

**证券研究报告—动态报告**

食品饮料

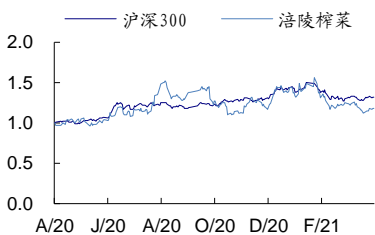
食品

**涪陵榨菜(002507)**
**买入**

经营情况点评

(维持评级)

2021年06月30日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	789/778
总市值/流通(百万元)	31,708/31,244
上证综指/深圳成指	3,457/14,398
12个月最高/最低(元)	56.24/32.05

**相关研究报告:**

《涪陵榨菜-002507-2019年一季报:业绩超预期,产能布局促发展》——2019-04-22  
 《涪陵榨菜-002507-2018年年报:产品种类多元化,双品牌持续发力》——2019-03-22  
 《涪陵榨菜-002507-业绩符合预期,三驾马车共前行》——2018-10-25  
 《涪陵榨菜-002507-2018年半年报点评:主力产品续辉煌,佐餐开胃菜表现亮眼》——2018-07-30  
 《涪陵榨菜-002507-2017年三季报点评:业绩持续高增,升级拓产赢空间》——2017-10-25

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

**经营情况点评**
**基本面拐点渐近,经营压力有望逐步消化**
**● 集中资源打造乌江品牌,多品类战略稳步推进**

公司目前积极夯实和拓展榨菜产品市场,集中战略资源打造乌江榨菜品牌,做大榨菜品类,广告效应进一步体现。其它品类公司利用现有渠道、管理资源及在销售政策上给予支持进行拓展,当榨菜具备规模优势、其它品类也达到一定体量时,再借助已累积的品牌、渠道、资源和管理等方面的经验和基础,推动落实多品类战略。

**● 费用投放结构优化调整,渠道进一步精细化**

在渠道建设方面,公司进一步推进精细化管理,坚持横向做透、纵向下县的方式,在一二线加强做精做透的同时,在三四线保持开发下沉。公司也将以大客户为中心的战略经销模式调整为以城市为中心的精准营销模式。经销商管理方面,公司重新梳理细分渠道,根据公司的渠道发展规划与经销商的渠道适用性进行选择合作,以发挥其各自的优势,力争把每一条渠道做好做透。销售队伍方面,公司针对不同基础、不同成熟度、不同情况的市场建立了差异化的考核制度,科学地制定考核指标,同时设置了奖金池、销售人员激励晋升和淘汰机制,通过奖惩并举的压力型激励模式充分调动销售队伍的积极性。

**● 提价预期再起,成本压力有望在下半年充分对冲**

2021年受供需结构变化影响,涪陵区青菜头价格上行较为明显,公司面临较大成本压力。根据渠道调研反馈,公司经过上半年的经营消化,目前公司渠道库存已经回归合理区间,同时基于主要竞品均已通过提价的方式对冲成本压力,我们认为,2021年下半年涪陵榨菜提价预期仍存,公司面临的成本压力有望在下半年得到充分对冲。

**● 风险提示: 渠道扩张低于预期;原料成本大幅波动;费用投放超预期。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级**

渠道下沉及县级市开拓加速将使得公司成长步入新阶段。我们维持此前盈利预测不变,预计公司21-23年归母净利润为7.7/9.7/12.3亿元,同比增长-1%/26%/26%,按5月定增后股本计算EPS为0.87/1.09/1.38元,当前股价对应21-23年PE为43/34/27倍,维持“买入”评级。

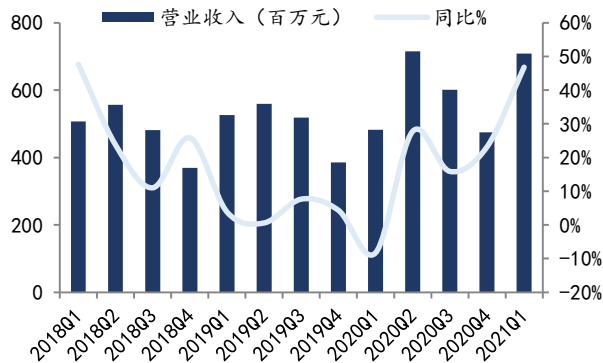
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,990	2,273	2,900	3,708	4,569
(+/-%)	3.9%	14.2%	27.6%	27.8%	23.2%
净利润(百万元)	605	777	773	971	1226
(+/-%)	-8.6%	28.4%	-0.6%	25.7%	26.3%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.98	0.87	1.09	1.38
EBIT Margin	0.0%	38.1%	28.7%	28.7%	29.7%
净资产收益率(ROE)	21.1%	22.8%	19.5%	21.0%	22.3%
市盈率(PE)	48.5	37.7	42.7	34.0	26.9
EV/EBITDA	40.5	31.5	34.9	27.4	21.5
市净率(PB)	10.2	8.6	8.3	7.1	6.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

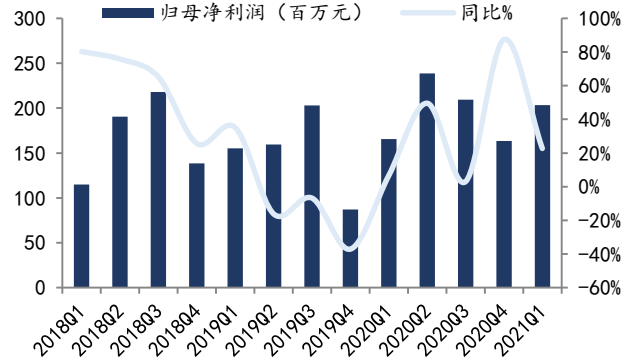
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：涪陵榨菜分季度营业收入及同比增速



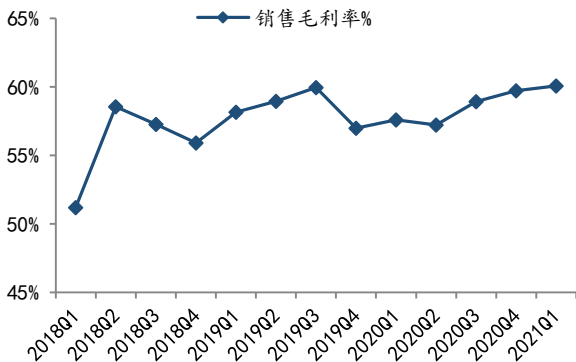
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：涪陵榨菜分季度归母净利润及同比增速



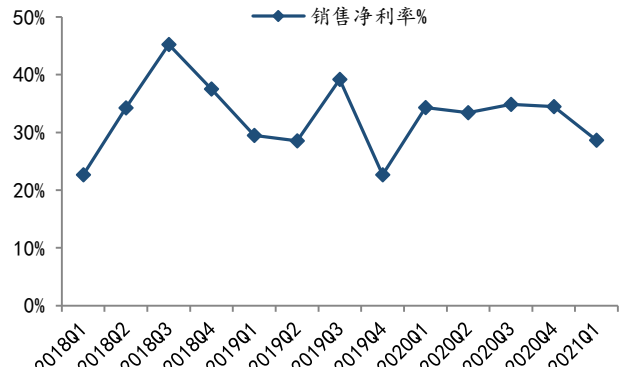
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：涪陵榨菜分季度毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：涪陵榨菜分季度净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2021 年 6 月 29 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	股价 (元)	EPS			PE			总市值 (亿元)
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002507	涪陵榨菜	40.5	37.15	0.87	1.09	1.38	42.68	33.97	26.89	329.75
可比公司：										
1579.HK	颐海国际	54.2	54.50 港元	1.24	1.64	2.15	36.70	27.77	21.21	570.56 港元
603288	海天味业	80.8	129.33	2.37	2.84	3.37	54.63	45.55	38.37	5,448.12
603317	天味食品	59.1	28.69	0.71	0.94	1.26	40.61	30.55	22.78	217.05
300999	金龙鱼	71.9	84.30	1.42	1.67	1.93	59.25	50.47	43.70	4,570.40
600872	中炬高新	38.7	41.76	1.25	1.51	1.84	33.32	27.60	22.71	332.68
603027	千禾味业	119.2	26.15	0.34	0.46	0.61	76.89	56.41	42.79	208.89
600305	恒顺醋业	61.1	19.36	0.36	0.42	0.49	53.99	46.26	39.62	194.17
平均		69.29					50.77	40.66	33.03	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：除颐海、海天、天味外，其他可比公司 EPS、PE 等数据取自 Wind 一致预期

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1750	1914	2002	2303	营业收入	2273	2900	3708	4569
应收款项	11	19	24	30	营业成本	949	1198	1526	1875
存货净额	383	458	580	710	营业税金及附加	33	44	56	69
其他流动资产	46	58	75	92	销售费用	368	727	929	1101
<b>流动资产合计</b>	<b>2189</b>	<b>2450</b>	<b>2681</b>	<b>3135</b>	管理费用	58	82	111	135
固定资产	1179	1652	2283	2867	财务费用	(34)	(46)	(49)	(54)
无形资产及其他	153	147	140	134	投资收益	11	30	30	30
投资性房地产	449	449	449	449	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	4	(17)	(24)	(30)
<b>资产总计</b>	<b>3970</b>	<b>4698</b>	<b>5554</b>	<b>6585</b>	营业利润	915	909	1142	1443
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	80	99	125	153	<b>利润总额</b>	<b>914</b>	<b>909</b>	<b>1142</b>	<b>1443</b>
其他流动负债	376	544	694	839	所得税费用	137	136	171	216
<b>流动负债合计</b>	<b>456</b>	<b>643</b>	<b>819</b>	<b>992</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>777</b>	<b>773</b>	<b>971</b>	<b>1226</b>
其他长期负债	102	102	102	102					
<b>长期负债合计</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>558</b>	<b>745</b>	<b>922</b>	<b>1095</b>	净利润	777	773	971	1226
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	1	0	0	0
股东权益	3411	3952	4632	5490	折旧摊销	83	132	175	222
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3970</b>	<b>4698</b>	<b>5554</b>	<b>6585</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(34)	(46)	(49)	(54)
关键财务与估值指标					营运资本变动	281	92	33	21
	2020	2020E	2021E	2022E	其它	(1)	(0)	(0)	(0)
每股收益	0.98	0.87	1.09	1.38	<b>经营活动现金流</b>	<b>1142</b>	<b>997</b>	<b>1179</b>	<b>1469</b>
每股红利	0.30	0.26	0.33	0.41	资本开支	(106)	(600)	(800)	(800)
每股净资产	4.32	4.45	5.22	6.19	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	24%	24%	33%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(106)</b>	<b>(600)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
ROE	23%	20%	21%	22%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	58%	59%	59%	59%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	38%	29%	29%	30%	支付股利、利息	(237)	(232)	(291)	(368)
EBITDA Margin	42%	33%	33%	35%	其它融资现金流	231	0	0	0
收入增长	14%	28%	28%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(242)</b>	<b>(232)</b>	<b>(291)</b>	<b>(368)</b>
净利润增长率	28%	-1%	26%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>794</b>	<b>165</b>	<b>87</b>	<b>301</b>
资产负债率	14%	16%	17%	17%	货币资金的期初余额	956	1750	1914	2002
息率	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	货币资金的期末余额	1750	1914	2002	2303
P/E	37.7	42.7	34.0	26.9	企业自由现金流	994	332	311	598
P/B	8.6	8.3	7.1	6.0	权益自由现金流	1239	371	353	644
EV/EBITDA	31.5	34.9	27.4	21.5					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032