涪陵榨菜（002507）

公司研究/点评报告

业绩超预期，基本面拐点逻辑持续兑现

—涪陵榨菜（002507）2020 年业绩快报点评

点评报告/食品饮料　　2021 年 03 月 01 日

一、事件概述

2 月 26 日，公司发布业绩快报，2020 年实现营业收入 22.73 亿元，同比+14.23%；实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%，实现基本 EPS 为 0.98 元。

二、分析与判断

➢ 收入符合此前预期、利润超此前预期，渠道变革助力基本面迎来拐点

2020 年公司实现营收 22.73 亿元，同比+14.23%，折合 20Q4 实现营收 4.74 亿元，同比+23.16%。**总体看，2020 全年收入基本符合我们此前预期（三季报点评，预期为 22.52 亿元），利润超此前预期（同上，预期为 7.44 亿元）。公司迎来系统性变革后的首个基本面拐点年，充分体现出渠道变革与产品提价的成效。**分季度看，虽然 20Q1 疫情扰动下收入短期承压，但 20Q2-Q4 均逐季提速，其中四季度提速尤为明显，我们判断除渠道变革与提价等有利因素之外，还与疫情反复有关，榨菜作为必选消费品仍然受益。

➢ 产品提价与控费效应凸显，变革红利在盈利层面兑现

2020 年公司实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%，折合 20Q4 实现归母净利润 1.64 亿元，同比+87.54%。**总体看，变革红利在盈利层面也得以兑现，这与我们 2020 年初判断一致，全年利润端增速明显高于收入端，主要得益于公司在去年 6 月对流通版产品缩量提价以及主动控费增效。**分季度看，公司利润增速在 20Q1-Q2 高于收入端，但 20Q3 低于收入端，主要系 20Q3 投资收益同比减少较多以及销售费用增加。20Q4 利润提速明显，我们认为一方面是 19Q4 基数偏低导致，但更多因素来自于销售费用效率的提升。总体来看，公司盈利能力明显改善，2020 年归母净利率 34%，同比+4ppt。

➢ 预计 2021 年收入端弹性较大，中长期成长逻辑清晰

展望 2021 年，收入端：（1）受益于疫情反复带来的需求改善，叠加 20Q1 超低基数，预计 20Q1 收入端弹性将充分体现；（2）2021 年公司将持续推进渠道下沉及渠道分裂，将进一步分裂大商以细化渠道操作，将进一步拉动收入增长。**利润端：**（1）成本方面，虽然 2020 年以来青菜头收购价格持续走高，但公司在去年通过对超市版产品提价以及流通版缩量换装予以对冲，预计毛利率压力仍在可控范围内；（2）费用方面，公司将在今年逐渐加大线上与线下的费用投放，费用率预计大概率将显著高于去年。**中长期看，我们认为公司长期成长逻辑清晰。渠道外延：**公司原以 C 端为主，现正大力拓展餐饮、外卖渠道，长期看好 B 端放量给公司提供业绩增量。**品类扩张：**泡菜行业相比榨菜更加优质，但受限于“惠通”品牌影响力较小。公司于 19H2 起推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌。随着泡菜逐渐在乌江渠道中铺开，我们长期看好泡菜业务持续放量、摆脱增长瓶颈。**“定增”加码产能**，包括 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备、20 万吨榨菜生产车间与设备及物流等配套设施，预计将为渠道外延与品类扩张提供有力支撑。此外拟建设乌江涪陵榨菜信息系统项目，有利于全面提升生产标准化及智能化水平，同时较好提升营销能力。

三、投资建议

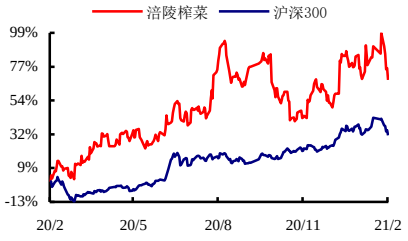
根据业绩快报，我们调整此前盈利预测。预计 20-22 年公司营收为 22.73/29.44/36.21 亿元，同比+14.2%/29.5%/23.0%；归母净利润为 7.77/8.62/11.29 亿元，同比+28.4%/10.9%/31.0%；EPS 为 0.98/1.09/1.43 元，对应 PE 为 45X/41X/31X。目前调味品可比公司 2020 年估值约 70 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值低于可比公司平均估值水平，维持“推荐”评级。

推荐　维持评级

当前价格：　44.7 元

交易数据	2021-2-26
近 12 个月最高/最低(元)	53.06/26.9
总股本（百万股）	789
流通股本（百万股）	778
流通股比例（%）	98.53
总市值（亿元）	353
流通市值（亿元）	348

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：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@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）2020 年三季报点评：Q3 业绩增速放缓，仍看好中长期成长逻辑

2.涪陵榨菜（002507）2020 年半年报点评：Q2 拐点如期而至，拟定增加码产能及信息化建设

四、风险提示

渠道下沉效果不及预期、募投项目回报不及预期、费用投放超预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,990	2,273	2,944	3,621
增长率（%）	3.9	14.2	29.5	23.0
归属母公司股东净利润（百万元）	605	777	862	1,129
增长率（%）	-8.6	28.4	10.9	31.0
每股收益（元）	0.77	0.98	1.09	1.43
PE（现价）	58.1	45.4	41.0	31.3
PB	12.3	9.7	7.8	6.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1,990**	**2,273**	**2,944**	**3,621**
营业成本	823	912	1,200	1,471
营业税金及附加	29	36	45	55
销售费用	407	375	648	724
管理费用	63	66	90	110
研发费用	10	4	7	11
EBIT	657	880	955	1,249
财务费用	(5)	(14)	(30)	(39)
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	34	10	22	22
营业利润	**719**	**925**	**1,033**	**1,334**
营业外收支	(6)	(11)	(19)	(5)
利润总额	**712**	**914**	**1,014**	**1,329**
所得税	107	138	153	200
净利润	605	777	862	1,129
归属于母公司净利润	**605**	**777**	**862**	**1,129**
EBITDA	**727**	**952**	**1,028**	**1,324**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	956	2030	2627	3982
应收账款及票据	0	4	6	5
预付款项	6	8	9	12
存货	414	245	555	426
其他流动资产	243	243	243	243
流动资产合计	**1636**	**2531**	**3462**	**4677**
长期股权投资	0	10	32	54
固定资产	909	923	935	958
无形资产	151	155	165	168
非流动资产合计	**1726**	**1731**	**1774**	**1826**
资产合计	**3362**	**4260**	**5235**	**6500**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	76	97	114	144
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**385**	**507**	**619**	**756**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	94	94	94	94
非流动负债合计	**106**	**106**	**106**	**106**
负债合计	**491**	**612**	**725**	**862**
股本	789	789	789	789
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**2871**	**3648**	**4510**	**5638**
负债和股东权益合计	**3362**	**4260**	**5235**	**6500**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.9	14.2	29.5	23.0
EBIT 增长率	-5.7	33.9	8.5	30.8
净利润增长率	-8.6	28.4	10.9	31.0
盈利能力				
毛利率	58.6	59.9	59.3	59.4
净利润率	30.4	34.2	29.3	31.2
总资产收益率 ROA	18.0	18.2	16.5	17.4
净资产收益率 ROE	21.1	21.3	19.1	20.0
偿债能力				
流动比率	4.2	5.0	5.6	6.2
速动比率	3.2	4.5	4.7	5.6
现金比率	2.5	4.0	4.2	5.3
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	0.7	0.7	0.8	0.7
存货周转天数	162.5	130.0	120.0	120.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）				
每股收益	0.8	1.0	1.1	1.4
每股净资产	3.6	4.6	5.7	7.1
每股经营现金流	0.7	1.5	0.9	1.9
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	58.1	45.4	41.0	31.3
PB	12.3	9.7	7.8	6.3
EV/EBITDA	46.6	34.8	31.5	23.4
股息收益率	0.7	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	605	777	862	1,129
折旧和摊销	70	72	73	75
营运资金变动	(127)	301	(222)	278
经营活动现金流	**517**	**1,151**	**710**	**1,464**
资本开支	647	77	113	109
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**(613)**	**(77)**	**(113)**	**(109)**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	**(205)**	**0**	**0**	**0**
现金净流量	**(301)**	**1,075**	**597**	**1,355**

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

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

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、肉制品、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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。