

涪陵榨菜 (002507.SZ)

费用收缩利润高增，H2 业绩弹性可延续

Q2 公司收入/利润同比 15.0%/74.7%，业绩表现超预期。公司萝卜、泡菜等品类如期高增，Q2 广告费用大幅收缩，带来业绩弹性。H2 榨菜销量有望回归正增长，收入加速可期。同时毛利率有望进一步提升，叠加费用收缩与提价贡献，业绩有望持续兑现。公司当前处于提价周期内，Q3 报表端有望进一步高增，当前估值 25X，处于历史中枢估值之下，建议积极关注布局机会。我们给予 22-23 年 EPS 预测 1.15、1.27，当前股价对应 22、23 年分别 25X、23X 估值，给予目标价 41 元，维持“强烈推荐”评级。

□ 22Q2 收入/归母净利润分别同比+15.0%/+74.7%，利润表现超预期。公司发布 2022 年半年报，22 H1 实现收入 14.22 亿元，同比+5.58%，归母净利润 5.16 亿，同比+37.25%，归母扣非净利润 4.79 亿元，同比+28.38%。其中单 Q2 实现收入 7.33 亿，同比+14.98%，归母净利润 3.02 亿元，同比+74.68%，归母扣非净利润 2.84 亿元，同比+65.17%。收入增长主要受益于提价以及萝卜、泡菜的快速增长，利润增长超预期，主要受益于提价+广告费用收缩+投资收益增加。Q2 公司现金回款 8.69 亿，同比+31.4%，快于收入增速，合同负债 1.65 亿，同比增加 25%，未来增长仍有蓄力，报表质量高。经营性净现金流 4.27 亿，同比增长 50%，主要系报告期公司收到的贷款增加，同时支付原料收购款及广告费同比减少所致。

□ 毛利率环比提升，成本红利开始兑现，费用收缩+投资收益抬升净利率。公司 22Q2 毛利率 57.7%，同比-1.18pcts，还原运费影响后同比提升约 2pcts，主要系提价所致；环比提升约 5.3pcts，5 月开始使用低价青菜头，成本红利有所兑现。销售费用率 10.8%，同比-15.5%，还原运费后同比下降约 12.3%，贡献了较大的利润提升。公司 Q2 梯媒等业务投放缩减，同时推广活动也有所减少，根据我们推算，Q2 广告费相比计划收缩 2000 万以上，推广费用率也节省了约 2pcts；Q2 管理费用率 3.02%，同比基本持平，投资收益同比增加 2000 万，净利率为 41.20%，同比+14.1pcts。

□ 泡菜萝卜量增明显，华东地区受益居家消费增速较高。1) 分产品来看：22H1 榨菜/泡菜/萝卜/其他产品入分别同比+2.99%/+26.81%/+37.02%/+3.55%。其中泡菜和萝卜高增主要源于公司提高返利政策并增加地推活动。2) 量价拆分来看：22H1 榨菜/萝卜/泡菜/其他产品销量分别同比-10.0%/+25.9%/+10.9%/+6.3%，榨菜销量下滑主要受高基数以及直接提价影响。榨菜/萝卜/泡菜/其他产品单价分别同比+14.4%/+0.7%/+23.5%/-2.5%。3) 分地区来看：22H1 华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北/出口业务收入分别同比-3.6%/+37.3%/-0.8%/+0.1%/+8.4%/-1.3%/-12.1%/+7.6%/+52.0%。华东地区增速较为明显，主要与疫情下消费者囤货需求增多相关。

□ 销量有望回归正增长，业绩弹性有望持续释放。3 月公司完成了减盐新品的渠道铺货与上架，二季度受到全国点状疫情影响，公司部分推广活动未能如期开展，对终端动销的拉动造成一定影响。7 月看，公司销量重回正增长，整体收入增速较快。展望下半年，随着公司推广活动及费用投入的增加，在低基数下销量有望回归正增长节奏。同时公司 H2 广告费用虽相比上半年预计有所增加，但同比仍有收缩空间。Q3 仍将演绎成本红利+费用收缩+提价三方面的利润驱动，业绩弹性有望持续释放。

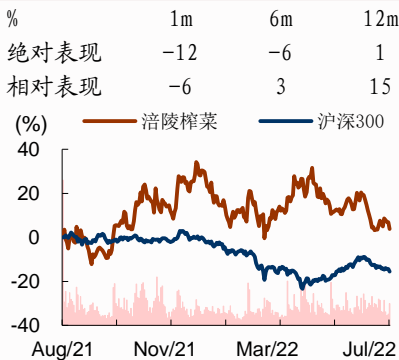
强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值：41.00 元
当前股价：29.8 元

基础数据

总股本 (万股)	88763
已上市流通股 (万股)	87767
总市值 (亿元)	265
流通市值 (亿元)	262
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	12.0
资产负债率	9.2%
主要股东	重庆市涪陵国有资产投资经
主要股东持股比例	35.26%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《涪陵榨菜 (002507) —Q1 平稳过渡，关注成本红利》2022-04-28
- 2、《涪陵榨菜 (002507) —目标稳健，逢低布局》2022-03-19
- 3、《涪陵榨菜 (002507) —提价效果兑现，业绩高增可期》2022-02-25

于佳琦 S1090518090005

yujiq@cmschina.com.cn

任龙 研究助理

renlongl@cmschina.com.cn

- **投资建议：收入提速可期，业绩持续兑现，重申布局机会，维持“强烈推荐”评级。** Q2 公司收入/利润同比 15.0%/74.7%，业绩表现超预期。公司萝卜、泡菜等品类如期高增，Q2 广告费用大幅收缩，带来业绩弹性。H2 榨菜销量有望回归正增长，收入加速可期。同时毛利率有望进一步提升，叠加费用收缩与提价贡献，业绩有望持续兑现。公司当前处于提价周期内，Q3 报表端有望进一步高增，当前估值 25X，处于历史中枢估值之下，建议积极关注布局机会。我们给予 22-23 年 EPS 预测 1.15、1.27，当前股价对应 22、23 年分别 25X、23X 估值，给予目标价 41 元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：动销不及预期，费用投入大幅增加**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2273	2519	2827	3048	3255
同比增长	14%	11%	12%	8%	7%
营业利润(百万元)	915	874	1205	1340	1428
同比增长	27%	-4%	38%	11%	7%
归母净利润(百万元)	777	742	1020	1128	1201
同比增长	28%	-5%	37%	11%	7%
每股收益(元)	0.98	0.84	1.15	1.27	1.35
PE	30.3	35.7	25.9	23.5	22.0
PB	6.9	3.7	3.5	3.1	2.8

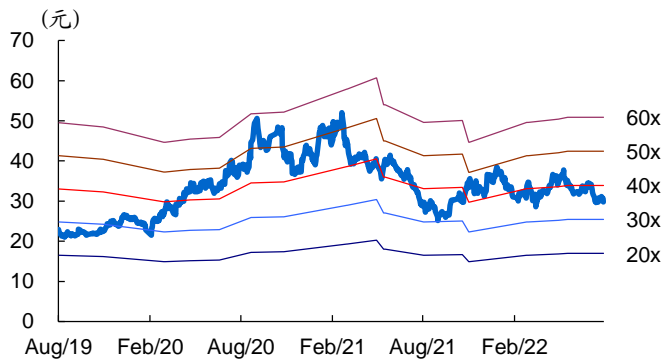
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营业收入	709	638	609	563	689	733
营业毛利	242	200	131	244	231	332
营业费用	171	168	180	-44	123	79
管理费用	15	20	22	18	22	22
财务费用	2	1	2	1	1	1
投资收益	0	0	15	27	21	20
营业利润	245	201	149	279	254	353
归属母公司净利润	203	173	127	238	214	302
EPS (元)	0.23	0.19	0.14	0.27	0.24	0.34
主要比率						
毛利率	60.1%	58.8%	51.6%	36.1%	52.4%	57.7%
营业费用率	24.2%	26.3%	29.6%	-7.9%	17.9%	10.8%
管理费用率	2.1%	3.1%	3.6%	3.1%	3.2%	3.0%
营业利润率	34.5%	31.6%	24.5%	49.5%	36.8%	48.1%
有效税率	16.9%	14.1%	14.3%	14.6%	15.6%	14.4%
净利率	28.7%	27.1%	20.9%	42.3%	31.1%	41.2%
YoY						
收入	46.9%	-10.8%	1.3%	18.7%	-2.9%	15.0%
归属母公司净利润	22.7%	-27.6%	-39.1%	45.7%	5.4%	74.7%

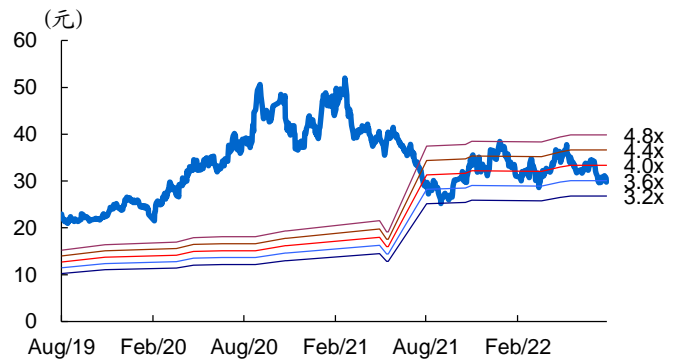
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 涪陵榨菜历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 涪陵榨菜历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《涪陵榨菜 (002507) —目标稳健, 逢低布局》2022-03-19
- 2、《涪陵榨菜 (002507) —提价效果兑现, 业绩高增可期》2022-02-25
- 3、《涪陵榨菜 (002507) —收入环比改善, 业绩短期承压》2021-11-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2189	5894	6245	6992	7801
现金	1750	3086	3168	3702	4286
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3	3	0	0	0
其它应收款	8	8	9	9	10
存货	383	401	378	382	409
其他	46	2396	2689	2898	3095
非流动资产	1780	1854	1937	2014	2086
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1056	1201	1338	1465	1581
无形资产商誉	192	546	492	443	398
其他	533	107	107	107	107
资产总计	3970	7749	8182	9006	9887
流动负债	456	470	460	462	480
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	80	154	148	150	160
预收账款	114	90	87	88	94
其他	262	225	225	225	226
长期负债	102	112	112	112	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他	102	112	112	112	112
负债合计	558	582	572	574	592
股本	789	888	888	888	888
资本公积金	21	3203	3203	3203	3203
留存收益	2601	3076	3519	4341	5204
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3411	7167	7610	8432	9295
负债及权益合计	3970	7749	8182	9006	9887

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	939	745	788	1012	1097
净利润	777	742	1020	1128	1201
折旧摊销	83	102	152	158	163
财务费用	(34)	(96)	(42)	(28)	(37)
投资收益	(11)	(43)	(66)	(36)	(26)
营运资金变动	124	29	(260)	(212)	(208)
其它	0	11	(16)	2	2
投资活动现金流	(1218)	(3418)	(171)	(201)	(211)
资本支出	(172)	(141)	(237)	(237)	(237)
其他投资	(1046)	(3278)	66	36	26
筹资活动现金流	(237)	3012	(535)	(278)	(302)
借款变动	(31)	(96)	0	0	0
普通股增加	0	98	0	0	0
资本公积增加	0	3182	0	0	0
股利分配	(237)	(266)	(577)	(306)	(338)
其他	31	94	42	28	37
现金净增加额	(516)	339	82	533	584

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2273	2519	2827	3048	3255
营业成本	949	1200	1154	1164	1247
营业税金及附加	33	39	44	48	51
营业费用	368	475	445	470	500
管理费用	58	74	81	84	86
研发费用	7	5	6	7	7
财务费用	(34)	(96)	(42)	(28)	(37)
资产减值损失	(0)	(2)	0	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	11	13	13	13	3
投资收益	11	43	53	23	23
营业利润	915	874	1205	1340	1428
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	914	874	1205	1340	1428
所得税	137	132	186	212	226
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	777	742	1020	1128	1201

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	14%	11%	12%	8%	7%
营业利润	27%	-4%	38%	11%	7%
归母净利润	28%	-5%	37%	11%	7%
获利能力					
毛利率	58.3%	52.4%	59.2%	61.8%	61.7%
净利率	34.2%	29.5%	36.1%	37.0%	36.9%
ROE	22.8%	10.4%	13.4%	13.4%	12.9%
ROIC	21.8%	9.1%	12.8%	13.0%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	14.1%	7.5%	7.0%	6.4%	6.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.8	12.5	13.6	15.1	16.3
速动比率	4.0	11.7	12.8	14.3	15.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.4	3.1	3.0	3.1	3.2
应收账款周转率	1456.0	899.0	1932.0	47865.0	47648.0
应付账款周转率	12.2	10.3	7.6	7.8	8.0
每股资料(元)					
EPS	0.98	0.84	1.15	1.27	1.35
每股经营净现金	1.19	0.84	0.89	1.14	1.24
每股净资产	4.32	8.07	8.57	9.50	10.47
每股股利	0.00	0.65	0.34	0.38	0.41
估值比率					
PE	30.3	35.7	25.9	23.5	22.0
PB	6.9	3.7	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	22.8	25.2	16.6	14.9	14.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

欧阳廷昊：中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。