

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：肖依琳 S0350121120033
 xiaoyl@ghzq.com.cn

销量恢复正增，2023Q1 业绩超预期

——涪陵榨菜（002507）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
涪陵榨菜	3.0%	-3.8%	-25.4%
沪深300	-1.8%	-2.7%	0.3%

市场数据

当前价格(元)	25.81
52周价格区间(元)	22.12-38.35
总市值(百万)	22,909.73
流通市值(百万)	22,652.72
总股本(万股)	88,763.00
流通股本(万股)	87,767.22
日均成交额(百万)	356.24
近一月换手(%)	0.94

相关报告

《——涪陵榨菜（002507）三季报点评：收入短期承压，利润延续高弹性表现（增持）*调味发酵品II*薛玉虎，刘洁铭》——2022-11-03

《——涪陵榨菜（002507）点评报告：利润高弹性延续，业绩表现超预期（增持）*调味发酵品II*薛玉虎，刘洁铭》——2022-07-31

《——涪陵榨菜（002507）一季报点评：业绩符合预期，利润弹性空间较大（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-04-28

《——涪陵榨菜（002507）事件点评：Q4业绩超预期增长，弹性有望延续（增持）*食品加工*薛

事件：

涪陵榨菜发布 2023 年一季报：2023Q1 实现营收 7.60 亿元，同比增长 10.41%，归母净利 2.61 亿元，同比增长 22.02%，扣非净利 2.44 亿元，同比增长 24.96%。

投资要点：

- **销量恢复正增+低基数，业绩表现超预期。**今年提价效应逐步消退，公司 Q1 实现双位数的增长预计主由销量恢复正增长贡献。同时 2021Q4 提价后，渠道提前备货导致 2022Q1 销量有所下滑，基数较低，共同推动 2023Q1 收入超预期。利润方面，青菜头价格波动反映至报表有一定滞后性，公司今年 Q1 预计仍沿用去年低价青菜头，从而业绩拥有较亮眼表现。此外，2023Q1 经营性现金流同比-232.97%，现金流表现一般，一方面年初回款有减少，销售商品回款同比-3.18%，预收款同比-57.67%，另一方面新收购季青菜头单价同比上涨 300 元至 1100 元，原料收购款有所增加。
- **成本下行+费率水平稳定，毛利率、净利率提升明显。**公司 Q1 毛利率同比上升 3.91pct 至 56.28%，预计与公司 Q1 沿用去年低价青菜头，以及榨菜主力产品销量恢复，拉动整体毛利率有关。费用方面，销售费用/管理费用/研发费用均同比基本持平，预计今年公司主要加大对销售团队激励力度，销售费用同比增长 10.27%。在毛利率提升的带动下，2023 Q1 净利率同比上升 3.27pct 至 34.38%。
- **需求恢复趋势向好，新品驱动成长。**展望 2023，今年价格体系基本梳理完成，预计公司将继续坚持“销量突破，实现增长”的首要战略任务，预计在轻盐升级产品以及新品类矩阵的推动下，销量恢复增长。利润端，今年青菜头价格上涨，预计成本压力在下半年开始逐步体现。同时，今年公司继续落实推进“复合拓品类，跨界拓市场”的双拓战略，去年新推下饭菜、下饭酱次新品，今年在此基础上新推 4 款口味榨菜酱新品，品类延伸战略定位较清晰，但预计为拉动新品销量，费用投放力度不减，但预计保持精准化推广趋势，整体费用表现有望保持稳定。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为

玉虎，刘洁铭》——2022-02-26

1.12/1.23/1.35 元/股，对应 PE 分别为 23/21/19 倍。未来随需求恢复，有望通过拓展新品类打开长期成长空间，维持“增持”评级。

- **风险提示。** 1) 下游需求低迷；2) 终端动销不及预期；3) 食品安全问题；4) 新品推广不及预期；5) 产能投放不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2548	2859	3205	3542
增长率（%）	1	12	12	11
归母净利润（百万元）	899	993	1094	1196
增长率（%）	21	10	10	9
摊薄每股收益（元）	1.01	1.12	1.23	1.35
ROE（%）	12	12	12	12
P/E	25.51	23.07	20.94	19.16
P/B	2.95	2.76	2.56	2.36
P/S	8.98	8.01	7.15	6.47
EV/EBITDA	19.78	17.61	15.22	13.11

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：涪陵榨菜盈利预测表

证券代码:	002507		股价:	25.81	投资评级:	增持		日期:	2023/05/04
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	11.59%	11.96%	12.22%	12.32%	EPS	1.01	1.12	1.23	1.35
毛利率	53.15%	54.50%	54.60%	55.00%	BVPS	8.74	9.36	10.09	10.94
期间费率	13.61%	15.50%	16.30%	17.15%	估值				
销售净利率	35.27%	34.73%	34.14%	33.76%	P/E	25.51	23.07	20.94	19.16
成长能力					P/B	2.95	2.76	2.56	2.36
收入增长率	1.18%	12.20%	12.10%	10.50%	P/S	8.98	8.01	7.15	6.47
利润增长率	21.14%	10.48%	10.19%	9.28%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.30	0.31	0.33	0.33	营业收入	2548.32	2859.21	3205.17	3541.72
应收账款周转率	457.75	598.03	570.16	556.04	营业成本	1194.00	1300.94	1455.15	1593.77
存货周转率	5.42	5.85	5.87	5.87	营业税金及附加	39.99	44.40	50.03	55.24
偿债能力					销售费用	365.44	457.47	506.42	548.97
资产负债率	9.84%	8.67%	8.98%	9.11%	管理费用	86.35	85.78	96.16	108.54
流动比	9.17	10.47	10.00	9.85	财务费用	-105.05	-100.00	-80.00	-50.00
速动比	8.51	9.73	9.28	9.14	其他费用 / (-收入)	4.22	5.85	6.20	6.82
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	1054.99	1167.55	1286.41	1405.66
现金及现金等价物	4527.43	4859.78	5433.82	6133.66	营业外净收支	0.70	0.00	0.00	0.00
应收款项	5.57	4.78	5.62	6.37	利润总额	1055.70	1167.55	1286.41	1405.66
存货净额	470.44	488.82	545.60	603.07	所得税费用	156.91	174.58	192.22	209.90
其他流动资产	1757.58	1762.63	1762.62	1765.28	净利润	898.79	992.97	1094.19	1195.76
流动资产合计	6761.01	7116.01	7747.66	8508.38	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1146.58	1168.94	1170.56	1158.51	归属于母公司净利润	898.79	992.97	1094.19	1195.76
在建工程	55.83	55.83	55.83	55.83	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	638.36	751.87	864.28	956.39	经营活动现金流	1079.10	977.47	1197.24	1288.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	898.79	992.97	1094.19	1195.76
资产总计	8601.78	9092.65	9838.33	10679.12	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	117.37	123.61	130.55	136.31
应付款项	165.15	163.96	189.97	207.73	公允价值变动	-13.05	0.00	0.00	0.00
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	228.28	-80.93	37.70	27.97
其他流动负债	572.48	515.39	584.69	655.78	投资活动现金流	-535.94	-201.31	-179.39	-144.35
流动负债合计	737.63	679.35	774.66	863.51	资本支出	-131.32	-259.42	-244.53	-216.33
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-560.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	108.97	108.97	108.97	108.97	其他	155.38	58.11	65.14	71.98
长期负债合计	108.97	108.97	108.97	108.97	筹资活动现金流	-312.11	-443.82	-443.82	-443.82
负债合计	846.61	788.33	883.64	972.48	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	887.63	887.63	887.63	887.63	权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	7755.17	8304.32	8954.69	9706.63	其它	-312.11	-443.82	-443.82	-443.82
负债和股东权益总计	8601.78	9092.65	9838.33	10679.12	现金净增加额	231.59	332.35	574.04	699.85

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。