

涪陵榨菜 (002507)

公司研究/点评报告

20Q1 迎开门红，全年收入高增可期

—涪陵榨菜 (002507) 2020 年与 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 04 月 29 日

一、事件概述

4 月 28 日，公司发布 2020 年报与 2021 年一季报。2020 年公司实现营收 22.73 亿元，同比+14.23%；实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%。21Q1 实现营收 7.09 亿元，同比+46.86%，实现归母净利润 2.03 亿元，同比+22.73%。

二、分析与判断

➤ 21Q1 收入显著提速，渠道进一步下沉至县级市场

2020 年公司实现营收 22.73 亿元，同比+14.23%，折合 20Q4 实现营收 4.74 亿元，同比+23.15%，与此前业绩快报数据一致。公司迎来系统性变革后的基本面拐点年，20Q2-Q4 逐季提速，充分体现出渠道变革与产品提价的成效。21Q1 公司实现营收 7.09 亿元，同比+46.86%，提速较为明显，主要得益于：1) 20Q1 低基数效应；2) 疫情反复导致榨菜终端需求改善，渠道备货积极；3) 公司持续推进渠道下沉，拉动收入快速增长。

分产品，2020 年榨菜/萝卜/泡菜/其他产品收入分别同比+15%/-10%/+22%/+13%。量价拆分来看，榨菜的销量/单价分别同比+14%/1%；萝卜的销量/单价分别同比-11%/+2%；泡菜的销量/单价分别同比+11%/10%。**分地区**，2020 年华北/东北/华东/华中/西南/西北/中原/华南/出口分别同比+12%/22%/19%/9%/8%/18%/34%/8%/54%，其中出口需求旺盛主要得益于 2020 年新设国际贸易公司，进一步开拓国际市场。**经销商方面**，2020 年末净增加 858 家，同比+48%，渠道进一步下沉至县级市场。

➤ 21Q1 提价对冲成本压力，费用投放力度加大导致净利率下降

2020 年公司实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%，折合 20Q4 实现归母净利润 1.63 亿元，同比+87.54%，与此前业绩快报数据一致。总体看，变革红利在盈利层面也得以兑现，利润端增速明显高于收入端，主要得益于公司在 2020 年 6 月对流通版产品缩量提价以及主动控费增效。21Q1 公司实现归母净利润 2.03 亿元，同比+22.73%，利润端增速低于收入端，主要系一季度青菜头价格上涨及公司加大广告与促销费用投放。

毛利率：2020 年/21Q1 毛利率分别为 58.26%/60.07%，同比分别-0.35ppt/+2.47ppt，虽然今年一季度青菜头价格涨幅较大，但公司仍通过提价予以充分对冲。

净利率：2020 年/21Q1 归母净利率分别为 34.19%/28.67%，同比分别+3.78ppt/-5.64ppt，一季度净利率下降主要归因于销售费用率上浮幅度较大。

费用率：2020 年/21Q1 期间费用率 17.51%/24.64%，同比-6.36ppt/+6.49ppt。2020 年/21Q1 销售费用率分别为 16.19%/24.17%，同比-4.26ppt/+8.27ppt，一季度上浮较大主要系 C 端竞争加剧，公司投入较多广告与促销费用来拉动终端销售。2020 年/21Q1 公司管理费用率分别同比-0.64ppt/-0.13ppt，研发费用率分别同比-0.21/+0.13ppt，总体保持稳定；2020 年/21Q1 财务费用率分别同比-1.26ppt/-1.78ppt，主要系大额存单利息收入增加。

➤ 预计 2021 年收入端弹性较大，中长期成长逻辑清晰

(1) **短期看，收入端**：2021 年公司持续推进渠道下沉叠加产品提价，将进一步拉动收入增长。**利润端**：成本方面，虽然 2020 年以来青菜头收购价格持续走高，但公司在去年通过对超市版产品提价以及流通版缩量换装予以对冲，预计毛利率压力仍在可控范围内；费用方面，公司将在今年逐渐加大线上与线下的费用投放，费用率预计大概率将显著高于去年。(2) **长期看，渠道外延**：公司原以 C 端为主，现正大力拓展餐饮渠道，长期看好 B 端放量。**品类扩张**：公司于 19H2 起推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌，随着泡菜产品逐渐在乌江渠道中铺开，未来有望摆脱增长瓶颈。**募集资金加码产能**，包括 40.7 万吨原料窖池、20 万吨榨菜生产车间与配套设施，预计将为渠道外延提供有力支撑。

推荐

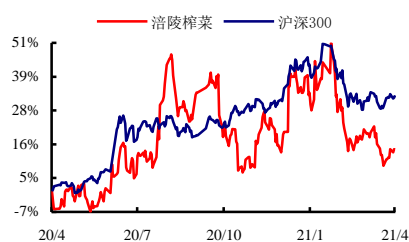
维持评级

当前价格：40.17 元

交易数据 2021-4-28

近 12 个月最高/最低(元)	53.06/32.9
总股本(百万股)	789
流通股本(百万股)	778
流通股比例(%)	98.53
总市值(亿元)	317
流通市值(亿元)	312

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

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 涪陵榨菜 (002507) 2020 年业绩快报点评：业绩超预期，基本面拐点逻辑持续兑现
2. 涪陵榨菜 (002507) 2020 年三季报点评：Q3 业绩增速放缓，仍看好中长期成长逻辑

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司营收为 29.44/36.21/41.68 亿元，同比+29.5%/23.0%/15.1%；归母净利润为 8.62/11.29/13.66 亿元，同比+10.9%/31.0%/21.0%；EPS 为 1.09/1.43/1.73 元，对应 PE 为 37/28/23X。目前调味品可比公司 2021 年估值约 59 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值低于可比公司平均估值水平，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、费用投放超预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,273	2,944	3,621	4,168
增长率（%）	14.2%	29.5%	23.0%	15.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	777	862	1,129	1,366
增长率（%）	28.4%	10.9%	31.0%	21.0%
每股收益（元）	0.98	1.09	1.43	1.73
PE（现价）	40.80	36.79	28.09	23.21
PB	9.79	7.42	5.87	4.69

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,273	2,944	3,621	4,168
营业成本	949	1,200	1,471	1,686
营业税金及附加	33	45	55	64
销售费用	368	695	751	792
管理费用	58	85	110	127
研发费用	7	7	11	13
EBIT	858	911	1,222	1,487
财务费用	-34	-22	-27	-38
资产减值损失	0	-1	-0	-1
投资收益	11	49	47	48
营业利润	915	1,014	1,328	1,607
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	914	1,014	1,328	1,607
所得税	137	152	199	241
净利润	777	862	1,129	1,366
归属于母公司净利润	777	862	1,129	1,366
EBITDA	942	1,101	1,331	1,612
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,750	2,162	3,035	4,197
应收账款及票据	3	5	4	6
预付款项	24	16	22	30
存货	383	518	656	720
其他流动资产	30	36	42	41
流动资产合计	2,189	2,737	3,759	4,994
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,056	1,408	1,624	1,862
无形资产	153	204	220	243
非流动资产合计	1,780	2,224	2,453	2,686
资产合计	3,970	4,961	6,212	7,680
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	80	106	130	146
其他流动负债	376	480	578	663
流动负债合计	456	586	708	810
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	102	102	102	102
非流动负债合计	102	102	102	102
负债合计	558	688	810	912
股本	789	789	789	789
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,411	4,273	5,402	6,768
负债和股东权益合计	3,970	4,961	6,212	7,680

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	14.2%	29.5%	23.0%	15.1%
EBIT 增长率	30.6%	6.1%	34.1%	21.7%
净利润增长率	28.4%	10.9%	31.0%	21.0%
盈利能力				
毛利率	58.3%	59.2%	59.4%	59.6%
净利润率	34.2%	29.3%	31.2%	32.8%
总资产收益率 ROA	19.6%	17.4%	18.2%	17.8%
净资产收益率 ROE	22.8%	20.2%	20.9%	20.2%
偿债能力				
流动比率	4.80	4.67	5.31	6.17
速动比率	3.91	3.76	4.35	5.24
现金比率	3.84	3.69	4.29	5.18
资产负债率	14.1%	13.9%	13.0%	11.9%
经营效率				
应收账款周转天数	0.44	0.67	0.39	0.50
存货周转天数	147.31	157.62	162.76	155.90
总资产周转率	0.57	0.59	0.58	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	1.09	1.43	1.73
每股净资产	4.32	5.41	6.84	8.57
每股经营现金流	1.19	1.26	1.47	1.87
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	40.80	36.79	28.09	23.21
PB	9.79	7.42	5.87	4.69
EV/EBITDA	33.60	26.84	21.54	17.07
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	777	862	1,129	1,366
折旧和摊销	83	190	110	125
营运资金变动	88	-5	-28	29
经营活动现金流	939	998	1,164	1,472
资本开支	-172	-634	-338	-358
投资	-1,057	0	0	0
投资活动现金流	-1,218	-585	-291	-310
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-237	0	0	0
现金净流量	-516	413	872	1,162

分析师与研究助理简介

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。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

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。