

涪陵榨菜 (002507.SZ) / 食品饮料

Q1 业绩开门红, 后续成本压力较大

评级: 持有

市场价格: 40.17

电话: (852) 28113977

电邮:

info@gammasecurities.com.hk

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,990	2,273	3,009	3,473	3,837
增长率 yoy%	3.93%	14.23%	32.38%	15.43%	10.49%
净利润	605	777	839	1,061	1,166
增长率 yoy%	-8.55%	28.42%	8.00%	26.46%	9.87%
每股收益 (元)	0.77	0.98	1.06	1.34	1.48
每股现金流量	0.65	1.19	1.13	1.31	1.40
每股净资产	3.64	4.32	5.17	6.25	7.43
净资产收益率	22.65%	24.74%	24.60%	26.00%	23.64%
P/E	52.40	40.80	37.78	29.87	27.19
P/B	11.04	9.29	7.77	6.43	5.41

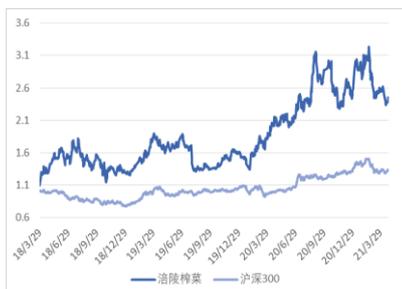
投资要点

- **事件:** 公司公布 2021 年 1 季报, 报告期内实现营业收入 7.09 亿, 同比增长 46.86%; 实现归母净利润 2.03 亿, 同比增长 22.73%; 公司业绩略超预期
- **多重因素叠加使得 Q1 收入超预期:** Q1 公司收入接近历史最高水平, 增速创近年来最高水平。预计销量增长是业绩增长的主要原因。主要逻辑如下: (1) 去年 Q1 由于疫情影响, 生产和物流均受到很大的影响, 因此销售基数较低 (2) 今年经销商提前备货意愿强烈 (3) 今年开始公司采取高举高打的营销策略, 在梯媒、央视、互联网等渠道投放了大量的广告, 产品知名度获得了很大的提升 (4) 前期开发的空白市场逐步进入成熟期, 持续放量。由于公司 Q1 投入了大量的销售资源, 销售费用达到 1.71 亿 (yoy+123%), 创历史新高, 因此公司利润增速受到影响。
- **销售费率提升成为压制盈利能力的主要因素:** Q1 毛利率 60.1%, 同比 +2.5pct。一方面, 公司去年下半年缩包装变相提价。另一方面, 公司销量快速增长下固定成本摊销下降。费用端, Q1 销售费率、管理费率、财务费率分别为 24.2% (+8.3pct)、2.1% (-0.1pct)、-2% (-1.8pct)。虽然毛利率提升, 但是销售费率的提升压制了净利率。公司在梯媒、互联网上的营销活动在 1 月中开始全面展开, 因此销售费用大幅提升。受此影响, Q1 净利率为 28.7%, 同比下降 5.6pct。
- **21 年公司高投入下收入增长无忧, 利润端可能承压:** **营销上:** 21 年, 公司采取了更为积极的营销策略, 高品牌宣传投入有望带来品牌力的提升。**产能上:** 公司 1.6 万吨脆口产能和惠通 4 万吨生产线建成投产。产能不再是制约因素。**成本端:** 21 年公司青菜头收购成本同比提升 50% 以上, 由于一季度公司还能使用过去的低成本菜头, 因此成本压力会在后面逐步体现出来。销售费率端, 今年积极的宣传策略预计会使得销售费率较去年同期大幅提升。**综合来看, 今年公司成本端压力较大, 后续利润增速可能不及预期。公司今年编制的财务预算显示, 公司计划 21 年实现收入 29.55 亿, 同比增长 30%, 预计毛利率 55%, 同比下降 3.26pct。**
- **投资建议:** 维持“持有”评级。我们将公司 2021-2023 年营业收入小幅调整为 30.09 亿、34.73 亿、38.37 亿, 同比 32.38%、15.43%、10.49%, 归母净利润 8.39 亿元、10.61 亿元、11.66 亿元, 同比 8.00%、26.46%、9.87%。

基本状况

总股本(百万股)	789.36
流通股本(百万股)	777.79
市价(元)	40.17
市值(亿元)	316.9
流通市值(亿元)	313.5

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 突破现有天花板, 榨菜龙头再起飞
- 2 半年报营收低于预期, 公司渠道调整尚未见效
- 3 销售费用高投入下短期业绩承压
- 4 渠道下沉初见成效, 4 季度业绩低于预期
- 5 业绩压力释放, 未来逐步向好
- 6 疫情影响可控, 预收款彰显潜力
- 7 业绩拐点已现, 定增助力发展
- 8 投资收益下滑影响业绩, 公司经营状况良好
- 9 渠道下沉效果显现, 公司业绩快速增长

EPS 分别为 1.06 元、1.34 元、1.48 元, 对应估值 37.78X、29.87X、27.19X。

- **风险提示事件:** 渠道拓展效果不及预期; 费用投入效果不佳。

财务报表

利润表 (人民币 百万元)					资产负债表 (人 民币百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>2,273</b>	<b>3,009</b>	<b>3,473</b>	<b>3,837</b>	货币资金	1,750	2,068	2,756	3,644
增长率	14.2%	32.4%	15.4%	10.5%	应收款项	11	22	22	25
营业成本	-949	-1,326	-1,553	-1,736	存货	383	689	632	813
%销售收入	41.7%	44.1%	44.7%	45.2%	其他流动资产	46	142	99	121
毛利	1,324	1,683	1,919	2,101	流动资产	2,189	2,921	3,509	4,602
%销售收入	58.3%	55.9%	55.3%	54.8%	%总资产	55.2%	58.0%	61.3%	68.1%
营业税金及附加	-33	-44	-50	-56	长期投资	0	0	0	0
%销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	1,056	1,304	1,230	1,154
营业费用	-368	-647	-625	-672	%总资产	26.6%	25.9%	21.5%	17.1%
%销售收入	16.2%	21.5%	18.0%	17.5%	无形资产	153	151	149	147
管理费用	-58	-75	-94	-104	非流动资产	1,780	2,113	2,214	2,152
%销售收入	2.5%	2.5%	2.7%	2.7%	%总资产	44.8%	42.0%	38.7%	31.9%
息税前利润 (EBIT)	865	917	1,150	1,270	<b>资产总计</b>	<b>3,970</b>	<b>5,034</b>	<b>5,723</b>	<b>6,754</b>
%销售收入	38.1%	30.5%	33.1%	33.1%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	34	30	28	31	应付款项	251	720	522	640
%销售收入	-1.5%	-1.0%	-0.8%	-0.8%	其他流动负债	205	127	166	146
资产减值损失	0	2	2	2	流动负债	456	847	687	786
公允价值变动收 益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
其他收益	35	39	44	44	其他长期负债	102	104	103	104
投资收益	11	15	40	40	<b>负债</b>	<b>558</b>	<b>951</b>	<b>791</b>	<b>890</b>
%税前利润	1.2%	1.5%	3.2%	2.9%	普通股股东权益	3,411	4,083	4,932	5,865
营业利润	946	1,003	1,264	1,387	少数股东权益	0	0	0	0
营业利润率	41.6%	33.3%	36.4%	36.2%	<b>负债股东权益合 计</b>	<b>3,970</b>	<b>5,034</b>	<b>5,723</b>	<b>6,754</b>
营业外收支	-1	-2	-2	-2	<b>比率分析</b>				
税前利润	<b>945</b>	<b>1,001</b>	<b>1,263</b>	<b>1,386</b>		2019A	2020E	2021E	2022E
利润率	41.6%	33.3%	36.4%	36.1%	<b>每股指标</b>				
所得税	-137	-148	-187	-206	每股收益(元)	1.0	1.1	1.3	1.5
所得税率	14.5%	14.8%	14.8%	14.8%	每股净资产(元)	4.3	5.2	6.2	7.4
净利润	777	839	1,061	1,166	每股经营现金净 流(元)	1.2	1.1	1.3	1.4
少数股东损益	0	0	0	0	每股股利(元)	0.3	0.2	0.3	0.3
<b>归属于母公司的 净利润</b>	<b>777</b>	<b>839</b>	<b>1,061</b>	<b>1,166</b>	<b>回报率</b>				
净利率	34.2%	27.9%	30.6%	30.4%	净资产收益率	24.7%	24.6%	26.0%	23.6%
<b>现金流量表 (人 民币百万元)</b>									

	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	777	839	1,061	1,166	总资产收益率	19.6%	16.7%	18.5%	17.3%
加:折旧和摊销	83	105	108	110	投入资本收益率	48.8%	65.1%	64.2%	64.4%
资产减值准备	0	0	0	0	<b>增长率</b>				
公允价值变动损失	0	0	0	0	营业总收入增长率	14.2%	32.4%	15.4%	10.5%
财务费用	0	-30	-28	-31	EBIT 增长率	24.9%	6.1%	27.8%	10.1%
投资收益	-11	-15	-40	-40	净利润增长率	28.4%	8.0%	26.5%	9.9%
少数股东损益	0	0	0	0	总资产增长率	18.1%	26.8%	13.7%	18.0%
营运资金的变动	436	-6	-68	-103	<b>资产管理能力</b>				
<b>经营活动现金净流</b>	<b>939</b>	<b>893</b>	<b>1,034</b>	<b>1,102</b>	应收账款周转天数	2.3	2.0	2.3	2.2
固定资本投资	-25	-450	-200	-50	存货周转天数	63.1	64.1	68.5	67.8
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,218</b>	<b>-437</b>	<b>-162</b>	<b>-12</b>	应付账款周转天数	29.6	33.8	32.1	31.8
股利分配	-237	-168	-212	-233	固定资产周转天数	155.6	141.2	131.4	111.8
其他	0	30	28	31	<b>偿债能力</b>				
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-237</b>	<b>-138</b>	<b>-184</b>	<b>-203</b>	净负债/股东权益	-60.6%	-67.5%	-73.9%	-125.0%
<b>现金净流量</b>	<b>-516</b>	<b>319</b>	<b>687</b>	<b>888</b>	EBIT 利息保障倍数	-25.5	-30.9	-42.8	-42.6
					资产负债率	14.1%	18.9%	13.8%	13.2%

来源: 嘉謨证券

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

嘉谟证券有限公司（以下简称“本公司”）本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归“嘉谟证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

嘉谟证券有限公司

香港干諾道中 168-200 號信德中心招商局大廈 11 樓 8 室

Unit 8 11/F, China Merchants Tower, Shun Tak Centre, Nos. 168-200 Connaught Road Central, Hong Kong

(852)28113977

[www.gammasecurities.com.hk](http://www.gammasecurities.com.hk)

[info@gammasecurities.com.hk](mailto:info@gammasecurities.com.hk)