

涪陵榨菜 (002507.SZ)

24Q4 业绩承压，经营利润率同比提升

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,548	2,450	2,408	2,589	2,723
增长率 yoy (%)	1.2	-3.9	-1.7	7.5	5.2
归母净利润(百万元)	899	827	824	908	969
增长率 yoy (%)	21.1	-8.0	-0.3	10.1	6.8
ROE (%)	11.6	10.0	9.4	9.7	9.8
EPS 最新摊薄(元)	0.78	0.72	0.71	0.79	0.84
P/E(倍)	17.0	18.5	18.5	16.8	15.8
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 公司发布 2024 年业绩快报, 2024 年实现营收 24.1 亿元, 同比-1.7%; 归母净利润 8.2 亿元, 同比-0.3%; 扣非归母净利润 7.6 亿元, 同比+0.1%。测算得 24Q4 实现营收 4.5 亿元, 同比-10.6%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比-8.4%; 扣非归母净利润 1.2 亿元, 同比-21.5%。

24Q4 业绩承压, 期待 25 年修复增长, 经营活力持续释放。 24Q4 收入同比下滑, 经营略有承压, 但公司经过营销架构和渠道调整, 整体库存好转, 报表压力释放有利于 25 年轻装上阵。此外, 24Q4 营业利润率 40.4%, 同比+1.0pct, 体现青菜头成本红利(23 年收购价 1100 元/吨, 24 年收购价 800 元/吨)。24 年全年来看, 消费仍然面临挑战, 公司聚焦榨菜品类优化和多元化发展, 产品上深入推进项目制管理模式, 打通研产供销传全链路; 销售上全面完成调整组织结构、优化激励机制, 激发活力提效能, 推动公司战略规划的基本达成。

长期路径清晰: 夯基拓新, 佐餐开胃菜+川式复调双轮驱动。 1) 产品端, “榨菜+”和榨菜亲缘品类方向完善产品布局。主力轻盐榨菜品类持续优化, 包括口感、调味、规格、包装设计等调整创新, 同时对 60g 原版产品作为价格带补充品种将继续推广, 完善符合不同渠道、不同市场需求的产品矩阵。新品方面, 公司 23 年推出榨菜酱产品, 24 年三季度公司推出新品“爆炒”系列, 目前处于试销阶段。

2) 餐饮渠道方面, 公司自 2023 年设置餐饮事业部, 产品以榨菜为主, 24 年下半年新增了餐饮端萝卜与泡菜类部分产品, 并以更多的费用投入政策支持餐饮渠道的拓展工作, 24 年 11 月份公司餐饮事业部销售额突破 1 个亿。

3) 公司持续进行并购标的考察工作, 目前主要考虑酱腌菜市场与复合调味料市场并购标的, 在合适的时机将启动并购工作完善品类布局。

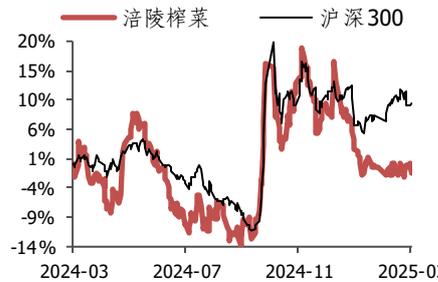
投资建议: 随着渠道库存及原料成本压力缓解, 同时经销商及销售团队调整初显成效, 榨菜基本盘有望稳固, 未来持续看好公司品类及渠道扩张带来的增长空间。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.2 亿元、9.1 亿元、9.7 亿元, EPS 分别为 0.71 元、0.79 元、0.84 元, 对应 24-26 年 PE 分别为 19、17、16 倍, 维持“增持”评级。

增持 (维持评级)

股票信息

行业	食品饮料
2025 年 3 月 5 日收盘价(元)	13.23
总市值(百万元)	15,266.35
流通市值(百万元)	15,200.14
总股本(百万股)	1,153.92
流通股本(百万股)	1,148.91
近 3 月日均成交额(百万元)	192.07

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

分析师 罗丽文

执业证书编号: S1070523080001

邮箱: luoliwen@cgws.com

相关研究

- 《经营拐点已至, 关注投资机会》2025-01-10
- 《24Q3 业绩超预期, 多措并举推动改善》2024-11-08
- 《H1 榨菜稳健&渠道调整, H2 成本红利可期》2024-09-05

风险提示：宏观经济波动、行业竞争加剧、原材料价格波动、产品需求不及预期、食品安全风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6761	6934	7571	8051	8693
现金	3414	3680	4335	4705	5412
应收票据及应收账款	6	11	5	12	6
其他应收款	3	4	3	5	3
预付账款	13	5	12	6	13
存货	470	495	450	560	496
其他流动资产	2855	2739	2766	2764	2762
非流动资产	1841	1835	1785	1853	1905
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1147	1056	981	1000	986
无形资产	500	489	542	608	687
其他非流动资产	194	291	261	246	232
资产总计	8602	8769	9356	9904	10598
流动负债	738	430	538	477	571
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	165	147	158	167	173
其他流动负债	572	284	380	309	398
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	633	571	667
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	5292	5903
归属母公司股东权益	7755	8244	8722	9333	9931
负债和股东权益	8602	8769	9356	9904	10598

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1079	435	869	637	1023
净利润	899	827	824	908	969
折旧摊销	116	114	96	102	112
财务费用	-105	-101	-116	-132	-148
投资损失	-70	-67	-52	-60	-60
营运资金变动	228	-338	130	-168	161
其他经营现金流	12	1	-13	-14	-12
投资活动现金流	-536	271	16	-101	-93
资本支出	131	115	45	171	164
长期投资	-560	202	0	0	0
其他投资现金流	155	183	61	70	70
筹资活动现金流	-312	-339	-230	-165	-223
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	-165	-223
现金净增加额	232	367	655	370	707

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2548	2450	2408	2589	2723
营业成本	1194	1207	1182	1263	1321
营业税金及附加	40	38	37	40	42
销售费用	365	328	325	347	362
管理费用	86	88	79	80	82
研发费用	4	6	6	5	5
财务费用	-105	-101	-116	-132	-148
资产和信用减值损失	-4	6	4	3	2
其他收益	12	6	11	10	10
公允价值变动收益	13	11	9	10	10
投资净收益	70	67	52	60	60
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	1055	976	970	1069	1141
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	970	1069	1141
所得税	157	148	146	161	171
净利润	899	827	824	908	969
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	899	827	824	908	969
EBITDA	1067	987	949	1039	1104
EPS (元/股)	0.78	0.72	0.71	0.79	0.84

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	1.2	-3.9	-1.7	7.5	5.2
营业利润 (%)	20.8	-7.5	-0.6	10.1	6.8
归属母公司净利润 (%)	21.1	-8.0	-0.3	10.1	6.8
获利能力					
毛利率 (%)	53.1	50.7	50.9	51.2	51.5
净利率 (%)	35.3	33.7	34.2	35.1	35.6
ROE (%)	11.6	10.0	9.4	9.7	9.8
ROIC (%)	10.3	8.9	8.2	8.4	8.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	9.8	6.0	6.8	5.8	6.3
净负债比率 (%)	-42.9	-43.6	-48.7	-49.5	-53.6
流动比率	9.2	16.1	14.1	16.9	15.2
速动比率	6.1	12.8	11.4	13.7	12.7
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	310.5	312.4	311.8
应付账款周转率	7.5	7.7	7.8	7.8	7.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.78	0.72	0.71	0.79	0.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.94	0.38	0.75	0.55	0.89
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	17.0	18.5	18.5	16.8	15.8
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.1	10.0	9.7	8.5	7.4

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686