

涪陵榨菜（002507）：22年利润率改善明显，静待23年收入端提振

2023年3月28日

强烈推荐/维持

涪陵榨菜

公司报告

事件：公司2022年实现营业收入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%；2022Q4单季，公司实现营业收入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1.80亿元，同比-13.55%。

产品多元化初现成效。2022年，公司榨菜、萝卜、泡菜销售额分别为21.75/0.82/2.41亿元，分别同比增长-2.31%/19.33%/51.43%。公司提出了以“榨菜升级做透，萝卜多元做大，延伸开发零食，尝试进入酱类”这一矩阵发展思路，开辟轻盐健康新赛道，并推出了新品调味菜、酸萝卜鱼调料、翠小菜休闲零食等产品。2021年11月公司基于以青菜头为主的原材料价格上涨压力，提高了主要产品的出厂价，对2022年全年榨菜动销造成一定影响，加上四季度疫情防控，工厂停产、物流不畅等影响，22年榨菜销量同比下滑12.61%，不过萝卜和泡菜的销量分别同比增长30.43%/25.24%。单价方面，榨菜、萝卜和泡菜单价分别同比+11.78%/-8.51%/20.91%。榨菜价格的提升基本弥补量的下滑，全年销售额略有回落。泡菜量价齐升收入大幅增长。泡菜发展空间大于榨菜，目前泡菜销售额占比仅9.46%，推测未来占比将进一步提升，推动公司整体增长。

去年毛利率明显改善，今年下半年略有压力。22年公司整体毛利率53.1%，同比提升0.77pct，榨菜、萝卜、泡菜毛利率分别为56.95%/31.87%/31.66%，分别同比+2.15/-17.18/5.39pct。公司主要原材料青菜头及榨菜半成品2022年度价格分别较2021年下降约42%和18%，其中青菜头原料价格约800元/吨左右。今年青菜头收购价格较22年略有提升，收购指导价900元/吨。但22年上半年公司用的青菜头是21年收购的高成本青菜头，23年上半年用的是22年收购的青菜头，因此我们推算23年上半年尤其是Q1公司毛利率将同比明显改善，下半年毛利率同比承压。此外，由于泡菜等新品毛利率较低，随着新品占比的提升，公司整体毛利率水平将受到影响。

提升费用投放效率以及渠道管理水平。22年公司加大了地面宣传推广，减少品牌的空中宣传，销售费用率大幅降低4.52pct至14.36%，带动净利润率提升5.81pct至35.27%。我们预计地面推广效果将更加直接高效，而此前的宣传效果也将逐步释放，销售费用率有望维持平稳。在渠道建设上，公司计划23年促进渠道深度下沉、品类集中上量。公司设立四大销售战区、将作战指挥权前移，成立餐饮销售事业部、搭建餐饮销售体系，公司有望通过提升管理水平带动业绩增长。

公司盈利预测及投资评级：长期来看，公司榨菜产品存在持续升级潜力，轻盐榨菜有望提高榨菜行业空间，稳定榨菜品类增长。在此基础上，公司开拓新品，随着新品的逐步放量公司有望打开第二增长曲线。我们预计公司2023-2025年净利润分别为9.70、10.70和11.49亿元，对应EPS分别为1.09、1.21和1.29元。当前股价对应2023-2025年PE值分别为23、21和19倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情导致生产、运输和公司产品铺货受到影响，需求不及预期；

公司简介：

公司是一家以榨菜为根本，立足于佐餐开胃菜领域快速发展的农业产业化企业集团，是农业产业化国家重点龙头企业。公司产品畅销沃尔玛、家乐福、大润发等全球知名连锁卖场、全国各大超市、便利店、农贸市场等零售终端。旗下“乌江”牌榨菜先后获得“中国名牌产品”、“重庆市名牌农产品”等荣誉。

资料来源：公司公告、iFind

未来3-6个月重大事项提示：

无

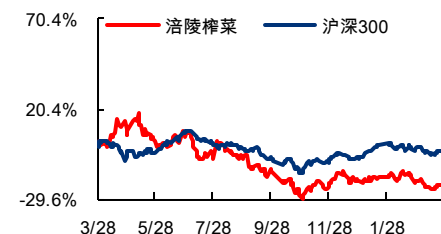
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	38.15-22.51
总市值（亿元）	223.42
流通市值（亿元）	220.91
总股本/流通A股（万股）	88,763/88,763
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.31

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

能源、包装成本上涨超预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,518.65	2,548.32	2,844.18	3,139.04	3,339.70
增长率（%）	10.82%	1.18%	11.61%	10.37%	6.39%
归母净利润（百万元）	741.96	898.79	970.20	1,070.43	1,148.76
增长率（%）	-4.52%	21.14%	7.95%	10.33%	7.32%
净资产收益率（%）	10.35%	11.59%	11.31%	11.29%	11.00%
每股收益(元)	0.87	1.01	1.09	1.21	1.29
PE	28.93	24.92	23.03	20.87	19.45
PB	3.12	2.88	2.60	2.36	2.14

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	5894	6761	7731	8764	9857	营业收入	2519	2548	2844	3139	3340
货币资金	3086	3414	7303	12385	15478	营业成本	1200	1194	1326	1475	1565
应收账款	3	6	5	6	6	营业税金及附加	39	40	45	49	52
其他应收款	8	3	3	4	4	营业费用	475	365	384	414	427
预付款项	5	13	6	7	4	管理费用	74	86	98	104	107
存货	401	470	483	559	582	财务费用	-96	-105	-100	-103	-101
其他流动资产	2391	1742	-69	-4197	-6216	研发费用	5	4	5	5	6
非流动资产合计	1854	1841	1653	1540	1426	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	13.05	0.00	0.00	0.00
固定资产	1201	1147	1055	963	871	投资净收益	42.92	70.44	41.53	51.63	54.53
无形资产	507	500	470	442	415	加：其他收益	13.02	11.68	11.92	12.21	11.93
其他非流动资产	4	73	0	0	0	营业利润	874	1055	1141	1258	1350
资产总计	7749	8602	9384	10303	11284	营业外收入	0.16	1.15	0.70	0.67	0.84
流动负债合计	470	738	726	749	759	营业外支出	0.19	0.45	0.66	0.43	0.51
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	874	1056	1141	1258	1351
应付账款	154	165	174	198	208	所得税	132	157	171	188	202
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	742	899	970	1070	1149
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	112	109	77	77	77	归属母公司净利润	742	899	970	1070	1149
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	582	847	803	826	836	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%	11.61%	10.37%	6.39%
实收资本（或股本）	888	888	888	888	888	营业利润增长	-4.48%	20.76%	8.15%	10.25%	7.35%
资本公积	3203	3203	3203	3203	3203	归属于母公司净利润增长	-4.52%	21.14%	7.95%	10.33%	7.32%
未分配利润	2783	3319	4091	4925	5829	获利能力					
归属母公司股东权益合计	7167	7755	8582	9478	10448	毛利率（%）	52.36%	53.15%	53.39%	53.00%	53.14%
负债和所有者权益	7749	8602	9384	10303	11284	净利率（%）	29.46%	35.27%	34.11%	34.10%	34.40%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润（%）	9.58%	10.45%	10.34%	10.39%	10.18%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE（%）	10.35%	11.59%	11.31%	11.29%	11.00%
经营活动现金流	745	1079	2725	5109	3122	偿债能力					
净利润	742	899	970	1070	1149	资产负债率（%）	8%	10%	9%	8%	7%
折旧摊销	100.64	115.96	121.71	120.96	120.16	资产周转率（%）	12.55	9.17	10.65	11.70	12.98
财务费用	-96	-105	-100	-103	-101	流动比率	11.70	8.53	9.98	10.95	12.21
应收账款减少	0	-3	1	-1	0	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.31	0.32	0.32	0.31
投资活动现金流	-3418	-536	1219	45	48	应收账款周转率	899	604	553	583	556
公允价值变动收益	0	13	0	0	0	应付账款周转率	21.52	15.96	16.75	16.87	16.47
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	43	70	42	52	55	每股收益（最新摊薄）	0.87	1.01	1.09	1.21	1.29
筹资活动现金流	3012	-312	-55	-72	-77	每股净现金流（最新摊薄）	0.38	0.26	4.38	5.73	3.48
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新摊薄）	8.07	8.74	9.67	10.68	11.77
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	98	0	0	0	0	P/E	28.93	24.92	23.03	20.87	19.45
资本公积增加	3182	0	0	0	0	P/B	3.12	2.88	2.60	2.36	2.14
现金净增加额	339	231	3889	5082	3093	EV/EBITDA	21.91	17.76	12.94	7.81	5.02

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	涪陵榨菜（002507）：下半年高增确定性强，产品多元化初现成效	2022-08-02
行业普通报告	食品饮料行业报告：白酒进入基本面平稳期，市场预期呈现分化	2023-03-20
行业普通报告	食品饮料行业报告：平价新零售业态渠道红利，带来休闲食品企业新增长	2023-03-08
行业普通报告	食品饮料行业报告：“新国标”有望加速婴配粉行业的筑底回升	2023-02-28
行业普通报告	食品饮料行业报告：婴配粉新国标正式实施，将加速行业集中度提升	2023-02-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：预制菜首次写入中央一号文件	2023-02-21
行业普通报告	食品饮料行业报告：上下游价格剪刀差持续扩大，利润有望回流向食品制造企业	2023-02-14
行业普通报告	食品饮料行业报告：春节消费趋势回暖，次高端白酒显著复苏	2023-02-06
行业普通报告	食品饮料行业报告：春节消费回暖，消费趋势分析	2023-01-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5 年证券研究经验，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

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研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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，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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526