

涪陵榨菜 (002507.SZ)

前三季度业绩同比增长 38.3%，新品拓展稳步推进

买入

核心观点

公司 2022 年前三季度实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利润 7.0 亿元，同比增长 38.3%；其中 2022 年单三季度实现营业收入 6.2 亿元，同比增长 2.5%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 41.4%。

直接提价贡献核心增长，新品拓展稳步推进。2022 年三季度收入有所增长预计主要系去年底的直接提价贡献，预计榨菜品类销量约有双位数左右下滑，销量出现下滑主要系：1) 消费者对于新包装接受度反馈平淡；2) 三季度限电对公司有一定影响；3) 由于消费较为疲软，直接提价影响了销量。品类与渠道方面，二季度开始公司下饭菜、调味菜等新品已铺向全国销售，趋势势头良好，同时公司今年成立专业的餐饮团队，目前反馈良好。预计 2022 年新品拓展与餐饮渠道有望实现快速增长。

成本下行致盈利能力改善。公司 2022 年单三季度公司毛利率为 53.4%，可比口径下同提高约 5pct，主要系主要原材料青菜头下降所致。但由于新品占比提升及人工及固定摊销成本上涨，公司 Q3 毛利率环比 Q2 下降 4.3pct。费用率方面，公司 Q3 销售费用率为 22.8%，可比口径下同下降 3.6pct，主要系广告宣传费用减少所致，Q3 销售费用率环比 Q2 提高 12pct，主要系 7 月以来 3 季度线下费用投放力度有所增加。公司管理/研发费率同比分别下降 0.7/0.1pct，财务费率同比增加 1.4pct，在以上因素影响下，公司单三季度归母净利率为 28.9%，同比增加 7.9pct。

渠道加速扩张，产品矩阵日趋完善。面对疫情反复、消费疲软及大宗原料高成本的多重压力，公司提出“销售突破，实现增长”的战略目标，并结合当前实际营运状况，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”的发展思路，重新对公司产品进行梳理分类并对品类进行调整，同时凭借加大地推及组建餐饮团队的方式，渠道进一步实现下沉，中长期看，渠道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。

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。

考虑到消费需求疲软及三季度费用投放较多，我们下调此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润 9.0/10.2/11.6 亿元（此前为 9.7/12.0/14.1 亿元），同比增长 21.3%/13.1%/14.1%；当前股价对应 PE 分别为 26/23/20x。我们认为，短期经营数据波动给予舒适的价值买点，中长期仍看好公司向酱腌菜龙头迈进，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	2,624	2,945	3,279
(+/-%)	14.2%	10.8%	4.2%	12.2%	11.3%
净利润(百万元)	777	742	900	1018	1161
(+/-%)	28.4%	-4.5%	21.3%	13.1%	14.1%
每股收益(元)	0.98	0.84	0.91	1.03	1.18
EBIT Margin	37.8%	28.8%	34.6%	36.7%	37.7%
净资产收益率 (ROE)	22.8%	10.4%	11.5%	12.0%	12.5%
市盈率 (PE)	23.7	28.0	25.6	22.6	19.8
EV/EBITDA	20.2	25.9	22.3	19.1	16.8
市净率 (PB)	5.41	2.90	2.96	2.71	2.47

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

联系人：刘匀召

0755-22940855

0755-81981072

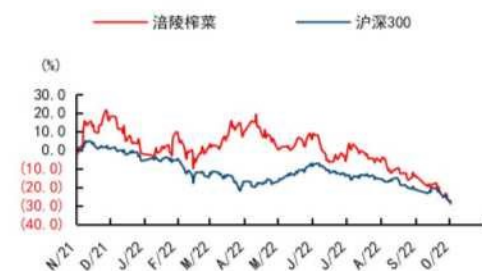
0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn liuyunzhao@guosen.com.cn
S0980520110001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	22.51 元
总市值/流通市值	19989/19764 百万元
52 周最高价/最低价	39.66/22.12 元
近 3 个月日均成交额	353.29 百万元

市场走势

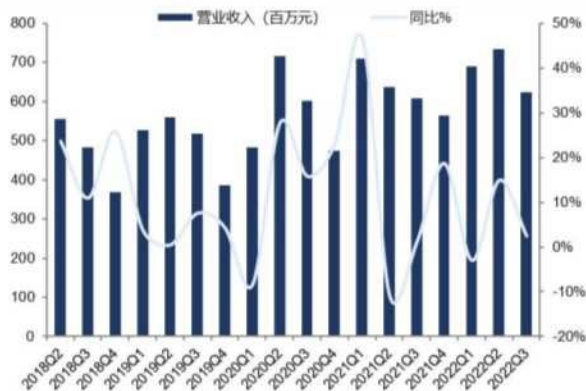


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 上半年业绩同比增长 37.2%，降本增效助力盈利能力改善》——2022-08-01
- 《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

图1：涪陵榨菜分季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



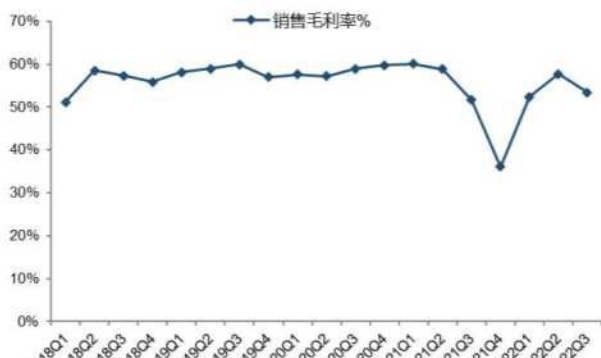
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：涪陵榨菜分季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



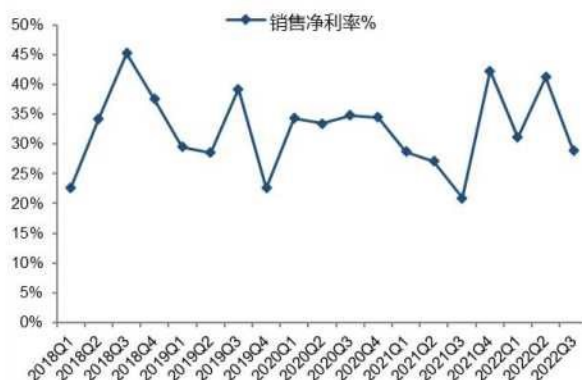
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS			PE			总市值 亿元	投资评级
				22E	23E	24E	22E	23E	24E		
603288	海天味业	46.9	63.68	1.39	1.71	2.03	45.7	37.2	31.3	3145	买入
600872	中炬高新	33.7	31.85	0.90	1.08	1.29	35.3	29.4	24.7	261	买入
603027	千禾味业	55.2	15.92	0.31	0.40	0.51	51.7	39.9	31.4	151	买入
600305	恒顺醋业	87.1	10.29	0.17	0.23	0.30	61.0	44.3	34.8	104	增持
603317	天味食品	61.2	28.03	0.43	0.60	0.77	65.7	46.9	36.6	213	买入
002507	涪陵榨菜	22.2	23.38	0.91	1.03	1.18	25.6	22.6	19.8	208	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到需求及毛利率恢复不及预期，我们下调此前盈利预测。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 26.2/29.5/32.8 亿元（此前为 29.1/33.4/38.2 亿元），收入有所下调主要系受提价及换包装影响产品需求恢复低于预期。而由于产品结构变化以及生产人工成本上升，22-23 年毛利率预测调整至 54.8%/56.5%（此前为 58.3%/60.1%），由于 2022 年费用收缩幅度较大，预计 2022-2024 年销售费用率为 14.6%/14.3%/14.3%（此前为 18.5%/15.9%/15.5%）。综上，预计公司 22-23 年归母净利润为 9.0/10.2 亿元（此前为 9.7/12.0 亿元），同比+21.3%/+13.1%。

表2：涪陵榨菜业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
榨菜						
收入（百万元）	1712.54	1974.96	2226.32	2269.06	2545.89	2828.48
增速	5.2%	15.3%	12.7%	1.9%	12.2%	11.1%
毛利率	60.5%	59.8%	54.8%	57.3%	58.8%	59.8%
泡菜						
收入（百万元）	126.56	153.82	158.97	195.85	215.44	236.98
增速	-13.9%	21.5%	3.4%	23.2%	10.0%	10.0%
毛利率	41.1%	40.8%	26.3%	34.0%	36.8%	37.8%
萝卜						
收入（百万元）	110.34	99.73	69.04	91.48	112.52	138.40
增速	0.9%	-9.6%	-30.8%	32.5%	23.0%	23.0%
毛利率	49.2%	52.1%	54.8%	49.0%	41.4%	44.7%
其他						
收入（百万元）	40.16	44.24	62.06	65.16	68.42	71.84
增速	33.4%	10.2%	40.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	49.3%	57.6%	34.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计						
总营收（百万元）	1989.59	2272.75	2516.39	2621.56	2942.26	3275.70
增速	3.9%	14.2%	10.7%	4.2%	12.2%	11.3%
毛利率	58.6%	58.3%	52.3%	54.8%	56.5%	57.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表3：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2905	3335	3818	2624	2945	3279	-281	-390	-539
收入同比增速%	15.33%	14.83%	14.46%	4.18%	12.23%	11.33%	-11.15%	-2.59%	-3.12%
毛利率%	58.25%	60.11%	60.91%	54.80%	56.46%	57.44%	-3.45%	-3.65%	-3.47%
销售费用率%	18.54%	15.94%	15.54%	14.61%	14.31%	14.31%	-3.93%	-1.63%	-1.23%
净利率%	33.32%	35.86%	36.87%	34.30%	34.56%	35.42%	0.98%	-1.30%	-1.45%
归母净利润（百万元）	968	1196	1407	900	1018	1161	-68	-178	-246
归母净利润同比增速%	30.45%	23.57%	17.67%	21.31%	13.07%	14.10%	-9.14%	-10.50%	-3.57%
EPS（元）	0.98	1.21	1.43	0.91	1.03	1.18	-0.07	-0.18	-0.25

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	3691	4125	4658	营业收入	2273	2519	2624	2945	3279
应收款项	11	11	17	19	21	营业成本	949	1200	1186	1282	1395
存货净额	383	401	379	410	447	营业税金及附加	33	39	39	43	48
其他流动资产	46	2396	2362	2650	2951	销售费用	368	475	383	421	469
流动资产合计	2189	5894	6449	7204	8077	管理费用	58	74	100	109	120
固定资产	1179	1275	1298	1310	1312	研发费用	7	5	8	9	10
无形资产及其他	153	507	487	467	447	财务费用	(34)	(96)	(85)	(98)	(110)
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
资产总计	3970	7749	8306	9053	9907	其他收入	4	5	(8)	(9)	(10)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	915	874	1059	1197	1366
应付款项	80	154	105	114	124	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	376	315	292	317	348	利润总额	914	874	1059	1197	1366
流动负债合计	456	470	397	431	473	所得税费用	137	132	159	180	205
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	归属于母公司净利润	777	742	900	1018	1161
长期负债合计	102	112	112	112	112	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	558	582	509	543	585	净利润	777	742	900	1018	1161
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	7797	8509	9322	折旧摊销	83	101	147	159	168
负债和股东权益总计	3970	7749	8306	9053	9907	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(34)	(96)	(85)	(98)	(110)
每股收益	0.98	0.84	0.91	1.03	1.18	营运资本变动	281	(1965)	(22)	(288)	(298)
每股红利	0.30	0.30	0.27	0.31	0.35	其它	(1)	(2)	(0)	(0)	0
每股净资产	4.32	8.07	7.91	8.63	9.46	经营活动现金流	1142	(1123)	1025	889	1032
ROIC	24%	12%	12%	15%	16%	资本开支	0	(190)	(150)	(150)	(150)
ROE	23%	10%	12%	12%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	58%	52%	55%	56%	57%	投资活动现金流	0	(190)	(150)	(150)	(150)
EBIT Margin	38%	29%	35%	37%	38%	权益性融资	(0)	3280	0	0	0
EBITDA Margin	41%	33%	40%	42%	43%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	14%	11%	4%	12%	11%	支付股利、利息	(237)	(266)	(270)	(305)	(348)
净利润增长率	28%	-5%	21%	13%	14%	其它融资现金流	126	(98)	0	0	0
资产负债率	14%	8%	6%	6%	6%	融资活动现金流	(348)	2649	(270)	(305)	(348)
息率	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	现金净变动	794	1337	605	433	534
P/E	23.7	28.0	25.6	22.6	19.8	货币资金的期初余额	956	1750	3086	3691	4125
P/B	5.4	2.9	3.0	2.7	2.5	货币资金的期末余额	1750	3086	3691	4125	4658
EV/EBITDA	20.2	25.9	22.3	19.1	16.8	企业自由现金流	0	(1439)	747	639	772
						权益自由现金流	0	(1537)	819	722	865

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