

日期: 2021年03月03日

行业: 食品饮料



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

## 基本数据 (2021.3.1)

报告日股价 (元)	46.07
12mth A 股价格区间 (元)	27.13-53.06
总股本 (百万股)	789.36
无限售 A 股/总股本	98.53%
流通市值 (亿元)	359.57
每股净资产 (元)	4.11
PBR (X)	11.20

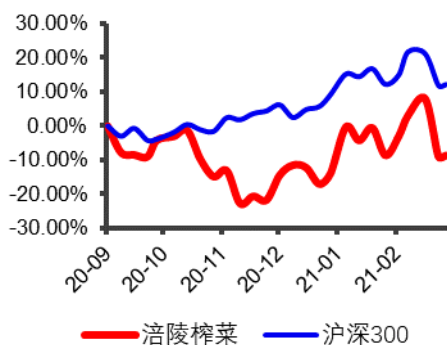
## 主要股东 (2020Q3)

涪陵国投	39.65%
香港中央结算有限公司	7.22%
北京建工集团	3.80%
周斌全	1.27%

## 收入结构 (2020H1)

榨菜	86.48%
泡菜	6.84%
萝卜	4.67%
其他	2.01%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《涪陵榨菜 (002507) 中报点评: Q2 业绩高增, 定增扩产助长期发展》

## 利润率回归高位, 加大县级开拓和品牌宣传

## ■ 公司动态事项

公司发布 2020 年业绩快报, 全年实现营收 22.73 亿元, 同比增长 14.23%, 归属净利润为 7.77 亿元, 同比增长 28.42%, 加权平均 ROE 为 24.74%。

## ■ 事项点评

## 营收重回两位数增长, 盈利水平回归高位

公司全年营收 22.73 亿元, 同比增长 14.2%, 其中 Q4 营收约 4.74 亿元, 同比增长 23.1%。我们认为主要系公司 19 年大力推进的渠道下沉工作取得一定突破, 预计县级市场增速超过 30%, 且 20 年主力产品的包装从 80g 缩减至 70g、实现了间接提价。20 年归属净利润为 7.77 亿元, 同比增长 28.4%, 净利率达 34.2%/+3.8pct, 其中 Q4 盈利 1.63 亿元, 同比增长 87.4%, 季度净利率为 34.4%/+11.8pct, 我们认为主要系 19 年同期渠道开拓投入较多费用 (19Q4 销售费用率为 27.5%), 20 年费效比上升, 全年利润率回归至 18 年的高位水平, 仍体现出公司作为行业龙头的高盈利性。

## 青菜头价格上行, 看好公司成本转嫁能力

受雪灾影响浙江省青菜头产量大减, 且疫情导致川渝地区部分青菜头种植户退出, 而以乌江为主的企业对青菜头的需求量同比增加, 供需失衡促使青菜头近期收购价同比大幅上涨 (2 月涪陵区青菜头收购价约 1300-1400 元/吨)。考虑到窖池库存及生产制作周期, 我们认为年初采购的高价青菜头或于 21 年下半年开始逐渐传导至产品端。公司具备极强的成本转嫁能力, 历史经验来看, 16-17 年青菜头收购价处于上升通道 (17 年达到高点的 920 元/吨), 公司通过直接和间接提价使得榨菜毛利率在 16-17 年年均提高 1-2 个百分点, 且 18 年青菜头价格回落时, 提价效应延续使得当年榨菜毛利率大幅提升 8.7 个百分点, 16-18 年公司整体净利率年均提高约 6 个百分点。21 年青菜头价格再度大幅上行, 但基于公司的行业地位、规模优势, 我们认为公司具备平滑成本压力的能力 (不排除直接或间接提价行为), 且成本上涨或引发中小企业退出、供给端收缩, 公司市占率可看进一步提高。

## 榨菜规划产能翻倍, 加大县级开拓和品牌宣传

20 年底公司现有榨菜产能超 16 万吨, 21 年 1 月惠通 5.3 万吨产线建成投产 (新增 4 万吨+技改 1.3 万吨), 根据定增公告, 公司拟新增 20 万吨设计产能, 按建设和达产共 6 年计算, 预计到 2026 年公司榨菜的实际产能有望达到 40 万吨左右, 21-26 年产能复合增速约在 15% 左右。新产能的消化将主要通过下沉市场开拓及一二线城市精耕来完成, 其中以县级城市为主的下沉市场成为贡献量增的主战场。19 年开始公司加大力度布局下线城市, 目前覆盖了 2000 多家县级市场, 有 1300 多家县级经销商, 20 年调拨额占比约 20%, 全年增长超过 30%, 随着县级市场消费者教育逐渐到位、经销商运营日渐成熟, 未来有望保持快速增长。一二线城市公司将加大品牌宣传来挖掘增量消费人群, 采用线上制造内容话题、线下以分众为主的模式投放品牌广告。

## ■ 投资建议

公司盈利略超预期，小幅调整盈利预测，预计公司2020-2022年归属净利润分别为7.74/9.07/10.94亿元，对应EPS分别为0.98/1.15/1.39元/股，对应PE分别为47/40/33倍（按2021/3/1收盘价计算）。维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

疫情反复风险、食品安全风险、原材料价格上涨风险等。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1989.59	2274.31	2729.44	3238.33
年增长率		14.31%	20.01%	18.64%
归属于母公司的净利润	605.14	774.42	906.57	1094.26
年增长率		27.97%	17.06%	20.70%
每股收益 (元)	0.77	0.98	1.15	1.39
PER (X)	60.09	46.96	40.11	33.23

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2021/3/1收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	956	1261	1596	2441
应收和预付款项	23	34	28	39
存货	414	445	585	624
其他流动资产	243	243	243	243
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1153	1590	2027	2364
无形资产和开发支出	190	173	155	138
其他非流动资产	383	359	359	359
<b>资产总计</b>	<b>3362</b>	<b>4106</b>	<b>4994</b>	<b>6209</b>
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	386	449	430	550
长期借款	0	0	0	0
其他负债	105	12	12	12
<b>负债合计</b>	<b>491</b>	<b>460</b>	<b>442</b>	<b>562</b>
股本	789	789	789	789
资本公积	21	21	21	21
留存收益	2061	2835	3742	4836
归属母公司股东权益	2871	3646	4552	5646
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2871</b>	<b>3646</b>	<b>4552</b>	<b>5646</b>
负债和股东权益合计	3362	4106	4994	6209

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	517	993	898	1301
投资活动产生现金流量	-613	-583	-583	-483
融资活动产生现金流量	-205	14	19	27
<b>现金流量净额</b>	<b>-301</b>	<b>424</b>	<b>335</b>	<b>845</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1990</b>	<b>2274</b>	<b>2729</b>	<b>3238</b>
营业成本	823	951	1141	1339
营业税金及附加	29	33	40	47
营业费用	407	359	450	528
管理&研发费用	73	61	71	84
财务费用	-5	-22	-19	-27
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	10	10	10
其他收益	21	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>719</b>	<b>911</b>	<b>1067</b>	<b>1287</b>
营业外收支净额	-6	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>712</b>	<b>911</b>	<b>1067</b>	<b>1287</b>
所得税	107	137	160	193
净利润	605	774	907	1094
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>605</b>	<b>774</b>	<b>907</b>	<b>1094</b>

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	58.61%	58.18%	58.19%	58.65%
EBIT/销售收入	34.43%	39.44%	38.37%	38.91%
销售净利率	29.65%	34.05%	33.21%	33.79%
ROE	20.55%	21.24%	19.92%	19.38%
资产负债率	10.83%	11.22%	8.86%	9.06%
流动比率	4.51	4.42	5.70	6.08
速动比率	2.55	2.89	3.77	4.51
总资产周转率	0.62	0.55	0.55	0.52
应收账款周转率	5153.36	251.60	1201.20	290.47
存货周转率	1.99	2.14	1.95	2.15

## 分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。