

# 涪陵榨菜 (002507.SZ)

## 动销回暖+成本红利, 业绩有望逐季加速

### 核心观点:

- **疫情扩充消费场景, 终端动销逐步回暖。**公司公告 22Q1 收入/归母净利润 6.89/2.14 亿元, 同比变动-2.88%/+5.39%, 业绩基本符合预期。拆分量价看: 预计公司 21 年底提价对 22Q1 均价提升贡献约 15%, 销量明显下滑。但 3 月疫情影响下榨菜终端消费场景增加, 并助推提价顺利传导, 预计提价对销量负面影响已消除, 动销逐月环比改善, 预计 22Q2 动销明显回暖。现金流层面, 22Q1 公司销售商品、提供劳务收到现金 7.65 亿元; 经营活动产生现金流量净额 1.12 亿元。21 年/22Q1 合同负债分别为 0.90/1.45 亿元, 经销商拿货积极性较强, 回款良性。
- **成本红利尚未释放, 预计 22Q2 盈利拐点来临。**22Q1 归母净利润同比提升 5.39% 至 2.14 亿元, 22Q1 公司毛利率 52.37%, 低于历史毛利率中枢 55% 水平。提价情况下毛利率仍下滑, 主要系: (1) 青菜头成本红利尚未体现, 22Q1 采购的低价青菜头预计 5 月底开始使用; (2) 包材价格小幅上涨。22Q1 净利率 31.11% (同比+2.44pct), 主要系空中广告费用明显减少, 22Q1 销售费用率 17.87%, 同比下降 2.70pct。
- **提价叠加成本下行, 业绩有望逐季加速。**公司 22 年规划收入增长 15%, 规划毛利率 59.00%, 我们预计有望顺利达成: (1) 疫情封锁, 公司产品消费场景增加, 拉动终端动销; (2) 供应链逐渐恢复后, 终端补库存; (3) 疫情创造费用收缩空间; (4) 公司青菜头成本红利预计 Q2 开始体现。我们预计公司 Q2、Q3 业绩有望逐季加速增长。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计 22-24 年收入 29.28/32.41/35.88 亿元, 同比增长 16.26%/10.67%/10.72%; 归母净利润 10.32/12.92/15.52 亿元, 同比增长 39.07%/25.20%/20.10%; 对应 PE 估值 30/24/20 倍。公司历史估值 25-40 倍, 22 年有望迎业绩拐点, 我们给予公司 22 年 35 倍 PE 估值, 合理价值 40.69 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全问题; 公司渠道扩张不达预期。

### 盈利预测:

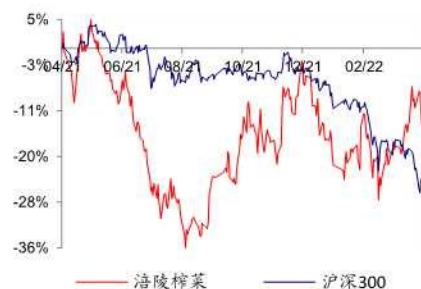
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,273	2,519	2,928	3,241	3,588
增长率(%)	14.23	10.82	16.26	10.67	10.72
EBITDA(百万元)	942	826	1,208	1,436	1,741
归母净利润(百万元)	777	742	1,032	1,292	1,552
增长率(%)	28.42	-4.52	39.07	25.20	20.10
EPS (元/股)	0.98	0.84	1.16	1.46	1.75
市盈率 (P/E)	42.97	45.22	29.53	23.59	19.64
ROE (%)	22.78	10.35	13.23	15.04	16.26
EV/EBITDA	33.60	36.88	22.54	18.66	15.11

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	34.33 元
合理价值	40.69 元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-28

### 相对市场表现



### 分析师:

王永锋



SAC 执业证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师:

刘景瑜



SAC 执业证号: S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

### 分析师:

方一苇



SAC 执业证号: S0260522030001



fangyiwei@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜, 方一苇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

涪陵榨菜 (002507.SZ) 深度系列四: 提价叠加成本下行, 22 年业绩拐点待显现	2022-04-08
涪陵榨菜 (002507.SZ): 疫情助力销量恢复性增长, 22 年业绩拐点有望显现	2022-03-18
涪陵榨菜 (002507.SZ): 21 年净利润超预期, 22 年业绩有望高增长	2022-02-25

请务必阅读末页的免责声明

公司公告22Q1收入/归母净利润6.89/2.14亿元，同比变动-2.88%/+5.39%。公司业绩基本符合预期，点评如下：

## 一、疫情扩充消费场景，终端动销逐步回暖

公司22Q1收入同比下滑2.88%至6.89亿元，还原预收款后同比增长5.08%。拆分量价看：受益于21年底直接提价，预计22Q1公司均价同比提升15%左右，销量明显下滑。同时疫情增加终端消费场景，并助推提价顺利传导，我们预计公司动销逐月环比明显改善。我们预计3月提价对销量的负面影响已经消除，4月份动销有望进一步回暖。

现金流层面，22Q1公司销售商品、提供劳务收到的现金7.65亿元，同比增长21.74%；经营活动产生的现金流量净额为1.12亿元，同比增长535.74%。22年/22Q1合同负债分别为0.90/1.45亿元，经销商拿货积极性较强，回款良性。

## 二、成本红利尚未释放，预计 22Q2 盈利拐点来临

22Q1公司归母净利润同比提升5.39%至2.14亿元，22Q1公司毛利率52.37%，同比下滑4pct左右，低于历史毛利率中枢55%的水平。提价15%情况下毛利率仍下滑，主要源于以下两方面：（1）青菜头成本红利尚未开始体现，22Q1采购的低价青菜头预计5月底开始使用；（2）包材价格小幅上涨。22Q1净利率31.11%，同比提升2.44pct，净利率走高主要费用缩减及理财受益贡献：22Q1公司销售费用率17.87%，同比下降2.70pct，主要源于今年空中广告费用明显减少。同时22Q1公司闲置自有资金和募集资金继续贡献理财收益。

## 三、提价叠加成本下行，业绩有望逐季加速

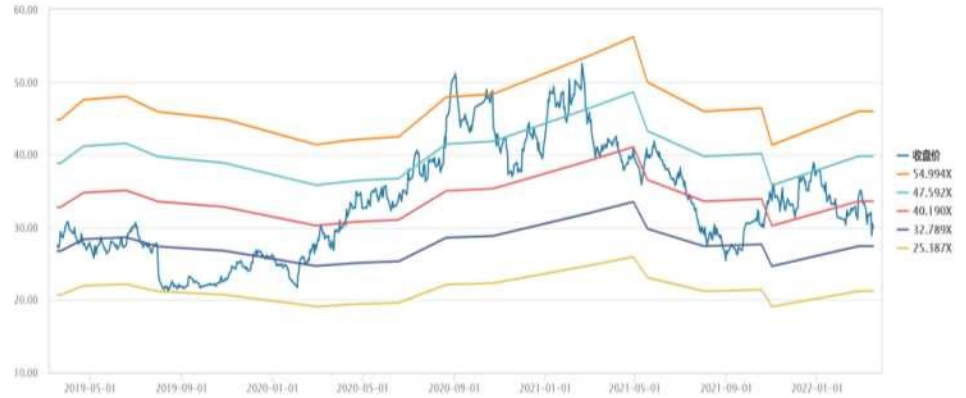
展望22年：公司22年规划收入增长15%，规划毛利率提升6.6pct至59.00%（参考历史指引，公司毛利率指引达成率100%），我们预计有望顺利达成。疫情受益叠加成本红利，公司业绩有望逐季加速增长：（1）疫情封锁，公司产品消费场景增加，拉动终端动销；（2）供应链逐渐恢复后，终端补库存；（3）疫情影响下费用有收缩空间，预计Q2实际线下费用投放低于原规划；（4）公司青菜头成本红利预计自5月底开始体现。我们预计公司Q2、Q3业绩有望逐季加速增长。

## 四、盈利预测

我们预计 22-24 年收入 29.28/32.41/35.88 亿元，同比增长 16.26%/10.67%/10.72%；归母净利润 10.32/12.92/15.52 亿元，同比增长

39.07%/25.20%/20.10%；对应PE估值30/24/20倍。公司历史估值25-40倍，22年有望迎业绩拐点，我们给予公司22年35倍PE估值，合理价值40.69元/股，维持“买入”评级。

图 1：涪陵榨菜历史PE估值25-40倍（收盘价单位：元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

食品安全问题；公司渠道扩张不达预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,189</b>	<b>5,894</b>	<b>6,129</b>	<b>6,553</b>	<b>7,097</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>939</b>	<b>745</b>	<b>1,086</b>	<b>1,311</b>	<b>1,569</b>
货币资金	1,750	3,086	3,247	3,673	4,173	净利润	777	742	1,032	1,292	1,552
应收及预付	27	8	17	18	18	折旧摊销	83	102	155	122	128
存货	383	401	462	459	501	营运资金变动	88	-22	-19	15	4
其他流动资产	30	2,399	2,403	2,403	2,405	其它	-10	-76	-81	-118	-114
<b>非流动资产</b>	<b>1,780</b>	<b>1,854</b>	<b>2,307</b>	<b>2,688</b>	<b>3,143</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,218</b>	<b>-3,418</b>	<b>-526</b>	<b>-385</b>	<b>-469</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-172	-141	-579	-443	-533
固定资产	1,056	1,201	1,474	1,684	1,903	投资变动	-1,057	-3,283	0	0	0
在建工程	122	74	50	2	0	其他	11	6	53	58	65
无形资产	153	507	711	931	1,168	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-237</b>	<b>3,012</b>	<b>-400</b>	<b>-500</b>	<b>-600</b>
其他长期资产	449	72	72	72	72	银行借款	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,970</b>	<b>7,749</b>	<b>8,436</b>	<b>9,241</b>	<b>10,239</b>	股权融资	0	3,280	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>456</b>	<b>470</b>	<b>525</b>	<b>538</b>	<b>585</b>	其他	-237	-268	-400	-500	-600
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>-516</b>	<b>339</b>	<b>161</b>	<b>426</b>	<b>501</b>
应付及预收	80	154	154	151	170	<b>期初现金余额</b>	<b>827</b>	<b>311</b>	<b>3,086</b>	<b>3,247</b>	<b>3,673</b>
其他流动负债	376	315	371	387	415	<b>期末现金余额</b>	<b>311</b>	<b>650</b>	<b>3,247</b>	<b>3,673</b>	<b>4,173</b>
<b>非流动负债</b>	<b>102</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	102	112	112	112	112						
<b>负债合计</b>	<b>558</b>	<b>582</b>	<b>637</b>	<b>650</b>	<b>697</b>						
股本	789	888	888	888	888						
资本公积	21	3,203	3,203	3,203	3,203						
留存收益	2,601	3,076	3,708	4,500	5,452						
归属母公司股东权益	3,411	7,167	7,799	8,591	9,542						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,970</b>	<b>7,749</b>	<b>8,436</b>	<b>9,241</b>	<b>10,239</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,273</b>	<b>2,519</b>	<b>2,928</b>	<b>3,241</b>	<b>3,588</b>
营业成本	949	1,200	1,198	1,236	1,353
营业税金及附加	33	39	41	45	50
销售费用	368	475	571	567	484
管理费用	58	74	59	71	79
研发费用	7	5	6	6	8
财务费用	-34	-96	-63	-69	-78
资产减值损失	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	43	53	58	65
<b>营业利润</b>	<b>915</b>	<b>874</b>	<b>1,185</b>	<b>1,460</b>	<b>1,775</b>
营业外收支	-1	0	29	60	50
<b>利润总额</b>	<b>914</b>	<b>874</b>	<b>1,214</b>	<b>1,520</b>	<b>1,825</b>
所得税	137	132	182	228	274
<b>净利润</b>	<b>777</b>	<b>742</b>	<b>1,032</b>	<b>1,292</b>	<b>1,552</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>777</b>	<b>742</b>	<b>1,032</b>	<b>1,292</b>	<b>1,552</b>
EBITDA	942	826	1,208	1,436	1,741
EPS (元)	0.98	0.84	1.16	1.46	1.75

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	14.2%	10.8%	16.3%	10.7%	10.7%
营业利润增长	27.3%	-4.5%	35.6%	23.2%	21.6%
归母净利润增长	28.4%	-4.5%	39.1%	25.2%	20.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.3%	52.4%	59.1%	61.9%	62.3%
净利率	34.2%	29.5%	35.2%	39.9%	43.2%
ROE	22.8%	10.4%	13.2%	15.0%	16.3%
ROIC	21.4%	8.6%	11.5%	13.0%	14.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.1%	7.5%	7.5%	7.0%	6.8%
净负债比率	16.4%	8.1%	8.2%	7.6%	7.3%
流动比率	4.80	12.55	11.68	12.18	12.13
速动比率	3.91	11.68	10.77	11.30	11.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.57	0.33	0.35	0.35	0.35
应收账款周转率	830.79	878.96	997.59	925.02	939.60
存货周转率	5.94	6.28	6.34	7.06	7.17
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.98	0.84	1.16	1.46	1.75
每股经营现金流	1.19	0.84	1.22	1.48	1.77
每股净资产	4.32	8.07	8.79	9.68	10.75
<b>估值比率</b>					
P/E	42.97	45.22	29.53	23.59	19.64
P/B	9.79	4.68	3.91	3.55	3.19
EV/EBITDA	33.60	36.88	22.54	18.66	15.11

## 广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。  
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。  
袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。  
高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。  
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。  
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。