

2023 年 04 月 07 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

双拓战略稳步推进，目标务实发展可期

—涪陵榨菜（002507.SZ）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：何宇航 S1050522090002

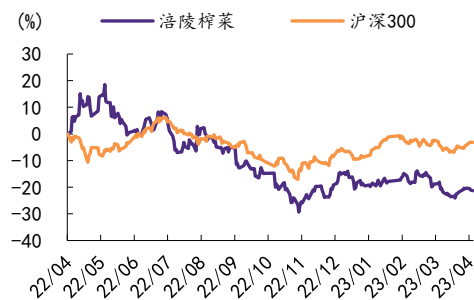
heyh1@cfsc.com.cn

基本数据

2023-04-06

当前股价（元）	25.02
总市值（亿元）	222
总股本（百万股）	888
流通股本（百万股）	878
52 周价格范围（元）	22.51-38.15
日均成交额（百万元）	362.72

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《涪陵榨菜（002507）：双拓战略为基础，双轮驱动谋发展》2023-03-25
- 2、《涪陵榨菜（002507）：2022 顺利收官，双拓战略下 2023 年增长可期》2023-02-25
- 3、《涪陵榨菜（002507）：业绩略超预期，利润弹性望释放》2022-10-30

新品助力规模扩容，稳步发展迎合趋势

目前公司库存处于良性水平。2023 年收入增长目标为 18%，增长抓手为地面推广+广告拉动，预计销量将逐步好转。地面推广主打轻盐概念，下饭菜在省城终端布置销售任务，4 款下饭酱上市，铺市和营销拉动，下半年有广告投放。近 1-2 年上新速度加快，总体目标是夯实榨菜，以萝卜为代表的下饭菜能见度和铺市率更高，打造大单品集群。公司毛利率率目标为 58%，泡菜、萝卜等长期来看毛利率有望稳步提升。针对新品多投入，以收入为主。榨菜未来升级空间：迎合消费趋势，扩大品牌影响力，占领中端及以上的消费群体。原料供应和成本稳定前提下不会做价格提升。

健全考核机制，长期发展可期

产能建设：预计 3-4 年完成厂房建设，第 5 年布局第一条生产线，后续生产线按需求修建。**考核奖励机制：**2022 年末 8 个销售大区变成 4 个战区。1) 管理层激励，薪酬有较大幅度提升。2) 春播行动：到货奖+铺货奖+团队内部评奖。销售人员与经销商都有奖励。并且买榨菜必须配套新品，刺激新品到货。**餐饮：**B 端持续推进。餐饮上半年主要考核经销商增长，依靠队伍标准化+推新品。我们认为随着公司新品铺市叠加各项机制配合，双轮驱动谋定长期发展。

盈利预测

预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.12、1.31、1.52 元，当前股价对应 PE 分别为 22、19、16 倍，给予买入投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、渠道拓展不及预期、产品推广不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	2,548	3,007	3,525	4,123
增长率（%）	1.2%	18.0%	17.2%	17.0%
归母净利润（百万元）	899	996	1,162	1,352
增长率（%）	21.1%	10.8%	16.7%	16.4%
摊薄每股收益（元）	1.01	1.12	1.31	1.52
ROE（%）	11.6%	11.8%	12.7%	13.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：				
现金及现金等价物	3,414	3,835	4,310	4,849
应收款	9	10	12	14
存货	470	539	627	726
其他流动资产	2,868	3,183	3,540	3,952
流动资产合计	6,761	7,567	8,490	9,541
非流动资产：				
金融类资产	1,113	1,113	1,113	1,113
固定资产	1,147	1,104	1,043	979
在建工程	56	22	9	4
无形资产	500	475	450	426
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	139	139	139	139
非流动资产合计	1,841	1,739	1,641	1,547
资产总计	8,602	9,307	10,131	11,088
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	165	189	220	255
其他流动负债	411	411	411	411
流动负债合计	738	791	855	927
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	109	109	109	109
非流动负债合计	109	109	109	109
负债合计	847	900	964	1,036
所有者权益				
股本	888	888	888	888
股东权益	7,755	8,407	9,167	10,052
负债和所有者权益	8,602	9,307	10,131	11,088

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	899	996	1162	1352
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	116	101	97	92
公允价值变动	13	13	13	13
营运资金变动	51	-333	-383	-440
经营活动现金净流量	1079	778	889	1018
投资活动现金净流量	-536	76	74	70
筹资活动现金净流量	-123	-344	-402	-467
现金流量净额	420	510	561	620

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,548	3,007	3,525	4,123
营业成本	1,194	1,323	1,539	1,780
营业税金及附加	40	45	53	62
销售费用	365	511	606	726
管理费用	86	96	113	132
财务费用	-105	-107	-121	-136
研发费用	4	5	6	7
费用合计	351	505	604	729
资产减值损失	-4	-4	-4	-4
公允价值变动	13	13	13	13
投资收益	70	14	14	14
营业利润	1,055	1,169	1,364	1,588
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1,056	1,170	1,364	1,588
所得税费用	157	174	203	236
净利润	899	996	1,162	1,352
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	899	996	1,162	1,352

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	1.2%	18.0%	17.2%	17.0%
归母净利润增长率	21.1%	10.8%	16.7%	16.4%
盈利能力				
毛利率	53.1%	56.0%	56.3%	56.8%
四项费用/营收	13.8%	16.8%	17.1%	17.7%
净利率	35.3%	33.1%	33.0%	32.8%
ROE	11.6%	11.8%	12.7%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	9.8%	9.7%	9.5%	9.3%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	295.0	295.0	295.0	295.0
存货周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
每股数据(元/股)				
EPS	1.01	1.12	1.31	1.52
P/E	24.7	22.3	19.1	16.4
P/S	8.7	7.4	6.3	5.4
P/B	2.9	2.6	2.4	2.2

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。