

涪陵榨菜 (002507) 2020年三季度报点评

盈利短期波动，关注定增进度

事项:

- ❖ **20Q3 收入业绩分别增长 15.88%和 3.01%，业绩低于市场预期。**20 年前三季度实现营业收入 17.98 亿元，同比+12.09%，归母净利润 6.14 亿元，同比+18.47%，扣非归母净利润 6.01 亿元，同比+17.61%。其中，20Q3 实现营业收入 6.01 亿元，同比+15.88%，归母净利润 2.09 亿元，同比+3.01%，扣非归母净利润 2.07 亿元，同比+3.79%，经营活动现金流 2.36 亿元，同比+10.40%，预收账款 1.09 亿元，同比-16.28%。

评论:

- ❖ **渠道下沉进展顺利，带动收入双位稳增。**根据渠道，Q3 榨菜品类延续稳健增长，泡菜（其中乌江品牌大幅增长，惠通下滑）、海带增长加速，萝卜保持下滑趋势。新品上，今年裂变的 15g、22g、30g 等小包装新品增速迅猛，其中 22g 小包装增长亮眼，同时公司多元化发展业务场景，发展餐饮配菜、电商调料包等，取得良好效果。三季度公司渠道下沉进展保持良好态势，经销商数量保持快速增长，增量以县级经销商为主，从去年约 1100 家增长至约 1500 家，县级市场销售亦保持高增速，当前渠道库存处于约五周正常水平。
- ❖ **成本上行，费投增加，投资收益减少拉低净利率。**20Q3 毛利率同比-1pcts 至 58.9%，主要源于 H2 开始使用新季青菜头原料拉高整体成本，同时推断促销折扣较多，缩包装提价效应仍未显现。费用方面，受疫情影响，销售费用投放如期后置到下半年，Q3 销售费用率为 15.8%，同比+2.1pcts；管理费用率同比-0.7pcts 至 2.12%。同时，Q3 公司投资收益同比减少 0.17 亿，拉低盈利能力。综合看，20Q3 净利率同比-4.4pcts 至 34.8%。
- ❖ **经营升势不改，关注定增进度。**20Q4 预计在补库存、加大渠道下沉力度下，收入端继续保持稳健增长，成本端使用新季高价原料继续保持高位，上半年未投放费用预计 Q4 继续补投，但 19Q4 公司主动调整渠道战略致费率基数较高，预计费用绝对值不会大幅提升，同时 Q2 缩包装提价预计对盈利端有所对冲。全年看，公司将继续将渠道下沉作为主要目标，并持续拓展新品类。公司定增方案已于 9 月底获得证监会受理，关注定价基准日的确认时点。
- ❖ **盈利预测及投资建议：盈利短期波动，经营升势已开启，若市场预期回落致股价回调，将是布局良机，维持目标价 55 元。**公司三季度盈利波动，而我们认为，自 Q2 业绩转正后，当前渠道良性水平背景下，经营升势仍在延续。在当前高估值水平下，若出现市场预期回落，又是较好的布局良机。我们略调整 20-22 年 EPS 预测为 0.92/1.1/1.29 元（原值为 0.94/1.1/1.29 元），对应 PE 为 53/51/43 倍，维持目标价 55 元，对应 21 年 55 倍 PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**青菜头等原料价格波动风险；新品推广不达预期；食品安全风险。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,990	2,260	2,626	3,060
同比增速(%)	3.9%	13.6%	16.2%	16.5%
归母净利润(百万)	605	727	868	1,017
同比增速(%)	-8.6%	20.2%	19.4%	17.1%
每股盈利(元)	0.77	0.92	1.10	1.29
市盈率(倍)	64	53	51	43
市净率(倍)	14	12	11	9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 10 月 22 日收盘价

强推 (维持)

目标价：55 元

当前价：49.24 元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：于芝欢

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com

执业编号：S0360519090001

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	78,936
已上市流通股(万股)	77,779
总市值(亿元)	388.68
流通市值(亿元)	382.98
资产负债率(%)	
每股净资产(元)	4.1
12 个月内最高/最低价	56.24/21.01

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《涪陵榨菜 (002507) 2019 年报点评：渠道继续下沉，仍握高定价权》

2020-03-17

《涪陵榨菜 (002507) 2020 年一季报点评：高预收、低库存保障后续增长》

2020-04-22

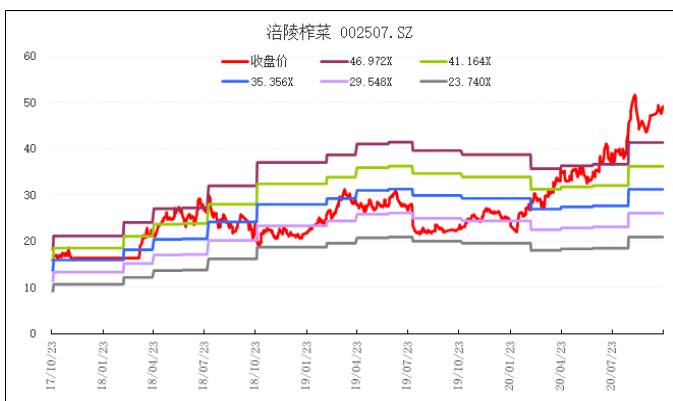
《涪陵榨菜 (002507) 2020 年中报点评：经营开启升势，定增支撑长远》

2020-08-23

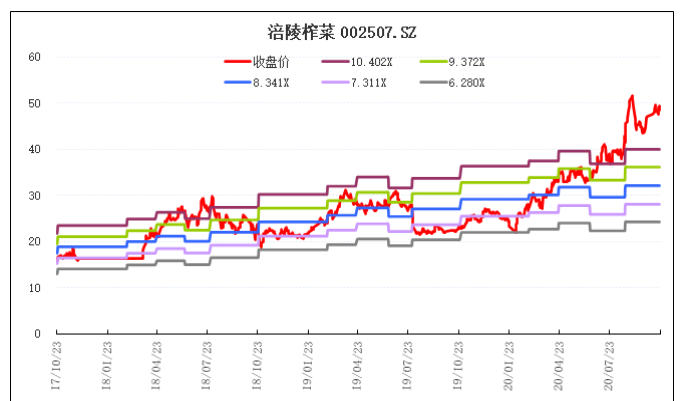
图表 1 分季度业绩表

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	YoY	19Q1-Q3	20Q1-Q3	YoY
营业总收入	527	559	518	385	483	715	601	15.9%	1,604	1,798	12.1%
营业收入	527	559	518	385	483	715	601	15.9%	1,604	1,798	12.1%
营业成本	220	230	208	166	205	306	247	18.9%	658	757	15.2%
营业税金及附加	8	10	5	6	6	12	6	19.6%	22	24	4.6%
毛利	306	330	311	219	278	409	354	13.9%	947	1,041	10.0%
销售费用	106	124	71	106	77	111	95	33.4%	301	283	-5.9%
管理费用	15	15	14	19	11	15	12	-12.9%	44	38	-13.2%
研发费用	0	2	4	4	1	1	4	-1.0%	6	5	-6.0%
财务费用	-1	-1	-1	-3	-1	-9	-8	898.6%	-2	-17	-632.5%
投资收益	3	6	17	8	7	-	0	-98.6%	27	7	-72.2%
其他收益	2	2	5	13	3	2	3	-32.4%	8	8	-3.9%
营业利润	183	188	239	108	195	280	248	3.5%	611	722	18.3%
营业外收入	0	0	0	-0	0	0	0	30.2%	0	1	63.8%
营业外支出	-	1	0	5	1	0	1	8898.5%	1	1	13.7%
利润总额	184	187	239	102	195	280	247	3.3%	610	722	18.3%
所得税	28	28	36	15	29	42	38	4.8%	92	108	17.5%
净利润	155	160	203	87	166	239	209	3.0%	518	614	18.5%
每股收益 (元)	0.20	0.20	0.26	0.11	0.21	0.30	0.27	3.0%	0.66	0.78	18.5%
毛利率	58.1%	58.9%	60.0%	57.0%	57.6%	57.2%	58.9%	-1pct	59.0%	57.9%	-1.1pct
销售费用率	20.1%	22.1%	13.7%	27.6%	15.9%	15.6%	15.8%	2.1pct	18.7%	15.7%	-3pct
管理费用率	2.8%	2.7%	2.7%	4.9%	2.2%	2.1%	2.1%	-0.7pct	2.8%	2.1%	-0.6pct
研发费用率	0.0%	0.3%	0.7%	1.1%	0.2%	0.1%	0.6%	-0.1pct	0.4%	0.3%	-0.1pct
财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.7%	-0.2%	-1.2%	-1.3%	-1.1pct	-0.1%	-1.0%	-0.8pct
营业利润率	34.8%	33.6%	46.1%	28.0%	40.4%	39.2%	41.2%	-4.9pct	38.1%	40.2%	2.1pct
有效税率	15.4%	14.8%	15.1%	14.6%	14.9%	14.8%	15.4%	0.2pct	15.1%	15.0%	-0.1pct
净利润率	29.5%	28.5%	39.2%	22.6%	34.3%	33.4%	34.8%	-4.4pct	32.3%	34.1%	1.8pct

资料来源: wind, 华创证券

图表 2 PE-Band


资料来源: wind, 华创证券

图表 3 PB-Band


资料来源: wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	956	1,113	112	129
应收票据	0	0	0	0
应收账款	0	0	1	1
预付账款	6	7	8	9
存货	414	483	561	649
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	260	296	342	400
流动资产合计	1,636	1,899	1,024	1,188
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	909	1,484	2,860	4,128
在建工程	244	294	594	594
无形资产	151	136	122	110
其他非流动资产	422	63	64	62
非流动资产合计	1,726	1,977	3,640	4,894
资产合计	3,362	3,876	4,664	6,082
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	76	89	103	119
预收款项	102	116	134	156
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	159	159	159	159
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	48	44	63	737
流动负债合计	385	408	459	1,171
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	106	106	106	106
非流动负债合计	106	106	106	106
负债合计	491	514	565	1,277
归属母公司所有者权益	2,871	3,362	4,099	4,805
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,871	3,362	4,099	4,805
负债和股东权益	3,362	3,876	4,664	6,082

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	646	703	862	1,114
现金收益	669	794	979	1,246
存货影响	-84	-69	-78	-88
经营性应收影响	8	-1	-1	-1
经营性应付影响	5	27	33	38
其他影响	47	-48	-71	-81
投资活动现金流	-613	-341	-1,800	-1,500
资本支出	-286	-697	-1,794	-1,494
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-327	356	-6	-6
融资活动现金流	-205	-205	-63	403
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-205	-237	-311	-348
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	32	248	751

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,990	2,260	2,626	3,060
营业成本	823	961	1,116	1,291
税金及附加	29	33	38	44
销售费用	407	405	457	517
管理费用	63	57	68	80
研发费用	10	7	8	3
财务费用	-5	-20	-21	-10
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	34	15	30	30
其他收益	21	25	35	35
营业利润	718	859	1,025	1,200
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	6	3	3	3
利润总额	712	856	1,022	1,197
所得税	107	129	154	180
净利润	605	727	868	1,017
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	605	727	868	1,017
NOPLAT	600	710	851	1,008
EPS(摊薄) (元)	0.77	0.92	1.10	1.29

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.9%	13.6%	16.2%	16.5%
EBIT 增长率	-8.8%	18.3%	19.7%	18.5%
归母净利润增长率	-8.6%	20.2%	19.4%	17.1%
获利能力				
毛利率	58.6%	57.5%	57.5%	57.8%
净利率	30.4%	32.2%	33.1%	33.2%
ROE	21.1%	21.6%	21.2%	21.2%
ROIC	25.8%	23.3%	23.1%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	14.6%	13.3%	11.9%	9.8%
债务权益比	3.7%	3.1%	2.6%	2.2%
流动比率	424.9%	465.4%	223.1%	101.5%
速动比率	317.4%	347.1%	100.9%	46.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转天数	1	0	0	0
应付账款周转天数	33	31	31	31
存货周转天数	163	168	168	169
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.92	1.10	1.29
每股经营现金流	0.82	0.89	1.09	1.41
每股净资产	3.64	4.26	5.19	6.09
估值比率				
P/E	64	53	51	43
P/B	14	12	11	9
EV/EBITDA	60	50	41	33

资料来源：公司公告，华创证券预测

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，金融学专业，4年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017年新财富第一、2018年水晶球第一、2019年新财富第三团队核心成员，2020年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：范子盼

中国人民大学硕士，2年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨畅

南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500