

## 收入调整期，成本费用下行叠加业绩高增长

### ——涪陵榨菜（002507）2019年一季度财报点评

2019年04月23日

推荐/下调

涪陵榨菜 财报点评

#### 投资要点：

- **事件：**4月19日，涪陵榨菜发布一季度报告。2019年一季度实现营业收入5.27亿元，同比增长3.81%，归母净利润1.55亿元，同比增长35.15%。
- **高基数叠加经销商18Q4提前备货，19Q1收入增长略有放缓。**由于18Q1收入大增、营收基数扩大，19Q1营收同比增速有所放缓。同时，18年10月底公司对旗下7个榨菜单品提价10%，下游经销商提前备货也对一季度收入增速造成压力。随着经销商库存消耗，出货量回升叠加提价效应释放，预计收入增速会逐渐回升。
- **青菜头价格下行叠加公司原料贮藏能力持续增强，毛利持续走高。**公司19Q1毛利率高达58.14%，同比上升6.94pct，毛利率大幅上升一方面是由于青菜头价格的下行。根据涪陵榨菜公告信息，18Q1涪陵地区青菜头收购价在800-1000元/吨范围，而19Q1青菜头收购均价在700-800元/吨区间，青菜头占榨菜产品总成本40%左右，收购价下行推动公司19Q1毛利提升；另一方面，公司目前拥有20.5万立方米原材料贮藏能力，一定程度平抑成本波动。公司19Q1存货与期初相比上涨38.81%，主要为购买原料增加所致，目前已备入更多的低价青菜头。公司近3年存货周转天数约为108天，且前几个月仍在消耗去年库存，目前低价存货足以支撑公司生产至Q3，预计全年公司全年毛利将受益于原料降价，同比提升。
- **三费下降对冲投资收益减少，净利稳定提升。**公司19Q1净利率提升6.84pct至29.48%，主要得益于毛利率的提升以及三费的下降，而投资收益同比减少则对净利提升形成压力。19Q1销售/管理/财务费用率分别为20.11%/2.83%/-0.17%，同比下降2.96pct/0.28pct/0.12pct，三费下降提供3.36%净利率增长空间。然而Q1由于银行理财产品收入下降，投资净收益仅为338万元，远低于去年同期1299万元的收益，一定程度上降低了净利率的提升。公司Q1其他流动资产增加近6.6亿元，主要用于购买银行理财产品，预计全年投资收益会逐步回升，净利率有望进一步提高。
- **规模持续扩大，信用额度放宽应收同比增加、预收下降。**公司近年营收及资产规模不断上升，对其运营能力要求越来越高。19Q1公司应收周转率为21.1，与去年同期相比下降10.54，周转率下滑主要因为应收账款上升所致。为加强新品销售力度，公司对部分客户的信用额度有所放宽，19Q1公司应收账款约4205万元，与期初相比增加434.99%。由于信用额度的放宽，预收款项与期初同比减少37.03%，19Q1预收账款约9788万元。
- **盈利预测与评级：**预计公司19-21年收入分别实现22.93/27.66/32.62亿元，同比增长19.76%/20.66%/17.91%，净利润分别实现8.25/10.09/12.2亿元，同比增长24.63%/22.37%/20.88%，虽受制于成本下行业绩持续稳增，但鉴于公司提价周期和渠道渗透速度放缓，“大乌江”品类布局仍需时日，遂下调至“推荐”评级。
- **风险提示：**1、上游原材料价格大幅波动；2、下游需求不及预期。

#### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,520.24	1,914.35	2,292.64	2,766.40	3,261.96
增长率(%)	35.64%	25.92%	19.76%	20.66%	17.91%
净利润(百万元)	414.14	661.72	824.67	1,009.12	1,219.82
增长率(%)	61.00%	59.78%	24.63%	22.37%	20.88%
净资产收益率(%)	21.48%	26.78%	25.86%	24.94%	23.88%
每股收益(元)	0.52	0.84	1.04	1.28	1.55
PE	54.90	33.99	27.33	22.33	18.47

#### 刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

#### 娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

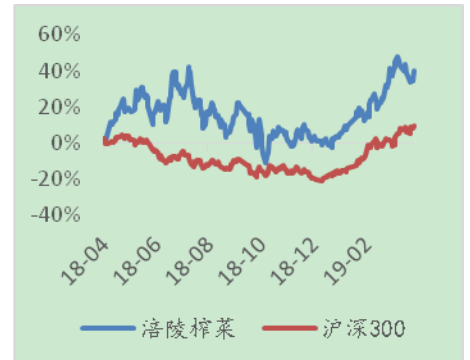
执业证书编号：

S1480519020001

#### 交易数据

52周股价区间(元)	18.6-32.04
总市值(亿元)	236
流通市值(亿元)	236
总股本/流通A股(万股)	77513/78936
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.25%

#### 52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《涪陵榨菜（002507）2018年度财报点评：渗透与提价同在，期待后续产能持续释放》2019-03-25
- 2、《涪陵榨菜（002507）动销Q4回暖，提价空间仍在，涪陵榨菜业绩持续高增速》2019-02-27
- 3、《涪陵榨菜（002507）三季度财报点评：单季收入增速放缓不改长期逻辑，业绩持续靓丽》2018-10-25
- 4、《涪陵榨菜（002507）半年度财报点评：继续享受提价红利，“大乌江”未来可期》2018-08-01

---

PB	11.69	9.12	7.07	5.57	4.41
----	-------	------	------	------	------

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	1524	1810	2595	3600	4836	<b>营业收入</b>	1520	1914	2293	2766	3262
货币资金	142	1128	1646	2168	2898	<b>营业成本</b>	787	847	948	1146	1354
应收账款	2	8	4	5	6	营业税金及附加	26	30	38	45	53
其他应收款	4	4	5	5	6	营业费用	219	281	328	360	375
预付款项	11	6	6	6	6	管理费用	48	59	70	75	78
存货	248	330	260	314	371	财务费用	-2	-3	-2	-2	-2
其他流动资产	1117	334	674	1101	1547	资产减值损失	2.68	2.99	2.01	2.56	2.52
<b>非流动资产合计</b>	961	1169	1167	1180	1191	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	24.10	53.39	17.00	20.00	10.00
固定资产	718.58	761.06	967.08	994.42	1020.37	<b>营业利润</b>	470	786	926	1160	1410
无形资产	118	155	139	124	108	营业外收入	39.14	0.20	44.00	27.78	23.99
其他非流动资产	6	16	0	0	0	营业外支出	21.03	7.38	3.00	6.00	5.00
<b>资产总计</b>	2484	2978	3762	4779	6027	<b>利润总额</b>	488	778	967	1182	1429
<b>流动负债合计</b>	470	400	545	705	890	所得税	74	117	142	173	210
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	414	662	825	1009	1220
应付账款	110	74	104	126	148	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	238	155	270	408	571	归属母公司净利润	414	662	825	1009	1220
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	520	824	979	1216	1468
<b>非流动负债合计</b>	86	107	29	28	28	<b>EPS (元)</b>	0.52	0.84	1.04	1.28	1.55
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	556	507	573	733	919	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	35.64%	25.92%	19.76%	20.66%	17.91%
实收资本(或股	789	789	789	789	789	营业利润增长	70.36%	67.31%	17.80%	25.34%	21.57%
资本公积	21	21	21	21	21	归属于母公司净利	24.63%	22.37%	24.63%	22.37%	20.88%
未分配利润	973	1467	1921	2456	3127	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	1928	2471	3189	4046	5108	毛利率(%)	48.22%	55.76%	58.63%	58.57%	58.49%
<b>负债和所有者</b>	2484	2978	3762	4779	6027	净利率(%)	27.24%	34.57%	35.97%	36.48%	37.40%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	8.54%	16.67%	22.22%	21.92%	21.11%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	21.48%	26.78%	25.86%	24.94%	23.88%
<b>经营活动现金</b>	523	559	744	725	949	<b>偿债能力</b>					
净利润	414	662	825	1009	1220	资产负债率(%)	22%	17%	15%	15%	15%
折旧摊销	52.99	41.29	51.67	58.12	59.51	流动比率	3.24	4.52	4.76	5.11	5.43
财务费用	-2	-3	-2	-2	-2	速动比率	2.71	3.70	4.29	4.66	5.01
应收账款减少	0	0	4	-1	-2	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	115	138	163	总资产周转率	0.69	0.70	0.68	0.65	0.60
<b>投资活动现金</b>	-600	545	-42	-52	-63	应收账款周转率	989	401	394	665	604
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	17.08	20.86	25.77	24.10	23.81
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	24	53	17	20	10	每股收益(最新摊	0.52	0.84	1.04	1.28	1.55
<b>筹资活动现金</b>	-51	-118	-117	-149	-157	每股净现金流(最	-0.16	1.25	0.74	0.66	0.92
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.44	3.13	4.04	5.13	6.47
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	263	0	0	0	0	P/E	54.90	33.99	27.33	22.33	18.47
资本公积增加	-263	0	0	0	0	P/B	11.69	9.12	7.07	5.57	4.41
<b>现金净增加额</b>	-129	986	584	523	730	EV/EBITDA	43.04	26.00	21.34	16.75	13.38

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、健康食品等研究工作。2018年获得万德wind平台综合影响力第一名，万德wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

### 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。  
\*此处输入文字。

## 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。