

涪陵榨菜(002507)

报告日期: 2023年04月27日

动销改善, 全年可期

——涪陵榨菜 23Q1 业绩点评

投资要点

□ 业绩情况:

23Q1 实现营收 7.60 亿元(+10.41%); 归母净利 2.61 亿元(+22.02%); 扣非归母净利 2.44 亿元(+24.96%), 业绩超预期。

23Q1 业绩超预期, 净利率为 34.4% (同比+3.3pct), 主因为动销改善拉动收入高增+成本低位带来盈利改善, 具体拆分看:

1) 春节动销旺盛, 量增贡献收入。22 公司经历了疫情反复的考验, 22Q4 为蓄力 23 年春节主动降低了经销商任务压力; 23Q1 公司动销恢复情况良好, 同时公司给予了客户适度的信用额度来支持市场销售工作, 经销商调货积极性显著提高, 我们预计 23Q1 公司增长基本靠销量增长拉动;

2) 23Q1 使用低价原料, 毛利率同比改善。22Q1 青菜头采购成本处于高位, 23Q1 使用的是 22H2 采购的低价原材料, 23Q1 毛利率为 56.3% (同比+3.9pct);

3) 销售费用同比稳定, 地推费用结构性增加。23Q1 公司销售费用率为 17.8% (同比持平), 拆分费用结构看, 我们预计公司为推动市场动销加快, 费用投放更多的向地推、促销等方向增加, 缩减了部分空中广告费用, 其他销售费用细项变动幅度不大。

□ 23 年动销改善, 长期看新品类+新渠道打开空间:

1) 新品类: 公司经历了 22 年多项优化落地, 产品调价升级、包装换新, 下饭菜、拌饭酱新品上市, 23 年有望释放成效, 带动全年年收入增长;

2) 长期来看: 公司榨菜主业稳固, 市占率仍有提升空间, 新品类和新渠道有望助力打开成长天花板。

□ 盈利预测及估值

预计 2023-2025 年公司收入增速分别为 13.9%/11.7%/10.4%; 归母净利润增速分别为 4.3%/16.5%/11.7%; PE 为 23/20/18 倍; 维持“买入”评级。

□ 风险提示

疫情反复影响需求, 渠道下沉不及预期, 新品推进不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥

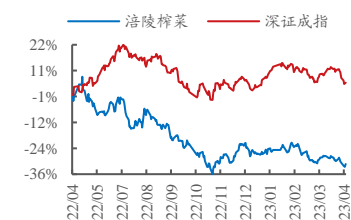
执业证书号: S1230522030003

yangji@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥24.09
总市值(百万元)	21,383.01
总股本(百万股)	887.63

股票走势图



相关报告

- 《动销承压, 砥砺前行》2023.03.26
- 《涪陵榨菜 22 年三季报点评: 收入放缓, 利润弹性持续释放》2022.10.30
- 《涪陵榨菜 2022H1 业绩点评: 提价降费, 22Q2 业绩超预期 (220730)》2022.08.05

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2548	2903	3243	3580
(+/-) (%)	1.2%	13.9%	11.7%	10.4%
归母净利润	899	938	1092	1220
(+/-) (%)	21.1%	4.3%	16.5%	11.7%
每股收益(元)	1.01	1.06	1.23	1.37
P/E	23.79	22.80	19.57	17.53

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6761	7014	7647	8369
现金	3414	3955	4458	5072
交易性金融资产	1113	1113	742	928
应收账款	6	9	16	26
其它应收款	3	8	8	7
预付账款	13	19	15	19
存货	470	526	570	661
其他	1742	1385	1839	1655
非流动资产	1841	2017	2063	2093
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1147	1159	1143	1089
无形资产	500	608	753	832
在建工程	56	30	24	4
其他	139	220	143	167
资产总计	8602	9031	9711	10462
流动负债	738	629	703	812
短期借款	0	0	0	0
应付款项	165	163	198	222
预收账款	0	0	0	0
其他	572	466	505	590
非流动负债	109	108	110	109
长期借款	0	0	0	0
其他	109	108	110	109
负债合计	847	737	813	921
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	7755	8294	8898	9541
负债和股东权益	8602	9031	9711	10462

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1079	1036	753	1397
净利润	899	938	1092	1220
折旧摊销	116	82	88	90
财务费用	(105)	(51)	(59)	(67)
投资损失	(70)	(30)	(20)	(10)
营运资金变动	907	243	(378)	287
其它	(668)	(146)	29	(124)
投资活动现金流	(536)	(147)	180	(272)
资本支出	73	(61)	(57)	(9)
长期投资	0	0	0	0
其他	(609)	(86)	237	(263)
筹资活动现金流	(312)	(349)	(430)	(510)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(312)	(349)	(430)	(510)
现金净增加额	231	540	503	615

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2548	2903	3243	3580
营业成本	1194	1394	1546	1739
营业税金及附加	40	46	52	57
营业费用	365	375	372	359
管理费用	86	82	81	81
研发费用	4	7	8	9
财务费用	(105)	(51)	(59)	(67)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	13	4	7	9
投资净收益	70	30	20	10
其他经营收益	12	22	20	18
营业利润	1055	1104	1285	1436
营业外收支	1	(0)	(0)	(0)
利润总额	1056	1103	1285	1435
所得税	157	165	193	215
净利润	899	938	1092	1220
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	899	938	1092	1220
EBITDA	1120	1130	1310	1454
EPS (最新摊薄)	1.01	1.06	1.23	1.37

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	1.18%	13.93%	11.68%	10.41%
营业利润	20.76%	4.61%	16.47%	11.69%
归属母公司净利润	21.14%	4.34%	16.49%	11.68%
获利能力				
毛利率	53.15%	51.98%	52.32%	51.43%
净利率	35.27%	32.30%	33.69%	34.08%
ROE	12.05%	11.69%	12.71%	13.23%
ROIC	11.01%	10.72%	11.66%	12.13%
偿债能力				
资产负债率	9.84%	8.16%	8.37%	8.80%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	9.17	11.15	10.88	10.30
速动比率	8.53	10.31	10.07	9.49
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.33	0.35	0.35
应收账款周转率	604.40	583.75	675.41	619.90
应付账款周转率	7.48	8.49	8.57	8.28
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.06	1.23	1.37
每股经营现金	1.22	1.17	0.85	1.57
每股净资产	8.74	9.34	10.02	10.75
估值比率				
P/E	23.79	22.80	19.57	17.53
P/B	2.76	2.58	2.40	2.24
EV/EBITDA	16.39	14.45	12.36	10.59

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>