

## 方正证券研究所证券研究报告

涪陵榨菜(002507)

公司研究

食品饮料行业

公司财报点评

2019.10.27/推荐(维持)

**首席分析师:** 薛玉虎  
 执业证书编号: S1220514070004  
 TEL: 18516569939  
 E-mail: xueyuhu@foundersc.com

**高级食品饮料分析师:** 刘健  
 执业证书编号: S1220517080001  
 TEL:  
 E-mail: liujian3@foundersc.com

**事件:** 公司 10 月 25 日披露三季报, 营收总收入 16.04 亿, 同比+3.83%, 归母净利+5.18 亿, 同比-0.99%; 扣非后净利润 5.11 亿元, 同比+2.01%。

### 核心观点:

**1、收入增速环比略有回升, 库存降低, 渠道调整成效逐步体现:** Q3 单季收入 5.18 亿, 同比+7.6%, 增速环比略有提升。经过上半年营销调整, 目前公司渠道库存稳定在 1-1.5 个月左右水平, 渠道压力降低。同时, 上半年完成办事处裂变, 37 个办事处新增至 67 个, 新开经销商 600 个。为了提高新增经销商市场开发能力, 公司在铺货、陈列、考核、活动组织能力等方面加大资源进行培训, 力图建立更加可靠的营销网络, 预计明年收入增速有望进一步好转。此外, 单三季度公司经营性现金流净额为负, 主要是销售收现同比下降, 人员开支增加。

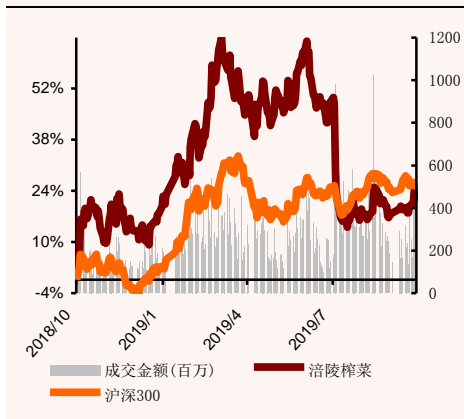
**2、毛利率再创新高, 市场投入加大拉低盈利:** 单三季度公司归母净利 2.03 亿元, 同比-6.78%, 扣非后净利润 1.99 亿元, 同比+1.14%, 慢于收入增速。其中, Q3 净利润率下降 6.1pct 至 39.2%, 营业利润率下降 2.5pct, 两者差异主要在于今年营业外收入减少。同期, 公司毛利率提升 2.69pct 至 59.95%, 环比二季度提升 1pct, 主要是今年新采青菜头价格略降, 三季度使用比例加大; 利润率下降, 则主要是因为公司在渠道下沉中公司营销投入加大, 带动销售费用率提升 5.75pct 至 13.69%。此外, 公司理财产品带来投资收益等增加, 管理费用率微降, 研发支出增加, 影响不大。

**3、渠道下沉, 营销投入加大, 变革成效渐有待进一步提升:** 虽然公司小包装榨菜市占率超过 20%, 但是大包装市场门槛低, 竞争激烈, 向小包装化发展趋势明显, 未来公司市占率仍有一定提升空间。目前公司在一二线城市开发效果较好, 今年向三四线城市渗透力度加大, 短期看新增经销商与公司发展还存在磨合期, 但是公司经营低点已经过去, 未来新增渠道放量有望带动增速进一步好转。但是, 拓展前期市场营销费用投入加大, 预计对盈利会产生阶段性影响。

**4、盈利预测及估值:** 不考虑外延, 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.85/0.92/1.04 元, 对应 PE 分别为 27/25/22 倍, 维持“推荐”评级。

**5、风险提示:** 1) 青菜头价格上涨拉低盈利; 2) 渠道下沉或竞争加剧带来榨菜销售不达预期; 3) 泡菜等新品推广低于预期; 4) 食品安全问题等。

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

- 《业绩低于预期, 变革调整后有望逐步恢复》  
2019.07.30
- 《一季度收入端承压, 利润增速超预期》  
2019.04.21
- 《四季度增速如期恢复, 今年继续稳健前行》  
2019.02.26

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**盈利预测:**

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1914.35	1990.93	2190.02	2474.72
(+/-) (%)	25.92	4.00	10.00	13.00
净利润	661.72	668.92	726.25	817.80
(+/-) (%)	59.78	1.09	8.57	12.61
EPS(元)	0.84	0.85	0.92	1.04
P/E	25.77	27.07	24.93	22.14

数据来源: wind 方正证券研究所

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1809.62	2439.94	3075.68	3853.00	<b>营业总收入</b>	1914.35	1990.93	2190.02	2474.72
现金	1128.18	1817.05	2412.35	3146.32	营业成本	846.87	860.08	959.23	1093.83
应收账款	7.86	4.02	4.74	5.22	营业税金及附加	30.01	31.21	34.33	38.79
其它应收款	3.79	5.07	5.25	6.05	营业费用	280.59	318.55	350.40	386.06
预付账款	5.93	7.86	8.09	9.48	管理费用	58.88	54.75	59.57	66.82
存货	329.93	274.78	314.14	354.12	财务费用	-3.43	-4.50	-6.00	-6.70
其他	333.92	331.16	331.12	331.81	资产减值损失	2.99	2.76	0.04	-0.69
<b>非流动资产</b>	1168.73	1274.60	1394.91	1508.83	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2.05	45.68	92.56	138.35	投资净收益	53.39	43.62	46.88	45.79
固定资产	933.92	978.27	1029.10	1076.78	<b>营业利润</b>	785.68	794.96	862.13	969.94
无形资产	193.51	211.39	234.00	254.45	营业外收入	0.20	0.00	0.00	0.00
其他	39.26	39.26	39.26	39.26	营业外支出	7.38	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	2978.35	3714.54	4470.59	5361.83	<b>利润总额</b>	778.49	786.96	854.41	962.12
<b>流动负债</b>	400.04	467.31	497.12	570.56	所得税	116.77	118.04	128.16	144.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	661.72	668.92	726.25	817.80
应付账款	74.01	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	326.03	467.31	497.12	570.56	<b>归属母公司净利润</b>	661.72	668.92	726.25	817.80
<b>非流动负债</b>	107.06	107.06	107.06	107.06	EBITDA	754.82	785.47	846.29	950.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.84	0.85	0.92	1.04
其他	107.06	107.06	107.06	107.06					
<b>负债合计</b>	507.10	574.36	604.17	677.62	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
股本	789.36	789.36	789.36	789.36	营业收入	0.26	0.04	0.10	0.13
资本公积	21.29	21.29	21.29	21.29	营业利润	0.67	0.01	0.08	0.13
留存收益	1660.60	2329.52	3055.77	3873.57	归属母公司净利润	0.60	0.01	0.09	0.13
归属母公司股东权益	2471.25	3140.17	3866.42	4684.22	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2978.35	3714.54	4470.59	5361.83	毛利率	0.56	0.57	0.56	0.56
					净利率	0.35	0.34	0.33	0.33
					ROE	0.27	0.21	0.19	0.17
					ROIC	0.44	0.48	0.49	0.54
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.17	0.15	0.14	0.13
					净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	4.52	5.22	6.19	6.75
					速动比率	3.70	4.64	5.56	6.14
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.70	0.59	0.54	0.50
					应收账款周转率	401.27	336.35	502.52	497.21
					应付账款周转率	20.86	53.80	—	—
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.84	0.85	0.92	1.04
					每股经营现金	0.71	1.04	0.94	1.11
					每股净资产	3.13	3.98	4.90	5.93
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.77	27.07	24.93	22.14
					P/B	6.90	5.77	4.68	3.87
					EV/EBITDA	21.09	20.74	18.55	15.75

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com