

收入恢复、毛利释放，拓品蓄势未来

——涪陵榨菜 23 年一季报点评

核心观点

- **事件：公司 23Q1 实现营收 7.6 亿 (+10.4%)，归母净利润 2.6 亿 (+22.0%)，扣非归母净利润 2.4 亿 (+25.0%)。**
- **需求回暖呈现，内外改善共促。**1) Q1 收入恢复良好，由于价格同比变化微弱，估计销量同比恢复较明显，或与 22Q4 生产物流受阻、23Q1 补发货有关。2) 此外，销量修复也受益于宏观环境恢复，一方面场景复苏、人流回暖，佐餐食品需求有所提振；另一方面陈设、促销等费用投放和宣传措施更加有效，帮助促进终端动销。3) 进一步看，公司 23 年管理机制精进和销售激励优化，或也为销售回升提供内生动力，一方面设立四大销售战区、将作战指挥权前移，另一方面对销售人员和经销商优化激励机制，采取分品类、分段式任务考核奖惩，充分发挥团队潜能。
- **成本红利释放，盈利能力改善。**1) Q1 毛利率 56.28% (+3.91pct)，预计因①低价青菜头成本红利释放；②包材价格有所回落；③销量回升摊薄单位生产成本。2) Q1 销售费用率 17.84% (-0.03pct)，市场策略逐步精进，费用投放保持有效水平；管理费用率 3.17% (-0.02pct)，研发费用率 0.10% (-0.03pct)，财务费用率-3.84% (-0.12pct)，其他各项费用率均保持稳定。3) 23Q1 归母净利率 34.38% (+3.27pct)，盈利能力同增主要由毛利率改善驱动。
- **主业夯实竞争，双拓蓄势未来。**1) 公司榨菜主品在提价传导、加大地推的作用下，有望持续呈现回暖态势；同时公司已推出 60g 单品巩固 2 元价格带，全面夯实行业竞争能力。2) 目前公司榨菜迭代顺利，除部分策略性产品外，已全线升级为轻盐系列（占比 80%以上）。3) 23 年公司以“抓双拓稳增长，调管理谋发展”为首要战略任务，一方面布局下饭菜品类全国销售网络，推进榨菜酱品类系列的优化定型与上架，为培育未来新支柱品类奠定基础；另一方面在渠道上继续完善餐饮销售体系，聚力管理结构调整，继续推动集团化发展；品类和渠道的丰富与扩张，将为公司长足发展储蓄能量。

盈利预测与投资建议

- 由于销售回暖略超预期，我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.07、1.22、1.37 元（调整前 23-25 年 EPS 预测值为 1.07、1.19、1.33 元），根据可比公司估值，维持估值水平为 23 年 30 倍 PE，对应目标价为 32.10 元，维持买入评级。

风险提示

- 终端需求不及预期；原料价格上涨超预期；行业竞争超预期；新品新赛道拓张不及预期风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,519	2,548	2,913	3,281	3,643
同比增长(%)	10.8%	1.2%	14.3%	12.6%	11.0%
营业利润(百万元)	874	1,055	1,113	1,277	1,434
同比增长(%)	-4.5%	20.8%	5.5%	14.8%	12.3%
归属母公司净利润(百万元)	742	899	946	1,086	1,219
同比增长(%)	-4.5%	21.1%	5.2%	14.8%	12.3%
每股收益(元)	0.84	1.01	1.07	1.22	1.37
毛利率(%)	52.4%	53.1%	54.1%	55.1%	55.6%
净利率(%)	29.5%	35.3%	32.5%	33.1%	33.5%
净资产收益率(%)	14.0%	12.0%	11.5%	11.7%	11.7%
市盈率	29.4	24.3	23.1	20.1	17.9
市净率	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

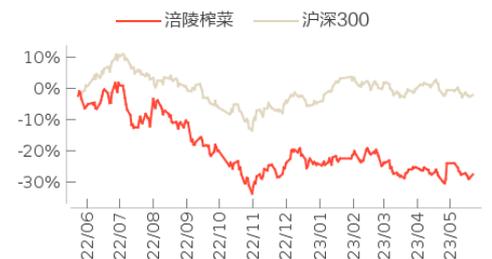
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月22日）	24.6元
目标价格	32.10元
52周最高价/最低价	35.5/22.12元
总股本/流通A股（万股）	88,763/87,767
A股市值（百万元）	21,836
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023年05月23日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.49	1.19	-9.76	-28.39
相对表现	0.25	2.76	-6.41	-25.73
沪深300	-0.74	-1.57	-3.35	-2.66



证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人

朱雨涵 zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

盈利如期改善，双拓奠定发展：涪陵榨菜 2023-04-16
22 年报点评
利润弹性显现，期待动销改善：——涪陵 2022-11-02
榨菜三季报点评
利润弹性提振业绩，扩品耕渠蕴育未来： 2022-09-06
——涪陵榨菜首次覆盖报告

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,086	3,414	5,452	6,313	7,322	营业收入	2,519	2,548	2,913	3,281	3,643
应收票据、账款及款项融资	3	6	3	3	4	营业成本	1,200	1,194	1,336	1,473	1,618
预付账款	5	13	6	7	7	营业税金及附加	39	40	44	49	55
存货	401	470	468	515	566	销售费用	475	365	453	527	585
其他	2,399	2,858	1,210	1,211	1,213	管理费用及研发费用	80	91	86	96	106
流动资产合计	5,894	6,761	7,138	8,050	9,112	财务费用	(96)	(105)	(66)	(88)	(102)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	4	1	1	1
固定资产	1,201	1,147	1,368	1,574	1,765	公允价值变动收益	0	13	0	0	0
在建工程	74	56	62	68	74	投资净收益	43	70	42	42	42
无形资产	507	500	489	479	468	其他	13	12	12	12	12
其他	72	139	215	215	215	营业利润	874	1,055	1,113	1,277	1,434
非流动资产合计	1,854	1,841	2,134	2,336	2,522	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	7,749	8,602	9,272	10,386	11,634	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	874	1,056	1,113	1,277	1,434
应付票据及应付账款	154	165	134	147	162	所得税	132	157	167	192	215
其他	315	572	329	343	358	净利润	742	899	946	1,086	1,219
流动负债合计	470	738	462	491	520	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	742	899	946	1,086	1,219
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.84	1.01	1.07	1.22	1.37
其他	112	109	109	109	109						
非流动负债合计	112	109	109	109	109						
负债合计	582	847	571	599	628						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	888	888	888	888	888						
资本公积	3,203	3,203	3,203	3,203	3,203						
留存收益	3,076	3,665	4,610	5,696	6,915						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	7,167	7,755	8,701	9,787	11,006						
负债和股东权益总计	7,749	8,602	9,272	10,386	11,634						

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	742	899	946	1,086	1,219
折旧摊销	95	109	92	111	130
财务费用	(96)	(105)	(66)	(88)	(102)
投资损失	(43)	(70)	(42)	(42)	(42)
营运资金变动	(2,354)	843	1,272	(22)	(24)
其它	2,402	(596)	(75)	1	1
经营活动现金流	745	1,079	2,127	1,046	1,182
资本支出	(537)	(18)	(310)	(314)	(318)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(2,882)	(518)	155	42	42
投资活动现金流	(3,418)	(536)	(156)	(272)	(276)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	3,280	0	0	0	0
其他	(268)	(312)	66	88	102
筹资活动现金流	3,012	(312)	66	88	102
汇率变动影响	(0)	1	-0	-0	-0
现金净增加额	339	232	2,037	862	1,008

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	10.8%	1.2%	14.3%	12.6%	11.0%
营业利润	-4.5%	20.8%	5.5%	14.8%	12.3%
归属于母公司净利润	-4.5%	21.1%	5.2%	14.8%	12.3%
获利能力					
毛利率	52.4%	53.1%	54.1%	55.1%	55.6%
净利率	29.5%	35.3%	32.5%	33.1%	33.5%
ROE	14.0%	12.0%	11.5%	11.7%	11.7%
ROIC	12.5%	10.8%	10.8%	10.9%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	7.5%	9.8%	6.2%	5.8%	5.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	12.55	9.17	15.45	16.41	17.54
速动比率	11.70	8.53	14.43	15.36	16.45
营运能力					
应收账款周转率	899.3	604.4	687.1	1,059.3	1,052.3
存货周转率	3.1	2.7	2.8	3.0	3.0
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标(元)					
每股收益	0.84	1.01	1.07	1.22	1.37
每股经营现金流	0.84	1.22	2.40	1.18	1.33
每股净资产	8.07	8.74	9.80	11.03	12.40
估值比率					
市盈率	29.4	24.3	23.1	20.1	17.9
市净率	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	19.8	16.3	15.2	13.3	11.8
EV/EBIT	22.2	18.2	16.5	14.6	13.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。