开源证券

涪陵榨菜（002507.SZ） 需求出现波动，利润如期增长

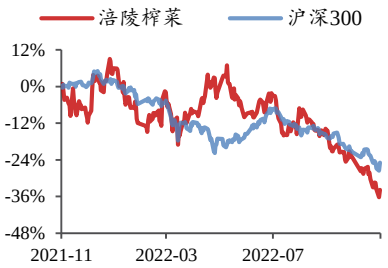
2022 年 11 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/11/1
当前股价(元)	23.34
一年最高最低(元)	39.66/22.12
总市值(亿元)	207.17
流通市值(亿元)	204.85
总股本(亿股)	8.88
流通股本(亿股)	8.78
近 3 个月换手率(%)	82.04

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《需求短期受益，利润超预期增长—公司信息更新报告》-2022.7.31

《需求受益，利润可期—公司信息更新报告》-2022.4.28

《2021Q4 业绩如期增长，2022 年利润弹性较大—公司信息更新报告》-2022.3.18

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

● 利润如期增长，维持“买入”评级

涪陵榨菜公布 2022 年三季报，2022 年 Q1-Q3 营收 20.5 亿元，同比增 4.6%；归母净利 7.0 亿元，同比增长 38.3%。2022Q3 营收 6.2 亿元，同比增 2.5%；归母净利 1.8 亿元，同比增 41.4%。考虑到产品仍处调整期，我们略下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利分别为 9.6（-0.6）、11.2（-0.6）、13.0（-1.0）亿，EPS 分别 1.09（-0.06）、1.26（-0.06）、1.46（-0.12）元，同比增 29.9%、15.9%、16.0%。当前股价对应 PE 分别 21.5、18.6、16.0 倍。榨菜业绩释放逻辑已经兑现，长期持续进行品类多元化与渠道扩张，维持“买入”评级。

● 需求出现波动，三季度营收降速增长

2022Q3 公司营收增速回落至 2.5%，主因在于：一是前期提价对销量仍有负面影响；二是疫情得到有效控制后，榨菜囤积需求减弱；三是新包装在传统渠道中辨识度不高。为此公司已在包装颜色、规格等方面进行调整，预计将对需求产生积极作用。估计三季度主品类榨菜增长不快，在品类多元化策略下，泡菜、萝卜等小品类预计仍保持较高增长。考虑到产品调整过程中渠道库存清理，预计四季度可能改善并不明显。

● 毛利率提升与销售费用率下降共同推动三季度利润高增长

2022Q3 毛利率 53.4%，同比增 1.8pct，主要是三季度使用低价青菜头原料，对毛利率起到正面贡献。2022Q3 销售费用率同比降 6.8pct 至 22.8%，应是与 2022 年减少央视、梯媒广告费用投放，同时品牌宣传费用也有所缩减有关。往 2023 年展望，青菜头原料价格已至低位，费用投放可能变化不大，利润增速可能与收入保持同步。

● 利润率提升已经兑现，多元化战略持续进行

公司利润率提升是最大看点，主要来源：一是提价效果显现；二是成本下降较为明确；三是费用率相应收缩。从中报与三季报来看利润率提升的逻辑逐步兑现。往未来展望，公司采取品类多元化以及渠道多元化的方式进行市场推广，为此配套的组织架构、人员设置基本完成，正在发力拓展市场，有望带来长期发展，仍需逐步跟踪验证。

● 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

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,273	2,519	2,617	2,989	3,437
YOY(%)	14.2	10.8	3.9	14.2	15.0
归母净利润(百万元)	777	742	964	1,117	1,295
YOY(%)	28.4	-4.5	29.9	15.9	16.0
毛利率(%)	58.3	52.4	57.4	58.8	59.4
净利率(%)	34.2	29.5	36.8	37.4	37.7
ROE(%)	22.8	10.4	12.3	12.8	13.2
EPS(摊薄/元)	0.88	0.84	1.09	1.26	1.46
P/E(倍)	26.7	28.0	21.5	18.6	16.0
P/B(倍)	6.1	2.9	2.7	2.4	2.1

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2189	5894	6474	7297	8155
现金	1750	3086	3719	4404	5284
应收票据及应收账款	3	3	3	4	4
其他应收款	8	8	9	10	12
预付账款	24	5	25	10	30
存货	383	401	327	478	434
其他流动资产	22	2391	2391	2391	2391
非流动资产	1780	1854	1887	2070	2290
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1056	1201	1180	1275	1398
无形资产	153	507	571	650	737
其他非流动资产	571	146	136	145	155
资产总计	3970	7749	8361	9366	10445
流动负债	456	470	428	519	497
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	80	154	63	177	95
其他流动负债	376	315	365	342	403
非流动负债	102	112	112	112	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	102	112	112	112	112
负债合计	558	582	540	631	609
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	789	888	888	888	888
资本公积	21	3203	3203	3203	3203
留存收益	2601	3076	3770	4583	5564
归属母公司股东权益	3411	7167	7820	8735	9836
负债和股东权益	3970	7749	8361	9366	10445

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2273	2519	2617	2989	3437
营业成本	949	1200	1114	1231	1395
营业税金及附加	33	39	39	51	52
营业费用	368	475	385	445	516
管理费用	58	74	76	75	82
研发费用	7	5	1	1	2
财务费用	-34	-96	-76	-86	-90
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	11	13	25	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	43	35	31	30
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	915	874	1138	1317	1526
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	0	4	3	2
利润总额	914	874	1135	1315	1525
所得税	137	132	171	198	229
净利润	777	742	964	1117	1295
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	777	742	964	1117	1295
EBITDA	945	882	1127	1298	1500
EPS(元)	0.88	0.84	1.09	1.26	1.46

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	10.8	3.9	14.2	15.0
营业利润(%)	27.3	-4.5	30.3	15.7	15.9
归属于母公司净利润(%)	28.4	-4.5	29.9	15.9	16.0
获利能力					
毛利率(%)	58.3	52.4	57.4	58.8	59.4
净利率(%)	34.2	29.5	36.8	37.4	37.7
ROE(%)	22.8	10.4	12.3	12.8	13.2
ROIC(%)	20.9	9.1	11.1	11.5	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	14.1	7.5	6.5	6.7	5.8
净负债比率(%)	-48.8	-41.9	-46.5	-49.5	-52.9
流动比率	4.8	12.5	15.1	14.1	16.4
速动比率	3.9	6.6	8.7	8.5	10.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1456.1	899.3	899.3	899.3	899.3
应付账款周转率	12.2	10.3	10.3	10.3	10.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.84	1.09	1.26	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.84	1.08	1.19	1.46
每股净资产(最新摊薄)	3.84	8.07	8.81	9.84	11.08
估值比率					
P/E	26.7	28.0	21.5	18.6	16.0
P/B	6.1	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	20.2	20.1	15.2	12.7	10.4

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	939	745	959	1058	1295
净利润	777	742	964	1117	1295
折旧摊销	83	101	95	105	121
财务费用	-34	-96	-76	-86	-90
投资损失	-11	-43	-35	-31	-30
营运资金变动	88	-22	12	-47	-0
其他经营现金流	36	64	0	0	0
投资活动现金流	-1218	-3418	-92	-257	-312
资本支出	172	141	33	183	221
长期投资	-1057	-3283	0	0	0
其他投资现金流	-2103	-6561	-59	-74	-91
筹资活动现金流	-237	3012	-235	-116	-104
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	98	0	0	0
资本公积增加	0	3182	0	0	0
其他筹资现金流	-237	-268	-235	-116	-104
现金净增加额	-516	339	633	686	879

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16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