

食品饮料

2025年02月18日

涪陵榨菜 (002507)

——公司改革逐渐落地，投资机会渐成

增持(首次评级)

研报摘要:

- 行业层面：行业整体发展方向为规划化和健康化。**榨菜产业成熟发展中国榨菜产业自1984年方便榨菜研发成功后，经历了多个发展阶段，目前进入成熟期。基础设施的完善为包装榨菜市场发展创造了条件，低盐榨菜成为新的推广趋势。根据膳食指南，每人每日食盐摄入量不应超过6克，榨菜行业正向低盐化发展。消费者更倾向于购买低盐榨菜，涪陵榨菜集团推出乌江轻盐榨菜，市场认可度高。
- 公司层面：公司改革发展方向明确，根基牢固显著。**公司位于重庆涪陵区，利用当地作为榨菜原产地的地域优势，成为全球重要榨菜生产基地。青菜头是榨菜生产的核心原料，具有地域性特征。涪陵地区青菜头产量最高，占全球总产量的45.6%。2023年，涪陵青菜头产量占重庆市47%，推动榨菜产业总产值达到141亿元。调查显示，65.8%消费者挑选榨菜时关注品牌，乌江榨菜以77.7%的市场份额领先。公司持续增加品牌投入，优化费用结构，提升生产效率。实施“双轮驱动”战略，推动乌江品牌向“佐餐开胃菜”迈进。2024年Q1-Q3，公司营收19.6亿元，净利润6.7亿元，营收增长0.6%，净利润增长1.7%。产品层面，榨菜产品增长，萝卜与泡菜品类下滑减小。成本与费用控制方面，毛利率提高，费用管控效果显著。三季度成为经营转折点，营收同比增长6.8%。
- 公司未分配利润和现金储备较高，后续公司分红潜力较强。**涪陵榨菜集团经营稳健，未分配母公司利润稳定上升，2023年底超18.6亿元。现金分红方面，集团长期维持一定分红力度。集团现金储备较高，为未来发展提供有力保障，增强投资者信心，促进集团长期可持续发展。
- 盈利预测：**作为我国调味品市场中的传统品类，榨菜行业整体消费总量稳定，每年有所增长。随着消费水平提升，预计在行业回暖环境下，公司有望恢复增长。我们预计2024-2026年，公司营业收入为25.16/26.80/28.76亿元，归母净利润为8.69/9.12/10.3亿元，每股收益为0.75/0.79/0.85元。股价市盈率为17.5/16.68/14.78倍。考虑同行业估值和公司发展潜力，合理估值为23倍，目标股价17.25元，首次评级，评级为“增持”。
- 风险提示：**宏观经济不及预期；公司复苏不及预期；公司改革不及预期；食品安全风险。

市场数据

2025年02月18日

收盘价(元)	13.19
一年内最高/最低(元)	15.98/11.60
市净率	1.7762
股息率(分红/股份)	2.27
流通A股市值(百万元)	15,154
上证指数/深证成指	3,324.49/10,617.26

注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

基础数据

2024年09月30日

每股净资产(元)	7.43
资产负债率%	6.01
总股本/流通A股(百万)	1,154/1,149
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

马世辉 17732313273
S0400523110001
mashihui@cdzq.com

财务数据及盈利预测

报告期	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,548.32	2,449.85	2,516.00	2,680.00	2,876.00
营业收入增长率(%)	1.18	-3.86	2.70	6.52	7.31
归母净利润(百万元)	898.79	826.58	869.88	912.39	1,030.09
归母净利润增长率(%)	21.14	-8.03	5.24	4.89	12.90
每股收益(元/股)	1.01	0.72	0.75	0.79	0.89
PE	13.06	18.32	17.50	16.68	14.78
PB	1.51	1.85	1.67	1.52	1.38
EV/EBITDA	7.80	11.08	10.47	10.11	8.58
ROE(%)	11.59	10.03	9.54	9.10	9.32

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



目录

1. 涪陵榨菜是国内最大的榨菜加工企业	4
1.1 公司发展历程	4
1.2 股权架构稳根基，产销实力铸榨菜龙头	5
1.3 新任董事长履新，优化架构释放管理效能	6
2. 行业发展逐渐规范化健康化	7
2.1 行业发展进入成熟期	7
2.2 榨菜轻盐化兴起	7
2.3 消费场景逐渐多元化，年轻消费群体不断扩容	8
3. 公司根据牢固优势显著，未来发展新机遇渐成	9
3.1 借助当地榨菜基地优势，助力成为国内榨菜龙头	9
3.2 产品矩阵丰富，构筑行业内规模份额优势显著	10
3.3 24 年 Q3 业绩出现“拐点”，公司路径战略清晰	11
3.4 公司未分配利润和现金储备较高，后续公司分红潜力较强	12
4. 盈利预测	13
5 风险提示	13

图表目录

图 1 : 公司发展历程	5
图 2 : 公司股权情况	5
图 3 : 公司组织架构图	6
图 4 : 榨菜分类	8
图 5 : 榨菜消费场景	9
图 6 : 国内青菜头产区分布情况	10
图 7 : 市场消费者喜爱程度	11
图 8 : 公司主营业务产品情况	11
图 9 : 公司 2023Q1-2024Q3 公司营收、利润规模情况	12
图 10 : 2023Q1-2024Q3 公司毛利率、费用率情况	12
图 11 : 现金分红总额 (万元)	13
图 12 : 公司期末未分配利润 (万元)	13

1. 涪陵榨菜是国内最大的榨菜加工企业

1.1 公司发展历程

涪陵榨菜，作为中国榨菜加工行业的领军企业，坐落于重庆涪陵，凭借国有控股背景，在推动行业发展的同时，积极服务当地民生。公司其前身为四川省涪陵榨菜集团公司。2008年，公司整体变更为股份有限公司，并于2010年11月成功在深交所挂牌上市。

作为一家国有控股的食品加工企业，涪陵榨菜始终以榨菜为核心业务，深度扎根于佐餐开味菜领域，专注于榨菜、下饭菜、调味菜以及榨菜酱等各类佐餐开味菜产品的研发、生产与销售。公司凭借卓越的实力，荣膺中国酱腌菜行业上市公司、农业产业化国家重点龙头企业、重庆市100户重点工业企业以及重庆市制造业领军企业等诸多殊荣，在行业内占据着举足轻重的地位。

在发展过程中，涪陵榨菜积极推行“一个保护价、两份保证金、一条利益链”的联结机制，构建起“公司+专业合作社+农户”的榨菜原料订单生产经营模式。这种模式成效显著，不仅有效带动了涪陵及周边地区农业产业的蓬勃发展，还助力菜农实现增收，为当地经济与农业发展注入强劲动力。据重庆市涪陵区榨菜产业发展中心的统计数据表明，2023年，涪陵区榨菜产业创造产值高达141.16亿元；到了2024年，涪陵榨菜这一地理标志产品更是带动当地16万余户种植户、60万余名农民走上增收致富之路。

公司所处的重庆涪陵区，素有“中国榨菜之乡”的美誉。依托当地得天独厚的原产地域优势，经过20多年的稳健经营，涪陵榨菜已发展成为佐餐开味菜行业的巨擘。公司拥有10多条现代化生产线，形成了高效的集约化生产模式。目前，公司设计年产能接近25万吨（其中泡菜产量为1.3万吨），另有22.5万吨产能正在建设中，产能规模位居行业前列。在包装榨菜领域，公司的产销量处于领先地位，市场占有率在包装榨菜行业中约达30%，龙头地位坚如磐石。

图 1：公司发展历程



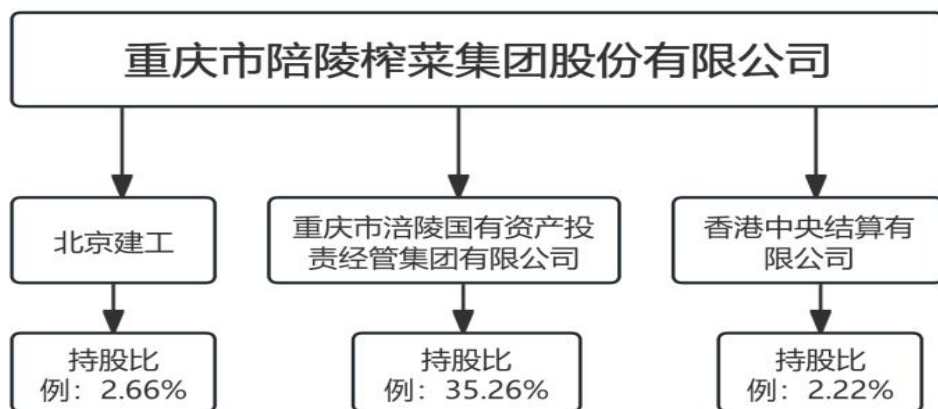
资料来源：历年公司年度报告，财达研究

1.2 股权架构稳根基，产销实力铸榨菜龙头

涪陵榨菜在酱腌菜行业中占据着无可撼动的龙头地位。自 1898 年诞生以来，涪陵榨菜凭借百年传承的独特工艺和深厚的品牌底蕴，成为了酱腌菜行业的标杆，其传统制作技艺被列入第二批国家级非物质文化遗产名录。公司旗下拥有 9 家子公司、8 家生产厂，榨菜、泡菜年生产能力高达 25 万吨。在国内市场，涪陵榨菜的市场占有率稳居第一。其品牌知名度高，深受消费者喜爱，产品覆盖了全国各大超市、便利店以及餐饮渠道。在国际市场上，涪陵榨菜也表现出色，出口额持续增长，2024 年预计出口额将达到 6500 多万元，同比增长 21%。

重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司的股东构成多元。其中，重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司为重要股东，持股比例达 35.26%。北京建工持股比例为 2.66%，香港中央结算有限公司持股 2.22%。这种持股结构既体现了地方国资的主导地位，也引入了不同背景的股东，为公司发展带来多元视角与资源。

图 2：公司股权情况



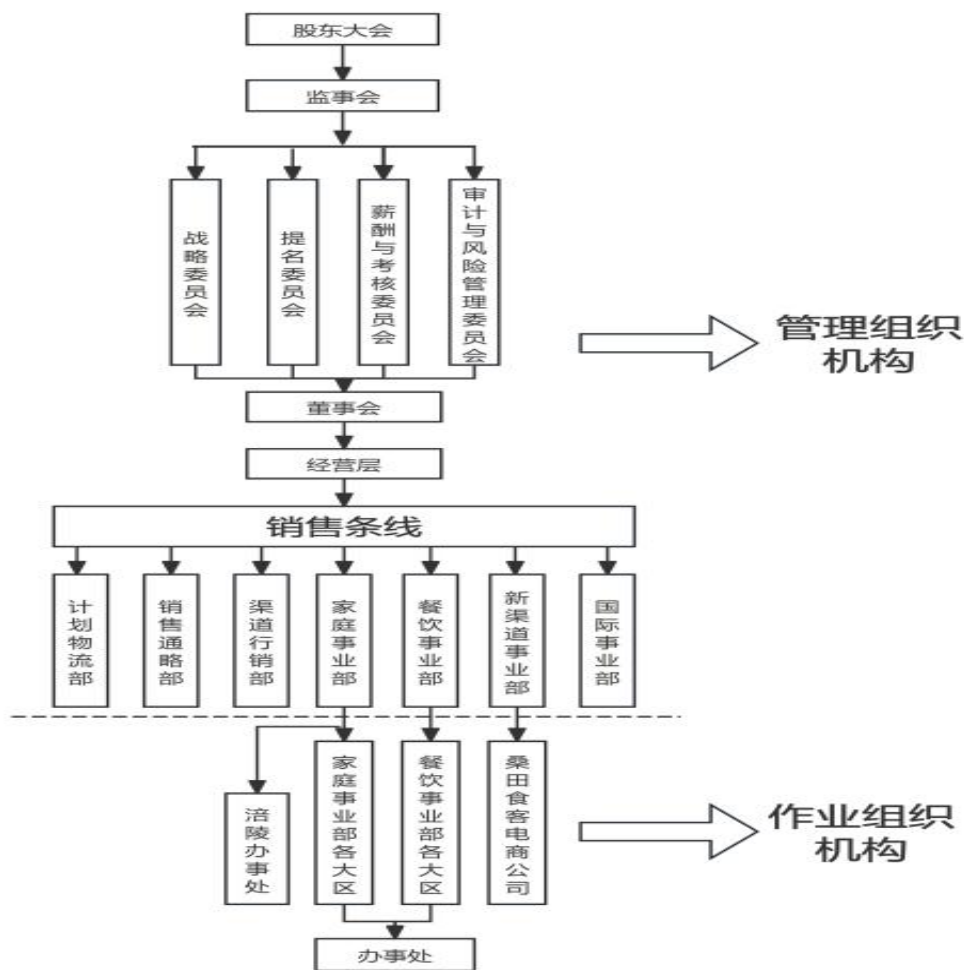
资料来源：公司公告，财达研究

1.3 新任董事长履新，优化架构释放管理效能

2023年12月，高翔当选为公司第五届董事会董事长。随着新董事长上任，涪陵榨菜迎来全新的发展阶段。新董事长始终立足主业，深刻认识涪陵榨菜核心优势所在，在稳固行业龙头地位、扩大生产规模与市场份额的基础上，积极探索新的成长路径。2025年，涪陵榨菜集团以“夯基拓新，优化产品，强化渠道，深化改革”为战略引领，坚持销售、品质、管理、绩效理念，支持经销商做大做强。首次同步开展四大事业部经销商会议，从五“力”着手，延续有效方法，加大政策与改革力度，借助大数据等增添动力。集团高举“百年榨菜、百亿乌江”目标，坚持“双轮驱动”，以特定导向，依托自身优势，推动迈向新台阶，将产品推向全球。

涪陵榨菜集团治理结构完善，股东大会决策，监事会监督，董事会下设多委员会，经营层负责日常运营。销售条线多元部门协同，作业组织深入基层。新任董事长上任后基于此架构优化革新，提升管理效率，加强协同，借架构优势推动创新与拓展，巩固行业地位。

图 3：公司组织架构图



资料来源：公司公告，财达研究

2. 行业发展逐渐规范化健康化

2.1 行业发展进入成熟期

中国的榨菜产业自诞生以来，经历了萌芽、启动、高速成长以及成熟等多个发展阶段。追溯至 1984 年，标志着方便榨菜研发成功并实现批量生产的里程碑事件，包括榨菜的切割、真空包装技术以及防腐技术的应用。此后，榨菜产业犹如被点燃的引擎，展现出迅猛的增长势头。

与此同时，交通物流、网络信息技术等基础设施亦逐步完善。这些基础设施的持续优化，为榨菜市场，尤其是以省地级城市终端零售消费为主的包装榨菜市场，创造了快速发展的有利条件。包装榨菜的兴起，犹如星星之火，催生了众多品牌如雨后春笋般涌现，使得行业竞争日益激烈。

目前，榨菜产业已进入成熟期，整体保持稳定的发展态势。随着消费者对健康食品关注度的不断提升，低盐榨菜成为包装榨菜行业新的推广趋势，正引领着行业持续向前发展。

2.2 榨菜轻盐化兴起

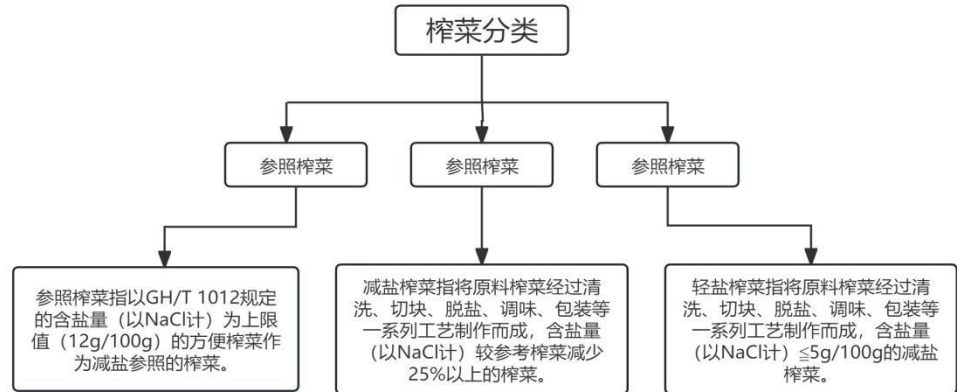
按照《居民膳食指南》的明确规定，每人每日食盐摄入量不应高于 6 克，在此背景下，降低榨菜的盐分含量已然成为行业的主流发展方向。依据中国调味品协会团体标准《轻盐榨菜》（T/CCLAS023-2023），榨菜依据含盐量的不同，可划分为参照榨菜、减盐榨菜以及轻盐榨菜这三个类别。

随着生活水平的不断提高，追求健康生活逐渐成为主流。人民日报社曾针对消费者在健康榨菜方面的消费态度与行为展开调查，结果表明，在购买榨菜时，虽然有近乎半数的消费者（49.4%）会把价格因素考虑在内，然而，真正将价格视为购买决策中最关键因素的人却为数不多，仅占 5.3%。与此同时，令人瞩目的是，高达 76.4% 的消费者明确表示，他们乐意花更多钱去购买低盐榨菜。这样的消费偏好，极大地推动了低盐榨菜市场规模的迅速扩张。相较于传统的高盐食品，低盐产品凭借自身健康、含盐量低的显著特点，更契合现代消费者对于健康饮食的追求理念。

涪陵榨菜集团敏锐捕捉到健康消费的市场需求，凭借技术创新驱动工艺优化升级，适时推出了乌江轻盐榨菜，为健康涪陵榨菜产业的发展注入了强大动力。乌江轻盐榨菜运用三级线性脱盐工艺，成功实现了含盐量从 8% 降至 1.5%-5.5% 的目标。作为健康榨菜领域的全新典范，乌江轻盐榨菜收获了广大消费者的认可与喜爱。

《中国健康榨菜绿皮书》的数据表明，在市场上众多轻盐榨菜产品中，乌江轻盐榨菜的认知度高达 96.1%，喜爱度达到 87.3%，两项指标均位居榜首。

图 4：榨菜分类



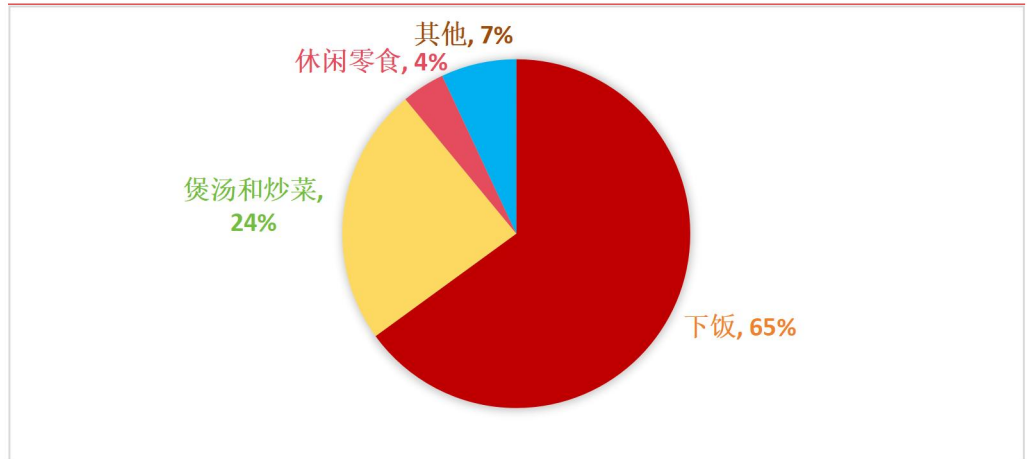
资料来源：财达研究

2.3 消费场景逐渐多元化，年轻消费群体不断扩容

当前，30 至 40 岁的消费者群体是榨菜消费的主要力量，而年轻消费者的数量也在不断增长。作为行业领头羊的涪陵榨菜，通过扩展线上销售渠道，对其主打产品轻盐榨菜进行了更新换代。此外，该品牌还与年轻人喜爱的平台如 b 站、抖音、小红书等进行合作，有针对性地开展品牌联名活动。涪陵榨菜还推出了休闲化的零食产品，旨在吸引 Z 时代的年轻消费者，使其逐渐成为公司未来的消费主力。

榨菜的消费场景正变得越来越多样化，这为销量的提升创造了新的机会。现在，榨菜的使用不再仅限于传统的佐餐用途，而是扩展到了煲汤、炒菜等多个领域，并且在一些新的食用场景中也显示出潜力，例如作为运动后补充盐分的新选择，在菜品调味中替代盐和味精，以及作为休闲零食等。根据华经情报网的统计数据显示，在榨菜的各种消费场景中，佐餐依然占据主导地位，占比达到 65.1%；其次是煲汤和炒菜，两者合计占比为 23.7%；作为休闲零食的消费场景占比为 3.9%，其他场景共占 7.3%。这种消费场景的多元化趋势，为榨菜销量的进一步增长提供了广阔的空间。

图 5：榨菜消费场景



资料来源：华经情报网，财达研究

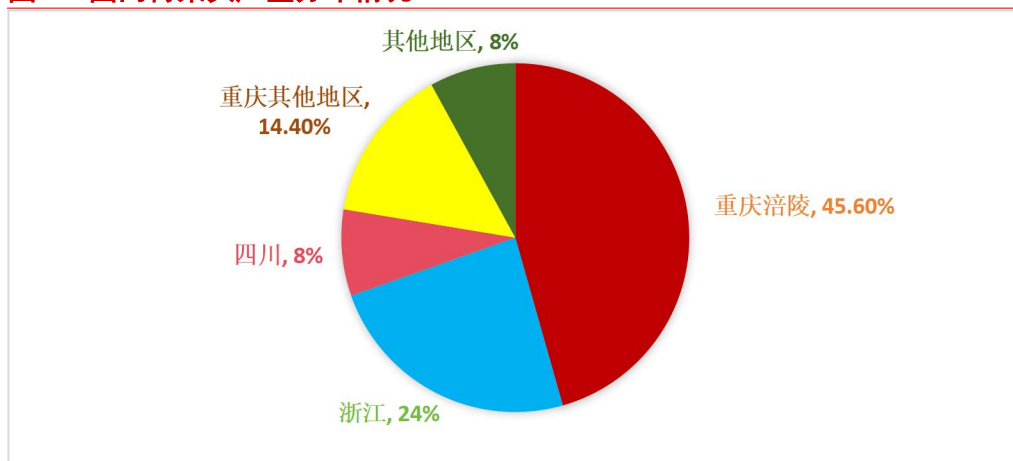
3.公司根据牢固优势显著，未来发展新机遇渐成

3.1 借助当地榨菜基地优势，助力成为国内榨菜龙头

公司位于重庆涪陵区，凭借涪陵地区作为涪陵榨菜原产地的地域优势，被誉为“榨菜之乡”的重庆市涪陵区，不仅是青菜头的主产区，也是全球重要的榨菜生产基地。榨菜生产的核心原料为青菜头。青菜头具有喜肥、耐寒、生长期短的特点，属于一年一季的特色农产品。青菜头通常在九月播种，十月移栽，十二月至次年一月份进入生长期，次年二月份收获，最适宜的生长温度为4℃-5℃。青菜头独特的生长特性决定了其分布的地域性特征。目前，青菜头的主要产地集中在重庆、浙江、四川、湖南、贵州等省份，尤以重庆涪陵地区产量最高。具体分布比例为：重庆涪陵占45.6%，重庆其他地区占14.4%，浙江地区占24%，四川地区占8%，我国其他地区占8%。

2023年，涪陵青菜头的收砍面积达到73万亩，占重庆市40%，总产量高达178万吨，占重庆市总产量的47%。在青菜头供应充足的有利条件下，涪陵地区产销成品榨菜51万吨，实现销售收入53亿元，推动榨菜产业总产值达到141亿元，占重庆市总产值的56.4%。在确保榨菜原材料供应充足的基础上，涪陵成功构建了完整的生产闭环。

图 6：国内青菜头产区分布情况



资料来源：《涪陵榨菜 2020 年非公开发行 A 股股票预案》，财达研究

3.2 产品矩阵丰富，构筑行业内规模份额优势显著

人民日报社调研数据表明，高达 65.8%的消费者在挑选榨菜时，对品牌格外关注。在消费者偏爱的佐餐开胃菜品牌里，乌江榨菜凭借 77.7%的市场份额，占据着绝对的领先地位，充分展现出强大的品牌魅力。特别是在低盐榨菜市场，乌江轻盐榨菜的品牌认知度高达 96.1%。

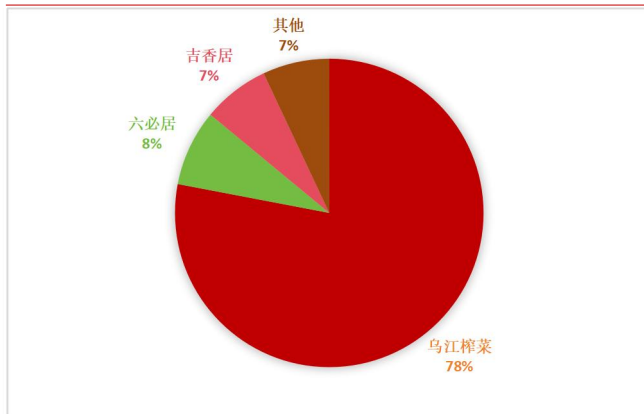
与同行相比，涪陵榨菜在品牌投资方面独具特色，几乎是行业内唯一持续投入的企业。在疫情期间，公司不仅没有退缩，反而逆势增加品牌投入，有效提升了品牌影响力。现在，随着前期投入逐渐产生效果，公司开始着手优化费用结构，以期释放出更大的利润增长空间。此外，涪陵榨菜在生产环节也取得显著进展，已基本实现全自动化生产，生产效率得到大幅提高，这进一步巩固了其在品牌力方面的优势，助力其在市场竞争中保持领先。

公司实施“双轮驱动”战略，以“榨菜、榨菜+，豆瓣酱、豆瓣酱+”为路径，推动乌江品牌从“乌江=榨菜”向“乌江=佐餐开胃菜”的规划迈进。2024 年上半年，基于乌江榨菜“轻盐、健康”的核心价值，以及“乌江不止榨菜”的“大乌江”核心诉求，公司展开全年品牌传播工作。

在此过程中，公司将榨菜、下饭菜、榨菜酱这三大品类的产品推广与“大乌江”品牌传播深度融合。在线下，通过举办“榨菜选乌江，轻盐更健康”主题活动，以及在销售终端投放物料等方式进行宣传；在户外，借助经销商车身、店招等渠道扩大影响力。这种全方位的传播，有效传递了乌江榨菜“轻盐健康”的关键价值，不仅助力榨菜、下饭菜等重点产品，以及榨菜酱品类产品顺利上架与推广，还持续吸引主流消费群体购买乌江佐餐开胃菜，为产品销售增添动力。

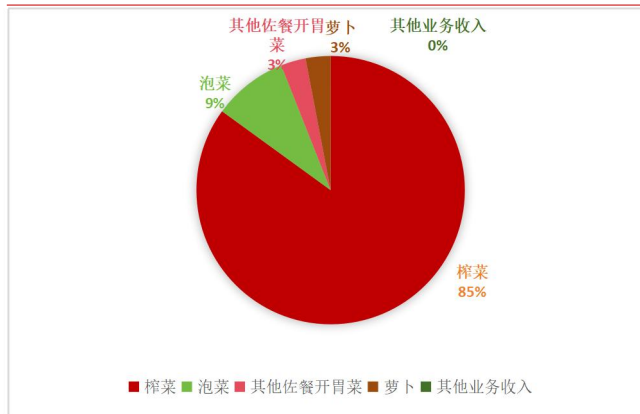
报告期内，公司一方面对现有产品不断优化升级，在工艺、口味、包装以及内容物品质等方面进行调整；另一方面，积极开展新品类产品的试验与储备工作，着重优化轻盐榨菜酱产品。公司以“榨菜+”为核心构建产品矩阵，同时结合豆瓣酱复合化这两大核心业务作为发展导向，稳步推进主营业务，持续提升产品动销效率，有力推动公司双轮驱动发展战略的实施。

图 7：市场消费者喜爱程度



资料来源：中国健康榨菜绿皮书，财达研究

图 8：公司主营业务产品情况



资料来源：公司公告，财达研究

3.324 年 Q3 业绩出现“拐点”，公司路径战略清晰

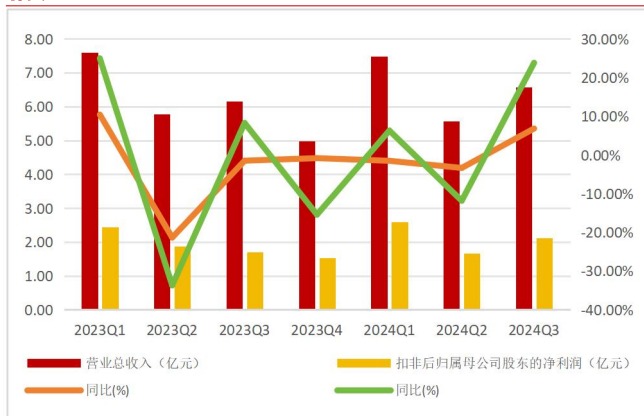
营收与利润同比增速由负转正，改革成果初步展现。2024 年 Q1-Q3，公司营收达到 19.6 亿元，归属于母公司股东的净利润为 6.7 亿元，与去年同期相比，营收增长 0.6%，净利润增长 1.7%。自年初起实施的一系列举措，如组织架构调整、经销商优化以及产品改进等，已开始显现成效：

1、产品层面：榨菜产品实现了一定程度的增长，而萝卜与泡菜品类的下滑幅度有所减小。

2、成本与费用控制：毛利率呈现出向好的改善趋势，费用管控效果显著。自 2024 年下半年起，公司采用价格更为低廉的青菜头作为原材料，使得 2024 年第一至三季度毛利率较去年同期提高了 1.9 个百分点。销售费用率同比上升 0.5 个百分点，这主要是由于三季度销售旺季加大了费用投入，以刺激销售增长。管理费用率保持基本稳定，研发费用率同比提高 0.2 个百分点，主要是因为启动了技术改造工作，旨在提升生产效率。

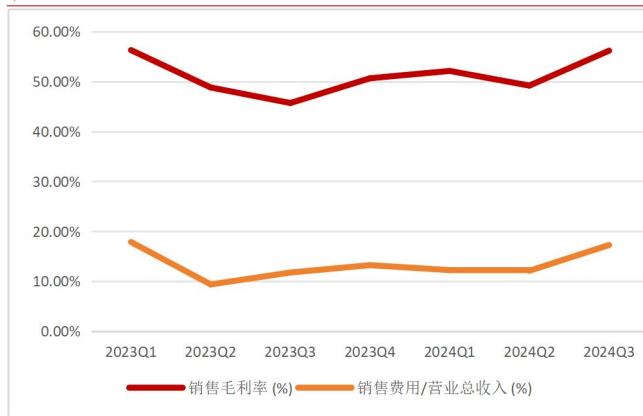
3、经营态势转变：三季度成为公司经营的转折点。2024 年第三季度，公司营收达 6.6 亿元，同比增长 6.8%，成功扭转了连续 5 个季度营收同比下滑的局面。同时，榨菜、萝卜和泡菜产品均实现增长，渠道库存也维持在合理范围。

图 9：公司 2023Q1-2024Q3 公司营收、利润规模情况



资料来源：WIND，财达研究

图 10：2023Q1-2024Q3 公司毛利率、费用率情况



资料来源：WIND，财达研究

2025 年 1 月，涪陵榨菜集团召开 2025 年经销商大会，此次大会首次汇集集团四大事业部来自全球的 500 多家核心经销商。公司从战略高度出发，大会对销售生态体系进行全面规划与布局，统一策略，重新整合渠道资源，减少内部损耗，转而全力推动外部市场增长。其中集团制定的战略聚焦于调整管理机制，以激发市场活力，带动销售业绩提升。集团秉持“夯实基础、拓展创新、优化产品、强化渠道、深化改革”的指导方针，集团目标明确，坚定前行。

大会推出全新乌江脆口系列“只有乌江”产品。该产品在工艺、形态、口味及外观设计等方面均进行优化升级，有力推动“榨菜+”系列产品的创新发展。在发展战略规划上，公司以榨菜业务为核心，积极向其他佐餐开胃菜及川式复合调料品类拓展。致力于在品牌、市场、技术、资本、人才与管理等多方面构建优势。在佐餐开胃菜领域，公司计划通过外部并购扩张与内部创新发展双轮驱动的模式，实现自身做大做强的目标。

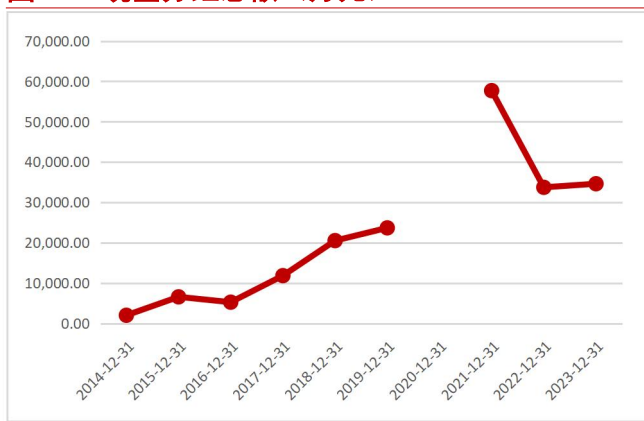
3.4 公司未分配利润和现金储备较高，后续公司分红潜力较强

涪陵榨菜集团经营稳健，展现出良好的财务状况与发展潜力。在期末未分配母公司利润来看，该数值反映了母公司在会计期末经过一系列财务核算后，累计留存下来尚未分配给股东的净利润。2014-2023 年呈稳定上升趋势，2014 年底约 3.7 亿元，此后逐年稳步增长，到 2023 年底超 18.6 亿元。这表明集团在母公司层面积累了丰厚收益，为未来战略投资、业务拓展和研发投入储备了资金。现金分红方面，集团长期维持一定分红力度。2014-2023 年间，分红总额先升后略有回落，2014 年底约 3000 万元，2021 年底达峰值近 5.8 亿元，2022-2023 年虽有下

降，但仍保持在 3.4 亿元左右。这既体现集团对股东权益的重视，也反映出其盈利能力强、现金流状况良好。

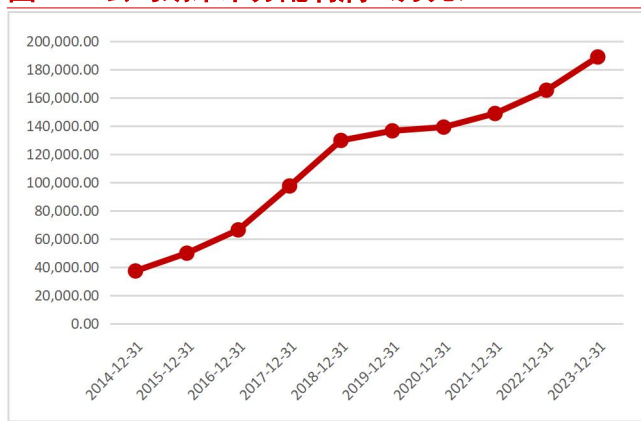
集团现金储备较高，一方面或与过往经营积累、盈利提升有关，另一方面也为未来发展提供了有力的现金保障。尽管市场对其资金使用效率存在一定质疑，但较高的现金储备以及良好的利润留存情况，使得集团在落实 2024 年 3 月发布的《2024-2026 年度股东分红计划》时更具底气，为未来分红提供了坚实保障，也有助于增强投资者信心，促进集团长期可持续发展。

图 11：现金分红总额（万元）



资料来源：WIND，财达研究

图 12：公司期末未分配利润（万元）



资料来源：WIND，财达研究

4. 盈利预测

榨菜行业作为我国调味品市场中的传统品类，行业整体消费总量保持稳定，每年都有一定的增长。长期来看，随着消费水平的提升，预计在调味品行业整体回暖的环境下，公司有望恢复增长态势。公司在今年改革推动下，公司重新梳理业务发展方向，注重发展多元化产品线。公司拥有高现金储备，未来高分红也将会是大趋势。

综上，我们预计到 2024-2026 年，公司的营业收入为 25.16/26.80/28.76 亿元，归母净利润为 8.69/9.12/10.3 亿元，对应的每股收益为 0.75/0.79/0.85 元/股。其股价对应的市盈率为 17.5/16.68/14.78 倍。考虑到同行业估值水平和公司未来的发展潜力，我们认为合理的估值应为 23 倍，目标股价定为 17.25 元，首次评级，给予“增持”的投资评级。

5 风险提示

- (1) 宏观经济不及预期；
- (2) 公司复苏不及预期；
- (3) 公司改革不及预期；

(4) 食品安全风险。

附表 3：三大报表预测值
资产负债表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	6,761.01	6,934.15	7,954.18	9,072.94	10,142.67
货币资金	3,414.38	3,679.99	3,589.27	3,689.30	4,322.00
应收票据及应收账款	5.57	10.50	-48.85	41.25	-26.03
存货	470.44	495.37	299.79	562.03	352.81
非流动资产合计	1,840.77	1,835.24	1,668.55	1,558.21	1,439.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,146.58	1,055.53	999.14	933.49	864.31
在建工程	55.83	138.25	92.16	61.44	40.96
无形资产	499.71	488.95	456.35	425.93	397.53
资产合计	8,601.78	8,769.39	9,622.74	10,631.15	11,582.40
流动负债合计	737.63	430.34	404.64	502.47	425.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	165.15	146.62	112.46	178.52	122.21
非流动负债合计	108.97	94.65	103.81	102.00	100.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	846.61	524.99	508.45	604.47	525.63
实收资本(或股本)	887.63	1,153.92	1,153.92	1,153.92	1,153.92
资本公积	3,202.94	2,936.65	2,936.65	2,936.65	2,936.65
留存收益	3,664.60	4,153.84	5,023.72	5,936.11	6,966.20
归属母公司股东权益合计	7,755.17	8,244.41	9,114.29	10,026.68	11,056.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和所有者权益总计	8,601.78	8,769.39	9,622.74	10,631.15	11,582.40

现金流量表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	1,079.10	435.49	449.94	842.53	1,264.73
净利润	898.79	826.58	869.88	912.39	1,030.09
折旧摊销	115.96	113.96	135.06	126.80	118.05
营运资本变动	806.39	-399.77	1,085.06	1,116.55	360.05
投资活动产生的现金流量净额	-535.94	270.71	-613.05	-815.02	-711.64
资本开支	131.42	114.68	1.40	-0.47	-0.16
投资变动	0.00	0.00	611.36	815.14	711.49
筹资活动产生的现金流量净额	-312.11	-338.84	72.69	72.79	80.12
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	231.59	367.23	-90.73	100.03	632.70
期初货币资金	3,086.08	3,414.38	3,679.99	3,589.27	3,689.30
货币资金	3,414.38	3,679.99	3,589.27	3,689.30	4,322.00

资料来源：恒生聚源，财达研究

利润表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,548.32	2,449.85	2,516.00	2,680.00	2,876.00
营业成本	1,194.00	1,207.41	1,100.00	1,150.00	1,210.00
营业税金及附加	39.99	37.64	39.20	41.67	44.57
销售费用	365.44	327.52	390.56	386.21	415.13
管理费用	86.35	87.88	83.22	91.86	98.96
研发费用	4.22	6.00	5.25	5.53	6.32
财务费用	-105.05	-100.71	-72.39	-72.51	-79.60
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	13.05	10.51	7.85	10.47	9.61
投资净收益	70.44	67.45	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,054.99	975.62	1,024.00	1,073.93	1,213.55
营业外收支	0.70	-0.86	-0.06	-0.07	-0.33
利润总额	1,055.70	974.75	1,023.93	1,073.86	1,213.22
减：所得税费用	156.91	148.18	154.05	161.47	183.13
净利润	898.79	826.58	869.88	912.39	1,030.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	898.79	826.58	869.88	912.39	1,030.09
EBITDA	1,171.77	1,088.76	1,159.00	1,200.66	1,331.27
EPS	1.01	0.72	0.75	0.79	0.89

主要财务比率表

%	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力指标					
营业收入增长率	1.18	-3.86	2.70	6.52	7.31
营业利润增长率	20.76	-7.52	4.96	4.88	13.00
归母净利润增长率	21.14	-8.03	5.24	4.89	12.90
盈利能力指标					
毛利率	53.15	50.72	56.28	57.09	57.93
净利率	35.27	33.74	34.57	34.04	35.82
ROE	11.59	10.03	9.54	9.10	9.32
ROIC	11.59	10.03	9.54	9.10	9.32
偿债能力					
资产负债率	9.84	5.99	5.28	5.69	4.54
净负债比率	0.11	0.06	0.06	0.06	0.05
流动比率	9.17	16.11	19.66	18.06	23.84
速动比率	6.15	12.79	14.73	13.84	19.32
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.28	0.26	0.25	0.25
应收账款周转率	457.75	233.25	-51.50	64.97	-110.48
存货周转率	5.42	4.95	8.39	4.77	8.15
每股指标					
EPS	1.01	0.72	0.75	0.79	0.89
每股经营性现金流	1.22	0.38	0.39	0.73	1.10
每股净资产	8.74	7.14	7.90	8.69	9.58
估值比率					
PE	13.06	18.32	17.50	16.68	14.78
PS	1.51	1.85	1.67	1.52	1.38
EVEBIT	8.66	12.38	11.86	11.30	9.42
EVEBITDA	7.80	11.08	10.47	10.11	8.58

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
【行业指数评级】	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
【公司股票评级】	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。