涪陵榨菜（002507）

公司研究/点评报告

Q3 业绩增速放缓，仍看好中长期成长逻辑

—涪陵榨菜（002507）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 23 日

一、事件概述

10 月 22 日，公司发布 2020 年三季报。报告期内，公司实现营收 17.98 亿元，同比+12.09%；实现归母净利润 6.14 亿元，同比+18.47%；20Q3 单季度实现营收 6.01 亿元，同比+15.88%，实现归母净利润 2.09 亿元，同比+3.01%。

二、分析与判断

➢ 20Q3 业绩增速放缓，渠道下沉与产品缩量提价效果凸显

前三季度公司实现营收 17.98 亿元，同比+12.09%（折合 20Q3 营收 6.01 亿元，同比+15.88%）。20Q3 收入增速环比 20Q2 放缓（20Q2 受益于补库存），但仍保持稳健增长，判断一方面是公司 Q2 末对主力流通产品缩量换装，变相提价 10%+，另一方面是持续推进渠道下沉、效果逐步显现。前三季度实现归母净利润 6.14 亿元，同比+18.47%（折合 20Q3 为 2.09 亿元，同比+3.01%），利润与收入差距较大，主因 20Q3 投资收益同比减少 1693 万元（主要系银行理财收益）以及销售费用增加较多。

➢ 三因素导致 20Q3 净利率大幅下降

毛利率：20Q3 公司毛利率为 58.92%，同比-1.04ppt，预计主要是青菜头成本上升所致；**净利率：**20Q3 公司净利率为 34.83%，同比-4.35ppt，除毛利率下降之外，还与投资收益减少、销售费用增加有关。20Q3 公司银行理财等投资收益同比大幅减少，同时销售费用率同比+2.07ppt（预计主要是公司在渠道下沉及去化二批库存导致促销费用增加以及运输费用增加）。此外，20Q3 管理/研发/财务费用率分别同比-0.68ppt/-0.11ppt/-1.12ppt，下降趋势验证公司控费举措卓有成效。

➢ 量价齐升仍将保证今年收入稳健增长，持续看好公司长期成长逻辑

短期看，Q4 收入量价仍有看点，**量增：**渠道下沉效果继续显现，销量提升具备充足保障；**价升：**公司 Q2 末对主力流通产品缩量换装（80g 改 70g），相当于变相提价 10%+，将对收入端将持续产生提振。**中长期看，渠道外延：**公司原以 C 端为主，现正大力拓展餐饮、外卖渠道，长期看好 B 端放量给公司提供业绩增量。**品类扩张：**泡菜行业相比榨菜更加优质，但受限于“惠通”品牌影响力较小。公司于 19H2 起推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌。随着泡菜逐渐在乌江渠道中铺开，我们长期看好泡菜业务持续放量、摆脱增长瓶颈。公司 8 月拟**定增加码产能**，包括 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备、20 万吨榨菜生产车间与设备及物流等配套设施，预计将为渠道外延与品类扩张提供有力支撑。此外拟建设乌江涪陵榨菜信息系统项目，有利于全面提升生产标准化及智能化水平，同时较好提升营销能力。

三、投资建议

我们小幅下调盈利预测。预计 20-22 年公司营收为 22.52/25.92/30.09 亿元，同比+13.2%/15.1%/16.1%；归母净利润为 7.44/8.93/10.65 亿元，同比+23.0%/20.0%/19.3%；EPS 为 0.94/1.13/1.35 元，对应 PE 为 52X/44X/37X。目前调味品板块可比公司平均预期估值约为 68 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值低于调味品板块可比公司，维持“推荐”评级。

四、风险提示

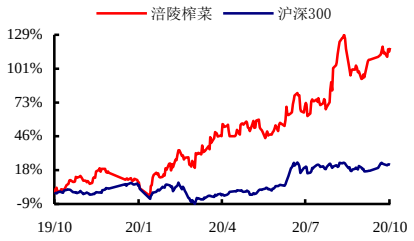
渠道下沉效果不及预期、募投项目回报不及预期、食品安全风险等。

推荐　维持评级

当前价格：　49.24 元

交易数据	2020-10-22
近 12 个月最高/最低(元)	51.67/22.15
总股本（百万股）	789
流通股本（百万股）	778
流通股比例（%）	98.53
总市值（亿元）	389
流通市值（亿元）	383

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：　S0100120070033

电话：　021-60876735

邮箱：　liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.涪陵榨菜（002507）2020 年半年报点评：Q2 拐点如期而至，拟定增加码产能及信息化建设

2.涪陵榨菜（002507）20 年一季报点评：业绩基本符合预期，拐点如期到来

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,990	2,252	2,592	3,009
增长率（%）	3.9	13.2	15.1	16.1
归属母公司股东净利润（百万元）	605	744	893	1,065
增长率（%）	-8.6	23.0	20.0	19.3
每股收益（元）	0.77	0.94	1.13	1.35
PE（现价）	63.9	52.2	43.5	36.5
PB	13.5	10.8	8.6	7.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,990	2,252	2,592	3,009
营业成本	823	929	1,063	1,234
营业税金及附加	29	35	40	46
销售费用	407	372	409	451
管理费用	63	71	81	95
研发费用	10	4	6	9
EBIT	657	842	992	1,174
财务费用	(5)	(14)	(30)	(40)
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	34	10	22	22
营业利润	719	887	1,070	1,259
营业外收支	(6)	(11)	(19)	(5)
利润总额	712	876	1,051	1,254
所得税	107	132	158	189
净利润	605	744	893	1,065
归属于母公司净利润	605	744	893	1,065
EBITDA	727	914	1,065	1,249

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	956	1987	2644	3837
应收账款及票据	0	4	5	4
预付款项	6	8	8	10
存货	414	257	452	371
其他流动资产	243	243	243	243
流动资产合计	1636	2500	3372	4470
长期股权投资	0	10	32	54
固定资产	909	923	935	958
无形资产	151	155	165	168
非流动资产合计	1726	1731	1774	1826
资产合计	3362	4229	5144	6294
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	76	99	101	121
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	385	508	531	615
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	94	94	94	94
非流动负债合计	106	106	106	106
负债合计	491	614	637	721
股本	789	789	789	789
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2871	3615	4508	5573
负债和股东权益合计	3362	4229	5144	6294

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.9	13.2	15.1	16.1
EBIT 增长率	-5.7	28.1	17.9	18.4
净利润增长率	-8.6	23.0	20.0	19.3
盈利能力				
毛利率	58.6	58.8	59.0	59.0
净利润率	30.4	33.0	34.4	35.4
总资产收益率 ROA	18.0	17.6	17.4	16.9
净资产收益率 ROE	21.1	20.6	19.8	19.1
偿债能力				
流动比率	4.2	4.9	6.4	7.3
速动比率	3.2	4.4	5.5	6.7
现金比率	2.5	3.9	5.0	6.2
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	0.7	0.7	0.8	0.7
存货周转天数	162.5	130.0	120.0	120.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5
每股指标（元）				
每股收益	0.8	0.9	1.1	1.3
每股净资产	3.6	4.6	5.7	7.1
每股经营现金流	0.7	1.4	1.0	1.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	63.9	52.2	43.5	36.5
PB	13.5	10.8	8.6	7.0
EV/EBITDA	51.4	40.2	33.8	27.8
股息收益率	0.6	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	605	744	893	1,065
折旧和摊销	70	72	73	75
营运资金变动	(127)	291	(193)	179
经营活动现金流	517	1,108	770	1,302
资本开支	647	77	113	109
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(613)	(77)	(113)	(109)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(205)	0	0	0
现金净流量	(301)	1,032	657	1,193

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。