

涪陵榨菜 (002507) / 食品加工
Q4 利润如期释放, 2021 收入加速可期
评级: 买入(维持)

市场价格: 44.70

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰
执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

分析师: 房昭强
执业证书编号: S0740520090005

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 789.36 |
| 流通股本(百万股) | 777.79 |
| 市价(元) | 44.70 |
| 市值(百万元) | 35,284 |
| 流通市值(百万元) | 34,767 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 涪陵榨菜 (002507.SZ) 点评报告: 短期扰动不改中长期向好趋势
- 2 涪陵榨菜 (002507.SZ) 点评报告: 需求旺盛叠加补库存, 二季度有望加速增长
- 3 涪陵榨菜 (002507.SZ) 点评报告: 终端需求旺盛, 动销符合预期
- 4 涪陵榨菜 (002507.SZ) 深度报告: 否极泰来, 渠道下沉加速前行

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,914 | 1,990 | 2,276 | 2,940 | 3,520 |
| 增长率 yoy% | 25.92% | 3.93% | 14.39% | 29.18% | 19.73% |
| 净利润 | 662 | 605 | 777 | 985 | 1,218 |
| 增长率 yoy% | 59.78% | -8.55% | 28.45% | 26.75% | 23.61% |
| 每股收益(元) | 0.84 | 0.77 | 0.98 | 1.25 | 1.54 |
| 每股现金流量 | 0.71 | 0.65 | 1.07 | 1.30 | 1.61 |
| 净资产收益率 | 26.78% | 21.08% | 21.72% | 21.92% | 21.55% |
| P/E | 53.32 | 58.31 | 45.39 | 35.82 | 28.97 |
| PEG | 3.76 | 2.22 | 1.94 | 2.52 | 1.10 |
| P/B | 14.28 | 12.29 | 9.86 | 7.85 | 6.24 |

备注: 股价选取自 2021 年 02 月 26 日收盘价

投资要点

- Q4 收入加速增长, 利润如期释放。**公司 2020 年实现收入 22.73 亿元, 同比增长 14.23%; 实现归母净利润 7.77 亿元, 同比增长 28.42%。其中 2020Q4 实现收入 4.74 亿元, 同比增长 23.15%; 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 87.54%。Q4 收入同比增长 23.15%, 环比 Q1-3 的 12.09% 加速, 我们认为主要系: (1) 公司产品以 C 端销售为主, 疫情反复的背景下终端需求良好; (2) 公司持续推进渠道下沉, 效果逐步显现; (3) 2020 年 6 月公司对主力产品换包装缩减规格。量价拆分来看, 我们预计 2020Q4 价格同比提升 5%-10%, 销量同比提升 15%-20%。Q4 归母净利润同比增长 87.54%, 归母净利率同比提升 11.83 个 pct, 如期释放主要系: (1) 虽然 2020Q4 开始大量使用 2020 年初采购的青菜头, 成本面临压力, 但 6 月对主力产品换包装提价有效对冲了成本上涨, 我们预计毛利率同比保持稳中有升的趋势; (2) 2019Q4 公司处于县级市场开拓的起步阶段, 为保证县级市场经销商的存活率, 销售费用率同比提升 18.79 个 pct 至 27.60% 基数较高, 2020Q4 公司销售费用投放效率提升, 费用率大幅下降释放利润弹性。
- 加速发展可期, 理性看待成本压力。**渠道调研反馈, 2021 年 1-2 月公司收入呈现爆发式增长, 主要系: (1) 县级市场建设成效显著, 带动销量大幅增长; (2) 疫情反复+就地过年, 上线城市终端需求旺盛; (3) 2020 年 6 月公司对主力产品换包装提价, 12 月对商超产品进行直接提价; (4) 渠道库存在适当增加。我们认为 2021 年公司渠道下沉的成果将在报表端体现, 受益于县级市场建设+提价+线上拉动+适当补库存, 公司收入有望加速。公司通过聘请外脑, 将加速提升市占率, 抢占其他酱腌菜市场份额。同时 1.6 万吨脆口榨菜生产线和 5.3 万吨榨菜生产线落地, 以及东北泡菜基地未来投产可支撑公司收入加速增长。而定增项目中新增的 20 万吨产能, 也彰显了公司加速发展的信心。2021 年由于疫情反复及天气因素, 青菜头采购成本明显上涨, 但我们认为公司有望凭借其强定价权消化成本压力。
- 盈利预测:** 涪陵榨菜是我国榨菜行业龙头, 其渠道下沉的效果逐渐显现, 县级市场的开拓带来新的增长点。根据业绩快报, 我们调整盈利预测, 预计公司 2021-2022 年收入分别为 29.40、35.20 亿元, 归母净利润分别为 9.85、12.18 亿元 (调整前为 8.71、10.29 亿元), EPS 分别为 1.25、1.54 元, 对应 PE 为 36 倍、29 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球疫情反复及经济增速放缓; 原材料价格波动风险

图表 1: 涪陵榨菜三大财务报表预测 (单位: 百万元)

| 利润表 (人民币百万元) | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 1,914 | 1,990 | 2,276 | 2,940 | 3,520 |
| 增长率 | 25.9% | 3.9% | 14.4% | 29.2% | 19.7% |
| 营业成本 | -847 | -823 | -970 | -1,277 | -1,498 |
| % 销售收入 | 44.2% | 41.4% | 42.6% | 43.4% | 42.6% |
| 毛利 | 1,067 | 1,166 | 1,306 | 1,663 | 2,022 |
| % 销售收入 | 55.8% | 58.6% | 57.4% | 56.6% | 57.4% |
| 营业税金及附加 | -30 | -29 | -33 | -43 | -51 |
| % 销售收入 | 1.6% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 营业费用 | -281 | -407 | -328 | -412 | -475 |
| % 销售收入 | 14.7% | 20.5% | 14.4% | 14.0% | 13.5% |
| 管理费用 | -59 | -63 | -68 | -82 | -95 |
| % 销售收入 | 3.1% | 3.2% | 3.0% | 2.8% | 2.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | 698 | 667 | 877 | 1,127 | 1,400 |
| % 销售收入 | 36.5% | 33.5% | 38.5% | 38.3% | 39.8% |
| 财务费用 | 3 | 5 | 20 | 10 | 10 |
| % 销售收入 | -0.2% | -0.3% | -0.9% | -0.3% | -0.3% |
| 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 53 | 34 | 10 | 15 | 15 |
| % 税前利润 | 7.1% | 4.9% | 1.1% | 1.3% | 1.0% |
| 营业利润 | 758 | 707 | 907 | 1,152 | 1,425 |
| 营业利润率 | 39.6% | 35.5% | 39.8% | 39.2% | 40.5% |
| 营业外收支 | -7 | -6 | 8 | 8 | 8 |
| 税前利润 | 751 | 700 | 915 | 1,160 | 1,433 |
| 利润率 | 39.2% | 35.2% | 40.2% | 39.4% | 40.7% |
| 所得税 | -117 | -107 | -138 | -174 | -216 |
| 所得税率 | 15.6% | 15.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 662 | 605 | 777 | 985 | 1,218 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 662 | 605 | 777 | 985 | 1,218 |
| 净利率 | 34.6% | 30.4% | 34.2% | 33.5% | 34.6% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 1,128 | 956 | 1,701 | 2,628 | 3,819 |
| 应收款项 | 12 | 18 | 16 | 27 | 24 |
| 存货 | 330 | 414 | 422 | 571 | 536 |
| 其他流动资产 | 340 | 249 | 297 | 276 | 288 |
| 流动资产 | 1,810 | 1,636 | 2,435 | 3,503 | 4,667 |
| % 总资产 | 60.8% | 48.7% | 58.7% | 67.3% | 73.5% |
| 长期投资 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 761 | 909 | 876 | 841 | 804 |
| % 总资产 | 25.6% | 27.0% | 21.1% | 16.2% | 12.7% |
| 无形资产 | 155 | 151 | 144 | 137 | 129 |
| 非流动资产 | 1,169 | 1,726 | 1,716 | 1,704 | 1,679 |
| % 总资产 | 39.2% | 51.3% | 41.3% | 32.7% | 26.5% |
| 资产总计 | 2,978 | 3,362 | 4,151 | 5,207 | 6,347 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 331 | 337 | 408 | 553 | 533 |
| 其他流动负债 | 69 | 48 | 59 | 53 | 56 |
| 流动负债 | 400 | 385 | 466 | 606 | 589 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 107 | 106 | 106 | 106 | 106 |
| 负债 | 507 | 491 | 572 | 712 | 695 |
| 普通股股东权益 | 2,471 | 2,871 | 3,578 | 4,495 | 5,652 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 2,978 | 3,362 | 4,151 | 5,207 | 6,347 |

| 比率分析 | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.84 | 0.77 | 0.98 | 1.25 | 1.54 |
| 每股净资产 (元) | 3.13 | 3.64 | 4.53 | 5.69 | 7.16 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.71 | 0.65 | 1.07 | 1.30 | 1.61 |
| 每股股利 (元) | 0.26 | 0.26 | 0.09 | 0.09 | 0.08 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 26.78% | 21.08% | 21.72% | 21.92% | 21.55% |
| 总资产收益率 | 22.22% | 18.00% | 18.73% | 18.92% | 19.19% |
| 投入资本收益率 | 37.78% | 46.57% | 49.17% | 64.88% | 81.06% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 25.92% | 3.93% | 14.39% | 29.18% | 19.73% |
| EBIT增长率 | 62.34% | -6.24% | 26.40% | 28.72% | 23.98% |
| 净利润增长率 | 59.78% | -8.55% | 28.45% | 26.75% | 23.61% |
| 总资产增长率 | 19.89% | 12.88% | 23.47% | 25.44% | 21.88% |
| 资产管理能力 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 1.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 存货周转天数 | 54.3 | 67.3 | 66.1 | 60.8 | 56.6 |
| 应付账款周转天数 | 39.0 | 32.8 | 35.9 | 34.3 | 35.1 |
| 固定资产周转天数 | 139.1 | 151.1 | 141.2 | 105.2 | 84.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -38.67% | -59.23% | -73.45% | -84.96% | -125.00% |
| EBIT利息保障倍数 | -217.9 | -137.5 | -44.3 | -114.2 | -141.5 |
| 资产负债率 | 17.03% | 14.60% | 13.79% | 13.68% | 10.95% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 662 | 605 | 777 | 985 | 1,218 |
| 加: 折旧和摊销 | 58 | 70 | 66 | 69 | 71 |
| 资产减值准备 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 0 | 0 | -20 | -10 | -10 |
| 投资收益 | -53 | -34 | -10 | -15 | -15 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金的变动 | 704 | -401 | 28 | -1 | 9 |
| 经营活动现金净流 | 559 | 517 | 841 | 1,028 | 1,273 |
| 固定资本投资 | -156 | -220 | -60 | -60 | -50 |
| 投资活动现金净流 | 545 | -613 | -46 | -41 | -31 |
| 股利分配 | -205 | -205 | -70 | -69 | -61 |
| 其他 | 87 | 0 | 20 | 10 | 10 |
| 筹资活动现金净流 | -118 | -205 | -50 | -59 | -51 |
| 现金净流量 | 986 | -301 | 745 | 928 | 1,190 |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。