

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

客观地看待公司基本面

——涪陵榨菜(002507)2019年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(调降)

市场数据(2019-08-07)

发布日期: 2019年08月08日

收盘价(元)	21.99
一年内最高/最低(元)	32.04/18.60
沪深300指数	3621.43
市净率(倍)	7.02
流通市值(亿元)	170.98

投资要点:

- 2019年上半年,公司收入增长明显放缓。2019H,公司实现收入10.86亿元,同比增2.07%,增幅较上年同期降32个百分点,收入增长大幅放缓。

分季度来看,自20181Q以来,公司收入增长逐季度放缓的势头就开始显现。其中,20191Q、20192Q的增幅分别为3.94%和0.54%,可见二季度以来收入增长进一步地疲弱。2019H,公司销售商品的现金流入为10.93亿元,同比增2.05%,与收入数据大体一致,印证了收入增长欠佳的事实。

分产品看,当期榨菜收入9.24亿元,同比增3.3%,在营收中的占比略增1个百分点,增长趋缓的势头与整体一致。此外,新品榨菜酱油的收入也录得3.8%的增长。作为核心产品的榨菜的营收获得正增长,上半年收入下降的是泡菜和开胃菜两项产品。

分销售大区看,华北和华中市场的销售大幅缩水,而华东、西南、西北和出口市场则实现大幅增长,东北市场也保持了较好的增长。

我们预计,随着公司积极销售策略的执行和落地,下半年的销量应较上半年有所改善,我们将全年销量增速下调为5%。

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	3.27
每股经营现金流(元)	0.29
毛利率(%)	58.55
净资产收益率-摊薄(%)	12.20
资产负债率(%)	17.11
总股本/流通股(万股)	78935.72/77753.09
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

- 1 《涪陵榨菜(002507)一季度业绩暨2019年业绩预期:销售增长是今年业绩的重要变量》2019-05-15

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

- 2019年上半年,与收入增长放缓相呼应的是应收账款的增加,印证了公司产品的销售确实遇到了一定的阻力,渠道下沉的过程比预期中艰难。截至2019年6月30日,公司的应收账款同比增68%。考虑到公司一季度加大了三四线城市的铺货力度,我们判断,公司产品目前在渠道中沉淀较多,同时由于给予经销商的信用力度加大,公司回款整体放慢。

- 公司在销售方面的投入明显加大。2019H,公司的销售费用率达到21.15%,同比增1.42个百分点。其中,广宣推广费用同比增24%,销售人员薪酬同比增50%,但是物流费用同比降16%。物流费用更能反映出销售落地的情况,可见公司虽加大了销售投入,但从目前的财报中还看不到实效。上半年,公司将销售办事处裂变为67个,预计公司计划运用更为细致缜密的销售网络,推行更精细的销售策略。此外,公司加强了对新渠道的开拓,介入新零售、团购、餐饮、航空餐饮、外卖和赛事等渠道或领域。产品方面,公司目前使用的是“乌江”和“惠通”双品牌,公司加大了对“惠通”的推广;同时,公司推出了榨菜酱油和萝卜等新品,通过丰富产品层次淡化市场对提价的感受。

- 2019年上半年,公司的营业成本同比大幅降5.86%,主要原因是:上

年青菜头价格较低，成本红利延至今年。青菜头的价格今年仍然处于低位，此外，今年 PPI 走势陡峭向下，故我们认为：来自营业成本的红利将会贯穿全年，部分对冲急速放缓的收入压力。

- 2019 年上半年，公司产品的毛利率创下新高。2019H1，公司的产品毛利率达到 58.6%，同比增 3.56 个百分点。其中，榨菜的毛利率达到 60.51%，同比增 4 个百分点。在公司收入增长放缓的同时，公司的产品盈利能力实现新高。我们很难得出结论：是否产品提价带来的盈利新高，同时也对销售构成了极大的压力，但是我们维持公司今年难以再行提价的前期判断。
- 关于存货的问题，市场应理性看待。截至期末，公司的存货构成中主要是原料，占存货的 89.82%，价值 3.53 亿元。我们分析，由于青菜头去年和今年处于较低价位，因而公司加大了原料储备。此外，结合公司对原料池的建设投入，我们认为原料存货水平未来可能都会比较高。最后，期末的库存商品与上年同期持平略降，并无库存积压的情形。
- 公司处于扩张期，当期的在建工程较期初增 1.24 亿。公司目前的在建项目包括辽宁 5 万吨泡菜项目、1.6 万吨脆口榨菜项目、眉山和惠通的原料池项目，以及盐水处理环保项目。虽是细分市场的龙头企业，但公司仍处于扩张期，背后的驱动力应该是市场端的放缓，以及需求端日趋多元化的要求。由于公司的自有现金较为充足，项目使用的是自有资金，不涉及股东利益。
- 截至期末，公司高管尚持有 1183 万股的未解禁限售股，占股本的 1.5%，高管持股对于公司未来的运营和股价均有积极意义。

关于公司的长期发展，我们依然相对地看好：

- 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 年产品价格继续提升有难度。截至 2018 年，公司产品的出厂均价已经较 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

其增，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 型底部落稳和复苏，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 年固定资产投资增速逐月回升，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，长期看公司的销售规模仍有较大的增长空间。市场对于公司的反应有些偏颇：业绩增长时过分期期待，而业绩平淡时又过分悲观。鉴于公司目前的销售疲弱，我们暂时下调公司的营收预测。我们预测公司 2019、2020、2021 年的销售额分别为 2029.2、2215.5、2512.4 百万元，同比增 6%、9.2%和 13.4%；EPS 分别为 0.91 元、1.00 元、1.10 元。参照 8 月 7 日收盘价 21.99 元，对应的 PE 为 24.1 倍、21.8 倍、19.8 倍。给予公司 2020 年 25 倍的市盈率，对应的目标股价为 25 元，迄今尚有 13.6%的涨幅，将公司评级从“买入”调降至“增持”。
- **风险提示：**不排除下半年公司销售进一步恶化的可能；市场对于公司业绩增长放缓反应过于激烈。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1520.2	1914.4	2029.2	2215.5	2512.4
增长比率	35.6%	25.9%	6.0%	9.2%	13.4%
净利润(百万元)	414.1	661.7	718.0	792.3	872.1
增长比率	61.0%	59.8%	8.5%	10.3%	10.1%
每股收益(元)	0.52	0.84	0.91	1.00	1.10
市盈率(倍)	41.7	26.1	24.1	21.8	19.8

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	2029.2	2215.5	2512.4	成长性					
减: 营业成本	787.2	846.9	832.0	875.1	979.8	营业收入增长率	35.6%	25.9%	6.0%	9.2%	13.4%
营业税费	25.7	30.0	28.4	31.0	35.2	营业利润增长率	70.4%	67.3%	8.4%	10.3%	10.0%
销售费用	219.5	280.6	334.8	376.6	452.2	净利润增长率	61.0%	59.8%	8.5%	10.3%	10.1%
管理费用	48.3	58.9	60.9	66.5	87.9	EBITDA 增长率	58.5%	55.0%	9.5%	11.6%	9.4%
财务费用	-2.3	-3.4	6.4	17.2	14.3	EBIT 增长率	69.5%	62.3%	9.3%	12.0%	9.9%
资产减值损失	2.7	3.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	73.5%	67.5%	9.7%	11.4%	9.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	38.2%	-26.0%	27.8%	18.5%	-24.0%
投资和汇兑收益	24.1	53.4	45.0	50.0	50.0	净资产增长率	23.1%	28.2%	20.3%	18.6%	17.3%
营业利润	469.6	785.7	851.8	939.1	1,033.0	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%	59.0%	60.5%	61.0%
利润总额	487.7	778.5	844.8	932.1	1,026.0	营业利润率	30.9%	41.0%	42.0%	42.4%	41.1%
减: 所得税	73.6	116.8	126.7	139.8	153.9	净利润率	27.2%	34.6%	35.4%	35.8%	34.7%
净利润	414.1	661.7	718.0	792.3	872.1	EBITDA/营业收入	34.2%	42.1%	43.5%	44.5%	42.9%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	30.3%	39.1%	40.3%	41.4%	40.1%
货币资金	142.2	1,128.2	1,897.7	2,144.3	3,229.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	173	139	137	126	106
应收帐款	5.9	7.9	161.2	23.4	74.3	流动营业资本周转天数	160	112	78	128	111
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	298	313	466	583	620
预付帐款	10.6	5.9	17.2	7.1	20.1	应收帐款周转天数	2	1	15	15	7
存货	247.8	329.9	363.4	365.9	287.3	存货周转天数	50	54	62	59	47
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	665	752	759
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	263	295	249
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.5%	26.8%	24.1%	22.5%	21.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.7%	22.2%	15.9%	16.7%	14.9%
固定资产	718.6	761.1	786.0	763.7	717.7	ROIC	31.2%	37.8%	56.0%	48.8%	45.1%
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	4,514.2	4,746.5	5,845.6	财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.3%	0.8%	0.6%
短期债务	-	-	600.0	600.0	600.0	三费/营业收入	17.5%	17.6%	19.8%	20.8%	22.1%
应付帐款	188.5	74.0	457.5	101.6	524.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	22.4%	17.0%	34.1%	25.7%	29.2%
其他流动负债	281.9	326.0	482.8	516.5	582.2	负债权益比	28.9%	20.5%	51.8%	34.5%	41.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.24	4.52	2.23	3.07	2.88
其他非流动负债	86.0	107.1	-	-	-	速动比率	2.71	3.70	2.00	2.77	2.71
负债总额	556.4	507.1	1,540.3	1,218.1	1,706.7	利息保障倍数	-203.53	-217.91	128.29	53.31	70.68
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	0.27	0.30	0.33
留存收益	1,138.6	1,681.9	2,184.5	2,739.1	3,349.6	分红比率	28.6%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,927.9	2,471.3	2,973.9	3,528.5	4,138.9	股息收益率	0.7%	1.2%	1.2%	1.4%	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	718.0	792.3	872.1	EPS(元)	0.52	0.84	0.91	1.00	1.10
加: 折旧和摊销	59.0	57.8	64.8	68.9	70.9	BVPS(元)	2.44	3.13	3.77	4.47	5.24
资产减值准备	2.7	2.9	-	-	-	PE(X)	41.7	26.1	24.1	21.8	19.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.0	7.0	5.8	4.9	4.2
财务费用	-	-0.4	6.4	17.2	14.3	P/FCF	-239.2	15.4	18.1	35.7	12.8
投资收益	-24.1	-53.4	-45.0	-50.0	-50.0	P/S	11.4	9.0	8.5	7.8	6.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	32.9	20.0	18.1	16.0	13.6
营运资金的变动	-485.5	801.9	-397.9	-376.8	403.3	CAGR(%)	24.1%	9.6%	40.8%	24.1%	9.6%
经营活动产生现金流量	522.8	559.4	346.3	451.5	1,310.5	PEG	1.7	2.7	0.6	0.9	2.1
投资活动产生现金流量	-600.2	544.6	45.0	50.0	50.0	ROIC/WACC	3.0	3.7	5.5	4.8	4.4
融资活动产生现金流量	-51.2	-118.4	378.2	-254.9	-275.9	REP	3.2	3.4	1.8	1.7	2.2

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。