

# 涪陵榨菜 (002507.SZ)

上半年业绩同比增长 37.2%，降本缩费助力盈利能力改善

买入

## 核心观点

**公司公布 2022 年中报：**榨菜 2022H1 实现营收 14.2 亿元，同比+5.6%；实现归母净利润 5.2 亿元，同比+37.2%；实现扣非归母净利润 4.8 亿，同比+28.4%。其中单 2022Q2 实现营收 7.3 亿元，同比+15.0%；归母净利润 3.0 亿元，同比+74.7%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比+65.2%。

**直接提价贡献核心增长，新品量价齐升。**分产品看，2022H1 公司榨菜/萝卜/泡菜/其他产品分别实现收入 12.4/0.6/1.1/0.3 亿元，同比+3.0%/37.0%/26.8%/8.8%。其中榨菜销量/价格分别同比-10.0%/+14.4%，销量下滑主要系：1) 1Q21 渠道备货积极基数较高；2) 提价在传导过程中影响了短期动销。但随着提价逐渐顺利传导到终端和 3-5 月疫情严重区域居民囤货需求旺盛，动销逐渐恢复。萝卜销量/价格分别同比+25.9%/+8.81%；泡菜销量/价格分别同比+10.9%/+14.3%，榨菜外品类表现亮眼并实现量价齐升。

**华东区域因疫情增速亮眼，经销资源持续整合。**分区域看，22H1 华东/华北/华中/华南地区分别实现收入 1.61/2.97/1.68/3.41 亿元，同比+37.3%/+0.1%/-0.8%/-3.6%，华东区域增速较快主要系产品受益于 C 端居家囤货。2022H1 公司共计经销商 2770 家，较 2021 年末减少 260 家。主要系：1) 部分市场/渠道整合导致经销商数量减少；2) 部分弱小市场经销商因自身原因选择放弃合作。

**降本缩费助力盈利能力大幅改善，22Q3 榨菜业绩仍有望加速释放。**2Q22 毛利率为 57.7%，可比口径下 2Q22 毛利率同比+2.4pct/环比+5.3pct，主要系公司 4/5 月开始使用年初收储的青菜头，毛利率改善明显。2Q22 销售费用率为 17.9%，可比口径下 2Q22 销售费用率同比-12pct，主要系 1) 1H22 公司主动减少广告投入，1H22 广告费用率仅 2.2%，同比-10.2pct；2) 疫情导致地推费用投入受限。公司 2Q22 净利率 41.2%，同比+14.1pct/环比+10.1pct。考虑到 22Q3 报表基数依然较低，预计 22Q3 业绩仍将保持高速增长趋势。

**风险提示：**渠道下沉进度不及预期、食品安全风险、行业需求疲软等。

**投资建议：**提价叠加成本下行，2022 年业绩弹性可期，维持“买入”评级。

我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润 9.7/12.0/15.3 亿元，同比增长 30%/24%/18%；当前股价对应 PE 分别为 30/25/21x。短期看，提价叠加青菜头采购成本下行，公司 2022 年利润弹性将充分释放；长期看，渠道下沉和品类拓展将助力长期业绩提升，看好公司长期做大酱腌菜版图，短期经营数据波动给予舒适的价值买点，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,273	2,519	2,905	3,335	3,818
(+/-%)	14.2%	10.8%	15.3%	14.8%	14.5%
净利润(百万元)	777	742	968	1196	1407
(+/-%)	28.4%	-4.5%	30.4%	23.6%	17.7%
每股收益(元)	0.98	0.84	0.98	1.21	1.43
EBIT Margin	37.8%	28.8%	34.1%	38.8%	40.1%
净资产收益率 (ROE)	22.8%	10.4%	12.3%	13.8%	14.6%
市盈率 (PE)	30.4	35.8	30.5	24.7	21.0
EV/EBITDA	25.7	32.9	26.4	20.7	17.8
市净率 (PB)	6.93	3.71	3.76	3.40	3.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究 · 财报点评

### 食品饮料 · 调味发酵品 II

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	29.80 元
总市值/流通市值	26462/26164 百万元
52 周最高价/最低价	39.66/25.46 元
近 3 个月日均成交额	427.84 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《涪陵榨菜 (002507.SZ) -降本与提价共振，榨菜龙头扬帆远航》——2022-07-15

《涪陵榨菜 (002507.SZ) 一季度业绩同比增长 5.4%，费用收缩助力盈利能力恢复》——2022-04-28

《涪陵榨菜-002507-2021 年业绩预告点评：四季度盈利改善，长期业绩弹性可期》——2022-02-25

《涪陵榨菜-002507-2021 年三季报点评：动销环比增长，成本阶段承压》——2021-11-02

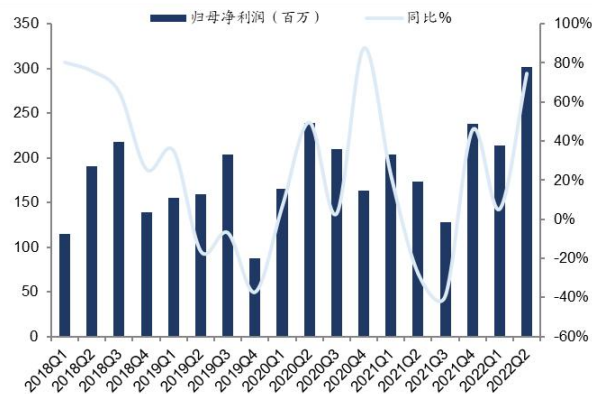
《涪陵榨菜-002507-2021 年半年报点评：费投增加支撑收入增长，Q2 经营阶段承压》——2021-08-02

图1: 涪陵榨菜分季度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



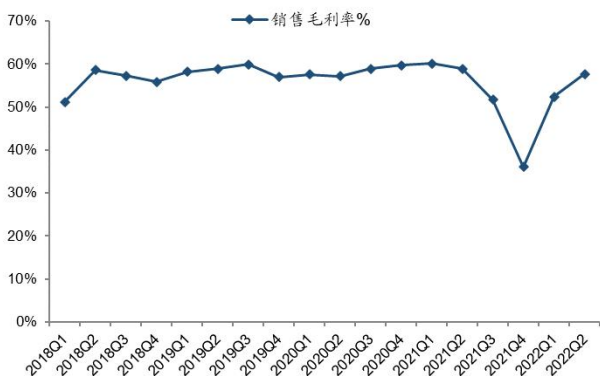
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 涪陵榨菜分季度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



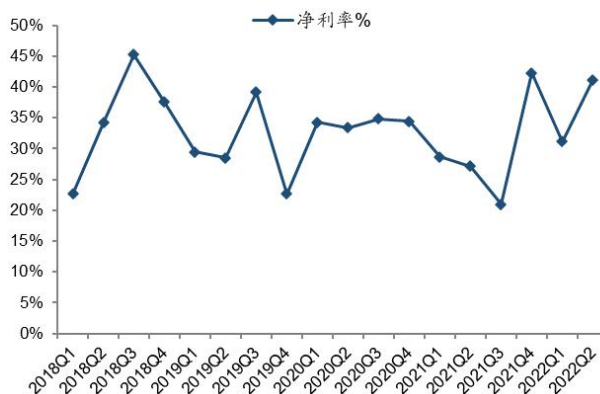
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 涪陵榨菜分季度毛利率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 涪陵榨菜分季度净利率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1750	3086	3512	3961	4532	营业收入	2273	2519	2905	3335	3818
应收款项	11	11	19	22	24	营业成本	949	1200	1213	1330	1492
存货净额	383	401	390	428	483	营业税金及附加	33	39	43	49	56
其他流动资产	46	2396	2614	3002	3436	销售费用	368	475	538	532	593
<b>流动资产合计</b>	<b>2189</b>	<b>5894</b>	<b>6535</b>	<b>7413</b>	<b>8476</b>	管理费用	58	74	106	114	127
固定资产	1179	1275	1298	1310	1312	研发费用	7	5	15	17	19
无形资产及其他	153	507	487	467	447	财务费用	(34)	(96)	(82)	(93)	(106)
投资性房地产	449	72	72	72	72	投资收益	11	43	66	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3970</b>	<b>7749</b>	<b>8392</b>	<b>9262</b>	<b>10306</b>	其他收入	4	5	(15)	(17)	(19)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	915	874	1139	1407	1656
应付款项	80	154	108	119	134	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	376	315	327	349	392	<b>利润总额</b>	<b>914</b>	<b>874</b>	<b>1139</b>	<b>1407</b>	<b>1656</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>456</b>	<b>470</b>	<b>436</b>	<b>468</b>	<b>527</b>	所得税费用	137	132	171	211	248
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	102	112	112	112	112	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>777</b>	<b>742</b>	<b>968</b>	<b>1196</b>	<b>1407</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>102</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>558</b>	<b>582</b>	<b>548</b>	<b>580</b>	<b>639</b>	净利润	777	742	968	1196	1407
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	2	0	0	(0)
股东权益	3411	7167	7845	8682	9667	折旧摊销	83	101	147	159	168
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3970</b>	<b>7749</b>	<b>8392</b>	<b>9262</b>	<b>10306</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(34)	(96)	(82)	(93)	(106)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	281	(1965)	(248)	(397)	(432)
每股收益	0.98	0.84	0.98	1.21	1.43	其它	(1)	(2)	(0)	(0)	0
每股红利	0.30	0.30	0.29	0.36	0.43	<b>经营活动现金流</b>	<b>1142</b>	<b>(1123)</b>	<b>867</b>	<b>957</b>	<b>1144</b>
每股净资产	4.32	8.07	7.96	8.81	9.81	资本开支	0	(190)	(150)	(150)	(150)
ROIC	24%	12%	13%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23%	10%	12%	14%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(190)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>
毛利率	58%	52%	58%	60%	61%	权益性融资	(0)	3280	0	0	0
EBIT Margin	38%	29%	34%	39%	40%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	33%	39%	44%	44%	支付股利、利息	(237)	(266)	(290)	(359)	(422)
收入增长	14%	11%	15%	15%	14%	其它融资现金流	126	(98)	0	0	0
净利润增长率	28%	-5%	30%	24%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(348)</b>	<b>2649</b>	<b>(290)</b>	<b>(359)</b>	<b>(422)</b>
资产负债率	14%	8%	7%	6%	6%	<b>现金净变动</b>	<b>794</b>	<b>1337</b>	<b>426</b>	<b>449</b>	<b>571</b>
息率	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	货币资金的期初余额	956	1750	3086	3512	3961
P/E	30.4	35.8	30.5	24.7	21.0	货币资金的期末余额	1750	3086	3512	3961	4532
P/B	6.9	3.7	3.8	3.4	3.1	企业自由现金流	0	(1439)	590	711	886
EV/EBITDA	25.7	32.9	26.4	20.7	17.8	权益自由现金流	0	(1537)	661	790	977

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032