

涪陵榨菜 (002507.SZ) 业绩低于预期，调整蓄势待发

2023年08月28日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（下调）

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2023/8/28
当前股价(元)	16.03
一年最高最低(元)	30.72/15.93
总市值(亿元)	184.97
流通市值(亿元)	182.90
总股本(亿股)	11.54
流通股本(亿股)	11.41
近3个月换手率(%)	42.12

● 中报利润低于预期，全年业绩承压

公司公布2023年中报，2023H1实现营收13.4亿，同比降6.0%；归母净利润4.7亿，同比降8.9%，EPS为0.41元。2023Q2实现营收5.8亿，同比降21.4%；归母净利润2.1亿，同比降30.8%。考虑成本压力，我们下调毛利率假设，预计2023-2025年归母净利润分别为8.6（-1.0）、9.3（-1.9）、10.8（-2.6）亿元，EPS分别为0.97（-0.12）、1.05（-0.21）、1.22（-0.29）元，同比-3.9%、7.9%、15.9%。当前股价对应估值约26.5、24.6、21.2倍。品类与渠道扩张是年内看点，考虑到全年仍在调整期，短期利润承压，下调至“增持”评级。

● 高基数与消费力不足导致营收下滑

2023Q2公司营收下滑21.3%，主因：一是2022年同期受益于榨菜囤货需求导致基数较高；二是居民消费力不足导致市场需求走弱。但新品表现较好，2023年上半年榨菜营收降10.05%（其中销量下降12%），萝卜与泡菜分别降28.48%与增31.46%（其中销量分别降12%与增8%），泡菜高增长体现出公司的多元化战略，也于公司年内对于组织架构与薪酬体系做出改善有关。考虑年内公司仍在营销改革，夯实基本盘矩阵，预计全年营收可能持平。

● 毛利率下降导致利润下滑

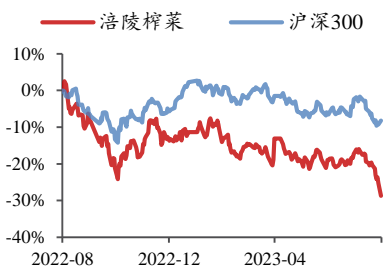
2023Q2毛利率48.8%，同比降8.9pct，主因是5月份开始使用年初收购的高价青菜头（收购价格同比增40%左右），以及低毛利率的泡菜占比提升。2023Q2销售费用率9.4%，同比降1.4pct，主要源于市场推广费以及销售工作费用减少。公司加大线上投入，电商费用投入增多。其余费用率变化不大。往下半年展望，年初新收购原料价格提升可能对成本产生负面影响，同时促销、广宣等市场投入可能增加，预计全年利润可能下滑，盈利能力仍有压力。

● 多元化战略持续进行，内部调整蓄势待发

公司一方面新品多元化发展，主要集中在调味酱菜以及餐饮渠道开发，同时确立“轻盐榨菜”与“瓶装榨菜”的升级方向；另一方面调整组织架构（更加细分）与薪资结构，推动销售人员能动性提升。管理团队稳定、内部调整完善后，公司蓄势待发，期待后续品类多元化带来公司更多成长空间。

● **风险提示：**宏观经济波动风险、市场拓展及竞争风险、原料价格波动风险等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩超预期，双拓谋发展——公司信息更新报告》-2023.4.29

《业绩承压，关注扩张——公司信息更新报告》-2023.3.27

《需求出现波动，利润如期增长——公司信息更新报告》-2022.11.2

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,519	2,548	2,586	2,883	3,358
YOY(%)	10.8	1.2	1.5	11.5	16.5
归母净利润(百万元)	742	899	863	932	1,080
YOY(%)	-4.5	21.1	-3.9	7.9	15.9
毛利率(%)	52.4	53.1	50.9	50.7	50.4
净利率(%)	29.5	35.3	33.4	32.3	32.2
ROE(%)	10.4	11.6	10.4	10.5	11.1
EPS(摊薄/元)	0.84	1.01	0.97	1.05	1.22
P/E(倍)	30.9	25.5	26.5	24.6	21.2
P/B(倍)	3.2	3.0	2.8	2.6	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5894	6761	7172	7864	8372	营业收入	2519	2548	2586	2883	3358
现金	3086	3414	3844	4402	4859	营业成本	1200	1194	1269	1422	1667
应收票据及应收账款	3	6	3	7	5	营业税金及附加	39	40	39	49	50
其他应收款	8	3	8	4	10	营业费用	475	365	365	418	484
预付账款	5	13	5	15	9	管理费用	74	86	67	72	81
存货	401	470	456	582	635	研发费用	5	4	1	1	2
其他流动资产	2391	2855	2855	2855	2855	财务费用	-96	-105	-104	-115	-125
非流动资产	1854	1841	1845	1983	2211	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	13	12	25	15	15
固定资产	1201	1147	1096	1159	1293	公允价值变动收益	0	13	3	4	5
无形资产	507	500	564	635	721	投资净收益	43	70	40	41	49
其他非流动资产	146	194	185	190	197	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	7749	8602	9017	9847	10583	营业利润	874	1055	1016	1095	1270
流动负债	470	738	627	823	763	营业外收入	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	2	1	1
应付票据及应付账款	154	165	174	206	240	利润总额	874	1056	1015	1095	1269
其他流动负债	315	572	452	617	523	所得税	132	157	152	163	189
非流动负债	112	109	109	109	109	净利润	742	899	863	932	1080
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	112	109	109	109	109	归属母公司净利润	742	899	863	932	1080
负债合计	582	847	736	932	872	EBITDA	882	1069	998	1071	1245
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.84	1.01	0.97	1.05	1.22
股本	888	888	1154	1154	1154	主要财务比率					
资本公积	3203	3203	2937	2937	2937	成长能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	3076	3665	4272	4950	5662	营业收入(%)	10.8	1.2	1.5	11.5	16.5
归属母公司股东权益	7167	7755	8281	8916	9711	营业利润(%)	-4.5	20.8	-3.7	7.8	15.9
负债和股东权益	7749	8602	9017	9847	10583	归属于母公司净利润(%)	-4.5	21.1	-3.9	7.9	15.9
						获利能力					
						毛利率(%)	52.4	53.1	50.9	50.7	50.4
						净利率(%)	29.5	35.3	33.4	32.3	32.2
						ROE(%)	10.4	11.6	10.4	10.5	11.1
						ROIC(%)	9.1	10.4	9.2	9.2	9.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	7.5	9.8	8.2	9.5	8.2
						净负债比率(%)	-41.9	-43.0	-45.5	-48.5	-49.2
						流动比率	12.5	9.2	11.4	9.6	11.0
						速动比率	6.6	6.1	7.9	6.7	7.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	899.3	604.4	604.4	604.4	604.4
						应付账款周转率	10.3	7.5	7.5	7.5	7.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.84	1.01	0.97	1.05	1.22
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.22	0.81	1.05	1.02
						每股净资产(最新摊薄)	8.07	8.74	9.33	10.04	10.94
						估值比率					
						P/E	30.9	25.5	26.5	24.6	21.2
						P/B	3.2	3.0	2.8	2.6	2.4
						EV/EBITDA	30.3	23.7	24.9	22.7	19.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn