

涪陵榨菜（002507）：“高举高打”保障基本增速，明年有望释放利润弹性

2021年04月30日

推荐/维持

涪陵榨菜 公司报告

2021年Q1增速略超预期。4月29日，公司公布2020年年报及2021年一季度报。2020年公司实现营收22.73亿元，同比+14.23%；净利润7.77亿元，同比+28.42%；扣非归母净利润7.59亿元，同比+34.72%。今年一季度实现营收7.09亿元，同比+46.9%；净利润2.03亿元，同比+22.73%；扣非归母净利润2.01亿元，同比+27.82。去年同期营业收入基数较低，但在青菜头原材料价格上涨且公司加大营销费用投放的背景下，公司2021年Q1利润增速略超预期。

“高举高打”做强榨菜品牌，稳步拓展亲缘品类。2020年集团公司以集中战略资源打造乌江榨菜强势品类的品牌战术进行品牌运作。在公司的发展战略中，公司目前处于夯实第一步，跨出第二步的过程中。第一步，通过品牌和品类升级，做精榨菜、做热乌江品牌。去年公司榨菜品类收入同比增长15.32%，在营收中占比达到86.9%，占比有所提升。第二步，稳步拓展亲缘品类，丰富产品矩阵。泡菜是公司第二大品类，2020年收入同比增长21.54%，占比6.77%，同比提升0.41个pct。公司2021年目标集中榨菜品类，做大萝卜，带动泡菜，试验自建酱类，但萝卜2020年收入同比下滑-9.62%，占比下降至4.39%，而泡菜在19年增速明显下滑后去年有所回升，但相较18年仅有4.6%的增长，可见公司在扩宽品类方面仍然任重道远。

为了配合公司的战略，加大品牌建设力度，公司加大了销售费用的投放。今年Q1公司销售费用率24.17%，同比+8.27pct。2020年公司销售费用率仅16.19%，同比-4.26pct。费用投放效果会有所滞后，我们观察到一般在高费用投放的下一年公司能有较好的业绩增速。我们推测，在品牌建设期，公司费用投放的力度会一直较大，预计下半年成效开始显现，明后年投放力度有望逐步减弱，费用率有望回落到正常水平，而品牌势能的提升将有利于公司产品的自然动销。

经销商裂变+渠道下沉。公司着力改变以大客户为中心的营销管理模式，变为以城市为单位进行多经销商精准化营销的管理模式并着力下沉到县级市场。2020年公司新增经销商858个，截止2020年末，公司共有经销商2648个，同比增加47.93%，县级覆盖率也有明显提升。

产品提价对冲原材料成本上涨。公司2020年毛利率58.26%，同比-0.35pct，主要因为成本上涨，实际上通过主流产品缩规格提价公司产品吨价略有上升。2021年Q1公司毛利率60.07%，同比+2.47pct，主要是因为公司产品相继提价。涪陵榨菜19年市占率约36%，包装产品占比及行业集中度在持续提升，公司80g小包装产品单价仅2元左右。较低的单价、产品升级趋势及较强的议价能力使得公司具备较大的提价空间。公司借力原材料价格上涨开启提价周期，推测今年能够基本对冲原材料价格上涨，后续随着原材料价格回落将释放业绩弹性。长期来看公司具备持续提价的能力。

盈利预测与评级：基于原材料成本上涨公司提价短期影响销量，以及费用投放加大，今年业绩压力较大。待原材料价格回落，公司品牌及渠道调整取得成效，公司业绩弹性有望释放。长期来看，公司提价空间较大，提价能力强，

公司简介：

公司主要从事榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜和其他佐餐开胃菜等方便食品的研制、生产和销售。在行业中，公司产销量处于领先地位，产品有较高市场占有率，旗下“乌江”品牌具有很高的知名度和美誉度。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

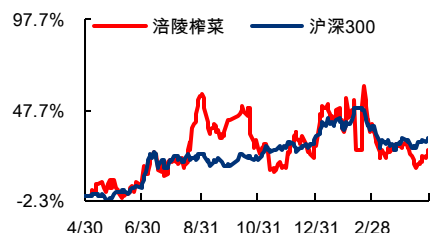
未来3-6个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52周股价区间（元）	53.06-32.61
总市值（亿元）	326.79
流通市值（亿元）	322.0
总股本/流通A股（万股）	78,936/77,779
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.49

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

在品牌、渠道和品类扩张的共同推进下有望迎来新一轮成长。预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 8.48、11.15、13.36 亿元，对应 EPS 分别为 1.07、1.41、1.69。当前股价对应 PE 分别为 38.52、29.3、24.46 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：原材料产量不足，价格过快上涨；费用投放效果不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,989.59	2,272.75	2,730.33	3,399.43	4,059.42
增长率(%)	3.93%	14.23%	20.13%	24.51%	19.41%
归母净利润(百万元)	605.14	777.11	848.34	1,115.26	1,336.26
增长率(%)	-8.55%	28.42%	9.17%	31.46%	19.82%
净资产收益率(%)	21.08%	22.78%	20.63%	22.24%	21.89%
每股收益(元)	0.77	0.98	1.07	1.41	1.69
PE	53.77	42.24	38.52	29.30	24.46
PB	11.38	9.58	7.95	6.52	5.35

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1636	2189	3249	4120	5169	营业收入	1990	2273	2730	3399	4059
货币资金	956	1750	3122	4487	6000	营业成本	823	949	1133	1377	1644
应收账款	0	3	2	3	3	营业税金及附加	29	33	40	50	59
其他应收款	17	8	10	13	15	营业费用	407	368	546	629	731
预付款项	6	24	35	55	75	管理费用	63	58	76	92	106
存货	414	383	513	590	724	财务费用	-5	-34	-20	-28	-24
其他流动资产	243	22	-433	-1027	-1648	研发费用	10	7	7	8	9
非流动资产合计	1726	1780	1309	1222	1134	资产减值损失	-0.16	0.09	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	909	1056	972	887	803	投资净收益	34.29	11.24	32.97	26.17	23.46
无形资产	151	153	143	135	127	加:其他收益	21.12	11.05	22.29	18.15	17.16
其他非流动资产	357	385	0	0	0	营业利润	719	915	1003	1316	1575
资产总计	3362	3970	4558	5342	6303	营业外收入	0.09	0.79	0.36	0.41	0.52
流动负债合计	385	456	362	243	113	营业外支出	6.39	1.36	5.04	4.26	3.55
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	712	914	998	1312	1572
应付账款	76	80	99	117	141	所得税	107	137	150	197	236
预收款项	102	0	-98	-235	-390	净利润	605	777	848	1115	1336
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	106	102	85	85	85	归属母公司净利润	605	777	848	1115	1336
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	491	558	447	328	198	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	3.93%	14.23%	20.13%	24.51%	19.41%
实收资本(或股本)	789	789	789	789	789	营业利润增长	-8.53%	27.28%	9.65%	31.21%	19.71%
资本公积	21	21	21	21	21	归属于母公司净利润增长	-8.55%	28.42%	9.17%	31.46%	19.82%
未分配利润	1837	2348	3011	3868	4903	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2871	3411	4111	5014	6106	毛利率(%)	58.61%	58.26%	58.50%	59.50%	59.50%
负债和所有者权益	3362	3970	4558	5342	6303	净利率(%)	30.42%	34.19%	31.07%	32.81%	32.92%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
经营活动现金流	517	939	1101	1531	1717	偿债能力					
净利润	605	777	848	1115	1336	资产负债率(%)	15%	14%	10%	6%	3%
折旧摊销	69.73	83.25	93.65	94.15	94.53	流动比率	4.25	4.80	8.98	16.95	45.85
财务费用	-5	-34	-20	-28	-24	速动比率	3.17	3.96	7.56	14.53	39.42
应收帐款减少	7	-2	1	-1	0	营运能力					
预收帐款增加	-54	-102	-98	-137	-155	总资产周转率	0.63	0.62	0.64	0.69	0.70
投资活动现金流	-613	-1218	411	19	16	应收账款周转率	483	1456	1176	1322	1233
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	26.52	29.17	30.61	31.53	31.42
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	34	11	33	26	23	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.98	1.07	1.41	1.69
筹资活动现金流	-205	-237	-140	-185	-220	每股净现金流(最新摊薄)	-0.38	-0.65	1.74	1.73	1.92
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.64	4.32	5.21	6.35	7.73
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	53.77	42.24	38.52	29.30	24.46
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	11.38	9.58	7.95	6.52	5.35
现金净增加额	-301	-516	1372	1365	1513	EV/EBITDA	40.50	32.10	27.46	20.41	16.23

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极次高端领涨，看好淡季酒企批价上行	2021-04-19
行业普通报告	食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极，白酒景气度不改	2021-04-12
行业普通报告	食品饮料行业周观点：成本上涨下，关注成本可传导行业	2021-03-30
行业普通报告	20210322 东兴食饮周报：消费逐渐回暖，餐饮恢复利好调味品、酒类消费	2021-03-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：Q1 业绩预期不断上修，基本面信心较强	2021-03-16
行业普通报告	20210308 东兴食饮周报：后经济增长周期下，食品饮料景气有望提升	2021-03-09
行业普通报告	20210228 东兴食饮周报：高端白酒批价上挺，白酒基本面景气继续向上	2021-03-03
行业深度报告	食品饮料行业报告：奶粉系列报告（一）：国产婴配粉何以崛起--从政策和产品的角度	2021-02-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526