

涪陵榨菜 (002507.SZ)

收入稳中略增，广宣、成本挤压利润

事项：公司发布 2021 年三季度报告。2021 前三季度公司实现营业收入 19.55 亿元，同比+8.73%，实现归母净利润 5.04 亿元，同比-17.92%，实现扣非归母净利润 4.86 亿元，同比-19.22%；2021Q3 单季度公司实现营收 6.09 亿元，同比+1.30%，实现归母净利润 1.27 亿元，同比-39.07%，实现扣非归母净利润 1.13 亿元，同比-45.54%。

渠道库存良性，收入稳中有增。进入 Q3，公司逆转二季度收入下滑态势，实现收入端同比微增 1.3%。同时根据调研，目前渠道库存落入良性区间，同时草根调研表明，终端渠道涪陵榨菜的陈列及货龄均显著优于竞品。截至三季度末，公司合同负债 1.47 亿元，同比+35.2%，春节时点提前，渠道拿货积极性良好。同时公司积极开拓三四线城市，加大对县乡级市场经销商的布局力度，县乡级市场贡献增量明显。

成本上行费用加大，双重挤压利润空间。由于天气及产量的原因，今年青菜头价格上涨明显（根据《重庆日报》数据，今年初青菜头价格涨幅超 60%），而该部分青菜头将主要用于下半年生产，对毛利率形成较大压力，同时包材等原料价格上涨对利润进一步施压。Q3 毛利率同比/环比分别下降 7.3pct/7.2pct，毛销差来看，Q3 毛销差同比下降 21.1pct。费用投放上来看，Q1-Q3 销售费用同比增加 2.37 亿元，主要系公司新增品牌宣传费 2.23 亿元，投放于新媒体（含互联网公关）、梯媒、央视以及其他。其中 Q3 销售费用同比增加 8552 万元，销售费用率同比提升 13.8pct 至 29.6%。

龙头地位稳固，行业意见领袖。目前公司东北生产基地在建萝卜产能 5 万吨，乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期）在建榨菜产能 20 万吨，达产后预计产能翻倍，为后续增长提供支撑。在原材料价格高企背景下，涪陵榨菜作为龙头，应对成本压力的能力最强，历史上看，涪陵榨菜具备较强的价格调整能力，行业走弱之下有望加快提升市场份额。

盈利预测：我们预计 21/22/23 年营收分别为 24.7/28.8/33.6 亿元，同比+8.5%/16.7%/16.8%；归母净利润 6.6/8.9/11.1 亿元，同比-14.8%/+34.1%/+24.7%；对应 PE 分别为 41/30/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；原材料价格波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,990	2,273	2,466	2,878	3,362
增长率 yoy (%)	3.9	14.2	8.5	16.7	16.8
归母净利润（百万元）	605	777	662	888	1,107
增长率 yoy (%)	-8.6	28.4	-14.8	34.1	24.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.68	0.88	0.75	1.00	1.25
净资产收益率 (%)	21.1	22.8	16.3	18.5	19.3
P/E (倍)	44.6	34.7	40.7	30.4	24.4
P/B (倍)	9.4	7.9	6.6	5.6	4.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	34.88
总市值(百万元)	30,960.54
总股本(百万股)	887.63
其中自由流通股(%)	87.80
30日日均成交量(百万股)	13.35

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：品宣力度加大，渠道持续深耕》2021-07-31
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：营销渠道发力，营收表现亮眼》2021-04-29
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：龙头优势凸显，多管齐下蓄势待发》2021-03-07

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1636	2189	3077	3586	4572	营业收入	1990	2273	2466	2878	3362
现金	956	1750	2512	3033	3832	营业成本	823	949	1070	1193	1386
应收票据及应收账款	0	3	1	3	1	营业税金及附加	29	33	35	40	47
其他应收款	17	8	19	13	25	营业费用	407	368	617	633	672
预付账款	6	24	8	29	14	管理费用	63	58	49	58	61
存货	414	383	516	486	678	研发费用	10	7	8	9	10
其他流动资产	243	22	22	22	22	财务费用	-5	-34	-52	-69	-86
非流动资产	1726	1780	1814	1950	2113	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	21	11	20	20	20
固定资产	909	1056	1104	1235	1384	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	151	153	154	156	161	投资净收益	34	11	20	10	10
其他非流动资产	666	571	557	559	569	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	3362	3970	4892	5536	6685	营业利润	719	915	779	1045	1302
流动负债	385	456	617	532	737	营业外收入	0	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	6	1	0	0	0
应付票据及应付账款	76	80	96	100	128	利润总额	712	914	779	1045	1302
其他流动负债	309	376	521	432	609	所得税	107	137	117	157	195
非流动负债	106	102	102	102	102	净利润	605	777	662	888	1107
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	106	102	102	102	102	归属母公司净利润	605	777	662	888	1107
负债合计	491	558	719	634	839	EBITDA	753	945	793	1050	1304
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	0.88	0.75	1.00	1.25
股本	789	789	888	888	888						
资本公积	21	21	21	21	21						
留存收益	2061	2601	3064	3686	4461	主要财务比率					
归属母公司股东权益	2871	3411	4172	4902	5846	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债和股东权益	3362	3970	4892	5536	6685	成长能力					
						营业收入(%)	3.9	14.2	8.5	16.7	16.8
						营业利润(%)	-8.5	27.3	-14.8	34.1	24.7
						归属于母公司净利润(%)	-8.6	28.4	-14.8	34.1	24.7
						获利能力					
						毛利率(%)	58.6	58.3	56.6	58.6	58.8
						净利率(%)	30.4	34.2	26.9	30.9	32.9
						ROE(%)	21.1	22.8	16.3	18.5	19.3
						ROIC(%)	19.5	20.9	14.6	16.7	17.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.6	14.1	14.7	11.5	12.6
						净负债比率(%)	-29.8	-48.4	-59.3	-61.1	-65.0
						流动比率	4.2	4.8	5.0	6.7	6.2
						速动比率	2.5	3.9	4.1	5.7	5.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	482.6	1456.1	1456.1	1456.1	1456.1
						应付账款周转率	11.0	12.2	12.2	12.2	12.2
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.68	0.88	0.75	1.00	1.25
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.06	0.79	0.93	1.28
						每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.84	4.59	5.41	6.48
						估值比率					
						P/E	44.6	34.7	40.7	30.4	24.4
						P/B	9.4	7.9	6.6	5.6	4.7
						EV/EBITDA	34.7	26.8	31.0	22.9	17.8

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	517	939	704	825	1133
净利润	605	777	662	888	1107
折旧摊销	70	83	78	89	104
财务费用	-5	-34	-52	-69	-86
投资损失	-34	-11	-20	-10	-10
营运资金变动	-14	311	36	-73	18
其他经营现金流	-105	-187	0	0	0
投资活动现金流	-613	-1218	-92	-214	-258
资本支出	648	172	34	136	163
长期投资	0	-1057	0	0	0
其他投资现金流	35	-2103	-58	-79	-94
筹资活动现金流	-205	-237	150	-89	-77
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	98	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-205	-237	52	-89	-77
现金净增加额	-301	-516	762	522	798

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com