

涪陵榨菜（002507.SZ）

24Q3 业绩超预期，多措并举动销改善

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,548	2,450	2,593	2,783	2,972
增长率 yoy（%）	1.2	-3.9	5.9	7.3	6.8
归母净利润（百万元）	899	827	888	956	1,026
增长率 yoy（%）	21.1	-8.0	7.4	7.7	7.3
ROE（%）	11.6	10.0	10.1	10.1	10.2
EPS 最新摊薄（元）	0.78	0.72	0.77	0.83	0.89
P/E（倍）	19.7	21.4	19.9	18.5	17.2
P/B（倍）	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布 2024 年三季度报告，2024Q1-3 公司实现营收 19.6 亿元，同比+0.56%，实现归母净利润 6.7 亿元，同比+1.7%；实现扣非归母净利润 6.4 亿元，同比+5.6%。其中，24Q3 公司实现营收 6.6 亿元，同比+6.8%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比+17.9%；实现扣非归母净利润 2.1 亿元，同比+23.8%。

三季度经营环比改善明显，榨菜品类韧性足。

1) 三季度单季来看，榨菜、萝卜、泡菜产品均有增长，三季度经营环比改善、同比增速转正的主要原因，一是消费旺季加大终端销售费用投放，二是上半年组织架构及销售考核调整、经销商优化等措施促进终端铺货动销，三是 2 元价格带产品根据各地需求及时上架。前三季度累计来看，主品类维持稳健，榨菜产品略有增长，萝卜、泡菜品类下滑幅度收窄。

2) 新品方面，通过买赠等促销活动对榨菜酱进行线下销售支持，三季度推出新品“爆炒”系列，含豇豆、外婆菜等产品，此外对现有产品进行优化，目前正在试销阶段。

3) 渠道方面，家庭消费渠道与餐饮渠道均有一定程度增长，餐饮端由于基数较小，前三季度总体增速在 30% 左右，比家庭消费渠道增速快。

毛利率改善，费投增加，整体盈利水平提升。24Q3 公司毛利率为 56.2%，同比提升 10.5pct，预计主要系今年低价收购的青菜头原料投入使用；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 17.2%、3.1%、0.4%，同比分别变动 5.5pct、-0.14pct、0.3pct，销售费用率提升主要系旺季加大投入促进终端动销；投资净收益同比减少约 600 万，公允价值变动损益同比减少约 500 万，综合影响下 24Q3 公司净利率为 33.9%，同比提升 3.2pct。

投资建议：随着渠道库存及原料成本压力缓解，同时经销商及销售团队调整初显成效，榨菜基本盘有望稳固，全年业绩修复可期，未来持续看好公司品类及渠道扩张带来的增长空间。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.9 亿元、9.6 亿元、10.3 亿元，EPS 分别为 0.77 元、0.83 元、0.89 元，对应 24-26 年 PE 分别为 20、19、17 倍，维持“增持”评级。

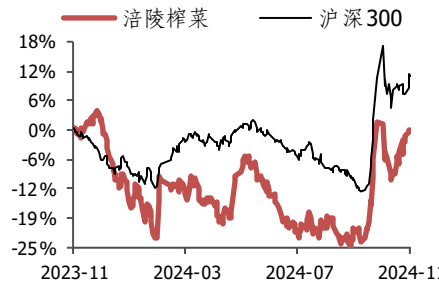
风险提示：行业竞争加剧、原材料价格波动、渠道拓展不及预期、新品推广

增持（维持评级）

股票信息

行业	食品饮料
2024 年 11 月 5 日收盘价（元）	15.33
总市值（百万元）	17,689.58
流通市值（百万元）	17,612.86
总股本（百万股）	1,153.92
流通股本（百万股）	1,148.91
近 3 月日均成交额（百万元）	218.76

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 罗丽文

执业证书编号：S1070523080001

邮箱：luoliwen@cgws.com

相关研究

- 《H1 榨菜稳健&渠道调整，H2 成本红利可期》
2024-09-05
- 《Q1 短期经营低点，关注全年拓品类成效》
2024-05-13
- 《压制因素有望缓解，24 年业绩修复可期》
2024-04-09

不及预期、食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6761	6934	7593	8082	8824
现金	3414	3680	4284	4724	5440
应收票据及应收账款	6	11	6	12	7
其他应收款	3	4	3	5	4
预付账款	13	5	14	6	15
存货	470	495	520	572	595
其他流动资产	2855	2739	2766	2764	2762
非流动资产	1841	1835	1876	1943	2013
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1147	1056	1064	1082	1087
无形资产	500	489	542	608	687
其他非流动资产	194	291	270	253	239
资产总计	8602	8769	9469	10025	10837
流动负债	738	430	589	485	642
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	165	147	181	171	205
其他流动负债	572	284	408	314	438
非流动负债	109	95	95	95	95
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	95	95	95	95
负债合计	847	525	684	580	738
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	888	1154	1154	1154	1154
资本公积	3203	2937	2937	2937	2937
留存收益	3665	4154	4772	5366	6013
归属母公司股东权益	7755	8244	8786	9445	10099
负债和股东权益	8602	8769	9469	10025	10837

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1079	435	904	712	1059
净利润	899	827	888	956	1026
折旧摊销	116	114	99	109	120
财务费用	-105	-101	-116	-131	-149
投资损失	-70	-67	-60	-60	-60
营运资金变动	228	-338	107	-149	133
其他经营现金流	12	1	-14	-14	-12
投资活动现金流	-536	271	-70	-106	-120
资本支出	131	115	140	176	190
长期投资	-560	202	0	0	0
其他投资现金流	155	183	70	70	70
筹资活动现金流	-312	-339	-231	-166	-222
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	266	0	0	0
资本公积增加	0	-266	0	0	0
其他筹资现金流	-312	-339	-231	-166	-222
现金净增加额	232	367	604	440	716

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2548	2450	2593	2783	2972
营业成本	1194	1207	1270	1365	1459
营业税金及附加	40	38	40	43	46
销售费用	365	328	350	373	395
管理费用	86	88	83	86	89
研发费用	4	6	6	6	6
财务费用	-105	-101	-116	-131	-149
资产和信用减值损失	-4	6	4	4	2
其他收益	12	6	11	10	10
公允价值变动收益	13	11	10	10	10
投资净收益	70	67	60	60	60
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	1055	976	1045	1126	1207
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1056	975	1045	1126	1207
所得税	157	148	157	169	182
净利润	899	827	888	956	1026
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	899	827	888	956	1026
EBITDA	1067	987	1028	1103	1178
EPS (元/股)	0.78	0.72	0.77	0.83	0.89

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	1.2	-3.9	5.9	7.3	6.8
营业利润 (%)	20.8	-7.5	7.1	7.7	7.3
归属母公司净利润 (%)	21.1	-8.0	7.4	7.7	7.3
获利能力					
毛利率 (%)	53.1	50.7	51.0	51.0	50.9
净利率 (%)	35.3	33.7	34.2	34.4	34.5
ROE (%)	11.6	10.0	10.1	10.1	10.2
ROIC (%)	10.3	8.9	8.9	8.9	8.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	9.8	6.0	7.2	5.8	6.8
净负债比率 (%)	-42.9	-43.6	-47.7	-49.1	-53.0
流动比率	9.2	16.1	12.9	16.7	13.7
速动比率	6.1	12.8	10.4	13.5	11.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	604.4	304.9	310.5	312.4	311.8
应付账款周转率	7.5	7.7	7.8	7.8	7.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.78	0.72	0.77	0.83	0.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.94	0.38	0.78	0.62	0.92
每股净资产 (最新摊薄)	6.72	7.14	7.61	8.19	8.75
估值比率					
P/E	19.7	21.4	19.9	18.5	17.2
P/B	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	12.4	12.4	11.4	10.2	8.9

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686