

2024年09月04日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩表现承压，持续梳理产品战略

—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

2024年8月30日，涪陵榨菜发布2024年半年度业绩报告。

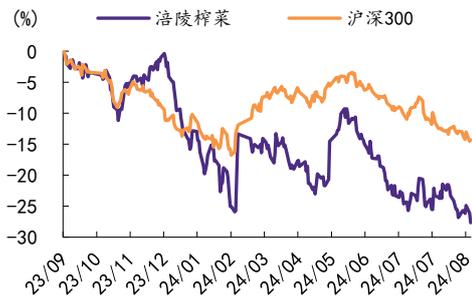
投资要点

基本数据

2024-09-03

当前股价（元）	11.92
总市值（亿元）	138
总股本（百万股）	1154
流通股本（百万股）	1149
52周价格范围（元）	11.6-16.35
日均成交额（百万元）	126.39

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《涪陵榨菜（002507）：业绩稳步复苏，餐饮渠道持续开拓》2024-04-27
- 《涪陵榨菜（002507）：市场需求承压，双拓助力中长期发展》2024-03-30
- 《涪陵榨菜（002507）：业绩符合预期，榨菜酱铺市顺利》2023-10-28

■ 业绩表现承压，低价原料释放预计利好毛利

公司2024H1营收13.06亿元（同减2%），主要系KA商超渠道下滑叠加线上渠道价格竞争加剧所致，归母净利润4.48亿元（同减5%），扣非归母净利润4.25亿元（同减2%）。2024Q2公司营收5.57亿元（同减3%），归母净利润1.77亿元（同减16%），扣非归母净利润1.66亿元（同减12%）。盈利端，公司2024Q2毛利率同增0.4pct至49.18%，主要系二季度开始使用低价原材料库存带来毛利率边际提升，下半年随着2024年采购的低价原材料用量比例提升，预计毛利率仍有优化空间，销售/管理费用率分别同增3pct/1pct至12.09%/3.95%，公司地面推广费用投放加大。综合来看，净利率同减5pct至31.68%。

■ 打造产品系列化，梳理渠道适配战略

分产品来看，2024H1公司榨菜产品营收11.18亿元（同增0.5%），销量6.00万吨（同增3%），吨价1.86万元/吨（同减2%），公司2024Q2重新针对2元黄金价格带产品进行战略性布局，巩固基本盘，同时做规格系列化升级，目前试销反馈良好。2024H1公司萝卜产品营收0.24亿元（同减39%），销量0.14万吨（同减53%），吨价1.71万元/吨（同增29%），泡菜产品营收1.29亿元（同减6%），销量0.77万吨（同增17%），吨价1.68万元/吨（同减20%）。公司计划针对萝卜、泡菜品类包装、风味进行全面优化，产品战略与主业榨菜建立区隔，继续发力餐饮渠道拓展增量。分渠道来看，公司2024H1直销/经销渠道营收分别为0.67/12.38亿元，分别同减14%/2%，餐饮渠道发展加快，公司与大B端逐渐建立良好合作模式，根据餐饮需求导入合适品类。截至2024H1，公司经销商共2815家，较年初净减少424家，主要系公司为严管价格，整顿市场秩序，对于布局不合理、渠道冲突的经销商进行优化清理，公司计划加强经销渠道动态管理，提高招商准入条件，目前经销商信心呈现修复趋势。

■ 盈利预测

在 KA 渠道承压及电商渠道价格战影响下，公司经营出现阶段性承压，公司积极针对目前问题进行梳理反思，在产品、渠道、组织等方面推动变革，经营思路转换后公司业绩有望持续改善。根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 为 0.73/0.75/0.78（前值为 0.80/0.89/0.99）元，当前股价对应 PE 分别为 16/16/15 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	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,450	2,501	2,603	2,728
增长率（%）	-3.9%	2.1%	4.1%	4.8%
归母净利润（百万元）	827	837	866	905
增长率（%）	-8.0%	1.3%	3.5%	4.5%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.73	0.75	0.78
ROE（%）	10.0%	9.6%	9.4%	9.2%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,680	3,835	4,194	4,659
应收款	15	15	16	16
存货	495	518	537	561
其他流动资产	2,744	3,164	3,402	3,550
流动资产合计	6,934	7,533	8,149	8,787
非流动资产:				
金融类资产	1,811	2,211	2,411	2,511
固定资产	1,056	1,068	1,030	975
在建工程	138	55	22	9
无形资产	489	464	440	417
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	153	153	153	153
非流动资产合计	1,835	1,740	1,645	1,553
资产总计	8,769	9,273	9,794	10,340
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	147	153	159	166
其他流动负债	223	223	223	223
流动负债合计	430	438	446	457
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	95	95	95	95
非流动负债合计	95	95	95	95
负债合计	525	533	541	551
所有者权益				
股本	1,154	1,154	1,154	1,154
股东权益	8,244	8,740	9,253	9,789
负债和所有者权益	8,769	9,273	9,794	10,340

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	827	837	866	905
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	114	95	94	91
公允价值变动	11	11	10	9
营运资金变动	-516	-35	-50	-63
经营活动现金净流量	435	908	921	942
投资活动现金净流量	271	-330	-129	-31
筹资活动现金净流量	-551	-342	-354	-369
现金流量净额	155	237	439	542

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,450	2,501	2,603	2,728
营业成本	1,207	1,226	1,271	1,329
营业税金及附加	38	38	38	39
销售费用	328	338	354	374
管理费用	88	80	83	87
财务费用	-101	-107	-117	-130
研发费用	6	6	6	7
费用合计	321	316	326	337
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	11	11	10	9
投资收益	67	52	40	30
营业利润	976	990	1,024	1,068
加:营业外收入	0	0	0	0
减:营业外支出	1	1	1	1
利润总额	975	989	1,023	1,067
所得税费用	148	152	157	162
净利润	827	837	866	905
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	827	837	866	905

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-3.9%	2.1%	4.1%	4.8%
归母净利润增长率	-8.0%	1.3%	3.5%	4.5%
盈利能力				
毛利率	50.7%	51.0%	51.2%	51.3%
四项费用/营收	13.1%	12.7%	12.5%	12.4%
净利率	33.7%	33.5%	33.3%	33.2%
ROE	10.0%	9.6%	9.4%	9.2%
偿债能力				
资产负债率	6.0%	5.7%	5.5%	5.3%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	166.7	166.7	166.7	166.7
存货周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.72	0.73	0.75	0.78
P/E	16.6	16.4	15.9	15.2
P/S	5.6	5.5	5.3	5.0
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4

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年金麒麟新锐分析师称号。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：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

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收到任何形式的补偿。

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。

■ 免责声明

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。