

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

销售增长是今年业绩的重要变量

——涪陵榨菜(002507)一季度业绩暨 2019 年业绩预期

证券研究报告-季报点评

买入(首次)

市场数据(2019-05-14)

发布日期: 2019年05月15日

收盘价(元)	28.61
一年内最高/最低(元)	32.04/18.60
沪深300指数	3645.15
市净率(倍)	9.14
流通市值(亿元)	221.76

基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	3.33
每股经营现金流(元)	0.01
毛利率(%)	58.14
净资产收益率-摊薄(%)	5.91
资产负债率(%)	17.22
总股本/流通股(万股)	78935.72/77512.87
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 公司 2019 年一季度业绩:** 公司一季度实现营业收入 5.27 亿元, 同比增 3.94%, 收入增速下滑; 实现毛利率 58.14%, 同比增长 7 个百分点; 公司的费用率持续下降, 至 22.8%, 实现净利润率 29.48%, 创下新高。由于前期产品提价幅度大, 以及近两年青菜头成本低, 公司的毛利率大幅提升, 叠加费用率的下降, 公司的盈利能力突出。公司今年的业绩增长取决于销售情况: 一季度销售增长明显放缓, 主要是在公司积极的销售政策下, 2016、2017 年销售增长过快, 导致渠道存货较大, 渠道去库存使一季度的动销减弱。通过调研知道, 公司已经采取措施应对销售增长的放缓, 主要措施有: 渠道下沉, 补三四线城市的市场空白; 以及将产品纳入新零售渠道等等。
- 公司 2019 年的业绩增长点:**
 - 2019 年, 青菜头原料成本持续低位。在成本较低和前期提价的作用下, 2019 年公司盈利仍有上升空间。** 当前正值青菜头的收割季, 根据我们的调研, 2019 年青菜头价格较 2018 年仍有回落。青菜头在公司营业成本中占比 40%至 50%, 青菜头价格保持 600 至 700 元吨价区间, 对公司主营产品的毛利率提升较为重要。此外, 公司今年改变了青菜头的收购方式, 从以往收购鲜菜到今年收购半成品, 利用民间窖池, 由农户完成初加工环节。公司窖池产能目前约 20 多万吨, 对应榨菜产能仅 10 万吨至 13 万吨, 产能瓶颈可见。除了利用民间窖池, 公司仍在自建窖池, 产能虽遇瓶颈, 但不是核心问题。
 - 2019 年产品销量的增长应好于 2018 年。** 2018 年公司产品销量增长 10.65%, 较 2017 年低近 7 个百分点; 但是, 尽管销量增长有限, 受益于产品提价, 2018 年公司销售收入增长了 25.92%。2019 年, 公司的产品销量增长应好于 2018 年。2019 年一季度, 公司对渠道进行了调整, 也发现了一些销售中的问题, 比如新兴渠道的薄弱, 公司采取了相应的应对措施。公司对传统渠道的把握较强, 但是对外卖、生鲜等新零售渠道的把握尚未到位, 这也可能是公司产品在一线市场销售增长缓慢的主要原因。但是, 公司主营产品在二线和三线市场的销售增长今年以来令人满意, 公司今年的工作重点是下沉三线城市。考虑到市场比较大, 着力三线城市可弥补一线市场的增长不足。根据商超渠道的销售数据, 我们看到乌江榨菜的 3 月销售额环比增长近 6%。我们维持 2019 年销量增长高于 2018 年的判断。
 - 2019 年产品价格继续提升有难度。** 截至 2018 年, 公司产品的出厂价已经较 2011 年接近翻番, 我们认为, 2019 年产品价格很难得到继

续大幅地提高。其一，社会零售总额增速正在加速下滑，消费氛围并不十分友善；其二，公司一季度销售增长不理想，为了全年动销，公司可能会考虑放弃对价格的要求；其三，公司今年着力于三线和四线市场，需要考虑相关消费人群对价格的敏感度。

- **公司未来增长来源于：市场份额的继续扩大；弱势和空白市场的增长；以及与开工相关的边际消费增长。**我们观察到，公司在 2012 至 2015 年期间，通过维持着量价平衡，或者以量补价，或者以价补量，以此拉动销售增长。而 2016 至 2018 年期间，公司经营基本上实现了量价齐增，销售额实现了 27.3% 的年均增长。其中的原因，我们认为有：2015 至 2018 年期间，国内经济在 L 型底部企稳和复苏，这是外部原因；通过 2010 年上市和多年经营，公司的市场渠道越来越成熟，品牌力越来越强，成为细分市场中的头部企业，为销售和提价做了充分的准备。公司在细分市场有着绝对的份额和品牌力，目前乌江榨菜在榨菜市场的占有率（销售额口径）50% 至 60%，所处的竞争环境相对优越，且上游对原料有掌控力，产品虽小，但是盈利水平高、模式清晰。公司未来的核心问题是销售增长，销售增长取决于：市场份额的继续扩大；弱势市场和空白市场的增长。尽管榨菜销量在一线城市增长趋缓，但是我们仍然看好产品在二、三和四线市场的增长。榨菜和低档白酒有共同的消费特征：消费的边际增长与固定投资、新开工等宏观数据有关联，2019 年固定投资增速逐月回升，对于榨菜消费增长也有所帮助。
- **公司的销售规模不足 20 亿元，我们认为尚处于长期增长的初级阶段。**公司销售规模目前不足 20 亿，仍然处于长期增长的初级阶段。我们参照美国可比上市公司的销售规模，比如康宝浓汤，公司经营浓缩汤类产品，2018 年销售额为 590 亿元，近三年年均增长 6%；比如味好美，公司经营各类西式调味品，2018 年销售额为 375 亿元，近三年年均增长 11%；比如兰卡斯特食品，经营各种西式沙拉酱产品，2018 年销售额 81 亿元。
- 最后，我们不认为榨菜产品高增长是社会消费降级所致，相反地，公司主营产品的出厂吨价长期提升，这恰是消费升级的表现，小小榨菜仍有很大的升级空间。
- **投资建议：**公司的竞争优势突出，盈利水平高，属于价值投资的良好标的。此外，公司的销售规模仍有较大的增长空间。我们预测公司 2019、2020、2021 年的销售额分别为 2201.5、2539.7、3100.9 百万元，同比增 15%、15.4% 和 22.1%；EPS 分别为 1.01 元、1.18 元、1.43 元。参照收盘价 28.61 元，对应的 PE 为 28.3 倍、24.2 倍、20 倍。给予公司 2020 年 30 倍的市盈率，对应的目标股价为 35.4 元，迄今尚有 23.78% 的涨幅，给予公司“买入”评级。

风险提示：公司销售情况不理想；食品安全隐患。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1520.2	1914.4	2201.5	2539.7	3100.9
增长比率	35.6%	25.9%	15.0%	15.4%	22.1%
净利润(百万元)	414.1	661.7	798.9	934.5	1125.7
增长比率	61.0%	59.8%	20.7%	17.0%	20.5%
每股收益(元)	0.52	0.84	1.01	1.18	1.43
市盈率(倍)	53.4	33.4	28.3	24.2	20

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1520.2	1914.4	2201.5	2539.7	3100.9	成长性					
减: 营业成本	787.2	846.9	879.9	967.9	1,142.1	营业收入增长率	35.6%	25.9%	15.0%	15.4%	22.1%
营业税费	25.7	30.0	34.1	40.6	52.7	营业利润增长率	70.4%	67.3%	20.5%	16.8%	20.3%
销售费用	219.5	280.6	363.2	431.7	558.2	净利润增长率	61.0%	59.8%	20.7%	17.0%	20.5%
管理费用	48.3	58.9	66.0	76.2	108.5	EBITDA 增长率	58.5%	55.0%	21.3%	17.8%	19.4%
财务费用	-2.3	-3.4	6.2	16.7	13.0	EBIT 增长率	69.5%	62.3%	22.0%	18.6%	20.4%
资产减值损失	2.7	3.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	73.5%	67.5%	21.8%	17.8%	19.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	38.2%	-26.0%	27.6%	18.6%	-27.2%
投资和汇兑收益	24.1	53.4	55.0	60.0	65.0	净资产增长率	23.1%	28.2%	22.6%	21.6%	21.4%
营业利润	469.6	785.7	946.9	1,106.5	1,331.3	利润率					
加: 营业外净收支	18.1	-7.2	-7.0	-7.0	-7.0	毛利率	48.2%	55.8%	60.0%	61.9%	63.2%
利润总额	487.7	778.5	939.9	1,099.5	1,324.3	营业利润率	30.9%	41.0%	43.0%	43.6%	42.9%
减: 所得税	73.6	116.8	141.0	164.9	198.7	净利润率	27.2%	34.6%	36.3%	36.8%	36.3%
净利润	414.1	661.7	798.9	934.5	1125.7	EBITDA/营业收入	34.2%	42.1%	44.4%	45.4%	44.4%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	30.3%	39.1%	41.5%	42.7%	42.1%
货币资金	142.2	1,128.2	1,958.0	2,303.3	3,626.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	173	139	126	110	86
应收帐款	5.9	7.9	175.6	36.0	84.6	流动营业资本周转天数	160	112	72	112	86
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	298	313	439	532	542
预付帐款	10.6	5.9	18.5	8.4	23.4	应收帐款周转天数	2	1	15	15	7
存货	247.8	329.9	403.3	403.3	358.2	存货周转天数	50	54	60	57	44
其他流动资产	1,117.1	337.7	1,000.0	1,200.0	1,300.0	总资产周转天数	523	514	622	679	655
可供出售金融资产	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	投资资本周转天数	359	288	242	257	198
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.5%	26.8%	26.4%	25.4%	25.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.7%	22.2%	17.3%	18.9%	17.8%
固定资产	718.6	761.1	786.0	763.7	717.7	ROIC	31.2%	37.8%	62.2%	57.5%	58.0%
在建工程	59.8	172.9	86.4	43.2	21.6	费用率					
无形资产	117.8	154.6	151.2	147.9	144.6	销售费用率	14.4%	14.7%	16.5%	17.0%	18.0%
其他非流动资产	62.6	78.2	48.9	48.9	48.9	管理费用率	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.5%
资产总额	2,484.3	2,978.4	4,630.2	4,956.7	6,327.2	财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.3%	0.7%	0.4%
短期债务	-	-	600.0	600.0	600.0	三费/营业收入	17.5%	17.6%	19.8%	20.7%	21.9%
应付帐款	188.5	74.0	488.2	130.2	599.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	22.4%	17.0%	34.5%	25.7%	29.3%
其他流动负债	281.9	326.0	511.5	541.8	655.0	负债权益比	28.9%	20.5%	52.8%	34.5%	41.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.24	4.52	2.22	3.11	2.91
其他非流动负债	86.0	107.1	-	-	-	速动比率	2.71	3.70	1.97	2.79	2.71
负债总额	556.4	507.1	1,599.6	1,272.0	1,854.5	利息保障倍数	-203.53	-217.91	146.24	64.85	100.15
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	789.4	789.4	789.4	789.4	789.4	DPS(元)	0.15	0.26	0.30	0.36	0.43
留存收益	1,138.6	1,681.9	2,241.1	2,895.3	3,683.3	分红比率	28.6%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,927.9	2,471.3	3,030.5	3,684.7	4,472.7	股息收益率	0.5%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	414.1	661.7	798.9	934.5	1,125.7	EPS(元)	0.52	0.84	1.01	1.18	1.43
加: 折旧和摊销	59.0	57.8	64.8	68.9	70.9	BVPS(元)	2.44	3.13	3.84	4.67	5.67
资产减值准备	2.7	2.9	-	-	-	PE(X)	53.4	33.4	27.7	23.7	19.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.5	8.9	7.3	6.0	4.9
财务费用	-	-0.4	6.2	16.7	13.0	P/FCF	-305.9	19.7	21.3	35.3	13.3
投资收益	-24.1	-53.4	-55.0	-60.0	-65.0	P/S	14.5	11.5	10.0	8.7	7.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	42.2	26.0	21.2	17.7	13.9
营运资金的变动	-485.5	801.9	-394.2	-377.8	464.1	CAGR(%)	31.2%	19.4%	45.9%	31.2%	19.4%
经营活动产生现金流量	522.8	559.4	420.8	582.3	1,608.7	PEG	1.7	1.7	0.6	0.8	1.0
投资活动产生现金流量	-600.2	544.6	55.0	60.0	65.0	ROIC/WACC	3.0	3.7	6.0	5.6	5.6
融资活动产生现金流量	-51.2	-118.4	354.1	-297.1	-350.7	REP	4.1	4.4	2.1	1.9	2.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。