

2017年10月23日

涪陵榨菜 (002507.SZ)

看好今明两年业绩高增长，上调目标价至19元

■看好今明两年业绩高增长，上调目标价至19元：近期涪陵榨菜股价再创新高，在下游需求旺盛、产品结构优化、规模效应持续扩大的情况下，今明两年业绩有望延续高增趋势，估值切换行情可期。继续坚定看好公司作为优质龙头继续内生（培育大单品）+外延（充分发挥渠道协同效应）并重的发展战略，同时关注公司可能进行的包装调整带来的吨价提升和利润弹性，上调目标价至19元。

■品牌及渠道优势突出，后续品类扩张与外延空间均十分可观：公司此前已公告拟在东北地区大手笔建设萝卜干产能，完成后产能将较当前增加超40%。根据我们的跟踪，萝卜干产品目前销售情况良好，脆口萝卜今年实现翻倍增长，普通萝卜干亦有较快增长，但受制于原料限制，目前收入占比仍然较低。未来随着产能布局推进，萝卜干有望成为公司继榨菜后的下一个大品类。同时考虑到公司极强的品牌及渠道优势，以及前次外延整合以后实现的良好效果，预计未来公司仍会继续推进外延切入新品类。

■三季报预计无忧，价值品种值得坚守：根据我们的跟踪，三季度旺季终端动销情况良好，脆口等热门产品供不应求，渠道库存水平也处于正常偏低水平；同时考虑到年初提价对毛利率的贡献以及规模效应扩大后费用率的下降，预计净利润增速仍会明显快于收入，继续坚定看好。

■投资建议：我们预计公司2017年-2018年的收入增速分别为32%、28%，净利润增速分别为44%、34%，成长性突出。当前股价对应17/18年分别约34、25倍P/E，维持买入-A的投资评级，上调6个月目标价至19.00元，相当于2018年30倍的动态市盈率。

■风险提示：下游需求不及预期，提价消化情况低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	930.7	1,120.8	1,473.7	1,888.3	2,340.5
净利润	157.4	257.2	369.8	493.5	624.9
每股收益(元)	0.20	0.33	0.47	0.63	0.79
每股净资产(元)	1.74	1.98	2.37	2.83	3.45

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	79.8	48.8	34.0	25.4	20.1
市净率(倍)	9.1	8.0	6.7	5.6	4.6
净利润率	16.9%	23.0%	25.1%	26.1%	26.7%
净资产收益率	11.4%	16.4%	19.8%	22.1%	23.0%
股息收益率	0.5%	0.4%	0.5%	1.1%	1.1%
ROIC	19.3%	20.8%	27.4%	36.7%	52.2%

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 买入-A

维持评级

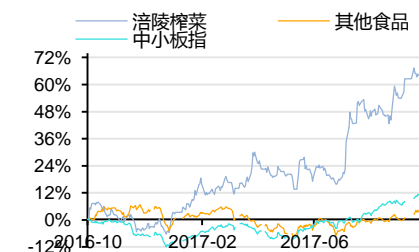
6个月目标价：19.00元

股价(2017-10-23) 16.24元

交易数据

总市值(百万元)	12,558.67
流通市值(百万元)	12,201.70
总股本(百万股)	789.36
流通股本(百万股)	766.92
12个月价格区间	10.38/17.96元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.02	36.01	59.33
绝对收益	12.04	47.45	70.89

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：大手笔布局新产能，成长空间值得高看/苏铖 2017-09-17
- 涪陵榨菜：提价效果超预期，毛利率修复，费用率下降/苏铖 2017-07-27
- 涪陵榨菜：减持靴子逐步落地，中报预计无忧/苏铖 2017-07-14
- 涪陵榨菜：提价系列——提价贡献 Q2 凸显，内生外延潜力俱佳/苏铖 2017-06-11
- 涪陵榨菜：内生增速可观，榨菜大有可为/苏铖 2017-04-24

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
营业收入	930.7	1,120.8	1,473.7	1,888.3	2,340.5	成长性					
减:营业成本	520.9	607.7	783.6	994.9	1,231.0	营业收入增长率	2.7%	20.4%	31.5%	28.1%	23.9%
营业税费	12.2	19.1	20.6	26.4	32.8	营业利润增长率	21.6%	57.4%	49.3%	36.2%	27.6%
销售费用	188.6	178.0	212.1	252.4	297.4	净利润增长率	19.2%	63.5%	43.8%	33.5%	26.6%
管理费用	46.2	52.1	62.6	74.6	88.9	EBITDA 增长率	26.7%	56.7%	43.9%	32.1%	24.8%
财务费用	-7.5	-3.7	-0.6	-2.6	-6.8	EBIT 增长率	27.8%	62.2%	51.1%	35.8%	27.0%
资产减值损失	0.1	0.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	28.5%	60.0%	52.7%	35.8%	27.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.6%	15.9%	1.4%	-10.6%	13.8%
投资和汇兑收益	5.1	8.3	16.0	18.0	18.0	净资产增长率	20.7%	13.9%	19.3%	19.4%	21.9%
营业利润	175.1	275.6	411.5	560.6	715.1	利润率					
加:营业外净收支	9.5	30.1	23.6	20.0	20.0	毛利率	44.0%	45.8%	46.8%	47.3%	47.4%
利润总额	184.6	305.8	435.0	580.6	735.1	营业利润率	18.8%	24.6%	27.9%	29.7%	30.6%
减:所得税	27.3	48.6	65.3	87.1	110.3	净利润率	16.9%	23.0%	25.1%	26.1%	26.7%
净利润	157.4	257.2	369.8	493.5	624.9	EBITDA/营业收入	22.5%	29.3%	32.0%	33.0%	33.2%
						EBIT/营业收入	18.0%	24.3%	27.9%	29.5%	30.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	236	234	179	136	106
货币资金	259.0	270.8	589.5	1,057.7	1,386.4	流动营业资本周转天数	84	112	101	63	55
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	273	274	271	285	310
应收账款	9.1	7.6	25.1	16.8	35.2	应收帐款周转天数	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	54
预付帐款	10.0	7.4	34.0	10.9	41.0	总资产周转天数	586	577	509	475	460
存货	175.3	172.3	263.9	312.0	388.6	投资资本周转天数	355	381	313	233	190
其他流动资产	255.3	536.5	314.8	368.9	406.7	投资回报率					
可供出售金融资产	2.1	2.1	1.4	1.8	1.8	ROE	11.4%	16.4%	19.8%	22.1%	23.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	13.3%	16.6%	17.9%	19.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	19.3%	20.8%	27.4%	36.7%	52.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	717.7	740.0	723.6	703.3	678.9	销售费用率	20.3%	15.9%	14.4%	13.4%	12.7%
在建工程	43.5	9.8	9.8	9.8	9.8	管理费用率	5.0%	4.6%	4.2%	4.0%	3.8%
无形资产	129.8	126.9	211.9	216.8	221.4	财务费用率	-0.8%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-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%	18.6%	17.2%	16.2%
资产总额	1,660.0	1,932.4	2,231.9	2,756.2	3,228.2	偿债能力					
短期债务	-	-	30.6	-	-	资产负债率	17.2%	18.9%	16.3%	19.1%	15.7%
应付帐款	105.8	115.5	157.5	196.0	242.1	负债权益比	20.7%	23.4%	19.4%	23.5%	18.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.72	3.46	4.43	4.02	5.31
其他流动负债	84.9	172.2	89.1	243.1	182.9	速动比率	2.80	2.86	3.48	3.31	4.40
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-22.47	-72.89	-685.00	-211.61	-104.93
其他非流动负债	94.4	78.3	85.8	86.2	83.4	分红指标					
负债总额	285.1	366.0	363.0	525.3	508.4	DPS(元)	0.08	0.07	0.08	0.17	0.17
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	41.8%	20.5%	18.0%	26.8%	21.7%
股本	328.9	526.2	789.4	789.4	789.4	股息收益率	0.5%	0.4%	0.5%	1.1%	1.1%
留存收益	1,046.1	1,040.2	1,079.6	1,441.6	1,930.5						
股东权益	1,375.0	1,566.4	1,869.0	2,230.9	2,719.9						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.20	0.33	0.47	0.63	0.79
净利润	157.4	257.2	369.8	493.5	624.9	BVPS(元)	1.74	1.98	2.37	2.83	3.45
加:折旧和摊销	41.7	56.2	61.3	65.5	69.8	PE(X)	79.8	48.8	34.0	25.4	20.1
资产减值准备	0.1	0.4	-	-	-	PB(X)	9.1	8.0	6.7	5.6	4.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-63.4	160.5	32.7	20.9	27.0
财务费用	1.2	-	-0.6	-2.6	-6.8	P/S	13.5	11.2	8.5	6.7	5.4
投资损失	-5.1	-8.3	-16.0	-18.0	-18.0	EV/EBITDA	28.2	20.6	25.4	18.4	14.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	46.4%	34.4%	41.0%	46.4%	34.4%
营运资金的变动	-46.0	-200.3	52.3	121.3	-179.3	PEG	1.7	1.4	0.8	0.5	0.6
经营活动产生现金流量	244.6	402.8	466.8	659.7	490.6	ROIC/WACC	1.7	1.9	2.5	3.3	4.7
投资活动产生现金流量	-265.4	-322.0	-113.3	-32.5	-31.9	REP	3.1	2.8	3.7	3.0	1.8
融资活动产生现金流量	-103.0	-69.0	-34.7	-159.1	-129.9						

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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