

涪陵榨菜（002507.SZ）

新视角下的投资机会

市场上对涪陵榨菜的主要担忧在于公司及行业成长性放缓，同时历史上所体现的强提价能力也有所减弱，估值修复难度大。行业层面看，增长放缓是事实，但包装化趋势下，新消费场景、人群、渠道对行业增长仍有明显驱动。更重要的是，我们认为当前阶段应以新的投资视角来看待公司投资逻辑，一方面公司业绩企稳，内部管理改善，竞争优势强化，未来业绩更加平稳周期性减弱；另一方面公司现金流充裕，逐步进入资本开始减弱，资本回报提升的战略新阶段。建议关注业绩企稳周期性弱化，投资回报提升拉动的估值修复，我们预计 24-26 年 EPS 为 0.75、0.82、0.87 元，给予 25 年目标价 21 元，对应 25X 估值，给予“强烈推荐”评级。

- **行业层面：预期增速下降，包装化的趋势下关注消费力拐点+升级新方向。**虽然行业整体消费量增长放缓，但我国腌制品行业目前仍有一定增长驱动，主要体现在：1）行业规范性提升，包装化替代趋势延续；2）健康趋势下轻盐产品兴起，产品接受度提升，拉动消费端需求增长；3）消费场景、人群、渠道不断完善拓展，年轻群体消费潜力得到挖掘，消费场景日益多元化，同时线上、餐饮等渠道拓展也带动了行业的进一步增长。
- **公司层面：根基牢固优势显著，管理变革催化改善。**第一，公司在行业内的竞争优势断档领先，并在持续扩大，主要体现在：1）公司在行业内的市占率大幅领先，也是唯一上市公司，规模优势显著，龙头地位稳固，未来份额有望继续提升。2）营销阶段性投入，对产品及品牌不断更新升级，品牌影响力更加领先。3）窖池建设基本落地，由于公司是原材料青菜头的最大采购方，因此窖池建成后对原料的存储能力提升，某种程度上也能提高公司对于原料价格的影响力，从而加强成本控制能力。第二，公司积极调整策略，主业榨菜上公司推出战略单品，重夺 2 元价格带。品类拓展上，公司调整产品+政策发力，其他品类有望触底反弹。渠道拓展上，公司餐饮渠道突破，贡献度不断提升。第三，公司内部变革管理优化，新董事长上任，立足主业积极探索发展，同时对公司组织架构、人员考核等做出调整，架构更加扁平化，研发与销售反馈顺畅，经营团队上更加市场化运营，使得管理效率提高的同时，内部人员市场化竞争及晋升机制优化，团队更具活力与斗志。
- **投资建议：业绩企稳回报提升，新视角下估值有望修复，给予“强烈推荐”评级。**历史上提价驱动是市场最核心关注点，因为公司货值小，价格提升能力强。未来价格提升的预期及弹性都有所减弱，但同时，公司也进入了新的发展阶段，除了需要关注提价动力以外，公司不断强化竞争优势，提升渠道管控和内部管理效率，使得发展更加稳健。在当前政策推动消费力稳健复苏的趋势下，公司通过经营策略调整，业绩改善趋势确立，同时在资本扩张即将完成的阶段，未来高盈利和高分红也是大趋势，投资回报改善同样值得关注，新视角下估值有望修复。公司当前估值处于历史分位 7% 的水平，24 年公司股息率预计 2.5%，随着分红率提升，未来有望提升至 3% 以上，叠加业绩改善趋势，我们预计 24-26 年 EPS 为 0.75、0.82、0.87

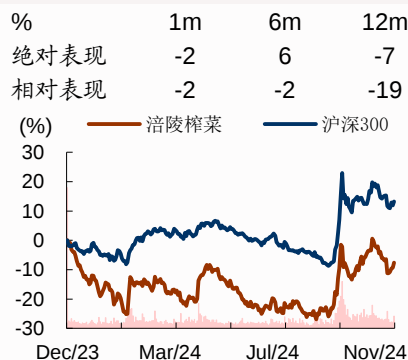
强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：21.00 元
当前股价：14.68 元

基础数据

总股本（百万股）	1154
已上市流通股（百万股）	1149
总市值（十亿元）	16.9
流通市值（十亿元）	16.9
每股净资产（MRQ）	7.4
ROE（TTM）	9.8
资产负债率	6.0%
主要股东 重庆市涪陵国有资产投资经	
主要股东持股比例	35.26%

股价表现



相关报告

- 1、《涪陵榨菜（002507）—收入迎改善，成本红利兑现》2024-10-30
- 2、《涪陵榨菜（002507）—榨菜业务稳健，期待成本红利》2024-08-30
- 3、《涪陵榨菜（002507）—渠道压力释放，业绩改善可期》2024-04-29

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

- 元，给予 25 年目标价 21 元，对应 25X 估值，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：需求恢复不及预期、行业竞争加剧、原材料成本上涨、资本开支增加超预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2548	2450	2486	2699	2905
同比增长	1%	-4%	1%	9%	8%
营业利润(百万元)	1055	976	1027	1129	1198
同比增长	21%	-8%	5%	10%	6%
归母净利润(百万元)	899	827	865	951	1008
同比增长	21%	-8%	5%	10%	6%
每股收益(元)	1.01	0.72	0.75	0.82	0.87
PE	14.5	20.5	19.6	17.8	16.8
PB	1.7	2.1	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

前言	5
一、 行业层面：包装化趋势延续，新产品带动需求	5
1、行业规范性提升，包装化替代驱动增长	5
2、健康趋势下轻盐产品兴起，拉动消费端需求	6
3、消费人群、场景不断延伸，新渠道持续拓展	7
二、 公司层面：根基牢固优势显著，管理变革催化改善	8
1、核心优势：竞争优势断档领先并持续扩大	8
1) 行业内规模及份额优势显著	8
2) 营销阶段性投入，品牌力行业内领先	8
3) 窖池建设基本落地，原料控制力增强	9
2、经营变化：调整策略重夺份额，新品新渠道贡献更加稳定	10
3、管理改善：优化组织框架，提升管理效率	13
三、 新视角下的榨菜——业绩企稳周期性弱化，投资回报提升拉动估值修复	15
1、短期看：业绩企稳，改善确立	15
2、长期看：高质量现金流，投资回报有望提升	17
3、投资建议：业绩企稳回报提升，新视角下估值有望修复	19
风险提示	20
四、 附录	21

图表目录

图 1: 调味品主要公司收入增速对比 5

图 2: 调味品主要公司利润增速对比 5

图 3: 榨菜分类 6

图 4: 榨菜消费场景 7

图 5: 行业各公司市占份额 8

图 6: 涪陵榨菜广告费用累计投入 9

图 7: 消费者开味菜品牌喜爱程度 9

图 8: 公司产品及品牌不断更新换代 9

图 9: 公司采购半成品金额及原材料金额比例 10

图 10: 公司榨菜主业销量及变化 11

图 11: 公司产品类不断推新 11

图 12: 萝卜和泡菜营业收入变化（万） 12

图 13: 24 年餐饮事业部收入已超过 1 亿 13

图 14: 品牌经销商情况梳理（个） 13

图 15: 公司组织架构调整公告 14

图 16: 公司销售体系架构变化 14

图 17: 各品类吨单价变化 15

图 19: 公司历史库存变化 16

图 19: 公司青菜头采购价格变化 16

图 20: 毛利率和净利率变化 17

图 21: 各公司现金流量比率（经营性净现金流/流动负债） 18

图 22: 公司历史分红率 19

图 23: 公司未来分红率规划 19

图 24: 涪陵榨菜历史 PE Band 20

图 25: 涪陵榨菜历史 PB Band 20

表 1: 包装榨菜和散装榨菜差异 6

表 2: 公司 2024 年半年度募集资金使用情况 7

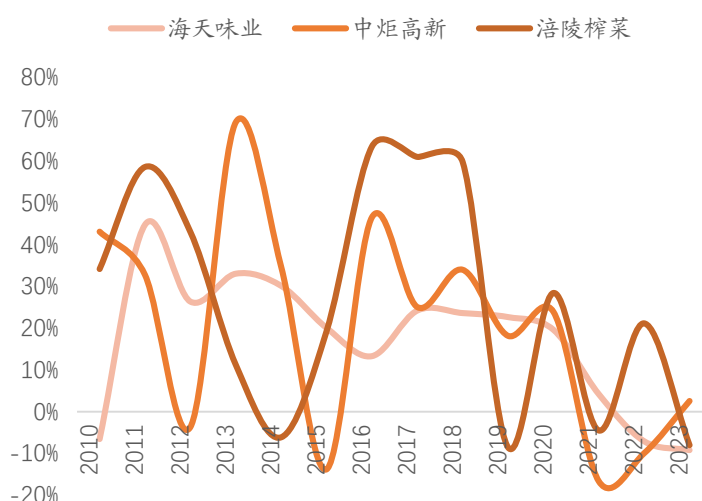
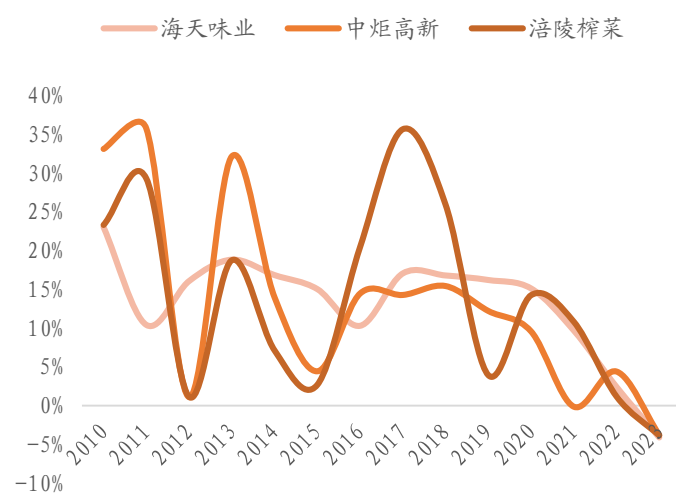
表 3: 涪陵榨菜盈利预测 20

前言

涪陵榨菜在调味品板块中，业绩整体与调味品企业增长趋势一致，但周期波动性更大。当前来看，市场的担忧主要在于：1）规模天花板不高：行业中长期整体增长预期低，甚至没有增长，公司市占率较高，担忧成长性不足；2）未来提价能力存疑：历史上公司提价能力强，也是业绩周期性更强的核心驱动，但最近一次提价效果不佳，提价后对销量影响明显，公司业绩持续调整，也导致估值大幅回落。我们认为，在行业整体规模上，参考日本确实存在天花板不高的问题，但包装化趋势仍在延续，同时产品不断优化也在更加满足消费需求，新渠道、新消费群体都将带来增量，行业尚未到停滞不前的阶段。在提价能力上，短期确实遇到提价瓶颈，但仍存在跑赢CPI的能力。**更重要的是，我们建议弱化提价效应带来的周期性较强的投资方式，而是转换视角，更加关注公司竞争优势强化，以及战略新阶段，公司内部改善、良性经营所带来的更高更稳健的投资收益能力。**

图 1：调味品主要公司收入增速对比

图 2：调味品主要公司利润增速对比



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

一、行业层面：包装化趋势延续，新产品带动需求

1、行业规范性提升，包装化替代驱动增长

包装化大趋势不变，关注消费力拐点。规模上来看，我国腌制品行业长期销量增长放缓的趋势确实存在，但目前腌制品市场上仍有很多散装产品，从榨菜品类来看，包装榨菜占比约 58%，散装榨菜约占 42%。对比来看：a) 在终端渠道上，包装榨菜主要为商超、便利店等现代零售渠道，散装榨菜由于没有预包装，往往依赖于传统农贸市场、街边小贩、流动摊位等；b) 价格上，包装榨菜约为 2-5 元/100g，散装榨菜则大多仅需 0.4-0.7 元/100g；c) 消费人群上，包装榨菜面向的通常是对食品品质、卫生安全有较高要求的现代家庭、年轻消费者以及对品牌有一定忠诚度的群体，散装榨菜则更受价格敏感型消费者、以及有特殊口味偏好消费者的喜爱。在健康和行业规范趋势下，包装对散装的替代仍有需求，只不过

价格差异较大，需要关注 CPI 或人均收入改善的拐点。

表 1: 包装榨菜和散装榨菜差异

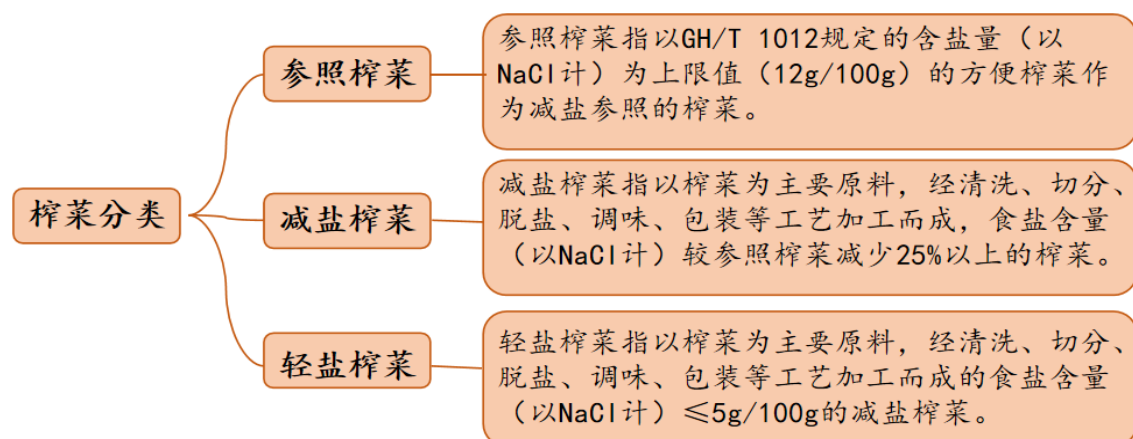
包装榨菜		散装榨菜
商超、便利店等现代零售渠道	终端渠道	由于没有预包装，往往依赖于传统农贸市场、街边小贩、流动摊位等
约为2-5元/100g	价格	大多仅需0.4-0.7元/100g
面向的通常是对食品品质、卫生安全有较高要求的现代家庭、年轻消费者以及对品牌有一定忠诚度的群体	消费人群	更受价格敏感型消费者、以及有特殊口味偏好消费者的喜爱

资料来源：招商证券

2、健康趋势下轻盐产品兴起，拉动消费端需求

轻盐产品趋势兴起，产品接受度提升。随着健康意识的日益增强，消费者越来越注重食品的营养价值和健康属性。根据人民日报社健康榨菜的消费态度与消费行为的调查显示，尽管有 49.4%的消费者在购买时会考虑价格，但将价格视为首要因素的消费者仅为 5.3%，此外，76.4%的消费者愿意为轻盐榨菜支付更高的价格。这一趋势推动了轻盐产品的迅速兴起。相较于传统的高盐食品，轻盐产品以其低盐、健康的特点，更好地满足了现代人对健康饮食的需求。在此背景下，轻盐产品的市场接受度预计将得到显著提升，越来越多的消费者将倾向于选择这类更加健康的食品。同时，随着消费者对健康饮食重视程度的不断提高，消费端对轻盐产品的需求也将持续上涨，为榨菜行业带来了广阔的发展前景。

图 3: 榨菜分类



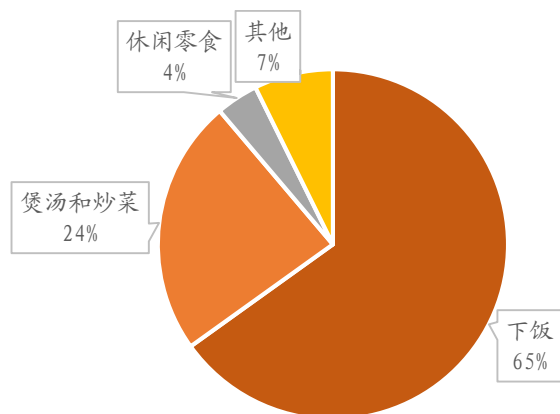
资料来源：招商证券

3、消费人群、场景不断延伸，新渠道持续拓展

聚焦核心消费群体，拓展年轻市场潜力。目前 30-40 岁年龄段的消费者是榨菜的主要消费群体，同时年轻消费群体也在不断扩容。龙头涪陵榨菜通过发展线上销售渠道，升级主打轻盐榨菜，与 b 站、抖音、小红书等年轻群体主流使用平台合作，针对性开展品牌联名活动，同时推出休闲化零食产品，不断吸引 Z 时代年轻消费群体成为未来公司消费主力。

榨菜消费场景多元化，开辟销量增长新空间。目前榨菜的用途除下饭外，已扩展至煲汤、炒菜等多个方向，并被创新性地应用于新的食用场景，如作为运动补盐的新选择、替代盐和味精进行菜品调味，以及作为休闲零食等。根据华经情报网的数据统计，榨菜的主要消费场景仍然是下饭，占比 65.1%；其次是用于煲汤和炒菜，占比合计为 23.7%；而作为休闲零食的用途占比 3.9%，其余消费场景占 7.3%。消费场景的这种多元化趋势，为榨菜销量的进一步增长开辟了广阔的空间。

图 4：榨菜消费场景



资料来源：华经情报网、招商证券

布局线上渠道，实现市场增量拓展。从消费渠道来看，线下商超依然是消费者购买榨菜的首选渠道，在中小型超市购买榨菜的消费者占比高达 76.6%，紧随其后的是便利店和大型商场，这两个渠道虽然占比略低于中小型超市，但仍显示出较强的市场竞争力，有 62.5%的消费者曾在便利店购买过榨菜，57.5%的消费者则在大型商场有过购买记录。线上平台在榨菜销售领域逐渐崭露头角，尤其在单次购买数量上展现出了超越线下的趋势。线上平台单次购买数量在 6 包及以上的消费者占比约为 44.2%，这一比例显著高于线下平台的 31.4%。且在线上购买榨菜时，42.1%的消费者表示通常在淘宝平台购买，其次为京东及抖音，分别有 24.8% 及 6.5%。线上购物环境为消费者提供了更大的便利性和选择空间。对于榨菜生产商和销售商而言，把握线上渠道的发展趋势，优化线上购物体验，将有助于提高产品的市场占有率和消费者满意度。

二、公司层面：根基牢固优势显著，管理变革催化改善

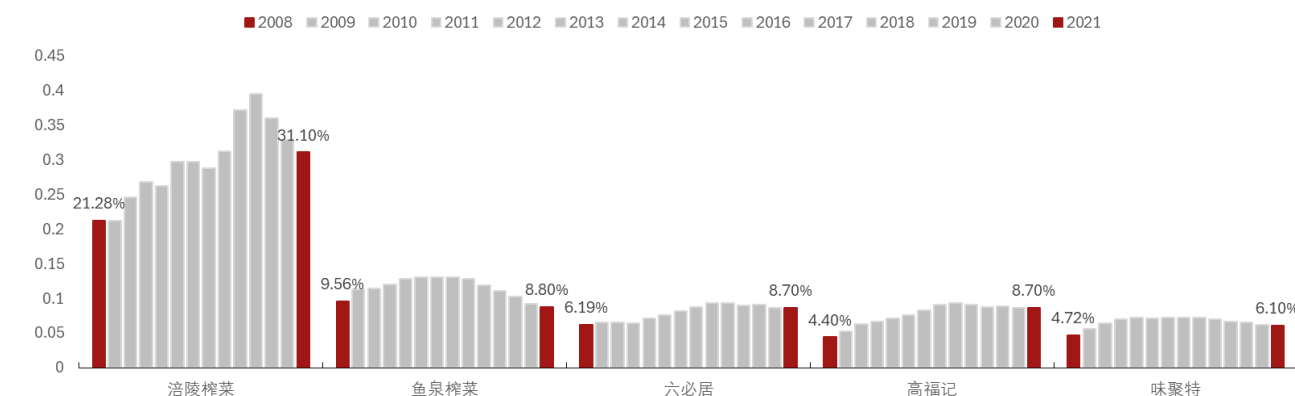
1、核心优势：竞争优势断档领先并持续扩大

1) 行业内规模及份额优势显著

份额持续领先，龙头地位显著。23 年公司收入 24.5 亿，是行业内唯一上市公司。从市占份额上看，涪陵榨菜份额明显高于第二梯队品牌，优势显著。公司 09 年开始推行战略经销商模式，引入大商高返利，快速布局空白市场，10-11 年份额快速提升，13 年公司扩大经销商队伍，更换包装（国粹版）并向三线城市渗透，16-18 年，公司提价增厚渠道利润，同时消费升级大环境下，消费者接受度高，量价齐升。这一阶段也使得公司份额快速提升，龙头地位更加牢固。19 年公司调整策略去库存，份额受到一定影响，21 年份额仍有所下降，主要在于公司提价但消费环境较弱，提价对于销量影响较大，导致 21-23 年公司销量连续出现下滑，2 元价格带失守。可以看到，头部企业近年来份额都出现持平或者下降，主要在于行业提价潮后整体消费力无法支撑，导致低价格带品牌份额提升。

展望未来，随着公司推出 2 元 60g 战略单品重新夺回 2 元价格带，公司榨菜销量在 24 年已经反弹实现增长，叠加未来对于上游原料控制力加强和品牌力、渠道力上优势的持续体现，公司份额预计将重新提升，行业整体份额也进一步向头部集中。

图 5：行业各公司市占份额



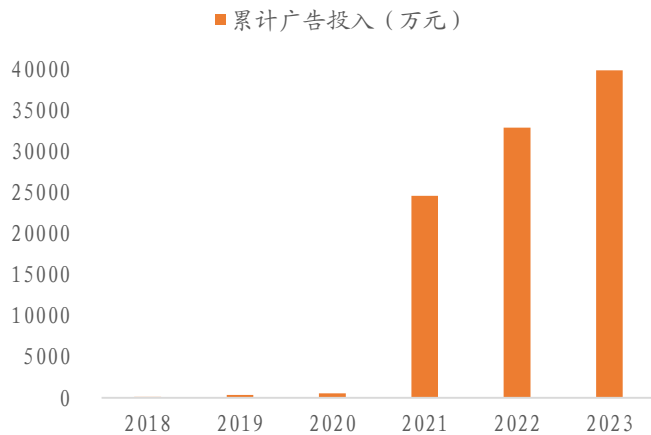
资料来源：欧睿数据、招商证券

2) 营销阶段性投入，品牌力行业内领先

营销阶段性投入，品牌力行业内领先。据人民日报社调研显示，高达 65.8% 的消费者在购买榨菜时会特别留意品牌，而在消费者偏爱的佐餐开胃菜品牌中，乌江榨菜占据了 77.7% 的份额，凸显了其强大的品牌吸引力。特别是在低盐榨菜领域，乌江轻盐榨菜的品牌认知度高达 96.1%。与竞品相比，涪陵榨菜几乎成为行业内唯一持续进行品牌投资的企业，特别是在疫情期间，公司逆势而上，加大品牌投

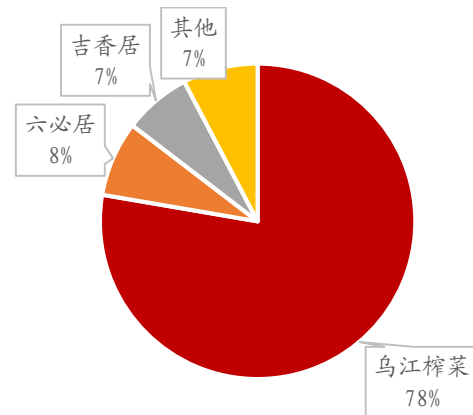
入，有效提升了品牌影响力。如今，随着前期投入效果的显现，公司正逐步调整费用结构，释放利润潜力。此外，涪陵榨菜已基本实现全自动化生产，生产效率显著提升，进一步巩固了其在品牌力方面的优势地位。

图 6：涪陵榨菜广告费用累计投入



资料来源：公司公告、招商证券

图 7：消费者开味菜品牌喜爱程度



资料来源：中国健康榨菜绿皮书、招商证券

图 8：公司产品及品牌不断更新换代



资料来源：公司微博、招商证券

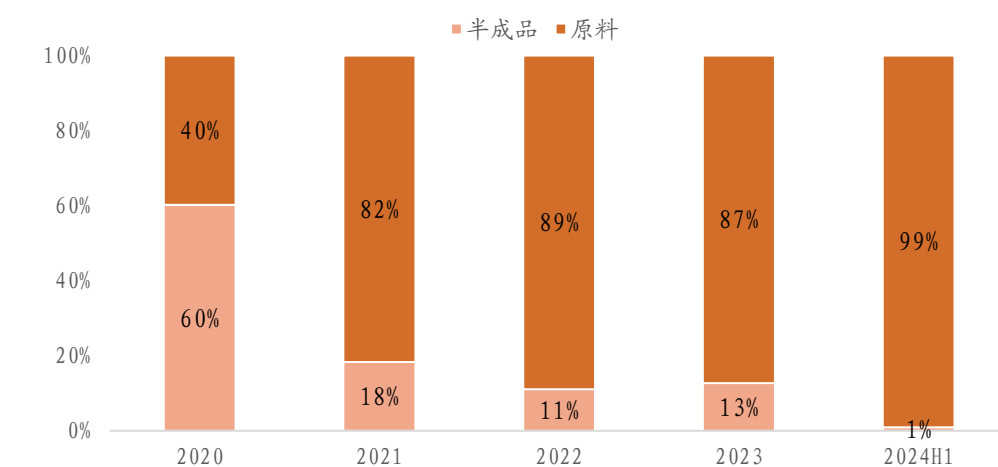
3) 窖池建设基本落地，原料控制力增强

原料控制力增强，窖池建成后对原料价格影响力更足。近年来青菜头种植面积相对稳定，但价格受天气影响波动大，公司主动对成本端加强控制：a) 在存储能力上，公司投入巨资建造了大规模的原料窖池。2021 年，公司募资 33 亿元，部分资金用于建造了 40.7 万吨的原料窖池。这一项目的建成，使得公司的榨菜窖

池规模从原有的 27 万吨增加到了 67.7 万吨,极大地提升了公司的原料存储能力。窖池的扩大增加了原料的容量,使得公司在面对市场价格波动时能够从容应对。公司不必急于在原料价格高涨时采购,而是可以等待价格回落后再进行采购,从而有效避免了高价采购的风险。b) 在采购结构上,公司也进行了优化。公司不断提升原料收储能力,减少了对外部半成品的依赖。公司的半成品外采比例从 2020 年的 60.2%大幅下降至 2023 年的 12.7%,并且预计未来这一比例仍有下降空间。这种采购结构的调整不仅有助于平抑原料价格波动、控制原料成本,还增强了公司对上游供应商的话语权,进一步强化了公司在原料方面的优势。

展望未来,涪陵榨菜公司有望进一步扩大对上游的控制力。通过持续加强原料端的投入和管理,公司有望实现更加稳定、可持续的发展。

图 9: 公司采购半成品金额及原材料金额比例

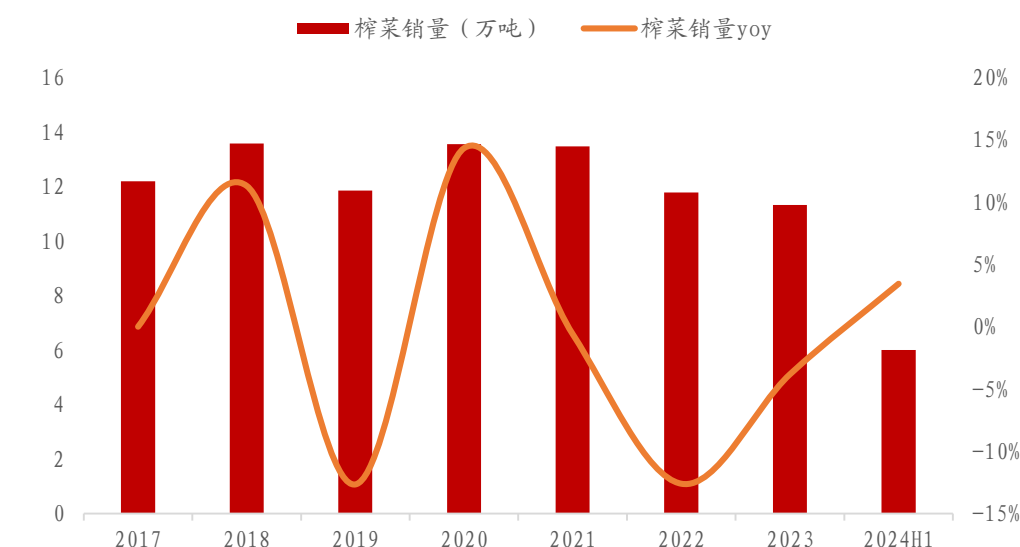


资料来源:公司公告、招商证券

2、经营变化: 调整策略重夺份额, 新品新渠道贡献更加稳定

主业榨菜上: 推出战略单品, 重夺 2 元价格带。考虑到提价后品类核心价格带失守导致份额下降, 公司 23 年推出了 2 元 60g 的战略单品, 通过局部区域和非全渠道布局, 进行战略竞争。今年公司对 2 元 60g 战略产品取消了渠道及区域限制, 并提供了返利政策支持, 使得产品占比已经达到整体榨菜品类的 25%, 重新获得 2 元核心价格带的竞争力。从目前来看, 60g 战略单品与 70g 核心单品会针对不同的市场和消费者需求进行销售, 属于对于不同需求区域及渠道的补充, 抢夺被竞争对手占据的部分市场, 并未出现产品间的挤压和替代作用。明年看, 公司将进一步增加 60 克产品的销售量, 尤其是在三四线市场上, 因为三四线市场对价格更敏感, 60 克产品的价格定位更符合这些市场的需求, 并根据市场需求调整产品策略和销售策略, 持续提升市占份额。

图 10: 公司榨菜主业销量及变化



资料来源：公司公告、招商证券

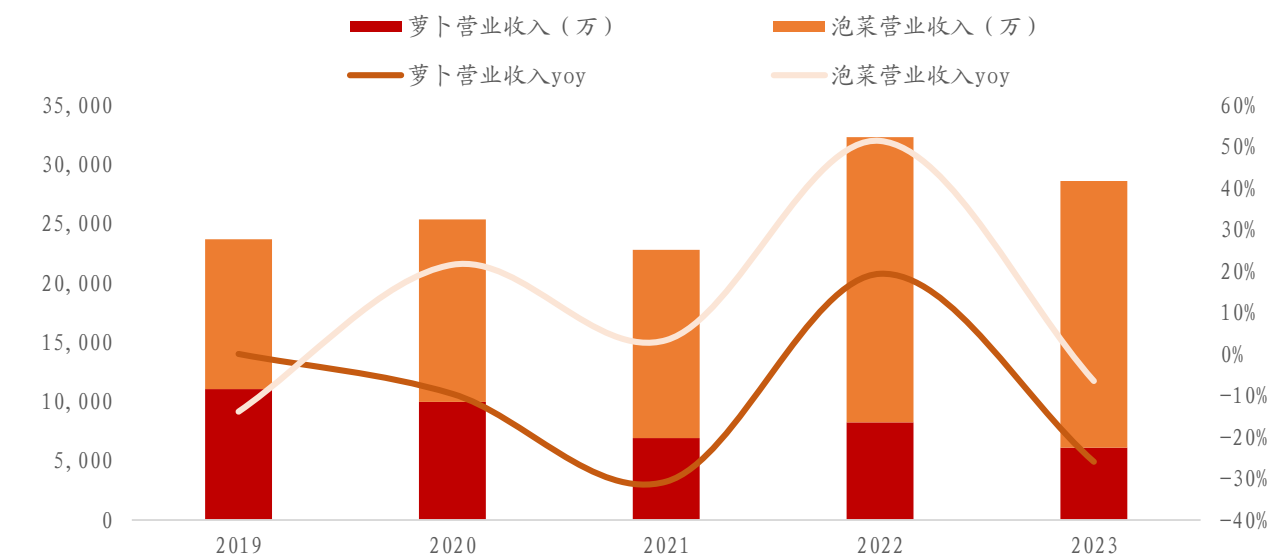
品类拓展上：调整产品+政策发力，第二曲线有望触底反弹。从品类拓展上看，公司尝试萝卜、泡菜类、榨菜酱等品类延伸，已形成稳定的第二生长曲线。对于产品策略，公司今年也针对现有问题积极调整：**1) 萝卜：**公司下半年对萝卜产品进行口味优化和价格调整，更加符合消费者需求，并推出了 60 克的三个产品和新增的 120 克的四个产品。此外，公司下半年增加了萝卜产品的渠道费用和政策扶持，使得 Q3 萝卜产品销量止跌实现正增长。**2) 泡菜：**中国泡菜市场规模超过 400 亿元，而企业营收规模均在 10 亿元以下，其中吉香居 8 亿，味聚特 4-5 亿，惠通 1.4 亿，泡菜行业 CR3 仅约 3.4%，格局较为分散，没有明显的头部企业和强势龙头，公司收购惠通品牌，依靠扎实的渠道能力，泡菜业务连续实现增长，未来有望继续发掘新增量。**3) 榨菜酱：**公司去年推出后市场反馈口味偏辣，且定价相对较高，公司预计明年推出新版口味优化的榨菜酱，并对价格进行调整，实现新的增长。**4) 新品系列：**24 年下半年推出的新品爆炒系列消费者反馈优异，明年计划推出更多新品。

图 11: 公司品类不断推新



资料来源：公司官方淘宝店、招商证券

图 12: 萝卜和泡菜营业收入变化 (万)



资料来源：公司公告、招商证券

渠道拓展上：餐饮渠道突破，贡献度不断提升。在拓展新渠道方面，餐饮渠道成为了公司的一大突破点，24 年订单量已超过 1 亿，贡献度持续上升。公司通过设立餐饮事业部丰富产品线并与经销商、连锁餐饮企业建立稳固合作，低基数下实现较快增长，尽管品牌力优势有所弱化，但高端酒店等领域合作仍在扩大。餐饮渠道粘性强，也是当前整体调味品行业发展趋势所在，同时萝卜、豇豆等产品也在考虑进入餐饮渠道等，完善产品线，提高竞争力

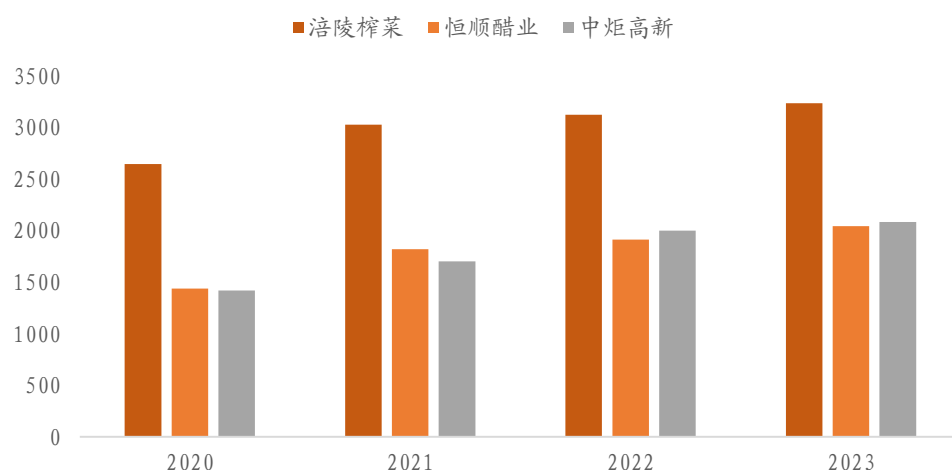
同时，公司未来将更重视向三四线城市等具有潜力的区域延伸。在渠道渗透能力方面，公司持续推动城市/渠道业务精细化运营，市场下沉至县城及乡镇，餐饮渠道扩张速度稳健，经销商数量从 2019 年的 1780 家增长至 2023 年的 3239 家，在同业中保持高位。新渠道与新品类短期内预期增长不宜过高，但稳扎稳打筑基础后，长期贡献有望逐渐显现，形成稳定的增量贡献。

图 13: 24 年餐饮事业部收入已超过 1 亿



资料来源: 公司公众号、招商证券

图 14: 品牌经销商情况梳理 (个)



资料来源: 公司公告、招商证券

3、管理改善: 优化组织框架, 提升管理效率

新董事长上任, 立足主业探索成长路径。新任董事长高翔在涪陵榨菜 2024 年经销商大会上提出, 未来涪陵榨菜将继续立足榨菜与豆瓣酱两大核心, 通过实施“榨菜+”与“豆瓣酱+”战略, 向榨菜亲缘品类及川菜烹饪酱、川渝味复调、川味预制菜等领域拓展, 同时朝着健康化方向进行产品创新, 并打造子品牌与产品品牌以赋能母品牌, 推动涪陵榨菜高质量发展。公司立足主业并寻求品类延伸发展, 积极探索成长路径。

调整组织架构, 管理更加高效。公司在过去一年中实施了一系列深入且全面的管理调整措施, 旨在优化内部运作机制, 提高管理效率, 进一步提升整体竞争力。

公司按照不同业务线条进行了细致的梳理，并在 6 月份正式发布了组织架构变动的公告，并做了多项细分调整，具体来看：

- 1) 业务战略规划部与研发部的深度整合，由销售总分管，通过产品经理配备助理并同时承担双重职责的方式，作用在于：实现了研发与业务条线的紧密捆绑，以产品需求为导向，促使产品更新和新品策略更贴近于前线实际销售情况。
- 2) 公司还加强了前端销售需求向战略产品的快速反馈机制，并对审计法务与招标部门进行了合并，进一步精简了职能划分，作用在于：消费者需求的反馈更加及时通畅，同时审核流程精简，内部流程效率有效提升。
- 3) 销售团队方面，公司进行了层级改革，将原有的四个战区下的十个大区调整为八个大区，结构更加扁平化。取消了人事经理等职位，同时引入了市场推广专员和高级业务代表等新岗位，竞争上岗并提升待遇，作用在于：精简人员的基础上使得销售系统更加市场化竞争，以更加灵活地应对市场变化。

图 15：公司组织架构调整公告

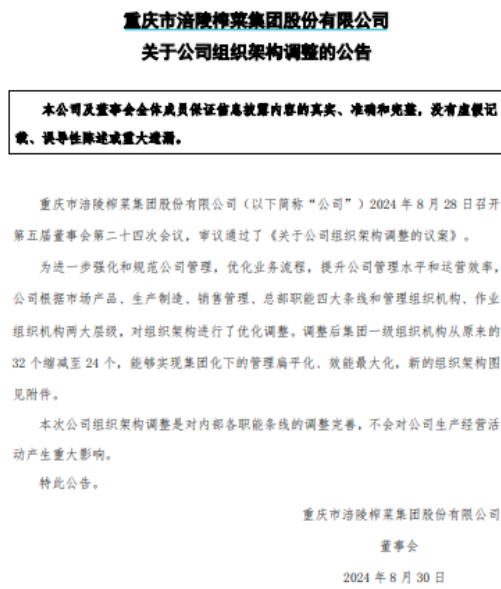
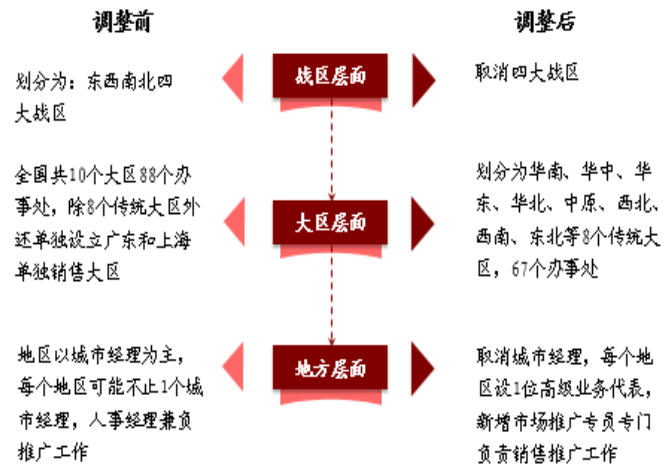


图 16：公司销售体系架构变化



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

调整人员考核指标，优化内部竞争与晋升机制。薪酬与考核体系方面，公司采用了以业绩为主导的考核方式，并下达了明确的增量指标，同时调整了薪酬结构，确保员工收入与贡献相匹配。具体来看：

- 1) 销售人员提成是按照经销商出货来提成，设置当月超额完成任务奖励的上限，同时公司已建立体系监督经销商库存，严厉打击恶意压货和串货行为，并加强市场开拓与经销商沟通以管控库存，确保业务员增量考核与经销商库存管控并行，作用在于：减弱销售人员压货的动力，同时加强对于串货的管制，渠道库存更加良性。
- 2) 公司对新品的考核给予了高度重视，虽然初期将新品销售与员工薪酬挂钩，但后续计划转向正向激励，增加完成新品销售的额外奖励，以鼓励员工积极推广新品，同时提升为高级业代后薪酬也会明显增加，作用在于：增加销售

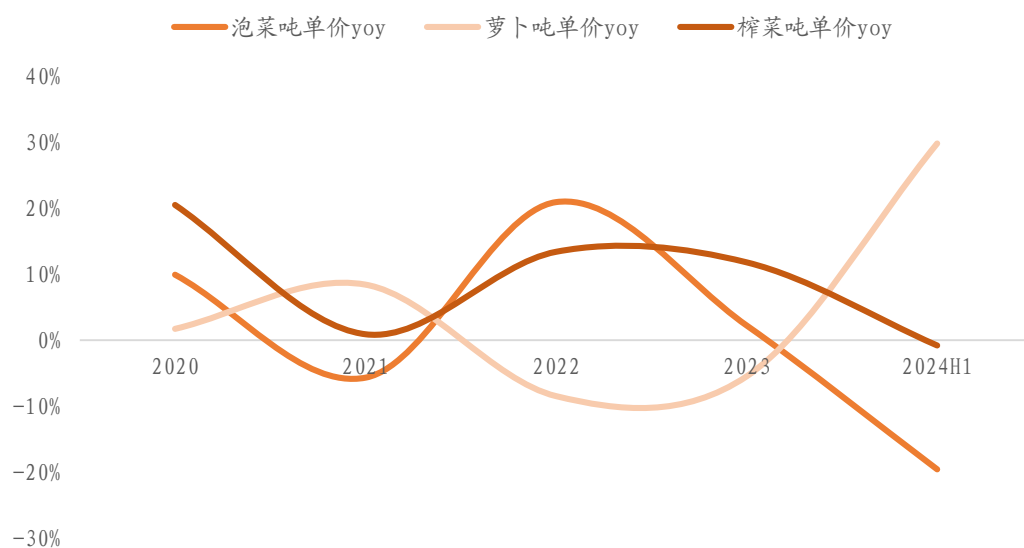
人员努力提升待遇的机会，以及通过加强竞争来优化晋升机制。

三、新视角下的榨菜——业绩企稳周期性弱化，投资回报提升拉动估值修复

1、短期看：业绩企稳，改善确立

提价预期虽弱，但结构调整完毕，吨单价企稳。21 年提价后，受消费力较弱影响销量下滑严重。22 年公司推出新品，23 年又推出 60g 的战略单品，重新夺回 2 元价格带，但导致吨单价也有所下降。24 年以来，公司 60g 榨菜战略单品占比已经提升至 25%，且对销量提升贡献显著。未来公司策略仍以 70g 大单品为主，60g 单品占比继续提升空间有限。此外，24 年公司对萝卜产品单价进行下调，目前已调整完毕。未来看，虽然短期提价预期同样较弱，但吨单价的下降趋势也已经止住企稳。

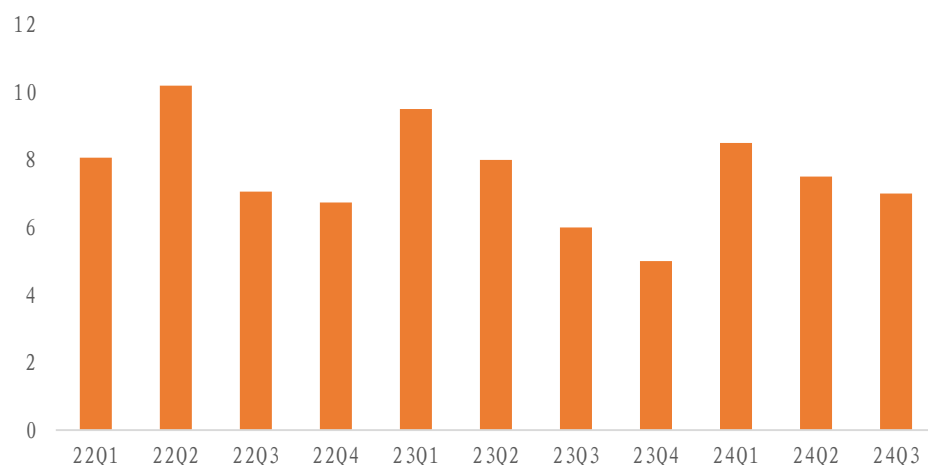
图 17：各品类吨单价变化



资料来源：公司公告、招商证券

库存保持良性，蓄力未来增长。公司 23 年下半年开始通过考核指标调整等方式严格管控渠道库存，今年以来整体库存水平持续下降，尤其 Q2 及 Q3 相比 22 年同期有明显改善。24Q3 公司库存接近 7 周，当前库存已降至 6 周水平，预计年底将继续保持较低水平，为明年增长减轻压力。

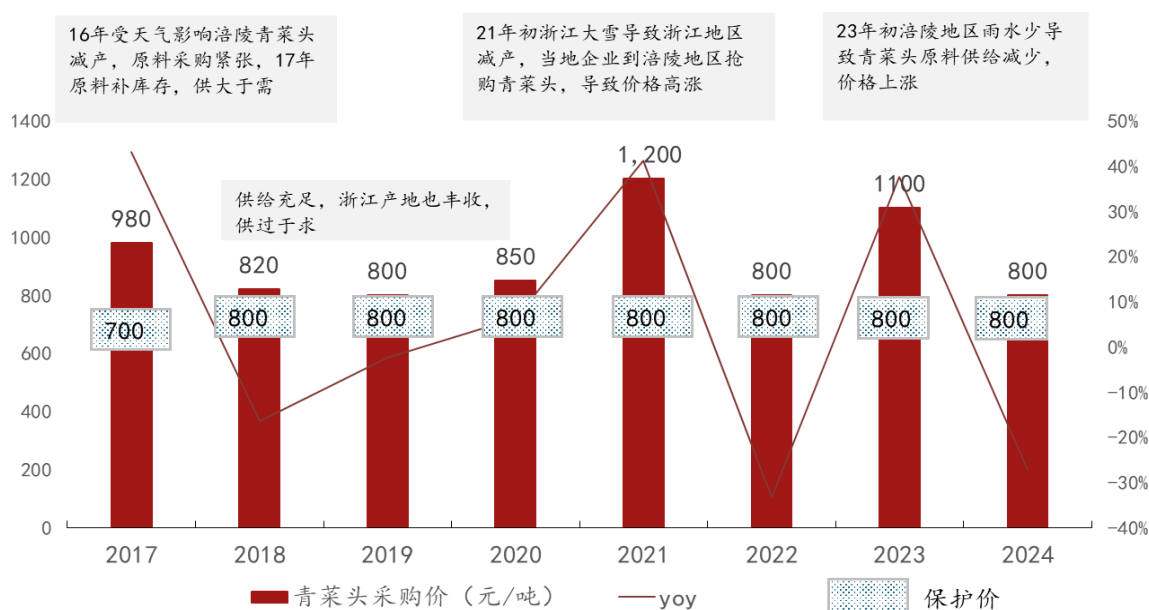
图 18: 公司历史库存变化



资料来源：渠道调研、招商证券

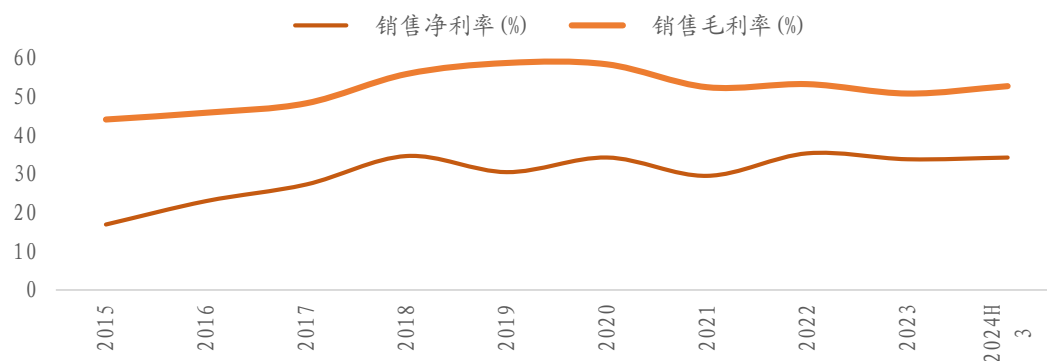
成本端控制力更强，毛利率修复，费用率稳健，盈利有望稳步提升。24 年随着低价青菜头的投入使用，公司毛利率显著修复并将持续到 25H1。未来看，随着今年募投窖池项目的逐步落地，公司对原材料的存储和掌控能力进一步提升，同时由于市场采购量最大，也对青菜头价格有一定反向影响力，未来虽然成本价格仍受种植面积、天气等不可控因素影响，但公司的成本控制能力提升，价格波动也将比此前更小。同时，公司大笔广告投入阶段已过，目前渠道费用以线下投入拉动实际动销为主，空中硬广投入低且稳定，费用率稳健，未来整体净利率及 ROE 有望稳步提升。

图 19: 公司青菜头采购价格变化



资料来源：公司公告、渠道调研、招商证券

图 20：毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、招商证券

通过外延并购，补充产品线，寻求规模扩张。公司当前的并购方向主要集中在与行业紧密相关的领域，如火锅底料、复合调料，并积极探索具有地方特色的食品市场，如腌制品和腌菜等，这些领域均与公司业务紧密结合，且展现出良好的体量和发展潜力。公司已与多个潜在并购对象建立联系，正在进行深入的考察与评估。随着新任董事长的上任，公司正加大并购力度，期望通过并购实现资源整合、市场拓展和战略协同，在未来实现更快速的发展，从而推动整体业务向更高层次迈进。

2、长期看：高质量现金流，投资回报有望提升

当前定增项目后，资本开支有望大幅缩减。21 年公司绿色智能工厂定增项目预计 1-2 年内完成，当前已累计投入 2.65 亿元，考虑到公司目前产能利用率 60% 左右，未来公司实际产线投产预计相对有限。定增项目后，预计公司资本开支将大幅度缩减。

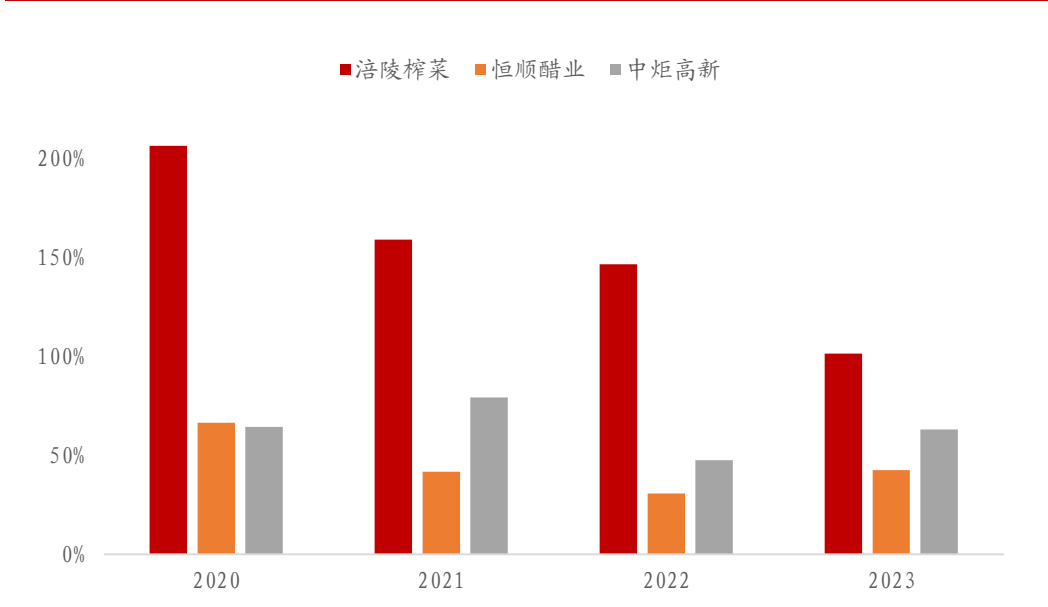
表 2：公司 2024 年半年度募集资金使用情况

募集资金使用情况对照表										
2024 年半年度										
编制单位：重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司			金额单位：人民币万元							
募集资金总额			327,992.71		本报告期投入募集资金总额			9,147.32		
报告期内变更用途的募集资金总额			0.00		已累计投入募集资金总额			26,456.71		
累计变更用途的募集资金总额			0.00							
累计变更用途的募集资金总额比例			0.00							
承诺投资项目和超募资金投向	是否已变更项目（含部分变更）	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额（1）	本报告期投入金额	截至期末累计投入金额（2）	截至期末投资进度（%）（3）=（2）/（1）	项目达到预定可使用状态日期	本报告期实现的效益	是否达到预计效益	项目可行性是否发生重大变化
承诺投资项目										
乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期）	否	295,000.00	295,000.00	9,147.32	26,456.71	8.97%	2025 年 12 月	—	项目在建	否
乌江涪陵榨菜智能信息系统项目	否	35,000.00	35,000.00				2025 年 12 月	—		否
合 计	—	330,000.00	330,000.00	9,147.32	26,456.71	8.02%	—	—	—	—

资料来源：公司公告、招商证券

现金流充裕，分红率有提升空间和支撑。涪陵榨菜公司的现金流量比率在近年来一直保持在较高的水平，最近四年均远高于 100%，相比板块内可比公司拥有更强的现金流水平。分红率看，公司历史分红率在 30-40%水平居多。公司公告称，未来如果发展阶段成熟且无重大资本开支安排，分红率将保持 80%以上。我们认为，当前公司与行业均已进入平稳阶段，未来 1-2 年定增项目，以及并购结束后预计中期不会有进一步的资本开支，ROE 改善且现金流相对充裕的情况下，分红率有显著提升的能力以及支撑，也将带动更高的股息率以及投资回报。

图 21：各公司现金流量比率（经营性净现金流/流动负债）



资料来源：公司公告、招商证券

图 22：公司历史分红率

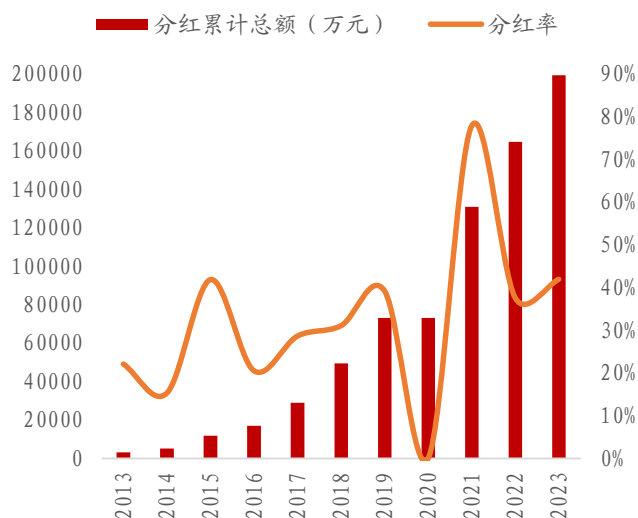


图 23：公司未来分红率规划

涪陵榨菜：公司未来三年（2024-2026年度）股东分红回报规划.pdf

3. 公司董事会应当综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平、债务偿还能力、是否有重大资金支出安排和投资者回报等因素，区分下列情形，并按照公司章程规定的程序，提出差异化的现金分红政策：

- (1) 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；
- (2) 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；
- (3) 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%；



- (4) 公司发展阶段不易区分但有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

3、投资建议：业绩企稳回报提升，新视角下估值有望修复

投资建议：业绩企稳回报提升，新视角下估值有望修复，给予“强烈推荐”评级。

历史上提价驱动是市场最核心关注点，因为公司货值小，价格提升能力强，复合增长跑赢 CPI。未来价格提升的预期及弹性都有所减弱，但同时，公司也进入了新的发展阶段，除了需要关注提价动力以外，公司不断强化竞争优势，提升渠道管控和内部管理效率，使得发展更加稳健。在当前政策推动消费力稳健复苏的趋势下，公司通过经营策略调整，业绩改善趋势确立，同时在资本扩张即将完成的阶段，未来高盈利和高分红也是大趋势，投资回报改善同样值得关注，新视角下估值有望修复。公司当前估值处于历史分位 7% 的水平，24 年公司股息率预计 2.5%，随着分红率提升，未来有望提升至 3% 以上，叠加业绩改善趋势，我们预计 24-26 年 EPS 为 0.75、0.82、0.87 元，给予 25 年目标价 21 元，对应 25X 估值，给予“强烈推荐”评级。

表 3：涪陵榨菜盈利预测

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2548	2450	2486	2699	2905
同比增长	1%	-4%	1%	9%	8%
营业利润(百万元)	1055	976	1027	1129	1198
同比增长	21%	-8%	5%	10%	6%
归母净利润(百万元)	899	827	865	951	1008
同比增长	21%	-8%	5%	10%	6%
每股收益(元)	1.01	0.72	0.75	0.82	0.87
P/E(倍)	15.1	21.3	18.8	17.1	16.1
P/B(倍)	1.7	2.1	1.9	1.8	1.7

敬请阅读末页的重要说明

资料来源：wind、招商证券

风险提示

需求恢复不及预期。如需求恢复不及预期，榨菜作为可选消费销售受影响。

行业竞争加剧。腌制品行业品类众多，其他如泡菜类企业进入榨菜行业门槛较低，渠道种类多元，新进入者可能导致竞争加剧，费用被动增加。

原材料成本上涨。青菜头为主要原材料，成本中占比较高，且受种植、天气等因素影响较大，不可控情况下成本价格波动影响公司毛利率和净利率。

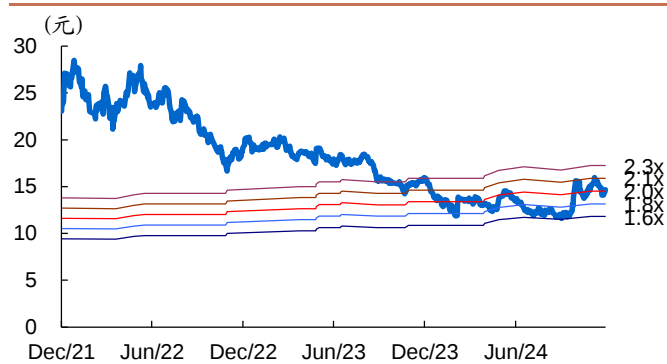
资本开支增加超预期。公司除定增项目外，还同时在探索收并购进行规模扩张，若投入资金量较大超过预期，会影响现金流和分红率。

图 24：涪陵榨菜历史 PE Band



资料来源：Wind、招商证券

图 25：涪陵榨菜历史 PB Band



资料来源：Wind、招商证券

四、附录

资产负债表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6761	6934	7587	8239	8807
现金	3414	3680	4705	5559	6062
交易性投资	1113	1811	1811	1811	1811
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	6	11	11	12	12
其它应收款	3	4	4	5	5
存货	470	495	482	499	536
其他	1755	934	574	353	380
非流动资产	1841	1835	1696	1569	1455
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1147	1056	969	890	818
无形资产商誉	539	528	475	428	385
其他	156	252	252	252	252
资产总计	8602	8769	9283	9808	10262
流动负债	738	430	425	432	448
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	165	147	143	148	159
预收账款	162	60	59	61	65
其他	411	223	223	223	224
长期负债	109	95	95	95	95
长期借款	0	0	0	0	0
其他	109	95	95	95	95
负债合计	847	525	519	527	543
股本	888	1154	1154	1154	1154
资本公积金	3203	2937	2937	2937	2937
留存收益	3665	4154	4673	5191	5629
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	7755	8244	8763	9281	9719
负债及权益合计	8602	8769	9283	9808	10262

现金流量表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1079	435	1216	1178	972
净利润	899	827	865	951	1008
折旧摊销	116	114	151	137	125
财务费用	(105)	(101)	(101)	(55)	(47)
投资收益	(70)	(67)	(65)	(65)	(65)
营运资金变动	238	(333)	367	210	(49)
其它	2	(4)	0	0	0
投资活动现金流	(536)	271	54	54	54
资本支出	(131)	(115)	(11)	(11)	(11)
其他投资	(405)	385	65	65	65
筹资活动现金流	(312)	(339)	(245)	(378)	(523)
借款变动	165	(101)	0	0	0
普通股增加	0	266	0	0	0
资本公积增加	0	(266)	0	0	0
股利分配	(577)	(337)	(346)	(433)	(570)
其他	99	100	101	55	47
现金净增加额	231	367	1025	854	503

利润表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2548	2450	2486	2699	2905
营业成本	1194	1207	1175	1217	1307
营业税金及附加	40	38	38	41	45
营业费用	365	328	328	342	370
管理费用	86	88	84	89	95
研发费用	4	6	6	7	7
财务费用	(105)	(101)	(101)	(55)	(47)
资产减值损失	(4)	6	6	6	6
公允价值变动收益	13	11	11	11	11
其他收益	12	6	6	6	6
投资收益	70	68	48	48	48
营业利润	1055	976	1027	1129	1198
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1056	975	1026	1129	1197
所得税	157	148	161	178	189
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	899	827	865	951	1008

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	1%	-4%	1%	9%	8%
营业利润	21%	-8%	5%	10%	6%
归母净利润	21%	-8%	5%	10%	6%
获利能力					
毛利率	53.1%	50.7%	52.7%	54.9%	55.0%
净利率	35.3%	33.7%	34.8%	35.2%	34.7%
ROE	11.6%	10.0%	9.9%	10.2%	10.4%
ROIC	10.3%	8.9%	8.8%	9.7%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	9.8%	6.0%	5.6%	5.4%	5.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	9.2	16.1	17.9	19.1	19.7
速动比率	8.5	15.0	16.7	17.9	18.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5
应收账款周转率	604.0	305.0	235.0	243.0	242.0
应付账款周转率	7.5	7.7	8.1	8.4	8.5
每股资料(元)					
EPS	1.01	0.72	0.75	0.82	0.87
每股经营净现金	1.22	0.38	1.05	1.02	0.84
每股净资产	8.74	7.14	7.59	8.04	8.42
每股股利	0.38	0.30	0.37	0.49	0.70
估值比率					
PE	14.5	20.5	19.6	17.8	16.8
PB	1.7	2.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.4	10.2	9.2	8.2	7.8

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

21

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。