

2020年03月16日

涪陵榨菜 (002507.SZ)

公司快报

渠道库存逐步消化，榨菜龙头轻装上阵

事件：公司3月16日发布2019年年报，2019年实现营收19.90亿元，同比+3.93%；归母净利润6.05亿元，同比-8.55%。

投资要点

◆ **营收符合预期，提价效应显现推动增长。** 与业绩快报相符合，公司全年实现营业收入19.90亿元，同比+3.93%，归母净利润6.05亿元，同比-8.55%；其中四季度公司实现营收3.85亿元，同比+4.33%，归母净利润0.87亿元，同比-37.09%。从具体业务来看，榨菜产品实现营收17.12亿元（同比+5.2%），虽然整体销量有所下滑，但因为2018年底的提价，2019年榨菜的吨价是有所上升的，推动了收入的增长。同时，从毛利率方面来看，榨菜的毛利率同比上升3.10%，主要系2019年上游青菜头的价格采购价格较2018年基本持平，成本端的压力比较小。

◆ **实施渠道创新做透下县，渠道库存落至良性区间。** 通过对销售数量和过程的“双指标”分解，转化和落实全年销售数量任务和过程任务，全年公司市场推广费用增加，销售费用率为20.45%，四个季度分别为20%/22%/14%/28%，其中Q4销售费用率有较大幅度提升，也是导致Q4利润率明显下降的主要因素，2019Q4净利率22.63%，同比下降14.90个pct。从费用投放效果来看，目前公司1600个一级经销商，覆盖超过300个地市级市场和一千余个县级市场，销售办事处机构从37裂变至67个，开发社区团购、餐饮及航空配餐等新兴渠道的同时，大力度拓展县级和三线市场，逐步提高销售网络的广度和深度，渠道库存整体去化较明显，年前库存降至两个月以内的水平。

◆ **产能有序扩张，加码品类的势能。** 公司在2018年年中启动了年产5万吨的泡菜建设项目、年产1.6万吨的脆口榨菜生产项目，为公司长远的发展提供产能保障，目前已完成并进入调试阶段。公司一方面通过对脆口榨菜的产能扩张，提高自身重点产品的优势，另一方面通过泡菜项目的建设，依托公司的强大品牌效应，加码对泡菜等酱腌菜市场的发展势能，期待泡菜新品的后续发力。

◆ **投资建议：** 公司通过2019年的渠道创新下县和加大费用投放力度，实现了比较好的去库存；同时2020年初的疫情加速去库存，从部分商超地区来看公司的脆口系列断货。通过一系列的调整和改革，公司新年有望轻装上阵，继续发挥龙头优势，进一步提升市占率。我们预测公司2020-2021年的每股收益分别为0.93/1.11元，净资产收益率为21.8%/21.9%，给予买入-A的评级。

◆ **风险提示：** 新品增速放缓，泡菜品类拓展有限，青菜头价格波动，产能投产不及预期，食品安全问题

食品饮料 | 调味品 III

投资评级

买入-A(上调)

股价(2020-03-16)

29.36元

交易数据

总市值(百万元) 23,175.53

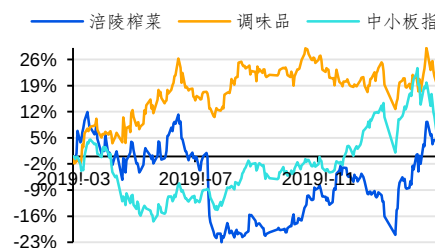
流通市值(百万元) 22,828.31

总股本(百万股) 789.36

流通股本(百万股) 777.53

12个月价格区间 21.20/32.04元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.51	3.21	3.5
绝对收益	14.6	8.02	10.7

分析师

陈振志

SAC执业证书编号：S0910519110001

chenzhenzhi@huajinsec.cn

021-20377051

报告联系人

王颖洁

wangyingjie@huajinsec.cn

021-20377191

相关报告

涪陵榨菜：原材料优势形成公司护城河，榨菜提价推动业绩持续增长 2018-06-15

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,914	1,990	2,235	2,576	3,003
YoY(%)	25.9	3.9	12.4	15.2	16.6
净利润(百万元)	662	605	736	874	1,045
YoY(%)	59.8	-8.6	21.6	18.7	19.7
毛利率(%)	55.8	58.6	61.2	61.8	62.5
EPS(摊薄/元)	0.84	0.77	0.93	1.11	1.32
ROE(%)	26.8	21.1	21.8	21.9	22.2
P/E(倍)	35.0	38.3	31.5	26.5	22.2
P/B(倍)	9.4	8.1	6.9	5.8	4.9
净利率(%)	34.6	30.4	32.9	33.9	34.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1810	1636	2123	2707	3360	营业收入	1914	1990	2235	2576	3003
现金	1128	956	1525	1825	2497	营业成本	847	823	867	984	1127
应收票据及应收账款	8	0	9	2	12	营业税金及附加	30	29	34	41	50
预付账款	6	6	7	7	9	营业费用	281	407	402	451	510
存货	330	414	332	608	589	管理费用	59	63	68	80	96
其他流动资产	338	261	249	264	253	研发费用	1	10	1	1	2
非流动资产	1169	1726	1768	1842	1948	财务费用	-3	-5	-6	-12	-17
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	-0	2	3	3
固定资产	761	909	960	1040	1141	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	155	151	159	162	167	投资净收益	53	34	0	0	0
其他非流动资产	253	666	649	640	641	营业利润	786	719	866	1028	1230
资产总计	2978	3362	3891	4549	5309	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	400	385	415	457	503	营业外支出	7	6	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	778	712	866	1028	1230
应付票据及应付账款	74	76	82	97	108	所得税	117	107	130	155	185
其他流动负债	326	309	333	360	395	税后利润	662	605	736	874	1045
非流动负债	107	106	106	106	106	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	662	605	736	874	1045
其他非流动负债	107	106	106	106	106	EBITDA	819	768	969	1130	1336
负债合计	507	491	521	562	609	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	789	789	789	789	789	成长能力					
资本公积	21	21	21	21	21	营业收入(%)	25.9	3.9	12.4	15.2	16.6
留存收益	1661	2061	2539	3081	3708	营业利润(%)	67.3	-8.5	20.6	18.7	19.7
归属母公司股东权益	2471	2871	3370	3986	4700	归属于母公司净利润(%)	59.8	-8.6	21.6	18.7	19.7
负债和股东权益	2978	3362	3891	4549	5309	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	55.8	58.6	61.2	61.8	62.5
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	34.6	30.4	32.9	33.9	34.8
经营活动现金流	559	517	962	747	1231	ROE(%)	26.8	21.1	21.8	21.9	22.2
净利润	662	605	736	874	1045	ROIC(%)	25.2	20.0	20.8	20.9	21.2
折旧摊销	58	70	121	127	138	偿债能力					
财务费用	-3	-5	-6	-12	-17	资产负债率(%)	17.0	14.6	13.4	12.4	11.5
投资损失	-53	-34	0	0	0	流动比率	4.5	4.2	5.1	5.9	6.7
营运资金变动	-110	-127	112	-242	65	速动比率	2.8	2.5	3.7	4.0	5.0
其他经营现金流	6	8	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	545	-613	-162	-202	-244	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
筹资活动现金流	-118	-205	-230	-246	-315	应收账款周转率	401.3	482.6	458.5	435.5	413.8
每股指标 (元)						应付账款周转率	9.2	11.0	11.0	11.0	11.0
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.77	0.93	1.11	1.32	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.65	1.22	0.95	1.56	P/E	35.0	38.3	31.5	26.5	22.2
每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.64	4.27	5.05	5.95	P/B	9.4	8.1	6.9	5.8	4.9
						EV/EBITDA	27.0	29.1	22.5	19.0	15.6

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn