

2023年10月28日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩符合预期，榨菜酱铺市顺利

## —涪陵榨菜（002507.SZ）公司事件点评报告

### 买入（维持）事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

基本数据		2023-10-27
当前股价（元）	15.49	
总市值（亿元）	179	
总股本（百万股）	1154	
流通股本（百万股）	1141	
52周价格范围（元）	14.57-27.43	
日均成交额（百万元）	212.82	



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《涪陵榨菜（002507）：业绩承压，静待改善》2023-08-29
- 《涪陵榨菜（002507）：一季度表现超预期，双拓战略打开空间》2023-04-28
- 《涪陵榨菜（002507）：双拓战略稳步推进，目标务实发展可期》2023-04-07

2023年10月27日，涪陵榨菜发布2023年前三季度报告。

### 投资要点

#### 业绩符合预期，三季度净利润修复

2023Q1-Q3 总营收 19.52 亿元（同减 5%），归母净利润 6.59 亿元（同减 5%）；2023Q3 总营收 6.15 亿元（同减 2%），归母净利润 1.89 亿元（同增 5%），三季度收入略有承压，盈利能力有所提升。盈利端，2023Q1-Q3 毛利率/净利率分别为 50.73%/33.78%，分别同比-4pct/-0.3pct；2023Q3 毛利率/净利率分别为 45.69%/30.72%，分别同比-8pct/+2pct，净利率提升主要系费用投放减少所致。费用端，2023Q1-Q3 销售费用率/管理费用率分别为 13.41%/3.26%，分别同比-3pct/+0.2pct；2023Q3 销售费用率/管理费用率分别为 11.73%/3.26%，分别同比-11pct/+0.4pct。

#### 业务双轮驱动，榨菜酱铺市顺利

产品上，以榨菜为中心，形成“榨菜+”和榨菜亲缘品类方向/川式复合调料和川渝预制菜业务方向的双轮驱动发展。同时推出榨菜酱产品，为消费者提供多元化选择，二季度开始，公司在全国一二线城市率先进行铺市宣传，目前已完成约 30 万家终端售卖点的上架铺市工作，未来公司将根据市场反馈情况持续优化产品味型/规格/包装，持续塑造乌江品牌力。组织上，利用智能化改造传统产业，持续提高组织效率，加速实现产业扩张。

#### 盈利预测

根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 0.73/0.82/0.93 元（前值分别为 0.83/0.96/1.11 元），当前股价对应 PE 分别为 21/19/17 倍，维持“买入”投资评级。

#### 风险提示

宏观经济下行风险、渠道开拓不达预期、新品推广不达预期、原材料上涨等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	2,548	2,563	2,934	3,338
增长率 (%)	1.2%	0.6%	14.5%	13.8%
归母净利润 (百万元)	899	848	949	1,069
增长率 (%)	21.1%	-5.7%	12.0%	12.7%
摊薄每股收益 (元)	1.01	0.73	0.82	0.93
ROE (%)	11.6%	10.2%	10.6%	11.1%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,548</b>	<b>2,563</b>	<b>2,934</b>	<b>3,338</b>
现金及现金等价物	3,414	3,634	3,878	4,272	营业成本	1,194	1,261	1,426	1,597
应收款项	9	9	10	11	营业税金及附加	40	38	43	48
存货	470	512	578	648	销售费用	365	346	411	484
其他流动资产	2,868	3,278	3,733	4,111	管理费用	86	82	94	107
流动资产合计	6,761	7,433	8,199	9,042	财务费用	-105	-102	-109	-120
<b>非流动资产:</b>					研发费用	4	4	5	6
金融类资产	1,113	1,513	1,713	1,813	费用合计	351	331	401	477
固定资产	1,147	1,104	1,043	979	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	56	22	9	4	公允价值变动	13	11	10	9
无形资产	500	475	450	426	投资收益	70	52	40	30
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>1,055</b>	<b>1,003</b>	<b>1,121</b>	<b>1,261</b>
其他非流动资产	139	139	139	139	加: 营业外收入	1	0	0	0
非流动资产合计	1,841	1,739	1,641	1,547	减: 营业外支出	0	0	0	0
资产总计	8,602	9,172	9,840	10,590	<b>利润总额</b>	<b>1,056</b>	<b>1,002</b>	<b>1,121</b>	<b>1,261</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	157	154	171	192
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>899</b>	<b>848</b>	<b>949</b>	<b>1,069</b>
应付账款、票据	165	180	203	228	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	411	411	411	411	<b>归母净利润</b>	<b>899</b>	<b>848</b>	<b>949</b>	<b>1,069</b>
流动负债合计	738	753	800	850					
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	109	109	109	109					
非流动负债合计	109	109	109	109					
负债合计	847	862	909	959					
<b>所有者权益</b>									
股本	888	1,154	1,154	1,154					
股东权益	7,755	8,310	8,931	9,631					
负债和所有者权益	8,602	9,172	9,840	10,590					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	899	848	949	1069					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	116	101	97	92					
公允价值变动	13	11	10	9					
营运资金变动	51	-36	-276	-299					
经营活动现金净流量	1079	924	780	871					
投资活动现金净流量	-536	-324	-126	-30					
筹资活动现金净流量	-323	-293	-328	-370					
现金流量净额	220	307	326	471					

  

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	1.2%	0.6%	14.5%	13.8%
归母净利润增长率	21.1%	-5.7%	12.0%	12.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	53.1%	50.8%	51.4%	52.2%
四项费用/营收	13.8%	12.9%	13.7%	14.3%
净利率	35.3%	33.1%	32.3%	32.0%
ROE	11.6%	10.2%	10.6%	11.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	9.8%	9.4%	9.2%	9.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	295.0	295.0	295.0	295.0
存货周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.01	0.73	0.82	0.93
P/E	15.3	21.1	18.8	16.7
P/S	5.4	7.0	6.1	5.4
P/B	1.8	2.2	2.0	1.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金融新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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

请阅读最后一页重要免责声明

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。