

公司研究

华东地区收入贡献大，品宣费用收缩释放利润

——涪陵榨菜（002507.SZ）2022年半年报业绩点评

要点

事件：涪陵榨菜发布 2022 年中报，报告期内公司实现营业收入/归母净利润 14.22/5.16 亿元，同比+5.58%/+37.24%，22Q2 实现营收/归母净利润 7.33/3.02 亿元，同比+14.98%/+74.68%。

品类拓展顺利，华东地区贡献较多增量。（1）分产品看，2022 年上半年公司榨菜/萝卜/泡菜/其他产品分别实现收入 12.36/0.56/1.05/0.23 亿元，同比+2.99%/+37.02%/+26.81%/+3.55%。今年 4 月新品调味菜首发入市，产品主要包括脆口萝卜干、红油豇豆、野山椒味海带丝，根据渠道跟踪反馈，新品实现较快增长。

（2）分销售模式看，2022 年上半年公司直销/经销分别实现营收 0.49/13.70 亿元，同比+40.83%/+4.55%。从经销商数量来看，截至 2022 年 6 月底，公司共有经销商 2770 家，较 2021 年末减少 260 家，其中华南销售大区经销商减少数量最多为 75 家。上半年经销商数量减少一方面是由于部分市场和渠道的整合导致经销商数量减少，另一方面是由于受经济环境影响，部分经销商主动退出。（3）分销售地区看，2022 年上半年华东地区由于受疫情影响，居家消费场景增多，提升了对榨菜的消费需求，导致上半年华东地区销售收入增速较快，同比增长 37.27%，国内其他地区收入基本保持平稳。

品宣费用收缩释放大量利润。（1）2022 年上半年/2022Q2 公司毛利率分别为 55.10%/57.67%，同比-4.39/-1.18pcts。二季度毛利率下滑主要系产品结构调整，毛利率较低的萝卜、泡菜收入增速较快（22H1 榨菜/萝卜/泡菜毛利率分别为 57.6%/41.9%/33.8%）。（2）2022 年上半年/2022Q2 公司销售费用率分别为 14.22%/10.79%，同比-10.97/-15.52pcts，主要系 2022 年上半年品牌宣传费用同比大幅减少 81.34%。今年公司对销售费用结构进行了调整，削减品牌宣传费用的同时加强地面推广费用的投放。（3）2022 年上半年/2022Q2 公司管理费用率分别为 3.10%/3.02%，同比+0.51/-0.12pcts，基本保持稳定。（4）综合来看，2022 上半年/2022Q2 公司销售净利率分别为 36.31%/41.20%，同比+8.38/+14.08pcts。

展望全年利润增速有望超过收入增速，具备较高弹性空间。2022 年青菜头采购价同比下降约 40%，今年的青菜头腌制后大约于 5 月、6 月开始使用。成本压力显著下行+费用投放力度缩窄为利润的释放带来空间。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 9.96/11.70/12.89 亿元，折合 2022/23/24 年 EPS 为 1.12/1.32/1.45 元，当前股价对应 2022/23/24 年 PE 分别为 27x/23x/21x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；行业竞争高于预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,273	2,519	2,970	3,300	3,596
营业收入增长率	14.23%	10.82%	17.92%	11.12%	8.97%
净利润（百万元）	777	742	996	1,170	1,289
净利润增长率	28.42%	-4.52%	34.31%	17.39%	10.18%
EPS（元）	0.98	0.84	1.12	1.32	1.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.78%	10.35%	12.69%	13.41%	13.34%
P/E	30	36	27	23	21
P/B	6.9	3.7	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-29（注：2020-2022 年股份数分别为 7.89/8.88/8.88 亿股）

买入（维持）

当前价：29.80 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebscn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebscn.com

联系人：杨哲

yangz@ebscn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.88
总市值(亿元)	264.51
一年最低/最高(元)	24.95/39.26
近 3 月换手率	91.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.39	-18.57	15.01
绝对	-11.07	-13.86	3.03

资料来源：Wind

相关研报

22Q1 业绩符合预期，22Q2 进入利润释放期——涪陵榨菜（002507.SZ）2022 年一季报业绩点评（2022-04-27）
提价叠加降成本，22 年利润弹性可期——涪陵榨菜（002507.SZ）动态跟踪（2022-03-18）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,273	2,519	2,970	3,300	3,596
营业成本	949	1,200	1,195	1,279	1,356
折旧和摊销	83	101	85	138	198
税金及附加	33	39	47	52	56
销售费用	368	475	549	574	607
管理费用	58	74	88	98	102
研发费用	7	5	8	9	10
财务费用	-34	-96	-48	-59	-21
投资收益	11	43	0	0	0
营业利润	915	874	1,172	1,376	1,516
利润总额	914	874	1,172	1,376	1,516
所得税	137	132	176	206	227
净利润	777	742	996	1,170	1,289
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	777	742	996	1,170	1,289
EPS(元)	0.98	0.84	1.12	1.32	1.45

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	939	745	1,111	1,156	1,404
净利润	777	742	996	1,170	1,289
折旧摊销	83	101	85	138	198
净营运资金增加	-141	2,502	183	291	240
其他	220	-2,599	-154	-443	-322
投资活动产生现金流	-1,218	-3,418	-1,108	-1,289	-1,289
净资本支出	-172	-141	-1,105	-1,289	-1,289
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,046	-3,278	-3	0	0
融资活动现金流	-237	3,012	-229	-207	-301
股本变化	0	98	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	67	24	287	68	55
净现金流	-516	339	-227	-340	-186

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	58.3%	52.4%	59.7%	61.2%	62.3%
EBITDA 率	41.9%	33.3%	40.5%	44.1%	47.1%
EBIT 率	38.3%	29.3%	37.6%	39.9%	41.6%
税前净利润率	40.2%	34.7%	39.5%	41.7%	42.2%
归母净利润率	34.2%	29.5%	33.6%	35.4%	35.8%
ROA	19.6%	9.6%	11.4%	12.1%	12.1%
ROE (摊薄)	22.8%	10.4%	12.7%	13.4%	13.3%
经营性 ROIC	24.4%	11.2%	14.0%	13.7%	13.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	14%	8%	10%	10%	9%
流动比率	4.80	12.55	7.97	7.33	6.97
速动比率	3.96	11.70	7.32	6.66	6.29
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,970	7,749	8,721	9,660	10,653
货币资金	1,750	3,086	2,859	2,520	2,334
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3	3	1	26	22
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	8	8	15	17	18
存货	383	401	478	512	542
其他流动资产	22	2,391	2,481	2,547	2,607
流动资产合计	2,189	5,894	5,844	5,632	5,533
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,056	1,201	2,136	3,359	4,466
在建工程	122	74	170	107	101
无形资产	153	507	497	487	478
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	385	8	11	11	11
非流动资产合计	1,780	1,854	2,878	4,028	5,120
总负债	558	582	869	937	991
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	80	154	155	166	149
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	208	264	306
其他流动负债	15	11	11	11	11
流动负债合计	456	470	733	768	793
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	85	84	129	162	192
非流动负债合计	102	112	135	168	198
股东权益	3,411	7,167	7,853	8,724	9,662
股本	789	888	888	888	888
公积金	274	3,496	3,596	3,647	3,647
未分配利润	2,348	2,783	3,370	4,189	5,127
归属母公司权益	3,411	7,167	7,853	8,724	9,662
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	16.19%	18.86%	18.49%	17.39%	16.89%
管理费用率	2.53%	2.95%	2.98%	2.96%	2.84%
财务费用率	-1.51%	-3.80%	-1.62%	-1.79%	-0.57%
研发费用率	0.30%	0.22%	0.28%	0.28%	0.28%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.35	0.34	0.40	0.44
每股经营现金流	1.19	0.84	1.25	1.30	1.58
每股净资产	4.32	8.07	8.85	9.83	10.88
每股销售收入	2.88	2.84	3.35	3.72	4.05

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	30	36	27	23	21
PB	6.9	3.7	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	24.3	29.7	21.1	17.8	15.5
股息率	0.0%	1.2%	1.1%	1.3%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE