



2023-03-28

公司点评报告

买入/维持

涪陵榨菜(002507)

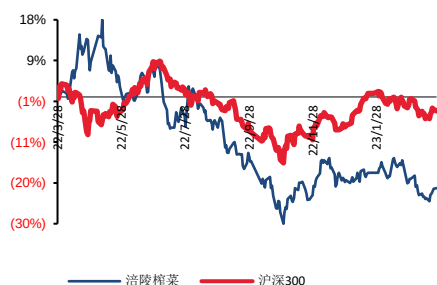
目标价: 42

昨收盘: 25.17

食品饮料 调味发酵品 II

涪陵榨菜：盈利能力稳步提升，多元化战略增长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	888/878
总市值/流通(百万元)	22,342/22,091
12 个月最高/最低(元)	38.15/22.51

相关研究报告:

涪陵榨菜(002507)《涪陵榨菜：部分工厂停产影响不大，经营依旧稳健》——2022/11/23

涪陵榨菜(002507)《涪陵榨菜：营收保持增长，关注销量回升》——2022/11/03

涪陵榨菜(002507)《涪陵榨菜：成本下行，弹性可期》——2022/04/11

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

研究助理：况英

电话：021-58502206

E-MAIL: kuangying@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190122080015

事件：

涪陵榨菜发布 2022 年年报，公司实现营收 25.48 亿元，同比+1.18%，归母净利润 8.99 亿元，同比+21.14%、扣非归母净利润 8.18 亿元，同比+17.76%，其中 Q4 实现营收 5.02 亿元，同比-10.81%，归母净利润 2.02 亿元，同比-15.11%，扣非归母净利润为 1.80 亿元，同比-13.55%。

点评：

收入分析：提价下榨菜营收略有下降，泡菜营收增速亮眼

2022 年，公司实现营收 25.48 亿元，同比+1.18%（其中 Q1：-2.88%；Q2：+14.98%；Q3：+2.54%；Q4：-10.81%），四季度受疫情影响较大。1) **量价本**：2022 年销售量 14.03 万吨，同比-8.42%，销量下滑主要由于宏观经济环境疲弱、榨菜产品升级处于提价阵痛期，销售单价为 1.8 万元/吨，同比+10.47%。2) **分品类**：榨菜营收 21.75 亿元，同比-2.31%，泡菜营收 2.41 亿元，同比+51.43%，萝卜营收 0.82 亿元，同比+19.33%，公司推动价格体系调整、榨菜减盐升级换代及下饭菜、调味菜等新品上市，带来品类结构及销量变化，泡菜增长亮眼。3) **分区域**：华东、西北、东北销售增速较好，分别同比+15.68%、+7.94%、+5.42%，华中、西南、中原销售略微下滑，分别同比-0.28%、-0.59%、-0.06%，华南、华北销售增速下滑较多，分别同比-5.27%、-8.86%。4) **经销商**：22 年底公司经销商 3127 家，较上年净增 97 家，其中国内净增 86 家，国际净增 11 家。

盈利分析：原材料成本下降，盈利能力稳步提升

2022 年公司毛利率 53.10%，同比增加 0.77 pct（其中 Q1：52.37%；Q2：57.67%；Q3：53.40%；Q4：47.30%），毛利提升主要由于 21 年下半年原材料采购价较低，在报表端降低了 22 年原材料成本。按品类，榨菜毛利率 56.95%，同比+2.15 pct，泡菜毛利率 31.66%，同比+5.39pct，萝卜毛利率 31.87%，同比-17.18pct。期间费用方面，公司销售费用率 14.34%（-4.52pct），管理费用 3.39%（+0.44pct），研发费用率 0.17%（-0.05pct），财务费用率-4.12%（-0.33pct）。综上，期内公司归母净利率 35.27%（+5.81pct），扣非归母净利率 32.09%（+4.52pct）。

23 年展望：收入、利润均稳步增长。1) 收入端，公司对榨菜产品不断升级，丰富价格带，同时发力下饭菜、调味菜等等新品，进行品类的矩阵式发展。销售渠道主要以家庭为主，同时开拓餐饮渠道，预计公司 23 年收入将实现双位数增长。2) 利润端，23 年公司青菜头采购价有所增长，但由于新品的推出、产品结构的变化、规模效应，预计毛利率同比有小幅提升。费用方面，公司 23 年品牌费用会加大投放，对新品销售进行助力，预计销售费用将有所增长。综上，预计公司 23 年利润稳步增长。

公司逻辑：品类、渠道发力突破原有业态，多元化战略增长可期

1) 多品类：2022 年公司提出“榨菜升级做透，萝卜多元做大，延伸开发零食，尝试进入酱类”的多元品类发展思路。新品下饭酱、酸萝卜鱼调料等已通过渠道推广，海带丝和脆小菜等细分品类正在积极储备；**2) 多渠道：**传统渠道上，公司加大地推力度，调整包装颜色，更新包装规格，提质升级推动消费者适应价格过渡；线上渠道，公司通过高管直播、高性价比营销策略积极开拓电商渠道；B 端渠道上，公司计划以调味菜及泡菜切入餐饮消费市场，有望凭借餐饮行业的广阔市场带来巨大增量。此外，公司不断进行渠道下沉和培育经销商，布局弱势或空白市场，未来有望不断推动销量增长。

盈利预测与估值：在整体消费环境相对比较疲软的背景之下，22 年公司的收入利润实现了双增长，公司持续对已有产品优化升级，不断进行品类扩张，未来收入持续稳步增长可期。预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 14%、11%、11%，归母净利润增速分别为 5%、14%、14%。按照 2024 年业绩给予 35 倍 P/E，一年目标价 42 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2548	2894	3219	3581
增长率 (%)	1%	14%	11%	11%
净利润(百万元)	899	945	1073	1220
增长率 (%)	21%	5%	14%	14%
摊薄每股收益(元)	1.01	1.06	1.21	1.37
P/E	25	24	21	18

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。