

## 2021 年三季报点评：2021Q3 收入稳健，盈利承压

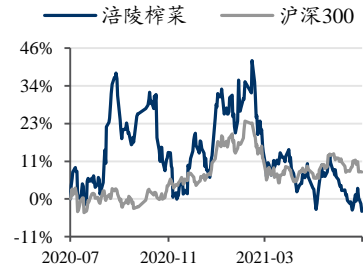
2021 年 11 月 08 日

买入 (维持)

证券分析师 于芝欢  
执业证号: S0600521050002  
yuzhiguan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,273	2,482	2,832	3,206
同比 (%)	14.2%	9.2%	14.1%	13.2%
归母净利润 (百万元)	777	661	892	1,059
同比 (%)	28.4%	-14.9%	34.8%	18.7%
每股收益 (元/股)	0.98	0.75	1.00	1.19
P/E (倍)	34.90	46.12	34.20	28.81

### 股价走势



**事件：**2021Q3 业绩略低于市场预期。公司发布 2021 年第三季度报告，2021Q3 实现营收 6.09 亿元，同比+1.30%，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%。

### 投资要点：

- **收入稳健，库存良性。**2021Q3 公司实现营收 6.09 亿元，同比+1.30%。环比转正，主要系 2021Q3 公司库存去化良好，当前渠道库存位于合理位置。从现金流看，2021Q3 公司销售回款同比+5.4%至 7.2 亿元，快于收入增速，2021Q3 应收账款 0.43 亿元，当前现金流情况良好。
- **成本上涨、费投加大致盈利暂时承压。**2021Q3 公司毛利率为 51.64%，同比-7.27pct，源于原材料青菜头、包辅材料价格上涨。2021Q3 销售费用率/管理费用率 29.6%/3.6%、分别同比+13.8pct/+1.50pct。销售费用大幅增加，主要系新增品牌宣传费 2.23 亿元，管理费用提升主要系职工薪酬增加。综上，2021Q3 公司净利率为 20.95%，同比-13.9pct。
- **持续推进新品迭代、渠道下沉，期待蓄力后发展。**2021Q4 公司预计继续推出榨菜新品，满足多样化需求，实现份额提升。同时，公司持续推进下沉，当前高广告费用及推广费用有利公司打造良好的品牌形象，助力长远。
- **盈利预测与投资评级：短期承压，不改长期竞争力，给予“买入”评级。**我们调整 2021-2023 年 EPS 为 0.75/1.0/1.19 元（调整前为 0.91/1.13/1.36 元），当前股价对应 PE 分别为 46/34/29 倍，考虑公司行业龙头地位，看好中长期竞争优势进一步巩固，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，销售不达预期等。

### 市场数据

收盘价(元)	34.36
一年最低/最高价	25.21/53.67
市净率(倍)	4.45
流通 A 股市值(亿元)	268

### 基础数据

每股净资产(元)	8.11
资产负债率(%)	8.24
总股本(百万股)	887.63
流通 A 股(百万股)	779.38

### 相关研究

涪陵榨菜三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2,189	2,981	3,759	4,549	<b>营业收入</b>	2,273	2,482	2,832	3,206
现金	1,750	2,410	3,200	3,879	减:营业成本	949	1,087	1,218	1,330
应收账款	3	1	3	1	营业税金及附加	33	37	42	47
存货	383	530	492	625	营业费用	368	610	510	570
其他流动资产	54	40	63	44	管理费用	58	63	72	81
<b>非流动资产</b>	1,780	1,931	1,952	1,982	研发费用	7	7	8	10
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-34	-39	-59	-77
固定资产	1,056	1,206	1,242	1,269	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	122	107	101	97	加:投资净收益	11	23	5	0
无形资产	153	154	155	157	其他收益	11	25	2	0
其他非流动资产	449	464	454	460	资产处置收益	0	13	0	0
<b>资产总计</b>	3,970	4,911	5,711	6,531	<b>营业利润</b>	915	778	1,049	1,245
<b>流动负债</b>	456	638	703	628	加:营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	914	778	1,049	1,245
应付账款	80	113	98	132	减:所得税费用	137	117	157	187
其他流动负债	376	525	604	496	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	102	102	102	102	<b>归属母公司净利润</b>	777	661	892	1,059
长期借款	0	0	0	0	EBIT	862	716	965	1,139
其他非流动负债	102	102	102	102	EBITDA	945	806	1,067	1,244
<b>负债合计</b>	558	740	805	731	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.98	0.75	1.00	1.19
归属母公司股东权益	3,411	4,171	4,905	5,800	每股净资产(元)	4.32	4.59	5.42	6.42
<b>负债和股东权益</b>	3,970	4,911	5,711	6,531	发行在外股份(百万股)	789	888	888	888
					ROIC(%)	20.9%	14.6%	16.7%	16.7%
					ROE(%)	22.8%	16.2%	18.6%	18.6%
					毛利率(%)	58.3%	56.2%	57.0%	58.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	34.2%	26.6%	31.5%	33.0%
经营活动现金流	939	728	1,008	899	资产负债率(%)	14.1%	15.1%	14.1%	11.2%
投资活动现金流	-1,218	-206	-119	-135	收入增长率(%)	14.2%	9.2%	14.1%	13.2%
筹资活动现金流	-237	138	-98	-86	净利润增长率(%)	28.4%	-14.9%	34.8%	18.7%
现金净增加额	-516	660	791	678	P/E	34.90	46.12	34.20	28.81
折旧和摊销	83	91	103	105	P/B	7.95	7.49	6.34	5.35
资本开支	172	150	21	30	EV/EBITDA	30.53	34.95	25.66	21.48
营运资本变动	88	51	78	-187					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

