

主业收入有所承压，新品表现值得期待

投资要点

- 事件:**公司发布2023年半年报，上半年实现营业收入13.4亿元，同比-6%，实现归母净利润4.7亿元，同比-8.9%；其中23Q2实现营业收入5.8亿元，同比-21.3%，实现归母净利润2.1亿元，同比-30.8%，低于市场预期。
- 高基数下榨菜有所承压，新品榨菜酱值得期待。**1、分品类看，23H1年榨菜、泡菜、萝卜及其他产品分别实现收入11.1/1.4/0.4/0.5亿元，对应收入增速分别为-10%/+31.5%/-28.8%/+100.5%。榨菜主业收入承压，主要系去年同期因疫情囤货需求高涨致使高基数，叠加公司上半年主动控制发货，加快渠道内老产品出货所致。以新品榨菜酱为代表其他产品表现亮眼，目前公司正进行首轮全国铺货。2、分区域看，23H1西南大区实现高速增长，同比+26.1%；华中及西北大区维持稳健增速，同比分别+2.5%/+1.1%；其他区域则有不同程度下滑，其中华东受疫后需求减弱影响同比-21.4%。截至23H1末，公司经销商数量净减少14家至3113家。
- 成本端压力叠加规模效应减弱，Q2盈利能力承压。**23H1公司毛利率为53%，同比-2.1pp；其中23Q2毛利率为48.9pp，同比-8.8pp。毛利率承压主要系：1)5月以来开始逐步采用23年初采购的高价原料；2)榨菜销量下降致使规模效应减弱，固定摊销成本相对增加；3)泡菜类产品毛利率低于榨菜，拉低整体毛利水平。费用率方面，23Q2公司销售费用率为9.4%，同比-1.4pp；主要系公司积极控制整体费用，其中市场推广费同比减少20.6%。管理费用率保持稳定，同比增加0.5pp至3.5%。受成本端压力叠加规模效应减弱影响，公司23Q2净利率同比-5pp至36.2%。
- 新品榨菜酱蓄势待发，下半年业绩高增可期。**1)品类规划方面，公司以双拓战略为指引，积极推进榨菜、下饭菜和榨菜酱三大战略品类，目前公司正着力提升榨菜酱终端覆盖率，配合下半年新品推广活动正式开启，全年榨菜酱表现值得期待。2)品牌传播方面，公司将三大品类与“大乌江”品牌传播相结合，同步推进地面推广及空中传播，深化乌江作为佐餐开胃菜的平台型品牌印象，为市场开拓及品类扩张实现品牌赋能。3)渠道及销售方面，公司开启销售变革，成立通路、渠道、行销三大业务部门，此外建立起四大销售战区，有助于公司提升经销商管理及终端管理能力。展望下半年，公司年初采购高价原料数量不多，随着后续低价半成品青菜头动态补充，预计Q3毛利率环比将有提升，叠加新品上市动能充沛，下半年业绩高增可期。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年EPS分别为0.79元、0.90元、1.05元，对应动态PE分别为20倍、18倍、16倍。考虑到涪陵榨菜在主业榨菜上仍具备稳健增速，萝卜及榨菜酱等新品增长空间较高，叠加公司渠道管理能力持续提升，给予2024年25倍估值，对应目标价22.50元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。**新品推广或不及预期；原材料价格大幅波动风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2548.32 | 2612.18 | 2906.61 | 3292.25 |
| 增长率 | 1.18% | 2.51% | 11.27% | 13.27% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 898.79 | 914.12 | 1040.10 | 1209.69 |
| 增长率 | 21.14% | 1.71% | 13.78% | 16.31% |
| 每股收益EPS(元) | 0.78 | 0.79 | 0.90 | 1.05 |
| 净资产收益率ROE | 11.59% | 10.86% | 1.30% | 11.95% |
| PE | 21 | 20 | 18 | 15 |
| PB | 2.41 | 2.22 | 2.03 | 1.85 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 11.54 |
| 流通A股(亿股) | 11.41 |
| 52周内股价区间(元) | 15.91-30.25 |
| 总市值(亿元) | 187.05 |
| 总资产(亿元) | 84.76 |
| 每股净资产(元) | 6.84 |

相关研究

目 录

| | |
|---------------------------------|---|
| 1 榨菜行业细分龙头，逐步迈向佐餐开胃菜平台型企业 | 1 |
| 2 酱腌菜行业持续扩容，榨菜行业竞争格局稳定 | 4 |
| 3 盈利预测与估值 | 5 |
| 3.1 盈利预测 | 5 |
| 3.2 相对估值 | 6 |
| 4 风险提示 | 6 |

图 目 录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程..... | 1 |
| 图 2：公司股权结构..... | 2 |
| 图 3：公司收入情况..... | 2 |
| 图 4：公司归母净利润情况..... | 2 |
| 图 5：公司毛利率、净利率情况..... | 3 |
| 图 6：公司费用率情况..... | 3 |
| 图 7：公司主力产品..... | 3 |
| 图 8：近年来公司收入结构..... | 3 |
| 图 9：公司 23H1 分区域收入拆分..... | 4 |
| 图 10：公司 23H1 分渠道收入拆分..... | 4 |
| 图 11：中国酱腌菜市场规模..... | 4 |
| 图 12：中国包装榨菜市场规模..... | 4 |
| 图 13：全国青菜头种植面积分布（2021）..... | 5 |
| 图 14：中国榨菜市场竞争格局（2021）..... | 5 |

表 目 录

| | |
|-------------------|---|
| 表 1：主营业务收入分拆..... | 5 |
| 表 2：可比公司估值..... | 6 |
| 附表：财务预测与估值..... | 7 |

1 榨菜行业细分龙头，逐步迈向佐餐开胃菜平台型企业

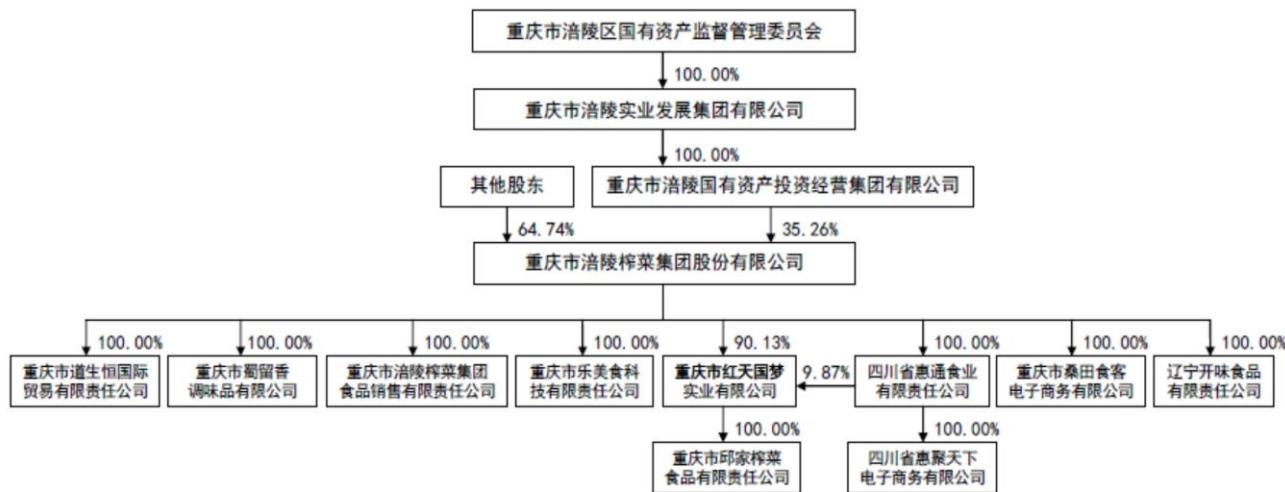
1988年公司前身四川省涪陵榨菜集团成立，2001年适逢三峡库区搬迁，时任公司董事长借助拆迁补偿款从德国引进全自动产线，自此公司从传统手工作坊式企业顺利转型为具备自动化和规模化的现代食品生产企业，于一众榨菜企业中率先脱颖而出。2006年公司大举在央视投放张铁林代言广告，2010年公司在深交所顺利上市，成为酱腌菜行业上市第一股。2012年公司推出全新国粹版榨菜，脸谱形象的红袋涪陵榨菜形象彻底深入人心。2014年起公司开启大乌江战略，先后推出海带丝、萝卜干等酱腌菜细分产品，此外2015年通过并购四川惠通切入泡菜市场，在此后的数年内逐步从专注单一品类的细分龙头，成长为具备平台属性的佐餐开胃菜领军企业。2021年公司重提聚焦榨菜主业，以榨菜为发展核心逐步向母品类延伸升级。2022年公司在双拓战略指引下，推动全系产品完成轻盐健康化升级，并陆续推出萝卜、榨菜酱等新品，深入开拓佐餐开胃菜市场。

图1：公司发展历程



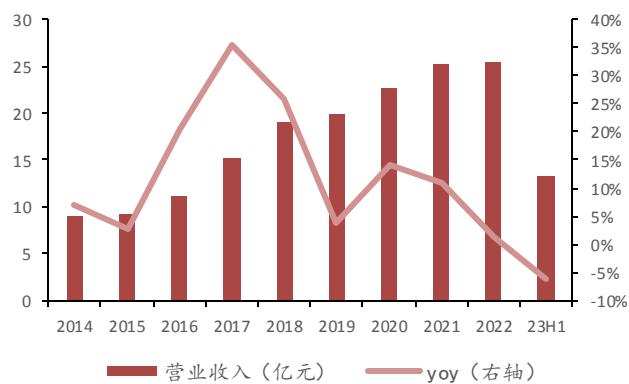
数据来源：公司官网，新华网，数英，西南证券整理

实控人为国资委，高管长期参与持股。2022年5月，重庆市涪陵区国资委将涪陵国投100%股权划归至涪发集团，此后公司直接控股股东为涪陵国投，间接控股股东为涪发集团，公司实控人为重庆市涪陵区国资委，间接持有公司32.26%股权。在高管持股方面，截至2023年中报，公司管理层合计持股比例约为1.15%，其中董事长周斌全先生持股比例约为0.69%；此外其他数位高层亦持有公司股份，管理层利益与公司利益完成绑定。

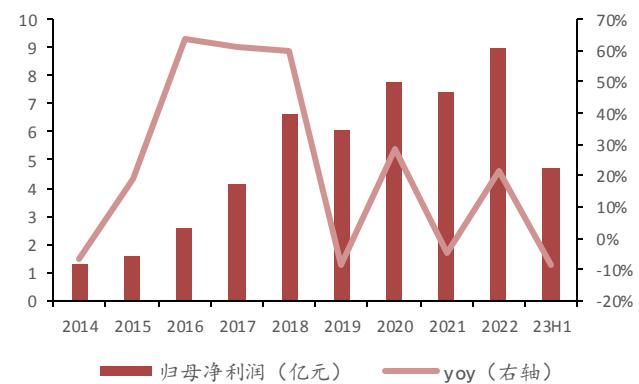
图 2：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

收入阶段性承压，期待新品表现。自疫情爆发以来，随着消费者居家囤货需求爆发，公司 20-21 年收入端维持双位数增长；2022 年受主力产品全线升级影响收入端有所放缓，但利润端重回较快增速。23H1 实现营业收入 13.4 亿元，同比-6%，实现归母净利润 4.7 亿元，同比-8.9%；其中 23Q2 实现营业收入 5.8 亿元，同比-21.3%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比-30.8%。单二季度收入阶段性承压，主要系 1) 去年同期因存在高基数（22Q2 收入+14.9%），今年同期居家需求同比减弱；2) 公司主动控制发货，加快渠道内大日期产品出货速度。展望下半年，随着新品榨菜酱的铺市率逐渐提升，在加大地面加空中品牌宣传力度带动下，新品榨菜酱有望迎来高速增长；此外借大规模新品上市活动之际，公司将同步开展以新带老拉动榨菜及萝卜等老品增长，叠加下半年基数效应减弱，榨菜主业有望重回正增长轨道。

图 3：公司收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

成本端压力叠加规模效应减弱，23Q2 盈利能力承压。23H1 公司毛利率为 53%，同比-2.1pp；其中 23Q2 毛利率为 48.9pp，同比-8.8pp。毛利率承压主要系：1) 5 月以来开始逐步采用 23 年初采购的高价原料；2) 榨菜销量下降致使规模效应减弱，固定摊销成本相对增

加；3) 泡菜类产品销量占比增加，但其毛利率低于榨菜拉低整体水平。下半年来费用率方面，23Q2 公司销售费用率为 9.4%，同比 -1.4pp；主要系公司积极控制整体费用，其中市场推广费同比减少 20.6%。管理费用率保持稳定，同比增加 0.5pp 至 3.5%。受成本端压力叠加规模效应减弱影响，公司 23Q2 净利率同比 -5pp 至 36.2%。

图 5：公司毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

榨菜占比持续下滑，品类扩张潜力十足。从主营业务收入占比来看，2022 年公司四大业务榨菜（袋装榨菜）、泡菜（除萝卜、海带丝外的其他下饭菜及全部瓶装产品）、萝卜（袋装萝卜）、其他（主要为海带丝+榨菜酱）收入占比分别为 85.4%、9.4%、3.2%、1.9%。其中榨菜占比从 2021 年 88.4% 下降 5.2pp 至 23H1 83.2% 水平，与此同时泡菜占比从 21 年 6.3% 提升至 23H1 10.3% 水平。公司积极执行“复合拓品类”战略，在保证榨菜主业实现稳定增长的基础上，持续向酱腌菜母品类进行复合式扩张。目前公司三大战略任务（榨菜升级 / 下饭菜推广 / 榨菜酱上市）均在有条不紊落地中，在全系轻盐健康化的加持下，公司在品类拓展上的潜力十足，收入来源有望持续多元化。

图 7：公司主力产品



数据来源：京东，西南证券整理

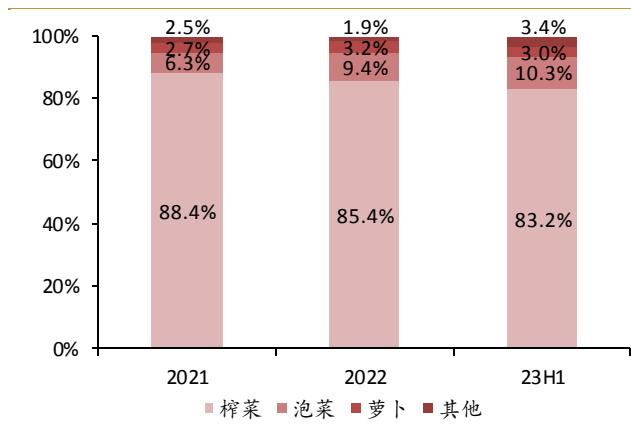
全国化渠道基础深厚，专注 C 端消费。历经 20 余年发展，截至 23H1 公司已拥有 3100 多家一级经销商客户，公司在全国范围内设 4 个战区、118 个办事处，销售网络覆盖了全国三十多个省市自治区，近三百个地市级市场，一千余个县级市场。分地区看，华南作为传统优势市场占比约 25%，长期位居首位，华东及华中紧随其后，并且公司各区域收入分布较为

图 6：公司费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

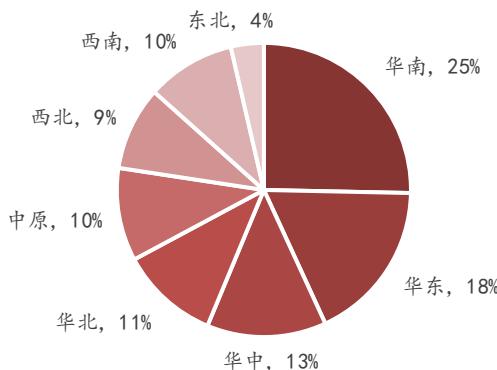
图 8：近年来公司收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

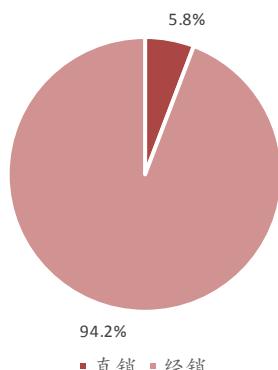
均有，全国化渠道基础深厚。分渠道看，公司C端占比超95%，且主要以经销模式为主。2023年公司开启销售变革，成立通路、渠道、行销三大业务部门，亦首次开始同经销商售一齐深度参与渠道日常运营，有助于公司持续提升经销商管理及终端管理能力，释放渠道动能。

图9：公司23H1分区域收入拆分



数据来源：京东，西南证券整理

图10：公司23H1分渠道收入拆分

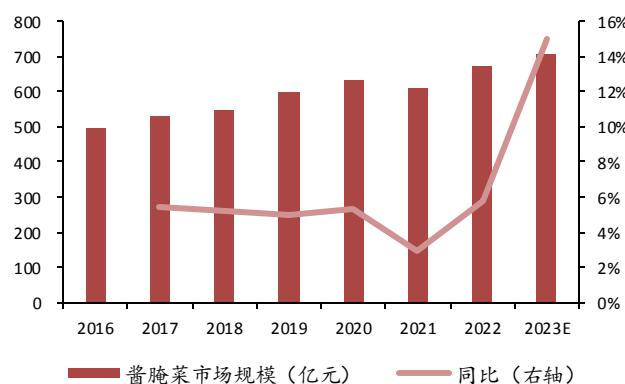


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 酱腌菜行业持续扩容，榨菜行业竞争格局稳定

酱腌菜行业维持稳健增长，榨菜未来市场空间广阔。中国具备历史悠久的酱腌菜消费文化，已逐渐成为居民饮食文化中不可或缺的一部分。新冠疫情爆发以来，C端居家囤货需求的增长进一步培育了酱腌菜消费习惯。2022年国内酱腌菜市场规模约为673亿元，同比增加5.8%，2017-2022年复合增速约为4.8%。随着国内食品工业化程度的不断提升，酱腌菜行业有望持续扩容。包装榨菜作为酱腌菜下属的细分行业，2021年国内市场规模为83亿元，同比增长6.5%，近五年复合增速为12%。包装榨菜具有便携性强、风味独特及用途广泛等特点，在国内经济持续复苏、务工人员流动增多以及城镇化率不断提升等利好下，包装榨菜行业未来发展前景宽阔。

图11：中国酱腌菜市场规模



数据来源：观研天下，西南证券整理

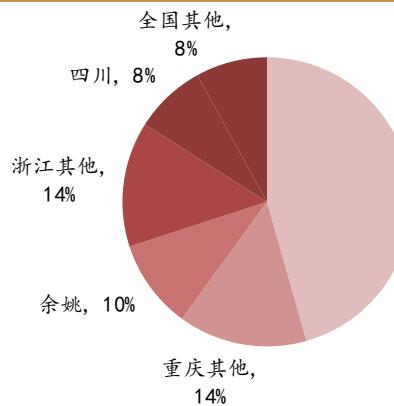
图12：中国包装榨菜市场规模



数据来源：共研产业咨询，西南证券整理

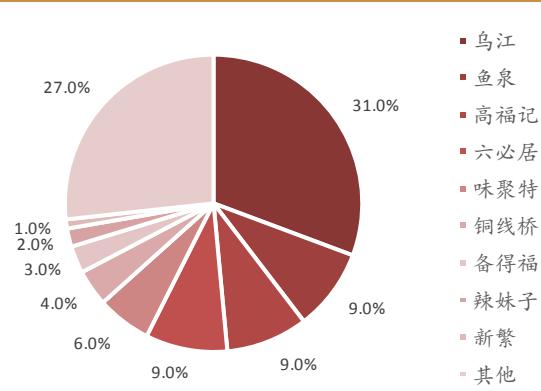
原料产地分布集中度高，榨菜行业单寡头格局稳定。榨菜的关键原材料为青菜头，属于长日照低温作物；重庆的盆地气候非常适宜青菜头种植。从全国青菜头种植分布来看，重庆约占全国产量的 70%，浙江约占 23%，四川约占 10%，因而国内知名榨菜企业大多归属上述三省。从榨菜行业内竞争格局来看，涪陵榨菜得益于得天独厚的产地优势以及工业化带来的规模效应，以 30% 市占率长期位居行业第一水平。由于榨菜行业已经步入成熟发展期，新进入者破局的难度较大，预计未来行业单寡头格局仍将保持稳定。

图 13：全国青菜头种植面积分布（2021）



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 14：中国榨菜市场竞争格局（2021）



数据来源：华经情报网，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2022 年公司经营受疫情影响较大，2023 年公司榨菜业务存在高基数，随着公司库存水平逐渐回归正常，叠加公司下半年开展地面推广活动，预计 2023-2025 年榨菜业务销量增速分别为 -4%、1%、1%。

假设 2：2022 年公司开展全系产品轻盐化包装升级，2022 年公司榨菜吨价同比提升 11.8%，按照公司历史提价经验，短期内榨菜业务提价可能性较低，预计 2023-2025 年榨菜业务吨价增速分别为 2%、3%、3%。

假设 3：2023 年初采购青菜头均价相对较高，且采购数量相对较少。下半年公司将动态采购低价半成品原料以平抑成本波动；随着涪陵去青菜头种植面积不断增加，非极端天气影响下青菜头价格将趋于稳定，预计 2023-2025 年榨菜毛利率分别为 56.9%、58.6%、60.2%。

表 1：主营业务收入分析

| 单位：百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 榨菜 | 收入 | 2175 | 2130 | 2215 |
| | 增速 | -2.3% | -2.1% | 4.0% |
| | 毛利率 | 56.9% | 56.9% | 58.6% |
| 泡菜 | 收入 | 241 | 322 | 423 |
| | | | | 544 |

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 萝卜 | 增速 | 51.4% | 33.8% | 31.3% | 28.8% |
| | 毛利率 | 31.7% | 31.7% | 33.0% | 33.6% |
| | 收入 | 82.4 | 77.9 | 114.4 | 156.2 |
| 合计 | 增速 | 19.3% | -5.5% | 47.0% | 36.5% |
| | 毛利率 | 31.9% | 23.5% | 26.5% | 29.3% |
| | 收入 | 2,548 | 2,612 | 2,907 | 3,292 |
| | 增速 | 1.2% | 2.5% | 11.3% | 13.3% |
| | 毛利率 | 53.1% | 53.1% | 54.1% | 55.2% |

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 26.1、29.1 和 32.9 亿元，归母净利润分别为 9.1 亿元、10.4 亿元、12.1 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.90 元、1.05 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、18 倍、15 倍。

3.2 相对估值

综合考虑行业地位和未来成长空间，此处选择调味品行业中的海天味业、恒顺醋业、千禾味业及天味食品，除海天外其其余三家可比公司均为细分行业中的龙头企业，4 家可比公司 2023 年平均估值为 41 倍。考虑到涪陵榨菜在主业榨菜上仍具备稳健增速，萝卜及榨菜酱等新品增长空间较高，叠加公司渠道管理能力持续提升，给予 2024 年 25 倍估值，对应目标价 22.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 总市值 (亿元) | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|-------------|-----------|---------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|
| | | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 603288.SH | 海天味业 | 2194 | 39.10 | 1.34 | 1.17 | 1.35 | 1.54 | 60 | 34 | 29 | 26 |
| 600305.SH | 恒顺醋业 | 119 | 10.63 | 0.14 | 0.18 | 0.23 | 0.28 | 89 | 61 | 46 | 37 |
| 603027.SH | 千禾味业 | 184 | 17.75 | 0.73 | 1.02 | 1.24 | 1.5 | 58 | 36 | 28 | 23 |
| 603317.SH | 天味食品 | 142 | 13.16 | 0.45 | 0.40 | 0.51 | 0.63 | 61 | 33 | 26 | 21 |
| 平均值 | | | | | | | | 67 | 41 | 32 | 27 |
| 002507.SH | 涪陵榨菜 | 95.62 | 16.21 | 0.78 | 0.79 | 0.90 | 1.05 | 21 | 20 | 18 | 15 |

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

新品推广或不及预期；原材料价格大幅波动风险；食品安全风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2548.32 | 2612.18 | 2906.61 | 3292.25 | 净利润 | 898.79 | 914.12 | 1040.10 | 1209.69 |
| 营业成本 | 1194.00 | 1225.95 | 1334.44 | 1473.74 | 折旧与摊销 | 115.96 | 107.98 | 111.32 | 113.39 |
| 营业税金及附加 | 39.99 | 41.00 | 45.62 | 51.67 | 财务费用 | -105.05 | -109.88 | -125.66 | -145.72 |
| 销售费用 | 365.44 | 368.32 | 409.83 | 460.91 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 86.35 | 78.37 | 85.75 | 95.48 | 经营营运资本变动 | 839.04 | -199.36 | -334.57 | -194.90 |
| 财务费用 | -105.05 | -109.88 | -125.66 | -145.72 | 其他 | -669.64 | -51.88 | -48.77 | -48.90 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 1079.10 | 660.97 | 642.42 | 933.56 |
| 投资收益 | 70.44 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 资本支出 | -291.51 | -50.00 | -40.00 | -30.00 |
| 公允价值变动损益 | 13.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -244.43 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -535.94 | 0.00 | 10.00 | 20.00 |
| 营业利润 | 1054.99 | 1058.44 | 1206.64 | 1406.16 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 0.70 | 17.00 | 17.00 | 17.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1055.70 | 1075.44 | 1223.64 | 1423.16 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 156.91 | 161.32 | 183.55 | 213.47 | 支付股利 | 0.00 | -251.66 | -255.95 | -291.23 |
| 净利润 | 898.79 | 914.12 | 1040.10 | 1209.69 | 其他 | -312.11 | 109.88 | 125.66 | 145.72 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -312.11 | -141.78 | -130.30 | -145.51 |
| 归属母公司股东净利润 | 898.79 | 914.12 | 1040.10 | 1209.69 | 现金流量净额 | 231.59 | 519.19 | 522.13 | 808.05 |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 3414.38 | 3933.57 | 4455.69 | 5263.74 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 21.20 | 23.98 | 25.70 | 27.55 | 销售收入增长率 | 1.18% | 2.51% | 11.27% | 13.27% |
| 存货 | 470.44 | 462.60 | 491.86 | 559.99 | 营业利润增长率 | 20.76% | 0.33% | 14.00% | 16.54% |
| 其他流动资产 | 2855.00 | 2836.61 | 3194.14 | 3390.82 | 净利润增长率 | 21.14% | 1.71% | 13.78% | 16.31% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 21.31% | -0.88% | 12.85% | 15.23% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1202.41 | 1156.52 | 1097.28 | 1025.98 | 毛利率 | 53.15% | 53.07% | 54.09% | 55.24% |
| 无形资产和开发支出 | 538.62 | 526.54 | 514.45 | 502.37 | 三费率 | 13.61% | 12.89% | 12.73% | 12.47% |
| 其他非流动资产 | 99.73 | 99.73 | 99.73 | 99.73 | 净利率 | 35.27% | 34.99% | 35.78% | 36.74% |
| 资产总计 | 8601.78 | 9039.54 | 9878.86 | 10870.18 | ROE | 11.59% | 10.86% | 11.30% | 11.95% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 10.45% | 10.11% | 10.53% | 11.13% |
| 应付和预收款项 | 311.73 | 298.73 | 332.12 | 370.43 | ROIC | 21.77% | 24.22% | 25.95% | 28.62% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 41.83% | 40.45% | 41.02% | 41.73% |
| 其他负债 | 534.88 | 323.18 | 344.97 | 379.51 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 846.61 | 621.91 | 677.09 | 749.94 | 总资产周转率 | 0.31 | 0.30 | 0.31 | 0.32 |
| 股本 | 887.63 | 1153.92 | 1153.92 | 1153.92 | 固定资产周转率 | 2.17 | 2.29 | 2.62 | 3.13 |
| 资本公积 | 3202.94 | 2936.65 | 2936.65 | 2936.65 | 应收账款周转率 | 596.35 | 518.36 | 605.85 | 589.36 |
| 留存收益 | 3664.60 | 4327.06 | 5111.20 | 6029.66 | 存货周转率 | 2.74 | 2.63 | 2.80 | 2.80 |
| 归属母公司股东权益 | 7755.17 | 8417.63 | 9201.77 | 10120.23 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 117.15% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 7755.17 | 8417.63 | 9201.77 | 10120.23 | 资产负债率 | 9.84% | 6.88% | 6.85% | 6.90% |
| 负债和股东权益合计 | 8601.78 | 9039.54 | 9878.86 | 10870.18 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 流动比率 | 9.17 | 14.15 | 14.38 | 14.42 |
| EBITDA | 1065.91 | 1056.53 | 1192.30 | 1373.84 | 速动比率 | 8.53 | 13.25 | 13.51 | 13.55 |
| PE | 20.81 | 20.46 | 17.98 | 15.46 | 股利支付率 | 0.00% | 27.53% | 24.61% | 24.07% |
| PB | 2.41 | 2.22 | 2.03 | 1.85 | 每股指标 | | | | |
| PS | 7.34 | 7.16 | 6.44 | 5.68 | 每股收益 | 0.78 | 0.79 | 0.90 | 1.05 |
| EV/EBITDA | 9.16 | 12.83 | 10.93 | 8.90 | 每股净资产 | 6.72 | 7.29 | 7.97 | 8.77 |
| 股息率 | 0.00% | 1.35% | 1.37% | 1.56% | 每股经营现金 | 0.94 | 0.57 | 0.56 | 0.81 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.22 | 0.22 | 0.25 |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| 公司评级 | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| 行业评级 | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 刘中一 | 销售经理 | 19821158911 | 19821158911 | lzhongy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrf@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龑 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cryrf@swsc.com.cn |
| | | | | | |