

2024年11月05日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩边际修复，改革成效释放

—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

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

2024年10月29日，涪陵榨菜发布2024年三季度业绩报告。

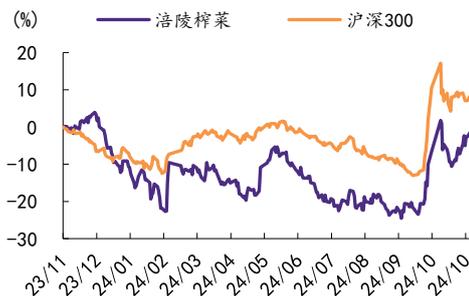
投资要点

基本数据

2024-11-04

当前股价（元）	15.32
总市值（亿元）	177
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）	154.77

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《涪陵榨菜（002507）：业绩表现承压，持续梳理产品战略》2024-09-04
- 《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

■ 业绩边际修复，低价原料投入使用大幅优化毛利

公司2024Q1-Q3实现营收19.62亿元（同增1%），归母净利润6.71亿元（同增2%），扣非归母净利润6.37亿元（同增6%）。其中2024Q3公司营收6.57亿元（同增7%），归母净利润2.23亿元（同增18%），扣非归母净利润2.12亿元（同增24%）。盈利端，2024Q3公司毛利率同增10pct至56.17%，低价原材料投入使用大幅优化毛利表现，销售/管理费用率分别同比+6pct/-0.1pct至17.24%/3.13%，主要系公司传统旺季增加推广，净利率同增3pct至33.91%。

■ 榨菜放开2元价格带，营销改革持续推进

分品类来看，榨菜/萝卜/泡菜收入均有增加，其中，榨菜量价基本持平，公司逐步放开2元价格带，借助品牌认知度实现掌控力，新品爆炒系列在电商推出，部分开始试销，萝卜类预计Q4全国铺开，整体来看，榨菜品类做利润，其他品类促销做规模，目前低价原材料储备可使用至2025年6月，实现毛利率优化。分渠道来看，餐饮事业部专门从事餐饮、工业渠道拓展，除榨菜外布局萝卜干、豇豆等产品，客户包括餐饮经销商与连锁店，模式仍需探索，小B端出于性价比诉求，接受度较低。后续公司做产品个性化，尝试盒马/美团等定制品，转向柔性化生产，销售端兼顾短期品销活动，新品资源投入力度加大，提升价格竞争力。

■ 盈利预测

公司积极针对前期营销、品类打法问题进行梳理反思，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持续改善，同时低价原料储备依然充足，毛利有望延续保持高位。根据三季报，我们调整2024-2026年EPS为0.73/0.77/0.80（前值为0.73/0.75/0.78）元，当前股价对应PE分别为21/20/19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	2,491	2,572	2,679
增长率 (%)	-3.9%	1.7%	3.2%	4.2%
归母净利润 (百万元)	827	840	884	929
增长率 (%)	-8.0%	1.7%	5.2%	5.0%
摊薄每股收益 (元)	0.72	0.73	0.77	0.80
ROE (%)	10.0%	9.6%	9.5%	9.5%

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	3,853	4,234	4,723
应收款	15	15	15	16
存货	495	501	514	534
其他流动资产	2,744	3,160	3,391	3,531
流动资产合计	6,934	7,529	8,154	8,804
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	9,269	9,799	10,357
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	147	148	152	158
其他流动负债	223	223	223	223
流动负债合计	430	433	439	447
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	528	533	542
所有者权益				
股本	1,154	1,154	1,154	1,154
股东权益	8,244	8,742	9,265	9,815
负债和所有者权益	8,769	9,269	9,799	10,357

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	827	840	884	929
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	-19	-38	-53
经营活动现金净流量	435	927	951	976
投资活动现金净流量	271	-330	-129	-31
筹资活动现金净流量	-533	-343	-361	-379
现金流量净额	173	255	461	565

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,450	2,491	2,572	2,679
营业成本	1,207	1,184	1,215	1,262
营业税金及附加	38	37	37	38
销售费用	328	341	350	364
管理费用	88	85	85	88
财务费用	-101	-108	-119	-132
研发费用	6	7	8	8
费用合计	321	326	324	328
资产减值损失	0	3	3	3
公允价值变动	11	11	10	9
投资收益	67	30	28	26
营业利润	976	992	1,043	1,094
加:营业外收入	0	3	3	3
减:营业外支出	1	1	1	1
利润总额	975	993	1,044	1,095
所得税费用	148	153	160	166
净利润	827	840	884	929
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	827	840	884	929

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-3.9%	1.7%	3.2%	4.2%
归母净利润增长率	-8.0%	1.7%	5.2%	5.0%
盈利能力				
毛利率	50.7%	52.5%	52.8%	52.9%
四项费用/营收	13.1%	13.1%	12.6%	12.3%
净利率	33.7%	33.7%	34.4%	34.7%
ROE	10.0%	9.6%	9.5%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	6.0%	5.7%	5.4%	5.2%
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	0.77	0.80
P/E	21.4	21.0	20.0	19.0
P/S	7.2	7.1	6.9	6.6
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8

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，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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。