

涪陵榨菜 (002507.SZ) / 食品饮料

渠道下沉效果显现, 公司业绩快速增长

评级: 持有

市场价格: 44.7

电话: (852) 28113977

电邮:

info@gammasecurities.com.hk

基本状况

总股本(百万股)	789.36
流通股本(百万股)	777.79
市价(元)	44.70
市值(亿元)	352.8
流通市值(亿元)	347.7

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
- 7 业绩拐点已现, 定增助力发展
- 8 投资收益下滑影响业绩, 公司经营状况良好

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	2,273	2,834	3,220
增长率 yoy%	25.92%	3.93%	14.23%	24.70%	13.60%
净利润	662	605	777	918	1,070
增长率 yoy%	59.78%	-8.55%	28.40%	18.14%	16.53%
每股收益(元)	0.84	0.77	0.98	1.16	1.36
每股现金流量	0.71	0.65	1.43	0.87	1.65
每股净资产	3.13	3.64	4.42	5.36	6.44
净资产收益率	30.08%	22.65%	27.06%	26.28%	25.31%
P/E	53.32	58.31	45.41	38.44	32.99
P/B	14.28	12.29	10.10	8.35	6.94

投资要点

- **事件:** 公司公布 2020 年快报, 报告期内实现营业收入 22.73 亿, 同比增长 14.23%; 实现归母净利润 7.77 亿, 同比增长 28.42%; 分拆看, 公司四季度实现营业收入 4.73 亿, 同比增长 23.2%, 归母净利润 1.63 亿, 同比增长 8 7.4%。公司业绩符合预期。
- **公司四季度营收稳健增长:** 四季度, 公司收入快速增长, 增速环比 Q3 提升 7.3%。一方面, 二季度末公司将榨菜丝包装从 80g 改为 70g, 提升了部分均价; 另一方面, 公司渠道深耕后开发的空白县级市场开始逐步放量, 今年县级市场的销售量增速在 30% 以上。调研显示, 当前公司产品动销良好, 渠道库存处于合理位置。
- **销售费用投放节奏差异导致 Q4 业绩高增:** Q4 利润增速高达 87%, 创近 3 年新高, 主要是由于销售费率投放节奏不同导致。19 年 H2, 公司销售费用投放集中在四季度, Q4 销售费用率高达 27.6%。今年公司销售费率投放节奏非常平稳, 前三季度销售费率稳定在 15.8% 左右, 预计 Q4 公司销售费用率依旧在 15.8% 左右, 带来极大的业绩弹性。
- **21 年公司高投入下收入有望继续快速增长:** 21 年, 公司改变以往经营策略, 采取了更为积极的营销策略。公司在梯媒、互联网上的营销活动在 1 月中开始全面展开, 高品牌宣传投入有望带来品牌力的提升。此外, 公司在渠道端不断深化, 加速渠道下沉的同时加强新型渠道的探索。20Q1 在疫情影响下收入基数较低, 而当前公司产品动销良好, 因此 1 季度公司业绩增长确定性高。全年看, 公司在品牌和渠道上的投入有利于提升公司知名度和竞争优势, 利好公司长期成长。**成本端:** 21 年公司青菜头收购成本有所提升, 但在公司产品价格提升的情况下毛利率预计维持稳定。
- **投资建议:** 维持“持有”评级。我们将公司 2020-2022 年营业收入小幅调整为 22.73 亿、28.34 亿、32.20 亿, 同比 14.23%、24.70%、13.60%, 归母净利润 7.77 亿元、9.18 亿元、10.70 亿元, 同比 28.40%、18.14%、16.53%, EPS 分别为 0.98 元、1.16 元、1.36 元, 对应估值 45.41X、38.44X、32.99X。
- **风险提示事件:** 渠道拓展效果不及预期; 费用投入效果不佳。

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	2,273	2,834	3,220	货币资金	956	1,517	1,885	2,991
增长率	3.9%	14.2%	24.7%	13.6%	应收款项	18	8	25	15
营业成本	-823	-960	-1,204	-1,345	存货	414	264	655	409
%销售收入	41.4%	42.3%	42.5%	41.8%	其他流动资产	249	296	277	286
毛利	1,166	1,312	1,630	1,874	流动资产	1,636	2,086	2,843	3,700
%销售收入	58.6%	57.8%	57.5%	58.2%	%总资产	48.7%	52.2%	57.5%	64.9%
营业税金及附加	-29	-33	-41	-47	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	-357	-510	-563	%总资产	27.0%	29.3%	22.5%	18.4%
%销售收入	20.5%	15.7%	18.0%	17.5%	无形资产	151	144	137	129
管理费用	-63	-57	-77	-87	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%	47.8%	42.5%	35.1%
息税前利润 (EBIT)	667	866	1,002	1,177	资产总计	3,362	3,994	4,940	5,704
%销售收入	33.5%	38.1%	35.4%	36.6%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	5	23	23	26	应付款项	337	337	553	459
%销售收入	-0.3%	-1.0%	-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	395	606	515
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	15	40	40	负债	491	502	713	621
%税前利润	4.7%	1.6%	3.6%	3.1%	普通股股东权益	2,871	3,493	4,227	5,083
营业利润	741	945	1,111	1,289	少数股东权益	0	0	0	0
营业利润率	37.3%	41.6%	39.2%	40.0%	负债股东权益合计	3,362	3,994	4,940	5,704
营业外收支	-6	-6	-6	-6	比率分析				
税前利润	735	939	1,105	1,283		2019A	2020E	2021E	2022E
利润率	36.9%	41.3%	39.0%	39.9%	每股指标				
所得税	-107	-138	-163	-189	每股收益(元)	0.8	1.0	1.2	1.4
所得税率	14.6%	14.7%	14.7%	14.8%	每股净资产(元)	3.6	4.4	5.4	6.4
净利润	605	777	918	1,070	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	777	918	1,070	回报率				
净利率	30.4%	34.2%	32.4%	33.2%	净资产收益率	22.7%	27.1%	26.3%	25.3%
现金流量表 (人 民币百万元)					总资产收益率	18.0%	19.5%	18.6%	18.8%
	2019A	2020E	2021E	2022E					

净利润	605	777	918	1,070	投入资本收益率	46.6%	49.8%	51.2%	51.5%
加:折旧和摊销	70	92	94	97	增长率				
资产减值准备	0	0	0	0	营业总收入增长率	3.9%	14.2%	24.7%	13.6%
公允价值变动					EBIT 增长率	-6.2%	25.2%	18.3%	16.9%
损失	0	0	0	0	净利润增长率	-8.6%	28.4%	18.1%	16.5%
财务费用	0	-23	-23	-26	总资产增长率	12.9%	18.8%	23.7%	15.5%
投资收益	-34	-15	-40	-40	资产管理能力				
少数股东损益	0	0	0	0	应收账款周转天数	2.6	2.0	2.1	2.2
营运资金的变动	-401	294	-265	201	存货周转天数	67.3	53.7	58.4	59.5
经营活动现金净流	517	1,125	685	1,301	应付账款周转天数	32.8	37.5	36.4	35.6
固定资本投资	-220	-450	-200	-50	固定资产周转天数	151.1	164.7	144.9	120.6
投资活动现金净流	-613	-431	-156	-6	偿债能力				
股利分配	-205	-155	-184	-214	净负债/股东权益	-	-54.0%	-	-
其他	0	23	23	26	EBIT 利息保障倍数	137.5	-38.7	-45.9	-47.2
筹资活动现金净流	-205	-133	-161	-188	资产负债率	14.6%	12.6%	14.4%	10.9%
现金净流量	-301	561	368	1,107					

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

info@gammasecurities.com.hk