

2025 年 03 月 30 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩边际承压，关注改革成效释放

## —涪陵榨菜（002507.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

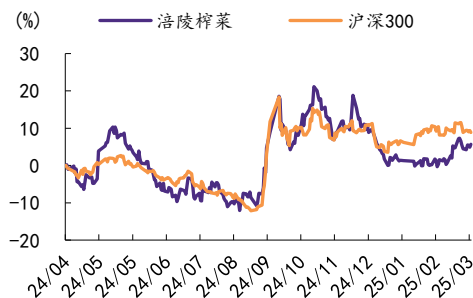
zhangqian@cfsc.com.cn

### 基本数据

2025-03-28

|             |            |
|-------------|------------|
| 当前股价（元）     | 13.82      |
| 总市值（亿元）     | 159        |
| 总股本（百万股）    | 1154       |
| 流通股本（百万股）   | 1149       |
| 52 周价格范围（元） | 11.6-15.98 |
| 日均成交额（百万元）  | 182.52     |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《涪陵榨菜（002507）：业绩边际承压，推进产品与渠道结构优化》2025-02-28
- 2、《涪陵榨菜（002507）：业绩边际修复，改革成效释放》2024-11-05
- 3、《涪陵榨菜（002507）：业绩表现承压，持续梳理产品战略》2024-09-04

2025 年 3 月 28 日，涪陵榨菜发布 2024 年年报，2024 年实现营收 23.87 亿元（同减 3%），归母净利润 7.99 亿元（同减 3%），扣非归母净利润 7.32 亿元（同减 3%）。其中 2024Q4 公司营收 4.25 亿元（同减 15%），归母净利润 1.29 亿元（同减 23%），扣非归母净利润 0.95 亿元（同减 38%），业绩边际承压与经销商进货节奏调整有关。

## 投资要点

### ■ 终端货折影响毛利，低价原材料持续投入使用

2024Q4 公司毛利率同减 7pct 至 43.38%，四季度低价青菜头已投入使用，毛利率下滑主要系公司终端产品进行价格折让所致，目前低价原料储备预计可使用至 2025Q2，终端动销平稳，预计 2025 年毛利率边际回升，2024Q4 销售/管理费用率分别同比-1pct/+3pct 至 12.26%/7.58%，净利率同减 3pct 至 30.28%。

### ■ 榨菜主品表现平稳，泡菜销量大幅提升

2024 年榨菜/萝卜营收分别为 20.44/0.46 亿元，分别同减 2%/24%，营销政策调整致使销售边际承压，目前公司针对新品进行包装/品质/口味优化，萝卜已经开始试销，逐步对接上市铺货。2024 年泡菜营收 2.30 亿元（同增 2%），拆分量价来看，销量 1.37 万吨（同增 16%），吨价 1.68 万元/吨（同减 12%），营收增长主要依靠量增贡献。未来公司推新规划上重视性价比，通过加快上新速度、增加政策支持等方式提高新品势能，优化品类矩阵。

### ■ 重视餐饮渠道布局，优化组织考核

2024 年直销/经销渠道营收分别为 1.51/22.32 亿元，分别同减 4%/3%，公司重视餐饮渠道布局，持续扩充团队数量，导入萝卜、豇豆等产品，2024 年渠道营收突破亿元体量，同比实现高增。目前大 B 渠道持续拓展中，后续公司在内部团队考核方式上逐渐转为结果导向，提高研发与销售环节适配度，进一步渠道与客户需求。

### ■ 盈利预测

公司积极针对前期营销、品类打法问题进行梳理反思，在产

品、渠道、组织等方面推动变革，经营思路转换后公司业绩持续改善，同时低价原料储备依然充足，毛利有望延续保持高位。根据 2024 年年报，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.76/0.81/0.85 元，当前股价对应 PE 分别为 18/17/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、渠道开拓不达预期、新品推广不达预期、原材料上涨等。

| 预测指标       | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 2,387 | 2,578 | 2,752 | 2,924 |
| 增长率（%）     | -2.6% | 8.0%  | 6.7%  | 6.3%  |
| 归母净利润（百万元） | 799   | 877   | 934   | 982   |
| 增长率（%）     | -3.3% | 9.7%  | 6.5%  | 5.1%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.69  | 0.76  | 0.81  | 0.85  |
| ROE（%）     | 9.2%  | 9.5%  | 9.6%  | 9.6%  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表              | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>2,387</b> | <b>2,578</b> | <b>2,752</b> | <b>2,924</b> |
| 现金及现金等价物      | 3,272        | 3,521        | 3,925        | 4,454        | 营业成本             | 1,170        | 1,243        | 1,321        | 1,406        |
| 应收款           | 14           | 15           | 16           | 17           | 营业税金及附加          | 37           | 39           | 40           | 42           |
| 存货            | 562          | 615          | 653          | 695          | 销售费用             | 324          | 348          | 371          | 398          |
| 其他流动资产        | 3,513        | 3,822        | 4,030        | 4,139        | 管理费用             | 94           | 98           | 102          | 108          |
| 流动资产合计        | 7,360        | 7,973        | 8,624        | 9,304        | 财务费用             | -102         | -99          | -110         | -125         |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 11           | 8            | 8            | 9            |
| 金融类资产         | 3,399        | 3,699        | 3,899        | 3,999        | 费用合计             | 326          | 355          | 372          | 390          |
| 固定资产          | 982          | 1,165        | 1,187        | 1,147        | 资产减值损失           | -2           | 3            | 3            | 3            |
| 在建工程          | 414          | 166          | 66           | 26           | 公允价值变动           | 19           | 20           | 18           | 15           |
| 无形资产          | 479          | 455          | 431          | 408          | 投资收益             | 43           | 50           | 45           | 43           |
| 长期股权投资        | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>营业利润</b>      | <b>942</b>   | <b>1,034</b> | <b>1,102</b> | <b>1,158</b> |
| 其他非流动资产       | 159          | 159          | 159          | 159          | 加：营业外收入          | 2            | 1            | 0            | 0            |
| 非流动资产合计       | 2,034        | 1,945        | 1,843        | 1,741        | 减：营业外支出          | 1            | 1            | 0            | 0            |
| 资产总计          | 9,394        | 9,918        | 10,467       | 11,045       | <b>利润总额</b>      | <b>943</b>   | <b>1,034</b> | <b>1,102</b> | <b>1,158</b> |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | 143          | 157          | 167          | 176          |
| 短期借款          | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>       | <b>799</b>   | <b>877</b>   | <b>934</b>   | <b>982</b>   |
| 应付账款、票据       | 236          | 258          | 274          | 292          | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债        | 297          | 297          | 297          | 297          | <b>归母净利润</b>     | <b>799</b>   | <b>877</b>   | <b>934</b>   | <b>982</b>   |
| 流动负债合计        | 586          | 613          | 633          | 654          |                  |              |              |              |              |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 长期借款          | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>成长性</b>       |              |              |              |              |
| 其他非流动负债       | 110          | 110          | 110          | 110          | 营业收入增长率          | -2.6%        | 8.0%         | 6.7%         | 6.3%         |
| 非流动负债合计       | 110          | 110          | 110          | 110          | 归母净利润增长率         | -3.3%        | 9.7%         | 6.5%         | 5.1%         |
| 负债合计          | 696          | 723          | 743          | 764          | <b>盈利能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 51.0%        | 51.8%        | 52.0%        | 51.9%        |
| 股本            | 1,154        | 1,154        | 1,154        | 1,154        | 四项费用/营收          | 13.7%        | 13.8%        | 13.5%        | 13.3%        |
| 股东权益          | 8,698        | 9,195        | 9,724        | 10,281       | 净利率              | 33.5%        | 34.0%        | 34.0%        | 33.6%        |
| 负债和所有者权益      | 9,394        | 9,918        | 10,467       | 11,045       | ROE              | 9.2%         | 9.5%         | 9.6%         | 9.6%         |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 资产负债率            | 7.4%         | 7.3%         | 7.1%         | 6.9%         |
| 净利润           | 799          | 877          | 934          | 982          | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |
| 少数股东权益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 总资产周转率           | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.3          |
| 折旧摊销          | 111          | 89           | 100          | 101          | 应收账款周转率          | 176.4        | 176.4        | 176.4        | 176.4        |
| 公允价值变动        | 19           | 20           | 18           | 15           | 存货周转率            | 2.1          | 2.1          | 2.1          | 2.1          |
| 营运资金变动        | -112         | -37          | -28          | -29          | <b>每股数据(元/股)</b> |              |              |              |              |
| 经营活动现金净流量     | 817          | 949          | 1025         | 1068         | EPS              | 0.69         | 0.76         | 0.81         | 0.85         |
| 投资活动现金净流量     | -1096        | -235         | -122         | -21          | P/E              | 20.0         | 18.2         | 17.1         | 16.2         |
| 筹资活动现金净流量     | 529          | -380         | -405         | -425         | P/S              | 6.7          | 6.2          | 5.8          | 5.5          |
| 现金流量净额        | 250          | 335          | 498          | 622          | P/B              | 1.8          | 1.7          | 1.6          | 1.6          |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。