

食品饮料

2019年10月27日

涪陵榨菜 (002507)

——渠道建设及调整继续推进 效果已逐步显现

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2019年10月25日	
收盘价(元)	22.94
一年内最高/最低(元)	32.04/19.5
市净率	6.5
息率(分红/股价)	1.13
流通A股市值(百万元)	17837
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日	
每股净资产(元)	3.53
资产负债率%	16.44
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：短期需求仍承压，市场投入积极影响盈利能力》
2019/07/31

《涪陵榨菜(002507)点评：高基数致收入增长放缓，成本红利释放效果超预期》
2019/04/22

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818×010-66500561
lvchang@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**公司发布2019年三季报，前三季度实现营业收入16.04亿，同比增长3.83%，实现归属于上市公司股东的净利润5.18亿，同比下降0.99%，EPS为0.66元。单三季度实现收入5.18亿，同比增长7.64%，实现归属于上市公司股东净利润2.03亿，同比下降6.78%，扣非净利润1.99亿，同比增长1.14%。我们在业绩前瞻中预测净利润下降5%，三季度业绩基本符合预期。
- **投资评级与估值：**考虑到公司今年主要工作是渠道下沉和调整，实际虽已改善但报表体现预计有所滞后，我们下调2019-21年收入预测至19.7、21.6、24亿（前次20.5、23.5、26.6亿），分别同比增长3%、10%、11%，下调2019-21年归母净利润预测至6.63、7.26、8.32亿（前次7.3、8.4、9.7亿），分别同比增长0.3%、9.4%、14.6%，对应EPS分别为0.84、0.92、1.05元（前次0.93、1.06、1.23元），最新收盘价对应19-21年PE分别为27、25、22x。公司仍在持续进行渠道调整，效果充分显现需要时间，建议持续跟踪。长期来看，公司作为行业细分龙头，与竞争对手相比品牌及渠道优势均十分突出，份额优势明显，竞争格局占优，且管理层专注酱腌菜和调味品主业，激励到位，有望通过精耕细作和品类拓展不断成长，维持买入评级。
- **收入继续调整 下沉效果及库存水平逐步改善。**单三季度收入增长7.64%，上半年增长2.11%，增长环比加速。但三季度销售商品收到的现金同比下降1.26%，19Q3预收款1.3亿环比Q2增加0.2亿，18Q3预收款1.85亿环比增加0.5亿，说明渠道回款方面仍面临一定压力。考虑到去年10月部分主力产品提价10%，预计单季度销量增长贡献不大。公司在2017年连续提价后，2018年上半年采取“大水漫灌”策略争抢市场份额，去年下半年进入库存去化过程。同时今年通过渠道组织架构细化和下沉进一步渗透三四线市场，销售模式由过去经销商主导向厂商主导过度。预计目前主力产品库存已降至一个多月合理水平，产品结构继续提升，渠道下沉后的团队建设和经销商磨合进展顺利，预计四季度仍以夯实渠道基础为主，明年一季度收入有望环比改善。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,914	1,604	1,971	2,164	2,403
同比增长率(%)	25.9	3.8	3.0	9.8	11.0
归母净利润(百万元)	662	518	663	726	832
同比增长率(%)	59.8	-1.0	0.3	9.4	14.6
每股收益(元/股)	0.84	0.66	0.84	0.92	1.05
毛利率(%)	55.8	59.0	58.3	59.0	59.9
ROE(%)	26.8	18.6	22.0	19.9	19.1
市盈率	27		27	25	22

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



申万宏源研究微信服务号

- **渠道建设力度加大 影响短期盈利。**由于今年公司在外部需求环境弱化的背景下，同时进行渠道库存调整和精细化建设，是费用投入的大年。前三季度销售费用同比增长 21%，销售费用率 18.74% 同比提高 2.69pct，单三季度销售费用同比增长 86%，销售费用率 13.69% 同比提高 5.75pct。费用增长主要来自渠道建设带来的人员及办公费用、地面网点建设、经销商支持的增加，预计公司仍将坚持一定力度的费用投放以巩固新增渠道，明年随着新市场逐步培育成熟后，费用率将得到优化。三季度管理费用率和财务费用率分别达到 3.11%（还原研发费用后的可比口径）和 -0.15%，分别同比变化 0.14pct 和 -0.04pct 相对稳定。由于政府补贴减少，营业外收入较去年同期减少约 2750 万。三季度毛利率 60% 同比提高 2.69pct，主要来自结构优化和去年的提价效果。单三季度净利率 39.18%，同比下降 6.06pct，销售费用增加是主要原因。
- 股价表现的催化剂：渠道拓展加速，产品提价
- 核心假设风险：渠道拓展效果低于预期，食品安全事件

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,520	1,914	1,971	2,164	2,403
其中: 营业收入	1,520	1,914	1,971	2,164	2,403
减: 营业成本	787	847	821	888	963
减: 税金及附加	26	30	33	35	39
主营业务利润	707	1,037	1,117	1,241	1,401
减: 销售费用	219	281	344	398	433
减: 管理费用	48	59	69	75	79
减: 研发费用	0	1	2	2	2
减: 财务费用	-2	-3	-8	-19	-25
经营性利润	442	700	710	785	912
减: 资产减值损失	3	3	0	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	24	53	50	50	50
营业利润	470	786	760	835	961
加: 营业外净收入	18	-7	20	20	20
利润总额	488	778	780	855	981
减: 所得税	74	117	117	129	149
净利润	414	662	663	726	832
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	414	662	663	726	832
全面摊薄总股本	789	789	789	789	789
每股收益 (元)	0.52	0.84	0.84	0.92	1.05

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 索取有关披露资料或登录 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	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.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。