

涪陵榨菜 (002507.SZ) / 食品饮料

业绩拐点已现，定增助力发展

评级：持有

市场价格：45.56

电话：(852) 28113977

电邮：

info@gammasecurities.com.hk

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	2,262	2,599	2,922
增长率 yoy%	25.92%	3.93%	13.70%	14.90%	12.40%
净利润	662	605	811	911	1,012
增长率 yoy%	59.78%	-8.55%	33.99%	12.34%	11.13%
每股收益 (元)	0.84	0.77	1.03	1.15	1.28
每股现金流量	0.71	0.65	1.45	0.87	1.57
每股净资产	3.13	3.64	4.46	5.38	6.41
净资产收益率	30.08%	22.65%	28.24%	25.88%	23.83%
P/E	54.35	59.43	44.35	39.48	35.53
P/B	14.55	12.53	10.22	8.46	7.11

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年中报，报告期内实现营业收入 11.98 亿，同比增长 10.28%；实现归母净利润 4.04 亿，同比增长 28.44%，扣非净利润 3.94 亿，同比增长 26.42%；分拆看，公司二季度实现营业收入 7.15 亿，同比增长 7.8%，归母净利润 2.37 亿，同比增长 49.91%，扣非净利润 2.37 亿，同比增长 49.91%。公司业绩基本符合预期。
- **渠道下沉叠加补库存周期，公司二季度营收快速增长：**分产品看，上半年公司主要产品榨菜、萝卜、泡菜分别实现营收 10.36 亿、0.56 亿、0.82 亿，同比增长 12.12%、-16.11%、8.55%。主力产品榨菜的稳健增长是公司收入增长主要动力。由于今年 H1 公司产品并未涨价，产品均价预计与去年相同，而 Q1 销量同比下滑 8%，因此预计公司二季度榨菜销量增速接近 20%，销售情况大幅回暖。公司二季度销量复苏主要因为以下几个因素：(1) 一季度供应链问题导致终端补库存受阻，终端渠道库存低于正常水平、甚至在部分地区脱销。因此二季度补库存需求非常强烈。目前，公司渠道的库存仍然保持在低位，未来销售增长较为确定。(2) 去年公司持续的进行渠道下沉，开发 600 多个空白市场。随着这些市场今年逐步成熟，有望给公司带来更多的增量。
- **控制销售费用带来利润弹性，净利润快速增长：**Q2 公司净利润同比增长 49.91%，远高于收入增速。主要是因为公司持续的控制销售费用。一方面，公司对销售费用实行分级使用、分级审批、三重控制（来源政策比例控制、城市耗费定额控制、办事处预算奖惩控制），合理控制费用开支。另一方面，今年终端需求旺盛，公司减少了返利、促销，渠道端的费效比自然在高位。综合来看，公司二季度销售费用同比下降 10.1%，费率 15.6%，同比下降 6.6pct。
- **毛利率小幅下滑下控制费用带来净利率提升：**公司上半年毛利率 57.36%，同比下降 1.19pct，其中二季度 57.2%，同比下滑 1.7pct。分产品看，榨菜 H1 毛利率 59.31%，同比下降 1.2pct。榨菜毛利率的小幅下滑预计与半加工青菜头价格上行有关。上半年公司净利率为 33.76%，同比提升 4.77pct，Q2 净利率 33.4%，同比提升 4.9pct。净利率的提升得益于费用端的把控：Q2 公司销售费率、管理费率、财务费率分别为 15.6%、2.1%、-1.2%，分别下降 6.6pct，0.6pct，1.1pct。公司二季度末对主力流通产品从 80g 改为 70g，

基本状况

总股本(百万股)	789.36
流通股本(百万股)	777.79
市价(元)	45.56
市值(亿元)	359.6
流通市值(亿元)	354.4

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 突破现有天花板，榨菜龙头再起飞
- 2 半年报营收低于预期，公司渠道调整尚未见效
- 3 销售费用高投入下短期业绩承压
- 4 渠道下沉初见成效，4 季度业绩低于预期
- 5 业绩压力释放，未来逐步向好
- 6 疫情影响可控，预收款彰显潜力

因此下半年毛利率有望提升。同时下半年公司会继续严控费用，因此利润端增速会继续快于收入端。

- **公司拟募资 33 亿元实行定增，后续发展动力足：**公司公告称将募资不超过 33 亿元，用于 40.7 万吨原料窖池和 20 万吨榨菜生产线建设。而控股股东涪陵国投和董事长周斌全先生分别拟认购 13.5 亿，0.8 亿元。此次扩产相当于将公司产能扩增一倍，将有利于公司进一步增加市场占有率。而控股股东和高管的认购则进一步反应出管理层对公司发展的信心。
- 下半年公司有望继续快速增长：收入端，预计呈现量价齐升态势：（1）公司产品目前的终端需求旺盛，渠道库存保持在相对较低的水平，而且公司产能非常充足（2）二季度末公司变相换包装提价（3）去年下半年基数较低。成本端：今年公司销售费用投放上会更注重费效比，销售费用投放预计继续放缓，因此业绩弹性有保障。
- **投资建议：公司产能扩张有利于在这次疫情中扩张市场份额。**维持“持有”评级。我们将公司 2020-2022 年营业收入小幅调整为 22.62 亿、25.99 亿、29.22 亿，同比 13.70%、14.90%、12.40%，归母净利润 8.11 亿元、9.11 亿元、10.12 亿元，同比 28.24%、25.88%、23.83%，EPS 分别为 1.03 元、1.15 元、1.28 元，对应估值 44.35X、39.49X、35.53X。
- **风险提示事件：**渠道拓展效果不及预期；疫情影响超预期

## 财务报表

利润表 (人民币 百万元)					资产负债表 (人民 币百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,990	2,262	2,599	2,922	货币资金	956	1,550	1,915	2,968
增长率	3.9%	13.7%	14.9%	12.4%	应收款项	18	8	23	14
营业成本	-823	-937	-1,080	-1,221	存货	414	248	577	389
%销售收入	41.4%	41.4%	41.6%	41.8%	其他流动资产	249	296	276	285
毛利	1,166	1,325	1,519	1,701	流动资产	1,636	2,101	2,791	3,656
%销售收入	58.6%	58.6%	58.5%	58.2%	%总资产	48.7%	52.4%	57.1%	64.6%
营业税金及附加	-29	-33	-38	-42	长期投资	0	0	0	0
%销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	909	1,171	1,110	1,047
营业费用	-407	-351	-416	-467	%总资产	27.0%	29.2%	22.7%	18.5%
%销售收入	20.5%	15.5%	16.0%	16.0%	无形资产	151	144	137	129
管理费用	-63	-57	-70	-79	非流动资产	1,726	1,909	2,097	2,004
%销售收入	3.2%	2.5%	2.7%	2.7%	%总资产	51.3%	47.6%	42.9%	35.4%
息税前利润 (EBIT)	667	885	996	1,112	资产总计	3,362	4,010	4,888	5,659
%销售收入	33.5%	39.1%	38.3%	38.1%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	5	18	21	23	应付款项	337	325	479	439
%销售收入	-0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	其他流动负债	48	59	53	56
资产减值损失	0	2	2	2	流动负债	385	384	533	495
公允价值变动收 益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
其他收益	35	39	44	44	其他长期负债	106	106	106	106
投资收益	34	40	40	40	负债	491	490	639	601
%税前利润	4.7%	4.1%	3.6%	3.3%	普通股股东权益	2,871	3,520	4,249	5,058
营业利润	741	984	1,102	1,222	少数股东权益	0	0	0	0
营业利润率	37.3%	43.5%	42.4%	41.8%	负债股东权益合计	3,362	4,010	4,888	5,659
营业外收支	-6	-6	-6	-6	比率分析				
税前利润	735	978	1,096	1,216		2019A	2020E	2021E	2022E
利润率	36.9%	43.3%	42.2%	41.6%	每股指标				
所得税	-107	-144	-161	-179	每股收益(元)	0.8	1.0	1.2	1.3
所得税率	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%	每股净资产(元)	3.6	4.5	5.4	6.4
净利润	605	811	911	1,012	每股经营现金净流 (元)	0.7	1.4	0.9	1.6
少数股东损益	0	0	0	0	每股股利(元)	0.3	0.2	0.2	0.3
归属于母公司的 净利润	605	811	911	1,012	回报率				
净利率	30.4%	35.8%	35.0%	34.6%	净资产收益率	22.7%	28.2%	25.9%	23.8%
现金流量表 (人 民币百万元)					总资产收益率	18.0%	20.2%	18.6%	17.9%
	2019A	2020E	2021E	2022E					

净利润	605	811	911	1,012	投入资本收益率	46.6%	52.2%	51.1%	49.0%
加:折旧和摊销	70	92	94	97	<b>增长率</b>				
资产减值准备	0	0	0	0	营业总收入增长率	3.9%	13.7%	14.9%	12.4%
公允价值变动损失	0	0	0	0	EBIT 增长率	-6.2%	31.6%	11.9%	11.3%
财务费用	0	-18	-21	-23	净利润增长率	-8.6%	34.0%	12.3%	11.1%
投资收益	-34	-40	-40	-40	总资产增长率	12.9%	19.3%	21.9%	15.8%
少数股东损益	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>				
营运资金的变动	-401	300	-261	192	应收账款周转天数	2.6	2.0	2.1	2.2
<b>经营活动现金净流</b>	<b>517</b>	<b>1,144</b>	<b>684</b>	<b>1,238</b>	存货周转天数	67.3	52.6	57.1	59.5
固定资本投资	-220	-450	-200	-50	应付账款周转天数	32.8	37.5	36.4	35.6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-613</b>	<b>-406</b>	<b>-156</b>	<b>-6</b>	固定资产周转天数	151.1	165.5	157.9	132.9
股利分配	-205	-162	-182	-202	<b>偿债能力</b>				
其他	0	18	21	23	净负债/股东权益	-54.0%	-54.4%	-69.9%	-125.0%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-205</b>	<b>-144</b>	<b>-161</b>	<b>-179</b>	EBIT 利息保障倍数	-137.5	-51.0	-49.7	-49.2
<b>现金净流量</b>	<b>-301</b>	<b>594</b>	<b>366</b>	<b>1,053</b>	资产负债率	14.6%	12.2%	13.1%	10.6%

来源: 嘉谟证券

## 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：**

嘉谟证券有限公司（以下简称“本公司”）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“嘉谟证券有限公司”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。

嘉谟证券有限公司

香港干諾道中 168-200 號信德中心招商局大廈 11 樓 8 室

Unit 8 11/F, China Merchants Tower, Shun Tak Centre, Nos. 168-200 Connaught Road Central, Hong Kong

(852)28113977

[www.gammasecurities.com.hk](http://www.gammasecurities.com.hk)

[info@gammasecurities.com.hk](mailto:info@gammasecurities.com.hk)