

销售费用优化中报业绩超预期 Q3 有望进一步增长

——涪陵榨菜（002507.SZ）半年报点评

食品饮料/调味发酵品



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

7月29日，公司发布2022年半年报，上半年实现营收14.22亿元（同比+5.58%），实现归母净利润5.16亿元（同比+37.24%）；22Q2单季度实现营收7.33亿元（同比+14.98%），实现归母净利润3.02亿元（同比+74.68%），公司2季度利润水平超出我们此前的预期。

投资摘要：

核心业务榨菜量减价增，公司营收微涨；毛销差大增致Q2利润超预期。榨菜业务贡献22H1约87%营收，依然是公司核心业务。22H1榨菜销量6.59万吨，同比-9.97%，但同期榨菜吨价提升至约1.88万元，同比+14.4%，量价共同作用下公司22H1榨菜业务营收12.36亿元，同比+2.99%，公司各项业务总营收14.22亿元，同比+5.58%。在此背景下，公司22H1归母净利润能实现同比+37.24%的较大增长，主要因22Q2单季度归母净利润增幅较大，同比+74.68%。净利润增长的主因是该期单季度毛销差同比增加了14.34个百分点，达到46.87%。公司报表端22Q2毛利率微降1.18个百分点，22H1毛利率降4.39个百分点，受新会计准则下运输费由销售费用调整至营业成本的影响较大。22H1运输费约3869万元，在当期营收占比约3.13%。22H1销售费用率同比减10.97个百分点，22Q2销售费用率同比减15.52个百分点。

销售费用投放优化，互联网公关、梯媒、央视等渠道品宣费大减，地推费用等投放增加，资源向营销一线倾斜。22H1销售费用2.02亿元，绝对额减少1.37亿元（同比-40.4%），销售费用率降低10.96个百分点。其中：除宣传费口径调整后减少0.49亿元外，主要由于品牌宣传费由上年同期的1.67亿元大降81%至0.31亿元。公司对互联网公关（-0.45亿元）、梯媒（-0.5亿元）、央视（-0.4亿元）传统三大品宣投放途径的费用投放全面收紧。22H1市场推广费增55.08%至0.89亿元，成为本期销售费用最大单项开支，公司加大地推投入。此外，销售工作费用增19.92%，销售人员职工数量增加致该类职工薪酬增38.5%。公司的销售费用投放品牌打造方面大幅缩减，集中向一线营销人员倾斜。

产品品类方面，泡菜、萝卜营收高增，但榨菜仍是公司基本盘业务；受成本上涨制约，部分品类毛利率下滑。22H1榨菜/泡菜/萝卜/其他产品营收增速分别为+2.99%/+26.81%/+37.02%/+3.55%，泡菜及萝卜增速较高，但榨菜营收占比仍然高达86.96%。上述品类毛利率的同比变化分别为-3.82/-12.31/-2.53/-6.29个百分点。剔除会计口径调整影响后，榨菜、萝卜、泡菜及其他产品的毛利率变化分别为-0.6/-6.47/+5.2/+0.6个百分点。

销售区域方面，华东区域营收同比高增，部分区域毛利率小幅下滑。公司主要销售区域中，华南（营收贡献24%）仍为最大区域，华东营收高增37.27%，贡献增加至20.92%，距华南区域贡献进一步接近。毛利率方面，剔除会计口径影响的结果后，华南/西南区域毛利率分别增加0.34/4.02个百分点，除出口渠道外其他主要区域毛利率下滑0.34-2.85个百分点不等（出口渠道毛利率下滑13.08个百分点，但该区域占比很小）。

投资建议：Q3成本有望下行，收入进一步增长。随着公司年初低价采购青菜头在Q3的投入使用，叠加Q3包材价格有望降低，公司成本有望下行；公司对一线营销人员的投入或将促进销量进一步增长。根据公司半年报信息，我们上调对

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（维持）

2022年08月01日

汪冰洁

分析师

SAC执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

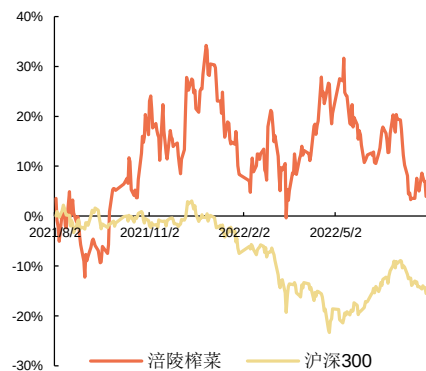
17621838100

交易数据

时间 2022年8月1日

总市值/流通市值（亿元）	291/288
总股本（万股）	88,763
资产负债率（%）	7.51
每股净资产（元）	8.07
收盘价（元）	32.78
一年内最低价/最高价（元）	24.95/39.26

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

1、《涪陵榨菜公司深度研究：掌控原料平滑成本波动 渠道发力构筑优势成长》
2022-04-11

证券研究报告

公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.16/1.27/1.45 元（原预测为 1.14/1.21/1.37 元），对应报告日股价的 PE 分别为 25.8 倍、23.5 倍和 20.5 倍。参考调味品行业估值水平和公司历史估值水平，对应公司的 22 年预测 EPS 给予 31 倍 PE 的估值，对应目标价格 39 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，疫情影响反复，行业竞争加剧，商标侵权及假冒伪劣风险。

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	2,817.91	3,148.06	3,459.95
增长率（%）	14.23%	10.82%	11.88%	11.72%	9.91%
归母净利润（百万元）	777.11	741.96	1,026.26	1,127.76	1,289.32
增长率（%）	28.42%	-4.52%	38.32%	9.89%	14.32%
净资产收益率（%）	22.78%	10.35%	12.85%	13.28%	13.72%
每股收益(元)	0.98	0.87	1.16	1.27	1.45
PE	30.41	34.25	25.77	23.45	20.52
PB	6.90	3.69	3.31	3.11	2.81

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2273	2519	2818	3148	3460	流动资产合计	2189	5894	2843	2881	2927
营业成本	949	1200	1134	1254	1317	货币资金	1750	3086	0	0	0
营业税金及附加	33	39	43	48	53	应收账款	3	3	4	4	5
营业费用	368	475	366	441	484	其他应收款	8	8	9	10	11
管理费用	58	74	85	94	104	预付款项	24	5	-13	-32	-53
研发费用	7	5	11	13	14	存货	383	401	419	441	475
财务费用	-34	-96	0	0	0	其他流动资产	22	2391	2421	2454	2485
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	1780	1854	2039	2203	2364
信用减值损失	-1	-2	-1	-1	-1	长期股权投资	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	1056	1201	1192	1220	1278
投资净收益	11	43	29	29	29	无形资产	153	507	533	559	587
营业利润	915	874	1207	1327	1517	商誉	39	39	39	39	39
营业外收入	1	0	0	0	0	其他非流动资产	385	4	4	4	4
营业外支出	1	0	0	0	0	资产总计	3970	7749	4883	5084	5291
利润总额	914	874	1207	1327	1517	流动负债合计	456	470	544	653	765
所得税	137	132	181	199	228	短期借款	0	0	0	0	0
净利润	777	742	1026	1128	1289	应付账款	80	154	144	159	167
少数股东损益	0	0	0	0	0	预收账款	0	0	85	179	283
归属母公司净利润	777	742	1026	1128	1289	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EBITDA	1113	1376	1399	1541	1746	非流动负债合计	102	112	92	92	92
EPS（元）	0.98	0.87	1.16	1.27	1.45	长期借款	0	0	0	0	0
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	负债合计	558	582	636	746	858
						少数股东权益	0	0	0	0	0
营业收入增长	14.23%	10.82%	11.88%	11.72%	9.91%	实收资本（或股本）	789	888	888	888	888
营业利润增长	27.28%	-4.48%	38.20%	9.89%	14.32%	资本公积	21	3203	3206	3206	3206
归属于母公司净利润增长	38.32%	9.89%	38.32%	9.89%	14.32%	未分配利润	2348	2783	3440	3522	3937
获利能力						归属母公司股东权益合计	3411	7167	7987	8495	9397
毛利率(%)	52.36%	59.75%	60.16%	61.93%	62.27%	负债和所有者权益	3970	7749	8624	9241	10255
净利率(%)	34.19%	29.46%	36.42%	35.82%	37.26%	现金流量表					
总资产净利润(%)	19.58%	9.58%	21.02%	22.18%	24.37%	经营活动现金流	单位:百万元				
ROE(%)	22.78%	10.35%	12.85%	13.28%	13.72%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
偿债能力						净利润	777	742	1026	1128	1289
资产负债率(%)	14%	8%	7%	8%	8%	折旧摊销	232.36	598.44	0.00	160.62	172.76
流动比率	4.80	12.55	5.23	4.41	3.82	财务费用	-34	-96	0	0	0
速动比率	3.96	11.70	4.46	3.73	3.20	应收账款减少	0	0	-1	0	0
营运能力						预收账款增加	0	0	85	94	104
总资产周转率	0.62	0.43	0.34	0.35	0.35	投资活动现金流	-1218	-3418	-347	-348	-360
应收账款周转率	1456	899	838	770	764	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
应付账款周转率	29.17	21.52	18.91	20.79	21.22	长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股指标（元）						投资收益	11	43	29	29	29
每股收益(最新摊薄)	0.98	0.87	1.16	1.27	1.45	筹资活动现金流	-237	3012	-209	-91	-157
每股净现金流(最新摊薄)	-0.65	0.38	0.74	1.06	1.17	应付债券增加	0	0	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	4.32	8.07	9.00	9.57	10.59	长期借款增加	0	0	0	0	0
估值比率						普通股增加	0	98	0	0	0
P/E	30.41	34.25	25.77	23.45	20.52	资本公积增加	0	3182	3	0	0
P/B	6.90	3.69	3.31	3.11	2.81	现金净增加额	-516	339	655	944	1038
EV/EBITDA	19.57	16.97	18.91	17.17	15.15						

资料来源：公司财报，申港证券研究所

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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，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。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上