

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

## 二季度产品量价齐升, 盈利能力持续改善

事件: 近期参加渠道调研跟踪公司近况。

点评: 二季度补货有序进行, 渠道库存回归正常水平。Q1 由于疫情原因居家消费将调味品的短期需求放大, 但是由于运输受限、工厂停工等因素影响, 公司产品出现供不应求的局面, 预收款大幅增加, 渠道出货量成倍增长, 渠道库存已不足两周。随着 Q2 疫情走缓运输恢复和工厂复工后, 公司加大了对渠道的补货力度, 预计目前渠道库存已恢复至原先 4-6 周的正常水平。预计公司 Q2 收入端有望增长超 25%。

成本红利依旧延续&叠加提价, 综合盈利能力提升。二季度原材料价格依旧持续走高, 目前公司半自产半采购青菜头已完成了目标, 头盐及二盐价格同比上升双位数, 但是由于公司 Q2 主要使用的仍是 19 年采购的低价原料, 预计上半年成本端保持平稳, 成本压力将于未来逐步释放。叠加公司 3 月份对核心单品提价 8% 左右, 预计 Q2 毛利率会有明显提升。受疫情影响家庭对调味品的需求明显增加, 叠加二季度渠道加大库存补货力度, 预计公司二季度销量出现较快增长。在终端需求旺盛及疫情的影响下, 预计二季度营销费用仍然会保持在较低水平, 叠加销量增长摊薄费用, 预计 Q2 盈利能力继续改善。

渠道下沉继续推进, 多元化品类持续开拓。随着疫情的影响逐步减弱, 公司将逐步回归至年初制定的发展节奏, 注重渠道扩张及品类开拓。下半年公司将继续深化直控终端及渠道下沉, 并对线上电商进行拓展。产品上将重点推广大单品乌江榨菜及萝卜产品, 品类上培育新品, 不断探索新市场。

盈利预测: 部分地区疫情反复, 榨菜终端需求旺盛, 叠加渠道补库存, 上调业绩预测和目标价。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 23.46、27.54、32.34 亿元, 归母净利润分别为 7.45、8.78、10.47 亿元, EPS 分别为 0.94、1.11、1.33 元, 对应 PE 为 43 倍、36 倍、30 倍。

风险提示: 食品安全问题; 原材料价格波动; 业绩预测和估值判断不及预期。

### 股票数据

2020/7/10

6个月目标价(元)	48.88
收盘价(元)	40.45
12个月股价区间(元)	21.20~41.14
总市值(百万元)	31,930
总股本(百万股)	789
A股(百万股)	789
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	10

### 历史收益率曲线



### 相关报告

- 《食品饮料行业周报: 端午消费数据环比增长明显, 行业加速复苏》 --20200705
- 《涪陵榨菜(002507): 榨菜仍是稳增长主力, 积极开拓多元化业务》 --20200318
- 《涪陵榨菜(002507): 费用投放节奏致业绩短期波动, 看好长期业绩改善》 --20200228
- 《涪陵榨菜(002507): 坛开榨香绕涪城, 凿渠耕道始丰年》 --20191204
- 《涪陵榨菜(002507): 销售调整显示阶段性成果, 营收增速略有回暖》 --20191029

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

(021)20361174 liqiang@nescn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,914	1,990	2,346	2,754	3,234
(+/-)%	25.92%	3.93%	17.92%	17.41%	17.42%
归属母公司净利润	662	605	745	878	1,047
(+/-)%	59.78%	-8.55%	23.04%	17.98%	19.21%
每股收益(元)	0.84	0.77	0.94	1.11	1.33
市盈率	25.77	34.87	42.88	36.35	30.49
市净率	6.90	7.35	8.83	7.10	5.76
净资产收益率(%)	26.78%	21.08%	20.59%	19.55%	18.90%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	789	789	789	789	789

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	956	1,698	2,460	3,521	净利润	605	745	878	1,047
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	0	5	6	7	折旧及摊销	70	86	98	100
存货	414	398	474	545	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	266	260	264	267	财务费用	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>1,636</b>	<b>2,362</b>	<b>3,203</b>	<b>4,340</b>	投资损失	-34	-45	-55	-65
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-127	95	-10	15
长期投资净额	0	0	0	0	其他	3	0	0	0
固定资产	909	923	945	865	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>517</b>	<b>881</b>	<b>911</b>	<b>1,097</b>
无形资产	151	151	151	151	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-613</b>	<b>-138</b>	<b>-149</b>	<b>-37</b>
商誉	39	39	39	39	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-205</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,726</b>	<b>1,823</b>	<b>1,930</b>	<b>1,932</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>85</b>	<b>497</b>	<b>719</b>	<b>958</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,362</b>	<b>4,185</b>	<b>5,133</b>	<b>6,271</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	76	93	105	123	每股指标				
预收款项	102	143	159	191	每股收益 (元)	0.77	0.94	1.11	1.33
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	3.64	4.58	5.69	7.02
<b>流动负债合计</b>	<b>385</b>	<b>464</b>	<b>533</b>	<b>624</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.65	1.12	1.15	1.39
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	106	106	106	106	营业收入增长率	3.93%	17.92%	17.41%	17.42%
<b>长期负债合计</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	净利润增长率	-8.55%	23.04%	17.98%	19.21%
<b>负债合计</b>	<b>491</b>	<b>569</b>	<b>639</b>	<b>730</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	2,871	3,616	4,494	5,541	毛利率	58.61%	59.05%	59.73%	60.12%
少数股东权益	0	0	0	0	净利润率	30.42%	31.74%	31.89%	32.38%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,362</b>	<b>4,185</b>	<b>5,133</b>	<b>6,271</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	0.76	0.81	0.79	0.80
					存货周转率 (次)	164.80	151.36	155.84	154.35
					偿债能力指标				
					资产负债率	14.60%	13.60%	12.44%	11.64%
					流动比率	4.25	5.09	6.01	6.95
					速动比率	3.16	4.22	5.11	6.07
					费用率指标				
					销售费用率	20.45%	19.57%	20.03%	19.77%
					管理费用率	3.17%	3.10%	3.07%	3.03%
					财务费用率	-0.26%	0.00%	0.00%	0.00%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	34.87	42.88	36.35	30.49
					P/B (倍)	7.35	8.83	7.10	5.76
					P/S (倍)	16.05	13.61	11.59	9.87
					净资产收益率	21.08%	20.59%	19.55%	18.90%

  

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,990	2,346	2,754	3,234
营业成本	823	961	1,109	1,290
营业税金及附加	29	36	42	49
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	407	459	552	640
管理费用	63	73	85	98
财务费用	-5	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	34	45	55	65
<b>营业利润</b>	<b>719</b>	<b>876</b>	<b>1,034</b>	<b>1,233</b>
营业外收支净额	-6	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>712</b>	<b>876</b>	<b>1,034</b>	<b>1,233</b>
所得税	107	132	155	185
净利润	605	745	878	1,047
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>605</b>	<b>745</b>	<b>878</b>	<b>1,047</b>
少数股东损益	0	0	0	0

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**李强:** 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历, 荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名, 2019年Wind资讯金牌分析师第5名, 2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名, 2018年投研社最受机构欢迎分析师, 2018年进门财经百佳分析师, 2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名, 2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名, 2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下简称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn