

涪陵榨菜 (002507.SZ)

业绩超预期，全年盈利兑现有望

事件：涪陵榨菜发布 2022 年度半年报，2022H1 实现营业收入 14.2 亿元，同比+5.6%，归母净利润 5.2 亿元，同比+37.2%；单 Q2 营业收入 7.3 亿元，同比+15.0%，归母净利润 3.0 亿元，同比+74.7%；盈利拆分来看，Q2 毛利率/毛销差 57.7%/46.9%，同比-1.2%/+14.3pct，销售/管理/研发/财务费用率 10.8%/3.0%/0.1%/-3.6%，同比-15.5%/-0.1%/+0.0%/+0.9pct，净利率 41.2%，同比+14.1pct，销售费用收窄推动业绩超预期。

销售平稳，提价贡献收入增量。1) 2022H1 分产品看，榨菜/萝卜/泡菜收入分别同比 +3.0%/+37.0%/+26.8%，其中销量分别同比 -10.0%/+25.9%/+10.9%，吨价分别同比+14.4%/+8.8%/+14.3%；分区域看，华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北收入分别同比 -3.6%/+37.3%/-0.8%/+0.1%/+8.4%/-1.3%/-12.1%/+7.6%，除华东受疫情拉动实现高增，其他主销区表现整体平稳；2) 2022Q2 拆分量价来看，前期提价贡献 10%-15%，整体销量预计同比低个位数增长，主要系行业需求偏弱、前期提价短期对销量扰动。

品宣费收窄推动盈利改善。剔除运费调整影响，2022Q2 毛利率同比提升约 2.7pct，主要系前期提价贡献、5-6 月低价青菜头陆续投入使用，叠加品牌宣传费收窄、利息收入贡献，业绩充分释放；品宣费拆分来看，2022H1 新媒体/梯媒/央视费用投放分别为 0.3/0/0 亿元，2021 年同期分别为 0.7/0.5/0.4 亿元。

销量增速回升+成本下行为 H2 看点。1) 收入展望：随着 2022H2 进入销售旺季，公司将加大费用投入追赶全年收入目标；2) 盈利展望：2022Q3-Q4 低价青菜头使用占比提升有望推动毛利率改善，考虑到 2021H2 品宣费用约 0.7 亿元，基数低于 2021H1（约 1.7 亿元）、2022H2 旺季费用投入加大，2022H2 销售费用率改善幅度预计低于 2022H1，整体看，2022H2 仍是业绩释放期。

投资建议。我们根据中报调整此前盈利预测，预计 2022-2024 年营业收入 27.8/31.2/34.7 亿元（前值 28.8/32.4/36.1 亿元），同比 +10.3%/+12.2%/+11.2%；归母净利润 10.2/12.1/13.7 亿元（前值 10.2/12.2/13.9 亿元），同比+37.5%/+18.4%/+13.2%，对应 2022-2024 年 PE 26/22/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业需求不及预期、行业竞争加剧、原材料成本超预期上行。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,273	2,519	2,779	3,119	3,469
增长率 yoy (%)	14.2	10.8	10.3	12.2	11.2
归母净利润(百万元)	777	742	1,020	1,208	1,367
增长率 yoy (%)	28.4	-4.5	37.5	18.4	13.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.88	0.84	1.15	1.36	1.54
净资产收益率(%)	22.8	10.4	12.5	12.9	12.7
P/E(倍)	34.0	35.7	25.9	21.9	19.3
P/B(倍)	7.8	3.7	3.2	2.8	2.5

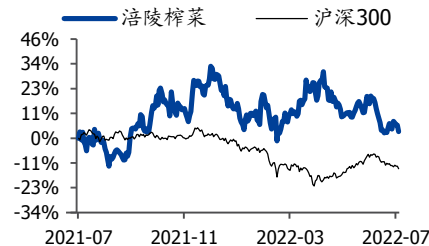
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 7 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	调味发酵品
前次评级	买入
7月29日收盘价(元)	29.80
总市值(百万元)	26,451.37
总股本(百万股)	887.63
其中自由流通股(%)	98.88
30日日均成交量(百万股)	13.14

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 陈昕晖

执业证书编号：S0680122030023

邮箱：chenxinhui@gszq.com

相关研究

- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：业绩稳健增长，后续提速有望》2022-04-27
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：2021 年收入逐季改善，期待新年盈利弹性》2022-03-18
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ)：21Q4 盈利显著改善，新年利润加速释放有望》2022-02-25

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：021-38124100

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