

# 涪陵榨菜 (002507.SZ)

## 2024 年经营略有承压，2025 年改革持续推进

优于大市

### 核心观点

**2024 年收入同比减少 2.56%**。2024 年实现营业总收入 23.87 亿元，同比减少 2.56%；实现归母净利润 7.99 亿元，同比减少 3.29%；实现扣非归母净利润 7.32 亿元，同比减少 3.13%；2024Q4 实现营业总收入 4.25 亿元，同比减少 14.77%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比减少 23.12%；实现扣非归母净利润 0.95 亿元，同比减少 37.64%。

**榨菜略有下滑，经销商团队调整优化**。2024 年公司榨菜/萝卜/泡菜收入 20.4/0.5/2.3 亿元，同比-1.5%/-24.4%/+2.2%，其中萝卜主因推广资源减少。华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北销售大区收入同比-3.1%/-3.0%/+0.2%/-4.9%/-7.1%/-6.3%/+0.7%/+11.2%，截至 2024 年底，公司经销商净减少 607 家至 2632 家，主因公司优化部分布局不合理、渠道冲突的经销商。公司四季度表现疲弱，预计主因淡季叠加消费力仍处于偏低水平，2024 年平稳过渡。

**加大市场投放，盈利能力坚韧**。2024 年公司毛利率 51.0%，同比提升 0.2pct，其中榨菜毛利率为 54.55%，同比降低 0.2pct，在青菜头价格下行后，公司榨菜毛利率基本维持稳定。2024 年销售/管理费用率 13.6%/3.9%，同比提升 0.2/0.4pct，因公司扩大商超渠道竞争力度，市场推广费用同比提升较多。综合来看，公司归母净利润率 33.5%，同比小幅下滑 0.3pct。

**收入目标增速 8%，组织机制改革成为重要推力**。2025 年公司收入目标 25.78 亿元，同比增速 8%，公司将围绕产品升级+渠道重构继续发展，2024 年公司通过深度市场调研实施渠道及管理机制改革，未来将以“夯基拓新、优化产品、强化渠道、深化改革”为核心战略。

**风险提示**：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，新品推广状况不佳等。

**盈利预测与投资建议**：考虑到公司仍处于改革调整阶段，我们小幅下调此前盈利预测。我们预计 2025-2026 年公司实现营业总收入 25.8/27.6 亿元（前预测值为 26.7/28.5 亿元）并引入 2027 年收入预测 29.4 亿元，2025-2027 年收入同比增长 8.0%/7.1%/6.4%；我们预计 2025-2026 年公司实现归母净利润 8.7/9.3 亿元（前预测值为 8.9/9.4 亿元）并引入 2027 年收入预测 10.0 亿元，2025-2027 年利润同比增长 8.5%/7.5%/7.3%；综上，我们预计公司 2025-2027 年实现 EPS0.75/0.81/0.87 元，当前股价对应 PE 分别为 18.0/16.7/15.6 倍，维持优于大市评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,450	2,387	2,579	2,762	2,938
(+/-%)	-3.9%	-2.6%	8.0%	7.1%	6.4%
净利润(百万元)	827	799	867	932	1000
(+/-%)	-8.0%	-3.3%	8.5%	7.5%	7.3%
每股收益(元)	0.72	0.69	0.75	0.81	0.87
EBIT Margin	32.0%	31.5%	34.1%	34.3%	34.7%
净资产收益率 (ROE)	10.0%	9.2%	9.4%	9.6%	9.7%
市盈率 (PE)	18.9	19.5	18.01	16.75	15.6
EV/EBITDA	18.0	18.9	17.4	15.9	14.7
市净率 (PB)	1.89	1.80	1.70	1.61	1.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.53 元
总市值/流通市值	15613/15545 百万元
52 周最高价/最低价	17.20/11.47 元
近 3 个月日均成交额	199.08 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 第三季度收入同比增长 6.81%，盈利能力修复》——2024-11-03

《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 单三季度业绩同比增长 4.8%，静待需求与成本拐点到来》——2023-11-06

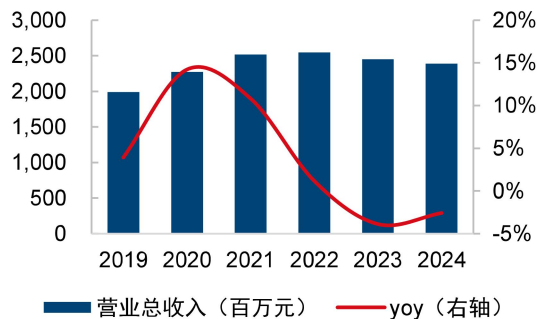
**2024 年收入同比减少 2.56%。**2024 年实现营业总收入 23.87 亿元,同比减少 2.56%;实现归母净利润 7.99 亿元,同比减少 3.29%;实现扣非归母净利润 7.32 亿元,同比减少 3.13%;2024Q4 实现营业总收入 4.25 亿元,同比减少 14.77%;实现归母净利润 1.29 亿元,同比减少 23.12%;实现扣非归母净利润 0.95 亿元,同比减少 37.64%。

**榨菜收入略有下滑,经销商团队调整优化。**2024 年公司榨菜/萝卜/泡菜收入 20.4/0.5/2.3 亿元,同比-1.5%/-24.4%/+2.2%,其中萝卜主因推广资源减少。华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北销售大区收入同比-3.1%/-3.0%/+0.2%/-4.9%/-7.1%/-6.3%/+0.7%/+11.2%,截至 2024 年底,公司经销商净减少 607 家至 2632 家,主因公司优化部分布局不合理、渠道冲突的经销商。公司四季度表现疲弱,预计主因淡季叠加消费力仍处于偏低水平,2024 年平稳过渡。

**加大市场投放,盈利能力坚韧。**2024 年公司毛利率 51.0%,同比提升 0.2pct,其中榨菜毛利率为 54.55%,同比降低 0.2pct,在青菜头价格下行后,公司榨菜毛利率基本维持稳定。2024 年销售/管理费用率 13.6%/3.9%,同比提升 0.2/0.4pct,因公司扩大商超渠道竞争力度,市场推广费用同比提升较多。综合来看,公司归母净利率 33.5%,同比小幅下滑 0.3pct。

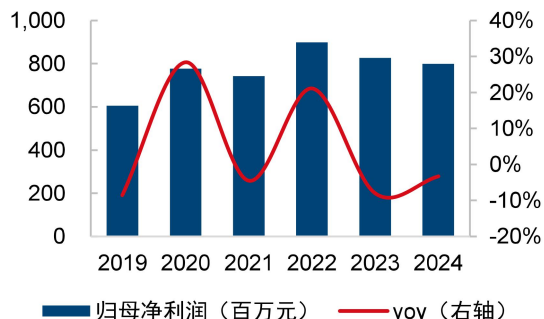
**2025 年收入目标增速 8%,组织机制改革成为重要推力。**2025 年公司收入目标 25.78 亿元,同比增速 8%,公司将围绕产品升级+渠道重构继续发展,2024 年公司通过深度市场调研实施渠道及管理机制改革,未来将以“夯基拓新、优化产品、强化渠道、深化改革”为核心战略。

图1: 营业收入及增速

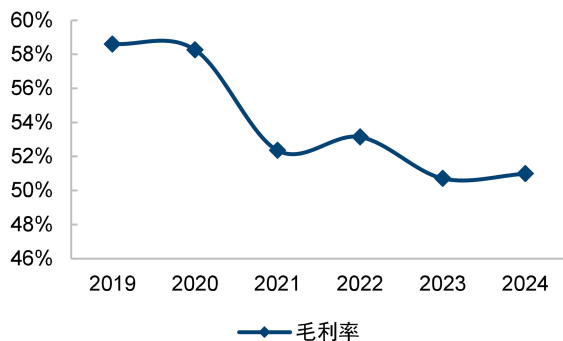


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

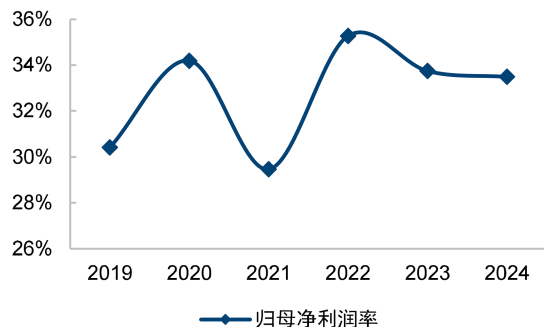
图2: 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3: 毛利率变化**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4: 归母净利润率变化**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到公司仍处于改革调整阶段,我们小幅下调此前盈利预测。我们预计 2025-2026 年公司实现营业总收入 25.8/27.6 亿元(前预测值为 26.7/28.5 亿元)并引入 2027 年收入预测 29.4 亿元,2025-2027 年收入同比增长 8.0%/7.1%/6.4%;我们预计 2025-2026 年公司实现归母净利润 8.7/9.3 亿元(前预测值为 8.9/9.4 亿元)并引入 2027 年收入预测 10.0 亿元,2025-2027 年利润同比增长 8.5%/7.5%/7.3%;综上,我们预计公司 2025-2027 年实现 EPS0.75/0.81/0.87 元,当前股价对应 PE 分别为 18.0/16.7/15.6 倍,维持优于大市评级。

**表1: 盈利预测调整表**

项目	原预测(调整前)			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2665	2850	-	2579	2762	2938	-86	-88	-
收入同比增速%	11.64%	6.95%	-	8.02%	7.11%	6.37%	-3.62%	0.16%	-
毛利率%	52.80%	52.40%	-	51.1%	51.4%	51.8%	-1.67%	-0.98%	-
销售费用率%	13.84%	13.84%	-	13.64%	13.44%	13.24%	-0.20%	-0.40%	-
净利率%	33.25%	32.90%	-	33.62%	33.75%	34.04%	0.37%	0.85%	-
归母净利润(百万元)	886	938	-	867	932	1000	-19	-6	-
归母净利润同比增速%	10.84%	5.84%	-	8.46%	7.52%	7.27%	-2.38%	1.68%	-
EPS(元)	0.77	0.81	-	0.75	0.81	0.87	-1.87%	-0.22%	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表2: 可比公司估值表(2025年4月3日)**

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
002507.SZ	涪陵榨菜	19.53	13.53	0.75	0.81	18.0	16.7	156	优于大市
603288.SH	海天味业	35.65	40.67	1.25	1.39	32.4	29.2	2,261	优于大市
603317.SH	天味食品	24.71	14.49	0.66	0.75	22.0	19.4	154	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理,海天味业、天味食品为 Wind 一致预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3680	3272	3808	4326	4892	营业收入	2450	2387	2579	2762	2938
应收款项	15	14	15	16	17	营业成本	1207	1170	1260	1342	1416
存货净额	495	562	520	547	575	营业税金及附加	38	37	40	42	45
其他流动资产	934	114	123	132	140	销售费用	328	324	352	371	389
<b>流动资产合计</b>	<b>6934</b>	<b>7360</b>	<b>7864</b>	<b>8419</b>	<b>9023</b>	管理费用	88	94	110	117	123
固定资产	1194	1396	1444	1471	1487	研发费用	6	11	11	12	13
无形资产及其他	489	479	460	440	421	财务费用	(101)	(102)	(71)	(82)	(94)
投资性房地产	153	159	159	159	159	投资收益	67	43	50	45	40
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	11	21	14	14	15
<b>资产总计</b>	<b>8769</b>	<b>9394</b>	<b>9928</b>	<b>10490</b>	<b>11091</b>	其他收入	8	14	72	69	66
短期借款及交易性金融负债	0	1	0	0	0	营业利润	976	942	1023	1099	1179
应付款项	147	236	253	266	280	营业外净收支	(1)	0	(0)	0	(0)
其他流动负债	284	349	376	396	417	<b>利润总额</b>	<b>975</b>	<b>943</b>	<b>1022</b>	<b>1099</b>	<b>1179</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>430</b>	<b>586</b>	<b>629</b>	<b>662</b>	<b>697</b>	所得税费用	148	143	155	167	179
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	95	110	110	110	110	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>827</b>	<b>799</b>	<b>867</b>	<b>932</b>	<b>1000</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>95</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>525</b>	<b>696</b>	<b>738</b>	<b>772</b>	<b>807</b>	净利润	827	799	867	932	1000
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(10)	8	1	0	0
股东权益	8244	8698	9189	9718	10284	折旧摊销	114	111	134	156	167
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8769</b>	<b>9394</b>	<b>9928</b>	<b>10490</b>	<b>11091</b>	公允价值变动损失	(11)	(21)	(14)	(14)	(15)
						财务费用	(101)	(102)	(71)	(82)	(94)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	444	927	76	(3)	(3)
每股收益	0.72	0.69	0.75	0.81	0.87	其它	10	(8)	(1)	(0)	(0)
每股红利	0.29	0.30	0.33	0.35	0.38	<b>经营活动现金流</b>	<b>1374</b>	<b>1816</b>	<b>1063</b>	<b>1071</b>	<b>1149</b>
每股净资产	7.14	7.54	7.96	8.42	8.91	资本开支	0	(332)	(150)	(150)	(150)
ROIC	10%	11%	14%	15%	17%	其它投资现金流	(697)	(1588)	0	0	0
ROE	10%	9%	9%	10%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(697)</b>	<b>(1920)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>
毛利率	51%	51%	51%	51%	52%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	31%	34%	34%	35%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	36%	36%	37%	38%	支付股利、利息	(337)	(346)	(375)	(404)	(433)
收入增长	-4%	-3%	8%	7%	6%	其它融资现金流	263	388	(1)	0	0
净利润增长率	-8%	-3%	8%	8%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(411)</b>	<b>(304)</b>	<b>(376)</b>	<b>(404)</b>	<b>(433)</b>
资产负债率	6%	7%	7%	7%	7%	<b>现金净变动</b>	<b>266</b>	<b>(408)</b>	<b>537</b>	<b>517</b>	<b>566</b>
息率	2.2%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	货币资金的期初余额	3414	3680	3272	3808	4326
P/E	18.9	19.5	18.0	16.7	15.6	货币资金的期末余额	3680	3272	3808	4326	4892
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	1343	804	806	877
EV/EBITDA	18.0	18.9	17.4	15.9	14.7	权益自由现金流	0	1818	863	875	956

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032