

涪陵榨菜 (002507.SZ)

第三季度收入同比增长 6.81%，盈利能力修复

优于大市

核心观点

公司第三季度收入同比增长 6.81%。涪陵榨菜 2024 前三季度实现营业总收入 19.62 亿元，同比增长 0.56%；实现归母净利润 6.71 亿元，同比增长 1.74%；实现扣非归母净利润 6.37 亿元，同比增长 5.60%；第三季度实现营业总收入 6.57 亿元，同比增长 6.81%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比增长 17.88%；实现扣非归母净利润 2.12 亿元，同比增长 23.80%。

产品、渠道、组织共同发力，第三季度收入增速改善。第三季度收入同比增速转正，除基数较低影响外，主因（1）2024 年公司注重主力产品，聚焦产品做针对性费用投放，旺季动销改善；（2）内部革新提振销售人员积极性，树立经销商信心；（3）餐饮渠道产品从榨菜拓展向泡菜、豇豆等其他品类，模式更加良性。

新采购青菜头价格降低，第三季度盈利能力修复。2024 第三季度公司毛利率同比/环比增加 10.5/7.0pct 至 56.2%，主因公司新采购青菜头收购价格降低。2024 第三季度公司销售/管理费用率 17.2%/3.1%，同比+5.6/-0.2pct，公司三季度榨菜旺季加强费用投放，市场推广活动增加。综合来看，2024 年第三季度公司归母净利率同比+3.2pct 至 33.9%，虽然费用投放有所增加，但是公司受益于原料低价和动销改善，盈利能力得到较好修复。

稳定 2 元价格带产品，成本红利预计延续。公司对于内部考核改革，有效激励前线销售人员执行公司销售策略。产品端公司推广 60g 品规 2 元价格产品，主流产品有望稳住公司基本盘；餐饮渠道思路较为清晰，对于连锁、商超客户积极开拓，目前体量不大，但是有望为公司收入带来增量。另外，公司低价青菜头原料可使用至明年，公司经营改善趋势有望延续。

风险提示：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，新品推广状况不佳等。

盈利预测与投资建议：考虑到公司仍处于改革调整阶段，且下游消费力偏弱，我们下调此前盈利预测。我们预计 2024-2025 年公司实现营业总收入 25.0/26.6 亿元（前预测值为 27.7/30.5 亿元）并引入 2026 年收入预测 28.5 亿元，2024-2026 年收入同比 1.9%/6.8%/7.0%；我们预计 2024-2025 年公司实现归母净利润 8.4/8.9 亿元（前预测值为 9.3/10.3 亿元）并引入 2026 年收入预测 9.4 亿元，2024-2026 年利润同比 2.1%/5.0%/5.8%；综上，我们预计公司 2024-2026 年实现 EPS0.73/0.77/0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 20.5/19.5/18.4 倍，维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,548	2,450	2,496	2,665	2,850
(+/-%)	1.2%	-3.9%	1.9%	6.8%	7.0%
净利润(百万元)	899	827	844	886	938
(+/-%)	21.1%	-8.0%	2.1%	5.0%	5.8%
每股收益(元)	1.01	0.72	0.73	0.77	0.81
EBIT Margin	33.7%	32.0%	33.2%	33.1%	32.7%
净资产收益率(ROE)	11.6%	10.0%	9.7%	9.6%	9.5%
市盈率(PE)	14.8	20.9	20.46	19.50	18.4
EV/EBITDA	14.5	19.8	18.4	17.3	16.3
市净率(PB)	1.71	2.10	1.98	1.86	1.76

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

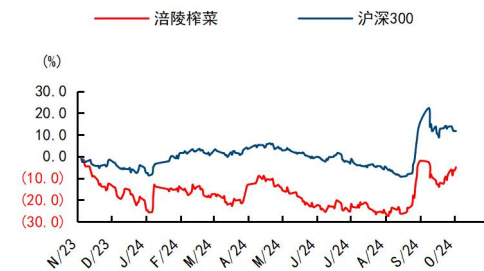
证券分析师：张向伟 联系人：王新雨
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.18 元
总市值/流通市值	17516/17441 百万元
52 周最高价/最低价	17.20/11.47 元
近 3 个月日均成交额	215.95 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) - 单三季度业绩同比增长 4.8%，静待需求与成本拐点到来》——2023-11-06

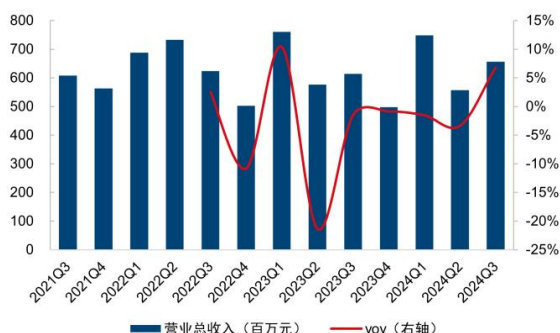
公司第三季度收入同比增长6.81%。涪陵榨菜2024前三季度实现营业总收入19.62亿元，同比增长0.56%；实现归母净利润6.71亿元，同比增长1.74%；实现扣非归母净利润6.37亿元，同比增长5.60%；第三季度实现营业总收入6.57亿元，同比增长6.81%；实现归母净利润2.23亿元，同比增长17.88%；实现扣非归母净利润2.12亿元，同比增长23.80%。

产品、渠道、组织共同发力，第三季度收入增速改善。第三季度收入同比增速转正，除基数较低影响外，主因（1）2024年公司注重主力产品，聚焦产品做针对性费用投放，旺季动销改善；（2）内部革新提振销售人员积极性，树立经销商信心；（3）餐饮渠道产品从榨菜拓展向泡菜、豇豆等其他品类，模式更加良性。

新采购季青菜头价格降低，盈利能力修复。2024第三季度公司毛利率同比/环比增加10.5/7.0pct至56.2%，主因公司新采购季青菜头收购价格降低。2024第三季度公司销售/管理费用率17.2%/3.1%，同比+5.6/-0.2pct，公司三季度榨菜旺季加强费用投放，市场推广活动增加。综合来看，2024年第三季度公司归母净利润率同比+3.2pct至33.9%，虽然费用投放有所增加，但是公司受益于原料低价和动销改善，盈利能力得到较好修复。

稳定2元价格带产品，成本红利预计延续。公司对于内部考核改革，有效激励前线销售人员执行公司销售策略。产品端公司推广60g品规2元价格产品，主流产品有望稳住公司基本盘；餐饮渠道思路较为清晰，对于连锁、商超客户积极开拓，目前体量不大，但是有望为公司收入持续带来增量。另外，公司低价青菜头原料可使用至明年，公司经营改善趋势有望延续。

图1：单季度营业收入及增速



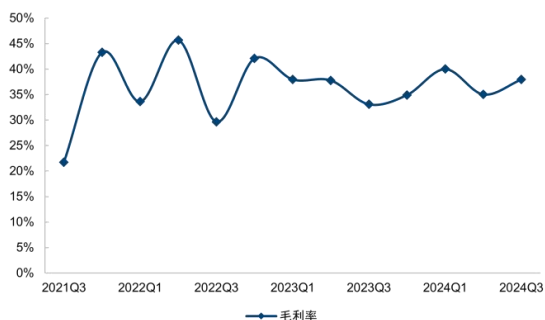
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



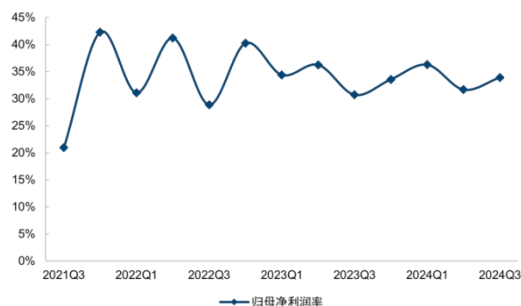
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到公司仍处于改革调整阶段，且下游消费力偏弱，我们下调此前盈利预测。我们预计 2024-2025 年公司实现营业总收入 25.0/26.6 亿元（前预测值为 27.7/30.5 亿元）并引入 2026 年收入预测 28.5 亿元，2024-2026 年收入同比 1.9%/6.8%/7.0%；我们预计 2024-2025 年公司实现归母净利润 8.4/8.9 亿元（前预测值为 9.3/10.3 亿元）并引入 2026 年收入预测 9.4 亿元，2024-2026 年利润同比 2.1%/5.0%/5.8%；综上，我们预计公司 2024-2026 年实现 EPS0.73/0.77/0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 20.5/19.5/18.4 倍，维持优于大市评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2769	3049	-	2496	2665	2850	-273	-384	-
收入同比增速%	9.90%	10.10%	-	1.87%	6.77%	6.95%	8.03%	3.33%	-
毛利率%	52.5%	52.6%	-	53.2%	52.8%	52.4%	0.7%	0.2%	-
销售费用率%	13.80%	13.80%	-	14.04%	13.84%	13.84%	0.24%	0.04%	-
净利率%	33.60%	33.60%	-	33.82%	33.25%	32.90%	0.22%	-0.35%	-
归母净利润（百万元）	930	1025	-	844	886	938	-86	-139	-
归母净利润同比增速%	12.30%	10.20%	-	2.12%	4.95%	5.84%	-10.18%	-5.25%	-
EPS（元）	0.81	0.89	-	0.73	0.77	0.81	-0.08	-0.12	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2024 年 10 月 31 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
002507.SZ	涪陵榨菜	20.61	14.97	0.73	0.77	20.46	19.50	172.74	优大于市
603288.SH	海天味业	39.82	43.77	1.12	1.24	38.99	35.20	2,433.87	优大于市
603317.SH	天味食品	26.63	14.22	0.54	0.62	26.20	22.89	151.45	优大于市
600872.SH	中炬高新	5.05	22.87	0.97	1.19	23.51	19.21	179.12	优大于市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，千味、立高、味知香、三全为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3414	3680	2946	3305	3691	营业收入	2548	2450	2496	2665	2850
应收款项	9	15	15	16	17	营业成本	1194	1207	1169	1257	1358
存货净额	470	495	378	404	437	营业税金及附加	40	38	38	41	44
其他流动资产	1755	934	2246	2398	2565	销售费用	365	328	350	369	395
流动资产合计	6761	6934	7395	7934	8520	管理费用	86	88	99	104	110
固定资产	1202	1194	1241	1275	1298	研发费用	4	6	6	7	7
无形资产及其他	500	489	469	450	430	财务费用	(105)	(101)	(83)	(78)	(87)
投资性房地产	139	153	153	153	153	投资收益	70	67	75	75	77
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	13	11	10	10	10
资产总计	8602	8769	9259	9812	10402	其他收入	4	8	(11)	(12)	(12)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	1055	976	995	1045	1106
应付款项	165	147	140	150	162	营业外净收支	1	(1)	0	0	0
其他流动负债	572	284	280	298	321	利润总额	1056	975	995	1045	1106
流动负债合计	738	430	420	448	483	所得税费用	157	148	151	159	168
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	109	95	95	95	95	归属于母公司净利润	899	827	844	886	938
长期负债合计	109	95	95	95	95	现金流量表 (百万元)					
负债合计	847	525	515	543	578	净利润	899	827	844	886	938
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	(10)	(1)	(0)	(0)
股东权益	7755	8244	8744	9269	9824	折旧摊销	116	114	133	146	156
负债和股东权益总计	8602	8769	9259	9812	10402	公允价值变动损失	(13)	(11)	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	(105)	(101)	(83)	(78)	(87)
每股收益	1.01	0.72	0.73	0.77	0.81	营运资本变动	774	444	(1206)	(152)	(165)
每股红利	0.35	0.29	0.30	0.31	0.33	其它	(1)	10	1	0	0
每股净资产	8.74	7.14	7.58	8.03	8.51	经营活动现金流	1775	1374	(239)	871	919
ROIC	11%	10%	12%	12%	12%	资本开支	0	(94)	(150)	(150)	(150)
ROE	12%	10%	10%	10%	10%	其它投资现金流	(1113)	(697)	0	0	0
毛利率	53%	51%	53%	53%	52%	投资活动现金流	(1113)	(792)	(150)	(150)	(150)
EBIT Margin	34%	32%	33%	33%	33%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	37%	39%	39%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	1%	-4%	2%	7%	7%	支付股利、利息	(311)	(337)	(344)	(362)	(383)
净利润增长率	21%	-8%	2%	5%	6%	其它融资现金流	287	357	0	0	0
资产负债率	10%	6%	6%	6%	6%	融资活动现金流	(334)	(317)	(344)	(362)	(383)
息率	1.8%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	现金净变动	328	266	(734)	359	386
P/E	14.8	20.9	20.5	19.5	18.4	货币资金的期初余额	3086	3414	3680	2946	3305
P/B	1.7	2.1	2.0	1.9	1.8	货币资金的期末余额	3414	3680	2946	3305	3691
EV/EBITDA	14.5	19.8	18.4	17.3	16.3	企业自由现金流	0	1129	(522)	592	631
						权益自由现金流	0	1486	(451)	659	705

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提及的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