涪陵榨菜（002507）

公司研究/点评报告

基本面改善，着眼长远布局

—涪陵榨菜（002507）2021 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2021 年 11 月 01 日

一、事件概述

10 月 29 日公司发布公告，2021 年前三季度营收/归母净利润为 19.55/5.04 亿元，同比+8.7%/-17.9%；21Q3 营收/归母净利润为 6.09/1.27 亿元，同比+1.3%/-39.1%。

二、分析与判断

➢ 需求修复叠加库存良性，基本面边际改善

2021 年前三季度实现营收 19.55 亿元，同比+8.7%；21Q3 实现营收 6.09 亿元，同比+1.3%。随着 8 月以来终端需求缓慢修复以及前期主动开展去渠道库存工作，三季度公司基本面迎来环比弱改善。从现金流来看，21Q3 经营活动现金流入 7.46 亿，同比+6.8%，增速高于收入端，收现比率同比+0.05pct。从预收款来看，受益于终端需求向好与渠道库存趋于良性，21 年 9 月合同负债为 1.47 亿元，同比+35.3%，环比+10.5%。此外，21 年 9 月末应收账款 0.43 亿元，同比+10.3%，主要系公司加快开发空白、弱势市场所致。

➢ 青菜头涨价叠加费用加码，净利率显著承压

21Q3 毛利率为 51.6%，同比-7.3pct，主要系年初以来青菜头价格涨幅较大所致，我们预计原料价格压力在 21Q4 报表端仍有体现。21Q3 销售费用率 29.6%，同比+13.8pct，主要系公司为配合渠道扩张与品牌力塑造，在新媒体、梯媒、央视等平台投入较多宣传费用。21Q3 归母净利率为 21.0%，同比-13.9pct，环比-6.2pct，由于原料成本压力以及加码线上费用共同挤压，公司盈利能力显著承压。

➢ 需求改善叠加提价控费，基本面有望持续改善

短期有望持续改善：1）需求稳步复苏，随着疫苗接种率提升，预计 21Q4 零售端呈现渐进式复苏态势，公司收入端有望环比提速；**2）间接提价对冲压力，**我们认为青菜头成本压力在四季度仍将有所体现，公司或可通过产品结构升级等方式予以对冲，但考虑到公司年初制定的高举高打策略，预计 21Q4 费用率仍保持较高水平，因此预计利润端环比改善。**着眼长远可布局：1）渠道下沉，**公司在低线城市与众多区域仍有较多空白市场，未来仍将持续推进渠道下沉贡献收入增量，此外公司正大力拓展餐饮渠道，长期看好 B 端放量；**2）加码产能，**根据定增公告，公司将新增 40.7 万吨原料窖池、20 万吨榨菜生产，支撑渠道快速下沉。

三、投资建议

我们调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 6.42/8.49/9.91 亿元，同比-17.3%/+32.2%/+16.7%，EPS 为 0.72/0.96/1.12 元，对应 PE 为 48/36/31X。公司 22 年估值低于调味品行业平均 PE 约 50X（基于民生盈利预测），维持“推荐”评级。

四、风险提示

动销不及预期，渠道下沉与裂变不及预期，费用投放超预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,273	2,485	2,895	3,332
增长率（%）	14.2%	9.3%	16.5%	15.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	777	642	849	991
增长率（%）	28.4%	-17.3%	32.2%	16.7%
每股收益（元）	0.88	0.72	0.96	1.12
PE（现价）	39.84	48.20	36.45	31.24
PB	11.01	7.46	6.19	5.17

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　34.88 元

交易数据	2021-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	53.06/25.69
总股本（百万股）	888
流通股本（百万股）	779
流通股比例（%）	87.80
总市值（亿元）	310
流通市值（亿元）	272

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号：　S0100521090002

电话：　021-60876735

邮箱：　wangyanhai@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：　S0100120070033

电话：　021-60876735

邮箱：　liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.涪陵榨菜（002507）2021 年半年报点评：需求疲弱叠加费用加码，上半年业绩短期承压

2.涪陵榨菜（002507）2020 年与 2021 年一季报点评：21Q1 迎开门红，全年收入高增可期

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,273	2,485	2,895	3,332
营业成本	949	1,048	1,196	1,373
营业税金及附加	33	38	44	51
销售费用	368	637	651	733
管理费用	58	82	84	97
研发费用	7	6	6	7
EBIT	858	674	914	1,072
财务费用	-34	-22	-25	-33
资产减值损失	0	-1	-0	-1
投资收益	11	41	38	38
营业利润	915	756	1,000	1,166
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	914	756	1,000	1,166
所得税	137	113	150	175
净利润	777	642	849	991
归属于母公司净利润	777	642	849	991
EBITDA	942	863	1,024	1,197

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,750	2,035	2,635	3,416
应收账款及票据	3	5	3	5
预付款项	24	14	18	25
存货	383	453	533	586
其他流动资产	30	34	38	37
流动资产合计	2,189	2,540	3,228	4,069
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,056	1,408	1,624	1,862
无形资产	153	204	220	243
非流动资产合计	1,780	2,224	2,453	2,686
资产合计	3,970	4,764	5,680	6,755
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	80	92	105	119
其他流动负债	376	416	470	540
流动负债合计	456	508	576	660
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	102	102	102	102
非流动负债合计	102	102	102	102
负债合计	558	611	678	762
股本	789	888	888	888
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,411	4,153	5,002	5,993
负债和股东权益合计	3,970	4,764	5,680	6,755

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	14.2%	9.3%	16.5%	15.1%
EBIT 增长率	30.6%	-21.5%	35.7%	17.3%
净利润增长率	28.4%	-17.3%	32.2%	16.7%
盈利能力				
毛利率	58.3%	57.8%	58.7%	58.8%
净利润率	34.2%	25.9%	29.3%	29.7%
总资产收益率 ROA	19.6%	13.5%	15.0%	14.7%
净资产收益率 ROE	22.8%	15.5%	17.0%	16.5%
偿债能力				
流动比率	4.80	4.99	5.61	6.17
速动比率	3.91	4.08	4.65	5.24
现金比率	3.84	4.00	4.58	5.18
资产负债率	14.1%	12.8%	11.9%	11.3%
经营效率				
应收账款周转天数	0.44	0.67	0.39	0.50
存货周转天数	147.31	157.62	162.76	155.90
总资产周转率	0.57	0.52	0.51	0.49
每股指标（元）				
每股收益	0.88	0.72	0.96	1.12
每股净资产	3.84	4.68	5.64	6.75
每股经营现金流	1.06	0.88	1.01	1.24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	39.84	48.20	36.45	31.24
PB	11.01	7.46	6.19	5.17
EV/EBITDA	33.60	33.53	27.70	23.03
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	777	642	849	991
折旧和摊销	83	190	110	125
营运资金变动	88	-12	-21	24
经营活动现金流	939	780	901	1,101
资本开支	-172	-634	-338	-358
投资	-1,057	0	0	0
投资活动现金流	-1,218	-593	-301	-320
股权募资	0	99	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-237	99	0	0
现金净流量	-516	286	600	781

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、功能饮料、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。