



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 03 月 30 日

基础数据

03 月 28 日收盘价（元）	13.82
总市值（亿元）	159.47
总股本（亿股）	11.54

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】涪陵榨菜 24H1 财报点评：调整期收入仍有压力，盈利能力承压-2024.08.30

【兴证食饮】涪陵榨菜 24Q1 点评：调整进行中，盈利有改善-2024.04.28

【兴证食饮】涪陵榨菜 2023 年报点评：业绩符合预期，23 年调整为主-2024.03.31

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009

linjiawen95@xyzq.com.cn

涪陵榨菜(002507.SZ)

24 年调整年，25 年期待显效

投资要点：

- **事件：**公司公告 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 23.87/7.99/7.32 亿元，同比-2.56%/-3.29%/-3.13%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 4.25/1.29/0.95 亿元，同比-14.77%/-23.12%/-37.64%，业绩略低于快报。2024 年基本 EPS 为 0.69 元。
- **渠道调整影响全年收入，24Q4 淡季收入疲软。**2024 年收入同比-2.56%，其中榨菜收入同比-1.50%，主要系榨菜需求疲软叠加公司渠道调整所致，2024 年末经销商数量为 2632 家，同比净减 607 家；萝卜收入同比-24.44%，与公司主动调整产品的策略有关；泡菜同比+2.20%，泡菜在公司“太乌江”品牌“国民下饭菜，香飘全世界”的核心诉求下维持增长，但由于推广期仍在以价换量阶段。
- **全年青菜头成本红利显现，24Q4 规模效应大幅减弱毛利率承压。**2024 年毛利率 50.99%，同比 +0.27pct，榨菜/泡菜/萝卜/其他毛利率分别为 54.55%/27.84%/24.44%/39.78%，同比分别-0.23pct/+1.73pct/-0.57pct/+3.04pct，榨菜毛利率下降预计与规模效应减弱有关，但榨菜吨成本同比-1.29%，主要系青菜头收购价格同比下降约 31%，新采购青菜头于 2024 年 5、6 月逐步投入使用，预计 25H1 成本侧仍有一定红利。
- **全年渠道投入加大，24Q4 盈利能力承压。**24Q4 归母净利率为 30.28%，同比-3.29pct，扣非归母净利率 22.41%，同比-8.22pct，拆分如下：1）24Q4 毛利率同比-7.27pct；2）24Q4 总费率 15.02%，同比 +1.66pct，销售/管理/研发/财务费率为 12.26%/7.58%/0.94%/-5.77%，同比-0.95pct/+2.73pct/+0.43pct/-0.56pct；3）归母净利率与扣非归母净利率同比变化的差值主要系政府补助、理财产品收益波动所致。
- **盈利预测与投资建议：**我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 25.78/27.28/28.83 亿元，同比 +8.0%/+5.8%/+5.7%，归母净利润为 8.62/9.16/9.85 亿元，同比 +7.8%/+6.3%/+7.5%，对应 2025 年 3 月 28 日收盘价，PE 估值为 19/17/16x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新团队调整磨合需要时间；渠道扩张不及预期；广告宣传投入效果不及预期；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2387	2578	2728	2883
同比增长	-2.6%	8.0%	5.8%	5.7%
归母净利润（百万元）	799	862	916	985
同比增长	-3.3%	7.8%	6.3%	7.5%
毛利率	51.0%	50.9%	51.6%	51.7%
ROE	9.2%	9.5%	9.7%	10.1%
每股收益（元）	0.69	0.75	0.79	0.85
市盈率	20.0	18.5	17.4	16.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 23.87/7.99/7.32 亿元，同比-2.56%/-3.29%/-3.13%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 4.25/1.29/0.95 亿元，同比-14.77%/-23.12%/-37.64%，业绩略低于快报。2024 年基本 EPS 为 0.69 元。

点评

渠道调整影响全年收入，24Q4 淡季收入疲软。2024 年收入同比-2.56%，其中榨菜收入同比-1.50%（销量同比-1.68%，均价同比+0.18%），主要系榨菜需求疲软叠加公司渠道调整所致，2024 年末经销商数量为 2632 家，同比净减 607 家；萝卜收入同比-24.44%，与公司主动调整产品的策略有关；泡菜同比+2.20%（销量同比+16.10%，均价同比-11.98%），泡菜在公司“大乌江”品牌“国民下饭菜，香飘全世界”的核心诉求下维持增长，但由于推广期仍在以价换量阶段。24Q4 收入同比-14.77%，收现同比+10.90%高于收入，合同负债环比+73.81%，预计与公司年末为保日期新鲜及释放渠道库存压力提前停止发货有关。

全年青菜头成本红利显现，24Q4 规模效应大幅减弱毛利率承压。2024 年毛利率 50.99%，同比 +0.27pct，榨菜/泡菜/萝卜/其他毛利率分别为 54.55%/27.84%/24.44%/39.78%，同比分别 -0.23pct/+1.73pct/-0.57pct/+3.04pct，榨菜毛利率下降预计与规模效应减弱有关（榨菜销量同比-1.68%），但榨菜吨成本同比-1.29%，主要系青菜头收购价格同比下降约 31%，新采购青菜头于 2024 年 5、6 月逐步投入使用，预计 25H1 成本侧仍有一定红利。24Q4 毛利率 43.38%，同比-7.27pct，主要系淡季规模效应减弱（榨菜 24H2 收入同比-3.80%可侧面说明）。

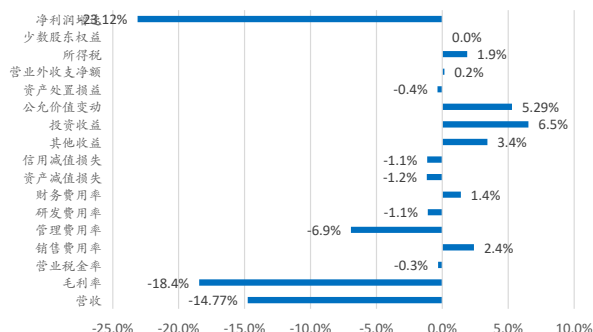
全年渠道投入加大，24Q4 盈利能力承压。2024 年归母净利率 33.49%，同比-0.25pct，盈利能力承压原因拆分如下：1）毛利率虽同比提升但不及费率提升；2）2024 年总费率 13.68%，同比+0.59pct，销售/管理/研发/财务费率为 13.58%/3.94%/0.44%/-4.28%，同比+0.21pct/+0.35pct/+0.20pct/-0.17pct，销售费率同比提升主要系公司为了在商超渠道打击竞品，定向爆破加大费投，市场推广费用同比+30.55%；3）其他收益同比+302.98%，主要系公司政府补助增加，投资收益同比-36.19%，主要系理财产品收益减少，二者均对盈利能力造成一定程度影响。24Q4 归母净利率为 30.28%，同比-3.29pct，扣非归母净利率 22.41%，

同比-8.22pct,拆分如下:1)24Q4 毛利率同比-7.27pct;2)24Q4 总费率 15.02%,同比+1.66pct,销售/管理/研发/财务费率为 12.26%/7.58%/0.94%/-5.77%,同比-0.95pct/+2.73pct/+0.43pct/-0.56pct;3)归母净利率与扣非归母净利率同比变化的差值主要系政府补助、理财产品收益波动所致。

盈利预测与投资建议: 公司为具备定价权的榨菜行业龙头,渠道治理、下沉效果逐步显现,叠加产能及原料窖池的持续扩张,后续补库存、采购结构优化、泡菜产品放量将协同释放一定增长空间。我们根据最新财报,调整了盈利预测,预计公司 2025-2027 年收入为 25.78/27.28/28.83 亿元,同比+8.0%/+5.8%/+5.7%,归母净利润为 8.62/9.16/9.85 亿元,同比+7.8%/+6.3%/+7.5%,对应 2025 年 3 月 28 日收盘价,PE 估值为 19/17/16x,维持“增持”评级。

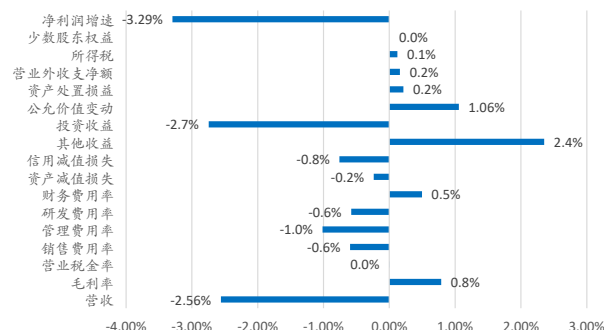
风险提示: 新团队调整磨合需要时间;渠道扩张不及预期;广告宣传投入效果不及预期;食品安全风险。

图1、24Q4 归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2024 年归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7360	8135	9425	10435
货币资金	3272	2864	2838	2476
交易性金融资产	3399	4631	5903	7218
应收票据及应收账款	8	9	10	11
预付款项	5	7	6	7
存货	562	560	593	630
其他	114	64	74	94
非流动资产	2034	2102	2190	2280
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	982	927	872	821
在建工程	414	547	697	846
无形资产	479	469	459	449
商誉	39	39	39	39
其他	120	121	123	126
资产总计	9394	10237	11615	12716
流动负债	586	1090	2107	2820
短期借款	0	500	1500	2167
应付票据及应付账款	236	208	224	241
其他	350	382	384	413
非流动负债	110	110	110	110
长期借款	0	0	0	0
其他	110	110	110	110
负债合计	696	1200	2217	2930
股本	1154	1154	1154	1154
未分配利润	4137	4347	4571	4811
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8698	9037	9398	9786
负债及权益合计	9394	10237	11615	12716

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	799	862	916	985
折旧和摊销	112	111	115	121
营运资金的变动	43	53	-26	-12
经营活动产生现金流量	817	980	974	1079
资本支出	-258	-178	-201	-209
长期投资	-940	-1213	-1254	-1297
投资活动产生现金流量	-1096	-1360	-1424	-1475
债权融资	0	500	1000	667
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-347	-28	424	33
现金净变动	-626	-408	-26	-363

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2387	2578	2728	2883
营业成本	1170	1267	1320	1393
税金及附加	37	40	42	44
销售费用	324	335	349	363
管理费用	94	94	95	98
研发费用	11	7	9	10
财务费用	-102	-113	-98	-113
投资收益	43	31	31	31
公允价值变动收益	19	20	20	20
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
营业利润	942	1015	1080	1160
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	943	1015	1080	1161
所得税	143	153	164	176
净利润	799	862	916	985
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	799	862	916	985
EPS(元)	0.69	0.75	0.79	0.85

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-2.6%	8.0%	5.8%	5.7%
营业利润增长率	-3.4%	7.7%	6.4%	7.4%
归母净利润增长率	-3.3%	7.8%	6.3%	7.5%
盈利能力				
毛利率	51.0%	50.9%	51.6%	51.7%
归母净利率	33.5%	33.4%	33.6%	34.2%
ROE	9.2%	9.5%	9.7%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	7.4%	11.7%	19.1%	23.0%
流动比率	12.56	7.46	4.47	3.70
速动比率	11.40	6.89	4.16	3.44
营运能力				
资产周转率	26.3%	26.3%	25.0%	23.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.69	0.75	0.79	0.85
每股经营现金	0.71	0.85	0.84	0.94
估值比率(倍)				
PE	20.0	18.5	17.4	16.2
PB	1.8	1.8	1.7	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn