

证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

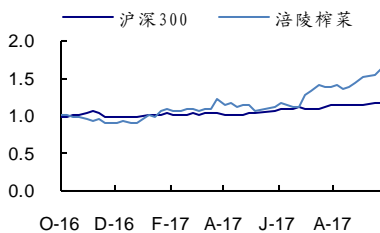
涪陵榨菜(002507)

买入

2017年三季度点评

2017年10月25日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	789/767
总市值/流通(百万元)	12,772/12,409
上证综指/深圳成指	3,388/11,339
12个月最高/最低(元)	16.44/8.40

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001
联系人: 郭尉
电话: 15210587234
E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩持续高增, 升级拓产赢空间

● 业绩持续高增, 提价控费, 效率提升

公司2017前三季度收入12.27亿元, 同增32.03%; 归母净利润3.04亿元, 同增53.98%, 符合预期。单三季度收入4.34亿元, 同增34.74%, 利润1.32亿元, 同增61.94%。收入业绩保持高增。前三季度毛利率46.76%, 同比降低0.64pct, 主因原材料青菜头价格上涨近30%影响, 但公司Q1对70%产品提价15%效应充分释放, 在Q2盈利环比显著回升后Q3保持回稳势头。在规模效应下, 公司费用投入提效, 减少广告支出, 销售费用率15.73%同减3pcts, 管理费用率2.83%同减1.2pcts, 净利润率24.77%, 同增3.5pct, 整体业绩稳步上升。销售收现与经营现金流净额分别同增32.68%及50.42%, 现金流不断改善, 与收入业绩相匹配。

● 产品结构升级, 布局新产能获空间

产品来看, 主力产品88g基数高, 仍保持量价齐升态势, 预计全年突破十亿, 此外产品结构升级明确、成效显著, 积极培育的脆口系列(榨菜和萝卜)和瓶装泡菜系列表现突出, 同增高达60%以上, 定位休闲的小包装脆口产品已在试产近期推出有望贡献增量业绩, 在产能有效支撑和渠道库存呈良性的情况下, 预计脆口及泡菜H2增速仍将持续, 未来凭借公司龙头品牌优势逐渐提升市场份额, 有望打造成数亿级大单品。近期公司拟投入7.6亿元与东北地区建设5万吨萝卜产能, 建成后将近采购生产提升盈利, 提供中长期产能保障。

● 双品牌互助共赢, 多渠道打通发展空间

公司立足双品牌策略, 通过差异化定位, 形成品牌产品的精准营销, 在维系乌江榨菜市场美誉度的同时, 逐步打造惠通在瓶装泡菜行业的知名度。H1惠通超额完成业绩目标, 受益于产品提产升级以及终端渠道共享, 有望做大做强。从渠道看, 以农贸市场为主的流通渠道占比约70%, 商超占比约30%, 公司积极拓展渠道资源, 提价优化渠道利润空间, 提高线下经销商积极性, 同时拓展线上及餐饮渠道, 争取触及更多消费者, 打开公司未来多品类多渠道下的成长空间。我们看好公司在调味品细分榨菜行业中的龙头优势持续, 且公司积极升级产品结构、拓宽品类, 在产能和渠道的优势下有望持续获得业绩提升空间。预测2017-19年EPS 0.45/0.56/0.71元, 对应PE36/29/23x, “买入”评级。

摊薄后预计17-19年EPS为0.66/0.95/1.17, 对应PE32/22/18倍, 合理估值25元, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(万元)	931	1121	1500	1922	2444
(+/-%)	2.67%	20.43%	33.87%	28.06%	27.18%
净利润(万元)	157	257	356	445	560
(+/-%)	19.23%	63.46%	38.36%	24.91%	26.07%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.33	0.45	0.56	0.71
EBIT Margin	18.96%	26.93%	27.38%	26.28%	25.73%
净资产收益率(ROE)	11.45%	16.42%	19.02%	19.73%	20.50%
市盈率(PE)	81.16	49.65	35.94	28.84	22.92
EV/EBITDA	23.67	23.29	17.09	13.34	10.32
市净率(PB)	9.29	8.15	6.84	5.69	4.70

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	187	454	976	1414	营业收入	1121	1500	1922	2444
应收款项	2	4	3	6	营业成本	608	775	1009	1291
存货净额	172	271	306	433	营业税金及附加	19	26	33	42
其他流动资产	549	557	556	565	销售费用	178	238	305	388
流动资产合计	910	1285	1841	2417	管理费用	52	70	89	114
固定资产	740	695	640	585	财务费用	(4)	(7)	(16)	(27)
无形资产及其他	127	120	113	106	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1831	2144	2637	3152	营业利润	267	398	501	636
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	30	20	20	20
应付款项	69	93	117	152	利润总额	306	418	521	656
其他流动负债	196	182	275	281	所得税费用	49	63	78	98
流动负债合计	264	275	393	433	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	257	355	443	557
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	264	275	393	433	净利润	257	355	443	557
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	1566	1868	2245	2719	折旧摊销	56	62	62	62
负债和股东权益总计	1831	2144	2637	3152	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(4)	(7)	(16)	(27)
关键财务与估值指标					营运资本变动	89	1	119	29
每股收益	0.33	0.45	0.56	0.71	其它	4	(116)	(52)	(144)
每股红利	0.04	0.07	0.08	0.11	经营活动现金流	403	295	556	477
每股净资产	1.98	2.37	2.84	3.44	资本开支	(330)	0	0	0
ROIC	19%	24%	29%	40%	其它投资现金流	8	17	17	17
ROE	16%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(322)	17	17	17
毛利率	46%	48%	48%	47%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	27%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	31%	29%	28%	支付股利、利息	(66)	(46)	(50)	(57)
收入增长	20%	34%	28%	27%	其它融资现金流	(3)	0	0	0
净利润增长率	63%	38%	25%	26%	融资活动现金流	(69)	(46)	(50)	(57)
资产负债率	14%	13%	15%	14%	现金净变动	12	266	523	437
息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	259	187	454	976
P/E	49.7	35.9	28.8	22.9	货币资金的期末余额	187	454	976	1414
P/B	8.2	6.8	5.7	4.7	企业自由现金流	52	292	554	476
EV/EBITDA	23.3	17.1	13.3	10.3	权益自由现金流	55	299	567	498

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		