

涪陵榨菜（002507）：下半年高增 确定性强，产品多元化初现成效

2022年8月2日

强烈推荐/维持

涪陵榨菜 公司报告

事件：公司2022年H1实现营业收入14.22亿元，同比+5.58%，归母净利润5.16亿元，同比+37.24%，扣非归母净利润4.79亿元，同比28.38%；2022Q2单季，公司实现营业收入7.33亿元，同比+14.98%，归母净利润3.02亿元，同比+74.68%，扣非归母净利润2.84亿元，同比+65.16%。

产品多元化初现成效。公司今年提出了以“榨菜升级做透，萝卜多元做大，延伸开发零食，尝试进入酱类”这一矩阵发展思路，新开发并上市轻盐系列榨菜产品、下饭菜、调味菜等新品。从半年报结果来看，萝卜和泡菜收入销量和收入增速明显提升。具体来看，2022H1公司榨菜营业收入同比+2.99%，萝卜+37.02%，泡菜+26.81%。销量方面，上半年榨菜/萝卜/泡菜分别同比-9.97%/25.93%/10.91%。2021年11月公司基于以青菜头为主的原材料价格上涨压力，提高了主要产品的出厂价，对今年Q1榨菜动销造成一定影响，导致H1榨菜销量有所下滑，不过Q2销售情况已明显好转。公司持续推进产品升级换包装，主打健康的减盐产品铺市率逐步增加，结合国潮与健康进行宣传，有利于帮助产品进一步打开增量市场。酱菜市场空间较大，预计未来公司多个主要产品均能够为公司带来业绩增量。

成本回落，毛利率明显改善。公司今年使用的青菜头大部分是去年收购的，成本价依然较高，加上大宗原材料价格从去年下半年开始上涨，去年上半年基数偏低，因此今年H1毛利率依然承压（55.10%）。公司今年收购的青菜头价格同比下降约40%，收购的青菜头腌制后陆续于5月、6月投入使用，因此公司Q2毛利率提升至57.67%。2021年底开始公司将运输费由销售费用调整计入主营业务成本，若将运输费还原，2022H1毛利率同比仅下降1.2pct，Q2同比+2pct左右。展望下半年，公司基本使用今年砍收的青菜头，预计下半年公司毛利率大幅改善。公司积极为基地农户提供良种良方以提高单位面积青菜头产量，并加大原料窖池建设投入力度，扩大原材料收储能力，从而降低原材料价格大幅波动的风险，增强公司抵御风险的能力，长期来看，有利于公司稳健经营。

品牌力增强带动未来费效比明显提升。2021年公司全年投入了2.55亿元（前两年仅210万元左右）进行品牌打造，在去年的宣传效果基础上，今年公司加大了地面宣传推广，减少品牌的空中宣传，销售费用率大幅降低10.97pct至14.22%，还原口径降低7.78pct。我们预计地面推广效果将更加直接，而去年的宣传效果也将逐步释放，预计推动公司宣传费的费效比明显提升，全年销售费用率下降至20%以内（还原口径）。

利润弹性逐步释放，产品升级和渠道精耕有望推动长期业绩增长。2022年公司目标收入28.96亿元，预计同比+15%，营业成本-1.03%，根据该数据测算毛利率59%，同比+6.64pct。我们认为今年青菜头成本回落，叠加涨价效应，利润弹性逐步释放，下半年毛利率有望进一步回升。长期来看，公司榨菜产品存在持续升级潜力，萝卜和泡菜也正在逐步放量，随着城市精耕、渠道下沉以及餐饮渠道的进一步开发，加上品牌力提升带来的营销效率的提升，公司产品市场将进一步扩大，运营效率、规模效率有望进一步提升从而带动业绩持续增长。

公司简介：

公司是一家以榨菜为根本，立足于佐餐开胃菜领域快速发展的农业产业化企业集团，是农业产业化国家重点龙头企业。公司产品畅销沃尔玛、家乐福、大润发等全球知名连锁卖场、全国各大超市、便利店、农贸市场等零售终端。旗下“乌江”牌榨菜先后获得“中国名牌产品”、“重庆市名牌农产品”等荣誉。

资料来源：公司公告、WIND

未来3-6个月重大事项提示：

无

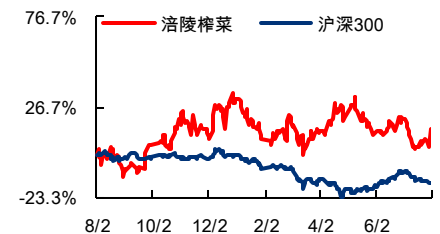
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	38.88-25.69
总市值（亿元）	290.97
流通市值（亿元）	287.7
总股本/流通A股（万股）	88,763/88,763
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.59

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjit@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 10.35、11.41 和 13.34 亿元，对应 EPS 分别为 1.17、1.29 和 1.50 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 28、25 和 22 倍。我们认为公司 2022 年业绩高增长确定性强，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情导致生产、运输和公司产品铺货受到影响，需求不及预期；能源、包装成本上涨超预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,272.75	2,518.65	2,911.85	3,144.61	3,540.31
增长率(%)	14.23%	10.82%	15.61%	7.99%	12.58%
归母净利润(百万元)	777.11	741.96	1,035.26	1,141.41	1,334.49
增长率(%)	28.42%	-4.52%	39.53%	10.25%	16.92%
净资产收益率(%)	22.78%	10.35%	12.89%	12.74%	13.27%
每股收益(元)	0.98	0.87	1.17	1.29	1.50
PE	33.45	37.68	28.11	25.49	21.80
PB	7.58	4.06	3.62	3.25	2.89

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	2189	5894	6753	7824	10347	营业收入	2273	2519	2912	3145	3540
货币资金	1750	3086	2149	1572	1770	营业成本	949	1200	1227	1342	1479
应收账款	3	3	3	4	4	营业税金及附加	33	39	44	49	54
其他应收款	8	8	9	10	11	营业费用	368	475	437	440	460
预付款项	24	5	7	-2	-6	管理费用	58	74	87	85	89
存货	383	401	453	472	533	财务费用	-34	-96	-66	-81	-73
其他流动资产	22	2391	4131	5768	8035	研发费用	7	5	6	7	7
非流动资产合计	1780	1854	1730	1612	1494	资产减值损失	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1056	1201	1105	1009	913	投资净收益	11.24	42.92	29.48	27.88	33.43
无形资产	153	507	477	448	422	加：其他收益	11.05	13.02	15.06	13.04	13.71
其他非流动资产	385	4	0	0	0	营业利润	915	874	1221	1345	1572
资产总计	3970	7749	8484	9435	11841	营业外收入	0.79	0.16	0.35	0.43	0.31
流动负债合计	456	470	368	395	1702	营业外支出	1.36	0.19	2.64	1.40	1.41
短期借款	0	0	0	36	1395	利润总额	914	874	1218	1344	1571
应付账款	80	154	129	155	163	所得税	137	132	183	202	236
预收款项	0	0	-65	-100	-160	净利润	777	742	1035	1141	1334
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	102	112	81	81	81	归属母公司净利润	777	742	1035	1141	1334
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	558	582	449	476	1783	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	14.23%	10.82%	15.61%	7.99%	12.58%
实收资本（或股本）	789	888	888	888	888	营业利润增长	27.28%	-4.48%	39.72%	10.15%	16.90%
资本公积	21	3203	3203	3203	3203	归属于母公司净利润增长	28.42%	-4.52%	39.53%	10.25%	16.92%
未分配利润	2348	2783	3601	4468	5502	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3411	7167	8032	8957	10055	毛利率(%)	58.26%	52.36%	57.86%	57.34%	58.23%
负债和所有者权益	3970	7749	8481	9433	11838	净利率(%)	34.19%	29.46%	35.55%	36.30%	37.69%
现金流量表						偿债能力					
单位：百万元						总资产净利润(%)	19.58%	9.58%	12.20%	12.10%	11.27%
						ROE(%)	22.78%	10.35%	12.89%	12.74%	13.27%
经营活动现金流	939	745	-848	-497	-1025	运营能力					
净利润	777	742	1035	1141	1334	总资产周转率	0.62	0.43	0.36	0.35	0.33
折旧摊销	83.25	100.64	126.54	125.76	124.94	应收账款周转率	1456	899	928	894	914
财务费用	-34	-96	-66	-81	-73	应付账款周转率	29.17	21.52	20.58	22.14	22.22
应收帐款减少	-2	0	-1	0	0	每股指标(元)					
预收帐款增加	-102	0	-65	-35	-59	每股收益(最新摊薄)	0.98	0.87	1.17	1.29	1.50
投资活动现金流	-1218	-3418	27	21	26	每股净现金流(最新摊薄)	-0.65	0.38	-1.06	-0.65	0.22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.32	8.07	9.05	10.09	11.33
长期投资减少	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	11	43	29	28	33	P/E	33.45	37.68	28.11	25.49	21.80
筹资活动现金流	-237	3012	-116	-100	1196	P/B	7.58	4.06	3.62	3.25	2.89
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	25.04	29.60	21.03	19.85	17.71
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	98	0	0	0						
资本公积增加	0	3182	0	0	0						
现金净增加额	-516	339	-937	-577	198						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	涪陵榨菜（002507）：业绩弹性逐步释放，量价提升推动业绩长期增长	2022-03-21
行业普通报告	食品饮料行业报告：贵州茅台业绩基本符合预期，白酒中报业绩或分化	2022-07-25
行业普通报告	食品饮料行业报告：大宗商品价格持续回落，食品企业下半年有望迎毛利改善	2022-07-11
行业普通报告	食品饮料行业报告：市场担忧中报业绩，复苏仍是下半年投资主线	2022-07-04
行业普通报告	食品饮料行业报告：中外奶价表现趋于平稳，均存在较强支撑	2022-06-30
行业普通报告	食品饮料行业报告：疫情修复行情持续，餐饮产业链迎布局机会	2022-06-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：复苏预期引爆板块投资热情，需求有望进一步提振	2022-06-13
行业深度报告	食品饮料：基本面进入磨底期，下半年有望迎来复苏	2022-06-01
行业深度报告	食品饮料行业中期策略：基本面进入磨底期，下半年有望迎来复苏	2022-05-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526