

## 涪陵榨菜

002507

审慎增持 (维持)

20 年高增收官, 21Q1 开门红, 后续份额提升可期

2021 年 4 月 29 日

## 相关报告

《涪陵榨菜三季报点评: 收入保持稳增, 短期投放增加, 盈利能力承压》2020-10-23

《涪陵榨菜 20H1 中报点评: 补库存拉动收入高增, 盈利能力提升超预期》2020-08-21

《涪陵榨菜一季报点评: 供给影响收入短期承压, 补库存 Q2 高增可期》2020-04-22

分析师:

赵国防

zhaoguofang@xyzq.com.cn

S0190518100002

研究助理:

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn

## 事件

涪陵榨菜公布 2020 年报及 2021 年一季报。

- **2020 年报:** 公司 2020 年实现收入 22.73 亿元, 同比+14.23%, 实现归母净利润 7.77 亿元, 同比+28.42%, 实现扣非归母净利润 7.59 亿元, 同比+34.72%。其中 20Q4 实现收入 4.74 亿元, 同比+23.15%, 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比+87.54%, 实现扣非归母净利润 1.58 亿元, 同比+202.66%。EPS 为 0.98 元。
- **21Q1:** 公司实现收入 7.09 亿元, 同比+46.86%, 归母净利润 2.03 亿元, 同比+22.73%, 实现扣非后归母净利润 2.01 亿元, 同比+27.82%。EPS 为 0.26 元。

## 投资要点

低基数+渠道下沉显效, 20Q4、21Q1 收入增长逐季提速。

公司 2020 年实现收入 22.73 亿元, 同比+14.23% (Q1: -8.33%; Q2: +27.80%; Q3: +15.88%; Q4: +23.15%), 20Q4 收入同比、环比均显著提速, 同比高增主要系 19Q4 控货去库存导致基数较低, 环比提速我们判断主要系 20Q3 末渠道库存较低 (低于 5 周), 20Q4 发货力度加大所致。

- **量: 渠道下沉+地面、空中推广显效, 销量有所提升。**公司 20 年榨菜/萝卜/泡菜/其他销量同比分别+14.33%/-11.11%/+10.59%/+15.63%, 公司 20 年末经销商数量为 2648 个, 净增 858 家, 全国范围内 81 个办事处, 覆盖 1000+县级市场, 其中榨菜销量受益渠道下沉扩张持续提升, 萝卜销售下滑主要系公司资源倾斜, 20 年投放聚焦榨菜品类所致。
- **价: 促销折扣减少+榨菜变向提价, ASP 提升。**20 年公司食品加工 ASP 同比+1.59%, 主要系自然动销好, 促销折扣减少, 榨菜变向提价, 及渠道结构变化所致。20 年榨菜/萝卜/泡菜品类 ASP 同比分别+0.87%/+1.68%/+9.90%, 其中榨菜均价提升主要系变向提价所致, 公司于 20 年 6 月全面完成流通渠道主力产品的间接提价 (80g 改为 70g), 叠加脆口占比提升协同拉动, 泡菜、萝卜均价提升判断主要系促销折扣减少所致, 此外萝卜直销占比+4.02pct 亦有所贡献。公司于 12 月对于 KA 渠道、部分产品等的提价举措预计持续贡献价增空间。
- **21Q1 高增:** 2021Q1 公司实现收入 7.09 亿元, 同比+46.86%, 21Q1 保持高增, 主要系 20Q1 受制于物流运输, 公司发货受阻下基数较低 (20Q1 回款同比+36.03%, 收入同比-8.33%), 21Q1 需求延续向好, 合同负债较 20 年末-0.79%, 基本持平, 经销商打款持续性佳。



### 产品结构+变向提价+规模效应，20Q4、21Q1 毛利率持续提升。

2020 年毛利率为 58.26%（Q1:57.60%，Q2:57.21%，Q3:58.92%，Q4:59.71%），同比-0.35pct，主要系下半年成本压力所致。分品类看，榨菜/萝卜/泡菜/其他毛利率分别为 59.82%/54.78%/40.76%/58.43%，同比分别

-0.72pct/+2.66pct/-0.33pct/+9.57pct，榨菜毛利率下滑主要系青菜头成本压力所致（材料吨成本同比+5.60%）。

- **原材料均价提升原因来自两方面：**1) 19 年公司采购青菜头均价约为 790 元/吨，20 年雨水前采购价为 800 元/吨，雨水后采购均价预计高于去年同期，平均青菜头采购价格同比高于去年；2) 20 年初产季公司青菜头采购不足 15 万吨（19 年为 30 万吨+），后续半成品采购量提升（青菜头：半成品=4：6），采购结构调整变向拉高原材料均价。
- **展望 21 年：**涪陵区原料青菜头平均采购价为 1250 元/吨，同比+71%，Q1 采购季，公司存货较 20 年末+68.67%，采购成本提升导致 21Q1 存货同比+36.46%，我们预计后续成本压力将逐步显现，全年展望毛利率同比下降。
- **季度提升拆解：**20Q4 毛利率同比+2.74pct，我们判断主要系销量提升下规模效应所致，19Q4 同期控货去库存，相应生产效率较低。21Q1 毛利率 60.07%，同比+2.47pct，主要系 12 月初 KA 渠道提价贡献，及产品结构优化所致。

### 费投基数及节奏扰动，20Q4 盈利显著提升，21Q1 盈利小幅承压。

公司 2020 年实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%（Q1:+6.67%，Q2:+49.62%，Q3:+3.01%，Q4:+87.54%），扣非同比+34.72%，主要系政府补助与委托理财下降所致。21Q1 实现归母净利润 2.03 亿元，同比+22.73%，慢于收入，主要系费投恢复所致。

- **20Q4 净利率 34.46%，同比+11.83pct：**20Q4 同比高增，主要系费用投放收窄所致。20Q4 费用率 18.73%，同比-14.18pct，销售/管理/研发/财务费用率为 17.98%/4.05%/0.28%/-3.58%，同比-9.62pct/-0.86pct/-0.82pct/-2.88pct，销售费用率显著下降，主要系公司 19Q4（销售费用率：27.60%）为梳理渠道，投入显著高于历史同期水平，因此 20Q4 销售费用率同比显著下降，贡献较大利润弹性。
- **21Q1 净利率 28.67%，同比-5.64pct：**2021Q1 公司费用率 24.64%，同比+6.49pct，销售/管理/研发/财务费用率为 24.17%/2.11%/0.33%/-1.96%，同比+8.27pct/-0.13pct/+0.13pct/-1.78pct，销售费用率同比提升主要系 20Q1 疫情影响下低基数，叠加 21 年品宣策略积极所致。

### 长期看点：产能待释放，提价仍可期。

- **产能：**1) 公司持续推进东北 5 万吨泡菜产能建设项目，建成释放后泡菜品类（以萝卜产品为主）发展放量将带来一定增长；2) 绿色智能化生产基地（一期）：公司计划通过非公开发行股票募集资金总额不超过 33 亿元，拟建设 40.7 万吨原料窖池，建成后窖池规模从 27 万吨增至 64 万吨（淘汰 3.7 万吨），提升菜头收储平滑能力；新增 10 条榨菜自动化产线，设计产能 20 万吨/年；同时建设园区智能物流中心，及其他必要配套设施。
- **提价：**公司目前在榨菜行业市占率存在持续提升趋势，具备产品定价权，历史上看基本每年可滚动式对部分产品进行提价，持续对业绩贡

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

献弹性。目前看公司产品具备原料优势，品牌具备溢价基础，中长期产品价格带上移仍可期。

**盈利预测与投资建议：**公司为具备定价权的榨菜行业龙头，渠道整治效果显著，叠加产能及原料池持续扩张，后续补库存、采购结构优化、泡菜产品放量将协同释放一定增长空间。我们预计公司 2021 年收入为 29.6 亿元（+30.1%），净利润为 8.5 亿元（+9.3%），对应 2021 年 4 月 28 日收盘价，2021 年估值为 37x，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、原料成本提升、食品安全问题、兼并收购失败

**附表**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	2189	3227	4307	5501	
货币资金	1750	2532	3804	4752	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收账款	3	5	4	5	
其他应收款	8	12	13	15	
存货	383	632	433	668	
<b>非流动资产</b>	1780	1569	1510	1523	
可供出售金融资产	0	1	0	0	
长期股权投资	0	0	0	0	
投资性房地产	0	0	0	0	
固定资产	1056	1047	1003	941	
在建工程	122	65	35	20	
油气资产	0	0	0	0	
无形资产	153	151	149	147	
<b>资产总计</b>	3970	4795	5818	7024	
<b>流动负债</b>	456	517	548	601	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	80	116	134	151	
其他	376	401	414	450	
<b>非流动负债</b>	102	17	75	65	
长期借款	0	0	0	0	
其他	102	17	75	65	
<b>负债合计</b>	558	535	623	666	
股本	789	789	789	789	
资本公积	21	21	21	21	
未分配利润	2348	3157	4043	5149	
少数股东权益	0	0	0	0	
<b>股东权益合计</b>	3411	4261	5194	6358	
<b>负债及权益合计</b>	3970	4795	5818	7024	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	777	849	1058	1294	
折旧和摊销	83	84	88	91	
资产减值准备	0	4	1	0	
无形资产摊销	4	4	4	4	
公允价值变动损失	0	0	0	0	
财务费用	0	-43	-48	-64	
投资损失	-11	-26	-22	-22	
少数股东损益	0	0	0	0	
营运资金的变动	88	-197	222	-193	
<b>经营活动产生现金流量</b>	939	730	1338	1006	
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1218	10	10	9	
<b>融资活动产生现金流量</b>	-237	43	-77	-66	
现金净变动	-516	783	1272	948	
现金的期初余额	827	1750	2532	3804	
现金的期末余额	311	2532	3804	4752	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	2273	2957	3401	3918	
营业成本	949	1330	1534	1744	
营业税金及附加	33	41	54	63	
销售费用	368	591	561	588	
管理费用	58	64	75	86	
财务费用	-34	-43	-48	-64	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动	0	0	0	0	
投资收益	11	26	22	22	
<b>营业利润</b>	915	1000	1246	1524	
营业外收入	1	1	1	1	
营业外支出	1	1	2	2	
<b>利润总额</b>	914	999	1245	1523	
所得税	137	150	187	228	
净利润	777	849	1058	1294	
少数股东损益	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	777	849	1058	1294	
<b>BPS(元)</b>	0.98	1.08	1.34	1.64	

主要财务比率					
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	14.2%	30.1%	15.0%	15.2%	
营业利润增长率	27.3%	9.3%	24.6%	22.3%	
净利润增长率	28.4%	9.3%	24.6%	22.3%	
<b>盈利能力</b>					
毛利率	58.3%	55.0%	54.9%	55.5%	
净利率	34.2%	28.7%	31.1%	33.0%	
ROE	22.8%	19.9%	20.4%	20.4%	

偿债能力					
	2020	2021E	2022E	2023E	
资产负债率	14.1%	11.1%	10.7%	9.5%	
流动比率	4.80	6.24	7.86	9.15	
速动比率	3.96	5.02	7.07	8.04	
<b>营运能力</b>					
资产周转率	62.0%	67.5%	64.1%	61.0%	
应收账款周转率	1454.28	720.92	743.28	862.68	
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.98	1.08	1.34	1.64	
每股经营现金	1.19	0.93	1.70	1.27	
每股净资产	4.32	5.40	6.58	8.05	
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	41	37	30	25	
PB	9.3	7.4	6.1	5.0	

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn