

渠道库存消化良好，错杀机会值得关注

公司点评

陈文倩(分析师)

孙颖(联系人)

010-83561313

证书编号: S0280118090017

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

● 渠道库存去化良好，业绩回升趋势明显

四季度公司渠道下沉效果逐渐显现，节前库存已回归正常水平，降至 30-35 天左右。公司一级经销商超过 1200 个，传统渠道网络已经覆盖全国 264 个地级市，县级、三线城市渠道借助品牌推广正在持续开拓。2019 年计划覆盖的新增市场已基本完成覆盖，新增的 500 家经销商进展顺利，预计 2020 年开始放量。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 6.7 亿元/7.7 亿元/9.0 亿元，对应 EPS 为 0.85 元/0.97 元/1.14 元，对应 PE 为 28/25/21 倍，上调至“强烈推荐”评级。

● 成本预计波动不大，产能释放、品类扩张助力继续放量

涪陵地区青菜头丰产，公司 28 万吨左右原料窖池收贮、调剂能力领先，为平抑大宗原料价格大幅波动奠定基础，预计 2020 年青菜头采购价波动不大。公司拥有超过 10 条现代化生产线，产能领先于行业，随着涪陵基地 1.6 万吨脆口榨菜生产线、眉山基地 5.3 万吨榨菜生产线及东北基地 5 万吨萝卜项目按计划推进将逐渐形成集约化生产基地。另外，“惠通”老产品逐渐下架并在乌江渠道铺开售卖，泡菜业务将成为业绩有力支撑。公司规划进一步扩展品类，在调味酱领域寻求突破，佐餐开味菜行业的大型航母地位更加稳固。

● 疫情对公司影响不大，建议关注错杀反弹机会

公司下游以家庭消费为主占比超 80%，餐饮端占比小于 20%，疫情主要影响餐饮端销售，同时疫情刺激个人消费囤货，部分地区已脱销，渠道库存去化加速完成。重庆地区复工时间比往年延迟一周，影响局部地区供货，我们判断疫情对榨菜的产销影响均不大，低库存也有助于理顺价格体系。我们看好公司新增市场带来的业绩增量（新增市场 30 万算开发完成，公司计划 2-3 年内开发完成，公司 2020 年将继续拓展空白市场，至少未来三年将持续贡献增量）及原有渠道下沉的改进（预计疫情过后餐饮、外卖渠道也会大力放量）。公司目前估值处于历史低位，安全边际高，建议关注错杀后反弹机会。

● 风险提示：产品提价影响销量，新品推广不及预期

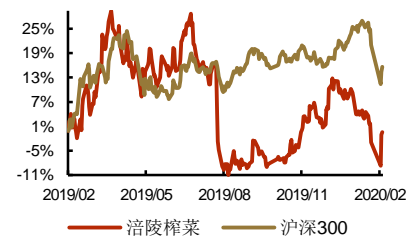
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,520	1,914	1,991	2,250	2,587
增长率(%)	35.6	25.9	4.0	13.0	15.0
净利润(百万元)	414	662	673	765	901
增长率(%)	61.0	59.8	1.7	13.7	17.7
毛利率(%)	48.2	55.8	60.0	60.0	60.0
净利率(%)	27.2	34.6	33.8	34.0	34.8
ROE(%)	21.5	26.8	22.9	21.5	20.8
EPS(摊薄/元)	0.52	0.84	0.85	0.97	1.14
P/E(倍)	45.7	28.6	28.1	24.8	21.0
P/B(倍)	11.5	8.9	7.5	6.2	5.1

强烈推荐(调高评级)

市场数据	时间 2020.02.05
收盘价(元):	24.15
一年最低/最高(元):	21.2/32.04
总股本(亿股):	7.89
总市值(亿元):	190.63
流通股本(亿股):	7.78
流通市值(亿元):	187.77
近3月换手率:	94.23%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.76	8.11	-11.25
绝对	-9.43	3.27	5.32

相关报告

《销售渠道调整，收入增速放缓》
2019-07-31

《定位榨菜龙头，高增长值得期待》
2019-03-10

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1524	1810	2358	2803	3614	营业收入	1520	1914	1991	2250	2587
现金	142	1128	1553	1773	2769	营业成本	787	847	796	900	1035
应收票据及应收账款合计	2	8	0	7	2	营业税金及附加	26	30	31	37	42
其他应收款	4	0	7	0	8	营业费用	219	281	358	405	453
预付账款	11	6	15	8	18	管理费用	48	59	79	84	90
存货	248	330	153	401	243	研发费用	-2	-3	-32	-38	-53
其他流动资产	1117	338	631	614	575	财务费用	3	3	0	0	0
非流动资产	961	1169	1174	1293	1430	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	24	53	23	27	32
固定资产	719	761	792	915	1056	其他收益	470	786	781	890	1052
无形资产	118	155	170	182	189	投资净收益	39	0	22	24	21
其他非流动资产	124	253	213	196	185	营业利润	21	7	9	10	12
资产总计	2484	2978	3533	4096	5044	营业外收入	488	778	794	904	1061
流动负债	470	400	498	434	616	营业外支出	74	117	120	138	161
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	414	662	673	765	901
应付票据及应付账款合计	110	74	100	97	129	所得税	0	0	0	0	0
其他流动负债	361	326	399	337	487	净利润	414	662	673	765	901
非流动负债	86	107	95	98	98	少数股东损益	542	802	805	914	1065
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	0.52	0.84	0.85	0.97	1.14
其他非流动负债	86	107	95	98	98	EBITDA					
负债合计	556	507	594	532	714	EPS(元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率	35.6	25.9	4.0	13.0	15.0
股本	789	789	789	789	789	成长能力	70.4	67.3	-0.6	14.0	18.2
资本公积	21	21	21	21	21	营业收入(%)	61.0	59.8	1.7	13.7	17.7
留存收益	1117	1661	2129	2683	3318	营业利润(%)					
归属母公司股东权益	1928	2471	2939	3564	4329	归属于母公司净利润(%)	48.2	55.8	60.0	60.0	60.0
负债和股东权益	2484	2978	3533	4096	5044	获利能力	27.2	34.6	33.8	34.0	34.8
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	21.5	26.8	22.9	21.5	20.8
	523	559	647	471	1255	净利率(%)	20.6	24.6	21.1	19.8	19.1
现金流量表(百万元)	414	662	673	765	901	ROE(%)					
经营活动现金流	59	58	52	60	72	ROIC(%)	22.4	17.0	16.8	13.0	14.2
净利润	-2	-3	-32	-38	-53	偿债能力	-7.4	-45.7	-52.8	-49.7	-64.0
折旧摊销	-24	-53	-23	-27	-32	资产负债率(%)	3.2	4.5	4.7	6.5	5.9
财务费用	71	-110	-26	-289	367	净负债比率(%)	2.7	3.7	4.4	5.5	5.5
投资损失	5	6	3	-1	-0	流动比率					
营运资金变动	-600	545	-37	-151	-177	速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
其他经营现金流	85	292	26	114	136	营运能力	988.7	401.3	622.4	609.8	579.2
投资活动现金流	-568	780	0	0	0	总资产周转率	8.8	9.2	9.2	9.1	9.2
资本支出	-1083	1617	-12	-36	-41	应收账款周转率					
长期投资	-51	-118	-185	-99	-82	应付账款周转率	0.52	0.84	0.85	0.97	1.14
其他投资现金流	0	0	0	0	0	每股指标(元)	-0.04	1.63	0.82	0.60	1.59
筹资活动现金流	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.44	3.13	3.72	4.52	5.48
短期借款	263	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)					
长期借款	-263	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	53.4	33.4	32.8	28.9	24.5
普通股增加	-51	-118	-185	-99	-82	估值比率	11.5	8.9	7.5	6.2	5.1
资本公积增加	-129	986	424	221	996	P/E	40.6	26.3	25.6	22.3	18.2
其他筹资现金流						P/B					
现金净增加额						EV/EBITDA					

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>