增持 ——首次覆盖

日期：2020 年 08 月 25 日

行业：食品饮料

Q2 业绩高增，定增扩产助长期发展

分析师： 周菁

Tel： 021-53686158

E-mail： zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号： S0870518070002

基本数据（2020.8.24）

报告日股价（元）	46.07
12mth A 股价格区间（元）	21.76-46.07
总股本（百万股）	789.36
无限售 A 股/总股本	98.53%
流通市值（亿元）	358.33
每股净资产（元）	3.85
PBR（X）	11.97

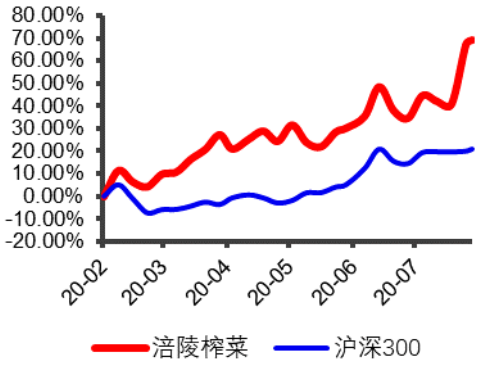
主要股东（2020H1）

涪陵国投	39.65%
香港中央结算有限公司	5.88%
北京建工集团	3.80%
周斌全	1.27%

收入结构（2020H1）

榨菜	86.48%
泡菜	6.84%
萝卜	4.67%
其他	2.01%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2020年中报，上半年实现营收11.98亿元，同比增长10.28%，归属净利润为4.04亿元，同比增长28.44%，扣非归属净利润为3.94亿元，同比增长26.42%。

■ 事项点评

Q2 收入大增，榨菜恢复良性增长

公司Q2收入7.15亿元，同比增长27.9%，我们认为主要系生产物流恢复正常，经销商订单履约，使得Q1预收款顺利确认为收入，此外也有去年同期低基数的效应。上半年公司现金回款13.08亿元，同比增长19.7%，超过收入增速的10.3%，体现出了渠道较强的补库存意愿，期末公司账面预收款为1.34亿元，同比增长21.8%。上半年公司榨菜/泡菜/萝卜收入分别为10.36/0.82/0.56亿元，同比+12.1%/+8.6%/-16.1%，榨菜主要受量增驱动恢复两位数增长，萝卜销售波动较大。上半年华北/东北/华东/华中/西南/西北/中原/华南收入分别为1.47/0.57/1.74/1.50/1.21/1.12/1.18/3.05，除西北和华南外，其余大区均实现两位数增长，其中中原地区收入增速近28%，另外出口创收1227万元，同比增长37.8%。

毛利率略有下降，费用率下行提升盈利水平

上半年公司综合毛利率为57.3%/-1.2pct，其中榨菜毛利率为59.3%/-1.2pct，主要系原材料价格同比有所上升。公司于5-6月将主力流通产品从80g缩减至70g，实现了间接提价，预计能适当转移成本上涨压力，我们判断下半年公司榨菜毛利率有望维持当前较高水平。因为疫情影响公司营销活动开展，且对销售费用实行了分级使用、分级审批和三重控制，费效比提升，公司销售费用率同比下降5.5pct至15.7%，下半年随着疫情稳定，公司将加大县级渠道下沉、产品上架推广等营销开支，预计销售费用率环比上行，展望全年在控费管理下销售费用率或将录得同比下降。由于职工薪酬、折旧摊销、维修、差旅等费用减少，管理费用率同比下降0.6pct至2.2%；利息收入增加致财务费用率同比下降0.7pct至-0.8%。公司上半年归属净利润为4.04亿元，同比增长28.44%，其中Q2归属净利润同比增长49.4%，受益于费用率下降，H1净利率同比提升4.7pct至33.7%。

拟定增 33 亿加大产能建设，大股东和管理层参与认购彰显信心

公司公告拟定增33亿元用于40.7万吨原料窖池建设、20万吨榨菜生产车间及设备、园区物流及其他设备、信息化平台建设。公司现有产能主要供应C端消费市场，若募投产能顺利投建，将有助于公司未来开拓餐饮榨菜市场、休闲榨菜市场等新兴领域；同时公司仍将积极培育萝卜、泡菜、海带丝等其他品类，择机进入酸菜、酱菜领域，做大酱腌菜；为公司后续进入酱类、泡菜、川调和休闲果蔬零食市场做准备。公司控股股东涪陵国投和董事长周斌全将分别认购13.5亿元和0.8亿元，合计约占43%，大份额认购体现出了大股东及管理层对公司未来发展的信心。

■ 投资建议

暂不考虑定增事项，我们预计公司2020-2022年归属净利润分别为

7.71/8.84/10.04亿元，对应EPS分别为0.98/1.12/1.27元/股，对应PE分别为47/41/36倍（按2020/8/24收盘价计算）。公司经历了去年的渠道去库存清理后，榨菜在渠道补库存、县级下沉及小规格产品推广等带动下恢复良性增长，看好公司作为榨菜绝对龙头对散装产品及其他品牌的份额替代，且公司拟定增进一步扩大产能规模，为新产品、新渠道打基础，大股东和董事长大份额参与认购彰显了对公司未来发展前景的信心。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、原材料价格上涨风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1989.59	2247.43	2580.72	2916.60
年增长率		12.96%	14.83%	13.01%
归属于母公司的净利润	605.14	770.70	884.34	1003.96
年增长率		27.36%	14.74%	13.53%
每股收益（元）	0.77	0.98	1.12	1.27
PER（X）	60.09	47.19	41.12	36.22

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/8/24 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	956	1683	2451	3576
应收和预付款项	23	34	35	37
存货	414	434	531	555
其他流动资产	243	243	243	243
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1153	1170	1167	1144
无形资产和开发支出	190	173	155	138
其他非流动资产	383	359	359	359
资产总计	3362	4097	4942	6053
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	386	443	404	511
长期借款	0	0	0	0
其他负债	105	12	12	12
负债合计	491	455	415	522
股本	789	789	789	789
资本公积	21	21	21	21
留存收益	2061	2831	3716	4720
归属母公司股东权益	2871	3642	4526	5530
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2871	3642	4526	5530
负债和股东权益合计	3362	4097	4942	6053

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	517	982	893	1238
投资活动产生现金流量	-613	-153	-153	-153
融资活动产生现金流量	-205	17	28	41
现金流量净额	-301	845	768	1125

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1990	2247	2581	2917
营业成本	823	939	1069	1202
营业税金及附加	29	33	37	42
营业费用	407	366	431	490
管理&研发费用	73	74	85	96
财务费用	-5	-17	-28	-40
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	34	34	34
其他收益	21	21	21	21
营业利润	719	907	1042	1182
营业外收支净额	-6	0	0	0
利润总额	712	907	1040	1181
所得税	107	136	156	177
净利润	605	771	884	1004
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	605	771	884	1004

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	58.61%	58.21%	58.57%	58.78%
EBIT/销售收入	34.43%	39.59%	39.23%	39.10%
销售净利率	29.65%	34.29%	34.27%	34.42%
ROE	20.55%	21.16%	19.54%	18.15%
资产负债率	10.83%	11.11%	8.41%	8.63%
流动比率	4.51	5.41	8.08	8.64
速动比率	2.55	3.88	6.16	7.08
总资产周转率	0.62	0.55	0.52	0.48
应收账款周转率	5153.36	244.89	259.66	286.63
存货周转率	1.99	2.16	2.01	2.17

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。