收入环比加速，成本红利兑现

涪陵榨菜（002507.SZ）
调味发酵品 II

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 29 日

评级：　买入（维持）

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email：xiongxw@zts.com.cn

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

Email：fanjs@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

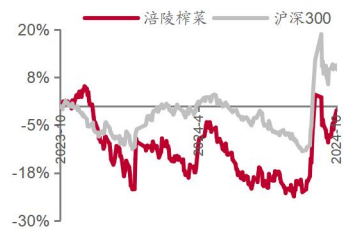
执业证书编号：S0740523070003

Email：yansy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,153.92
流通股本(百万股)	1,148.91
市价(元)	14.60
市值(百万元)	16,847.22
流通市值(百万元)	16,774.15

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《涪陵榨菜(002507.SZ)_点评报告：费用率上升拖累利润，期待成本红利释放》2024-08-30
2、《涪陵榨菜(002507.SZ)_点评报告：费率同比优化，期待成本红利》2024-04-28
3、《涪陵榨菜(002507.SZ)_点评报告：Q4 盈利承压，期待公司改善》2024-04-03

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,548	2,450	2,484	2,707	2,945
增长率 yoy%	1%	-4%	1%	9%	9%
归母净利润（百万元）	899	827	852	988	1,066
增长率 yoy%	21%	-8%	3%	16%	8%
每股收益（元）	1.01	0.72	0.74	0.86	0.92
每股现金流量	0.94	0.38	0.74	0.76	0.82
净资产收益率	12%	10%	10%	11%	11%
P/E	18.7	20.4	19.8	17.1	15.8
P/B	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7

备注：股价截止自2024 年 10 月 29 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **事件：**2024Q1-3 公司实现收入 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%；实现扣非后归母净利润 6.37 亿元，同比增长 5.60%。其中 2024Q3 实现收入 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%；实现扣非后归母净利润 2.12 亿元，同比增长 23.80%。
- **收入环比改善，毛利率大幅提升。**经历 Q1 和 Q2 收入同比分别下降 1.53%和 3.37%后，Q3 收入回归正增长。2024Q3 公司毛利率为 56.17%，同比提升 10.48 个 pct，环比提升 6.99 个 pct，主要受益于原材料成本下降。根据公司中报，公司主要原材料青菜头及榨菜半成品价格同比 2023 年分别下降约 32%和 26%，2024 年收购的低价青菜头腌制后陆续于 5 月、6 月投用。前三季度公司毛利率为 52.63%，同比提升 1.90 个 pct。
- **短期加大市场投入，销售费用率上升。**2024Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别+5.51、-0.13、+0.27、-0.07 个 pct 至 17.24%、3.13%、0.42%、-3.70%。销售费用率上升主要系公司加大了市场投入，从而带来了 Q3 收入增速回暖。2024Q3 投资净收益/收入同比下降 1.02 个 pct 至 0.86%，公允价值变动净收益/收入同比下降 0.89 个 pct 至 0.33%。综合来看，第三季度公司归母净利率同比提升 3.19 个 pct 至 33.91%。
- **盈利预测：**公司收入逐步企稳，随着低价原材料投入使用，推动利润弹性加速释放。根据公司三季报，考虑到成本红利释放超预期，我们上调盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 24.84、27.07、29.45 亿元（前值为 25.22、27.50、29.91 亿元），归母净利润分别为 8.52、9.88、10.66 亿元（前值 8.37、9.60、10.48 亿元），EPS 分别为 0.74、0.86、0.92 元，对应 PE 为 19.8 倍、17.1 倍、15.8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**原材料价格波动风险；渠道开拓不达预期；新品推广不达预期；研报信息更新不及时的风险

盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,680	4,220	4,791	5,359
应收票据	0	0	0	0
应收账款	11	6	8	10
预付账款	5	5	5	5
存货	495	484	504	546
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,744	2,757	2,842	2,932
流动资产合计	6,934	7,472	8,149	8,851
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,056	1,057	1,059	1,061
在建工程	138	138	138	138
无形资产	489	450	415	384
其他非流动资产	153	153	153	153
非流动资产合计	1,835	1,798	1,765	1,735
资产合计	**8,769**	**9,271**	**9,914**	**10,587**
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	147	143	149	162
预收款项	0	0	0	0
合同负债	60	61	67	73
其他应付款	139	139	139	139
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	85	83	84	86
流动负债合计	430	426	439	458
长期借款	0	0	0	0
应付债券	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**	**521**	**533**	**553**
归属母公司所有者权益	8,244	8,750	9,381	10,033
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**8,244**	**8,750**	**9,381**	**10,033**
负债和股东权益	**8,769**	**9,271**	**9,914**	**10,587**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	**435**	**853**	**880**	**945**
现金收益	840	900	1,019	1,105
存货影响	-25	11	-20	-42
经营性应收影响	3	4	-2	-2
经营性应付影响	-123	-3	6	12
其他影响	-260	-60	-123	-129
投资活动现金流	**271**	**-65**	**-65**	**-65**
资本支出	-95	-110	-110	-110
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	366	45	45	45
融资活动现金流	**-339**	**-248**	**-245**	**-312**
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-337	-357	-414	-446
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2	109	169	134

利润表 单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	**2,450**	**2,484**	**2,707**	**2,945**
营业成本	1,207	1,180	1,228	1,330
税金及附加	38	38	42	45
销售费用	328	348	371	398
管理费用	88	84	87	88
研发费用	6	6	7	7
财务费用	-101	-98	-112	-101
信用减值损失	6	6	6	6
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	15	15	15
投资收益	67	30	30	30
其他收益	6	25	25	25
营业利润	**976**	**1,002**	**1,162**	**1,254**
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	**975**	**1,002**	**1,162**	**1,254**
所得税	148	150	174	188
净利润	**827**	**852**	**988**	**1,066**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**827**	**852**	**988**	**1,066**
NOPLAT	741	768	892	980
EPS（摊薄）	0.72	0.74	0.86	0.92

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-3.9%	1.4%	9.0%	8.8%
EBIT 增长率	-8.1%	3.4%	16.1%	9.9%
归母公司净利润增长率	-8.0%	3.1%	15.9%	7.9%
获利能力				
毛利率	50.7%	52.5%	54.6%	54.8%
净利率	33.7%	34.3%	36.5%	36.2%
ROE	10.0%	9.7%	10.5%	10.6%
ROIC	13.7%	13.1%	14.0%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	6.0%	5.6%	5.4%	5.2%
债务权益比	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%
流动比率	16.1	17.5	18.6	19.3
速动比率	15.0	16.4	17.4	18.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	46	44	43	42
存货周转天数	144	149	145	142
每股指标（元）				
每股收益	0.72	0.74	0.86	0.92
每股经营现金流	0.38	0.74	0.76	0.82
每股净资产	7.14	7.58	8.13	8.70
估值比率				
P/E	20	20	17	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	24	23	20	19

来源：WIND，中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。