

涪陵榨菜 (002507.SZ)

21 年净利润超预期, 22 年业绩有望高增长

核心观点:

- 受益于费用减少和利息收入, 21 年净利润超预期。**公司披露 2021 年度业绩快报, 公告 2021 年营业收入为 25.19 亿元, 同比增长 10.82%; 归母净利润为 7.42 亿元, 同比-4.53%。单季度来看, 公司 21Q4 营业收入 5.63 亿元, 同比增长 18.74%; 归母净利润 2.38 亿元, 同比增长 45.75%。公司收入符合预期, 净利润超预期。公司 21Q4 净利率 42.30%, 环比 21Q3 实际净利率 30.05% (剔除新增品牌宣传费影响后) 提升 12.25pct, 主要源于以下三方面: (1) 直接提价: 根据公司公告, 预计公司 21 年 Q4 均价提升 8%+, 原材料成本环比基本不变; (2) 线上和线下费用投放下降: 预计公司在 21Q4 下降费用投放力度; (3) 预计公司闲置自有资金和募集资金理财贡献 5pct+ 净利率。
- 量稳价增, 22 年公司收入有望同比增长 15%+。**主要来自以下三个方面: (1) 直接提价: 我们测算 22 年出厂均价提升 15% 左右; (2) 榨菜销量稳健: 公司提价导致终端需求短期承压, 预计公司适当增加库存; (3) 新品类与新渠道贡献增量: 公司萝卜、调味菜等增速较快; 渠道下沉贡献增量。
- 受益于提价和成本下行, 22 年业绩有望高增长。**主要来自以下两方面: (1) 直接提价; (2) 原材料成本下行: 公司已完成青菜头大规模采购, 采购均价 800 元/吨左右。22 年原材料均价预计在 900 元/吨以下, 较 21 年 (1370 元/吨左右) 下降 30% 以上。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计 21-23 年公司收入 25.19/29.58/33.08 亿元, 同比增长 10.8%/17.4%/11.8%; 归母净利润 7.42/9.98/12.21 亿元, 同比增长-4.5%/34.6%/22.4%; 对应 PE 估值 37/28/23 倍。参考公司历史估值中枢 30 倍以上, 给予 22 年 35 倍 PE 估值, 合理价值 39.20 元/股, 维持买入评级。
- 风险提示。**疫情反复影响需求。提价后影响动销。原材料成本上升。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,990	2,273	2,519	2,958	3,308
增长率 (%)	3.9	14.2	10.8	17.4	11.8
EBITDA (百万元)	727	942	849	1,043	1,324
归母净利润 (百万元)	605	777	742	998	1,221
增长率 (%)	-8.6	28.4	-4.5	34.6	22.4
EPS (元/股)	0.77	0.98	0.84	1.12	1.38
市盈率 (x)	34.87	42.97	37.17	27.62	22.57
ROE (%)	21.1	22.8	10.5	13.2	14.9
EV/EBITDA (x)	27.71	33.60	26.48	21.74	17.00

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格	31.06 元
合理价值	39.20 元
前次评级	买入
报告日期	2022-02-25

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gflujingyu@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

涪陵榨菜 2021-11-01

(002507.SZ):21Q3 利润

低于预期, 主要源于原材料

压力叠加广告费用投放

涪陵榨菜 (002507.SZ) 深 2021-03-08

度系列三:新战略破局, 21 年

收入有望加速增长

公司披露2021年度业绩快报，公告2021年营业收入为25.19亿元，同比增长10.82%；归母净利润为7.42亿元，同比-4.53%。公司收入符合预期，净利润超预期。我们的点评如下：

一、受益于费用减少和利息收入，21年净利润超预期

公司2021年营业收入为25.19亿元，同比增长10.82%。其中，21Q4营业收入为5.63亿元，同比增长18.74%。公司21Q4收入拆分量价来看：（1）均价提升8%+：根据公司21年11月15日发布《关于部分产品提价的公告》，各品类上调幅度为3%-19%不等，预计公司21年Q4均价提升8%+。（2）销量提升10%左右：公司聚焦精品、聚力渠道下沉，主力产品榨菜和萝卜、调味菜等新品销量稳步增长。

公司2021年归母净利润为7.42亿元，同比-4.53%。其中，21Q4归母净利润2.38亿元，同比增长45.75%。公司21Q4净利率42.30%，环比21Q3实际净利率30.05%（剔除新增品牌宣传费影响后）提升12.25pct，主要源于以下三方面：（1）直接提价：出厂均价提升，原材料成本环比基本不变，预计推动净利率环比提升3.33pct；（2）线上和线下费用投放下降：公司一般在Q4下降费用投放力度，与18年以前公司费用投放节奏类似；（3）预计公司闲置自有资金和募集资金理财贡献5pct+净利率，环比提升2.5pct+。

二、量稳价增，22年公司收入有望同比增长15%+

我们认为2022年公司收入有望同比增长15%+，主要来自以下三个方面：（1）直接提价：我们测算22年公司出厂均价整体提升15%左右；（2）榨菜销量稳健：公司出厂价和终端价大幅提升，导致终端需求短期承压，预计公司适当增加库存，保障榨菜出货量稳定；（3）新品类与新渠道贡献增量：公司萝卜、调味菜等新品类增速较快；渠道下沉贡献部分增量。

三、受益于提价和成本下行，22年业绩有望高增长

22年净利润确定性较强，主要来自以下两方面：（1）直接提价；（2）原材料成本下行：目前公司已完成青菜头大规模采购，采购均价800元/吨左右。22年原材料均价预计在900元/吨以下，较21年（1370元/吨左右）下降30%以上。

四、盈利预测和投资建议

我们预计21-23年公司收入25.19/29.58/33.08亿元，同比增长10.8%/17.4%/11.8%；归母净利润7.42/9.98/12.21亿元，同比增长-4.5%/34.6%/22.4%；对应PE估值37/28/23倍。参考公司历史估值中枢30倍以上，给予22年35倍PE估值，合理价值39.20元/股，维持买入评级。

五、风险提示

疫情持续反复、疫情管控政策不及预期，影响行业需求恢复。

提价后影响终端动销，导致公司销量下滑。

原材料成本上升，公司净利润增速不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,636	2,189	5,631	5,481	5,694	经营活动现金流	517	939	776	971	1,248
货币资金	956	1,750	5,101	4,901	5,058	净利润	605	777	742	998	1,221
应收及预付	6	27	21	24	28	折旧摊销	70	83	131	101	107
存货	414	383	475	520	570	营运资金变动	-127	88	-23	-16	9
其他流动资产	261	30	34	37	38	其它	-32	-10	-74	-113	-89
非流动资产	1,726	1,780	2,047	2,730	3,204	投资活动现金流	-613	-1,218	-324	-671	-491
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-647	-172	-369	-724	-550
固定资产	909	1,056	1,306	2,009	2,507	投资变动	0	-1,057	0	0	0
在建工程	244	122	114	81	42	其他	34	11	45	53	60
无形资产	151	153	178	191	206	筹资活动现金流	-205	-237	2,900	-500	-600
其他长期资产	422	449	449	449	449	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	3,362	3,970	7,679	8,211	8,897	股权融资	0	0	98	0	0
流动负债	385	456	523	558	622	其他	-205	-237	2,802	-500	-600
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-301	-516	3,352	-201	157
应付及预收	178	80	173	170	184	期初现金余额	1,128	827	1,750	5,101	4,901
其他流动负债	207	376	350	387	438	期末现金余额	827	311	5,101	4,901	5,058
非流动负债	106	102	102	102	102						
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	106	102	102	102	102						
负债合计	491	558	625	660	724						
股本	789	789	888	888	888						
资本公积	21	21	3,223	3,223	3,223						
留存收益	2,061	2,601	2,943	3,441	4,062						
归属母公司股东权益	2,871	3,411	7,053	7,551	8,173						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	3,362	3,970	7,679	8,211	8,897						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,990	2,273	2,519	2,958	3,308
营业成本	823	949	1,093	1,144	1,280
营业税金及附加	29	33	37	43	48
销售费用	407	368	615	740	662
管理费用	63	58	50	83	93
研发费用	10	7	6	7	8
财务费用	-5	-34	-69	-105	-114
资产减值损失	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	34	11	45	53	60
营业利润	719	915	844	1,114	1,407
营业外收支	-6	-1	29	60	30
利润总额	712	914	873	1,174	1,437
所得税	107	137	131	176	216
净利润	605	777	742	998	1,221
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	605	777	742	998	1,221
EBITDA	727	942	849	1,043	1,324
EPS (元)	0.77	0.98	0.84	1.12	1.38

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	3.9%	14.2%	10.8%	17.4%	11.8%
营业利润增长	-8.5%	27.3%	-7.8%	32.1%	26.3%
归母净利润增长	-8.6%	28.4%	-4.5%	34.6%	22.4%
获利能力					
毛利率	58.6%	58.3%	56.6%	61.3%	61.3%
净利率	30.4%	34.2%	29.5%	33.7%	36.9%
ROE	21.1%	22.8%	10.5%	13.2%	14.9%
ROIC	19.4%	21.4%	8.7%	10.6%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	14.6%	14.1%	8.1%	8.0%	8.1%
净负债比率	17.1%	16.4%	8.9%	8.7%	8.9%
流动比率	4.25	4.80	10.77	9.83	9.15
速动比率	3.16	3.91	9.83	8.86	8.20
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.57	0.33	0.36	0.37
应收账款周转率	5,153.36	830.79	740.32	901.75	829.64
存货周转率	4.81	5.94	5.31	5.69	5.80
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	0.98	0.84	1.12	1.38
每股经营现金流	0.65	1.19	0.87	1.09	1.41
每股净资产	3.64	4.32	7.95	8.51	9.21
估值比率					
P/E	34.87	42.97	37.17	27.62	22.57
P/B	7.35	9.79	3.91	3.65	3.37
EV/EBITDA	27.71	33.60	26.48	21.74	17.00

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 高鸿：高级分析师，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 徐锡联：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2022年2月加入广发证券。
- 张子健：研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。