

# 涪陵榨菜 (002507)

公司研究/点评报告

## 需求疲弱叠加费用加码，上半年业绩短期承压

——涪陵榨菜 (002507) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 02 日

### 一、事件概述

7 月 30 日公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营收 13.47 亿元，同比+12.46%；实现归母净利润 3.76 亿元，同比-6.97%。折合 21Q2 实现营收/归母净利润 6.38/1.73 亿元，同比分别-10.78%/-27.57%。

### 二、分析与判断

#### 需求疲弱与渠道新业态冲击导致收入增速放缓

21H1 公司营收为 13.47 亿元，同比+12.46%；折合 21Q2 营收为 6.38 亿元，同比-10.78%。二季度收入下滑的核心原因在于：(1) 上半年行业需求整体萎缩，表现为现代渠道面临高基数与客流量分散的压力，同时餐饮渠道恢复不及预期；(2) 竞争加剧叠加社区团购冲击渠道价格体系，经销商备货意愿受到影响；(3) 公司 20Q2 补库存导致基数偏高。**分产品**，21H1 榨菜/萝卜/泡菜产品收入分别同比+16%/-28%/+1%；单价方面，21H1 榨菜/萝卜/泡菜较 2020 年分别+13%/+8%/-8%，榨菜价格涨幅较大主要系去年 6 月对超市版产品提价以及流通版缩量换装。**分地区**，21H1 西南/华南/华东/华中/华北/中原/西北/东北/出口分别同比-5%/+16%/25%/13%/8%/8%/20%/1%，其中华南、华东增长较多，预计主要得益于年初就地过年政策以及去年新增经销商贡献收入增量。**渠道方面**，21H1 一级经销商共计 2489 家，较 2020 年净增加 168 家 (增长 7%)，渠道下沉速度同比放缓。

#### 费用投放力度加大导致盈利短期承压

21H1 公司归母净利润为 3.76 亿元，同比-6.97%；折合 21Q2 归母净利润为 1.73 亿元，同比-27.57%。二季度利润下滑幅度较大主要归因于公司明显加大了品牌宣传费用投放。

**(1) 毛利率**：21H1 毛利率为 59.49%，同比+2.13ppt(Q2 为 58.85%，同比+1.64ppt)，主要受益于公司去年 6 月以来对榨菜产品提价，但原材料涨价导致成本端仍然承压，21H1 榨菜单吨成本较 2020 年增加 9%。**(2) 费用率**：21H1 期间费用率为 24.84%，同比+7.65ppt(Q2 为 25.07%，同比+8.52ppt)。其中销售费用率 25.18%，同比+9.48ppt(Q2 为 26.31%，同比+10.74ppt)，主要系公司明显加大了广告宣传力度，包括新媒体、梯媒与央视平台；管理费用率 2.60%，同比+0.43ppt(Q2 为 3.14%，同比+1.02ppt)，主要系无形资产摊销、人员工资增加所致；研发费用率 0.23%，同比+0.09ppt(Q2 为 0.12%，同比+0.02ppt)；财务费用率-3.16%，同比-2.35ppt(Q2 为-4.50%，同比-3.25ppt)，主要系现金管理利息增加所致。**(3) 净利率**：21H1 归母净利率为 27.93%，同比-5.83ppt(Q2 为 27.12%，同比-6.28ppt)，下降幅度较大主要归因于公司加大了品牌宣传费用投放力度。

#### 21H2 基本面或迎来环比改善，中长期成长逻辑仍清晰

**(1) 短期看**，预计行业需求渐进式复苏，下半年收入端表现或好于二季度。预计下半年零售端基数压力将化解，同时餐饮渠道渐进式复苏 (6 月社零餐饮数据已恢复至 2019 年同期水平)，有利于拉动终端动销，帮助渠道去化库存。**利润端**：成本方面，2021 年初青菜头收购价格持续走高，我们认为成本压力在三季度仍将有所体现，但公司可通过调整产品结构、提价等方式予以对冲；费用方面，公司年初以来加大品牌宣传费用投放力度，预计下半年费用率仍保持较高水平。**(2) 中长期看**，渠道下沉：公司在低线城市与众多区域仍有较多空白市场，未来仍将持续推进渠道下沉贡献收入增量；此外，公司渠道原以 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。**加码产能**：公司去年发布股票增发计划，募集资金用于建设 40.7 万吨原料窖池、20 万吨榨菜生产车间与配套设施，将为渠道下沉提供有力支撑。

推荐

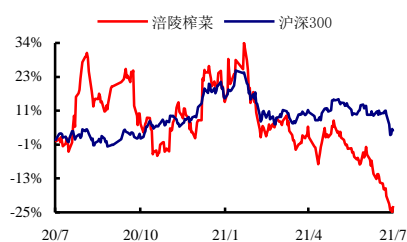
维持评级

当前价格： 30.38 元

交易数据 2021-7-30

近 12 个月最高/最低(元)	53.06/29.51
总股本 (百万股)	888
流通股本 (百万股)	779
流通股比例 (%)	87.80
总市值 (亿元)	270
流通市值 (亿元)	237

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 年与 2021 年一季报点评：21Q1 迎开门红，全年收入高增可期

2.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

### 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 0.97/1.27/1.54 元，对应 PE 为 31/24/20X。目前调味品可比公司 2021 年估值约 50 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）	0.88	0.97	1.27	1.54
PE（现价）	34.70	31.29	23.89	19.74
PB	11.01	6.31	4.99	3.98

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	-28	-39
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	1,329	1,608
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	914	1,014	1,329	1,608
所得税	137	152	200	241
净利润	777	862	1,130	1,367
归属于母公司净利润	777	862	1,130	1,367
EBITDA	942	1,101	1,331	1,612
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	1,750	2,261	3,135	4,298
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	2,836	3,859	5,095
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	5,060	6,312	7,781
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	888	888	888
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,411	4,372	5,502	6,869
负债和股东权益合计	3,970	5,060	6,312	7,781

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
<b>成长能力</b>				
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%	31.1%	21.0%
<b>盈利能力</b>				
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%	17.0%	17.9%	17.6%
净资产收益率 ROE	22.8%	19.7%	20.5%	19.9%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.80	4.84	5.45	6.29
速动比率	3.91	3.93	4.50	5.37
现金比率	3.84	3.86	4.43	5.31
资产负债率	14.1%	13.6%	12.8%	11.7%
<b>经营效率</b>				
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	0.58	0.57	0.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.88	0.97	1.27	1.54
每股净资产	3.84	4.93	6.20	7.74
每股经营现金流	1.06	1.12	1.31	1.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	34.70	31.29	23.87	19.72
PB	11.01	6.17	4.90	3.93
EV/EBITDA	33.60	22.46	17.92	14.08
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	777	862	1,130	1,367
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	1,165	1,473
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	99	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-237	99	0	0
现金净流量	-516	512	873	1,163

## 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、乳制品、软饮料板块。

## 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

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。