

## 公司研究

## 广告投入拖累业绩，静待品牌势能释放

## ——涪陵榨菜（002507.SZ）2021年半年报业绩点评

## 要点

**事件：**2021年7月30日，涪陵榨菜发布2021年中报，报告期内公司实现营业收入/归母净利润13.47/3.76亿元，同比+12.46%/-6.97%，21Q2实现营收/归母净利润6.38/1.73亿元，同比-10.78%/-27.57%。

**榨菜单品稳健增长，带动整体收入提升。**（1）分产品看，2021年上半年公司榨菜/萝卜/泡菜/其他产品分别实现收入12.01/0.41/0.83/0.22亿元，同比+15.86%/-27.79%/+0.85%/-0.86%。（2）分销售模式看，2021年上半年公司直销/经销分别实现营收0.35/13.11亿元，同比-4.45%/+13.01%。从经销商数量来看，截至2021年6月底，公司共有经销商2489家，较2020年末增加168家，增加经销商主要来自中原/华北/华南，新增数量分别为83/45/30个。（3）分销售地区看，2021年上半年华北/华东/华中/华南地区分别实现收入1.60/2.17/1.69/3.54亿元，同比+8.9%/+24.9%/+13.3%/+16.1%，西南/西北/中原/东北地区分别实现收入1.21/1.16/1.27/0.68亿元，同比+8.3%/-4.8%/+7.8%/+19.9%。

**加大品牌建设力度，致净利率承压。**（1）2021年上半年/2021Q2公司毛利率分别为59.49%/58.85%，同比+2.13/+1.64pcts。根据涪陵政府网信息，青菜头市场平均收购价由2020年的730元/吨，提升至2021年的1500元/吨，涨幅较大。公司毛利率的提升一方面来自2020年6月开始的产品提价，另一方面来自毛利率较高的榨菜收入占比提升。（2）2021年上半年/2021Q2公司销售费用率分别为25.18%/26.31%，同比+9.48/+10.74pcts，主要系线上推广及品牌宣传费用加大，品牌宣传费用中新媒体/梯媒/央视渠道分别占43%/30%/24%。（3）综合来看，2021上半年/2021Q2公司销售净利率分别27.93%/27.12%，同比-5.83/-6.28pcts。

**综合提升经营能力，为战略目标保驾护航：**1) 在建产能有待释放，东北生产基地5万吨产能以及绿色智能化生产基地20万吨产能未来将陆续释放，其中东北生产基地将发挥原材料优势，助力多品类战略。2) 持续开拓餐饮渠道，餐饮市场的快速发展带动榨菜需求的提升，公司已开发了部分餐饮渠道经销商，并与部分连锁餐饮（如老娘舅、钱大妈）和食品企业（如三只松鼠）开展了合作。3) 集中力量做大榨菜品类，公司集中战略资源打造乌江榨菜品牌，高举高打下推动业绩持续增长。

**盈利预测、估值与评级：**考虑公司销售费用加大，下调公司2021/22/23年净利润预测为8.08/10.87/12.79亿元（分别较前次-9.0%/-4.5%/-12.0%），折合2021/22/23年EPS为0.91/1.22/1.44元，当前股价对应2021/22/23年PE分别为33x/25x/21x，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；行业竞争高于预期风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,990	2,273	2,861	3,433	3,945
营业收入增长率	3.93%	14.23%	25.89%	20.00%	14.89%
净利润（百万元）	605	777	808	1,087	1,279
净利润增长率	-8.55%	28.42%	3.92%	34.61%	17.62%
EPS（元）	0.77	0.98	0.91	1.22	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.08%	22.78%	10.74%	13.00%	13.72%
P/E	40	31	33	25	21
P/B	8.4	7.0	3.6	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-30（注：2021年新增股本0.98亿股）

## 买入（维持）

当前价：30.38元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

021-52523658

lijq@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.88
总市值(亿元)	269.66
一年最低/最高(元)	28.83/56.24
近3月换手率	67.93%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.43	-17.86	-25.37
绝对	-19.33	-23.95	-22.89

资料来源：Wind

## 相关研报

收入增长符合预期，产能扩充与品牌投入为长期业绩保驾护航——涪陵榨菜（002507.SZ）2020年年报及2021年一季报业绩点评（2021-04-29）

Q4业绩表现亮眼，公司活力进一步增强——涪陵榨菜（002507.SZ）2020年度业绩快报点评报告（2021-02-28）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,990	2,273	2,861	3,433	3,945
营业成本	823	949	1,141	1,306	1,491
折旧和摊销	70	83	83	97	108
税金及附加	29	33	42	51	58
销售费用	407	368	687	773	868
管理费用	63	58	82	98	108
研发费用	10	7	14	17	20
财务费用	-5	-34	-42	-76	-85
投资收益	34	11	0	0	0
营业利润	719	915	967	1,295	1,519
利润总额	712	914	950	1,279	1,504
所得税	107	137	143	192	226
净利润	605	777	808	1,087	1,279
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	605	777	808	1,087	1,279
EPS(元)	0.77	0.98	0.91	1.22	1.44

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	517	939	729	1,099	1,197
净利润	605	777	808	1,087	1,279
折旧摊销	70	83	83	97	108
净营运资金增加	59	-141	474	352	411
其他	-217	220	-636	-438	-600
投资活动产生现金流	-613	-1,218	-267	-260	-260
净资本支出	-647	-172	-260	-260	-260
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	34	-1,046	-7	0	0
融资活动现金流	-205	-237	3,477	-109	-190
股本变化	0	0	98	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-16	67	309	146	123
净现金流	-301	-516	3,939	730	747

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	58.6%	58.3%	60.1%	62.0%	62.2%
EBITDA 率	37.6%	41.9%	35.2%	38.3%	39.1%
EBIT 率	34.1%	38.3%	32.3%	35.5%	36.4%
税前净利润率	35.8%	40.2%	33.2%	37.2%	38.1%
归母净利润率	30.4%	34.2%	28.2%	31.7%	32.4%
ROA	18.0%	19.6%	9.6%	11.6%	12.2%
ROE (摊薄)	21.1%	22.8%	10.7%	13.0%	13.7%
经营性 ROIC	18.6%	24.4%	22.2%	25.9%	27.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	15%	14%	10%	11%	11%
流动比率	4.25	4.80	10.21	10.11	10.36
速动比率	3.17	3.96	9.31	9.38	9.60
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,362	3,970	8,386	9,377	10,452
货币资金	956	1,750	5,689	6,419	7,166
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	3	1	27	24
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	17	8	14	17	20
存货	414	383	571	522	596
其他流动资产	243	22	139	254	356
流动资产合计	1,636	2,189	6,423	7,250	8,173
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	909	1,056	1,328	1,482	1,635
在建工程	244	122	30	42	45
无形资产	151	153	150	147	144
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	357	385	389	389	389
非流动资产合计	1,726	1,780	1,963	2,127	2,279
总负债	491	558	867	1,013	1,136
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	76	80	148	170	164
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	102	0	200	275	335
其他流动负债	0	15	15	15	15
流动负债合计	385	456	629	717	789
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	88	85	232	289	340
非流动负债合计	106	102	238	296	347
股东权益	2,871	3,411	7,519	8,364	9,316
股本	789	789	888	888	888
公积金	245	274	3,557	3,665	3,667
未分配利润	1,837	2,348	3,075	3,811	4,762
归属母公司权益	2,871	3,411	7,519	8,364	9,316
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	20.45%	16.19%	24.00%	22.50%	22.00%
管理费用率	3.17%	2.53%	2.85%	2.85%	2.75%
财务费用率	-0.26%	-1.51%	-1.47%	-2.21%	-2.15%
研发费用率	0.51%	0.30%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.00	0.27	0.37	0.43
每股经营现金流	0.65	1.19	0.82	1.24	1.35
每股净资产	3.64	4.32	8.47	9.42	10.50
每股销售收入	2.52	2.88	3.22	3.87	4.44

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	40	31	33	25	21
PB	8.4	7.0	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	32.4	24.8	22.8	17.2	14.4
股息率	1.0%	0.0%	0.9%	1.2%	1.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE