

涪陵榨菜 (002507): 持续调整, 渠道下沉产品优化寻突破

——涪陵榨菜中报点评

2019年07月31日

推荐/维持

涪陵榨菜

公司报告

事件: 公司 19H1 实现营收 10.86 亿元, 同比增长 2.11%, 实现归母净利润 3.15 亿元, 同比增长 3.14%; 其中 19Q2 实现收入 5.59 亿元, 同比增长 0.56%, 实现归母净利润 1.60 亿元, 同比下降 16.18%, 增长低于预期。

提价周期放缓叠加宏观经济形势下行, 收入低个位数增长。 榨菜 16-18 年高增的主要逻辑是提价且量价齐升, 目前主力榨菜 180g 均价 2.5-3.5 元, 未来提价周期放缓, 18Q4 的提价库存目前已恢复正常, 预计在 1-1.5 月, 虽库存恢复正常, 但随提价周期放缓叠加宏观经济形势下行, 公司由高增到目前的调整期。分产品来看, 19H1 榨菜收入 9.24 亿元, 同比增长 3.30%, 其他佐餐开胃菜收入 0.83 亿, 同比下降 2.97%, 泡菜收入 0.76 亿, 同比下降 5.57%; 分地区来看, 19H1 在华东和西南地区增幅较多, 同比上涨 13.35% 和 12.13%, 中原地区营收同比下降 8.73%, 而华南地区营收依旧占比最多, 共计 3 亿, 占比 27.77%。未来三四线城市的下沉落地, 产品的不断优化, 品牌的逐步统一是公司的规范重点, 拓渠道顺产品寻突破。

窖藏规模效应凸显毛利率持续走高, 费用投放加大净利率承压。 19H1 公司毛利率 58.55%, 同比上升 4.52pct, 净利率 28.99%, 上涨 0.29pct。公司毛利率上升的主要原因是占榨菜成本 40% 的青菜头窖藏充足, 贮存能力的不断加强使青菜头的成本得到有效控制。净利率增幅较小, 主要是由于销售费用的投放增加, 细拆来看主要源于市场推广费与员工工资, 19H1 公司市场推广费 1.60 亿, 同比上涨 24.03%, 工资 0.17 亿, 同比上涨 54.54%。随市场及人员投放力度加大, 效果会逐步显现。

为扩大市场应收账款增幅较大, 智能产线建设使得预付账款增多。 2019H1 应收账款 0.47 亿, 同比增长 66.97%, 较年初增加 500.77%, 主要是由于公司为增强空白市场与提高竞争力, 对部分市场采用滚动赊销政策, 赊销款不超过 1 年, 年底回收, 所以年底预计好转。预付账款 3.89 亿, 同比增长 847.49%, 较年初增长 6464.16%, 主要是公司预付的“乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地”土地购置款增加。为新拓市场, 公司放宽经销商贷款制度, 随库存水平恢复正常, 效果有望显现。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,520.24	1,914.35	2,031.32	2,220.64	2,613.69
增长率 (%)	35.64%	25.92%	6.11%	9.32%	17.70%
净利润 (百万元)	414.14	661.72	709.40	781.92	939.50
增长率 (%)	61.00%	59.78%	7.21%	10.22%	20.15%
净资产收益率 (%)	21.48%	26.78%	22.97%	20.83%	20.56%
每股收益 (元)	0.52	0.84	0.90	0.99	1.19
PE	58.17	36.01	33.66	30.54	25.42
PB	12.39	9.66	7.73	6.36	5.22

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

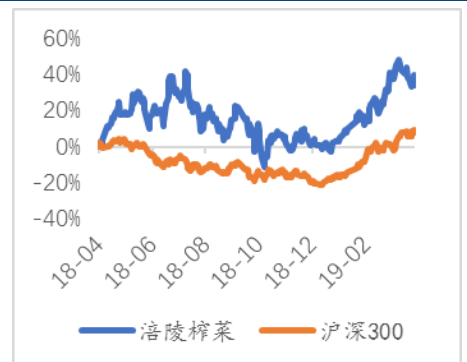
公司简介:

涪陵榨菜公司是一家以榨菜为根本, 立足佐餐开胃菜领域快速发展的农业产业化企业集团, 是农业产业化国家重点龙头企业。公司主要经营榨菜及其他蔬菜制品的生产、加工和销售。旗下“乌江”牌榨菜先后获得“中国知名品牌”等荣誉。

交易数据

52 周股价区间 (元)	18.43-31.74
总市值 (亿元)	221
流通市值 (亿元)	217
总股本/流通 A 股 (万股)	78900/77800
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

首席分析师: 刘畅

010-66554024

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

分析师: 娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519020001

盈利预测：预计公司 19-21 年收入分别实现 20.31/22.21/26.14 亿元，同比增长 6.11%/9.32%/17.70%，净利润分别实现 7.09/7.82/9.40 亿，同比增长 7.21%/10.22%/20.15%，维持“推荐”评级。

风险提示：1、上游原材料价格大幅波动；2、下游需求不及预期；3、宏观经济持续下行

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
流动资产合计	1524	1810	2474	3245	4197	营业收入	1520	1914	2031	2221	2614
货币资金	142	1128	1780	2359	2917	营业成本	787	847	877	955	1095
应收账款	2	8	3	4	5	营业税金及附加	26	30	34	36	43
其他应收款	4	4	4	4	5	营业费用	219	281	280	290	330
预付款项	11	6	6	6	6	管理费用	48	59	68	65	74
存货	248	330	240	262	300	财务费用	-2	-3	-2	-2	-2
其他流动资产	1117	334	439	610	963	资产减值损失	2.68	2.99	2.01	2.56	2.52
非流动资产合计	961	1169	1167	1180	1191	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	24.10	53.39	17.00	20.00	10.00
固定资产	718.58	761.06	967.08	994.42	1020.37	营业利润	470	786	790	894	1082
无形资产	118	155	139	124	108	营业外收入	39.14	0.20	44.00	27.78	23.99
其他非流动资产	6	16	0	0	0	营业外支出	21.03	7.38	3.00	6.00	5.00
资产总计	2484	2978	3641	4425	5388	利润总额	488	778	831	916	1101
流动负债合计	470	400	524	643	789	所得税	74	117	122	134	161
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	414	662	709	782	939
应付账款	110	74	96	105	120	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	238	155	257	368	499	归属母公司净利润	414	662	709	782	939
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	520	824	844	950	1139
非流动负债合计	86	107	29	28	28	EPS (元)	0.52	0.84	0.90	0.99	1.19
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	556	507	552	672	818	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	35.64%	25.92%	6.11%	9.32%	17.70%
实收资本(或股	789	789	789	789	789	营业利润增长	70.36%	67.31%	0.61%	13.10%	21.01%
资本公积	21	21	21	21	21	归属于母公司净利	7.21%	10.22%	7.21%	10.22%	20.15%
未分配利润	973	1467	1858	2272	2789	获利能力					
归属母公司股	1928	2471	3088	3753	4570	毛利率(%)	48.22%	55.76%	56.84%	57.00%	58.10%
负债和所有者	2484	2978	3641	4425	5388	净利率(%)	27.24%	34.57%	34.92%	35.21%	35.95%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	8.54%	16.67%	22.22%	19.49%	17.67%
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	ROE(%)	21.48%	26.78%	22.97%	20.83%	20.56%
经营活动现金	523	559	864	747	740	偿债能力					
净利润	414	662	709	782	939	资产负债率(%)	22%	17%	15%	15%	15%
折旧摊销	52.99	41.29	51.67	58.12	59.51	流动比率					
财务费用	-2	-3	-2	-2	-2	速动比率					
应收账款减少	0	0	5	0	-1	营运能力					
预收账款增加	0	0	102	111	131	总资产周转率	0.69	0.70	0.61	0.55	0.53
投资活动现金	-600	545	-42	-52	-63	应收账款周转率	989	401	363	635	603
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	17.08	20.86	23.89	22.13	23.27
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	24	53	17	20	10	每股收益(最新摊	0.52	0.84	0.90	0.99	1.19
筹资活动现金	-51	-118	-102	-115	-120	每股净现金流(最	-0.16	1.25	0.91	0.73	0.71
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.44	3.13	3.91	4.75	5.79
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	263	0	0	0	0	P/E	58.17	36.01	33.66	30.54	25.42
资本公积增加	-263	0	0	0	0	P/B	12.39	9.66	7.73	6.36	5.22
现金净增加额	-129	986	719	579	558	EV/EBITDA	45.62	27.62	26.19	22.65	18.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《涪陵榨菜（002507）2019年一季度财报点评：收入调整期，成本费用下行叠加业绩高增长》	2019-04-22
公司	《涪陵榨菜（002507）2018年度财报点评：渗透与提价同在，期待后续产能持续释放》	2019-03-25
公司	《涪陵榨菜（002507）动销Q4回暖，提价空间仍在，涪陵榨菜业绩持续高增速》	2019-02-07
公司	《涪陵榨菜（002507）三季度财报点评：单季收入增速放缓不改长期逻辑，业绩持续靓丽》	2018-10-25
公司	《涪陵榨菜（002507）半年度财报点评：继续享受提价红利，“大乌江”未来可期》	2018-08-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。