

涪陵榨菜 (002507.SZ)

单三季度业绩同比增长 4.8%，静待需求与成本拐点到来

买入

核心观点

公司公布 2023 年三季报业绩：2023 年前三季度实现营业总收入 19.52 亿元，同比增长-4.61%；实现归母净利润 6.59 亿元，同比增长-5.34%；实现扣非归母净利润 6.03 亿元，同比增长-5.34%。其中 2023 年第三季度实现营业总收入 6.15 亿元，同比增长-1.50%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 4.78%；实现扣非归母净利润 1.71 亿元，同比增长 8.26%。

收入降幅有所收窄，榨菜酱新品持续铺市。2023 年第三季度收入有所下滑预计系终端需求疲软背景下提价对榨菜销量的影响仍需时间消化，经历两个季度消化目前渠道库存良性，收入下滑幅度环比有所收窄预计下饭菜、榨菜酱等新品推广背景下同比有所提升，公司从上半年起推出榨菜酱新品，作为公司未来大单品打造，未来有望持续贡献新增量。

成本压力仍在，费用大幅收缩助力盈利改善。2023 年第三季度公司实现毛利率 45.7%，同比-7.7pcts，主要系：1）原材料青菜头价格上涨明显；2）公司推出量贩装产品，包材成本提升。2023 年第三季度公司销售/管理/研发费用率同比-11.1/+0.4pcts/持平，销售费用率大幅降低预计系公司收窄市场推广费用、品宣费用。在以上因素共同影响下，公司 2023 年第三季度归母净利率为 30.7%，同比+1.8pcts，利润率有所修复。

静待需求与成本拐点，双拓战略引领中长期增长。随着价格体系逐步梳理完成和后续消费回暖，我们认为公司收入端有望明年迎来改善。成本端虽然今年青菜头价格上涨较多，但公司通过前期的原料储存对原料价格上涨进行成本对冲，同时根据需求不断调整青菜头及半成品原料收购比例，以此来尽量控制原材料价格波动的影响。战略层面，今年公司继续落实推进“复合拓品类，跨界拓市场”的双拓战略，去年新推下饭菜、下饭酱次新品，2023 年 4 月开始公司大力布局榨菜酱新品，品类延伸战略定位较清晰，新品有望逐步发展成为支撑公司中长期业绩增长的新引擎。

投资建议：考虑到需求恢复不及预期以及成本端大幅上行，我们下调盈利预测，预计 2023-2024 年收入分别为 25.2/27.7 亿元（前次为 29.5/32.8 亿元），同比-1.1%/+9.9%，2023-2024 年归母净利润分别为 8.3/9.3 亿元（前次为 10.2/11.6 亿元），同比-7.9%/+12.3%。当前股价对应 2023/2024 年 21.6/19.2 倍 P/E，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,519 | 2,548 | 2,521 | 2,769 | 3,049 |
| (+/-%) | 10.8% | 1.2% | -1.1% | 9.9% | 10.1% |
| 净利润(百万元) | 742 | 899 | 828 | 930 | 1025 |
| (+/-%) | -4.5% | 21.1% | -7.9% | 12.3% | 10.2% |
| 每股收益(元) | 0.84 | 1.01 | 0.72 | 0.81 | 0.89 |
| EBIT Margin | 28.8% | 33.7% | 32.4% | 33.4% | 33.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.4% | 11.6% | 9.9% | 10.3% | 10.6% |
| 市盈率 (PE) | 18.5 | 15.3 | 21.59 | 19.23 | 17.4 |
| EV/EBITDA | 17.4 | 15.0 | 19.6 | 17.5 | 15.9 |
| 市净率 (PB) | 1.92 | 1.77 | 2.14 | 1.99 | 1.84 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：刘匀召

0755-81981072

zhangxiangwei@guosen.com.cn liuyunzhao@guosen.com.cn

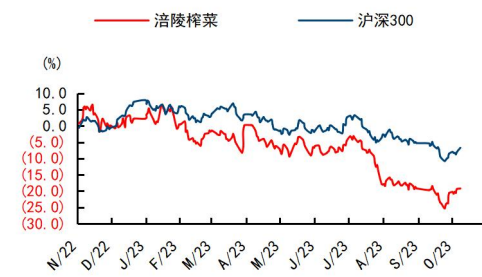
S0980523090001

S0980523070005

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 15.76 元 |
| 总市值/流通市值 | 18186/17982 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 27.99/14.47 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 114.90 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 前三季度业绩同比增长 38.3%，新品拓展稳步推进》——2022-11-01
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 上半年业绩同比增长 37.2%，降本缩费助力盈利能力改善》——2022-08-01
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 降本与提价共振，榨菜龙头扬帆远航》——2022-07-15
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 一季度业绩同比增长 5.4%，费用收缩助力盈利能力恢复》——2022-04-28
- 《涪陵榨菜-002507-2021 年业绩预告点评：四季度盈利改善，长期业绩弹性可期》——2022-02-25

公司公布 2023 年三季报业绩：2023 年前三季度实现营业总收入 19.52 亿元，同比增长-4.61%；实现归母净利润 6.59 亿元，同比增长-5.34%；实现扣非归母净利润 6.03 亿元，同比增长-5.34%。其中 2023 年第三季度实现营业总收入 6.15 亿元，同比增长-1.50%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 4.78%；实现扣非归母净利润 1.71 亿元，同比增长 8.26%。

收入降幅有所收窄，榨菜酱新品持续铺市。2023 年第三季度收入有所下滑预计系终端需求疲软背景下提价对榨菜销量的影响仍需时间消化，经历两个季度消化目前渠道库存良性，收入下滑幅度环比有所收窄预计下饭菜、榨菜酱等新品推广背景下同比有所提升，公司从上半年起推出榨菜酱新品，作为公司未来大单品打造，未来有望持续贡献新增量。

成本压力仍在，费用大幅收缩助力盈利改善。2023 年第三季度公司实现毛利率 45.7%，同比-7.7pcts，主要系：1）原材料青菜头价格上涨明显；2）公司推出量贩装产品，包材成本提升。2023 年第三季度公司销售/管理/研发费用率同比-11.1/+0.4pcts/持平，销售费用率大幅降低预计系公司收窄市场推广费用、品宣费用。在以上因素共同影响下，公司 2023 年第三季度归母净利率为 30.7%，同比+1.8pcts，利润率有所修复。

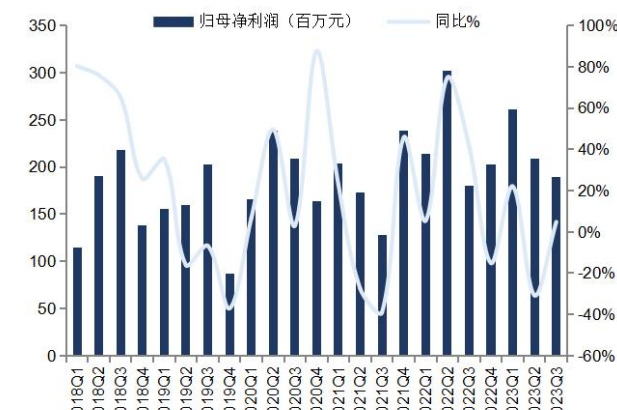
静待需求与成本拐点，双拓战略引领中长期增长。随着价格体系逐步梳理完成和后续消费回暖，我们认为公司收入端有望明年迎来改善。成本端虽然今年青菜头价格上涨较多，但公司通过前期的原料储存对原料价格上涨进行成本对冲，同时根据需求不断调整青菜头及半成品原料收购比例，以此来尽量控制原材料价格波动的影响。战略层面，今年公司继续落实推进“复合拓品类，跨界拓市场”的双拓战略，去年新推下饭菜、下饭酱次新品，2023 年 4 月开始公司大力布局榨菜酱新品，品类延伸战略定位较清晰，新品有望逐步发展成为支撑公司中长期业绩增长的新引擎。

图1：涪陵榨菜分季度营业收入及增速（单位：百万元、%）

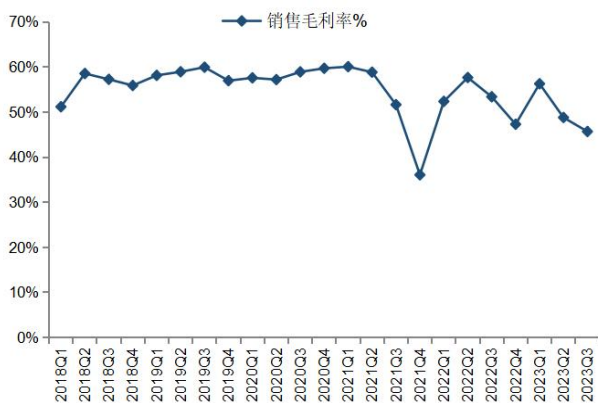


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

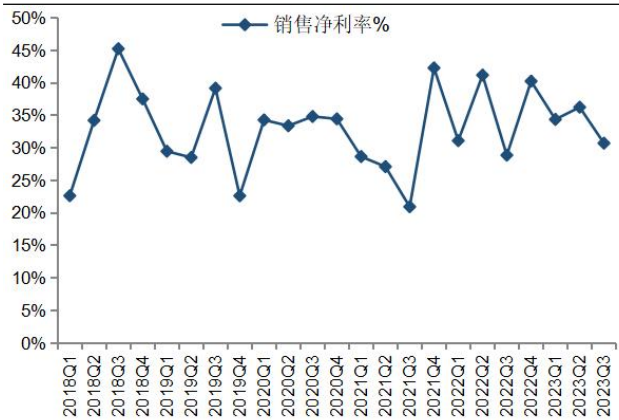
图2：涪陵榨菜分季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：涪陵榨菜分季度毛利率变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：涪陵榨菜分季度净利率变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到需求恢复不及预期以及主要原材料价格大幅上行，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.2/27.7/30.5 亿元（此前为 29.5/32.8/37.4 亿元）。2023-2025 年毛利率预测调整至 51.4%/52.5%/52.6%（此前为 56.5%/57.4%/61.0%）。综上，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 8.3/9.3/10.3 亿元（此前为 10.2/11.6/14.2 亿元），同比-7.9%/+12.3%/+10.2%。

表1：涪陵榨菜业务拆分

| 百万元 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 总收入 | 2,273 | 2,516 | 2,548 | 2,521 | 2,769 | 3,049 |
| 增速 | 14.2% | 10.7% | 1.3% | -1.1% | 9.9% | 10.1% |
| 毛利率 | 58.3% | 52.3% | 53.1% | 51.4% | 52.5% | 52.6% |
| 榨菜 | | | | | | |
| 收入 | 1,975 | 2,226 | 2,175 | 2,063 | 2,167 | 2,276 |
| 增速 | 15.3% | 12.7% | -2.3% | -5.1% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 59.8% | 54.8% | 56.9% | 55.1% | 57.3% | 58.4% |
| 泡菜 | | | | | | |
| 收入 | 154 | 159 | 241 | 301 | 391 | 497 |
| 增速 | 21.5% | 3.4% | 51.4% | 25.0% | 30.0% | 27.0% |
| 毛利率 | 40.8% | 26.3% | 31.7% | 34.6% | 37.3% | 37.3% |
| 萝卜 | | | | | | |
| 收入 | 100 | 69 | 82 | 66 | 66 | 66 |
| 增速 | -9.6% | -30.8% | 19.3% | -20.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 54.8% | 49.0% | 31.9% | 45.4% | 33.0% | 33.1% |
| 其他 | | | | | | |
| 收入 | 44 | 62 | 50 | 91 | 145 | 210 |
| 增速 | 10.2% | 40.3% | -18.8% | 80.0% | 60.0% | 45.0% |
| 毛利率 | 57.6% | 34.1% | 26.7% | 27.0% | 30.0% | 32.0% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表2: 盈利预测调整表

| 项目 | 原预测（调整前） | | | 现预测（调整后） | | | 调整幅度 | | |
|------------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|---------|--------|---------|
| | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入（百万元） | 2945 | 3279 | 3738 | 2521 | 2769 | 3049 | -424 | -510 | -689 |
| 收入同比增速% | 12.20% | 11.00% | 14.00% | -1.10% | 9.90% | 10.10% | -13.30% | -1.10% | -3.90% |
| 毛利率% | 56.50% | 57.40% | 61.00% | 51.40% | 52.50% | 52.60% | -5.10% | -4.90% | -8.40% |
| 销售费用率% | 14.30% | 14.30% | 15.00% | 13.60% | 13.80% | 13.80% | -0.70% | -0.50% | -1.20% |
| 净利率% | 34.60% | 35.40% | 38.10% | 32.80% | 33.60% | 33.60% | 1.80% | -1.80% | -4.50% |
| 归母净利润（百万元） | 1018 | 1161 | 1422 | 828 | 930 | 1025 | -190 | -231 | -397 |
| 归母净利润同比增速% | 13.10% | 14.10% | 22.50% | -7.90% | 12.30% | 10.20% | -21.00% | -1.80% | -12.30% |
| EPS（元） | 1.03 | 1.18 | 1.44 | 0.72 | 0.81 | 0.89 | -0.19 | -0.24 | -0.40 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表3: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | PE-TTM | 股价 | EPS | | PE | | 总市值 亿元 | 投资评级 |
|--------|------|--------|-------|------|------|-------|-------|-----------|------|
| | | | | 23E | 24E | 23E | 24E | | |
| 603288 | 海天味业 | 35.69 | 37.87 | 1.13 | 1.30 | 33.48 | 29.06 | 2106 | 买入 |
| 600872 | 中炬高新 | -11.52 | 33.50 | 0.84 | 1.02 | 39.17 | 32.30 | 263 | 买入 |
| 603027 | 千禾味业 | 36.89 | 17.29 | 0.50 | 0.64 | 34.87 | 27.30 | 178 | 买入 |
| 603317 | 天味食品 | 38.00 | 14.90 | 0.42 | 0.52 | 36.56 | 29.04 | 159 | 买入 |
| 002507 | 涪陵榨菜 | 20.70 | 15.56 | 0.72 | 0.81 | 21.59 | 19.23 | 179 | 买入 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 3086 | 3414 | 3481 | 3935 | 4442 | 营业收入 | 2519 | 2548 | 2521 | 2769 | 3049 |
| 应收款项 | 11 | 9 | 17 | 18 | 19 | 营业成本 | 1200 | 1194 | 1226 | 1315 | 1445 |
| 存货净额 | 401 | 470 | 395 | 424 | 467 | 营业税金及附加 | 39 | 40 | 40 | 43 | 48 |
| 其他流动资产 | 2396 | 1755 | 2268 | 2492 | 2744 | 销售费用 | 475 | 365 | 342 | 381 | 420 |
| 流动资产合计 | 5894 | 6761 | 7274 | 7982 | 8786 | 管理费用 | 74 | 86 | 98 | 106 | 114 |
| 固定资产 | 1275 | 1202 | 1231 | 1249 | 1258 | 研发费用 | 5 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 无形资产及其他 | 507 | 500 | 480 | 460 | 440 | 财务费用 | (96) | (105) | (86) | (93) | (105) |
| 投资性房地产 | 72 | 139 | 139 | 139 | 139 | 投资收益 | 43 | 70 | 70 | 75 | 77 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 7749 | 8602 | 9124 | 9830 | 10622 | 其他收入 | 5 | 4 | 1 | 0 | (0) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 874 | 1055 | 972 | 1092 | 1204 |
| 应付款项 | 154 | 165 | 110 | 118 | 130 | 营业外净收支 | (0) | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 315 | 572 | 570 | 618 | 680 | 利润总额 | 874 | 1056 | 972 | 1092 | 1204 |
| 流动负债合计 | 470 | 738 | 680 | 735 | 810 | 所得税费用 | 132 | 157 | 145 | 162 | 179 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 112 | 109 | 109 | 109 | 109 | 归属于母公司净利润 | 742 | 899 | 828 | 930 | 1025 |
| 长期负债合计 | 112 | 109 | 109 | 109 | 109 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 582 | 847 | 789 | 844 | 919 | 净利润 | 742 | 899 | 828 | 930 | 1025 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 7167 | 7755 | 8335 | 8985 | 9703 | 折旧摊销 | 101 | 116 | 141 | 152 | 161 |
| 负债和股东权益总计 | 7749 | 8602 | 9124 | 9830 | 10622 | 公允价值变动损失 | 0 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (96) | (105) | (86) | (93) | (105) |
| 每股收益 | 0.84 | 1.01 | 0.72 | 0.81 | 0.89 | 营运资本变动 | (1965) | 774 | (504) | (199) | (221) |
| 每股红利 | 0.30 | 0.35 | 0.22 | 0.24 | 0.27 | 其它 | (2) | (1) | (0) | (0) | (0) |
| 每股净资产 | 8.07 | 8.74 | 7.22 | 7.79 | 8.41 | 经营活动现金流 | (1123) | 1775 | 465 | 883 | 965 |
| ROIC | 12% | 11% | 11% | 13% | 14% | 资本开支 | 0 | (47) | (150) | (150) | (150) |
| ROE | 10% | 12% | 10% | 10% | 11% | 其它投资现金流 | 0 | (1113) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 52% | 53% | 51% | 53% | 53% | 投资活动现金流 | 0 | (1160) | (150) | (150) | (150) |
| EBIT Margin | 29% | 34% | 32% | 33% | 34% | 权益性融资 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 33% | 38% | 38% | 39% | 39% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 11% | 1% | -1% | 10% | 10% | 支付股利、利息 | (266) | (311) | (248) | (279) | (307) |
| 净利润增长率 | -5% | 21% | -8% | 12% | 10% | 其它融资现金流 | 2992 | 334 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 8% | 10% | 9% | 9% | 9% | 融资活动现金流 | 2459 | (287) | (248) | (279) | (307) |
| 息率 | 1.9% | 2.3% | 1.8% | 2.0% | 2.2% | 现金净变动 | 1337 | 328 | 67 | 454 | 507 |
| P/E | 18.5 | 15.3 | 21.6 | 19.2 | 17.4 | 货币资金的期初余额 | 1750 | 3086 | 3414 | 3481 | 3935 |
| P/B | 1.9 | 1.8 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 货币资金的期末余额 | 3086 | 3414 | 3481 | 3935 | 4442 |
| EV/EBITDA | 17.4 | 15.0 | 19.6 | 17.5 | 15.9 | 企业自由现金流 | 0 | 1573 | 182 | 590 | 660 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 1908 | 255 | 669 | 749 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032