涪陵榨菜（002507.SZ）/食品饮料

投资收益下滑影响业绩，公司经营状况良好

评级：持有

市场价格：44.32

电话：（852）28113977

电邮：
info@gammasecurities.com.hk

基本状况

总股本(百万股)	789.36
流通股本(百万股)	777.79
市价(元)	44.32
市值(亿元)	349.8
流通市值（亿元）	344.7

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 突破现有天花板，榨菜龙头再起飞

2 半年报营收低于预期，公司渠道调整尚未见效

3 销售费用高投入下短期业绩承压

4 渠道下沉初见成效,4 季度业绩低于预期

5 业绩压力释放，未来逐步向好

6 疫情影响可控，预收款彰显潜力

7 业绩拐点已现，定增助力发展

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,914	1,990	2,262	2,599	2,922
增长率 yoy%	25.92%	3.93%	13.70%	14.90%	12.40%
净利润	662	605	773	911	1,012
增长率 yoy%	59.78%	-8.55%	27.82%	17.77%	11.13%
每股收益（元）	0.84	0.77	0.98	1.15	1.28
每股现金流量	0.71	0.65	1.42	0.88	1.55
每股净资产	3.13	3.64	4.42	5.34	6.37
净资产收益率	30.08%	22.65%	28.24%	25.88%	23.83%
P/E	52.87	57.81	45.23	38.40	34.56
P/B	14.16	12.18	10.02	8.29	6.96

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 17.98 亿，同比增长 12.09%；实现归母净利润 6.14 亿，同比增长 18.47%，扣非净利润 3.94 亿，同比增长 17.61%；分拆看，公司三季度实现营业收入 6.01 亿，同比增长 15.9%，归母净利润 2.09 亿，同比增长 3.0%，扣非净利润 2.07 亿，同比增长 3.80%。公司收入增长符合预期，利润低于预期。

- **公司三季度营收稳健增长：**三季度，公司收入保持了稳健增长。一方面，二季度末公司将榨菜丝包装从 80g 改为 70g，提升了部分均价；另一方面，随着疫情得到控制，市场需求旺盛，终端库存维持在较低水平。此外，公司渠道深耕后开发的空白县级市场开始逐步放量，今年县级市场的销售量增速在 30%以上。调研显示，产品提价后，目前终端的动销情况良好。

- **投资收益波动以及较低的销售费用基数导致利润增速较低：**Q3 利润增速仅为 3%，主要是以下几个因素所致：（1）三季度公司投资收益（理财收入）仅为 24 万，较去年同期的 1717 万大幅减少，影响利润增速 8.45pct。今年公司将大量的资金以存款的形式存放。报告期末，公司拥有货币资金 13.67 亿，较去年同期增长 7.17 亿。（2）由于去年销售费用投放的节奏不同，三季度是销售费用投放的低点，销售费率仅为 13.7%，因此尽管 Q3 公司销售费率环比 Q2 基本持平，为 15.8%，同比依旧有较大的提升。去年下半年公司销售费率基本在 4 季度投放，费率高达 27.6%，而今年公司前三季度销售费率投放节奏非常平稳，因此 Q4 公司的业绩弹性会非常明显。

- **成本上升及理财收益下滑影响盈利能力：**Q3 公司毛利率为 58.9%，同比下滑 1.0pct，净利率 34.8%，同比下滑 4.4pct。公司毛利率下滑主要是菜头成本上升所致。由于二季度末公司对产品缩量提价，因此公司毛利率下滑幅度环比缩小。此外，由于公司理财收益下降较多，预计影响净利率-2.83pct。费率端，公司展现出优秀的成本控制能力，销售费率、管理费率、财务费率分别为 15.8%、2.1%、-1.3%，同比变化为 2.1pct、-0.7%、-1.1%，除了销售费率由于投放节奏因素暂时上升外，其余费率均有一定幅度的下降。

- **4 季度公司收入、净利润有望继续快速增长：**收入端，预计呈现量价齐升态势：（1）下半年公司 1.6 万吨脆口生产线和 4 万吨惠通产能投产，产能将获得极大的扩充，能够充分满足未来的扩张需求（2）二季度末公司变相换包装

提价 3）去年下半年基数较低。 成本端：今年公司销售费用投放上会更注重费效比，销售费用投放预计继续稳态，而去年四季度是公司全年销售费用投放的顶点，因此今年业绩弹性有保障。目前，公司管理层在经营上非常务实，会及时评估库存情况，不向经销商压货。此外，公司未来还有 200 个空白市场有待开发，已经开发的空白市场也会进一步培育升级，配合定增产能的扩张，公司依然有较好的中长期成长性。

- 投资建议：维持“持有”评级。我们将公司 2020-2022 年营业收入小幅调整为 22.62 亿、25.99 亿、29.22 亿，同比 13.70%、14.90%、12.40%，归母净利润 7.73 亿元、9.11 亿元、10.12 亿元，同比 27.28%、17.77%、11.13%，EPS 分别为 0.98 元、1.15 元、1.28 元，对应估值 45.23X、38.40、34.56X。
- **风险提示事件：**渠道拓展效果不及预期；疫情影响超预期

财务报表

利润表（人民币百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1,990**	**2,262**	**2,599**	**2,922**
增长率	*3.9%*	*13.7%*	*14.9%*	*12.4%*
营业成本	-823	-956	-1,080	-1,221
%销售收入	*41.4%*	*42.3%*	*41.6%*	*41.8%*
毛利	1,166	1,306	1,519	1,701
%销售收入	*58.6%*	*57.8%*	*58.5%*	*58.2%*
营业税金及附加	-29	-33	-38	-42
%销售收入	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*
营业费用	-407	-355	-416	-467
%销售收入	*20.5%*	*15.7%*	*16.0%*	*16.0%*
管理费用	-63	-57	-70	-79
%销售收入	*3.2%*	*2.5%*	*2.7%*	*2.7%*
息税前利润（EBIT）	667	862	996	1,112
%销售收入	*33.5%*	*38.1%*	*38.3%*	*38.1%*
财务费用	5	23	21	23
%销售收入	*-0.3%*	*-1.0%*	*-0.8%*	*-0.8%*
资产减值损失	0	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
其他收益	35	39	44	44
投资收益	34	15	40	40
%税前利润	*4.7%*	*1.6%*	*3.6%*	*3.3%*
营业利润	741	940	1,102	1,222
营业利润率	*37.3%*	*41.6%*	*42.4%*	*41.8%*
营业外收支	-6	-6	-6	-6
税前利润	**735**	**934**	**1,096**	**1,216**
利润率	*36.9%*	*41.3%*	*42.2%*	*41.6%*
所得税	-107	-137	-161	-179
所得税率	*14.6%*	*14.7%*	*14.7%*	*14.7%*
净利润	605	773	911	1,012
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**605**	**773**	**911**	**1,012**
净利率	*30.4%*	*34.2%*	*35.0%*	*34.6%*

现金流量表（人民币百万元）

资产负债表（人民币百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	956	1,514	1,891	2,933
应收款项	18	8	23	14
存货	414	261	564	402
其他流动资产	249	296	275	286
流动资产	1,636	2,080	2,752	3,634
%总资产	*48.7%*	*52.1%*	*56.8%*	*64.5%*
长期投资	0	0	0	0
固定资产	909	1,171	1,110	1,047
%总资产	*27.0%*	*29.4%*	*22.9%*	*18.6%*
无形资产	151	144	137	129
非流动资产	1,726	1,909	2,097	2,004
%总资产	*51.3%*	*47.9%*	*43.2%*	*35.5%*
资产总计	**3,362**	**3,988**	**4,849**	**5,638**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	337	334	471	447
其他流动负债	48	59	53	56
流动负债	385	392	525	503
长期贷款	0	0	0	0
其他长期负债	106	106	106	106
负债	**491**	**499**	**631**	**609**
普通股股东权益	2,871	3,490	4,219	5,029
少数股东权益	0	0	0	0
负债股东权益合计	**3,362**	**3,988**	**4,849**	**5,638**

比率分析

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益(元)	0.8	1.0	1.2	1.3
每股净资产(元)	3.6	4.4	5.3	6.4
每股经营现金净流(元)	0.7	1.4	0.9	1.6
每股股利(元)	0.3	0.2	0.2	0.3
回报率				
净资产收益率	22.7%	26.9%	26.1%	24.0%

	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	605	773	911	1,012
加:折旧和摊销	70	92	94	97
资产减值准备	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-23	-21	-23
投资收益	-34	-15	-40	-40
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-401	294	-250	182
经营活动现金净流	**517**	**1,122**	**694**	**1,227**
固定资本投资	-220	-450	-200	-50
投资活动现金净流	**-613**	**-431**	**-156**	**-6**
股利分配	-205	-155	-182	-202
其他	0	23	21	23
筹资活动现金净流	**-205**	**-132**	**-161**	**-179**
现金净流量	**-301**	**559**	**377**	**1,042**

总资产收益率	18.0%	19.4%	18.8%	18.0%
投入资本收益率	46.6%	49.5%	50.9%	49.1%
增长率				
营业总收入增长率	3.9%	13.7%	14.9%	12.4%
EBIT 增长率	-6.2%	24.7%	18.1%	11.3%
净利润增长率	-8.6%	27.8%	17.8%	11.1%
总资产增长率	12.9%	18.6%	21.6%	16.3%
资产管理能力				
应收账款周转天数	2.6	2.0	2.1	2.2
存货周转天数	67.3	53.7	57.1	59.5
应付账款周转天数	32.8	37.5	36.4	35.6
固定资产周转天数	151.1	165.5	157.9	132.9
偿债能力				
净负债/股东权益	-52.7%	-54.2%	-69.5%	-125.0%
EBIT 利息保障倍数	-137.5	-38.7	-49.7	-49.2
资产负债率	14.6%	12.5%	13.0%	10.8%

来源：嘉漠证券

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

嘉谟证券有限公司（以下简称“本公司”）本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归“嘉谟证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

嘉谟证券有限公司

香港干諾道中 168-200 號信德中心招商局大廈 11 樓 8 室

Unit 8 11/F, China Merchants Tower, Shun Tak Centre, Nos. 168-200 Connaught Road Central, Hong Kong

(852)28113977

www.gammasecurities.com.hk

info@gammasecurities.com.hk