

涪陵榨菜 (002507.SZ)

2024 年夯实基础，蓄力 2025 年稳健发展

2025 年 03 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

方一苇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

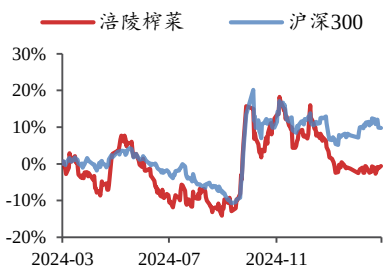
fangyiwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524030001

日期	2025/3/3
当前股价(元)	13.43
一年最高最低(元)	17.20/11.47
总市值(亿元)	154.97
流通市值(亿元)	154.30
总股本(亿股)	11.54
流通股本(亿股)	11.49
近 3 个月换手率(%)	69.12

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《改革成效显著，Q3 盈利拐点如期来临——公司信息更新报告》-2024.10.31

《Q2 增长短期承压，Q3 盈利拐点有望显现——公司信息更新报告》-2024.9.1

《Q1 营收短期承压，Q2 成本红利有望逐步释放——公司信息更新报告》-2024.4.30

● 公司发布 2024 年业绩快报，收入符合预期，利润略低预期

公司披露 2024 年业绩快报。2024 年公司营收/归母净利润分别为 24.1/8.2 亿元(同比-1.7%/-0.3%)，其中 2024Q4 公司营收/归母净利润分别为 4.5/1.5 亿元（同比-10.6%/-8.4%）。收入基本符合预期，利润略低于预期。综合考虑费用投放及成本，我们小幅下调此前盈利预测，预测 2024-2026 年归母净利润分别为 8.2/9.1/9.8 亿元（原预测为 8.8/9.6/10.6 亿元），EPS 分别为 0.71/0.78/0.85 元（原预测为 0.76/0.83/0.92 元），当前股价对应 PE18.8/17.1/15.8 倍，考虑到公司改革成效有望逐步显现，维持“买入”评级。

● 2024 年夯实基础为主，蓄力 2025 年稳健发展

商超需求疲软叠加公司改革短期影响，2024Q4 淡季营收出现双位数下滑，全年营收微减。我们认为 2024 年改革有望支撑 2025 年销售好转：（1）公司 2023 年初推出定位 2 元价格带的 60g 产品，对公司整体价格带进行补充，成效较好；（2）公司于 2024Q3 根据产品优化进度逐步对终端提供销售政策支持、制定“定向爆破”规划项目，拉动终端销售；（3）2024 年下半年公司在餐饮渠道增加萝卜泡菜等产品，同时以更多的费用投入政策支持餐饮渠道拓展。

● 改革推进致盈利能力短期承压，2025 年成本有望略有下行

利润端略低于预期主要系 2024 年公司改革推进，在销售/管理/研发等方面费用率投放有所增长，削减品牌宣传费用，同时增加职工薪酬，并推出部分性价比产品。我们预计 2025 年青菜头采购价格同比略有走低，成本端稳中略降背景下，我们预计费用率大幅提升概率较小，预计 2025 年利润率保持相对平稳。

● 长期展望：改革活力有望释放，品类拓张空间可期

展望全年，公司打造“大乌江”战略，在榨菜基础上积极开发萝卜、榨菜酱等品类发展。同时，公司积极寻找产品拓张方向，考虑通过收购拓宽产品边界，重点考虑酱腌菜市场及复合调味料市场的并购机会。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展及竞争风险、原料价格波动风险等。

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	2,408	2,612	2,837
YOY(%)	1.2	-3.9	-1.7	8.4	8.6
归母净利润(百万元)	899	827	824	905	981
YOY(%)	21.1	-8.0	-0.3	9.8	8.4
毛利率(%)	53.1	50.7	51.0	51.4	51.0
净利率(%)	35.3	33.7	34.2	34.7	34.6
ROE(%)	11.6	10.0	9.5	9.7	9.9
EPS(摊薄/元)	0.78	0.72	0.71	0.78	0.85
P/E(倍)	17.2	18.7	18.8	17.1	15.8
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6761	6934	7563	8027	8660
现金	3414	3680	4355	4699	5351
应收票据及应收账款	6	11	5	12	7
其他应收款	3	4	3	5	4
预付账款	13	5	12	6	14
存货	470	495	448	566	545
其他流动资产	2855	2739	2739	2739	2739
非流动资产	1841	1835	1792	1879	1982
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1147	1056	987	1022	1055
无形资产	500	489	544	611	692
其他非流动资产	194	291	261	247	235
资产总计	8602	8769	9355	9907	10643
流动负债	738	430	537	481	607
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	165	147	158	170	189
其他流动负债	572	284	380	312	418
非流动负债	109	95	95	95	95
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	95	95	95	95
负债合计	847	525	632	576	702
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	888	1154	1154	1154	1154
资本公积	3203	2937	2937	2937	2937
留存收益	3665	4154	4728	5290	5909
归属母公司股东权益	7755	8244	8723	9331	9941
负债和股东权益	8602	8769	9355	9907	10643

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1079	435	897	631	1017
净利润	899	827	824	905	981
折旧摊销	116	114	89	95	106
财务费用	-105	-101	-116	-128	-145
投资损失	-70	-67	-48	-57	-61
营运资金变动	228	-338	153	-177	145
其他经营现金流	12	1	-6	-7	-9
投资活动现金流	-536	271	8	-118	-139
资本支出	131	115	-43	87	103
长期投资	-560	202	0	0	0
其他投资现金流	-965	588	-35	-30	-36
筹资活动现金流	-312	-339	-230	-169	-226
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	-230	-169	-226
现金净增加额	232	367	675	344	652

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2548	2450	2408	2612	2837
营业成本	1194	1207	1179	1268	1390
营业税金及附加	40	38	36	44	43
营业费用	365	328	323	353	383
管理费用	86	88	86	94	102
研发费用	4	6	5	5	6
财务费用	-105	-101	-116	-128	-145
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	12	6	25	25	25
公允价值变动收益	13	11	6	7	9
投资净收益	70	67	48	57	61
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	1055	976	973	1065	1154
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1056	975	973	1065	1154
所得税	157	148	149	160	173
净利润	899	827	824	905	981
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	899	827	824	905	981
EBITDA	1069	978	941	1024	1109
EPS(元)	0.78	0.72	0.71	0.78	0.85

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	1.2	-3.9	-1.7	8.4	8.6
营业利润(%)	20.8	-7.5	-0.2	9.4	8.4
归属于母公司净利润(%)	21.1	-8.0	-0.3	9.8	8.4
获利能力					
毛利率(%)	53.1	50.7	51.0	51.4	51.0
净利率(%)	35.3	33.7	34.2	34.7	34.6
ROE(%)	11.6	10.0	9.5	9.7	9.9
ROIC(%)	10.3	8.8	8.2	8.4	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	9.8	6.0	6.8	5.8	6.6
净负债比率(%)	-42.9	-43.6	-48.9	-49.4	-52.9
流动比率	9.2	16.1	14.1	16.7	14.3
速动比率	6.1	12.8	11.5	13.6	11.8
营运能力					
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	304.9	304.9	304.9
应付账款周转率	7.5	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.72	0.71	0.78	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.38	0.78	0.55	0.88
每股净资产(最新摊薄)	6.72	7.14	7.56	8.09	8.61
估值比率					
P/E	17.2	18.7	18.8	17.1	15.8
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.3	10.3	10.0	8.9	7.6

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，开源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。

分析师承诺

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商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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn