开源证券

涪陵榨菜（002507.SZ） 业绩承压，前景可期

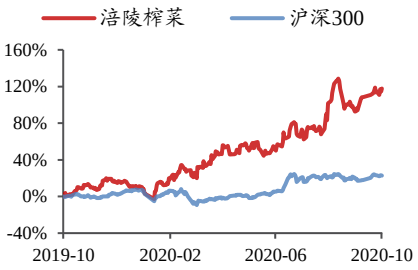
2020 年 10 月 22 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/22
当前股价(元)	49.24
一年最高最低(元)	56.24/21.20
总市值(亿元)	388.68
流通市值(亿元)	382.98
总股本(亿股)	7.89
流通股本(亿股)	7.78
近 3 个月换手率(%)	86.46

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩如期加速，定增建厂发展可期》-2020.8.21

《公司信息更新报告-短期营收受影响，全年增长确定性强》-2020.4.21

《公司信息更新报告-业绩寒冬已过，2020 年轻装上阵》-2020.3.17

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

● **业绩低于预期，看好未来成长**

公司 2020Q1-Q3 实现营收 18.0 亿元，同比增 12.1%；净利 6.1 亿元，同比增 18.5%，EPS 为 0.78 元。2020Q3 实现营收 6.0 亿元，同比增 15.9%；净利 2.1 亿元，同比增 3.0%。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利 7.4、8.6、10. 0 亿元，EPS 为 0.94、1.09、1.27 元，分别增 23%、16%、17%，对应 PE 为 52、45、39 倍。中长期看公司渠道下沉、精细化管理，以及产品优化、品类扩张可带来持续性增长。我们看好公司未来成长，维持“买入”评级。

● **渠道库存恢复正常，渠道下沉带来营收大部分增量**

2020Q3 公司营收增速 16%，主要来自于渠道下沉及精耕带来的增量，估计县级市场经销商数量仍有增长，同时具有较高存活率，县级市场增速应远超平均水平。此外餐饮、电商直播等新渠道开发也贡献部分增量。三季度渠道库存维持在 5-6 周左右，库存影响不大，市场动销情况与报表营收基本匹配。

● **2020Q3 净利率下行，主因投资收益下降、毛利率下降以及销售费用率提升**

2020Q3 净利率同比降 4.4pct，主因在于：一是公司购买银行理财产品减少，三季度投资收益同比降 0.17 亿元；二是毛利率同比降 1.0pct，应是受到三季度使用 2020 年初收购高价青菜头，成本上升影响；三是销售费用率同比增 2.1pct，可能与 2019Q3 费用率基数低，以及 2020Q3 疫情控制后，费用集中投放有关。考虑到渠道激励方式的变化，费用使用效率也将得到提升。考虑 2019Q4 利润基数较低，估计 2020Q4 利润大概率加速增长，预计 2021 年公司利润率也应稳中有升。

● **定增在即，前景可期**

公司已公告定增预案，定增方案中大股东涪陵国投与董事长周斌全拟认购金额 13.5 亿元与 0.8 亿元。大股东与董事长参与，彰显公司发展信心。发行价格尚未确定，但公司未来发展节奏清晰，短期看公司渠道红利带来榨菜持续增长，长期看泡菜、酱腌菜的品类扩张，未来趋势向好，前景可期。

● **风险提示：**宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,914	1,990	2,233	2,552	2,892
YOY(%)	25.9	3.9	12.2	14.3	13.3
归母净利润(百万元)	662	605	742	857	1,001
YOY(%)	59.8	-8.6	22.7	15.5	16.8
毛利率(%)	55.8	58.6	58.4	58.9	59.3
净利率(%)	34.6	30.4	33.2	33.6	34.6
ROE(%)	26.8	21.1	22.0	21.0	20.5
EPS(摊薄/元)	0.84	0.77	0.94	1.09	1.27
P/E(倍)	58.7	64.2	52.4	45.3	38.8
P/B(倍)	15.7	13.5	11.5	9.5	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1810	1636	2126	2729	3533
现金	1128	956	1435	1935	2718
应收票据及应收账款	8	0	9	2	10
其他应收款	4	17	6	21	10
预付账款	6	6	7	7	9
存货	330	414	425	521	542
其他流动资产	334	243	243	243	243
非流动资产	1169	1726	1822	1933	2039
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	761	909	1033	1166	1283
无形资产	155	151	159	162	167
其他非流动资产	253	666	629	604	588
资产总计	2978	3362	3947	4662	5571
流动负债	400	385	465	482	570
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	74	76	93	98	117
其他流动负债	326	309	372	384	453
非流动负债	107	106	106	106	106
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	107	106	106	106	106
负债合计	507	491	571	588	676
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	789	789	789	789	789
资本公积	21	21	21	21	21
留存收益	1661	2061	2582	3164	3834
归属母公司股东权益	2471	2871	3377	4074	4896
负债和股东权益	2978	3362	3947	4662	5571

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	559	517	834	788	1081
净利润	662	605	742	857	1001
折旧摊销	58	70	65	78	91
财务费用	-3	-5	-14	-25	-41
投资损失	-53	-34	-30	-35	-38
营运资金变动	-110	-127	69	-87	68
其他经营现金流	6	8	0	0	0
投资活动现金流	545	-613	-131	-153	-158
资本支出	292	648	95	111	103
长期投资	780	0	0	0	0
其他投资现金流	1617	35	-35	-42	-55
筹资活动现金流	-118	-205	-223	-135	-139
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-118	-205	-223	-135	-139
现金净增加额	986	-301	479	500	783

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1914	1990	2233	2552	2892
营业成本	847	823	928	1048	1177
营业税金及附加	30	29	33	43	43
营业费用	281	407	407	455	505
管理费用	59	63	67	74	81
研发费用	1	10	1	1	1
财务费用	-3	-5	-14	-25	-41
资产减值损失	3	-0	0	0	0
其他收益	35	21	25	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	53	34	30	35	38
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	786	719	865	1005	1178
营业外收入	0	0	19	14	8
营业外支出	7	6	10	11	9
利润总额	778	712	873	1009	1178
所得税	117	107	131	151	177
净利润	662	605	742	857	1001
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	662	605	742	857	1001
EBITDA	802	753	903	1036	1199
EPS(元)	0.84	0.77	0.94	1.09	1.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.9	3.9	12.2	14.3	13.3
营业利润(%)	67.3	-8.5	20.3	16.3	17.2
归属于母公司净利润(%)	59.8	-8.6	22.7	15.5	16.8
获利能力					
毛利率(%)	55.8	58.6	58.4	58.9	59.3
净利率(%)	34.6	30.4	33.2	33.6	34.6
ROE(%)	26.8	21.1	22.0	21.0	20.5
ROIC(%)	24.6	19.5	20.5	19.5	18.9
偿债能力					
资产负债率(%)	17.0	14.6	14.5	12.6	12.1
净负债比率(%)	-41.6	-29.8	-39.5	-45.0	-53.5
流动比率	4.5	4.2	4.6	5.7	6.2
速动比率	2.8	2.5	3.1	4.1	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	401.3	482.6	482.6	482.6	482.6
应付账款周转率	9.2	11.0	11.0	11.0	11.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.77	0.94	1.09	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.65	1.06	1.00	1.37
每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.64	4.28	5.16	6.20
估值比率					
P/E	58.7	64.2	52.4	45.3	38.8
P/B	15.7	13.5	11.5	9.5	7.9
EV/EBITDA	47.2	50.5	41.6	35.7	30.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn