

业绩显著改善，关注双拓战略

——2023 年一季报点评

核心观点：

- **事件：**4月27日，公司发布2023年一季报。
- **需求复苏叠加渠道补库，23Q1 收入端稳健修复。**23Q1 年营收 7.6 亿元，同比+10.4%，增速较 22Q1 提升 13.4pcts,较 22Q4 提升 21.2pcts。总体看，公司 23Q1 营收增速转正，高于经营现金流入的增速（同比-3.2%），预计主要得益于：1) 22 年底疫情闯关导致公司发货节奏延迟，反映为 22 年末合同负债约 1.62 亿元，同比+78.9%；2) 春节前后终端动销有所修复；3) 价格带更高的玻璃瓶装产品占比提升；4) 22H2 对产品包装进行优化，经销商与终端逐渐接受。
- **成本同比下降+产品结构优化，23Q1 盈利能力改善。**净利率：23Q1 年归母净利率为 34.4%，同比+3.3pcts，剔除非经常性损益扰动后同比+3.7pcts。总体看，盈利改善预计主要得益于产品结构优化与上游降本、租赁负债利息费用摊销减少。**毛利率：**23Q1 毛利率为 56.3%，同比+3.9pcts，主要得益于青菜头成本下降，同时毛利率相对较高的玻璃瓶装产品占比提升。**费用率：**23Q1 销售费用率为 17.8%，同比-0.03pcts；管理费用率 3.2%，同比-0.02pcts，整体维持相对稳定。
- **需求复苏+新品培育+渠道改革，基本面或持续改善。**1) **产品端**，公司 22 年下饭菜新品投放顺利，长期有望培育成第二大单品；23 年 B 端将推出豆瓣酱、C 端推出榨菜酱，差异化新品打开新空间；2) **渠道端**，改革进一步深化，大区合并/薪酬激励/经销商奖励铺开新品市场；3) **成本端**，虽然 23 年初青菜头采购价同比上涨，但考虑到产品结构优化，叠加新厂房产能爬坡顺利，折旧费用逐渐摊薄，有望提供毛利扩张空间；4) **费用端**，新品导入期更重视收入，销售费用可能上扬。综合以上，伴随 B/C 端场景持续修复，新品放量+渠道改革构成核心动能，预计 23 年基本面或持续改善。
- **投资建议：**预计 2023~2025 年营收分别为 29.2/32.8/37.4 亿元，同比+14.4%/12.5%/14.1%；归母净利润分别为 9.5/10.9/12.6 亿元，同比+5.8%/14.4%/15.9%，EPS 分别为 1.07/1.22/1.42 元，对应 PE 为 24/21/18X，公司 23 年 PE 低于调味品可比公司均值 45X，考虑到公司渠道改革与新品培育有望推动基本面改善，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**终端动销不及预期，费用投放力度超预期，食品安全问题等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2548.32	2915.27	3279.68	3742.12
增长率	1.18%	14.40%	12.50%	14.10%
归母净利润(百万元)	898.79	950.82	1087.23	1259.76
增长率	21.14%	5.79%	14.35%	15.87%
摊薄 EPS(元)	1.01	1.07	1.22	1.42
PE	25.45	24.08	21.06	18.17

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

涪陵榨菜(002507)

推荐(维持)

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

市场数据

2023-04-28

A 股收盘价(元)	25.79
股票代码	002507
A 股一年内最高价(元)	38.15
A 股一年内最低价(元)	22.51
上证指数	3,323.27
市盈率(TTM)	24.2
总股本(万股)	88,763
实际流通 A 股(万股)	87,767
流通 A 股市值(亿元)	226

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】涪陵榨菜点评报告：Q2 盈利显著改善，H2 延续向好趋势

【银河食饮】公司点评报告_涪陵榨菜：22Q1 平稳过渡，全年提速可期

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2548.32	2915.27	3279.68	3742.12	流动资产	6761.01	7054.16	7917.42	9066.57
营业成本	1194.00	1294.38	1456.18	1654.02	现金	3414.38	3681.17	4499.04	5550.32
营业税金及附加	39.99	42.27	47.56	54.26	应收账款	5.57	4.40	5.28	6.62
营业费用	365.44	510.17	570.66	647.39	其它应收款	3.07	7.80	7.64	7.75
管理费用	86.35	90.37	101.67	116.01	预付账款	12.56	17.37	13.72	18.40
财务费用	-105.05	-85.70	-99.16	-120.05	存货	470.44	488.42	536.74	628.49
资产减值损失	0.00	-1.35	-0.45	-0.60	其他	2855.00	2855.00	2855.00	2855.00
公允价值变动收益	13.05	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1840.77	2408.14	2720.88	2987.32
投资净收益	70.44	48.22	66.93	80.57	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1054.99	1118.26	1278.63	1480.93	固定资产	1146.58	1528.77	1686.31	1848.03
营业外收入	1.15	0.00	0.00	0.00	无形资产	499.71	666.28	837.49	947.50
营业外支出	0.45	0.00	0.00	0.00	其他	194.48	213.09	197.08	191.79
利润总额	1055.70	1118.26	1278.63	1480.93	资产总计	8601.78	9462.29	10638.30	12053.89
所得税	156.91	167.44	191.40	221.18	流动负债	737.63	647.33	736.10	891.94
净利润	898.79	950.82	1087.23	1259.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	165.15	151.44	186.33	211.32
归属母公司净利润	898.79	950.82	1087.23	1259.76	其他	572.48	495.88	549.77	680.63
EBITDA	975.68	1229.16	1250.90	1436.68	非流动负债	108.97	108.97	108.97	108.97
EPS (元)	1.01	1.07	1.22	1.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他	108.97	108.97	108.97	108.97
					负债合计	846.61	756.30	845.08	1000.92
					少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
					归母股东权益	7755.17	8705.99	9793.22	11052.97
					负债和股东权益	8601.78	9462.29	10638.30	12053.89
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1079.10	1044.97	1218.04	1411.39	营业收入	1.18%	14.40%	12.50%	14.10%
净利润	898.79	950.82	1087.23	1259.76	营业利润	20.76%	6.00%	14.34%	15.82%
折旧摊销	117.37	257.70	153.94	173.65	归母净利润	21.14%	5.79%	14.35%	15.87%
财务费用	-87.99	0.00	0.00	0.00	毛利率	53.15%	55.60%	55.60%	55.80%
投资损失	-70.44	-48.22	-66.93	-80.57	净利率	35.27%	32.62%	33.15%	33.66%
营运资金变动	228.28	-116.66	43.39	57.97	ROE	11.59%	10.92%	11.10%	11.40%
其它	-6.91	1.33	0.42	0.58	ROIC	9.42%	9.49%	9.52%	9.72%
投资活动现金流	-535.94	-778.18	-400.17	-360.10	资产负债率	9.84%	7.99%	7.94%	8.30%
资本支出	-131.32	-826.40	-467.10	-440.67	每股收益	1.01	1.07	1.22	1.42
长期投资	-560.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.22	1.18	1.37	1.59
其他	155.38	48.22	66.93	80.57	每股净资产	8.74	9.81	11.03	12.45
筹资活动现金流	-312.11	0.00	0.00	0.00	P/E	25.45	24.08	21.06	18.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.95	2.63	2.34	2.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	19.95	15.63	14.70	12.07
其他	-312.11	0.00	0.00	0.00	PS	8.98	7.85	6.98	6.12
现金净增加额	231.59	266.79	817.87	1051.28					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、休闲食品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn