

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

市场投入对业绩有正面影响

——涪陵榨菜(002507) 2019 年年报点评

证券研究报告-公司点评报告

增持(调降)

市场数据(2020-03-31)

发布日期: 2020年03月31日

收盘价(元)	31.54
一年内最高/最低(元)	32.04/21.20
沪深300指数	3674.11
市净率(倍)	8.21
流通市值(亿元)	232.25

投资要点:

- 事件: 公司公布 2019 年年报。2019 年, 公司实现营业收入 19.90 亿元, 同比增 3.93%; 实现每股收益 0.77 元, 同比增-8.33%。
- 2019 年当期销量下滑, 消化了 2018 年部分存货。

基础数据(2019-12-31)

每股净资产(元)	3.64
每股经营现金流(元)	0.65
毛利率(%)	58.61
净资产收益率-摊薄(%)	21.08
资产负债率(%)	14.60
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)公司点评报告: 榨菜销售增长出现修复迹象》 2019-08-26
- 2 《涪陵榨菜(002507) 2019 年中报点评: 客观地看待公司基本面》 2019-08-09
- 3 《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 年应是公司业绩周期的一个底部。2019 年, 公司产品销量 13.85 万吨, 较 2018 年下降 4.12%, 同期产量也减少 9%。但是, 2019 年公司库存商品较 2017、2018 年大幅下降, 商品去库存效果较好。在 2019 年去库存和低基数的基础上, 预计 2020 年的销量将会个位数正增长。

公司 2017、2018 年年末的商品库存量偏高, 反映出前期公司乐观的营销预期。产销不同步导致前两年累积较多的商品库存。至 2019 年中期, 公司商品库存较 2018 年年末减少 38.1%, 2019 年年末进一步减少至 68.25%。公司 2019 年年末存货 4.14 亿元, 其中 3.94 亿元都是原材料存货, 商品存货较上年年末大幅减少。

我们在前期的报告中已经分析过: 2018 年, 公司的销售遇到阻力, 2019 年一季度财报中已经显现出存在的市场问题。公司认识到问题之后, 2019 年年初着手改造市场和渠道, 从相关指标中我们看到了市场方面的积极变化。通过一年的去库存和营销准备, 2019 年应该是未来业绩的周期底部。

- 2019 年的毛利率继续有所提升, 为市场推广和促销留余空间。

根据我们的测算, 2019 年公司的产品吨价大概上升 3.16 个百分点, 公司提价的力度放缓, 并且提价更多为市场的推广和促销留余空间。

2019 年, 主要原材料青菜头的价格有所下降, 所以公司的营业成本同比下降 2.83 个百分点。

吨价提高和主要成本下降共同推动公司当期的毛利率提升 3 个百分点至 60.54%。

- 商超渠道的调研情况与年报基本相符。

通过对商超渠道的调研,2019 年公司在商超渠道的销量同比个数增长,增长略高于 2018 年,销售趋势是向上的;并且,产品单价也有小幅提升,但是幅度远低于前期。商超渠道的情况基本符合公司年报所反映的内容。

- **公司销售费用大增,反映出公司营销策略的积极变化,预计 2020 年的市场会有正面反馈。**

2019 年,公司的销售费用同比增 44.84%,其中市场推广和宣传费用增 90.84%,销售人员工资增 63.33%,是增幅最大的两项。在 2019 年的销售费用中,市场推广和宣传费用占比 61%,销售运输费用占比 17%,销售人员工资占比 12%,是占比较重的几个项目。

公司今年调整了营销策略,体现在这么几个变化上:一,对于二线以下的市场更加重视,通过经销商渠道服务下沉市场,挖掘新的利润点。二,对于电商和本地服务平台更加重视,通过线上 B2C 和 O2O 两种模式扩大线上销售业务。三,销售队伍实现“裂变”,增强自有的销售力量,我们从 2019 年销售人员工资薪酬的增长也能看出这一点改变。四,产品推广方式更加讲究和精细:重视几个大单品,对大单品做全渠道推广,此外对个别品类做独立的推广。公司积极地融入创新渠道,对下层市场予以资源倾斜,从而一改 2018 年的销售颓势,2019 年实现销售增长 3.97%。随着新增渠道运营的磨合,公司在 2020 年的销售增长有望进一步扩幅。

此外,我们看到公司前五大客户的销售占比持续下降,公司 2019 年新增一级经销商约 400 家,反映出公司销售渠道的多元和延展。

- **由于经营支出突然加大,2019 年公司的经营性现金流出现负增长。**
公司的经营性现金流已经连续四年正增长,2019 年为五年来首次负增长,较 2018 年减少 7.51%。经营性现金流同比减少的原因:一个是销售商品获取的现金同比仅微增 3.45%,增幅小于过往几年;一个是经营相关的支出大幅增加 45.82%,幅度大于往年。经营相关支出主要包含了市场推广、促销、宣传等费用项目。由此看,公司的经营性现金流表与利润表所表述的内容基本一致。

尽管公司长期在榨菜市场独居“龙头”,但是近两年产品的销售难度加大。其中原因可能有:榨菜产品老化;销售渠道老化;来自复合调味品市场的竞争正在加剧。随着公司的重视,加上公司的既有资源,我们仍然看好它的发展前景,2019 年很可能是公司业绩周期的底部。

- **公司近两年的投资行为表明一个市场龙头对未来的乐观看法。**

食品加工普遍产能过剩,但是我们也看到:许多头部上市公司仍在本领域内展开实业投资。我们认为这种投资行为意味着:一,站在行

业的前沿，头部企业看好所在市场的发展前景；二，头部企业的目的是通过产能的集中来带动市场的集中。

公司在 2018、2019 年的投资力度远远强于过往几年，继扩建自有窖池之后，目前公司涉足的投资项目主要包括：年产 1.6 万吨脆口榨菜生产线、惠通年产 5.3 万吨榨菜生产线、辽宁年产 5 万吨泡菜生产基地。从投资的项目来看，公司将榨菜单品作为主攻品类，持续在榨菜市场发力，说明公司仍然看好这一古老市场的发展空间。此外，公司加强了对泡菜类产品的攻坚：海外的调味品企业无一不是广泛涉足各品类，这样才能充分利用渠道和客户价值。

- **公司现金情况转好，分红逐年增加。**

随着公司利润的积累，2017 年之后公司的现金情况明显向好，股东分红随之逐年增加。在调味品上市公司中，公司的股息率相对较高，为机构投资者既提供了基本面，也提供了较高的股息率。

- **投资建议**

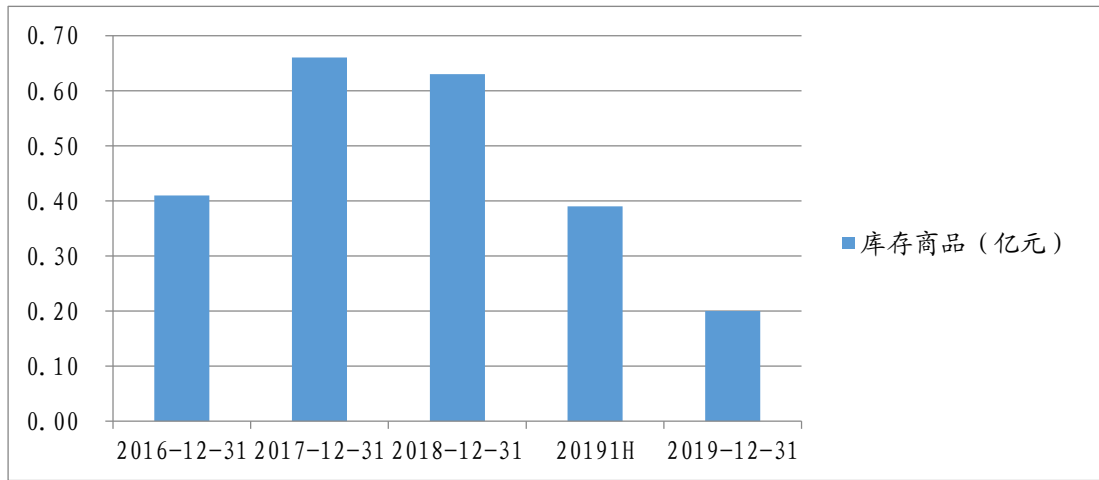
2020 年 1 月，公司在商超渠道销量同比大增 50%，销售猛烈反弹与疫情有关，2 月、3 月很可能延续 1 月增势。但是，疫情引发的高增长不具有持续性，预计下半年将会恢复至常态增长。相比 2018 年，公司 2019 年的销售趋势性向好，虽然幅度不大，我们认为 2020 年这种微幅向上的趋势仍会延续。公司的销售增长有其内在的周期性，有“两年上升、两年下降”的特征，2019 年的增长情况应该是一个阶段性的底部。我们预测公司 2020、2021、2022 年 EPS 为 0.88、0.91、0.96 元，参照 3 月 31 日的收盘价 31.54 元，对应的市盈率分别为 33.8、32.8 和 31.2 倍，给予公司“增持”评级。

风险提示：销售不及预期；费用投入过大；食品安全隐患。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1914.4	1989.6	2112.8	2253.7	2433.8
增长比率	25.9%	3.9%	6.2%	6.7%	8.0%
净利润(百万元)	661.7	605.1	698.1	718.2	754.6
增长比率	59.8%	-8.6%	15.4%	2.9%	5.1%
每股收益(元)	0.84	0.77	0.88	0.91	0.96
市盈率(倍)	35.6	39.0	33.8	32.8	31.2

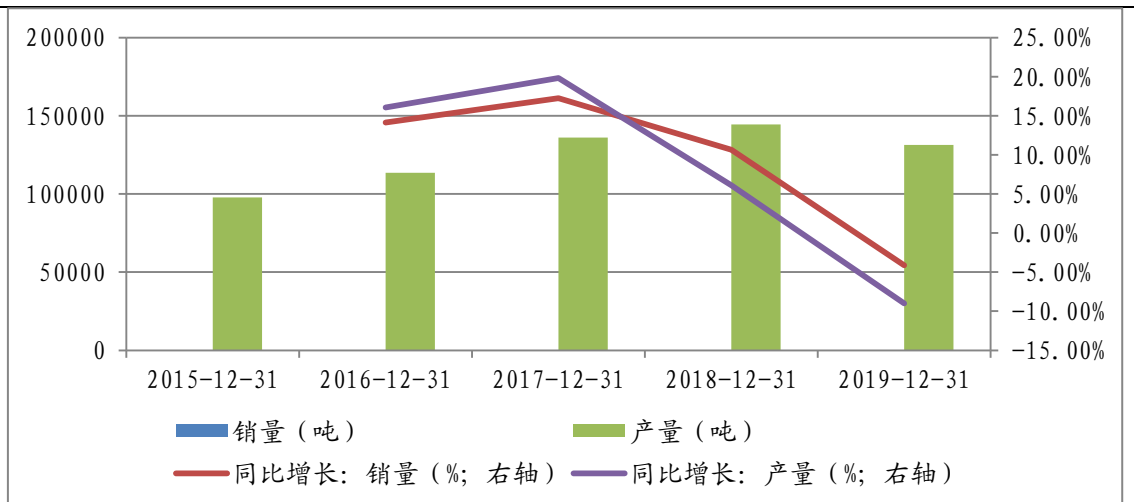
资料来源：贝格数据，中原证券

图表 1: 公司的库存商品



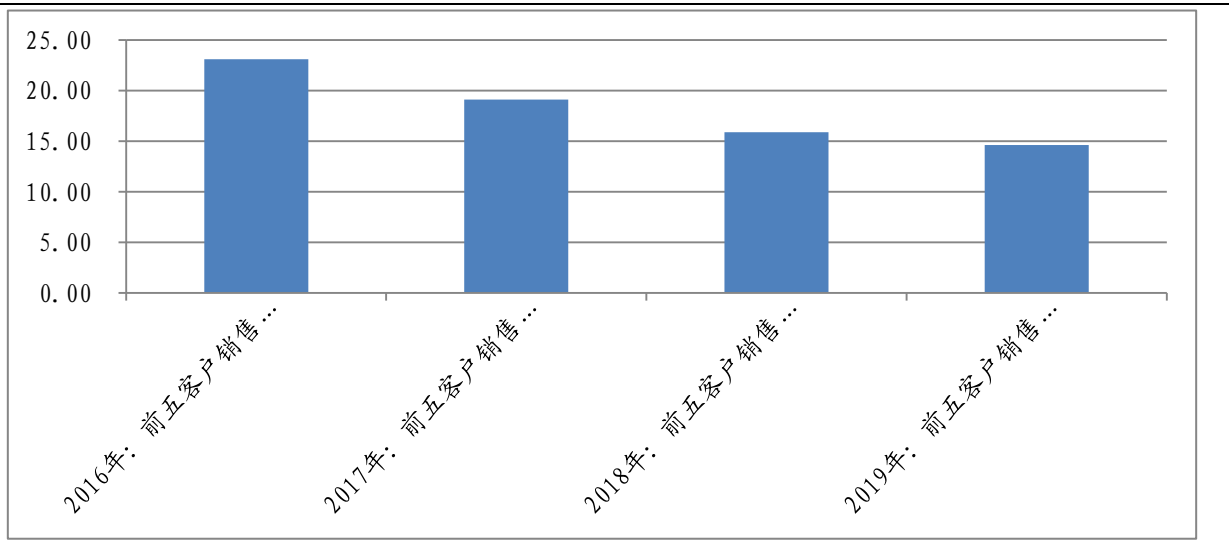
资料来源: 中原证券 WIND

图表 2: 公司的产销量



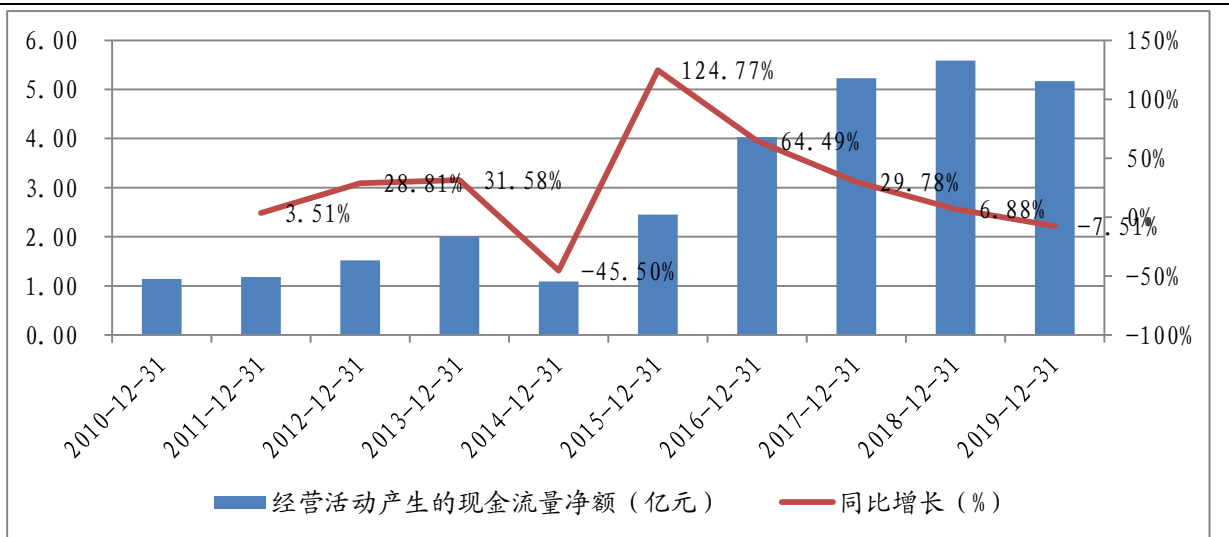
资料来源: 中原证券 WIND

图表 3: 公司的前五大客户销售占比



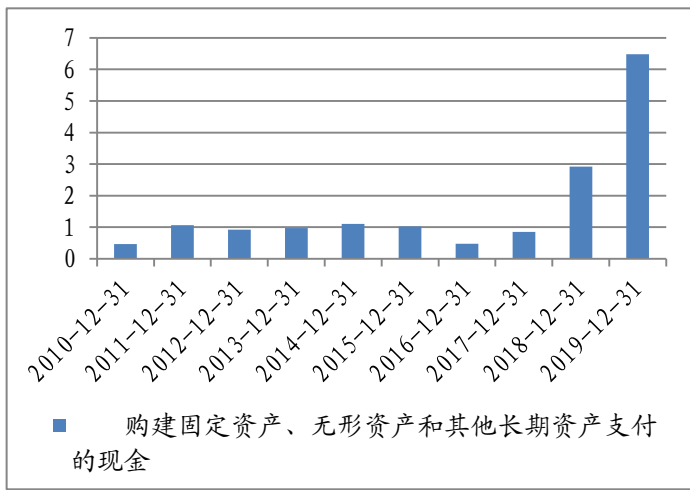
资料来源: 中原证券 WIND

图表 4: 公司的经营性现金流净额

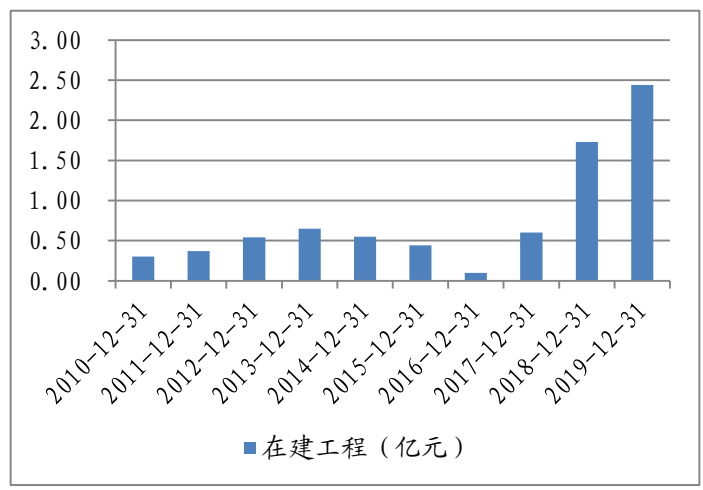


资料来源: 中原证券 WIND

图表 5: 公司的固定资产

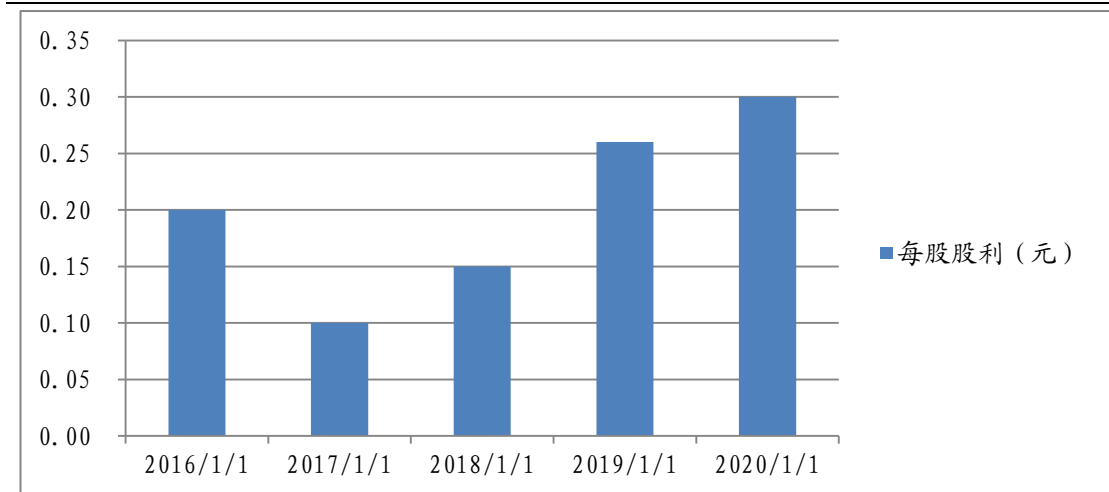


图表 6: 公司的在建工程



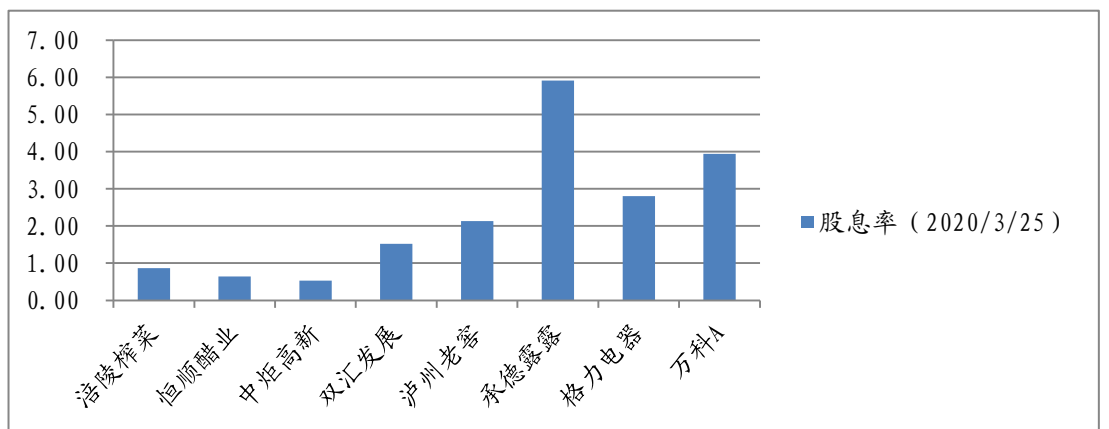
资料来源: 中原证券 WIND

图表 7: 公司的每股股利



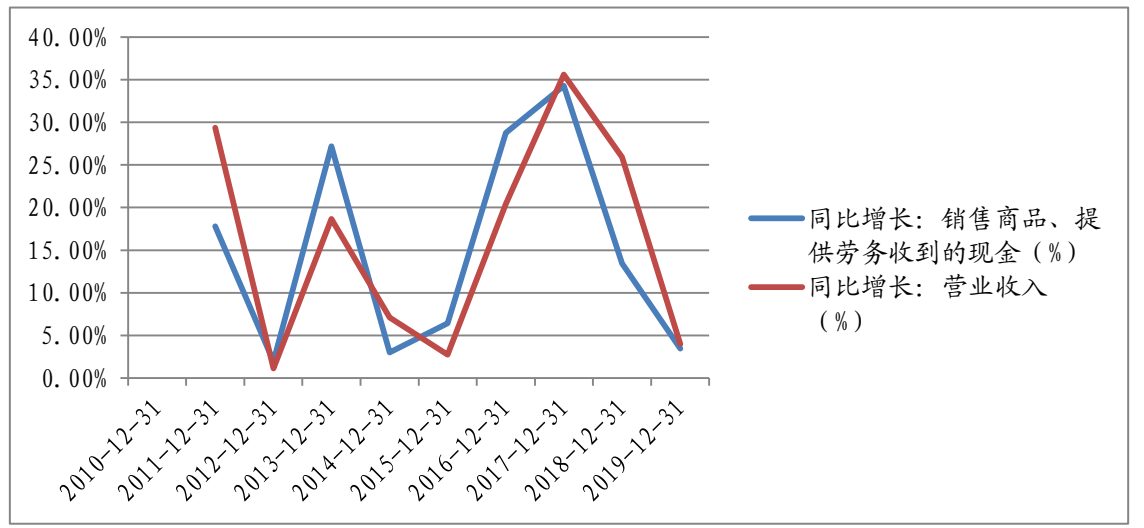
资料来源: 中原证券 WIND

图表 8: 公司的股息率



资料来源: 中原证券 WIND

图表 9: 公司的销售商品现金流



资料来源: 中原证券 WIND

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1914.4	1989.6	2112.8	2253.7	2433.8	成长性					
减: 营业成本	846.9	823.5	828.2	878.9	941.9	营业收入增长率	25.9%	3.9%	6.2%	6.7%	8.0%
营业税费	30.0	28.9	29.6	31.6	34.1	营业利润增长率	67.3%	-8.5%	16.5%	1.8%	4.2%
销售费用	280.6	406.9	380.3	462.0	525.7	净利润增长率	59.8%	-8.6%	15.4%	2.9%	5.1%
管理费用	58.9	63.0	76.1	74.4	85.2	EBITDA 增长率	55.0%	-4.3%	16.0%	4.7%	6.0%
财务费用	-3.4	-5.1	-3.5	8.9	19.1	EBIT 增长率	62.3%	-6.2%	15.9%	3.3%	5.5%
资产减值损失	3.0	-0.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	67.5%	-8.8%	16.2%	3.9%	5.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-26.0%	17.7%	67.2%	11.1%	9.8%
投资和汇兑收益	53.4	34.3	15.0	34.0	40.0	净资产增长率	28.2%	16.2%	17.1%	15.0%	13.7%
营业利润	785.7	718.6	837.2	852.0	887.8	利润率					
加: 营业外净收支	-7.2	-6.3	-11.0	-7.0	-	毛利率	55.8%	58.6%	60.8%	61.0%	61.3%
利润总额	778.5	712.3	826.2	845.0	887.8	营业利润率	41.0%	36.1%	39.6%	37.8%	36.5%
减: 所得税	116.8	107.2	128.1	126.7	133.2	净利润率	34.6%	30.4%	33.0%	31.9%	31.0%
净利润	661.7	605.1	698.1	718.2	754.6	EBITDA/营业收入	42.1%	38.8%	42.3%	41.6%	40.8%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	39.1%	35.3%	38.5%	37.3%	36.4%
货币资金	1,128.2	955.7	422.6	1,206.5	1,436.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	139	151	164	167	160
应收帐款	7.9	0.4	17.2	1.6	14.7	流动营业资本周转天数	112	52	126	208	235
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	313	312	298	386	475
预付帐款	5.9	5.6	5.9	6.3	6.8	应收帐款周转天数	1	1	2	2	1
存货	329.9	413.7	414.6	562.0	693.8	存货周转天数	54	67	71	78	93
其他流动资产	337.7	260.6	1,000.0	1,200.0	1,300.0	总资产周转天数	514	574	595	674	745
可供出售金融资产	2.1	-	2.1	2.1	2.1	投资资本周转天数	288	256	349	432	442
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	26.8%	21.1%	20.8%	18.6%	17.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	22.2%	18.0%	19.3%	14.9%	14.4%
固定资产	761.1	909.0	1,013.6	1,081.8	1,084.4	ROIC	37.8%	46.6%	46.0%	28.6%	27.1%
在建工程	172.9	244.4	182.2	161.1	105.6	费用率					
无形资产	154.6	150.9	147.4	143.9	140.4	销售费用率	14.7%	20.5%	18.0%	20.5%	21.6%
其他非流动资产	78.2	421.8	418.9	448.9	468.9	管理费用率	3.1%	3.2%	3.6%	3.3%	3.5%
资产总额	2,978.4	3,362.0	3,624.4	4,814.2	5,253.0	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.8%
短期债务	-	-	5.2	600.0	600.0	三费/营业收入	17.6%	23.4%	21.4%	24.2%	25.9%
应付帐款	74.0	235.0	100.8	255.6	110.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	17.0%	14.6%	7.2%	19.7%	16.4%
其他流动负债	326.0	150.1	156.5	93.9	149.5	负债权益比	20.5%	17.1%	7.8%	24.6%	19.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.52	4.25	7.09	3.13	4.01
其他非流动负债	107.1	105.7	-	-	-	速动比率	3.70	3.17	5.51	2.54	3.21
负债总额	507.1	490.9	262.5	949.5	860.1	利息保障倍数	-217.91	-137.53	-230.81	94.87	46.38
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	789.4	789.4	789.4	789.4	789.4	DPS(元)	0.26	0.30	0.27	0.27	0.29
留存收益	1,681.9	2,081.8	2,572.5	3,075.3	3,603.5	分红比率	31.0%	39.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,471.3	2,871.2	3,361.9	3,864.6	4,392.9	股息收益率	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	661.7	605.1	698.1	718.2	754.6	EPS(元)	0.84	0.77	0.88	0.91	0.96
加: 折旧和摊销	57.8	69.7	81.1	96.4	106.5	BVPS(元)	3.13	3.64	4.26	4.90	5.57
资产减值准备	2.9	-0.3	-	-	-	PE(X)	35.6	39.0	33.8	32.8	31.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.5	8.2	7.0	6.1	5.4
财务费用	-0.4	-0.3	-3.5	8.9	19.1	P/FCF	21.1	63.0	-72.2	22.9	49.5
投资收益	-53.4	-34.3	-15.0	-34.0	-40.0	P/S	12.3	11.9	11.2	10.5	9.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	27.8	28.8	25.5	24.1	22.5
营运资金的变动	801.9	-516.8	-988.2	-270.0	-354.7	CAGR(%)	2.8%	7.6%	19.0%	2.8%	7.6%
经营活动产生现金流量	559.4	516.5	-227.5	519.5	485.5	PEG	12.9	5.1	1.8	11.9	4.1
投资活动产生现金流量	544.6	-612.7	-107.1	-106.0	-10.0	ROIC/WACC	3.6	4.4	4.4	2.7	2.6
融资活动产生现金流量	-118.4	-205.2	-198.7	370.5	-245.5	REP	4.8	3.3	2.0	2.9	2.8

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。