

## 涪陵榨菜 (002507) / 食品加工

## 二季度收入提速, 费用率下降推动利润弹性释放

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 41.42

**分析师: 范劲松**
**执业证书编号: S0740517030001**

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

**分析师: 熊欣慰**
**执业证书编号: S0740519080002**

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

**分析师: 龚小乐**
**执业证书编号: S0740518070005**

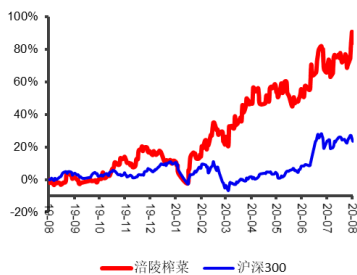
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**研究助理: 房昭强**

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	789.36
流通股本(百万股)	777.79
市价(元)	41.42
市值(百万元)	32,695
流通市值(百万元)	32,216

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 涪陵榨菜 (002507.SZ) \_点评报告: 需求旺盛叠加补库存, 二季度有望加速增长
- 2 涪陵榨菜 (002507.SZ) \_点评报告: 终端需求旺盛, 动销符合预期
- 3 涪陵榨菜 (002507.SZ) \_深度报告: 否极泰来, 渠道下沉加速前行

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,914	1,990	2,261	2,569	2,921
增长率 yoy%	25.92%	3.93%	13.66%	13.60%	13.72%
净利润	662	605	769	879	1,010
增长率 yoy%	59.78%	-8.55%	27.02%	14.29%	14.92%
每股收益(元)	0.84	0.77	0.97	1.11	1.28
每股现金流量	0.71	0.65	1.39	1.30	1.36
净资产收益率	26.78%	21.08%	21.53%	20.02%	18.88%
P/E	49.41	54.03	42.54	37.22	32.38
PEG	4.99	2.90	1.86	3.76	1.74
P/B	13.23	11.39	9.16	7.45	6.11

备注: 股价选取自 2020 年 8 月 20 日收盘价

**投资要点**

- **事件:** 公司 2020H1 实现收入 11.98 亿元, 同比增长 10.28%; 实现归母净利润 4.04 亿元, 同比增长 28.44%; 实现扣非后归母净利润 3.94 亿元, 同比增长 26.42%。其中 2020Q2 实现收入 7.15 亿元, 同比增长 27.80%; 实现归母净利润 2.39 亿元, 同比增长 49.62%; 实现扣非后归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 49.94%, 单二季度增长超预期。
- **Q2 收入增长提速, 原材料价格上升致毛利率承压。** 公司单二季度收入增长 27.80%, 环比一季度的-8.33%显著提升。我们认为主要系: (1) 公司产品以 C 端销售为主, 疫情背景下终端需求旺盛; (2) 公司持续推进渠道下沉, 逐步取得成效; (3) 确认 Q1 预收账款, Q2 销售商品收到的现金同比增长 6.17%。分产品看, 2020H1 榨菜、萝卜、泡菜、其他产品分别实现收入 10.36、0.56、0.82、0.22 亿元, 同比分别增长 12.12%、-16.11%、8.55%、23.49%。分地区看, 上半年华北、东北、华东、华中、西南、西北、中原、华南收入分别增长 12.08%、16.00%、11.64%、14.26%、11.97%、5.50%、27.93%、1.10%。2020Q2 公司毛利率下降 1.73 个 pct 至 57.21%, 主要系公司开始使用去年底采购的半成品原料, 成本上升。
- **Q2 销售费用率大幅下降, 推动利润弹性释放。** 2020Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别-6.56、-0.58、-0.22、-1.12 个 pct 至 15.57%、2.12%、0.10%、-1.25%。销售费用率下降主要系疫情下终端需求良好, 公司投入的市场推广费大幅减少, 同时去年 Q2 销售费用率基数较高。受益于销售费用率下降, 2020Q2 销售净利率同比提升 4.87 个 pct 至 33.40%。
- **定增项目扩产, 符合公司长远发展方向。** 公司公告《非公开发行 A 股股票预案》, 拟计划募集资金不超过 33 亿元, 用于绿色智能化生产基地(一期)和智能信息系统项目, 分别拟投入募集资金 29.5 和 3.5 亿元。绿色智能化生产基地项目主要包括 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备和 20 万吨榨菜生产车间及设备。项目落地后, 公司榨菜窖池规模将从 27 万吨增加到 64 万吨, 大幅提升青菜头收储能力, 平抑原材料价格波动风险。同时新增 10 条榨菜自动化生产线, 年设计产能 20 万吨, 将保障公司的中长期发展, 推动主业的稳步增长及市占率的提升。
- **盈利预测:** 涪陵榨菜是我国榨菜行业龙头, 盈利能力突出, 其依靠采购+渠道+品牌优势, 拥有行业定价权。中长期看, 消费场景扩张打开了榨菜品类空间, 公司通过渠道下沉、新兴渠道拓展来带动销量提升。根据半年报, 我们调整盈利预测, 预计公司 2020-2022 年收入分别为 22.61、25.69、

29.21 亿元，归母净利润分别为 7.69、8.79、10.10 亿元（调整前为 7.16、8.43、9.75 亿元），EPS 分别为 0.97、1.11、1.28 元，对应 PE 为 43 倍、37 倍、32 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**全球疫情反复及全球经济增速放缓；原材料价格波动的风险；食品安全控制风险

**图表 1: 涪陵榨菜三大财务报表预测 (单位: 百万元)**

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,914	1,990	2,261	2,569	2,921	货币资金	1,128	956	1,975	2,927	3,947
增长率	25.9%	3.9%	13.7%	13.6%	13.7%	应收款项	12	18	16	22	21
营业成本	-847	-823	-953	-1,094	-1,257	存货	330	414	407	444	324
% 销售收入	44.2%	41.4%	42.1%	42.6%	43.0%	其他流动资产	340	249	296	274	287
毛利	1,067	1,166	1,308	1,475	1,665	流动资产	1,810	1,636	2,694	3,667	4,579
% 销售收入	55.8%	58.6%	57.9%	57.4%	57.0%	% 总资产	60.8%	48.7%	66.2%	72.9%	77.4%
营业税金及附加	-30	-29	-33	-37	-42	长期投资	2	0	0	0	0
% 销售收入	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	761	909	876	841	804
营业费用	-281	-407	-362	-385	-409	% 总资产	25.6%	27.0%	21.5%	16.7%	13.6%
% 销售收入	14.7%	20.5%	16.0%	15.0%	14.0%	无形资产	155	151	144	137	129
管理费用	-59	-63	-68	-72	-79	非流动资产	1,169	1,726	1,373	1,361	1,336
% 销售收入	3.1%	3.2%	3.0%	2.8%	2.7%	% 总资产	39.2%	51.3%	33.8%	27.1%	22.6%
息税前利润 (EBIT)	698	667	846	980	1,134	<b>资产总计</b>	<b>2,978</b>	<b>3,362</b>	<b>4,068</b>	<b>5,028</b>	<b>5,915</b>
% 销售收入	36.5%	33.5%	37.4%	38.2%	38.8%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	3	5	15	10	10	应付款项	331	337	332	480	406
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.4%	-0.3%	其他流动负债	69	48	59	53	56
资产减值损失	3	0	0	0	0	流动负债	400	385	391	534	462
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	53	34	30	30	30	其他长期负债	107	106	106	106	106
% 税前利润	7.1%	4.9%	3.3%	2.9%	2.5%	<b>负债</b>	<b>507</b>	<b>491</b>	<b>497</b>	<b>640</b>	<b>569</b>
营业利润	758	707	891	1,020	1,174	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,471</b>	<b>2,871</b>	<b>3,571</b>	<b>4,388</b>	<b>5,347</b>
营业利润率	39.6%	35.5%	39.4%	39.7%	40.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	-7	-6	14	14	14	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,978</b>	<b>3,362</b>	<b>4,068</b>	<b>5,028</b>	<b>5,915</b>
税前利润	751	700	905	1,034	1,188	<b>比率分析</b>					
利润率	39.2%	35.2%	40.0%	40.3%	40.7%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-117	-107	-136	-156	-179	<b>每股指标</b>					
所得税率	15.6%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.84	0.77	0.97	1.11	1.28
净利润	662	605	769	879	1,010	每股净资产 (元)	3.13	3.64	4.52	5.56	6.77
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.71	0.65	1.39	1.30	1.36
归属于母公司的净利润	662	605	769	879	1,010	每股股利 (元)	0.26	0.26	0.09	0.08	0.06
净利率	34.6%	30.4%	34.0%	34.2%	34.6%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	26.78%	21.08%	21.53%	20.02%	18.88%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	22.22%	18.00%	18.90%	17.47%	17.07%
净利润	662	605	769	879	1,010	投入资本收益率	37.78%	46.57%	48.55%	55.17%	69.62%
加: 折旧和摊销	58	70	66	69	71	<b>增长率</b>					
资产减值准备	3	0	0	0	0	营业总收入增长率	25.92%	3.93%	13.66%	13.60%	13.72%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	62.34%	-6.24%	24.81%	15.34%	15.27%
财务费用	0	0	-15	-10	-10	净利润增长率	59.78%	-8.55%	27.02%	14.29%	14.92%
投资收益	-53	-34	-30	-30	-30	总资产增长率	19.89%	12.88%	20.99%	23.60%	17.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	704	-401	310	122	36	应收账款周转天数	1.7	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>经营活动现金净流</b>	<b>559</b>	<b>517</b>	<b>1,100</b>	<b>1,029</b>	<b>1,077</b>	存货周转天数	54.3	67.3	65.3	59.6	47.3
固定资本投资	-156	-220	-60	-60	-50	应付账款周转天数	39.0	32.8	35.9	34.3	35.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>545</b>	<b>-613</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>-16</b>	固定资产周转天数	139.1	151.1	142.1	120.3	101.3
股利分配	-205	-205	-69	-61	-50	<b>偿债能力</b>					
其他	87	0	15	10	10	净负债/股东权益	-38.67%	-68.80%	-81.97%	-89.95%	-125.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-118</b>	<b>-205</b>	<b>-54</b>	<b>-51</b>	<b>-40</b>	EBIT利息保障倍数	-217.9	-137.5	-58.4	-101.0	-116.4
<b>现金净流量</b>	<b>986</b>	<b>-301</b>	<b>1,020</b>	<b>952</b>	<b>1,020</b>	资产负债率	17.03%	14.60%	12.22%	12.73%	9.61%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。