

涪陵榨菜 (002507.SZ) / 食品加工

证券研究报告/公司点评

2023年05月02日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 25.79

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongqxw@r.qlzq.com.cn

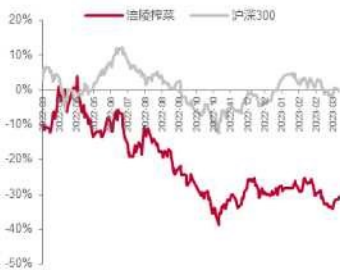
研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	888
流通股本(百万股)	878
市价(元)	25.79
市值(百万元)	22,892
流通市值(百万元)	22,635

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 涪陵榨菜(002507.SZ)_点评报告: 提价影响销量, 期待2023年需求回暖

2 涪陵榨菜(002507.SZ)_点评报告: 短期销量承压, 成本下降驱动利润释放

3 涪陵榨菜(002507.SZ)_点评报告: 利润弹性如期释放, 后续有望延续高增

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,519	2,548	2,897	3,267	3,636
增长率 yoy%	11%	1%	14%	13%	11%
净利润(百万元)	742	899	998	1,149	1,284
增长率 yoy%	-5%	21%	11%	15%	12%
每股收益(元)	0.84	1.01	1.12	1.29	1.45
每股现金流量	0.84	1.22	0.89	1.02	1.16
净资产收益率	10%	12%	12%	12%	12%
P/E	30.9	25.5	22.9	19.9	17.8
P/B	3.2	3.0	2.7	2.4	2.1

备注: 股价选取自2023年4月28日收盘价

投资要点

- **事件:** 公司2023Q1实现收入7.60亿元, 同比增长10.41%; 实现归母净利润2.61亿元, 同比增长22.02%; 实现扣非后归母净利润2.44亿元, 同比增长24.96%。2023Q1销售商品现金流同比下降3.18%, 一季度合同负债环比去年底减少1.01亿元至0.61亿元, 预计系去年底疫情影响发货。由于春节错位、疫情放开后感染高峰等影响, 综合考虑2022Q4+2023Q1收入为12.62亿元, 同比增长0.80%。
- **一季度收入增速回暖, 多因素共同催化。** 公司2023Q1收入同比增长10.41%, 对比2022年的1.18%提速, 回归稳健增长系多方面因素。第一, 公司持续推动渠道和团队建设, 效果逐渐显现。第二, 升级产品和价格体系理顺后, 动销逐步回暖。第三, 2022年底疫情放开, 感染高峰出现, 导致部分订单发货受阻, 部分合同负债于2023Q1确认为收入。我们认为数据背后, 更应关注公司的积极改善。从品类看, 公司全年计划榨菜产品保持稳健增长, 萝卜、瓶装、泡菜、酱类等快速增长, 力争完成全年目标。2022年萝卜产品上市, 2023年将进一步强化铺市率; 酱类新品上市, 有望贡献增量。从渠道看, 流通渠道经过去年产品和价格的调整, 已经逐步理顺; 餐饮渠道2022年在疫情下逆势拓展, 今年将加强销售团队和经销商队伍标准化, 开拓专业餐饮经销商, 同时丰富餐饮渠道品类。2022年由于疫情影响及提价后包装与价格调整, 需求经历波动, 2023年有望迎来改善。
- **毛利率同比提升, 推动利润弹性释放。** 2023Q1公司毛利率为56.28%, 同比提升3.91个pct, 继续受益低价青菜头原料带来的成本红利。展望Q2, 5月后预计将逐步使用今年采购的青菜头, 由于2022年底干旱导致青菜头减产, 后续成本预计将有所上升。2023Q1公司费用率整体保持平稳, 销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.03、-0.02、-0.03、-0.12个pct至17.84%、3.17%、0.10%、-3.84%。综合来看, 2023Q1公司销售净利率同比提升3.27个pct至34.38%。
- **盈利预测:** 公司持续理顺渠道, 逐步实现提价和产品升级的顺利传导, 销量逐渐回暖。同时成本端继续使用低价原料, 推动利润弹性释放。公司积极拓展榨菜以外品类, 萝卜、泡菜等有望开拓第二增长曲线, 餐饮渠道开拓也有望逐步取得成效。我们预计公司2023-2025年收入分别为28.97、32.67、36.36亿元, 归母净利润分别为9.98、11.49、12.84亿元, EPS分别为1.12、1.29、1.45元, 对应PE为23倍、20倍、18倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 全球疫情反复及经济增速放缓; 原材料价格波动风险; 渠道开拓不达预期; 新品推广不达预期

图表 1: 涪陵榨菜三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,414	4,046	4,794	5,667	营业收入	2,548	2,897	3,267	3,636
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,194	1,284	1,425	1,591
应收账款	6	4	5	6	税金及附加	40	45	51	57
预付账款	13	14	15	17	销售费用	365	435	474	509
存货	470	506	562	627	管理费用	86	93	98	102
合同资产	0	0	0	0	研发费用	4	5	5	6
其他流动资产	2,858	3,097	3,350	3,603	财务费用	-105	-80	-80	-80
流动资产合计	6,761	7,666	8,726	9,920	信用减值损失	-4	-4	-4	-4
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	13	0	0	0
固定资产	1,147	1,143	1,140	1,137	投资收益	70	50	50	50
在建工程	56	56	56	56	其他收益	12	10	10	10
无形资产	500	460	424	391	营业利润	1,055	1,172	1,350	1,508
其他非流动资产	139	139	139	139	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,841	1,797	1,758	1,723	营业外支出	0	1	1	1
资产合计	8,602	9,463	10,485	11,643	利润总额	1,056	1,172	1,350	1,508
短期借款	0	0	0	0	所得税	157	174	201	224
应付票据	0	0	0	0	净利润	899	998	1,149	1,284
应付账款	165	178	197	220	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	899	998	1,149	1,284
合同负债	162	184	207	230	NOPLAT	809	930	1,081	1,215
其他应付款	243	243	243	243	EPS (按最新股本摊薄)	1.01	1.12	1.29	1.45
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	168	174	181	187	主要财务比率				
流动负债合计	738	779	828	881	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	1.2%	13.7%	12.8%	11.3%
其他非流动负债	109	109	109	109	EBIT增长率	22.2%	14.9%	16.2%	12.5%
非流动负债合计	109	109	109	109	归母公司净利润增长率	21.1%	11.1%	15.1%	11.7%
负债合计	847	888	937	990	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,755	8,576	9,547	10,654	毛利率	53.1%	55.7%	56.4%	56.2%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	35.3%	34.5%	35.2%	35.3%
所有者权益合计	7,755	8,576	9,547	10,654	ROE	11.6%	11.6%	12.0%	12.0%
负债和股东权益	8,602	9,463	10,485	11,643	ROIC	14.4%	14.7%	15.1%	15.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	9.8%	9.4%	8.9%	8.5%
					债务权益比	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%
					流动比率	9.2	9.8	10.5	11.3
					速动比率	8.5	9.2	9.9	10.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	1	1	1	1
					应付账款周转天数	48	48	47	47
					存货周转天数	131	137	135	134
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.01	1.12	1.29	1.45
					每股经营现金流	1.22	0.89	1.02	1.16
					每股净资产	8.74	9.66	10.76	12.00
					估值比率				
					P/E	25	23	20	18
					P/B	3	3	2	2

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。