涪陵榨菜（002507）

公司研究/点评报告

Q2 拐点如期而至，拟定增加码产能及信息化建设

—涪陵榨菜（002507）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 08 月 21 日

一、事件概述

8 月 20 日，公司发布 2020 年半年报，实现营收 11.98 亿元，同比+10.28%，实现归母净利润 4.04 亿元，同比+28.44%；实现扣非净利润 3.94 亿元，同比+26.42%。

二、分析与判断

➢ 20Q2 基本面拐点如期而至，疫情推动 20Q2 终端需求及渠道补库存动作加大

20H1 公司实现营收 11.98 亿元，同比+10.28%（折合 20Q2 为 7.15 亿元，同比+27.80%），尽管 20Q1 受疫情制约物流配送影响导致收入下滑，但疫情推动终端需求上行叠加补库存需求旺盛，20Q2 收入如预期实现快速回暖；20H1 公司实现归母净利润 4.04 亿元，同比+28.44%（折合 20Q2 为 2.39 亿元，同比+49.62%），主要得益于疫情下消费者主动消费增加使得销售费用保持较好。

➢ 产品结构小幅拖累整体毛利率，销售费用投放效率提高大幅拉升净利率

毛利率：20H1 公司毛利率为 57.36%，同比-1.19ppt，预计毛利率相对略低的商超产品占比提升是拖累整体毛利率的主要因素，部分高毛利产品如脆口受制于产能和运输紧缺而占比下降预计也是部分原因；**净利率：**20H1 净利率为 33.76%，同比大增 4.77ppt，主要归功于销售费用率的下降。20H1 销售费用率同比-5.44ppt，主要得益于公司年初明确提出控费增效并改革激励考核措施保障实施+疫情限制营销活动开展。**在公司提质增效方针指导下，我们看好 2020 年销售费用投放管控力度加大。**其他费用方面，20H1 管理/研发/财务费用率分别同比-0.59ppt/-0.04ppt/-0.67ppt，均呈现小幅下降趋势，也可体现公司在控费方面卓有成效。

➢ 量价齐升保障收入增长，看好今年业绩增长确定性

收入端：量价齐升，看好公司今年收入增长确定性。量：疫情期间榨菜需求刚性凸显，叠加渠道补库存及渠道下沉效果显现，短期看公司销量提升具备充足保障；价：今年青菜头收购成本提升，需求刚性情况下公司对抗成本上升能力明显提升。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%+，预计将对 Q3 之后利润端产生较大提振，未来主力商超产品也有提价可能。**利润端：毛销差扩大将增大利润弹性。**公司今年以提升效率为指导，严控费用支出，将 4%的费用率控制在总部手上，根据各大区实际情况灵活调配，减少成本支出，同时年底将多余的销售费用按一定比例奖励给相关销售人员，同时降低渠道返利，因此预计今年控费增效的效果将会得到显著体现。综合提价利好毛利率稳中趋升叠加销售费用率下降空间大，我们判断今年全年利润端表现显著高于收入端表现是大概率事件。

➢ 渠道外延+品类扩张，公司长期逻辑清晰

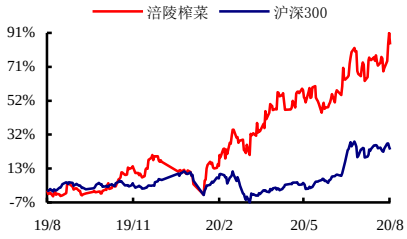
渠道外延：公司消费终端以 C 端为主，B 端占比仅为个位数，因此疫情对公司需求冲击并不显著。同时疫情结束之后，公司 B 端渠道仍将具备充分的提升和想象空间。公司正大力拓展餐饮、外卖渠道，我们长期看好 B 端放量给公司提供业绩增量；**品类扩张：未来公司业绩增量的另一大来源在于品类扩张，其中最大看点在泡菜业务。**泡菜行业相比榨菜而言更加优质（行业空间大、集中度低），但受限于“惠通”品牌影响力较小，公司于 19H2 开始逐步推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌工作。随着泡菜逐渐在乌江渠道中铺开，我们长期看好泡菜业务持续放量、摆脱增长瓶颈。

推荐　维持评级

当前价格：　41.42 元

交易数据	2020-8-20
近 12 个月最高/最低(元)	42.92/21.95
总股本（百万股）	789
流通股本（百万股）	778
流通股比例（%）	98.50
总市值（亿元）	327
流通市值（亿元）	322

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

相关研究

1.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

2.涪陵榨菜（002507）19 年年报点评：轻装上阵迎拐点，值得中长期看好

➢ 拟定增募资 33 亿元，进一步加码产能及信息化建设

公司同时发布定增预案，拟募资 33 亿元，其中涪陵国投及董事长周斌全拟认购金额分别为 13.5 亿元及不超过 0.8 亿元。尽管根据公司测算，公司短期 EPS 或将有所摊薄，但本轮定增实施目的在于两方面：**第一，实现产能进一步扩张，增强公司核心竞争力**：募投资金中的 29.5 亿元将用于投资乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期），主要包括 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，将为渠道外延与品类扩张提供有力支撑。根据公司测算，募投项目达产后可实现营业收入 24.6 亿元，项目投资回报期 8.83 年，税后内部收益率为 14.13%。募投项目可保障核心原料供应及储备，有效提升公司市场竞争力。**第二，提高内部经营效率：**募投资金中的 3.5 亿元用于建设乌江涪陵榨菜信息系统项目，包括数据化智能工厂平台、营销平台、办公平台等，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

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 7.77/9.19/10.78 亿元，同比+28.4%/18.3%/17.3%；EPS 为 0.98/1.16/1.37 元，对应 PE 为 42X/36X/30X。目前调味品板块可比公司平均预期估值约为 66 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。

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	777	919	1,078
增长率（%）	-8.6	28.4	18.3	17.3
每股收益（元）	0.77	0.98	1.16	1.37
PE（现价）	53.8	42.1	35.6	30.3
PB	11.4	9.0	7.2	5.8

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	360	398	451
管理费用	63	71	81	95
研发费用	10	4	6	9
EBIT	657	853	1,003	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	37	42	38
营业利润	719	925	1,101	1,275
营业外收支	(6)	(11)	(19)	(5)
利润总额	712	914	1,082	1,270
所得税	107	138	163	191
净利润	605	777	919	1,078
归属于母公司净利润	605	777	919	1,078
EBITDA	727	925	1,077	1,249

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	956	1992	2655	3847
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	2504	3383	4480
长期股权投资	0	37	79	117
固定资产	909	923	935	958
无形资产	151	155	165	168
非流动资产合计	1726	1759	1821	1888
资产合计	3362	4263	5204	6369
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	507	530	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	613	635	721
股本	789	789	789	789
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2871	3650	4569	5648
负债和股东权益合计	3362	4263	5204	6369

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	29.8	17.7	17.0
净利润增长率	-8.6	28.4	18.3	17.3
盈利能力				
毛利率	58.6	58.8	59.0	59.0
净利润率	30.4	34.5	35.5	35.8
总资产收益率 ROA	18.0	18.2	17.7	16.9
净资产收益率 ROE	21.1	21.3	20.1	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	6.3
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	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	0.8	1.0	1.2	1.4
每股净资产	3.6	4.6	5.8	7.2
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	53.8	42.1	35.6	30.3
PB	11.4	9.0	7.2	5.8
EV/EBITDA	43.1	33.0	27.7	22.9
股息收益率	0.7	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	605	777	919	1,078
折旧和摊销	70	72	73	75
营运资金变动	(127)	290	(193)	180
经营活动现金流	517	1,113	777	1,300
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)	1,036	663	1,192

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

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。

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。