

## 涪陵榨菜 (002507.SZ)

## 收入增速放缓，利润弹性延续

**Q3 收入/归母净利润同比+2.54%/+41.36%**。收入端增长主要由去年提价贡献，销量仍同比下滑。利润端弹性主要来自成本红利及费用收缩。公司今年积极拓展新品类，将消费场景延伸至更大的下饭菜市场，为长远发展做规划。公司当前处于提价周期内，业绩弹性显著，本轮市场调整期，公司估值已经处于历史偏低位置。考虑到公司对于品类拓展的建设，以及较强的盈利能力，建议逢低关注布局机会。我们给予 22-23 年 EPS 预测 1.04、1.19，当前股价对应 22、23 年分别 28X、25X 估值，维持“强烈推荐”评级。

□ **Q3 收入/归母净利润同比+2.54%/+41.36%**。公司前三季度实现收入 20.46 亿元，同比增长 4.63%，归母净利润 6.97 亿元，同比增长 38.29%，归母扣非净利润 6.37 亿元，同比增加 31.22%。其中，Q3 收入 6.24 亿，同比增长 2.54%，归母净利润 1.80 亿，同比增长 41.36%，归母扣非净利润 1.58 亿，同比增长 40.64%。Q3 公司现金回款 6.78 亿，同比下降 5.5%，慢于收入增速，合同负债 1.51 亿，同比增长 2.4%，经营现金流净额 2.07 亿，同比下降 24.2%。

□ **成本下降费用投放增加，盈利能力同比显著改善，但环比有所下降**。公司 Q3 毛利率 53.4%，若还原运费项同比提高 5pcts 左右，主要系原料青菜头采购价下降所致。环比 Q2 看，毛利率下降 4.3pcts，主要系公司 Q3 人工及固定摊销成本上涨，以及结构影响所致。销售费用率 22.8%，还原运费后同比下降 3.6pct 是，主要系品牌宣传费减少所致，环比 Q2 看增加 12pcts，费用投放力度环比显著增加。管理费用率 2.9%，同比下降 0.7pct，归母净利率 28.9%，受益于毛利率提高及费用率减少，同比提高 7.9pcts，但环比下降 12.3pcts。

□ **Q4 及明年展望：公司积极调整助动销恢复，23 年仍享成本红利**。Q3 公司动销放缓，不考虑提价因素，销量预计同比双位数以上下滑，主要原因在于：1) 消费环境仍处恢复阶段，提价对销量有所影响；2) 三季度限电对生产有一定影响；3) 新包装消费者接受度反馈平淡。目前看，公司生产已恢复正常节奏，并积极调整经营动作，9 月开始适度增加地推与促销活动，拉动销量回升，预计 Q4 动销有望实现一定程度的修复。9 月底公司库存 7 周之内，环比 8 月持平。展望明年看，公司上半年仍将享受成本红利，盈利进一步改善。收入端看，榨菜经过一年调整，价格对销量影响有望减弱，同时公司萝卜、泡菜等多元品类随着投入增加，有望持续放量。当前公司通过宣传将品类概念延伸至下饭菜市场，进一步拓宽消费场景和人群，为今后持续增长打造基础。

□ **投资建议：收入增速放缓，利润弹性延续，建议逢低布局，维持“强烈推荐”评级**。Q3 收入/归母净利润同比+2.54%/+41.36%。收入端增长主要由去年提价贡献，销量仍同比下滑。利润端弹性主要来自成本红利及费用收缩。公司今年积极拓展新品类，将消费场景延伸至更大的下饭菜市场，为长远发展做规划。公司当前处于提价周期内，业绩弹性显著，本轮市场调整期，公司估值已经处于历史偏低位置。考虑到公司对于品类拓展的建设，以及较强的盈利能力，建议逢低关注布局机会。我们给予 22-23 年 EPS 预测 1.04、1.19，当前股价对应 22、23 年分别 28X、25X 估值，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：动销不及预期，费用投入大幅增加**

## 强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标估值: NA

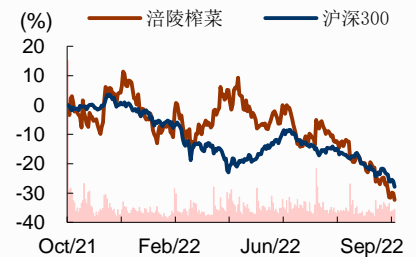
当前股价: 23.38 元

## 基础数据

总股本 (万股)	88763
已上市流通股 (万股)	87767
总市值 (亿元)	208
流通市值 (亿元)	205
每股净资产 (MRQ)	8.5
ROE (TTM)	12.4
资产负债率	8.3%
主要股东	重庆市涪陵国有资产投资经
主要股东持股比例	35.26%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-33	-27
相对表现	-4	-27	-2



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《涪陵榨菜 (002507) —费用收缩利润高增，H2 业绩弹性可延续》2022-07-31
- 2、《涪陵榨菜 (002507) —Q1 平稳过渡，关注成本红利》2022-04-28
- 3、《涪陵榨菜 (002507) —目标稳健，逢低布局》2022-03-19

于佳琦 S1090518090005

yujiq@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2273	2519	2639	2928	3228
同比增长	14%	11%	5%	11%	10%
营业利润(百万元)	915	874	1089	1258	1402
同比增长	27%	-4%	25%	15%	11%
归母净利润(百万元)	777	742	922	1059	1180
同比增长	28%	-5%	24%	15%	11%
每股收益(元)	0.98	0.84	1.04	1.19	1.33
PE	23.7	28.0	22.5	19.6	17.6
PB	5.4	2.9	2.8	2.5	2.3

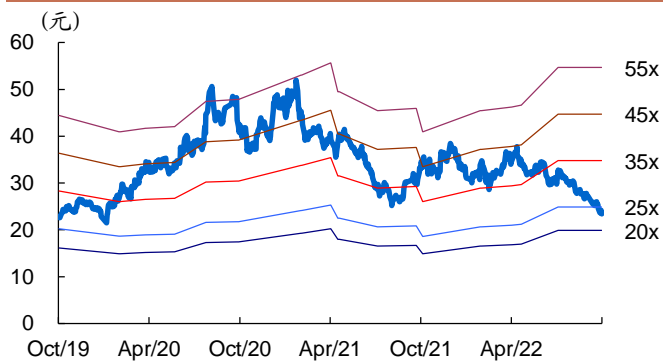
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业收入	638	609	563	689	733	624
营业毛利	375	314	203	361	423	333
营业费用	168	180	-44	123	79	142
管理费用	20	22	18	22	22	18
财务费用	-29	-30	-23	-26	-26	-22
投资收益	0	15	27	21	20	23
营业利润	201	133	251	233	333	188
归属母公司净利润	173	127	238	214	302	380
EPS (元)	0.19	0.14	0.27	0.24	0.34	0.20
<b>主要比率</b>						
毛利率	58.8%	51.6%	36.1%	52.4%	57.7%	53.4%
营业费用率	26.3%	29.6%	-7.9%	17.9%	10.8%	22.8%
管理费用率	3.1%	3.6%	3.1%	3.2%	3.0%	2.9%
营业利润率	31.6%	24.5%	49.5%	36.8%	48.1%	33.9%
有效税率	14.1%	14.3%	14.6%	15.6%	14.4%	14.6%
净利率	27.1%	20.9%	42.3%	31.1%	41.2%	28.9%
<b>YoY</b>						
收入	-10.8%	1.3%	18.7%	-2.9%	15.0%	2.5%
归属母公司净利润	-27.6%	-39.1%	45.7%	5.4%	74.7%	41.4%

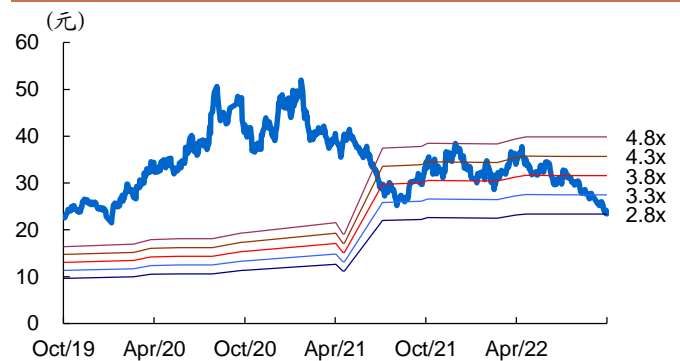
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 涪陵榨菜历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 涪陵榨菜历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《涪陵榨菜 (002507) —费用收缩利润高增, H2 业绩弹性可延续》2022-07-31
- 2、《涪陵榨菜 (002507) —目标稳健, 逢低布局》2022-03-19
- 3、《涪陵榨菜 (002507) —提价效果兑现, 业绩高增可期》2022-02-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2189	5894	6133	6847	7662
现金	1750	3086	3258	3682	4172
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3	3	0	0	0
其它应收款	8	8	8	9	10
存货	383	401	358	371	409
其他	46	2396	2510	2784	3070
<b>非流动资产</b>	1780	1854	1937	2014	2086
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1056	1201	1338	1465	1581
无形资产商誉	192	546	492	443	398
其他	533	107	107	107	107
<b>资产总计</b>	<b>3970</b>	<b>7749</b>	<b>8070</b>	<b>8861</b>	<b>9748</b>
<b>流动负债</b>	456	470	446	455	480
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	80	154	140	145	160
预收账款	114	90	82	85	94
其他	262	225	224	224	226
<b>长期负债</b>	102	112	112	112	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他	102	112	112	112	112
<b>负债合计</b>	<b>558</b>	<b>582</b>	<b>558</b>	<b>567</b>	<b>592</b>
股本	789	888	888	888	888
资本公积金	21	3203	3203	3203	3203
留存收益	2601	3076	3422	4204	5066
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3411	7167	7512	8294	9156
<b>负债及权益合计</b>	<b>3970</b>	<b>7749</b>	<b>8070</b>	<b>8861</b>	<b>9748</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	939	745	877	873	981
净利润	777	742	922	1059	1180
折旧摊销	83	101	151	157	162
财务费用	(34)	(96)	(42)	(28)	(37)
投资收益	(11)	(43)	(66)	(36)	(26)
营运资金变动	124	30	(73)	(281)	(301)
其它	0	11	(16)	2	3
<b>投资活动现金流</b>	(1218)	(3418)	(170)	(200)	(210)
资本支出	(172)	(141)	(236)	(236)	(236)
其他投资	(1046)	(3278)	66	36	26
<b>筹资活动现金流</b>	(237)	3012	(535)	(248)	(281)
借款变动	(31)	(96)	0	0	0
普通股增加	0	98	0	0	0
资本公积增加	0	3182	0	0	0
股利分配	(237)	(266)	(577)	(277)	(318)
其他	31	94	42	28	37
<b>现金净增加额</b>	(516)	339	172	425	490

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2273	2519	2639	2928	3228
营业成本	949	1200	1090	1131	1248
营业税金及附加	33	39	41	46	51
营业费用	368	475	445	470	500
管理费用	58	74	75	80	85
研发费用	7	5	6	6	7
财务费用	(34)	(96)	(42)	(28)	(37)
资产减值损失	(0)	(2)	0	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	11	13	13	13	3
投资收益	11	43	53	23	23
<b>营业利润</b>	915	874	1089	1258	1402
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	914	874	1089	1257	1402
所得税	137	132	167	199	222
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	777	742	922	1059	1180

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	14%	11%	5%	11%	10%
营业利润	27%	-4%	25%	15%	11%
归母净利润	28%	-5%	24%	15%	11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.3%	52.4%	58.7%	61.4%	61.4%
净利率	34.2%	29.5%	34.9%	36.2%	36.5%
ROE	22.8%	10.4%	12.3%	12.8%	12.9%
ROIC	21.8%	9.1%	11.7%	12.4%	12.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.1%	7.5%	6.9%	6.4%	6.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.8	12.5	13.7	15.0	16.0
速动比率	4.0	11.7	12.9	14.2	15.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.4	3.1	2.9	3.1	3.2
应收账款周转率	1456.0	899.0	1806.0	48529.0	48387.0
应付账款周转率	12.2	10.3	7.4	7.9	8.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.98	0.84	1.04	1.19	1.33
每股经营净现金	1.19	0.84	0.99	0.98	1.10
每股净资产	4.32	8.07	8.46	9.34	10.32
每股股利	0.00	0.65	0.31	0.36	0.40
<b>估值比率</b>					
PE	23.7	28.0	22.5	19.6	17.6
PB	5.4	2.9	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	22.8	25.2	18.3	15.8	14.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**于佳琦：**食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

**田地：**复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

**欧阳廷昊：**中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

**陈书慧：**美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

**任龙：**美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

**刘成：**上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

**胡思蓓：**复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。