开源证券

涪陵榨菜（002507.SZ）

2020 年 08 月 21 日

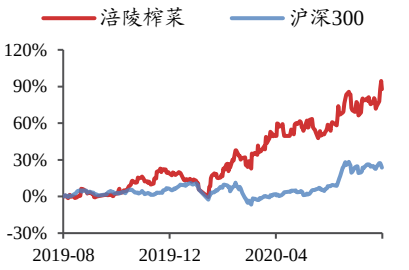
业绩如期加速，定增建厂发展可期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/20
当前股价(元)	41.42
一年最高最低(元)	43.52/21.20
总市值(亿元)	326.95
流通市值(亿元)	322.16
总股本(亿股)	7.89
流通股本(亿股)	7.78
近 3 个月换手率(%)	94.59

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-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

《公司首次覆盖报告-业绩低点已过，渠道红利可期》-2020.3.10

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

● **业绩如期提速，维持“买入”评级**

公司公布 2020 年中报，2020H1 营收 12.0 亿，同比增 10.3%；净利 4.0 亿，同比增 28.4%。测算 2020Q2 营收 7.2 亿，同比增 27.8%；净利 2.4 亿，同比增 49.6%。考虑到费用投放不多，我们略上调全年业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利分别 7.4、8.6、10.0 亿，EPS 分别 0.94（+0.03）、1.09（+0.01）、1.27（+0.01）元，分别增 23%、16%、17%，当前股价对应 PE 分别为 44、38、33 倍。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，维持“买入”评级。

● **低基数叠加渠道补库存，二季度营收高增长**

2020Q1 由于备货较少以及疫情影响开工率及物流配送，供给不足，渠道库存较低。2020Q2 公司渠道补库存叠加去年同期低基数，营收增速回升至 28%水平。估计上半年县级经销商数量仍有增长，且存活率较高，估算上半年县级市场增速远高于平均水平，渠道下沉是推动营收增长的主要因素。2020H1 榨菜、泡菜分别增 12.1%、8.6%，承担主要增长压力；萝卜下滑 16.1%，应是与疫情延缓新品推广进度有关。我们估计全年大概率实现营收 10%-15%增长。

● **2020Q2 净利增长 49.6%，主要源于销售费用率下降**

2020Q2 毛利率降 1.7pct，原因应在于原料端收购青菜头价格上涨。公司已通过缩减包装的方式提价以对冲成本压力，估计下半年毛利率应有改善。2020Q2 销售费用率同比降 6.6pct，主因在于 2019Q2 公司加大费用清理渠道库存，费用基数较高；同时 2020Q2 榨菜需求较好，本身费用投放不多。考虑到渠道激励方式的变化，后续费用使用效率也将得到提升。预计 2020 年净利率仍是稳中有升。

● **定增建厂，前景可期**

公司公告拟非公开发行 33 亿，计划募投到乌江榨菜智能生产基地以及智能信息系统项目中。其中大股东涪陵国投与董事长周斌全拟认购金额 13.5 亿与 0.8 亿。大股东与董事长参与，彰显公司发展信心。项目将建成 41 万吨窖池容量与 20 万吨榨菜产能，有助于进一步增强公司榨菜竞争力，未来前景可期。

● **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	2,228	2,546	2,886
YOY(%)	25.9	3.9	12.0	14.3	13.3
归母净利润(百万元)	662	605	742	857	1,001
YOY(%)	59.8	-8.6	22.6	15.6	16.7
毛利率(%)	55.8	58.6	58.4	59.0	59.3
净利率(%)	34.6	30.4	33.3	33.7	34.7
ROE(%)	26.8	21.1	22.0	21.0	20.4
EPS(摊薄/元)	0.84	0.77	0.94	1.09	1.27
P/E(倍)	49.4	54.0	44.1	38.1	32.7
P/B(倍)	13.2	11.4	9.7	8.0	6.7

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	2731	3491
现金	1128	956	1438	1937	2679
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	423	521	539
其他流动资产	334	243	243	243	243
非流动资产	1169	1726	1819	1930	2076
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	761	909	1031	1164	1319
无形资产	155	151	159	162	167
其他非流动资产	253	666	629	604	590
资产总计	2978	3362	3945	4661	5567
流动负债	400	385	463	482	568
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	74	76	93	98	116
其他流动负债	326	309	370	384	452
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	569	587	673
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	2581	3163	3833
归属母公司股东权益	2471	2871	3376	4073	4894
负债和股东权益	2978	3362	3945	4661	5567

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	559	517	833	787	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	-40
投资损失	-53	-34	-30	-35	-38
营运资金变动	-110	-127	70	-87	68
其他经营现金流	6	8	0	0	0
投资活动现金流	545	-613	-128	-153	-199
资本支出	292	648	93	151	110
长期投资	780	0	0	0	0
其他投资现金流	1617	35	-35	-2	-89
筹资活动现金流	-118	-205	-223	-135	-140
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	-140
现金净增加额	986	-301	482	499	742

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1914	1990	2228	2546	2886
营业成本	847	823	926	1045	1174
营业税金及附加	30	29	33	43	43
营业费用	281	407	406	453	502
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	-40
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	864	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	1008	1177
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	902	1035	1198
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	12.0	14.3	13.3
营业利润(%)	67.3	-8.5	20.2	16.3	17.2
归属于母公司净利润(%)	59.8	-8.6	22.6	15.6	16.7
获利能力					
毛利率(%)	55.8	58.6	58.4	59.0	59.3
净利率(%)	34.6	30.4	33.3	33.7	34.7
ROE(%)	26.8	21.1	22.0	21.0	20.4
ROIC(%)	24.6	19.5	20.5	19.5	18.9
偿债能力					
资产负债率(%)	17.0	14.6	14.4	12.6	12.1
净负债比率(%)	-41.6	-29.8	-39.6	-45.1	-52.7
流动比率	4.5	4.2	4.6	5.7	6.1
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	49.4	54.0	44.1	38.1	32.7
P/B	13.2	11.4	9.7	8.0	6.7
EV/EBITDA	39.5	42.3	34.8	29.8	25.1

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（underperform）	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（underperform）	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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835