

## 调整销售考核迎合市场需求 传统销售旺季动销改善明显

——涪陵榨菜 2024 年三季度报点评

公司点评

### ● 公司三季度动销改善营收净利增速转正

公司公布 2024 年三季度报, 实现营收 19.62 亿元/+0.56%; 归母净利润 6.71 亿元/+1.74%。2024Q3 实现营收 6.57 亿元/+6.81%; 归母净利润 2.23 亿元/+17.88%。公司毛利率 52.63%, 同比提高 1.90pct。两费方面, 销售费用率 13.86%, 同升 0.45pct; 管理费用率 3.49%, 同升 0.05pct。净利率 34.18%, 同升 0.40pct。产品方面, 前三季度榨菜产品略有增长, 萝卜、泡菜品类下滑幅度收窄, 第三季度单季榨菜、萝卜、泡菜产品均有增长; 渠道方面, 家庭消费渠道与餐饮渠道均有一定程度增长, 餐饮端低基数, 前三季度总体增速在 30%左右。

### ● 公司调整销售考核注重以结果为导向, 终端市场及时调整产品结构

三季度动销改善主要原因为: 一是三季度本身属于榨菜消费的传统旺季, 公司在旺季加大了终端销售的费用投放, 增加推广活动; 二是公司上半年对销售组织架构及考核模式进行了调整, 销售考核更注重结果导向, 一定程度上激励了销售人员完成目标积极性; 三是调整优化经销商后, 经销商对比原来更大的市场运营更有动力, 促进了终端市场铺货动销; 四是公司在三季度取消了终端 2 元价格带产品的调货配比限制, 根据各地市场需求及时上架终端 2 元价格带产品。

### ● 公司加强渠道管理, 更加贴近终端市场实际需求

公司加强对渠道扶持力度, 加大线下促销; 聚焦主业, 探索“榨菜+”产品矩阵, 不断调整产品结构, 完善产品结构, 根据市场需求及时调整产品价格带覆盖; 叠加今年原材料收购价格下降, 下半年成本回落, 共同发力助力企业三季度业绩回升。成本效应将延续至明年上半年, 伴随公司加大终端销售投放力度, 动销调整及时, 旺季顺势而为, 较好缓解前期销售压力。

### ● 盈利预测及投资建议

我们预计公司 24/25/26 年实现营收分别为 25.04/26.90/28.94 亿元, 同比增长分别为 2.2%/7.5%/7.6%, 净利润分别为 8.48/8.72/9.45 亿元, 对应 EPS 分别为 0.73/0.76/0.82 元, 当前股价对应 PE 分别为 19.9/19.3/17.8 倍, 公司当前 PE21 倍, 维持公司“推荐”评级。

● **风险提示:** 消费低迷, 气候等因素致青菜头减产成本波动风险, 拓品类不及预期, 并购扩张经营风险, 食品安全风险, 行业竞争加剧等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,548	2,450	2,504	2,690	2,894
增长率(%)	1.2	-3.9	2.2	7.5	7.6
净利润(百万元)	899	827	848	872	945
增长率(%)	21.1	-8.0	2.6	2.8	8.4
毛利率(%)	53.1	50.7	52.0	51.0	52.0
净利率(%)	35.3	33.7	33.9	32.4	32.7
ROE(%)	11.6	10.0	9.7	9.4	9.6
EPS(摊薄/元)	0.78	0.72	0.73	0.76	0.82
P/E(倍)	18.7	20.4	19.9	19.3	17.8
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7

### 推荐(维持评级)

陈文倩(分析师)

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号: S0280515080002

市场数据	时间 2024/11/11
收盘价(元):	15.60
一年最低/最高(元):	11.34/17.20
总股本(亿股):	11.54
总市值(亿元):	180.01
流通股本(亿股):	11.49
流通市值(亿元):	179.23
近 3 月换手率:	85.26%

### 股价一年走势



### 相关报告

《稳住榨菜, 夯基拓新, 寻求增长》  
2024-10-30

《现金流、预收款双双走强, 补库存继续拉动收入》2020-04-22

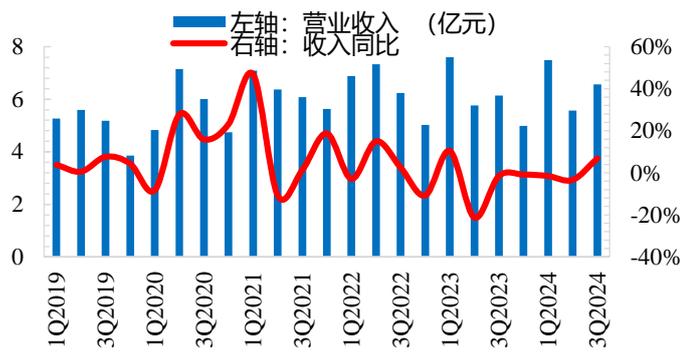
《轻装上阵再出发, 业绩弹性仍可期待》  
2020-03-17

《否极泰来, 拐点已至》2020-02-28

《渠道库存消化良好, 错杀机会值得关注》2020-02-05

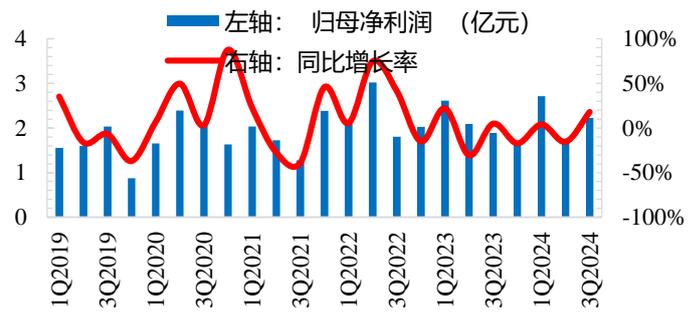


**图1： 2019Q1-2024Q3 单季营业收入（亿元）及其同比改善，由负转正**



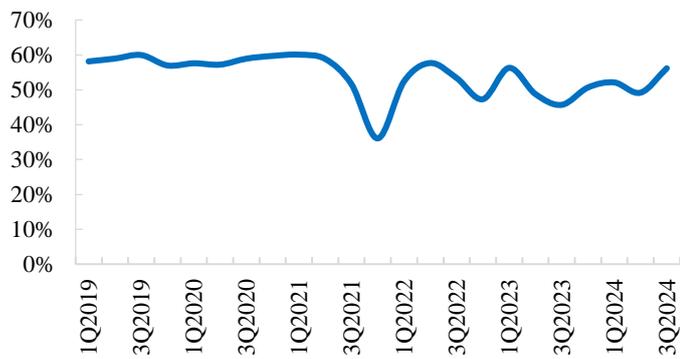
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图2： 2019Q1-2024Q3 单季归母净利润（亿元）及其同比改善明显**



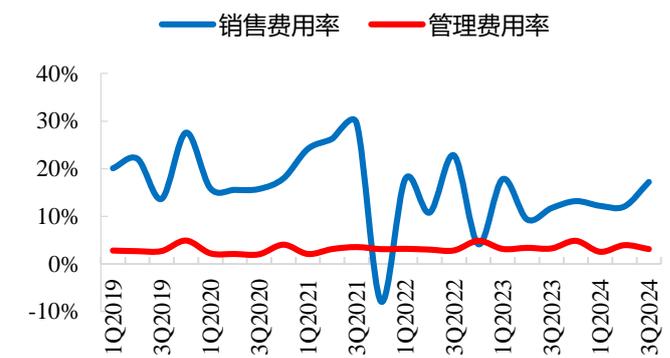
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图3： 2019Q1-2024Q3 单季毛利率回升**



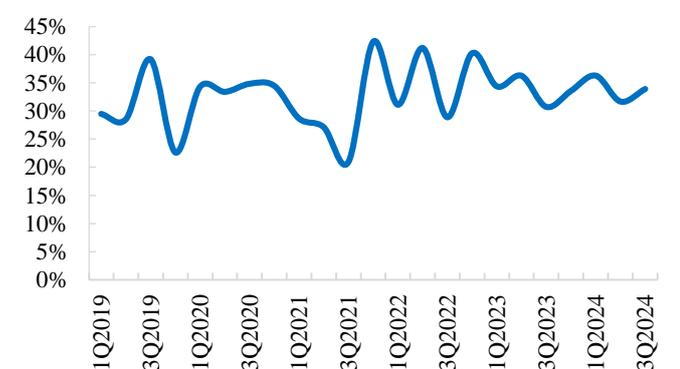
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图4： 2019Q1-2024Q3 单季销售费用率提升，管理费用率增速收缩**



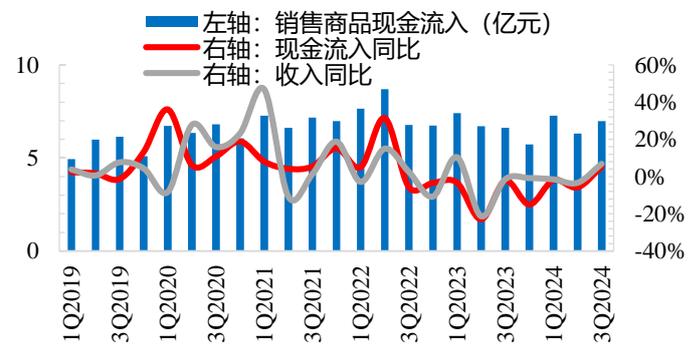
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图5： 2019Q1-2024Q3 单季净利率回升**



资料来源：wind，诚通证券研究所

**图6： 2019Q1-2024Q3 单季销售商品现金流稳健**



资料来源：wind，诚通证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6761</b>	<b>6934</b>	<b>7388</b>	<b>7820</b>	<b>8393</b>	<b>营业收入</b>	<b>2548</b>	<b>2450</b>	<b>2504</b>	<b>2690</b>	<b>2894</b>
现金	3414	3680	4167	4482	5113	营业成本	1194	1207	1202	1318	1389
应收票据及应收账款合计	6	11	0	0	0	营业税金及附加	40	38	36	40	45
其他应收款	3	4	3	5	4	营业费用	365	328	377	398	421
预付账款	13	5	13	6	14	管理费用	86	88	85	93	100
存货	470	495	466	589	523	研发费用	4	6	10	9	10
其他流动资产	2855	2739	2739	2739	2739	财务费用	-105	-101	-168	-157	-144
<b>非流动资产</b>	<b>1841</b>	<b>1835</b>	<b>1839</b>	<b>1915</b>	<b>2005</b>	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	13	11	6	7	9
固定资产	1147	1056	1030	1055	1077	其他收益	12	6	11	10	10
无形资产	500	489	544	611	692	投资净收益	70	67	20	20	20
其他非流动资产	194	291	266	249	237	<b>营业利润</b>	<b>1055</b>	<b>976</b>	<b>998</b>	<b>1026</b>	<b>1112</b>
<b>资产总计</b>	<b>8602</b>	<b>8769</b>	<b>9228</b>	<b>9736</b>	<b>10398</b>	营业外收入	1	0	1	1	1
<b>流动负债</b>	<b>738</b>	<b>430</b>	<b>387</b>	<b>321</b>	<b>409</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1056</b>	<b>975</b>	<b>998</b>	<b>1026</b>	<b>1112</b>
应付票据及应付账款合计	165	147	0	0	0	所得税	157	148	150	154	167
其他流动负债	572	284	387	321	409	<b>净利润</b>	<b>899</b>	<b>827</b>	<b>848</b>	<b>872</b>	<b>945</b>
<b>非流动负债</b>	<b>109</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>899</b>	<b>827</b>	<b>848</b>	<b>872</b>	<b>945</b>
其他非流动负债	109	95	95	95	95	EBITDA	1069	978	971	994	1076
<b>负债合计</b>	<b>847</b>	<b>525</b>	<b>481</b>	<b>415</b>	<b>504</b>	EPS(元)	0.78	0.72	0.73	0.76	0.82
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	888	1154	1154	1154	1154	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	3203	2937	2937	2937	2937	<b>成长能力</b>					
留存收益	3665	4154	4745	5286	5882	营业收入(%)	1.2	-3.9	2.2	7.5	7.6
归属母公司股东权益	7755	8244	8746	9321	9894	营业利润(%)	20.8	-7.5	2.3	2.8	8.4
<b>负债和股东权益</b>	<b>8602</b>	<b>8769</b>	<b>9228</b>	<b>9736</b>	<b>10398</b>	归属于母公司净利润(%)	21.1	-8.0	2.6	2.8	8.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	53.1	50.7	52.0	51.0	52.0
						净利率(%)	35.3	33.7	33.9	32.4	32.7
						ROE(%)	11.6	10.0	9.7	9.4	9.6
						ROIC(%)	25.1	26.8	27.2	25.3	27.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	9.8	6.0	5.2	4.3	4.8
						净负债比率(%)	-43.0	-43.7	-46.8	-47.3	-50.9
						流动比率	9.2	16.1	19.1	24.4	20.5
						速动比率	6.1	12.8	15.5	19.6	16.9
						<b>营运能力</b>					
						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	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	7.5	7.7	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.78	0.72	0.73	0.76	0.82
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.07	0.64	0.52	0.89
						每股净资产(最新摊薄)	6.72	7.14	7.58	8.08	8.57
						<b>估值比率</b>					
						P/E	18.7	20.4	19.9	19.3	17.8
						P/B	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
						EV/EBITDA	11.6	11.7	11.3	10.7	9.3

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1079</b>	<b>435</b>	<b>733</b>	<b>602</b>	<b>1027</b>
净利润	899	827	848	872	945
折旧摊销	116	114	90	98	108
财务费用	-105	-101	-168	-157	-144
投资损失	-70	-67	-20	-20	-20
营运资金变动	228	-338	-11	-183	147
其他经营现金流	12	1	-6	-8	-9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-536</b>	<b>271</b>	<b>-68</b>	<b>-147</b>	<b>-168</b>
资本支出	131	115	4	76	90
长期投资	-560	202	0	0	0
其他投资现金流	-965	588	-64	-70	-79
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-312</b>	<b>-339</b>	<b>-178</b>	<b>-141</b>	<b>-228</b>
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	-178	-141	-228
<b>现金净增加额</b>	<b>232</b>	<b>367</b>	<b>487</b>	<b>315</b>	<b>631</b>

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

## 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。根据上述规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及诚通证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

诚通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。诚通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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。

诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

北京：北京市朝阳区东三环北路27号嘉铭中心12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>