

渠道下沉目标坚定，各项工作稳步推进

——涪陵榨菜(002507.SZ)跟踪报告

公司简报

◆**事件**：近期，我们参观了涪陵榨菜华富生产厂和白鹤梁生产厂，并于公司进行了交流。目前公司渠道动销逐步恢复至正常水平，并且办事处裂变和渠道下沉正处于稳步推进之中，静待公司渠道变革带来的基本面改善。

◆**渠道库存逐步恢复至正常水平**。公司渠道环节的正常库存水平处于1-1.5个月之间。2019Q1该数值在最高峰时攀升至2个月，目前，随着动销的边际改善，渠道库存有所优化，已逐步恢复至1.5个月的水平。

◆**渠道下沉目标明确，稳步推进**。展望公司新一轮发展周期，在经营环境层面，劳动力人口回流是与上轮周期最显著的差异。考虑到公司遭遇短期增长瓶颈的核心原因在于受制华南地区劳动人口回流与三四线城市渠道建设的滞后，公司制定了明确的渠道下沉目标。目前，公司办事处已从34家增加至67家，新增办事处旨在对三四线城市进行全面覆盖。与2013年通过省城经销商辐射低线城市的做法不一样的是，公司本轮渠道下沉旨在强化公司对终端的掌控，将通过在三四线城市设立办事处来招募经销商从而做深做透低线市场。截止今年5月，办事处的营销管理人员基本到位，考虑到新经销商相比于原先的省城经销商，规模较小、缺少专业团队及相关经验，公司针对新经销商采取了“保姆式”的培训，通过组织营销活动，例如试吃、促销等方式，为新加入的经销商打顺通路。

◆**重视外卖、团餐等新渠道的开拓，坚持品牌建设**：考虑到年轻人就餐、购物方式的转变，公司加大了外卖、团餐等新渠道的开拓力度，对经销商对接新兴渠道提出任务要求。增长虽有放缓，但公司继续维持稳健的费用投放进行品牌建设，以“运动补盐好搭档”的口号与马拉松合作营造新的消费场景。

◆**原材料量价平稳，成本端维持稳定**。考虑到青菜头丰产，采购价格维持在700-800元/吨的低位区间，全年来看，成本端将继续保持稳定状态。

◆**盈利预测与投资评级**：我们维持对公司2019-21年的净利润盈利预测为7.50/8.72/10.14亿元，同比增长13.27%/16.30%/16.36%，对应EPS分别为0.95/1.10/1.28元，当前股价对应PE分别为23x/20x/17x。维持“增持”评级。

◆**风险提示**：食品安全，提价后终端接受不及预期，原材料价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,520	1,914	2,036	2,278	2,533
营业收入增长率	35.64%	25.92%	6.35%	11.91%	11.18%
净利润(百万元)	414	662	750	872	1,014
净利润增长率	61.00%	59.78%	13.27%	16.30%	16.36%
EPS(元)	0.52	0.84	0.95	1.10	1.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.48%	26.78%	24.86%	23.56%	22.56%
P/E	42	26	23	20	17
P/B	9.0	7.0	5.7	4.7	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月8日

增持(维持)

当前价：21.90元

分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)

021-52523805

zhangzhe@ebsec.com

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebsec.com

市场数据

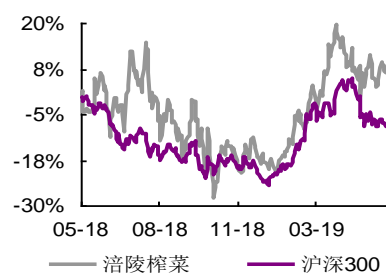
总股本(亿股)：7.89

总市值(亿元)：172.87

一年最低/最高(元)：18.43/31.74

近3月换手率：84.06%

股价表现(一年)



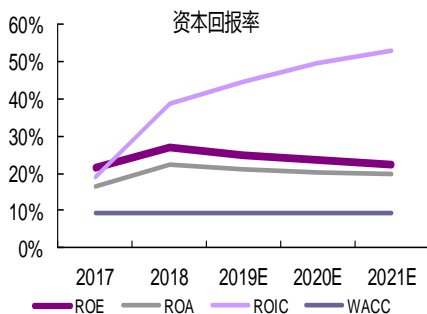
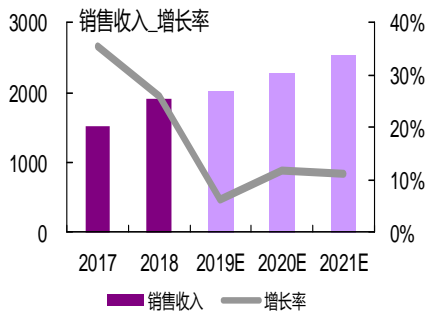
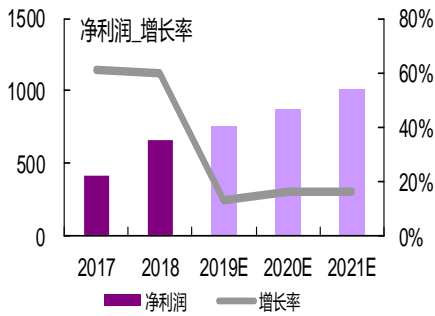
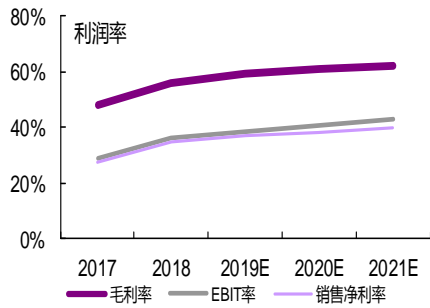
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-19.43	-21.36	-24.19
绝对	-22.94	-21.31	-13.49

资料来源：Wind

相关研报

收入增长仍有压力，利润增速低于预期——涪陵榨菜(002507.SZ)2019年中报点评



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,520	1,914	2,036	2,278	2,533
营业成本	787	847	832	891	952
折旧和摊销	59	58	64	70	78
营业税费	26	30	35	39	43
销售费用	219	281	323	343	364
管理费用	48	59	65	73	82
财务费用	-2	-3	-26	-33	-41
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	24	53	55	40	40
营业利润	470	786	862	1,006	1,173
利润总额	488	778	882	1,026	1,193
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	414	662	750	872	1,014

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	2,484	2,978	3,546	4,275	5,110
流动资产	1,524	1,810	2,363	3,012	3,726
货币资金	142	1,128	1,724	2,328	2,994
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2	8	2	2	3
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	4	4	6	7	8
存货	248	330	275	294	314
可供出售投资	2	2	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	719	761	839	947	1,084
无形资产	118	155	147	140	133
总负债	556	507	530	575	614
无息负债	556	507	530	575	614
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,928	2,471	3,016	3,700	4,496
股本	789	789	789	789	789
公积金	165	214	289	377	416
未分配利润	973	1,467	1,937	2,534	3,291
少数股东权益	0	0	0	0	0

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	523	559	821	868	1,003
净利润	414	662	750	872	1,014
折旧摊销	59	58	64	70	78
净营运资金增加	515	-590	-53	25	34
其他	-465	430	61	-98	-123
投资活动产生现金流	-600	545	-46	-110	-160
净资本支出	-85	-292	-100	-150	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-515	837	54	40	40
融资活动现金流	-51	-118	-179	-154	-177
股本变化	263	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	190	-49	23	45	39
净现金流	-129	986	596	604	666

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.64%	25.92%	6.35%	11.91%	11.18%
净利润增长率	61.00%	59.78%	13.27%	16.30%	16.36%
EBITDA 增长率	55.10%	51.80%	12.20%	18.72%	16.74%
EBIT 增长率	65.76%	59.08%	12.35%	19.42%	17.13%
估值指标					
PE	42	26	23	20	17
PB	9	7	6	5	4
EV/EBITDA	35	22	19	15	12
EV/EBIT	40	24	20	16	13
EV/NOPLAT	47	28	24	19	16
EV/Sales	11	9	8	7	6
EV/IC	9	11	11	10	8
盈利能力 (%)					
毛利率	48.22%	55.76%	59.12%	60.90%	62.41%
EBITDA 率	32.62%	39.32%	41.49%	44.01%	46.21%
EBIT 率	28.74%	36.31%	38.36%	40.93%	43.12%
税前净利润率	32.08%	40.67%	43.31%	45.01%	47.11%
税后净利润率 (归属母公司)	27.24%	34.57%	36.82%	38.26%	40.04%
ROA	16.67%	22.22%	21.14%	20.39%	19.85%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.48%	26.78%	24.86%	23.56%	22.56%
经营性 ROIC	19.17%	38.55%	44.45%	49.61%	52.96%
偿债能力					
流动比率	3.24	4.52	5.58	6.44	7.35
速动比率	2.71	3.70	4.94	5.81	6.73
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.52	0.84	0.95	1.10	1.28
每股红利	0.15	0.26	0.24	0.28	0.32
每股经营现金流	0.66	0.71	1.04	1.10	1.27
每股自由现金流(FCFF)	-0.21	1.20	0.86	0.87	0.98
每股净资产	2.44	3.13	3.82	4.69	5.70
每股销售收入	1.93	2.43	2.58	2.89	3.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼