

短期业绩波动不损长期价值

——涪陵榨菜（002507.SZ）年报点评报告 食品饮料/调味发酵品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

3月24日晚，公司发布2022年年度报告和2023年度财务预算公告。22年全年实现营收25.5亿元（同比+1.2%），实现归母净利润8.99亿元（同比+21.1%），实现扣非归母净利润8.18亿元（同比+17.8%）；22Q4单季度实现营收5.02亿元（同比-10.8%），实现归母净利润2.02亿元（同比-15.1%），实现扣非归母净利润1.8亿元（同比-13.6%）。公司拟向全体股东每10股派发现金红利3.8元（含税）。23年度财务预算的营收目标预算数为30.07亿元（预计+18%），营业成本目标13.23亿元（预计+10.81%）。

投资摘要：

收入端榨菜销量下滑拖累营收增长，泡菜、萝卜等小品类收入高增。公司全年营收+1.2%，其中核心品类榨菜22年实现收入21.75亿元（同比-2.3%），提价未能弥补销量下行的影响，致营收微降。全年榨菜推算吨价1.85万元（同比+11.8%），但销量同比-12.6%至11.8万吨。榨菜品类收入贡献占比为85.3%，略有降低（前值为88.4%）但占比仍大，拖累公司营收增速。萝卜品类营收+19.3%至0.82亿元，在收入占比3.2%，其中销量+30.4%，单价-8.5%。泡菜品类量价齐升，销量+25.2%，单价+20.9%，推动该品类收入高增51.4%至2.4亿元，其在收入贡献占比进一步提高3.1pct至9.4%。其他产品实现营收0.5亿元，同比-23%。

成本端榨菜、泡菜毛利率提升，叠加期间费用率整体下行，拉动公司净利率提高。公司全年营业成本-0.5%，毛利率+0.8pct至53.1%，其中榨菜品类毛利率提升至56.95%（前值54.8%），成本端材料/动力/工资/制造费用/运费同比变化分别为：-5.4%/+5.7%/-19.9%/-3.1%/+3.2%。萝卜品类毛利率下滑至31.9%（前值49.1%），主要由于成本增速（+59.6%）显著高于收入增速（+19.3%）。泡菜毛利率由26.3%提升至31.7%，其他产品毛利率由34.1%降至23%。22全年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-4.5/+0.4/-0.1/-0.3个pct，对应拉动毛利差/净利率分别+5.3/+5.8pct至38.8%/35.3%。

公共卫生事件影响，Q4业绩略有下滑但总体可控。22Q4公司营收5.02亿元（同比-10.8%），归母净利润2.02亿元（同比-15.1%）。受益于产品提价及产品结构优化，该期毛利率47.3%（同比+11.2pct）；净利率40.26%（同比-2.04%），主要是由于营收下滑背景下，公司营销开支相对较为刚性，销售费用率增加12pct，侵蚀了公司净利润。

华东大区拉动全国增长，出口部分实现高增速。从区域分布来看，华南、华东依然是公司主要收入来源区域，收入贡献分别达到25.7%/19.1%，两区域经销商数量占比分别为14.4%/11.6%。华东区收入同比+15.7%，在各区域排名第2，成为收入增长主要引擎，出口额增长18.3%但在收入贡献占比仅1.4%，此外没有增速超2位数的区域。9大区域（含出口）中有5个区域收入同比下滑。渠道下沉及经销商扩量进一步推进，全年新增97家经销商，其中西北（+69家）/华中（+46家）/华东（+28家）增量较多，此外出口经销商增加11家（同比+19%）。

投资建议：虽然公司22Q4业绩有所下滑，但公司主动发力，叠加外部环境复苏，我们认为经营的高压力时刻已经度过，当前估值水平合理偏低，值得长期布局。我们略下调对公司的盈利预测，预计公司2023-2025年EPS分别为1.02/1.24/1.36元（此前对23-25年预测为1.16/1.27/1.45元），对应报告日股价的PE分别为24.7倍、20.3倍和18.5倍。参考调味品行业估值水平和公司历史估值水平，对应公司的23年预测EPS给予30倍PE的估值，对应目标价格30.5元，维持“买入”评

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入

2023年04月04日

汪冰洁

分析师

SAC执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

交易数据

时间 2023.4.3

总市值/流通市值（亿元）	223.33/220.82
总股本（万股）	88,763.0
资产负债率（%）	9.84
每股净资产（元）	8.74
收盘价（元）	25.16
一年内最低价/最高价（元）	38.35/22.12

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

- 1、《涪陵榨菜半年报点评：销售费用优化中报业绩超预期 Q3有望进一步增长》2022-08-02
- 2、《涪陵榨菜公司深度研究：掌控原料平滑成本波动 渠道发力构筑优势成长》2022-04-11

证券研究报告

级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，商标侵权及假冒伪劣风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,518.6	2,548.32	2,824.99	3,422.20	3,793.83	4,153.35
增长率（%）	10.82%	1.18%	10.86%	21.14%	10.86%	9.48%
归母净利润（百万）	741.96	898.79	903.28	1,102.56	1,205.00	1,276.86
增长率（%）	-4.52%	21.14%	0.50%	22.06%	9.29%	5.96%
净资产收益率（%）	10.35%	11.59%	11.13%	12.51%	12.59%	12.31%
每股收益(元)	0.87	1.01	1.02	1.24	1.36	1.44
PE	28.92	24.91	24.72	20.26	18.53	17.49
PB	3.12	2.88	2.75	2.53	2.33	2.15

资料来源：ifind，申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2519	2548	2825	3422	3794	流动资产合计	5894	6761	6985	7884	8733
营业成本	1200	1194	1309	1565	1758	货币资金	3086	3414	3336	3804	4217
营业税金及附加	39	40	43	53	58	应收账款	3	6	12	14	16
营业费用	475	365	424	503	546	其他应收款	8	3	3	4	5
管理费用	74	86	83	101	112	预付款项	5	13	13	13	13
研发费用	5	4	5	6	6	存货	401	470	516	617	693
财务费用	-96	-105	-59	-59	-61	其他流动资产	2391	1742	1770	1829	1866
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	1854	1841	2112	2399	2718
信用减值损失	2	4	1	2	2	长期股权投资	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	0	0	0	固定资产	1201	1147	1226	1366	1556
投资净收益	43	70	42	42	42	无形资产	507	500	525	551	578
营业利润	874	1055	1063	1297	1418	商誉	39	39	39	39	39
营业外收入	0	1	0	0	0	其他非流动资产	4	73	73	73	73
营业外支出	0	0	0	0	0	资产总计	7749	8602	9097	10283	11451
利润总额	874	1056	1063	1297	1418	流动负债合计	470	738	892	1383	1792
所得税	132	157	159	195	213	短期借款	0	0	0	285	478
净利润	742	899	903	1103	1205	应付账款	154	165	179	214	240
少数股东损益	0	0	0	0	0	预收账款	90	162	303	474	664
归属母公司净利润	742	899	903	1103	1205	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EBITDA	1376	1555	1094	1337	1462	非流动负债合计	112	109	87	87	87
EPS (元)	0.87	1.01	1.02	1.24	1.36	长期借款	0	0	0	0	0
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0
						负债合计	582	847	979	1470	1879
成长能力						少数股东权益	0	0	0	0	0
营业收入增长	10.82%	1.18%	10.86%	21.14%	10.86%	实收资本 (或股本)	888	888	888	888	888
营业利润增长	-4.48%	20.76%	0.73%	22.06%	9.29%	资本公积	3203	3203	3206	3206	3206
归属于母公司净利润增长	0.50%	22.06%	0.50%	22.06%	9.29%	未分配利润	2783	3319	3555	3843	4159
获利能力						归属母公司股东权益合计	7167	7755	8118	8813	9572
毛利率(%)	52.36%	53.15%	53.65%	54.27%	53.67%	负债和所有者权益	7749	8602	9097	10283	11451
净利率(%)	29.46%	35.27%	31.97%	32.22%	31.76%						
总资产净利润 (%)	9.58%	10.45%	9.93%	10.72%	10.52%						
ROE(%)	10.35%	11.59%	11.13%	12.51%	12.59%						
偿债能力						现金流量表 单位:百万元					
资产负债率(%)	8%	10%	11%	14%	16%	经营活动现金流	745	1079	949	1143	1309
流动比率	12.55	9.17	7.83	5.70	4.87	净利润	742	899	903	1103	1205
速动比率	11.70	8.53	7.25	5.25	4.49	折旧摊销	598.44	605.49	0.00	45.97	49.77
营运能力						财务费用	-96	-105	-59	-59	-61
						应收账款减少	0	0	-6	-2	-2
总资产周转率	0.43	0.31	0.32	0.35	0.35	预收账款增加	0	0	141	171	190
应收账款周转率	899	604	329	267	256	投资活动现金流	-3418	-536	-543	-611	-703
应付账款周转率	21.52	15.96	16.44	17.45	16.74	公允价值变动收益	0	13	0	0	0
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.01	1.02	1.24	1.36	投资收益	43	70	42	42	42
每股净现金流(最新摊薄)	0.38	0.26	-0.09	0.53	0.47	筹资活动现金流	3012	-312	-484	-64	-192
每股净资产(最新摊薄)	8.07	8.74	9.15	9.93	10.78	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	28.92	24.91	24.72	20.26	18.53	普通股增加	98	0	0	0	0
P/B	3.12	2.88	2.75	2.53	2.33	资本公积增加	3182	0	3	0	0
EV/EBITDA	13.98	12.16	17.37	14.07	12.72	现金净增加额	339	231	-78	468	413

资料来源: ifind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上