

食品饮料

2022年07月29日

涪陵榨菜 (002507)

——Q2 利润如期高增 22H2 将延续高增表现 维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

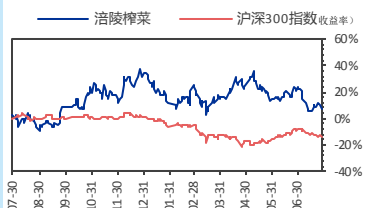
买入（维持）

市场数据： 2022年07月29日	
收盘价(元)	29.8
一年内最高/最低(元)	39.66/25.46
市净率	3.6
息率(分红/股价)	2.18
流通A股市值(百万元)	26155
上证指数/深证成指	3253.24/12266.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年06月30日	
每股净资产(元)	8.31
资产负债率%	9.24
总股本/流通A股(百万)	888/878
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《涪陵榨菜(002507)点评：22Q1 符合预期 22Q2 将迎业绩加速 维持买入评级》
2022/04/27

《涪陵榨菜(002507)点评：21年顺利收官 22年升级迭代全新启航》2022/03/17

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

曹欣之
(8621)23297818x转
caoxz@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**公司发布 2022 年中报，22H1 公司实现营业收入 14.2 亿，同比增长 5.6%，归母净利润 5.2 亿，同比增长 37%，扣非归母净利润 4.79 亿，同比增长 28%。22Q2 公司实现营业收入 7.3 亿，同比增长 15%，归母净利润 3 亿，同比增长 75%，扣非归母净利润 2.84 亿，同比增长 65%，收入利润超预期，二季度加速增长趋势验证我们年初判断。
- **投资评级与估值：**考虑到下半年公司全面使用低价原料，略上调盈利预测，预测 2022-24 年归母净利润分别为 10.56、12.4、14.24 亿(前次 10.4、12.3、14.1 亿)，分别同比+42%、+17%、+15%，最新收盘价对应 2022-24 年 PE 分别为 25x、21x、19x。我们在 1 月发布的《涪陵榨菜(002507)深度：受益提价和成本下行 22 年望迎双击行情》中提示，公司今年将受益于提价、成本回落及费用力度收缩，有望迎来利润弹性释放，股价有望迎来双击行情。中长期，我们仍看好公司通过渠道下沉、全渠道发展、品类扩张所带来的成长空间，并进一步升级成为酱腌菜龙头，维持买入评级。
- **22H1 提价致销量下降，22H2 有望量价齐升。**分品类看，22H1 榨菜/泡菜/萝卜分别实现营业收入 12.4/1.05/0.56 亿，分别同比+3%/+27%/+37%。拆分量价看，销量上，22H1 主品类榨菜/泡菜/萝卜的销量分别同比-10%/+11%/+26%，其中 1) 榨菜提价致销量下降，但根据渠道反馈，季度降幅环比收窄，二季度同比已基本持平，下半年起地推营销力度加大，预计下半年有望实现销量正增长，2) 萝卜受益于去年低基数及今年多元化战略，实现双位数高增。吨价上，22H1 榨菜/泡菜/萝卜的吨价分别同比+14%/+14%/+9%，主因去年未提价贡献。22H1 经销商数量环比年初净减少 260 家至 2770 家，主要系 1) 市场渠道整合及大环境致部分实力不足经销商放弃合作。展望 22H2，公司将加大针对产品升级的地推营销与消费者教育，收入表现有望环比加速，迎来量价齐升表现。

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,519	1,422	2,867	3,269	3,670
同比增长率(%)	10.8	5.6	13.8	14.0	12.2
归母净利润(百万元)	742	516	1,056	1,240	1,424
同比增长率(%)	-4.5	37.2	42.4	17.4	14.9
每股收益(元/股)	0.84	0.58	1.19	1.40	1.60
毛利率(%)	52.4	55.1	58.8	58.9	59.5
ROE(%)	10.4	7.0	13.3	14.2	14.7
市盈率	36		25	21	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

22Q2 毛利率环比改善，22H2 利润高增依然可期。毛利率方面，22Q2 公司实现毛利率 57.7%，同比-1.2pct，若剔除去年同期运费会计准则的影响，22Q2 毛利率同比约+2.5pct，主因提价贡献。此外，22Q2 毛利率环比+5.3pct，主要系 Q2 提价传导完毕，且 5 月起公司部分产品陆续使用今年低价原料。费用方面，22H1 销售费用同比下降 40%，销售费用率 14.2%，同比下降 11pct，除运费会计准则调整外，主要系品宣投入收缩（22H1 品宣费 0.3 亿，同比-81%），且部分原计划的营销推广活动因 Q2 疫情扰动而搁置。费用率方面，22Q2 单季度销售费用率 10.8%，同比-15.5pct，主要系运费会计准则调整及品宣投入收缩；管理、研发费用率分别为 3%、0.12%，同比基本持平；财务费用率-3.57%，同比+0.9pct，投资净收益 0.2 亿，同比增长 0.2 亿，主要受益于定增资金带来的投资收益。综上，22Q2 公司实现归母净利率 41.2%，同比增长 14pct。展望 22H2，三季度公司开始全面使用今年低价原料，叠加提价贡献，预计毛利率环比继续改善。虽然三季度公司将加大地推营销及开展广告宣传，但从过往历史看，公司费用投放严格遵守年初设立的规划，且今年较去年费用更加精准化，预计 22H2 仍可实现利润高增的表现。

多元化发展，长期成长可期。我们认为公司当下处于夯实基础迎接二次成长的阶段，中长期维度仍具备销量稳步增长的潜力，增量主要来自 1) 县级市场，放量初期，在消费者教育及品牌储备（邱式菜坊）等因素下仍可持续贡献增量，2) 餐饮渠道，架构调整，人员陆续到位，产品重新设计，初期发力易于切入的星级酒店（大包装）及连锁餐饮（小包装），后续逐步侧重小 B 客户，在每个大区设立餐饮推广经理、省级市场设立办事处，并在营销端向烹饪原料靠拢，3) 品类扩张，不同于 14-15 年，品类发展思路转变，提升过程考核比重，加大渠道返点力度，且公司及其乌江的品牌力、渠道力及自身体量已今非昔比。目前，下饭菜与调味菜（2B 渠道）已处于铺市阶段，根据渠道反馈，22H1 实现大双位数的增长表现。短期来看，Q2 疫情致部分营销活动有所滞后，但 22H2 将加大消费者教育，同时受益于提价与低价原料使用，公司有望实现量价利齐升的表现。中长期来看，多品类、全渠道的发展模式将持续贡献销量增长，结合自身提价能力与品牌力，公司有望实现长期双位数的规模成长，并可升级成为酱腌菜龙头。

股价表现的催化剂：核心产品增长超预期、产品提价

核心假设风险：产品提价影响销量，食品安全事件

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,273	2,519	2,867	3,269	3,670
其中: 营业收入	2,273	2,519	2,867	3,269	3,670
减: 营业成本	949	1,200	1,181	1,343	1,485
减: 税金及附加	33	39	43	49	56
主营业务利润	1,291	1,279	1,643	1,877	2,129
减: 销售费用	368	475	445	425	437
减: 管理费用	58	74	82	89	95
减: 研发费用	7	5	9	7	7
减: 财务费用	-34	-96	-82	-63	-50
经营性利润	893	820	1,189	1,419	1,640
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	22	56	55	43	44
营业利润	915	874	1,244	1,462	1,683
加: 营业外净收入	-1	0	0	0	0
利润总额	914	874	1,244	1,462	1,683
减: 所得税	137	132	188	223	259
净利润	777	742	1,056	1,240	1,424
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	777	742	1,056	1,240	1,424
全面摊薄总股本	789	888	888	888	888
每股收益 (元)	0.98	0.87	1.19	1.40	1.60

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。