

涪陵榨菜 (002507.SZ)

Q1 迎良好开局，关注推新节奏

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,519	2,548	3,031	3,492	3,946
增长率 yoy (%)	10.8	1.2	18.9	15.2	13.0
归母净利润(百万元)	742	899	981	1,138	1,299
增长率 yoy (%)	-4.5	21.1	9.2	16.0	14.1
ROE (%)	10.4	11.6	11.7	12.3	12.7
EPS 最新摊薄(元)	0.84	1.01	1.11	1.28	1.46
P/E(倍)	30.9	25.5	23.3	20.1	17.6
P/B(倍)	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

事件: 公司发布 2023 年第一季度报告, 2023Q1 公司实现营收 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%; 实现扣非归母净利润 2.44 亿元, 同比增长 24.96%。

Q1 营收、利润双增, 成本改善提升盈利能力。 公司一季度营收实现双位数增长, 预计榨菜品类仍然占比 80%左右, 收入增长较为稳健, 占比较低的泡菜、萝卜品类收入增速更高。从盈利能力来看, 2023Q1 公司毛利率为 56.28% (+3.91pct), 预计主要系青菜头成本改善所致, 此外泡菜、萝卜收入增长也有助于发挥规模效应提高毛利率水平; 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 17.84% (-0.02pct)、3.17% (-0.02pct)、0.11% (-0.02pct), 费用使用效率有所提升; 综合影响下实现净利率为 34.38% (+3.27pct), 一季度盈利能力改善明显。

关注新品铺市节奏, 分品类、分段式任务考核有助于激发渠道活力。 今年公司以“抓双拓稳增长, 调管理谋发展”为首要战略任务, 榨菜、下饭菜、榨菜酱三大品类的传播与“大乌江”品牌传播相结合, 助力重点产品与新品类产品上架, 将“乌江=榨菜”向“乌江=不咸的佐餐开胃菜”品牌形象升级。具体品类上, 以轻盐榨菜和瓶装榨菜作为升级方向, 做好全品类、多价格带产品布局, 以城市任务目标为要求, 聚焦资源打造 15 个大市场; 布局下饭菜品类全国销售网络, 加大终端铺市力度; 推进榨菜酱品类系列的优化定型与上架, 已推出四种口味的榨菜酱产品将首先于全国省级城市上架销售。渠道激励层面, 改革销售管理模式, 设立四大销售战区, 下放决策权并强化管理人员考核激励, 对经销商实行分品类、分段式任务考核, 有助于激发渠道活力、推动新产品顺利进入市场。

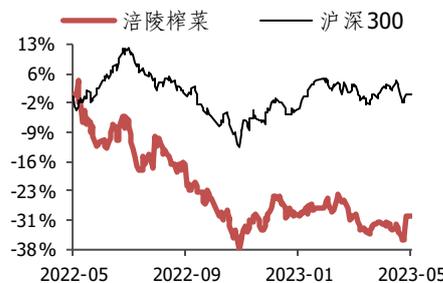
投资建议: 公司是包装榨菜行业龙头且市占率领先, 行业竞争格局较好, 从上游原料到下游销售均具备较强话语权, 享受榨菜包装化过程中的集中度提升逻辑。同时公司积极培育新增长点, 萝卜、泡菜已形成一定规模且与榨菜的协同性较好, 未来若能复制榨菜成功经验则将带动公司增长提速, 此外餐饮渠道开发在疫后复苏背景下也是潜在增长点。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 30.31 亿元、34.92 亿元、39.46 亿元, 归母净利润分别为 9.81 亿元、11.38 亿元、12.99 亿元, EPS 分别为 1.11、1.28、1.46 元, 对应 23-25

增持 (维持评级)

股票信息

行业	食品饮料
2023 年 5 月 4 日收盘价(元)	25.81
总市值(百万元)	22,909.73
流通市值(百万元)	22,652.72
总股本(百万股)	887.63
流通股本(百万股)	877.67
近 3 月日均成交额(百万元)	251.62

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

联系人 罗丽文

执业证书编号: S1070121070009

邮箱: luoliwen@cgws.com

相关研究

- 《Q4 经营短期承压, 盼 23 年“双拓”迎新局面——涪陵榨菜动态点评》2023-03-01
- 《龙头地位稳固, 中长期大有可为——涪陵榨菜动态点评》2023-02-17

年 PE 分别为 23、20、18X，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、餐饮需求恢复不及预期、原材料成本压力、渠道下沉不及预期、新品推广不及预期、食品安全问题。

单击或点击此处输入文字。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5894	6761	7027	7995	8505
现金	3086	3414	3805	4351	4908
应收票据及应收账款	3	6	2	8	3
其他应收款	8	3	13	4	16
预付账款	5	13	14	13	19
存货	401	470	227	914	724
其他流动资产	2391	2855	2966	2704	2835
非流动资产	1854	1841	2015	2218	2383
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1201	1147	1280	1392	1483
无形资产	507	500	561	627	708
其他非流动资产	146	194	174	199	192
资产总计	7749	8602	9042	10213	10888
流动负债	470	738	533	863	524
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	154	165	150	242	159
其他流动负债	315	572	383	621	365
非流动负债	112	109	110	110	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	112	109	110	110	110
负债合计	582	847	643	973	634
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	888	888	1154	1154	1154
资本公积	3203	3203	2937	2937	2937
留存收益	3076	3665	4355	5183	6039
归属母公司股东权益	7167	7755	8399	9240	10254
负债和股东权益	7749	8602	9042	10213	10888

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	745	1079	618	887	999
净利润	742	899	981	1138	1299
折旧摊销	101	116	116	137	158
财务费用	-96	-105	-104	-118	-134
投资损失	-43	-70	-70	-70	-70
营运资金变动	-22	228	-296	-193	-245
其他经营现金流	64	12	-10	-7	-7
投资活动现金流	-3418	-536	3	-160	-293
资本支出	141	131	325	323	331
长期投资	-3283	-560	0	0	0
其他投资现金流	6	155	327	163	39
筹资活动现金流	3012	-312	-230	-181	-150
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	98	0	266	0	0
资本公积增加	3182	0	-266	0	0
其他筹资现金流	-268	-312	-230	-181	-150
现金净增加额	339	232	390	547	557

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2519	2548	3031	3492	3946
营业成本	1200	1194	1396	1598	1802
营业税金及附加	39	40	46	53	61
销售费用	475	365	555	629	691
管理费用	74	86	73	77	83
研发费用	5	4	5	5	7
财务费用	-96	-105	-104	-118	-134
资产和信用减值损失	-2	-4	-1	-2	-3
其他收益	13	12	14	12	13
公允价值变动收益	0	13	10	10	10
投资净收益	43	70	70	70	70
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	874	1055	1154	1339	1527
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	874	1056	1154	1339	1527
所得税	132	157	173	200	229
净利润	742	899	981	1138	1299
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	742	899	981	1138	1299
EBITDA	878	1067	1166	1357	1550
EPS (元/股)	0.84	1.01	1.11	1.28	1.46

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	10.8	1.2	18.9	15.2	13.0
营业利润 (%)	-4.5	20.8	9.4	15.9	14.1
归属母公司净利润 (%)	-4.5	21.1	9.2	16.0	14.1
获利能力					
毛利率 (%)	52.4	53.1	54.0	54.2	54.3
净利率 (%)	29.5	35.3	32.4	32.6	32.9
ROE (%)	10.4	11.6	11.7	12.3	12.7
ROIC (%)	9.1	10.3	10.5	11.1	11.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.5	9.8	7.1	9.5	5.8
净负债比率 (%)	-41.8	-42.9	-44.2	-46.1	-47.0
流动比率	12.5	9.2	13.2	9.3	16.2
速动比率	6.6	6.1	8.9	6.0	11.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	899.3	604.4	751.9	678.1	715.0
应付账款周转率	10.3	7.5	8.9	8.2	9.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.84	1.01	1.11	1.28	1.46
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.84	1.22	0.70	1.00	1.13
每股净资产 (最新摊薄)	8.07	8.74	9.46	10.41	11.55
估值比率					
P/E	30.9	25.5	23.3	20.1	17.6
P/B	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	30.5	23.7	21.6	18.2	15.5

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686