太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-24

公司点评报告

买入/调高

涪陵榨菜(002507)

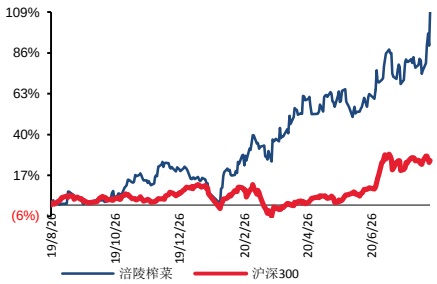
目标价：51.75

昨收盘：45.56

日常消费 食品、饮料与烟草

涪陵榨菜中报点评：业绩超预期，定增加码主业

■ 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)	35,963/35,436
12 个月最高/最低(元)	45.56/21.95

相关研究报告：

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

涪陵榨菜（002507）《涪陵榨菜业绩快报：加大营销影响短期利润，库存去化明显》--2020/03/01

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：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司公告中报业绩，2020H 公司营收 11.98 亿元，增长 10.28%；归母净利 4.04 亿元，增长 28.44%；扣非后净利 3.94 亿元，增长 26.42%。其中，Q2 营收 7.15 亿元，增长 27.80%；归母净利 2.39 亿元，增长 49.62%。Q2 收入和利润均超预期。另外，公司公告拟定增募资不超过 33 亿元，将用于乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地项目及乌江涪陵榨菜智能信息系统项目。

一、需求增加和渠道补库带动收入高增长

单二季度收入超预期增长 27.80%，一方面是随着生产和配送的逐步恢复，畅销渠道进行了一轮补库，另一方面也可以看到终端需求在继续增加。二季度末预收款项 1.34 亿元，环比一季度末减少 1.33 亿元，同比去年同期增加 0.24 亿元。结合三月底未满足订单以及四月份的排班情况，剔除消化预收款和渠道补库的影响之后，可以看到 Q2 仍能实现中个位数增长。综合上半年判断，终端实际动销的增速应该更高于报表营收的增速，预计对下半年的业绩仍有一定的积极影响。

分产品看，上半年榨菜增长 12.12%、萝卜下滑 16.11%、泡菜增长 8.55%、其他产品增长 23.49%。榨菜稳强、泡菜平稳，萝卜因为渠道影响推广短期受限出现下滑，其他产品基数小成长快。

二、成本压力仍在，费用继续改善

单二季度销售毛利率 57.21%，环比下降 0.39pct，同比下降 1.73pct。其中，榨菜毛利率 59.31%，同比去年下降 1.20pct。相比于今年一季度，二季度生产成本受产能受损的不利影响减弱，但使用低价库存的优势不再，导致成本压力增加，毛利率环比下降。预判来看，因为青菜头平均采购成本同比去年有所增加，不考虑提价的情况下，下半年成本压力仍在，毛利率仍有小幅下降的可能性。

单二季度销售费用率 15.57%，环比下降 0.33pct；管理费用率 2.12%，环比下降 0.12pct。受益于规模增长和新的渠道政策，费用继续改善，符合总体预算保持下降和费效比改善的预判。

三、存货和回款平稳，应收占比小，报表健康

二季度末存货 4.37 亿元，同比增加 0.44 亿元，环比减少 0.36 亿元，在匹配生产需要的平稳区间。单二季度现金回款 6.35 亿元，同比增长 6.17%，与剔除消化预收款影响之后的实际收入增速相匹配。二季度末应收账款 0.41 亿元，营收占比下降至 3.43%。报表质量整体健康。

四、定增加码主业，大股东和高管认购显信心

公司拟定增募资不超过 33 亿元，将用于乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地项目及乌江涪陵榨菜智能信息系统项目，继续加码主业，项目完成预计新增 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备；新增 20 万吨榨菜生产车间及设备；同时提升智能配送和数字化智能管理水平。

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出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：

疫情对经营的影响逐步消除，二季度业绩的弹性较大，增长超预期。终端需求有所增加，发展势头较好，预计下半年仍有一定的积极影响。结合 2019 年业绩低基数以及 2020 年销售公司的任务目标来看，全年收入、业绩弹性较大。我们判断公司全年有望实现收入 14%左右增长，费用端持续改善，利润弹性更大。

适当上调盈利预测，测算公司 2020-2022 年收入增速分别为 14%、15%、18%；归母净利润增速分别为 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。