涪陵榨菜（002507.SZ）

24Q4 经营承压，多维度变革持续推进

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,450	2,387	2,531	2,675	2,814
增长率 yoy（%）	-3.9	-2.6	6.0	5.7	5.2
归母净利润（百万元）	827	799	860	916	960
增长率 yoy（%）	-8.0	-3.3	7.6	6.5	4.8
ROE（%）	10.0	9.2	9.5	9.6	9.5
EPS 最新摊薄（元）	0.72	0.69	0.75	0.79	0.83
P/E（倍）	18.9	19.5	18.2	17.1	16.3
P/B（倍）	1.9	1.8	1.7	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：1）公司发布 2024 年年度报告，2024 实现营收 23.9 亿元，同比-2.6%；实现归母净利润 8.0 亿元，同比-3.3%。据测算，24Q4 实现营收 4.2 亿元，同比-14.8%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比-23.1%。2）公司发布 2024 年度利润分配方案，以未分配利润向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 4.20 元（含税），共计派现金红利 4.8 亿元，测算现金分红率约 60%。

榨菜品类表现稳健，营销架构精简，经销商数量优化调整。

1）2024 公司榨菜、萝卜、泡菜、其他产品分别实现营收 20.4 亿元、0.5 亿元、2.3 亿元、0.6 亿元，同比分别变动-1.5%、-24.4%、2.2%、-26%，销量分别同比变动-1.7%、-29.8%、16.1%、-10.6%，其中榨菜保持稳健，泡菜增长较好，萝卜产品收入及销量下滑主要系加大在特殊渠道小规格产品推广所致。

2）渠道方面，公司在全国范围内设 8 个大区、65 个办事处，组成的专业营销团队对经销商业务团队植入乌江绩效考核模式，销售网络覆盖全国三十多个省市自治区，近三百个地市级市场，一千余个县级市场。2024 年末公司经销商数量合计 2632 个，同比减少 607 个，报告期公司为严管价格，整顿市场秩序，对于布局不合理、渠道冲突的经销商进行了优化。

全年净利率平稳，收入规模及买赠扰动 24Q4 盈利能力。2024/24Q4 公司毛利率分别为 51.0%/43.4%，同比分别变动+0.27pct/-7.3pct，全年毛利率有所改善，单四季度毛利率下滑系促销买赠影响；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 13.6%/12.3%、3.9%/7.6%、0.4%/0.9%，同比分别变动+0.2pct/-1.0pct、+0.35pct/2.7pct、+0.2pct/0.4pct，销售费用管控较好，管理费用率提升是职工薪酬增长所致，此外产品研发投入加大；综合影响下，2024/24Q4 公司净利率分别为 33.5%/30.3%，同比分别变动-0.3pct/-3.3pct，四季度收入下滑及买赠活动扰动盈利能力。

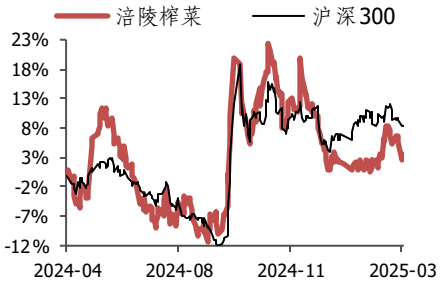
25 年在研发、生产、渠道等方面持续深化改革，期待需求修复。展望 2025 年公司以“夯基拓新，优化产品，强化渠道，深化改革”为战略指引，持续进行产品优化与开发，解决产品力的问题；优化销售管理，着重持续解决渠道基础薄弱与两支队伍的能力与活力问题；大力开展全年性推广活动，加强针

增持（维持评级）

股票信息

行业	食品饮料
2025 年 4 月 2 日收盘价（元）	13.45
总市值（百万元）	15,520.21
流通市值（百万元）	15,452.90
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）	197.97

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

1、《24Q4 业绩承压，经营利润率同比提升》2025-03-07
2、《经营拐点已至，关注投资机会》2025-01-10
3、《24Q3 业绩超预期，多措并举动销改善》2024-11-08

对性，着力解决终端售卖的问题，包括新品类夯实基础与动销问题；推进生产模式变革，系统解决品质保障、柔性化生产的问题。

投资建议：随着渠道库存及原料成本压力缓解，公司持续推进产品力提升、组织架构优化、销售渠道变革等工作，榨菜基本盘有望稳固，品类及渠道扩张仍然具备空间。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.6、9.2、9.6 亿元，EPS 分别为 0.75、0.79、0.83 元，对应 25-27 年 PE 分别为 18、17、16 倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格波动、渠道拓展不及预期、新品推广不及预期、食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6934	7360	7572	8185	8635
现金	3680	3272	2647	3192	3653
应收票据及应收账款	11	8	8	9	9
其他应收款	4	5	5	6	5
预付账款	5	5	5	6	6
存货	495	562	552	620	611
其他流动资产	2739	3508	4354	4352	4351
非流动资产	1835	2034	2081	2127	2106
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1056	982	1050	1091	1108
无形资产	489	479	532	597	606
其他非流动资产	291	573	498	438	391
资产总计	8769	9394	9653	10312	10740
流动负债	430	586	477	635	527
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	147	236	175	265	205
其他流动负债	284	350	302	370	322
非流动负债	95	110	103	106	105
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	95	110	103	106	105
负债合计	525	696	580	741	631
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1154	1154	1154	1154	1154
资本公积	2937	2937	2937	2937	2937
留存收益	4154	4607	5076	5567	6061
归属母公司股东权益	8244	8698	9073	9571	10109
负债和股东权益	8769	9394	9653	10312	10740

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	435	817	-150	958	818
净利润	827	799	860	916	960
折旧摊销	114	111	93	106	116
财务费用	-101	-102	-85	-84	-99
投资损失	-67	-43	-60	-60	-50
营运资金变动	-338	43	-942	93	-95
其他经营现金流	1	9	-17	-13	-14
投资活动现金流	271	-1096	-69	-81	-33
资本支出	115	261	142	151	95
长期投资	202	-940	0	0	0
其他投资现金流	183	105	73	70	62
筹资活动现金流	-339	-347	-406	-332	-324
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	266	0	0	0	0
资本公积增加	-266	0	0	0	0
其他筹资现金流	-339	-347	-406	-332	-324
现金净增加额	367	-626	-625	545	461

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2450	2387	2531	2675	2814
营业成本	1207	1170	1233	1298	1363
营业税金及附加	38	37	39	41	43
销售费用	328	324	339	350	366
管理费用	88	94	81	79	82
研发费用	6	11	6	5	5
财务费用	-101	-102	-85	-84	-99
资产和信用减值损失	6	-2	4	3	2
其他收益	6	26	20	20	15
公允价值变动收益	11	19	10	10	10
投资净收益	67	43	60	60	50
资产处置收益	1	2	1	1	1
营业利润	976	942	1013	1079	1132
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	975	943	1013	1079	1131
所得税	148	143	153	163	171
净利润	827	799	860	916	960
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	827	799	860	916	960
EBITDA	987	951	1021	1101	1148
EPS（元/股）	0.72	0.69	0.75	0.79	0.83

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入（%）	-3.9	-2.6	6.0	5.7	5.2
营业利润（%）	-7.5	-3.4	7.5	6.5	4.9
归属母公司净利润（%）	-8.0	-3.3	7.6	6.5	4.8
获利能力					
毛利率（%）	50.7	51.0	51.3	51.5	51.6
净利率（%）	33.7	33.5	34.0	34.3	34.1
ROE（%）	10.0	9.2	9.5	9.6	9.5
ROIC（%）	8.9	8.1	8.6	8.7	8.6
偿债能力					
资产负债率（%）	6.0	7.4	6.0	7.2	5.9
净负债比率（%）	-43.6	-36.5	-28.1	-32.3	-35.2
流动比率	16.1	12.6	15.9	12.9	16.4
速动比率	12.8	11.4	12.7	10.4	13.4
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	304.9	255.4	310.5	312.4	311.8
应付账款周转率	7.7	6.1	6.0	5.9	5.8
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.72	0.69	0.75	0.79	0.83
每股经营现金流（最新摊薄）	0.38	0.71	-0.13	0.83	0.71
每股净资产（最新摊薄）	7.14	7.54	7.86	8.29	8.76
估值比率					
P/E	18.9	19.5	18.2	17.1	16.3
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.4	9.5	9.5	8.3	7.5

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

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

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

长城证券 GREAT WALL SECURITIES