



2020-03-01

公司点评报告

增持/维持

涪陵榨菜(002507)

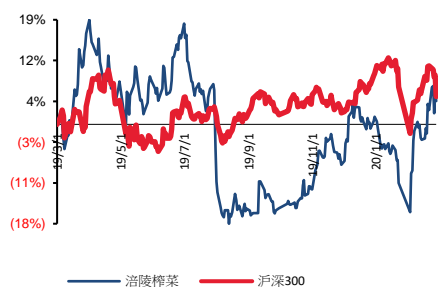
目标价: 32.20

昨收盘: 27.49

日常消费 食品、饮料与烟草

涪陵榨菜业绩快报：加大营销影响短期利润，库存去化明显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	789/778
总市值/流通(百万元)	21,699/21,374
12个月最高/最低(元)	31.68/21.59

相关研究报告：

涪陵榨菜(002507)《成本降量价升，净利率创食品行业奇迹》--2018/07/30

涪陵榨菜(002507)《主力产品量价齐升，业绩持续超预期》--2018/04/01

涪陵榨菜(002507)《三季报点评：新品+提价带动业绩增长，费率降低增强利润弹性》--2017/10/24

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司公告2019年业绩快报，全年营业总收入19.90亿元，同比增长3.93%；归母净利润6.05亿元，同比下滑8.55%。单四季度营收3.86亿元，同比增长4.61%；归母净利润0.87亿元，同比下滑37.41%。

一、单四季度收入保持增长，费用投入加大，库存优化明显

公司单四季度实现营收3.86亿元，在去年同期高基数（2018Q4同比增长25.86%）的基础上增长4.61%，延续了三季度销售回暖的态势。但费用投入加大影响当期利润，单四季度归母净利润出现明显下滑。

总体上看，2019年是供需弱平衡、缩量去库存的调整年。考虑到去年10月份有一轮提价，提价幅度约10%，2019年真实投放量有所缩减。叠加下半年实销导向的费用投放加大，年底没有进行大量压货，截至春节前渠道库存已经恢复到合理偏低水平，后受疫情影响，终端库存快速去化，但公司开工率不足且无法正常发货，导致渠道库存进一步去化，目前不足一个月，处于较低水平。库存优化有利于公司进行价格体系调整，同时也能打消经销商的疑虑。随着疫情影响的减弱和消费的恢复，3、4月份有望迎来一轮补库存。我们判断，疫情对公司的影响总体有限，对渠道下沉和市场拓展造成短期影响，但库存优化后公司轻装上阵，为中长期业绩改善奠定基础。

二、原材料采购成本小幅上涨，销售费用率有望见顶回落

2020年青菜头的采购价约为800元/吨，相比2019年（约780元/吨）小幅上涨。考虑上半年可以使用低价库存，原材料成本压力主要体现在下半年，但结合生产规模的增加以及产品返利的减少等因素，我们判断全年毛利率企稳或者小幅提升。

为解决传统渠道销量下滑和部分地区销售失序的问题，公司2019年调整了销售策略，加快渠道下沉和品类独立推广，同时进行销售队伍的裂变，导致销售费用大幅增加，挤占了净利润，特别是部分费用集中在年底确认，导致单四季度归母净利润同比下滑明显。随着渠道下沉及扩展的有序展开，也伴随着品类拓展和精品战略的推进，我们判断

2020 年公司费用投放的费效比有望改善，渠道策略上也会更加偏向于刺激实销，销售费用率有望见顶回落，利润弹性较大。

盈利预测与评级：

考虑疫情对公司短期和全年业绩的影响，结合 2019 年市场调整和当前库存优化的情况，我们判断今年公司收入两位数增长的概率仍较大。同时，随着费效比改善和销售费用率见顶回落，利润弹性更大。未来随着渠道下沉和品类拓展逐渐见到效果，公司的收入和利润有望保持较快的增长。测算公司 2019-2021 年收入增速分别为 4%、12%、15%；归母净利润增速分别为-9%、20%、21%。2020 年预期归母净利 7.28 亿元，采用行业可比平均市盈率 35 倍估值，对应市值约 255 亿元，目标价 32.20 元，“增持”评级。

风险提示：宏观经济和疫情影响导致销售不及预期，原材料价格波动；市场策略调整不及预期等；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1914	1990	2238	2574
净利润(百万元)	662	605	728	878
摊薄每股收益(元)	0.84	0.77	0.92	1.11

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。