

# 23年重新出发，品类扩张持续可期

## 涪陵榨菜(002507)

评级:	买入	股票代码:	002507
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	38.35/22.12
目标价格:		总市值(亿)	222.97
最新收盘价:	25.12	自由流通市值(亿)	220.47
		自由流通股数(百万)	877.67

### 事件概述

公司发布年报，22年实现营收25.48亿元，同比+1.18%；归母净利润8.99亿元，同比+21.14%。22Q4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%。

### 分析判断:

#### ► 收入稳中有升，多品类布局持续兑现

分产品看，22年公司榨菜/萝卜/泡菜/其他产品分别实现营收21.8/0.8/2.4/0.5亿元，分别同比-2.3%/+19.3%/+51.4%/-22.7%，销量分别同比-12.6%/+30.4%/+25.2%/+2.9%，吨价分别同比+11.8%/-8.5%/+20.9%/-24.9%，公司在完成2021年聚焦榨菜战略目标基础上，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。分区域看，22年华北/东北/华东/华中/西南/西北/中原/华南/出口分别实现营收2.7/1.1/4.9/3.0/2.1/2.3/2.4/6.6/0.3亿元，同比-8.9%/+5.4%/+15.7%/-0.3%/-0.6%/+7.9%/-0.1%/-5.3%/+18.3%，我们认为华东区域受疫情囤货刺激，营收实现较快增长；渠道端推动城市、渠道业务精细化运营，将市场下沉到县城及乡镇，全年新增97个经销商至3127个。

#### ► 成本下行利好毛利率，销售费用率大幅下降

成本端来看，2022年实现毛利率53.15%，同比+0.79pct，其中榨菜毛利率56.95%，同比+2.15pct，主要系青菜头/榨菜半成品2022年价格分别同比-42%/-18%。

费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为14.3%/3.4%/0.2%/-4.1%，分别较去年同期-4.5%/+0.4%/-0.1%/-0.3pct，销售费用率下降较多，主要系其中广告费用投入减少，相应的公司加大地面宣传投入，推动升级换代产品及新品触达消费者，提升费用有效性，加速下沉市场推广。

综合来看，得益于收入增长和销售费用率下降，公司实现归母净利润8.99亿元，同比+21.1%，对应净利率35.3%，同比+5.8pct。

#### ► 继续聚焦双拓战略，多品类成长可期

我们看好公司23年继续聚焦双拓战略，坚定佐餐开味赛道方向不动摇，品类上夯实榨菜品类坚实基础，打造轻盐健康榨菜的大市场，布局下饭菜品类，推进榨菜酱品类系列的优化定型于上架，逐渐拓宽产品品类；渠道端继续完善销售体系，重构销售管理体系，挖掘下沉市场发展潜力；管理端聚力管理结构调整；带动公司23年经营实现恢复性增长，扩大品类边界，提升业绩潜力

### 投资建议

参考最新年报，我们下调公司23-24年营业收入32.67/36.33亿元的预测28.70/32.62亿元，新增25年36.30亿元的预测；下调23-24年EPS 1.31/1.52元的预测至1.11/1.29元，新增25年1.47元的预测；对应2023年3月24日25.12元/股收盘价，PE分别为23/20/17倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格上涨，新品推广不及预期，行业竞争加剧

**盈利预测与估值**

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,519	2,548	2,870	3,262	3,630
YoY (%)	10.8%	1.2%	12.6%	13.7%	11.3%
归母净利润 (百万元)	742	899	989	1,141	1,304
YoY (%)	-4.5%	21.1%	10.0%	15.4%	14.2%
毛利率 (%)	52.4%	53.1%	54.5%	54.8%	55.3%
每股收益 (元)	0.87	1.01	1.11	1.29	1.47
ROE	10.4%	11.6%	11.3%	11.5%	11.7%
市盈率	28.87	24.87	22.54	19.53	17.10

资料来源: wind、华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 卢周伟**

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,548	2,870	3,262	3,630	净利润	899	989	1,141	1,304
YoY(%)	1.2%	12.6%	13.7%	11.3%	折旧和摊销	117	99	101	104
营业成本	1,194	1,305	1,476	1,621	营运资金变动	228	-141	129	61
营业税金及附加	40	45	51	57	经营活动现金流	1,079	875	1,290	1,377
销售费用	365	459	502	534	资本开支	-131	-49	-49	-49
管理费用	86	86	98	109	投资	-560	0	0	0
财务费用	-105	-108	-116	-123	投资活动现金流	-536	22	32	41
研发费用	4	6	7	7	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	70	72	82	91	筹资活动现金流	-312	0	0	0
营业利润	1,055	1,163	1,342	1,533	现金净流量	232	897	1,322	1,418
营业外收支	1	1	1	1	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	1,056	1,164	1,343	1,534	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	157	175	201	230	营业收入增长率	1.2%	12.6%	13.7%	11.3%
净利润	899	989	1,141	1,304	净利润增长率	21.1%	10.0%	15.4%	14.2%
归属于母公司净利润	899	989	1,141	1,304	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY(%)	21.1%	10.0%	15.4%	14.2%	毛利率	53.1%	54.5%	54.8%	55.3%
每股收益	1.01	1.11	1.29	1.47	净利率	35.3%	34.5%	35.0%	35.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	10.4%	10.5%	10.6%	10.8%
货币资金	3,414	4,311	5,633	7,051	净资产收益率 ROE	11.6%	11.3%	11.5%	11.7%
预付款项	13	13	15	16	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	470	472	512	488	流动比率	9.17	12.66	11.61	12.69
其他流动资产	2,864	2,870	2,872	2,878	速动比率	6.15	8.98	8.69	9.96
流动资产合计	6,761	7,667	9,032	10,434	现金比率	4.63	7.12	7.24	8.57
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	9.8%	7.6%	8.2%	7.7%
固定资产	1,147	1,098	1,047	993	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	500	500	500	500	总资产周转率	0.31	0.32	0.32	0.32
非流动资产合计	1,841	1,792	1,741	1,687	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	8,602	9,459	10,773	12,121	每股收益	1.01	1.11	1.29	1.47
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.74	9.85	11.14	12.61
应付账款及票据	165	108	223	156	每股经营现金流	1.22	0.99	1.45	1.55
其他流动负债	572	498	555	667	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	738	606	778	822	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	24.87	22.54	19.53	17.10
其他长期负债	109	109	109	109	PB	2.95	2.55	2.26	1.99
非流动负债合计	109	109	109	109					
负债合计	847	715	887	931					
股本	888	888	888	888					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,755	8,744	9,886	11,190					
负债和股东权益合计	8,602	9,459	10,773	12,121					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星**：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧**：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟**：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

**王厚**：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

**吴越**：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。