



## 增持(维持)

所属行业: 食品饮料  
当前价格(元): 29.80

### 证券分析师

花小伟

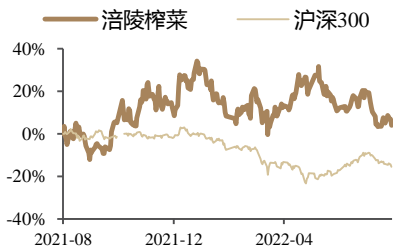
资格编号: S0120521020001  
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

### 研究助理

林晨星

资格编号: S0120121070007  
邮箱: lincx@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.07	-6.14	-13.86
相对涨幅(%)	-5.39	-9.64	-17.69

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

1.《涪陵榨菜(002507.SH)深度报告: 提价降本弹性显, 战略升级潜力足》, 2022.5.9

# 涪陵榨菜(002507.SZ)半年报点评: 收入稳健, 降本减费提振利润

## 投资要点

- **事件:** 涪陵榨菜发布 2022 年度半年报, 公司 22H1 实现营业收入 14.2 亿元, 同比增长 5.6%; 归母净利润 5.2 亿元, 同比增长 37.2%; 扣非归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 28.4%。单 Q2 实现营业收入 7.3 亿元, 同比增长 15.0%; 归母净利润 3.0 亿元, 同比增长 74.7%; 扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 65.2%。
- **榨菜主业价增驱动增长, 萝卜泡菜放量迎量价齐升。分产品来看,** 主营业务中榨菜/萝卜/泡菜/其他产品分别实现收入 12.4/0.6/1.1/0.2 亿元, 同比分别 +3.0%/+37.0%/+26.8%/+3.5%。量价拆分后可得, 榨菜销量/价格同比分别 -10.0%/+14.4%, 价增驱动增长, 提价之下销量增长存在压力; 萝卜销量/价格同比分别 +25.9%/+8.8%, 泡菜销量/价格同比分别 +10.9%/+14.3%, 萝卜和泡菜实现量价齐升。从聚焦榨菜主业向产品矩阵式发展战略迁移, 公司在巩固榨菜主业的同时, 着力发展下饭菜, 以萝卜为起点向酱腌菜领域延伸。**分地区来看,** 华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北销售大区分别实现收入 3.4/3.0/1.7/1.6/1.4/1.2/1.0/0.7 亿元, 同比分别 -3.6%/+37.3%/-0.8%/+0.1%/+8.4%/-1.3%/-12.1%/+7.6%, 其中华东地区表现亮眼, 我们判断系疫情影响下居家消费场景增加, 榨菜动销提速。**经销商数量来看,** 22H1 末经销商数量 2770 个, 较 21H1 末下降 260 个, 主要系部分市场经销商整合和小商退出。
- **成本下降降费投收缩, 盈利能力显著改善。** 22Q2 归母净利润表现超预期, 同比增长 74.7%, 主要系新青菜头替换提振毛利和销售费用收缩双因共振。计算 22H1 运费率为 3.2%, 以此比率对 Q2 运费进行还原(假定 H1 和 Q2 单季运费率相同), **还原后 22Q2 毛利率 60.9%, 销售费用率 14.0%。**其中, 22Q2 毛利率同比+2pct, 主要系 5 月初低价新青菜头投入使用后成本生产所需原料成本下降有关(21/22 年新青菜头收购价约 1250/800 元每吨); 22Q2 销售费用率同比-12.3pct(H1 同比-7.8pct), 主要系品牌宣传费下降所致, 22H1 绝对额同比下降 1.4 亿元, 约为 22H1 营业收入的 9.6%。此外 H1/Q2 公司投资收益分别增加 4065/1964 万元, 22H1/Q2 录得归母净利率 36.3%/41.2%, 同比+8.4/+14.1pct。
- **下饭菜前景广阔, 调味菜积极布局, 渠道下沉尚存空间。** 下饭菜品类瞄准酱腌菜市场, 市场较之榨菜显著拓宽, 目前萝卜和泡菜作为主力品类增长势头正盛, 我们看好公司借力品牌渠道优势, 向酱腌菜发起冲击的长期成长动力和广阔空间。调味菜专门成立销售二部, 外聘职业经理人, 有望形成新的增长极。2021 年公司县级市场增长达到 20%, 占比已超过 20%, 已覆盖 1000 余个县级市场, 目前依然存在空间。
- **投资建议: 短期来看,** 疫后公司恢复费投力度, 配合新品类上市推广放量, 业绩有所支撑。**中期来看,** 提价与成本共筑业绩弹性, 2022 年销售费用率预计收缩, 渠道开拓和新品上市有望贡献额外增量, 2023 年因成本滞后反应, 同比仍有弹性。**长期来看,** 公司榨菜主业稳固, 份额有望持续提升, 战略升级后新品类和新渠道助力打开成长天花板。预计公司 2022-2024 年实现营业收入 29.4/33.0/36.9 亿元, 实现归母净利润 10.2/11.8/13.3 亿元, 对应 PE 分别为 26.0/22.4/19.8X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 提价消化不畅, 产品和渠道开拓不及预期, 行业竞争加剧

**股票数据**

总股本(百万股):	887.63
流通 A 股(百万股):	877.67
52 周内股价区间(元):	25.18-38.48
总市值(百万元):	26,451.37
总资产(百万元):	8,123.67
每股净资产(元):	8.31

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,273	2,519	2,939	3,304	3,693
(+/-)YOY(%)	14.2%	10.8%	16.7%	12.4%	11.7%
净利润(百万元)	777	742	1,018	1,183	1,334
(+/-)YOY(%)	28.4%	-4.5%	37.2%	16.2%	12.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.98	0.87	1.15	1.33	1.50
毛利率(%)	58.3%	52.4%	59.1%	62.4%	63.0%
净资产收益率(%)	22.8%	10.4%	13.0%	13.8%	14.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.87	1.15	1.33	1.50
每股净资产	8.07	8.82	9.69	10.66
每股经营现金流	0.84	1.12	1.69	1.88
每股股利	0.35	0.40	0.47	0.53
价值评估(倍)				
P/E	43.45	25.98	22.36	19.83
P/B	4.68	3.38	3.08	2.79
P/S	10.50	9.00	8.00	7.16
EV/EBITDA	36.42	19.24	15.56	13.56
股息率%	0.9%	1.3%	1.6%	1.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	52.4%	59.1%	62.4%	63.0%
净利润率	29.5%	34.6%	35.8%	36.1%
净资产收益率	10.4%	13.0%	13.8%	14.1%
资产回报率	9.6%	12.3%	13.0%	13.3%
投资回报率	8.7%	11.5%	12.9%	13.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.8%	16.7%	12.4%	11.7%
EBIT 增长率	-15.4%	43.8%	23.9%	13.4%
净利润增长率	-4.5%	37.2%	16.2%	12.8%
偿债能力指标				
资产负债率	7.5%	5.7%	5.4%	5.4%
流动比率	12.5	12.6	11.5	10.4
速动比率	11.7	11.2	10.3	9.2
现金比率	6.6	4.6	4.0	3.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	122.1	150.9	140.1	137.7
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	2.1	1.2	1.0	0.9

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	742	1,018	1,183	1,334
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	104	232	294	356
非经营收益	-78	-50	-17	-19
营运资金变动	-22	-208	39	1
经营活动现金流	745	992	1,500	1,673
资产	-141	-2,119	-1,244	-1,244
投资	-3,283	0	0	0
其他	6	50	17	18
投资活动现金流	-3,418	-2,069	-1,228	-1,226
债权募资	0	0	0	0
股权募资	3,280	0	0	0
其他	-268	-356	-414	-467
融资活动现金流	3,012	-356	-414	-467
现金净流量	339	-1,433	-142	-20

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,519	2,939	3,304	3,693
营业成本	1,200	1,202	1,241	1,366
毛利率%	52.4%	59.1%	62.4%	63.0%
营业税金及附加	39	44	50	56
营业税金率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	475	538	595	665
营业费用率%	18.9%	18.3%	18.0%	18.0%
管理费用	74	88	99	111
管理费用率%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	5	10	9	10
研发费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	735	1,057	1,310	1,485
财务费用	-96	-71	-47	-45
财务费用率%	-3.8%	-2.4%	-1.4%	-1.2%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	43	50	17	18
营业利润	874	1,198	1,392	1,570
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	874	1,198	1,392	1,570
EBITDA	837	1,289	1,603	1,841
所得税	132	180	209	236
有效所得税率%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	742	1,018	1,183	1,334

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,086	1,653	1,511	1,491
应收账款及应收票据	3	3	4	4
存货	401	497	476	515
其它流动资产	2,404	2,407	2,408	2,410
流动资产合计	5,894	4,561	4,400	4,420
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,201	2,353	3,367	4,288
在建工程	74	819	765	743
无形资产	507	497	487	477
非流动资产合计	1,854	3,741	4,692	5,581
资产总计	7,749	8,302	9,091	10,001
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	154	122	130	152
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	315	239	251	271
流动负债合计	470	361	381	424
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	112	112	112	112
非流动负债合计	112	112	112	112
负债总计	582	473	493	536
实收资本	888	888	888	888
普通股股东权益	7,167	7,829	8,598	9,465
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	7,749	8,302	9,091	10,001

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。