

## 食品饮料

2020年10月22日

## 涪陵榨菜 (002507)

—— 淡化季度业绩波动 重视长期经营质量 维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

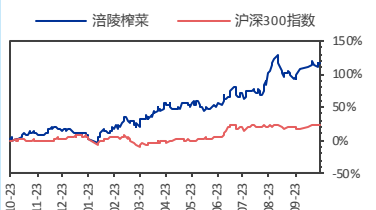
买入 (维持)

市场数据:	2020年10月22日
收盘价(元)	49.24
一年内最高/最低(元)	56.24/21.2
市净率	12.0
息率(分红/股价)	0.61
流通A股市值(百万元)	38298
上证指数/深证成指	3312.50/13396.18

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2020年09月30日
每股净资产(元)	4.11
资产负债率%	14.85
总股本/流通A股(百万)	789/778
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

《涪陵榨菜(002507)点评:收入如期加速 融资扩产保障长远发展》2020/08/21  
《涪陵榨菜(002507)点评:Q1符合预期 继续看好环比改善及长期价值》2020/04/21

## 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

## 联系人

曹欣之  
(8621)23297818×转  
caoxz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点:

- **事件:**公司发布2020年三季报,2020年前三季度实现营收18亿,同比增长12.1%,实现归母净利润6.1亿,同比增长18.5%,实现扣非归母净利润6亿,同比增长17.6%。单季度,20Q3实现营收6亿,同比增长15.9%,实现归母净利润2.1亿,同比增长3%,实现扣非归母净利润2.1亿,同比增长3.8%,收入基本符合预期,利润低于预期。
- **投资评级与估值:**三季度公司营销费用投入恢复常态,渠道下沉推进顺利,单季度利润增速放缓主因费用投入力度同比增加,且去年同期净利率基数较高,但我们认为季度的业绩波动不改长期经营趋势,更应重视经营质量。我们维持盈利预测,预测2020-22年归母净利润分别为7.4、8.5、10.2亿,分别同比增长22.2%、15.2%、19.0%,对应EPS为0.94、1.08、1.29元,当前股价对应2020-22年PE分别为52x、46x、38x。中长期看,公司将利用乌江品牌优势,围绕榨菜为核心,积极推进萝卜、泡菜、下饭菜及海带丝,实现酱腌菜品类全覆盖;计划通过打造新品牌切入辣椒酱及复合调味品赛道,实现多元化。继续看好公司通过渠道建设、品类丰富及份额提升等方面打开成长空间,维持买入评级。
- **收入增速恢复常态,县级市场拓展进度顺利。**20Q3公司收入同比增长15.9%,收入增速恢复常态化。现金流方面,20Q3销售商品收到的现金同比增长10.8%,略低于收入增速,主因20Q3末合同负债(原预收款项)环比年中减少0.25亿,而去年同期环比增加0.2亿。渠道方面,公司积极推进渠道下沉,剔除偏远地区,计划完成1600个县级市场覆盖,预计全年完成的压力不大。此外,为支持县级市场拓展,经销商数量自年初以来预计增加超1400家。
- **毛利率略有承压,投资收益减少致净利率下滑。**20Q3公司毛利率58.9%,同比下降0.9pct,预计主要系今年原材料成本上涨所致。从涪陵区人民政府披露的信息来看,2020年青菜头平均销售价格为730元/吨,同比提升5%,叠加疫情期间用人成本上行,预计原材料成本端略有承压。另一方面,Q3毛利率下滑幅度环比Q2略有收窄,预计上半年的缩规格缓解了部分成本压力,但我们认为间接提价的效用并未充分体现在报表端,预计Q4毛利率进一步下滑的幅度有限。费用方面,20Q3销售费用同比增长33.8%,销售费用率同比上涨2.1pct至15.8%。公司县级市场拓展进程顺利,除补充投放上半年的费用外,预计部分Q4费用前置,从而支持新增市场及经销商。20Q3,管理、研发、财务费用率分别为2%、0.7%、-1.3%,分别同比-0.7pct、-0.1pct、-1.1pct。20Q3公司净利率同比下降4.4pct至34.8%,主要系购买的银行理财大幅减少致投资收益下滑。
- **股价表现的催化剂:**收入增长超预期,产品提价
- **核心假设风险:**渠道建设致费用投入加大,包材物流等成本上涨,食品安全事件

## 财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,990	1,798	2,240	2,540	2,889
同比增长率(%)	3.9	12.1	12.6	13.4	13.8
归母净利润(百万元)	605	614	740	852	1,015
同比增长率(%)	-8.6	18.5	22.2	15.2	19.0
每股收益(元/股)	0.77	0.78	0.94	1.08	1.29
毛利率(%)	58.6	57.9	57.8	58.2	58.6
ROE(%)	21.1	18.9	21.9	21.6	22.0
市盈率	64		52	46	38

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元，百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,914	1,990	2,240	2,540	2,889
其中：营业收入	1,914	1,990	2,240	2,540	2,889
减：营业成本	847	823	945	1,061	1,195
减：税金及附加	30	29	35	39	44
主营业务利润	1,037	1,137	1,260	1,440	1,650
减：销售费用	281	407	424	477	500
减：管理费用	59	63	68	74	79
减：研发费用	1	10	2	2	2
减：财务费用	-3	-5	-15	-17	-19
经营性利润	700	662	781	904	1,088
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-3	0	0	0	0
加：投资收益及其他	88	56	71	80	87
营业利润	786	719	850	984	1,175
加：营业外净收入	-7	-6	20	20	20
利润总额	778	712	870	1,004	1,195
减：所得税	117	107	131	151	180
净利润	662	605	740	852	1,015
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	662	605	740	852	1,015
全面摊薄总股本	789	789	789	789	789
每股收益（元）	0.84	0.77	0.94	1.08	1.29

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。