東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

结构优化持续推进，盈利能力得到改善

涪陵榨菜 2022 年半年报点评

事件：

公司公告 2022 年半年报，其中营收为 14.22 亿元（同比+5.58%），归母净利润为 5.16 亿元（同比+37.24%），调整规则以后的毛利率为 55.03%（同比-0.84pct）。2022Q2 公司的营收为 7.33 亿元（同比+14.89%），归母净利润为 3.02 亿元（同比+74.57%）。

点评：

吨价提振成为榨菜收入增长的主因，萝卜和泡菜均实现量价齐升。分产品来看，榨菜的营收为 12.36 亿元（同比+2.99%），吨价和销量分别同比+14.40%和-9.97%。萝卜的营收为 5554 万元（同比+37.02%），吨价和销量分别同比+8.81%和+25.93%。泡菜的营收为 1.05 亿元（同比+26.81%），吨价和销量分别同比+14.34%和+10.91%。其他产品的营收为 2251 万元（同比+3.55%），吨价和销量分别同比-2.55%和+6.25%。

渠道结构优化，费用控制合理有效，盈利能力出现改善。公司采取经销为主、直销为辅的销售方式，2022H1 的直销收入占比 3.46%，经销收入占比 96.54%。经过整合与优胜劣汰，公司经销渠道结构得到精简优化，2022H1 的经销商数量为 2770 家，同比减少 260 家。2022H1 公司的品牌宣传费用同比-81.34%，而且从结构上来看，新媒体（互联网公关）在品牌宣传中的占比提高至 86.94%。在销售费用的合理控制和使用下，公司盈利能力得到改善。2022H1 的毛销差为 5.81 亿元（同比+25.81%），毛销差占营收的比重为 40.88%（同比+6.57pct），净利率为 36.31%（同比+8.38pct）。

现有产品不断优化升级，新品类储备丰富，未来有望实现业绩放量。在产品矩阵的开拓上，公司提出榨菜升级做透、萝卜多元做大、延伸开发零食、尝试进入酱类的策略。对于现有品类，公司不断优化口味、工艺和包装，推进产品优化和升级。新开发并上市轻盐系列、下饭菜、调味菜等，而且有较多新品类处于研发定型阶段。公司在品牌、供应链、销售网络等方面已经建立领先优势，产品升级叠加品类扩张有望推动公司业绩持续增长。

投资建议

预计 2022 年~2024 年的 EPS 为 1.14/1/35/1.57，基于 8 月 1 日的收盘价 32.78 元，对应的 PE 为 28.71/24.20/20.94，维持“推荐”评级。

风险提示

原材料成本波动；渠道下沉效果不及预期；扩品类效果不及预期。

盈利预测

项目（单位：百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2518.65	2935.30	3243.75	3587.55
增长率（%）	10.82	16.54	10.51	10.60
归母净利润	741.96	1013.62	1202.17	1389.26
增长率（%）	-4.52	36.61	18.60	15.56
EPS（元/股）	0.84	1.14	1.35	1.57
市盈率（P/E）	45.22	28.71	24.20	20.94
市净率（P/B）	4.68	3.56	3.10	2.70

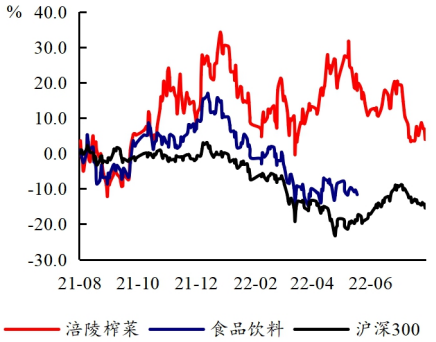
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价基准为 8 月 1 日股价 32.78 元/股

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	887.63
流通 A 股/B 股(百万股)	887.63/0.00
资产负债率(%)	9.24
每股净资产(元)	7.97
市净率(倍)	3.74
净资产收益率(加权)	10.45
12 个月内最高/最低价	38.88/25.69

相关研究

《渠道下沉披荆斩棘，品类扩张乘风破浪》2022.06.13

利润表（百万元）

	2021A	2022	2023E	2024E
营业收入	2518.65	2935.30	3243.75	3587.55
%同比增速	10.82%	16.54%	10.51%	10.60%
营业成本	1199.94	1188.74	1258.40	1357.22
毛利	1318.71	1746.56	1985.35	2230.33
%营业收入	52.36%	59.50%	61.21%	62.17%
税金及附加	39.50	42.56	47.03	52.02
%营业收入	1.57%	1.45%	1.45%	1.45%
销售费用	475.02	518.08	564.41	609.88
%营业收入	18.86%	17.65%	17.40%	17.00%
管理费用	74.23	117.41	100.56	111.21
%营业收入	2.95%	4.00%	3.10%	3.10%
研发费用	5.43	14.68	10.98	10.76
%营业收入	0.22%	0.50%	0.34%	0.30%
财务费用	-95.63	-81.60	-96.48	-118.06
%营业收入	-3.80%	-2.78%	-2.97%	-3.29%
资产减值损失	0.00	-1.35	-0.37	-0.57
信用减值损失	-2.48	0.00	0.00	0.00
其他收益	13.02	20.20	18.29	21.16
投资收益	42.92	38.37	37.91	49.99
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.04	0.33	0.15	0.21
营业利润	873.65	1192.98	1414.82	1635.29
%营业收入	34.69%	40.64%	43.62%	45.58%
营业外收支	-0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	873.62	1192.98	1414.82	1635.29
%营业收入	34.69%	40.64%	43.62%	45.58%
所得税费用	131.66	179.36	212.65	246.03
净利润	741.96	1013.62	1202.17	1389.26
%营业收入	29.46%	34.53%	37.06%	38.72%
归属于母公司的净利润	741.96	1013.62	1202.17	1389.26
%同比增速	-4.52%	36.61%	18.60%	15.56%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS（元/股）	0.84	1.14	1.35	1.57

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3086	3467	4340	5265
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	3	2	3	4
存货	401	491	483	512
预付账款	5	14	18	14
其他流动资产	2399	2406	2404	2406
流动资产合计	5894	6381	7248	8200
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1201	1602	1832	2091
无形资产	507	677	852	1085
商誉	39	39	39	39
递延所得税资产	23	23	23	23
其他非流动资产	84	109	60	36
资产总计	**7749**	**8830**	**10054**	**11475**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	154	121	132	152
预收账款	0	50	18	27
应付职工薪酬	54	48	53	58
应交税费	59	48	61	70
其他流动负债	203	270	296	285
流动负债合计	470	537	560	590
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	16	16	16	16
其他非流动负债	96	96	96	96
负债合计	**582**	**649**	**672**	**702**
归属于母公司的所有者权益	7167	8181	9383	10772
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**7167**	**8181**	**9383**	**10772**
负债及股东权益	**7749**	**8830**	**10054**	**11475**

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.84	1.14	1.35	1.57
BVPS	8.07	9.22	10.57	12.14
PE	45.22	28.71	24.20	20.94
PEG	—	0.82	1.36	1.41
PB	4.68	3.56	3.10	2.70
EV/EBITDA	36.88	21.15	18.73	15.77
ROE	10.35%	12.39%	12.81%	12.90%
ROIC	8.58%	10.94%	11.43%	11.40%

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	**745**	**1159**	**1324**	**1492**
投资	-3283	0	0	0
资本性支出	-141	-817	-488	-617
其他	6	38	38	50
投资活动现金流净额	**-3418**	**-778**	**-451**	**-567**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	3280	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-266	0	0	0
其他	-1	0	0	0
筹资活动现金流净额	**3012**	**0**	**0**	**0**
现金净流量	**339**	**381**	**873**	**925**

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值 。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司　研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层　　邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼　　邮编：200120
广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层　　邮编：518046

公司网址：http://www.easec.com.cn/