

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

## 榨菜销售增长出现修复迹象

### ——涪陵榨菜(002507)公司点评报告

#### 证券研究报告-公司点评报告

买入(调升)

市场数据(2019-08-23)

发布日期: 2019年08月26日

收盘价(元)	22.45
一年内最高/最低(元)	32.04/18.60
沪深300指数	3820.86
市净率(倍)	7.17
流通市值(亿元)	174.56

#### 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

- 《涪陵榨菜(002507)2019年中报点评: 客观地看待公司基本面》 2019-08-09
- 《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

#### 投资要点:

- **二季度涪陵榨菜的销量增长较一季度明显修复, 较预期更为积极。** 2019H, 涪陵榨菜在商超渠道的销量增长为5%, 与我们的预测一致。从商超渠道来看, 2019年3月、4月、5月和6月, 涪陵榨菜的销量同比分别增长9.8%、4.06%、2.03%和8.1%。考虑到1月和2月, 涪陵榨菜的销量增长仅分别为1.3%和4.4%, 3月份以后销量增长明显修复。根据商超渠道的调研, 关于涪陵榨菜全年的销售我们有点新的看法: 一, 涪陵榨菜的销量增长正在修复, 情况比之前预期的更好一些; 二, 涪陵榨菜的市场价格在经过2017、2018年大幅上涨之后, 2019年有所回落, 但幅度不大, 目前已经稳定下来, 与上年同期持平。三, 根据我们的数据观察, 2018年6月份以后, 涪陵榨菜的提价幅度与销量增长呈反向关系, 即提价幅度小销量增长快, 提价幅度大销量增长回落, 故目前市场价格的回落有利于下半年销量的增长。我们调高公司全年的销售增幅, 其中维持价格零增长的预测, 而将销量增长从5%调高至8%。
- **公司的部分核心市场增长很快。** 按照销量口径, 公司销量占比较大的市场包括: 北京、上海、浙江、江苏、山东、安徽、湖北、广东、广西、福建和江西。上述市场中, 2019H商超销量增长较好的有上海、北京、安徽、广东和海南、江苏、湖北市场, 销量增速15%至30%, 这些市场在公司结构中的占比达到53%至55%, 属于核心市场; 低增长或负增长的市场有天津、河南、河北和内蒙、山东、广西、福建和江西, 这些市场在公司结构中的占比为20%至25%, 属于一般市场。在核心市场较高增长的前提下, 公司全年销量有望达到8%。
- **涪陵榨菜的市场价格有所回落, 有效促进下半年的销售。** 涪陵榨菜的市场价格经过2018年至2019年一季度的大幅增长, 于2019年二季度有所回落, 回落幅度大概2.6个百分点, 目前的价格与上年同期持平。榨菜价格回落对于未来的销售增长有促进作用。2018年上半年, 榨菜价格与销量的增长动能就已经在快速递减, 下半年之后价格增长与销量增长呈现出反向关系, 目前提价节奏放慢对榨菜的销量增长有利。分市场看, 相较年初价格回落的市场销量增幅较大, 而价格不降反升的市场销量基本上是负增长, 由此我们可以看出市场对榨菜价格较为敏感, 价格小幅下调能够拉动终端消费的较高增长。
- **涪陵榨菜在绝大多数省份的市场占有率超过40%。** 除了几个情况较为特殊的市场如浙江、天津、黑龙江和辽宁, 涪陵榨菜在这些市场的占有率不足40%, 在其它所有的省份涪陵榨菜的市占率均超过40%, 有些省份的市占率高达60%至70%, 说明榨菜市场已经高度整合。理论上,

行业整合度越高，龙头经济就越突出，行业寡头的利润率越高。如果公司能够妥善除了量价关系，避免因价废市或因市废价，公司未来的业绩提升仍有不小的空间，包括品类拓展、渠道下沉、企业国际化等提升途径。

- **台湾财经“名嘴”为涪陵榨菜做了一次独一无二的广告，达到了出其不意的社会效果。**台湾著名的财经主持人黄世聪在近期的节目中讲到：大陆消费降速，很多人吃不起榨菜，导致涪陵榨菜的上市公司业绩下滑。节目过后，大陆无数网友纷纷在各大网媒留言吐槽，而公司不失时机地为主持人寄上榨菜，同时在官方微博鸣谢主持人助力榨菜文化的传播，一时间“榨菜事件”上热搜、霸机屏、登头条，公司成为事件中最大的赢家，不期然间达成极佳的广宣效应。
- **投资策略** 我们调高涪陵榨菜的销量预期，预计 2019、2020、2021 年公司收入同比增 6%、11.24%和 13.4%，预计每股收益分别为 0.93、1.07、1.23 元，同比增 10.71%、15.05%和 14.95%。给予公司 2020 年 25 倍的市盈率，对应公司股价 26.75 元，相较当前上涨 19.15%，调升公司评级为“买入”。

**风险提示：** 市场销售增长放缓，业绩不达预期；食品安全隐患。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1520.2	1914.4	2029.2	2257.3	2559.8
增长比率	35.6%	25.9%	6.0%	11.2%	13.4%
净利润(百万元)	414.1	661.7	737.0	843.7	968.2
增长比率	61.0%	59.8%	11.4%	14.5%	14.8%
每股收益(元)	0.52	0.84	0.93	1.07	1.23
市盈率(倍)	42.8	26.8	24.0	21.0	18.3

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
<b>营业收入</b>	<b>1520.2</b>	<b>1914.4</b>	<b>2029.2</b>	<b>2257.3</b>	<b>2559.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	787.2	846.9	832.0	891.6	998.3	营业收入增长率	35.6%	25.9%	6.0%	11.2%	13.4%
营业税费	25.7	30.0	28.4	31.6	35.8	营业利润增长率	70.4%	67.3%	11.3%	14.4%	14.7%
销售费用	219.5	280.6	310.5	338.6	378.8	净利润增长率	61.0%	59.8%	11.4%	14.5%	14.8%
管理费用	48.3	58.9	62.9	68.8	76.8	EBITDA 增长率	58.5%	55.0%	12.3%	15.5%	13.9%
财务费用	-2.3	-3.4	6.3	17.0	13.9	EBIT 增长率	69.5%	62.3%	12.3%	16.2%	14.7%
资产减值损失	2.7	3.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	73.5%	67.5%	12.6%	15.5%	14.1%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	38.2%	-26.0%	27.8%	18.5%	-24.3%
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%	20.9%	19.8%	18.9%
<b>营业利润</b>	<b>469.6</b>	<b>785.7</b>	<b>874.1</b>	<b>999.6</b>	<b>1,146.1</b>	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	<b>487.7</b>	<b>778.5</b>	<b>867.1</b>	<b>992.6</b>	<b>1,139.1</b>	营业利润率	30.9%	41.0%	43.1%	44.3%	44.8%
减: 所得税	73.6	116.8	130.1	148.9	170.9	净利润率	27.2%	34.6%	36.3%	37.4%	37.8%
<b>净利润</b>	<b>414.1</b>	<b>661.7</b>	<b>737.0</b>	<b>843.7</b>	<b>968.2</b>	EBITDA/营业收入	34.2%	42.1%	44.6%	46.3%	46.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	30.3%	39.1%	41.4%	43.3%	43.8%
货币资金	142.2	1,128.2	1,911.0	2,193.5	3,350.8	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	173	139	137	124	104
应收帐款	5.9	7.9	161.2	26.9	72.7	<b>流动营业资本周转天数</b>	160	112	78	126	109
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	298	313	467	579	621
预付帐款	10.6	5.9	17.2	7.6	20.1	应收帐款周转天数	2	1	15	15	7
存货	247.8	329.9	363.4	379.6	285.9	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	666	745	758
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	290	244
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.5%	26.8%	24.7%	23.6%	22.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.7%	22.2%	16.3%	17.5%	16.2%
固定资产	718.6	761.1	786.0	763.7	717.7	ROIC	31.2%	37.8%	57.5%	51.9%	50.0%
在建工程	59.8	172.9	86.4	43.2	21.6	<b>费用率</b>					
无形资产	117.8	154.6	151.2	147.9	144.6	销售费用率	14.4%	14.7%	15.3%	15.0%	14.8%
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%	3.1%	3.1%	3.0%
<b>资产总额</b>	<b>2,484.3</b>	<b>2,978.4</b>	<b>4,527.5</b>	<b>4,813.3</b>	<b>5,964.4</b>	财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.3%	0.8%	0.5%
短期债务	-	-	600.0	600.0	600.0	三费/营业收入	17.5%	17.6%	18.7%	18.8%	18.3%
应付帐款	188.5	74.0	457.5	112.1	525.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	22.4%	17.0%	34.0%	25.7%	28.7%
其他流动负债	281.9	326.0	482.8	523.5	583.2	负债权益比	28.9%	20.5%	51.6%	34.5%	40.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.24	4.52	2.24	3.08	2.94
其他非流动负债	86.0	107.1	-	-	-	速动比率	2.71	3.70	2.01	2.77	2.78
<b>负债总额</b>	<b>556.4</b>	<b>507.1</b>	<b>1,540.3</b>	<b>1,235.6</b>	<b>1,708.9</b>	利息保障倍数	-203.53	-217.91	132.40	57.28	80.73
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	789.4	789.4	789.4	789.4	789.4	DPS(元)	0.15	0.26	0.28	0.32	0.37
留存收益	1,138.6	1,681.9	2,197.8	2,788.4	3,466.2	分红比率	28.6%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,927.9</b>	<b>2,471.3</b>	<b>2,987.2</b>	<b>3,577.8</b>	<b>4,255.5</b>	股息收益率	0.7%	1.2%	1.2%	1.4%	1.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	414.1	661.7	737.0	843.7	968.2	EPS(元)	0.52	0.84	0.93	1.07	1.23
加: 折旧和摊销	59.0	57.8	64.8	68.9	70.9	BVPS(元)	2.44	3.13	3.78	4.53	5.39
资产减值准备	2.7	2.9	-	-	-	PE(X)	42.8	26.8	24.0	21.0	18.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.2	7.2	5.9	5.0	4.2
财务费用	-	-0.4	6.3	17.0	13.9	P/FCF	-245.2	15.8	18.2	33.1	12.2
投资收益	-24.1	-53.4	-45.0	-50.0	-50.0	P/S	11.7	9.3	8.7	7.9	6.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	33.8	20.5	18.1	15.4	12.6
营运资金的变动	-485.5	801.9	-397.9	-377.0	408.7	CAGR(%)	26.8%	13.5%	42.0%	26.8%	13.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>522.8</b>	<b>559.4</b>	<b>365.3</b>	<b>502.6</b>	<b>1,411.7</b>	PEG	1.6	2.0	0.6	0.8	1.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-600.2</b>	<b>544.6</b>	<b>45.0</b>	<b>50.0</b>	<b>50.0</b>	ROIC/WACC	3.0	3.7	5.6	5.1	4.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-51.2</b>	<b>-118.4</b>	<b>372.5</b>	<b>-270.2</b>	<b>-304.3</b>	REP	3.3	3.5	1.8	1.6	2.1

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。