

2022年07月29日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

涪陵榨菜(002507)：利润超预期，趋势望持续向好

推荐(维持)**事件**

分析师：孙山山

执业证书编号：S1050521110005

邮箱：sunss@cfsc.com.cn

联系人：何宇航

执业证书编号：S1050122010030

邮箱：heyh1@cfsc.com.cn

基本数据

2022-07-29

当前股价(元)	29.80
总市值(亿元)	264.5
总股本(百万股)	887.6
流通股本(百万股)	877.7
52周价格范围(元)	25.46-39.66
日均成交额(百万元)	421.2

市场表现

资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《涪陵榨菜(002507)公司深度：榨菜龙头迎拐点，扩大腌制菜版图》2022-04-29

《涪陵榨菜(002507)：一季报符合预期，二季度有望释放弹性》2022-04-27

《涪陵榨菜(002507)：产能建设稳步推进，新品类有望持续放量》2022-03-24

《涪陵榨菜(002507)：全年平稳收官，2022年有望量价齐升》2022-03-18

《食品饮料行业之调味品深度：行业景气度仍存，细分赛道掘金时》2022-03-10

《涪陵榨菜(002507.SZ)：业绩超预期，整体趋势向好》2022-02-24

2022年7月29日，公司发布2022年半年报：2022H1营收14.2亿(+5.6%)，归母净利润5.2亿元(+37.2%)。

投资要点**■ 二季度利润超预期，费用收缩释放利润弹性**

2022Q2营收7.3亿元，同+15.0%；归母净利润3.0亿元，同+74.7%。2022Q2毛利率57.7%(-1.2pct)，主要系运输费调整至营业成本所致，净利率41.2%(+14.1pct)。我们认为利润增长显著主要系：1)公司收入、投资收益同比增加；2)原材料青菜头在5月份陆续投放，成本有所下降；3)二季度费用投放更加精准，总体销售费率下降。费用端：销售费用/管理费用/财务费用率10.8%/3.1/-3.6%，同比-15.5/-0.1/+0.9pct，销售费用率下降主要系品牌宣传费减少以及运费调整至营业成本所致。

■ 萝卜、泡菜品类量价齐升，榨菜价增为主要驱动

分产品，榨菜/萝卜/泡菜营收12.4/0.6/1.1亿，同比+3%/+37%/26.8%。分地区，华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北营收3.4/3.0/1.7/1.6/1.4/1.2/1.0/0.7亿，同比-3.6%/+37.3%/-0.8%/+0.1%/+8.4%/-1.3%/-12.1%/+7.6%，华东增速领先。量价拆分看，2022H1榨菜/萝卜/泡菜销量分别6.6/0.3/0.6万吨，同比-10%/+25.9%/+10.9%，对应吨价1.9/1.6/1.7万元/吨，同比+14.4%/+8.8%/+14.3%，价增为最主要驱动。分经销商，截至2022H1共有经销商2770家，较2021年末净减少260家，主要系市场/渠道整合等原因。

■ 盈利预测

价增+降本+缩费，公司下半年趋势有望向好。预计2022-2024年EPS为1.17/1.42/1.70元，当前股价对应PE分别为26/21/18倍，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、区域扩张不及预期、新品推广不及预期、提价不及预期、产能消化不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	2,519	2,912	3,362	3,863
增长率	10.8%	15.6%	15.4%	14.9%
归母净利润(百万元)	742	1,035	1,261	1,506
增长率	-4.5%	39.5%	21.8%	19.4%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.17	1.42	1.70
ROE	10.4%	13.4%	15.1%	16.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	2,519	2,912	3,362	3,863
现金及现金等价物	3,086	5,897	6,642	7,506	营业成本	1,200	1,204	1,381	1,578
应收款	11	16	18	21	营业税金及附加	39	44	50	54
存货	401	547	588	626	销售费用	475	524	538	579
其他流动资产	2,396	68	86	104	管理费用	74	82	87	81
流动资产合计	5,894	6,528	7,335	8,258	财务费用	-96	-165	-186	-210
非流动资产：					研发费用	5	6	7	8
金融类资产	0	10	19	27	费用合计	459	447	447	459
固定资产	1,201	1,166	1,106	1,039	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	74	30	12	5	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	507	482	457	433	投资收益	43	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	874	1,218	1,484	1,772
其他非流动资产	72	72	72	72	加：营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,854	1,749	1,646	1,548	减：营业外支出	0	0	0	0
资产总计	7,749	8,277	8,981	9,806	利润总额	874	1,218	1,484	1,772
流动负债：					所得税费用	132	183	223	266
短期借款	0	40	70	90	净利润	742	1,035	1,261	1,506
应付账款、票据	154	103	114	125	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	315	315	315	315	归母净利润	742	1,035	1,261	1,506
流动负债合计	470	458	499	531					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	112	112	112	112	营业收入增长率	10.8%	15.6%	15.4%	14.9%
非流动负债合计	112	112	112	112	归母净利润增长率	-4.5%	39.5%	21.8%	19.4%
负债合计	582	570	611	643	盈利能力				
所有者权益					毛利率	52.4%	58.7%	58.9%	59.2%
股本	888	888	888	888	四项费用/营收	18.2%	15.3%	13.3%	11.9%
股东权益	7,167	7,707	8,369	9,163	净利率	29.5%	35.5%	37.5%	39.0%
负债和所有者权益	7,749	8,277	8,981	9,806	ROE	10.4%	13.4%	15.1%	16.4%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	7.5%	6.9%	6.8%	6.6%
净利润	742	1035	1261	1506	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	101	105	102	97	应收账款周转率	235.5	182.5	182.5	182.5
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.0	2.3	2.4	2.6
营运资金变动	-97	2135	-42	-39	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	745	3276	1321	1564	EPS	0.84	1.17	1.42	1.70
投资活动现金净流量	-3418	70	69	66	P/E	35.7	25.6	21.0	17.6
筹资活动现金净流量	5484	-455	-569	-693	P/S	10.5	9.1	7.9	6.8
现金流量净额	2,811	2,891	821	937	P/B	3.7	3.4	3.2	2.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位。1年食品饮料卖方研究经验，覆盖白酒、调味品等。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。