

# 涪陵榨菜 (002507.SZ)

## Q4 业绩表现亮眼，高举高打新年新气象

**事项：**公司发布 2020 年业绩快报。2020 年公司实现营业收入 22.73 亿元，同比增长 14.23%；归母净利润为 7.77 亿元，同比增长 28.42%；其中 Q4 营收 4.74 亿元，同比增长 23.15%；Q4 归母净利润为 1.63 亿元，同比增长 87.54%，业绩表现略超预期。

**收入增长符合预期，终端动销较为良性。**剔除疫情对前两季度发货节奏的扰动影响，20 年 Q3、Q4 增速逐步走高，我们认为主要原因系渠道下沉带来增量贡献。2019 年公司增加办事处并大幅扩充经销商，此一系列举措开始于 2020 年释放红利。公司加速渠道下沉进程，目前已覆盖 2000 余家县级市场，2020 年县级市场营收同比增速超 30%。从渠道库存及终端动销来看，公司渠道库存约 5.3 周，且根据草根调研，公司主力榨菜产品终端货龄多处于 3 个月左右，显著优于竞品，整体动销较为良性。

**提价效应释放+费用同比缩减致盈利空间明显增厚。**从盈利端看，20 年 Q4 表现较为亮眼，我们认为主要原因系：**1）19Q4 利润端低基数。**2019 年公司将理顺渠道、清理库存作为工作重点，19Q4 销售费用率高达 27.6%（同比+18.8pct），带动归母净利润同比下滑 37.1%，低基数为今年的高增长奠定了基础。同时，复盘历史上销售费用投放情况，可以发现 16-18 年 Q4 销售费用率均为个位数，我们预计 20Q4 销售费用投放同比缩减是利润增厚的重要原因；**2）提价效应仍在释放。**20Q2 公司进行缩包装提价（80g 产品规格调整至 70g），因此相较同期，20Q4 仍享受提价红利，并在一定程度上覆盖了原料端价格上移。

**行业集中度仍有提升空间，扩产助力份额收割。**据渠道调研，青菜头供给收缩（自然灾害+环保因素导致浙江青菜头减产），涪陵青菜头收购价创新高，同比增幅超 50%（《重庆日报》数据：2 月 15 日收购价 1450 元/吨）。我们认为公司在原材料采购上具有天然优势，行业原材料采购占比有望提升，从而挤压竞品，且通过智能化工厂降低原料损耗（幅度约 20%），对冲原材料上涨压力。此外，公司 20 年 8 月非公开发行 33 亿元，预计新增 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备以及 20 万吨榨菜生产车间及设备，龙头地位有望稳固。

**投资建议：**预计公司 20/21/22 年营收分别为 22.7/31.7/37.2 亿元，同比+14.2%/39.5%/17.4%；归母净利润 7.8/9.0/11.8 亿元，同比+28.4%/16.1%/30.5%；对应 PE 为 45/39/30 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,914	1,990	2,273	3,172	3,723
增长率 yoy（%）	25.9	3.9	14.2	39.5	17.4
归母净利润（百万元）	662	605	777	903	1,178
增长率 yoy（%）	59.8	-8.6	28.4	16.1	30.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.84	0.77	0.98	1.14	1.49
净资产收益率（%）	26.8	21.1	22.8	21.7	22.9
P/E（倍）	53.3	58.3	45.4	39.1	30.0
P/B（倍）	14.3	12.3	10.3	8.5	6.8

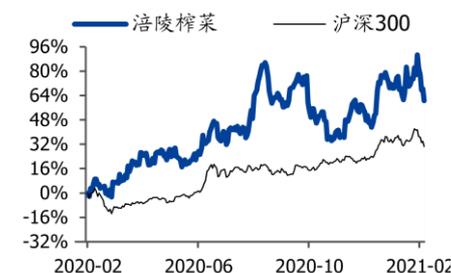
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	44.70
总市值(百万元)	35,284.27
总股本(百万股)	789.36
其中自由流通股 (%)	98.53
30 日日均成交量 (百万股)	9.12

### 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

- 1、《涪陵榨菜（002507.SZ）：渠道加速下沉，费用加大》2020-10-23
- 2、《涪陵榨菜（002507.SZ）：业绩表现亮眼，定增助力发展》2020-08-21
- 3、《涪陵榨菜（002507.SZ）：渠道库存出清，后续可期》2020-04-21

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1810	1636	2042	2625	3297
现金	1128	956	1314	1598	2372
应收票据及应收账款	8	0	9	4	11
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	6	6	8	11	11
存货	330	414	451	752	642
其他流动资产	338	261	261	261	261
<b>非流动资产</b>	1169	1726	1845	2278	2477
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	761	909	1055	1480	1684
无形资产	155	151	159	162	167
其他非流动资产	253	666	631	636	626
<b>资产总计</b>	2978	3362	3887	4903	5774
<b>流动负债</b>	400	385	370	643	516
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	74	76	98	144	137
其他流动负债	326	309	271	499	379
<b>非流动负债</b>	107	106	106	106	106
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	107	106	106	106	106
<b>负债合计</b>	507	491	475	749	622
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	789	789	789	789	789
资本公积	21	21	21	21	21
留存收益	1661	2061	2605	3236	4061
归属母公司股东权益	2471	2871	3412	4154	5152
<b>负债和股东权益</b>	2978	3362	3887	4903	5774

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	559	517	755	937	1227
净利润	662	605	777	903	1178
折旧摊销	58	70	66	89	114
财务费用	-3	-5	-25	-28	-41
投资损失	-53	-34	0	0	0
营运资金变动	-110	-127	-63	-27	-25
其他经营现金流	6	8	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	545	-613	-185	-521	-314
资本支出	292	648	119	432	199
长期投资	780	0	0	0	0
其他投资现金流	1617	35	-66	-89	-114
<b>筹资活动现金流</b>	-118	-205	-212	-132	-139
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	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-118	-205	-212	-132	-139
<b>现金净增加额</b>	986	-301	358	284	774

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1914	1990	2273	3172	3723
营业成本	847	823	957	1332	1544
营业税金及附加	30	29	32	44	52
营业费用	281	407	336	698	707
管理费用	59	63	58	63	74
研发费用	1	10	15	21	25
财务费用	-3	-5	-25	-28	-41
资产减值损失	3	0	0	0	0
其他收益	35	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	53	34	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	786	719	915	1062	1386
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	7	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	778	712	914	1062	1386
所得税	117	107	137	159	208
<b>净利润</b>	662	605	777	903	1178
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	662	605	777	903	1178
EBITDA	802	753	947	1107	1441
EPS (元)	0.84	0.77	0.98	1.14	1.49

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.9	3.9	14.2	39.5	17.4
营业利润(%)	67.3	-8.5	27.3	16.1	30.5
归属于母公司净利润(%)	59.8	-8.6	28.4	16.1	30.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	55.8	58.6	57.9	58.0	58.5
净利率(%)	34.6	30.4	34.2	28.5	31.6
ROE(%)	26.8	21.1	22.8	21.7	22.9
ROIC(%)	24.6	19.5	21.3	20.3	21.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.0	14.6	12.2	15.3	10.8
净负债比率(%)	-45.7	-33.3	-38.5	-38.5	-46.0
流动比率	4.5	4.2	5.5	4.1	6.4
速动比率	3.7	3.2	4.3	2.9	5.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	401.3	482.6	482.6	482.6	482.6
应付账款周转率	9.2	11.0	11.0	11.0	11.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.77	0.98	1.14	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	0.79	0.96	1.19	1.55
每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.64	4.32	5.26	6.53
<b>估值比率</b>					
P/E	53.3	58.3	45.4	39.1	30.0
P/B	14.3	12.3	10.3	8.5	6.9
EV/EBITDA	42.7	45.7	36.0	30.5	22.9

### 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：021-38934111

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