1.39亿元，同比增长25.66%。

投资要点:

➤ 脆口系列维持业绩高贡献，区域发展稳步

公司产品中榨菜收入16.28亿元(+26.76%)，其他佐餐开胃菜收入1.34亿元(+25.93%)，泡菜收入1.47亿元(+19.31%)。2018年公司销量为14.44万吨，量增贡献10.65%，价格与产品结构提升对业绩收入的贡献13.8%。分地区来看，全国大部分地区均实现30%以上的增长，销售过2亿的区域有：华北大区收入2.52亿元(+41.07%)，华东大区收入2.42亿元(+33.58%)，华中大区收入2.28亿元(+34.37%)，华南大区收入5.64亿元(+14.28%)。

➤ 提价&成本下降导致榨菜毛利率明显提升

2018年公司榨菜产品毛利率57.44%(+8.65pct)，榨菜的毛利率提升主要原因在于提价政策、成本下滑与产品结构调整。公司领先于成本上行期间提价，2018年榨菜成本结构中原材料占比76.12%(-2.64pct)，同时公司新开发小脆口榨菜、泡萝卜、泡白菜、泡竹笋、发酵泡菜等4支新产品。而2018年公司青菜头的采购价并未出现明显提升，采购成本出现大幅下降，因此盈利能力提升。公司的贮藏池建设项目为公司未来的原材料采购和成本控制提供保障，我们认为公司2019年青菜头的采购价格将有望维持稳定，成本压力缓解。泡菜产品毛利率44.34%(-1.72pct)，泡菜成本结构中原材料占比75.06%(+6.23pct)，我们认为公司未来做大泡菜业务后有望实现规模效应，毛利率有望得到提升。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,520.24	1,914.35	2,353.66	2,888.55	3,471.47
增长率(%)	35.64%	25.92%	22.95%	22.73%	20.18%
EBITDA(百万元)	537.36	798.66	970.79	1,221.92	1,474.04
净利润(百万元)	409.72	637.35	793.75	984.90	1,197.73
增长率(%)	59.28%	55.56%	24.54%	24.08%	21.61%
EPS(元/股)	0.52	0.81	1.01	1.25	1.52
市盈率(P/E)	56.58	36.37	29.21	23.54	19.36
市净率(P/B)	12.02	9.38	7.10	5.46	4.26
EV/EBITDA	43.14	27.91	22.09	17.13	13.31

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：29.37元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	789/775
流通A股市值(百万元)	23,448
每股净资产(元)	3.13
资产负债率(%)	17.03
一年内最高/最低(元)	31.17/16.90

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

王映雪 研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：wangyingxue@glsc.com.cn

相关报告

- 《涪陵榨菜 (002507) \ 食品饮料行业》
《库存管理导致 Q3 收入增速放缓，盈利能力显
- 《涪陵榨菜 (002507) \ 食品饮料行业》
《提价降本提升毛利率，渠道扩张助推业绩成长》
- 《涪陵榨菜 (002507) \ 食品饮料行业》
《品类拓展多点开花，费用下降增强盈利能力》

➤ **渠道管控能力增强，市占率提升**

公司2018Q2采取“大水漫灌”政策提升市场占有率，经销商的渠道库存相较以前更高，四季度库存水平有所消化。2018年11月份公司上调了7个单品的产品到岸价格，防止华南地区和华南以外地区产品的到岸价差距导致的窜货行为。公司对渠道的管控能力增强，渠道利润率趋于稳定合理。2018年公司销售费用率为14.66%(+0.22pct)，管理费用率为3.08%(-0.10pct)，净利率为34.57%。2018年公司预收账款155.44亿元，相较2017年有所下滑，公司目前提价后渠道依然处于良性运行。

➤ **未来发展规划清晰，品类向泡菜延伸**

公司未来的品类扩张方向是以榨菜为主，做大泡菜，兼并重组酱类。公司榨菜依然用乌江品牌推广，泡菜用惠通品牌推广。公司在东北启动了辽宁开味食品有限公司年产5万吨泡菜生产基地建设项目，未来脆口系列产品和泡菜有望实现快速增长，同时针对餐饮行业的变化有望开发餐饮渠道。

➤ **盈利预测与估值**

我们预计公司2019-2021年实现营业收入23.54亿元/28.89亿元/34.71亿元，归母净利润7.94亿元/9.85亿元/11.98亿元，EPS为1.01/1.25/1.52元，对应当前股价PE倍数为29/24/19倍，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**

原材料成本上涨风险、泡菜增速不及预期、宏观经济下行风险

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	42.09	987.32	1,850.5	2,390.1	3,735.3	营业收入	1,520.2	1,914.3	2,353.6	2,888.5	3,471.4
应收账款+票据	5.92	11.65	15.04	17.71	21.64	营业成本	787.19	846.87	1,026.5	1,259.0	1,513.3
预付账款	10.57	5.93	17.74	11.29	23.60	营业税金及附加	25.70	30.01	36.90	45.28	54.42
存货	247.76	329.93	275.25	466.99	425.17	营业费用	219.46	280.59	338.93	413.06	492.95
其他	1,117.0	333.92	333.92	333.92	333.92	管理费用	48.31	58.88	70.61	86.66	104.14
流动资产合计	1,423.3	1,668.7	2,492.5	3,220.1	4,539.7	财务费用	-2.26	-3.43	-42.43	-63.47	-91.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2.68	2.99	2.99	2.99	2.99
固定资产	718.58	761.06	681.97	1,028.4	1,172.0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	59.78	172.86	472.86	300.00	300.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	117.76	154.58	151.14	147.70	144.27	其他	0.00	-0.96	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	46.68	57.19	57.19	57.19	57.19	营业利润	439.16	697.48	920.13	1,145.0	1,395.4
非流动资产合计	942.80	1,145.6	1,363.1	1,533.3	1,673.5	营业外净收益	42.21	46.20	13.69	13.69	13.69
资产总计	2,366.1	2,814.4	3,855.6	4,753.4	6,213.2	利润总额	481.36	743.68	933.82	1,158.7	1,409.0
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	71.64	106.33	140.07	173.80	211.36
应付账款+票据	109.51	74.01	148.73	124.45	203.91	净利润	409.72	637.35	793.75	984.90	1,197.7
其他	316.86	257.35	430.09	367.26	549.86	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	426.37	331.36	578.82	491.71	753.77	归属于母公司净利润	409.72	637.35	793.75	984.90	1,197.7
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	11.83	11.83	11.83	11.83	11.83						
非流动负债合计	11.83	11.83	11.83	11.83	11.83						
负债合计	438.20	343.20	590.65	503.54	765.60						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	789.36	789.36	789.36	789.36	789.36						
资本公积	21.29	21.29	21.29	21.29	21.29						
留存收益	1,117.2	1,660.6	2,454.3	3,439.2	4,636.9						
股东权益合计	1,927.9	2,471.2	3,265.0	4,249.9	5,447.6						
负债和股东权益总	2,366.1	2,814.4	3,855.6	4,753.4	6,213.2						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	409.62	614.17	782.11	973.27	1,186.0
折旧摊销	59.02	57.78	79.54	126.83	156.83
财务费用	0.00	-0.44	-42.57	-63.61	-91.88
存货减少	-75.49	-82.17	54.68	-191.74	41.82
营运资金变动	146.17	-27.34	232.26	-83.34	245.82
其它	-15.78	-3.26	2.99	2.99	2.99
经营活动现金流	523.55	558.75	1,109.0	764.40	1,541.6
资本支出	85.31	291.98	300.00	300.00	300.00
长期投资	2,067.1	2,567.0	0.00	0.00	0.00
其他	1,552.2	3,403.6	11.64	11.64	11.64
投资活动现金流	-600.23	544.59	-288.36	-288.36	-288.36
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-51.15	-118.40	42.57	63.61	91.88
筹资活动现金流	-51.15	-118.40	42.57	63.61	91.88
现金净增加额	-127.83	985.37	863.22	539.65	1,345.1

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	35.64%	25.92%	22.95%	22.73%	20.18%
EBIT	58.50%	54.89%	20.30%	22.87%	20.28%
EBITDA	50.12%	48.63%	21.55%	25.87%	20.63%
归属于母公司净利润	63.46%	55.56%	24.54%	24.08%	21.61%
获利能力					
毛利率	48.22%	55.76%	56.39%	56.41%	56.41%
净利率	26.95%	33.29%	33.72%	34.10%	34.50%
ROE	21.25%	25.79%	24.31%	23.17%	21.99%
ROIC	27.33%	33.29%	47.28%	60.07%	55.34%
偿债能力					
资产负债	18.52%	12.19%	15.32%	10.59%	12.32%
流动比率	3.34	5.04	4.31	6.55	6.02
速动比率	0.14	3.03	3.25	4.92	5.02
营运能力					
应收账款周转率	903.76	243.57	607.91	274.43	512.23
存货周转率	3.18	2.57	3.73	2.70	3.56
总资产周转率	0.64	0.68	0.61	0.61	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.81	1.01	1.25	1.52
每股经营现金流	0.66	0.71	1.40	0.97	1.95
每股净资产	2.44	3.13	4.14	5.38	6.90
估值比率					
市盈率	56.58	36.37	29.21	23.54	19.36
市净率	12.02	9.38	7.10	5.46	4.26
EV/EBITDA	43.14	27.91	22.09	17.13	13.31
EV/EBIT	48.46	30.09	24.07	19.12	14.89

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810