

涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期

2025 年 1 月 21 日

强烈推荐/首次

涪陵榨菜

公司报告

涪陵榨菜作为国内榨菜行业的龙头，经历过销售收入快速增长的增长期，也经历近几年的业绩增长停滞期。观察近几年公司业绩增长放缓，一方面是行业增速放缓，在整体消费疲弱、强调性价比的环境下，行业涨价空间受到限制，另一方面与近几年公司考核僵化、市场费用落地不扎实、产品结构当前市场环境不符合等因素有关。

从 23 年以来，随着新一届管理层上任，公司开始一系列的组织架构调整，同时对战略战术上也进行了调整。随着整体的转变，我们认为公司形成三个转折点：一是销售费用落地不足的扭转；二是价格策略的扭转；三是餐饮市场开拓带来的渠道结构扭转。这一系列的转折正在帮助公司走出低谷，加速企业经营正循环。

具体来看，在 24 年改革的推动下，公司重新梳理了业务方向，渠道端做了经销商的精细化梳理，产品端也在推陈出新，销售人员的激励导向有所改变，24 年下半年以来失速的情况也得到了改善。同时公司重视多品类发展，其他品类的增长也将给公司发展注入动力。从长期来看，消费升级的大趋势没有改变，我们认为价格增长仍会是行业增长未来的推动力。预计公司在调味品行业整体复苏的大背景下，有望重拾增长。

公司盈利预测及投资评级：从长期来看，消费升级的大趋势没有改变，我们认为价格增长仍会是行业增长未来的推动力。预计公司在调味品行业整体复苏的大背景下，有望重拾增长。同时公司重视多品类发展，其他品类的增长也将给公司发展注入动力。我们预计公司 2025 年营业收入增长实现 9.8%，归母净利润增长 10.37%，对应 EPS0.83 元，当前股价对应 PE 是 16.2 倍。参考同行业的估值水平，以及公司长期的发展空间，我们认为可以给予合理估值 23 倍，目标股价为 19.9 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，公司复苏不及预期，管理层出现重大管理失误，餐饮渠道发展不及预期等。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2548.32	2449.85	2523.80	2771.11	3054.34
增长率（%）	1.18%	-3.86%	3.02%	9.80%	10.22%
归母净利润（百万元）	898.79	826.58	864.26	953.85	1055.90
增长率（%）	21.14%	-8.03%	4.56%	10.37%	10.70%
净资产收益率（%）	11.59%	10.03%	9.98%	10.47%	10.98%
每股收益（元）	0.78	0.72	0.75	0.83	0.92
PE	17.31	18.82	18.00	16.23	14.64
PB	2.01	1.89	1.80	1.71	1.62

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要产品所属行业相关企业主要集中在重庆涪陵、浙江及四川等地，行业区域性较为明显。行业属于完全竞争型行业，由于准入门槛较低，导致行业竞争非常激烈，行业内大多数企业利润水平不高，乌江榨菜市场占有率名列前茅。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、同花顺

发债及交叉持股介绍：

无

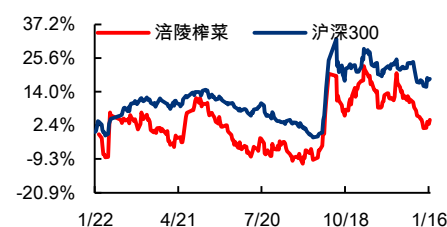
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	15.98-11.6
总市值（亿元）	156.59
流通市值（亿元）	155.91
总股本/流通 A 股（万股）	115,392/115,392
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.76

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

目 录

1. 我们的观点.....	3
2. 涪陵榨菜三个转折点.....	3
2.1 销售费用投入落实力度的扭转	3
2.2 价格策略的扭转	4
2.3 餐饮市场开拓有望成为新增长点	6
3. 涪陵榨菜：核心优势领先.....	7
3.1 管理层持股，内生动力足	7
3.2 新任管理者年轻有为	7
3.3 现金流充裕，分红提升可期.....	8
4. 盈利预测	8
5. 风险提示	9
相关报告汇总	11

插图目录

图 1： 销售收入同比和销售费用同比（右轴）增速（%）	3
图 2： 公司 2023 年产品结构（%）	4
图 3： 涪陵榨菜历史上的提价.....	4
图 4： 主要竞争对手的产品结构和价格	5
图 5： 榨菜下游需求结构图（2022 年）	6
图 6： 涪陵榨菜股权结构图	7
图 7： 涪陵榨菜调整后的组织架构图	7
图 8： 涪陵榨菜现金比例（单位：%）	8

表格目录

附表：公司盈利预测表	10
------------------	----

1. 我们的观点

涪陵榨菜作为国内榨菜行业的龙头，经历过销售收入快速增长的增长期，也经历近几年的业绩增长停滞期。观察近几年公司业绩增长放缓，一方面是行业增速放缓，在整体消费疲弱、强调性价比的环境下，行业涨价空间受到限制，另一方面与近几年公司考核僵化、市场费用落地不扎实、产品结构与当前市场环境不符合等因素有关。

从 23 年以来，随着新一届管理层上任，公司开始一系列的组织架构调整，同时对战略战术上也进行了调整。随着整体的转变，我们认为公司形成三个转折点：一是销售费用落地不足的扭转；二是价格策略的扭转；三是餐饮市场开拓带来的渠道结构扭转。这一系列的转折正在帮助公司走出低谷，加速企业经营正循环。

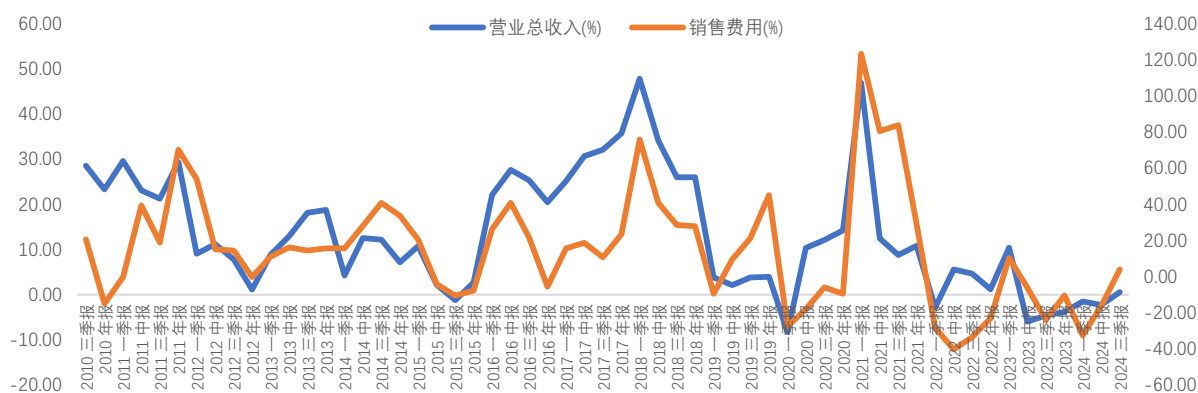
具体来看，在 24 年改革的推动下，公司重新梳理了业务方向，渠道端做了经销商的精细化梳理，产品端也在推陈出新，销售人员的激励导向有所改变，24 年下半年以来失速的情况也得到了改善。同时公司重视多品类发展，其他品类的增长也将给公司发展注入动力。从长期来看，消费升级的大趋势没有改变，我们认为价格增长仍会是行业增长未来的推动力。预计公司在调味品行业整体复苏的大背景下，有望重拾增长。

2. 涪陵榨菜三个转折点

2.1 销售费用投入落实力度的扭转

观察涪陵榨菜历史上的快速增长，与公司不断的扩宽渠道覆盖面、深耕渠道深度紧密相关。所以公司收入的快速增长，与公司渠道投入密切相关。在报表端表现为公司的销售费用投入期往往与销售收入增长成正比。2010 年以来的公司销售收入的三轮高增长，均伴随着销售费用的高投入。

图1：销售收入同比和销售费用同比（右轴）增速（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2022 年 Q1 以来，公司的销售费用投入进入负增长区间，我们认为主要有几个因素有关：1 是疫情期间销售费用投入效果受到影响，很多消费品公司都选择减少扩张投入。2 是公司这几年战略上有收缩，对市场

投入偏谨慎。3 是公司对于利润增长更为重视，在计划上减少了费用的投入。4 是销售人员在费用执行中落实不足。所以自 2022 年 Q1 以来，伴随着销售费用增速放缓，公司的销售收入也进入到低增长的区间。

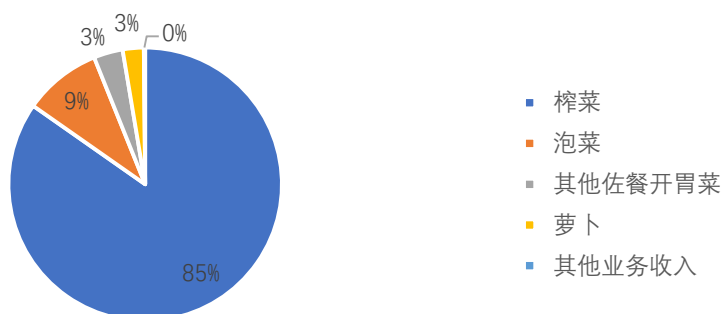
2024 年随着新一届领导班子的上台，公司重新梳理了销售组织架构，24 年进行组织架构扁平化管理后将销售区域重新划分为八大区，同时各销售大区所负责范围也重新做了规划。销售人员薪酬由基本工资加绩效提成组成，公司实行了以结果导向为主的考核模式，提升了销售人员的目标完成积极性。所以能明显看到今年 Q3 费用的落实方面会有明显改善，我们预期 25 年公司在费用落实方面将会持续改善，并对收入带来较为积极的影响。

此外，过去一年公司的数字化系统上线，强化了公司的渠道管理能力，对终端的把控力将增加。过去公司主要通过经销商来触达终端，公司对终端的数量和质量等掌握不够，去年公司对营销系统进行了数字化改造，将系统延伸对接到终端，逐渐对终端的信息进行掌握。预期这一系统改造会对营销管理效率起到促进作用，市场秩序会得到提高，对于公司销售的复苏有积极的帮助。

2.2 价格策略的扭转

公司销售产品主要以榨菜产品为主，公司产品的发展主要经历了三个阶段，第一阶段是对主力产品的打造，在 2013 年以前，销售收入中 98% 以上都是榨菜产品。第二阶段是对产品品类的扩充，延伸产品线，2013 年之后公司开始布局泡菜，佐餐开胃菜等产品，榨菜的占比逐年降低。第三阶段是推动产品优化升级。2022 年公司围绕品类和渠道进行双拓发展，其中品类拓展方面，公司将以榨菜为原点规划矩阵式发展，完成榨菜升级做透、萝卜突破做大并延伸开发休闲零食、酱类产品，2023 年榨菜产品的销售占比降到 85%。

图2：公司 2023 年产品结构（%）



资料来源：同花顺，公司年报，东兴证券研究所

由于榨菜客单价低，消费频次也低，所以使得消费者对价格敏感度较低。同时，公司作为榨菜行业的绝对龙头，一直拥有领先行业的提价能力。据统计，自 2008 年以来，涪陵榨菜已经累计提价 13 次，最后一次提价在 2021 年 11 月，对各类产品价格上调 3%—19%。在 2021 年以来，消费环境主要以消费升级为主，所以公司提价后大概需要 1 年左右的时间，就能完全消化涨价带来的不利影响，销量可以重回增长中来。

图3：涪陵榨菜历史上的提价

价格	年份	月份	提价方式	具体内容	提价幅度
1 元	2008	-	直提&升规格提价	同规格提价(0.35→0.5 元/70g)后，推出新规格产品 1 元/100g	0.4
1 元	2009	-	直接提价	出厂价格提升 10%	0.1
1 元	2010	-	直接提价	出厂价格提升 8%	0.08
1 元	2012	-	缩规格提价	产品规格从 100g 缩减为 80g	0.25
1 元	2013	Q1	缩规格提价	产品规格从 80g 缩减为 70g	0.14
1 元	2014	1	缩规格提价	产品规格从 70g 缩减为 60g	0.17
1.5 元	2015	-	升规格提价	广东市场试验，主力产品价格由 1 元/60g→1.5 元/88g	0.02
1.5 元	2016	-	升规格提价	全国跟进，1 元/60g→1.5 元/88g	0.02
1.5 元	2016	7	直接提价	商超渠道中 11 个单品到各城市口岸价格提升	8%-12%
2 元	2017	2	直接提价	非商超渠道中 80/88g 榨菜 9 个主力单品到各城市口岸价格提升至 2 元	15-17%
2 元	2017	11	缩规格提价	单价不变，将 88g 脆口榨菜产品缩减为 80g，175g 装缩减为 150g	10-16.7%
2 元	2018	10	直接提价	80g 鲜脆菜丝等 7 个单品到各城市口岸价格提升 10%	0.1
2 元	2020	6	缩规格提价	流通渠道主力产品规格由 80g 调整为 70g	0.14
2 元	2020	H2	缩规格提价	脆口产品由 150g 缩减为 130g，商超产品直接提价	0.15
2.5 元	2021	11	直接提价	各品类上调幅度为 3%-19%不等；推出 888 元/900g 五年沉香礼盒装	/

资料来源：公司公告，新闻整理，东兴证券研究所

2021 年后，国内消费环境发生较大的变化，就是消费者更加强调性价比，这个时期拼多多、平价零食等强调性价比渠道的快速增长。对比涪陵榨菜与其他竞争对手，高端榨菜的市场空间被压缩。虽然长期看，伴随着 CPI 的上涨，以及消费升级趋势的延伸，榨菜仍然有涨价的空间，但是从短期来看，消费者强调性价比的趋势还在延续。所以顺应当前趋势，占领中价格带是这个时期抓住主流消费的重点。

图4：主要竞争对手的产品结构和价格

公司名称	成立时间	产地	主要品牌	产品定位	主要区域	竞争优势及营销特点	天猫零售价
涪陵榨菜	1989	重庆涪陵	乌江	高端	西南全国	唯一上市榨菜品牌，品牌力、渠道控制力、产品品质、产业优势等遥遥领先	28.9 元/1020g
鱼泉榨菜	1988	重庆万州	鱼泉	中端&性价比	川渝及北京	产品优质，品牌认知度高，渠道稳定，深耕榨菜等农副产品	28.8 元/1200g
六必居	/	北京	六必居	中端	北京及周围区域	历史悠久，品牌认知度高，产品以特色酱菜为主	19.9 元/700g
饭扫光（含高福记）	2000	四川成都	饭扫光等	中端&性价比	四川及周围区域	四川市场品牌影响力高，产品线丰富，渠道下沉，川渝地区有较强品牌认知	10.9 元/352g
味聚特	2004	四川眉山	味聚特	中端&高端	四川及周围区域	产品优质，产品线覆盖低盐少添加，经营稳健	18 元/530g

资料来源：天猫超市，新闻整理，东兴证券研究所

为了弥补低价的空白，公司推出 60g 产品轻盐系列产品，作为夯实 2 元价格带基础产品，并取得良好的效果。公司于 2024 年三季度同步放开 60g 产品调货限制。截至 2024 年 11 月，60g 产品销售占比达到 25% 左右。我们预计，60g 的 2 元价位带产品仍会有较大的发展空间，销售占比有望提升到 40%。未来 60g 产品将持续作为公司主力产品进行推广和销售，60g 产品也将成为公司产品的一个重要增长点。

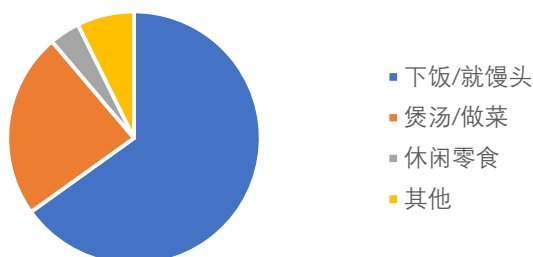
虽然从长期来看，我们认为消费升级的大趋势不变，未来榨菜的整体价格将会继续保持上涨，但是从短期来看，榨菜选择从中价位去抢占一部分市场，是在这个时期稳定住销售收入和市场份额的一个重要举措，支撑企业渡过弱需求期。

2.3 餐饮市场开拓有望成为新增长点

调味品行业下游渠道主要有餐饮、家庭和食品加工业三个渠道。经过多年的努力，公司建立了多层次、长短渠道相结合经销制销售模式，经销商渠道主要以覆盖家庭消费端的 KA 和批发渠道为主，对餐饮行业和食品加工的覆盖偏少。

这个结构主要也与下游的需求结构一致。根据传统的榨菜下游需求结构，榨菜需求大部分还是以下饭为主，需求中接近 24% 的需求是做菜。我们认为未来餐饮仍有较大的发展空间，特别是在当前餐饮整体预制化趋势中，未来榨菜在餐饮中的消费场景会更多的体现出来。

图5：榨菜下游需求结构图（2022 年）



资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

公司也抓住这样的趋势，2022 年以来无论是在销售策略、产品结构以及渠道管理等方面均开始向餐饮渠道做布局。公司 2022 年初新组建销售二部，通过招募组织具有餐饮销售经验的人才，以专业团队进行餐饮渠道开发，将公司产品带入餐饮市场，实现由家庭消费市场到餐饮消费市场的跨越，餐饮端定位中高端市场，针对餐饮渠道特点，合理地对产品规格、价格等做差异化设计，一方面计划发展适合连锁餐饮配送堂食等的小包装，一方面计划发展适合酒店佐餐自助、菜品搭配等的大包装，大包装产品相较家庭端小包装产品成本更低、克单价更小，同时公司餐饮渠道受众多为大型连锁餐饮企业、学校食堂、星级酒店等，对产品质量要求较高，公司能够以较高于其他品牌的价格向其提供更优质的餐饮端产品。

在传统销售旺季，涪陵榨菜通过调整销售考核，注重以结果为导向，及时调整产品结构，加强渠道管理，更加贴近终端市场的实际需求，这些举措无疑为销售额的增长提供了有力保障。经过努力，截至 2024 年 11 月，公司餐饮销售收入突破 1 亿元。我们预期餐饮板块将成为公司的一个重要增长点，特别是工业端、团餐等领域，如果能有所突破，将拥有较大的增长潜力。

3. 涪陵榨菜：核心优势领先

3.1 管理层持股，内生动力足

涪陵榨菜集团前身是四川省涪陵榨菜集团公司，其于 1988 年 4 月 30 日由原涪陵市人民政府批准成立，是一家以榨菜为根本的农业产业化生产企业，主要从事榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜和其他佐餐开味菜等方便食品的研发、生产和销售。公司依托涪陵地区作为榨菜原产地的地域优势，依靠几十年高品质的榨菜生产经营，产品产销量处于领先地位，市场占有率处于行业第一，较第二名领先优势逐步扩大，旗下“乌江”及“惠通”品牌具有很高的知名度和美誉度，现目前已成为中国佐餐开味菜市场的领军企业、龙头企业。

公司的实际控制人是涪陵区国资委，通过涪陵国有资产投资经营集团有限公司间接持股 35.26%。管理层持股比例为 1.5%，内生动力足。

图6：涪陵榨菜股权结构图



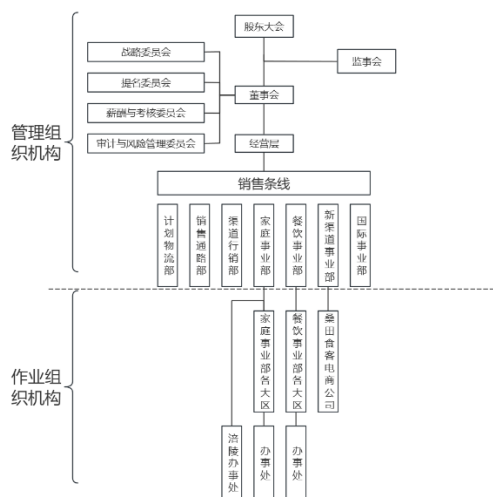
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 新任管理者年轻有为

2023 年 12 月，高翔当选为公司第五届董事会董事长，高翔此前任重庆市涪陵区经济和信息化委员会主任，为官员型管理人员。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，推动涪陵榨菜高质量发展，提出“力争 2030 年实现百亿乌江”的宏伟蓝图。

随着新管理层的组建，公司在组织架构上也做了重新梳理。公司在 2024 年 8 月正式发布了组织架构变动的公告，并做了多项细分调整，公司根据市场产品、生产制造、销售管理、总部职能四大条线和管理组织机构、作业组织机构两大层级，对组织架构进行了优化调整。调整后集团一级组织机构从原来的 32 个缩减至 24 个，能够实现集团化下的管理扁平化、效能最大化。

图7：涪陵榨菜调整后的组织架构图



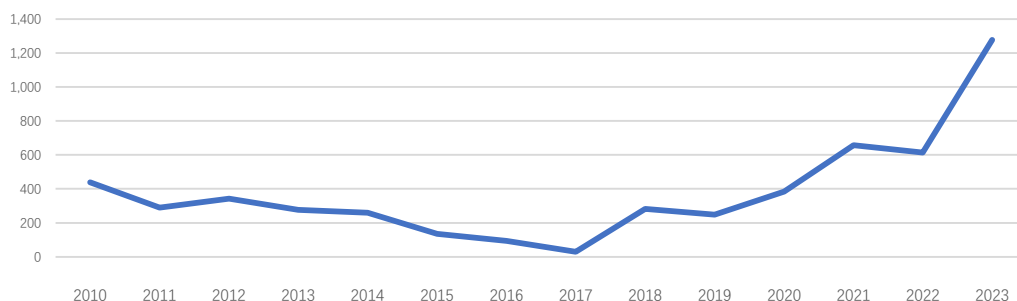
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 现金流充裕，分红提升可期

公司经营稳健，账面现金和交易性资产充裕，随着近几年公司净利率的提升，公司现金比率在 2017 年之后处于较高水平。截至 2024 年 Q3，公司账面现金达到 32.58 亿元，交易性金融资产 32.31 亿元，现金比率为 14.68 倍。公司现金储备较高，一方面是由于此前募集资金尚未使用完毕，另一方面也与近几年公司净利率提升，公司盈利较好有关。虽然公司这样高的现金余额也被市场质疑是现金使用效率较低，但是这也为公司未来发展提供现金保障。

2024 年 3 月公司发布《2024-2026 年度股东分红计划》，提出在未来三年，公司年度、中期以现金方式分配的利润应不少于当期实现的母公司可供分配利润的 10%，且任意连续三年以现金方式累计分配的利润原则上应不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。当前公司较充裕的现金储备，也为未来公司分红提供保障。

图8：涪陵榨菜现金比例（单位：%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 盈利预测

榨菜行业是我国传统的调味品品类之一，行业消费总量较为稳定，消费量每年有稳定的增长，价格增长和榨菜包装率的增长是推动包装类榨菜企业增长的重要因素。随着近几年整体消费环境的变化，价格增长逻辑被弱化，所以行业增长整体也放缓。

近几年公司业绩跟随着行业的波动而波动，由于缺乏价格增长空间，且公司此前的一些新品增速有下滑，使得公司整体收入和利润增长受到压力。在今年改革的推动下，公司重新梳理了业务方向，渠道端做了经销商的精细化梳理，产品端也在推陈出新，销售人员的激励导向有所改变，今年下半年以来失速的情况也得到了改善。

从长期来看，消费升级的大趋势没有改变，我们认为价格增长仍会是行业增长未来的推动力。预计公司在调味品行业整体复苏的大背景下，有望重拾增长。同时公司重视多品类发展，其他品类的增长也将给公司发展注入动力。我们预计公司 2025 年营业收入增长实现 9.8%，归母净利润增长 10.37%，对应 EPS0.83 元，当前股价对应 PE 是 16.2 倍。参考同行业的估值水平，以及公司长期的发展空间，我们认为可以给予合理估值 23 倍，目标股价为 19.9 元，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

宏观经济复苏不及预期，公司复苏不及预期，管理层出现重大管理失误，餐饮渠道发展不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	6761.01	6934.15	7754.17	8472.38	9263.06	营业收入	2548.32	2449.85	2523.80	2771.11	3054.34
货币资金	3414.38	3679.99	3720.93	4239.64	4792.79	营业成本	1194.00	1207.41	1227.30	1320.98	1431.55
应收账款	5.57	10.50	6.40	7.03	7.75	营业税金及附加	39.99	37.64	39.32	43.18	47.59
其他应收款	12.56	4.62	7.47	8.20	9.04	营业费用	365.44	327.52	328.09	374.10	421.50
预付款项	3.07	4.20	5.07	5.57	6.14	管理费用	86.35	87.88	78.24	80.36	85.52
存货	470.44	495.37	511.09	542.87	588.31	财务费用	4.22	6.00	5.26	5.78	6.37
其他流动资产	2855.00	2739.47	3503.21	3669.08	3859.04	研发费用	-105.05	-100.71	-100.71	-105.00	-110.00
非流动资产合计	1840.77	1835.24	1463.98	1153.44	823.63	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	13.05	10.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	1148.38	1055.93	798.47	601.73	385.72	投资净收益	70.44	67.45	60.27	60.27	60.27
无形资产	499.71	488.95	398.18	307.42	216.66	加：其他收益	11.68	6.37	10.36	10.36	10.36
其他非流动资产	136.84	152.12	152.12	152.12	152.12	营业利润	1054.99	975.62	1017.38	1122.83	1242.95
资产总计	8601.78	8769.39	9218.15	9625.83	10086.6	营业外收入	1.15	0.13	0.48	0.48	0.48
流动负债合计	737.63	430.34	555.70	600.51	653.01	营业外支出	0.45	0.99	0.54	0.54	0.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	1055.70	974.75	1017.32	1122.77	1242.89
应付账款	165.15	146.62	158.86	170.98	185.29	所得税	156.91	148.18	153.06	168.92	187.00
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	898.79	826.58	864.26	953.85	1055.90
一年内到期的非流动负债	572.48	283.72	396.84	429.53	467.72	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	737.63	430.34	555.70	600.51	653.01	归属母公司净利润	898.79	826.58	864.26	953.85	1055.90
长期借款	1.53	0.10	-0.22	-0.43	-0.61	主要财务比率					
应付债券	107.45	94.55	94.55	94.55	94.55		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	846.61	524.99	650.03	694.63	746.95	成长能力					
少数股东权益	7755.17	8244.41	8655.88	9110.01	9612.72	营业收入增长	1.18%	-3.86%	3.02%	9.80%	10.22%
实收资本（或股本）	887.63	1153.92	1153.92	1153.92	1153.92	营业利润增长	20.76%	-7.52%	4.28%	10.36%	10.70%
资本公积	3202.94	2936.65	2936.65	2936.65	2936.65	归属于母公司净利润增长	21.14%	-8.03%	4.56%	10.37%	10.70%
未分配利润	3664.60	4153.84	4565.31	5019.44	5522.15	获利能力					
归属母公司股东权益合计	7755.17	8244.41	8655.88	9110.01	9612.72	毛利率(%)	53.15%	50.72%	51.37%	52.33%	53.13%
负债和所有者权益	8601.78	8769.39	9218.15	9625.83	10086.6	净利率(%)	35.27%	33.74%	34.24%	34.42%	34.57%
现金流量表						总资产净利润(%)	41.40%	39.82%	40.31%	40.52%	40.69%
单位:百万元						ROE(%)	11.59%	10.03%	9.98%	10.47%	10.98%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
经营活动现金流	1079.10	435.49	451.23	1054.83	1140.82	资产负债率(%)	9.84%	5.99%	6.10%	5.36%	4.70%
净利润	898.79	826.58	804.10	893.69	995.74	流动比率	9.17	16.11	16.57	20.09	24.37
折旧摊销	117.37	115.42	391.26	410.54	429.81	速动比率	6.15	12.79	11.85	14.38	17.41
财务费用	-105.05	-100.71	-100.71	-105.00	-110.00	营运能力					
应收帐款减少	-70.44	-67.45	-60.27	-60.27	-60.27	总资产周转率	11.59%	10.03%	9.98%	10.47%	10.98%
预收帐款增加	228.28	-338.20	-653.72	-154.69	-185.02	应收账款周转率	10.45%	9.43%	9.38%	9.91%	10.47%
投资活动现金流	-535.94	270.71	29.87	-50.13	-50.13	应付账款周转率	17.08%	19.56%	25.98%	25.62%	28.86%
公允价值变动收益	133.10	127.58	20.00	100.00	100.00	每股指标(元)					
长期投资减少	-560.00	202.17	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.78	0.72	0.75	0.83	0.92
投资收益	157.16	196.12	49.87	49.87	49.87	每股净现金流(最新摊薄)	0.94	0.38	0.39	0.91	0.99
筹资活动现金流	-312.11	-338.84	-440.15	-485.99	-537.53	每股净资产(最新摊薄)	6.72	7.14	7.50	7.89	8.33
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
长期借款增加	-1.33	-1.43	-0.32	-0.21	-0.18	P/E	17.18	18.68	17.86	16.19	14.62
普通股增加	0.00	266.29	0.00	0.00	0.00	P/B	1.99	1.87	1.78	1.69	1.61
资本公积增加	0.00	-266.29	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	17.42	11.36	7.77	6.77	5.85
现金净增加额	231.59	367.23	40.94	518.71	553.16						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料周报：五粮液暂停供货，春节旺季逐渐开启	2025-01-14
行业普通报告	食品饮料行业：白酒经销商大会密集召开，酒企更加注重稳健发展	2024-12-31
行业普通报告	食品饮料行业：微信拟开启送礼功能，或可成为新风口	2024-12-30
行业普通报告	食品饮料行业：微信小店增加“送礼物”功能，关注休闲食品节假日送礼投资机会	2024-12-24
行业普通报告	食品饮料行业：中央经济工作会议解读：提振消费是亮点，明年政策将继续落地	2024-12-17
行业普通报告	食品饮料行业中央经济工作会议解读：提振消费是亮点，明年政策将继续落地	2024-12-13
行业普通报告	食品饮料行业：中共中央经济工作会议召开，消费提振成为亮点之一	2024-12-11
行业普通报告	食品饮料行业：白酒龙头企业强调分红，提振市场信心	2024-12-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526