太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-25

公司点评报告

买入/维持

涪陵榨菜(002507)

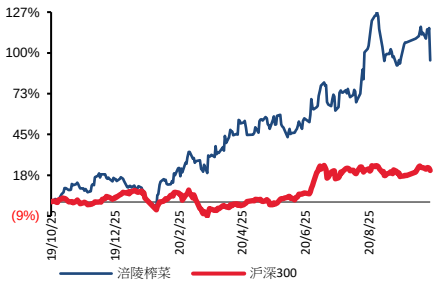
目标价：51.75

昨收盘：44.32

日常消费 食品、饮料与烟草

涪陵榨菜三季报点评：收入符合预期，利润常态化回归

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	789/778
总市值/流通(百万元)	34,984/34,472
12 个月最高/最低(元)	51.67/22.15

相关研究报告：

涪陵榨菜（002507）《涪陵榨菜中报点评：业绩超预期，定增加码主业》--2020/08/24

涪陵榨菜（002507）《涪陵榨菜一季报：疫情短期影响收入下滑，需求大增、回款良好》--2020/04/21

涪陵榨菜（002507）《涪陵榨菜年报点评：前期费用投入利好长远发展，期待业绩弹性》--2020/03/17

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

点评事件：公司公告三季报，前三季度公司营收 17.98 亿元，增长 12.09%；归母净利 6.14 亿元，增长 18.47%；扣非后净利 6.01 亿元，增长 17.61%。其中，Q3 营收 6.01 亿元，增长 15.88%；归母净利 2.09 亿元，增长 3.01%。前三季度销售毛利率 57.88%，同比下降 1.13pct；销售净利率 34.12%，同比提升 1.84pct。其中，Q3 销售毛利率 58.92%，同比下降 1.03pct；销售净利率 34.83%，同比下降 4.35pct。

一、收入较快增长符合预期，终端需求保持强劲

单三季度收入同比增长 15.88%，增速环比 Q2 回落，考虑订单满足已恢复常态，收入增速符合预期。三季度末预收款+合同负债 1.09 亿元，相比二季度末减少 0.25 亿元。随着生产和配送恢复正常，预收款逐步回落至合理范围是正常现象。剔除消化预收款的影响，判断单三季度有效收入增量和实际动销增速为大个位数，环比单二季度略有提升，终端需求仍保持强劲，新品销售和小包装裂变对收入增长也有贡献。

二、销售毛利率和净利率环比改善，盈利指标向好

单三季度销售毛利率 58.92%，同比下降 1.03pct，主要原因是原材料青菜头涨价；毛利率环比上升 1.71pct，结合 Q2 和 Q3 的情况来看，原材料和产能利用率情况接近，判断毛利率环比改善主要受益于产品结构变化和小包装裂变后对盈利能力的提升，该两种因素具有延续性。

单三季度销售费用率 15.76%，同比上升 2.07pct，主要是因为 2019 年销售费用季度间投放（或确认）不均衡导致 2019Q3 销售费用低基数，今年截至三季度整体和逐季度环比来看，销售费用率比较稳健和均衡，基本控制在 16%以内，也符合公司今年战略把控销售费用的经营思路。单三季度管理费用率 2.05%，环比下降 0.07pct，今年以来管理费用率持续稳步下降。

受益于产品结构和小包装产品裂变对毛利率的影响，以及销售费用的严格管理，单三季度销售净利率 34.83%，环比 Q2 提升 1.43pct，季度利润回归正常。同比去年同期单三季度归母净利增长 3.01%，主要受去年费用不均衡，2019Q3 利润和净利率居高影响。考虑盈利指标向好，

证券分析师：郑汉镇
电话：13028853033
E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518010003

同时 2019Q4 业绩低基数，今年四季度业绩弹性可能比较大。

三、存货和应收相对稳定，经营现金流整体健康

三季度末存货 4 亿元，环比减少 0.37 亿元，同比基本持平。三季度末应收 0.39 亿元，环比基本持平，同比减少 0.13 亿元。存货和应收均保持相对稳定。单三季度现金回款 6.8 亿元，同比增长 10.78%，环比增长 7.18%；经营活动的收现率 113.14%，环比改善、同比略降。剔除预收款的影响，经营活动净现金流入金额同比增长近两位数，与有效收入增量幅度相匹配，经营现金流整体健康。

四、定增顺利推进，大股东和高管认购显信心

公司 2020 年非公开发行股票事项正经中国证监会受理。增发对象中，涪陵国投拟认购 13.5 亿元，董事长周斌全拟认购不超过 8 千万元，大股东和高管大比例增持显示对公司未来发展的信心。项目顺利落地后，公司对青菜头的收储能力将大幅提升，有利于保障核心原料供应安全与价格稳定，同时也为持续扩张和做大规模提供必要的条件。

盈利预测与评级：

公司单三季度收入增长符合预期，利润回归正常。考虑今年费用收缩的策略以及更加均衡的投放节奏，预计单四季度业绩弹性可能较高。结合 2019 年业绩低基数以及 2020 年销售公司的任务目标来看，判断在需求较好的背景下，全年实现较好的收入、利润。

维持盈利预测，测算公司 2020-2022 年收入增速分别为 14%、15%、18%；归母净利增速分别为 25%、20%、20%。今明两年 EPS 分别为 0.95 和 1.15。考虑行业龙头优势以及市场的风险偏好，对应明年业绩给予 45 倍 PE，目标价 51.75 元，“买入”评级。

风险提示：宏观经济和疫情影响导致销售不及预期，原材料价格波动；市场策略调整不及预期等；食品安全问题等。

■ **主要财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1990	2268	2608	3038
净利润(百万元)	605	757	909	1091
摊薄每股收益(元)	0.77	0.96	1.15	1.38

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。