

2017年03月30日

涪陵榨菜 (002507.SZ)

## 产品结构升级及费用投向优化助力净利率创新高

■事件：公司发布2016年年报、内部业务结构调整和资产整合公告。2016年实现收入11.21亿元，同比增长20.43%；归属于上市公司股东的净利润2.57亿元，同比增长63.46%。四季度实现收入1.92亿元，同比增长1.25%；归属于上市公司股东的净利润5988万元，同比增长306.27%。公司公告将由全资子公司红天公司承担集团原料供给专业化任务。

■精品战略助力收入高增长，产品结构升级带动毛利率提升。16年公司采用精品战略主动升级产品，升级后大包装产品及高端新品脆口榨菜销售良好，助力收入高增长并带动毛利率提升，四季度收入增速有所放缓主要因为季节性销售不均衡及15年四季度惠通开始并表同比基数较高。其中脆口榨菜16销售火爆但产能有限一度断货，公司现已完成1万吨生产线改扩建，17年有望继续放量。

■销售费用率大幅下降主要受益于费用投向优化，净利率创历史新高。2016年公司销售费用率15.88%，同比下降4.38pct，对净利润增长贡献明显。公司费用率下降主要原因是费用投放结构优化，更具有针对性且灵活可控，在前三季度销售良好的情况下公司主动减少四季度费用投放。公司全年净利率高达22.95%，创出历史新高，剔除政府补贴增加因素净利率也超过20%，盈利能力提升明显。

■泡菜业务仍在稳步调整中，存在一定外延预期。2016年泡菜业务实现收入5581万元，公司对惠通进行的品牌调整和产品瘦身初见成效。未来惠通仍将深化产品聚焦，精简SKU只保留高销量较高毛利产品，并继续进行产品升级和品牌形象打造，加快泡菜业务的调整速度。公司致力于成为行业绝对领导者，并希望依托资本市场推进从“小乌江”向“大乌江”的发展战略，存在一定外延预期。

■行业龙头地位稳固定价权凸显，业务结构调整有利于原材料成本控制。2016年下半年以来公司重要原料青菜头价格上涨较多，而公司作为行业龙头具备较好的成本转嫁能力。据公司公告一月份起对占比过半的主力产品提价15-17%，能够较好地消化成本上升压力。同时据草根调研了解，本次提价对销量影响较小，预计2017年收入仍可保持较快增长。而根据此次公司公告的业务结构调整方案，将对集团公司的原料供应进行进一步整合，有利于整体成本控制。

■投资建议：我们预计公司2017年-2018年的收入增速分别为16.9%、16.6%，净利润增速分别为18.4%、19.1%，维持增持-A的投资评级，6个月目标价为17.11元，相当于2017年29倍的动态市盈率。

■风险提示：高端产品销售不达预期，原材料成本上升过快。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	930.7	1,120.8	1,310.1	1,528.0	1,779.0
净利润	157.4	257.2	310.2	373.5	446.3
每股收益(元)	0.30	0.49	0.59	0.71	0.85
每股净资产(元)	2.61	2.98	3.64	4.21	4.95
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	51.4	31.5	26.1	21.7	18.1
市净率(倍)	5.9	5.2	4.2	3.7	3.1
净利润率	16.9%	23.0%	23.7%	24.4%	25.1%
净资产收益率	11.4%	16.4%	16.2%	16.8%	17.1%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	0.9%	0.7%
ROIC	19.3%	20.8%	22.9%	27.2%	36.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他食品

投资评级 **增持-A**  
维持评级

6个月目标价：**17.11元**  
股价(2017-03-30) **15.38元**

### 交易数据

总市值(百万元)	8,093.54
流通市值(百万元)	4,618.93
总股本(百万股)	526.24
流通股本(百万股)	300.32
12个月价格区间	10.74/17.39元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.81	11.76	43.33
绝对收益	-0.65	14.95	43.9

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
sucheng@essence.com.cn  
021-35082778

毕晓静

报告联系人

bixj@essence.com.cn  
021-35082689

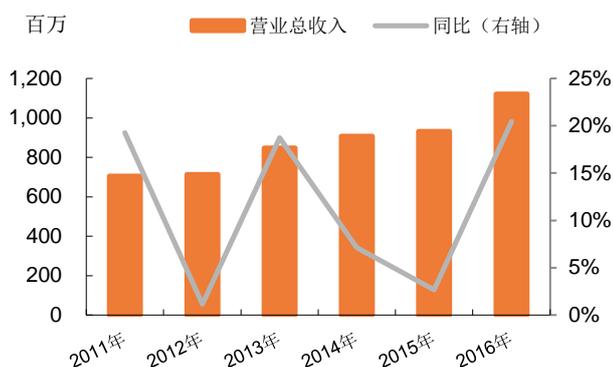
### 相关报告

涪陵榨菜：三季度收入保持较快增长，盈利能力有望持续提升	2016-10-28
涪陵榨菜：涪陵榨菜：趋势向上，看好转型	2016-04-05
涪陵榨菜：四季度惠通并表和新品恢复，2016年趋势继续向上	2016-02-22
涪陵榨菜：涪陵榨菜：从小乌江到大乌江，打造佐餐调味品龙头	2016-01-07

**事件：公司发布 2016 年年报及内部业务结构调整和资产整合公告。**

2016 年实现收入 11.21 亿元，同比增长 20.43%；归属于上市公司股东的净利润 2.57 亿元，同比增长 63.46%。四季度实现收入 1.92 亿元，同比增长 1.25%；归属于上市公司股东的净利润 5988 万元，同比增长 306.27%。公司公告将由全资子公司红天公司承担集团原料供给专业化任务，拟将邱家食品 100% 股权无偿划转至红天公司，并将惠通食业部分空置土地评估后作价入股红天公司。

**图 1：2016 年营业收入同比增长 20.43%**



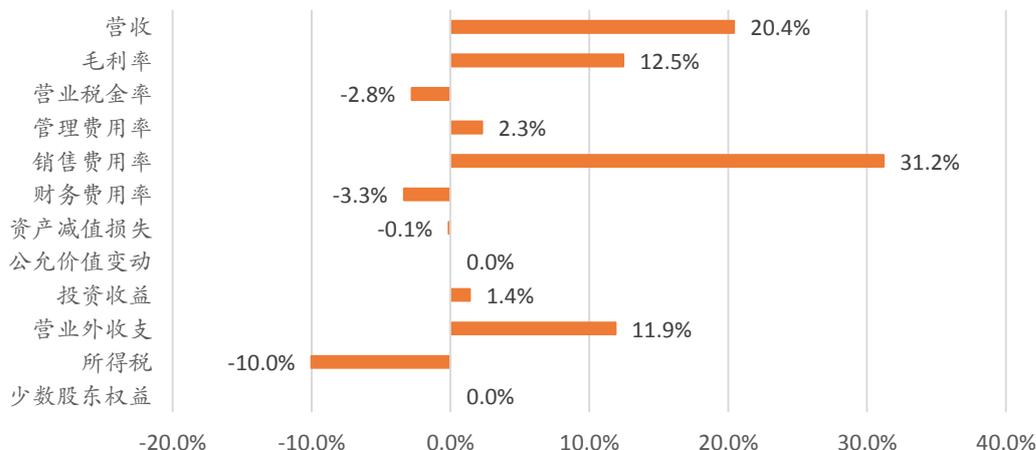
资料来源：wind

**图 2：2016 年净利润同比增长 63.46%**



资料来源：wind

**图 3：公司利润增长主要受益收入增长、毛利率提升、销售费用率下降及营业外收入增加**

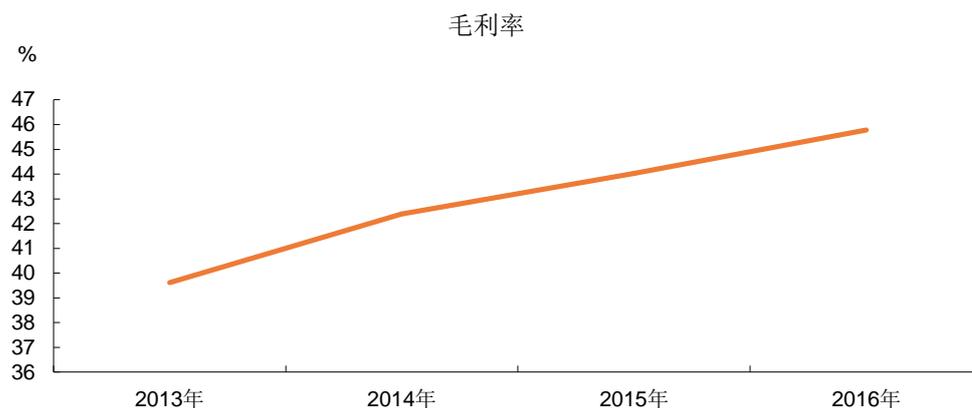


资料来源：wind，安信证券研究中心

**精品战略助力收入高增长，产品结构升级带动毛利率提升。**

公司于 2016 年采用精品战略主动进行产品升级，80、88g 大包装产品及高端新品脆口榨菜均销售良好，助力收入高增长并带动毛利率提升，四季度收入增速有所放缓主要因为季节性销售不均衡及 15 年四季度惠通开始并表同比基数较高。其中脆口榨菜 16 年因销售火爆而产能有限一度断货，据年报披露公司已完成 1 万吨脆口生产线的改扩建，目前总产能 2 万吨，预计 17 年这一单品有望继续放量。

图 4：随产品结构升级，公司毛利率稳步提升

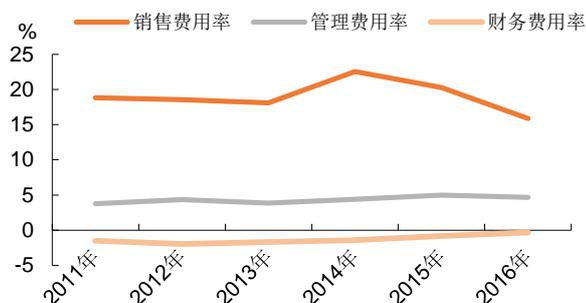


资料来源：wind

销售费用率大幅下降主要受益于费用投向优化，净利率创历史新高。

2016 年公司销售费用率 15.88%，同比大幅下降 4.38pct，其中四季度销售费用率仅 1.87%，对净利润增长贡献明显。公司费用率下降主要原因是费用投放结构的优化，将线上广告等投入转为线下推广，加强终端管控和体验式营销，更具有针对性且更加灵活可控。在前三季度销售良好的情况下公司主动选择减少四季度费用投放，故四季度销售费用较低。公司全年净利率高达 23%，首次突破 20% 创出历史新高，虽存在非经常性影响如政府补贴增加，但剔除这一因素净利率也超过 20%，盈利能力提升明显。未来公司仍将根据市场销售情况来决定费用投放节奏，预计 17 年整体费用率将保持相对稳定，而产品结构升级仍将持续，公司毛利率和净利率仍有一定提升空间。

图 5：销售费用率同比下降 4.38pct 至 15.88%



资料来源：wind

图 6：净利率达 22.95% 创历史新高



资料来源：wind

泡菜业务仍在稳步调整中，存在一定外延预期。

2016 年泡菜业务实现收入 5581 万元，公司对惠通进行的品牌调整和产品瘦身初见成效。未来惠通仍将深化产品聚焦，精简 SKU 只保留高销量较高毛利产品，并继续进行产品升级和品牌形象的打造，加快泡菜业务的调整速度。此外海带丝萝卜等开胃菜也于 16 年实现收入 4484 万元，实现 24% 的快速增长。未来公司仍将致力于成为佐餐开胃菜行业的绝对领导者，并充分利用上市公司的融资优势，依托资本市场寻求资金支持来推进从“小乌江”向“大乌江”的发展战略，存在一定外延预期。

行业龙头地位稳固定价权凸显，业务结构调整有利于原材料成本控制。

2016 年下半年以来公司重要原料青菜头价格上涨较多，而公司作为行业龙头具备较好的成

本转嫁能力。据公司公告一月份起对占比过半的主力产品提价 15-17%，能够较好地消化成本上升压力。同时据草根调研了解，本次提价对销量影响较小，预计 2017 年收入仍可保持较快增长。而根据此次公司公告的业务结构调整方案，将对集团公司的原料供应进行进一步整合，将原料供应集中到同一家子公司有助于扩大规模效应和发挥专业优势，有利于整体成本控制。

**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2018 年的收入增速分别为 16.9%、16.6%，净利润增速分别为 18.4%、19.1%，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为元，相当于 2017 年的动态市盈率。

**风险提示：**高端产品销售不达预期，原材料成本上升过快。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	930.7	1,120.8	1,310.1	1,528.0	1,779.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	520.9	607.7	692.2	800.4	927.8	营业收入增长率	2.7%	20.4%	16.9%	16.6%	16.4%
营业税费	12.2	19.1	18.3	21.4	24.9	营业利润增长率	21.6%	57.4%	24.8%	20.6%	19.7%
销售费用	188.6	178.0	206.3	237.2	272.3	净利润增长率	19.2%	63.5%	20.6%	20.4%	19.5%
管理费用	46.2	52.1	58.0	64.7	71.2	EBITDA 增长率	26.7%	56.7%	23.3%	18.1%	17.3%
财务费用	-7.5	-3.7	-0.8	-2.7	-5.8	EBIT 增长率	27.8%	62.2%	26.2%	20.1%	19.0%
资产减值损失	0.1	0.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	28.5%	60.0%	27.5%	20.1%	19.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.6%	15.9%	1.1%	-10.5%	14.3%
投资和汇兑收益	5.1	8.3	8.0	8.0	8.0	净资产增长率	20.7%	13.9%	22.4%	15.6%	17.6%
<b>营业利润</b>	175.1	275.6	344.0	415.0	466.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	9.5	30.1	21.0	24.4	28.5	毛利率	44.0%	45.8%	47.2%	47.6%	47.9%
<b>利润总额</b>	184.6	305.8	365.0	439.4	525.0	营业利润率	18.8%	24.6%	26.3%	27.2%	27.9%
减:所得税	27.3	48.6	54.7	65.9	78.8	净利润率	16.9%	23.0%	23.7%	24.2%	25.1%
<b>净利润</b>	157.4	257.2	310.2	373.5	446.3	EBITDA/营业收入	22.5%	29.3%	30.9%	31.3%	31.5%
						EBIT/营业收入	18.0%	24.3%	26.2%	27.0%	27.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	236	234	201	168	140
货币资金	259.0	270.8	610.7	1,045.4	1,270.0	流动营业资本周转天数	84	112	113	78	73
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	273	274	300	338	374
应收账款	9.1	7.6	21.5	12.5	27.1	应收账款周转天数	3	3	4	4	4
应收票据	-	0.3	0.1	0.1	0.2	存货周转天数	61	56	53	55	53
预付账款	10.0	7.4	29.1	6.9	32.2	总资产周转天数	586	577	567	573	572
存货	175.3	172.3	213.1	250.3	277.7	投资资本周转天数	355	381	352	287	250
其他流动资产	255.3	536.5	314.8	368.9	406.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	2.1	2.1	1.4	1.8	1.8	ROE	11.4%	16.4%	16.2%	16.8%	17.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	13.3%	14.1%	14.0%	15.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	19.3%	20.8%	22.9%	27.2%	36.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	717.7	740.0	723.6	703.3	678.9	销售费用率	20.3%	15.9%	15.7%	15.5%	15.3%
在建工程	43.5	9.8	9.8	9.8	9.8	管理费用率	5.0%	4.6%	4.4%	4.2%	4.0%
无形资产	129.8	126.9	211.9	216.8	221.4	财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
其他非流动资产	58.2	58.9	57.8	58.2	58.2	三费/营业收入	24.4%	20.2%	20.1%	19.6%	19.0%
<b>资产总额</b>	1,660.0	1,932.4	2,193.9	2,673.9	2,983.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	17.2%	18.9%	12.6%	17.1%	12.6%
应付账款	105.8	115.5	125.7	158.8	171.4	负债权益比	20.7%	23.4%	14.4%	20.6%	14.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.72	3.46	6.24	4.54	6.85
其他流动负债	84.9	172.2	65.0	212.0	122.4	速动比率	2.80	2.86	5.12	3.87	5.91
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-22.47	-72.89	-449.95	-152.40	-85.16
其他非流动负债	94.4	78.3	85.8	86.2	83.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	285.1	366.0	276.5	457.0	377.2	DPS(元)	0.13	-	0.11	0.14	0.11
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	41.8%	0.0%	18.0%	19.9%	12.6%
股本	328.9	526.2	526.2	526.2	526.2	股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	0.9%	0.7%
留存收益	1,046.1	1,040.2	1,391.2	1,690.7	2,080.5						
<b>股东权益</b>	1,375.0	1,566.4	1,917.4	2,216.9	2,606.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EPS(元)	0.30	0.49	0.59	0.71	0.85
净利润	157.4	257.2	310.2	373.5	446.3	BVPS(元)	2.61	2.98	3.64	4.21	4.95
加:折旧和摊销	41.7	56.2	61.3	65.5	69.8	PE(X)	51.4	31.5	26.1	21.7	18.1
资产减值准备	0.1	0.4	-	-	-	PB(X)	5.9	5.2	4.2	3.7	3.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-40.9	103.4	27.2	15.9	28.8
财务费用	1.2	-	-0.8	-2.7	-5.8	P/S	8.7	7.2	6.2	5.3	4.5
投资损失	-5.1	-8.3	-8.0	-8.0	-8.0	EV/EBITDA	28.2	20.6	18.5	14.7	12.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	33.4%	20.2%	33.0%	33.4%	20.2%
营运资金的变动	-46.0	-200.3	55.7	119.6	-184.2	PEG	1.5	1.6	0.8	0.6	0.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	244.6	402.8	418.4	547.9	318.0	ROIC/WACC	1.7	1.9	2.1	2.5	3.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-265.4	-322.0	-121.3	-42.5	-41.9	REP	3.1	2.8	2.8	2.5	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-103.0	-69.0	42.8	-70.9	-51.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034