

2025 年 04 月 27 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

成本红利释放，推进渠道改革

—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

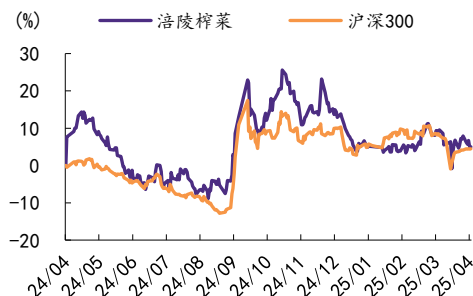
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-25

当前股价（元）	13.53
总市值（亿元）	156
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）	187.21

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，关注改革成效释放》2025-03-30
- 2、《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
- 3、《涪陵榨菜（002507）：业绩边际修复，改革成效释放》2024-11-05

2025 年 4 月 26 日，涪陵榨菜发布 2025 年一季度报告。公司 2025Q1 总营收 7.13 亿元（同减 5%），主要系高基数下，公司改变经营思路，主动降低一季度销售占比，合理控制经销商库存，降低经销商压力，归母净利润 2.72 亿元（同增 0.2%），扣非净利润 2.57 亿元（同减 0.6%）。

投资要点

■ 低价原料红利释放，盈利能力持续提升

公司 2025Q1 毛利率同增 4pct 至 55.96%，主要系公司提高生产效率叠加原料价格处于历史低位所致，预计可平滑加量不加价策略对于毛利端的影响，销售费用率同增 1pct 至 12.94%，主要系公司加大线上渠道与门店陈列费用投放，预计品牌认知度持续提升，管理费用率同增 0.04pct 至 2.60%，净利率同增 2pct 至 38.19%，盈利能力持续提升。

■ 延续产品搭赠力度，加强渠道价盘区隔

产品端来看，2024 年榨菜 2 元价格带持续夯实，量贩装持续放量，升级后的新品动销持续好转；萝卜产品继续做技术改造，并重塑包装、提升市场推广力度；2025 年公司开展买榨菜搭赠非榨菜等活动，培育非榨菜大单品，逐渐开拓新增长点。渠道端来看，加大线上与线下渠道产品区隔，重新调整货盘，线下增厚渠道利润，线上加强柔性化生产能力，做适应性产品开发，预计改革效果持续释放；此外，餐饮渠道展开错位竞争，转向非榨菜品类酸菜、豆瓣酱、泡菜等产品，25Q1 销量明显攀升。

■ 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。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
流动资产：				
现金及现金等价物	3,272	3,521	3,925	4,454
应收款	14	15	16	17
存货	562	615	653	695
其他流动资产	3,513	3,822	4,030	4,139
流动资产合计	7,360	7,973	8,624	9,304
非流动资产：				
金融类资产	3,399	3,699	3,899	3,999
固定资产	982	1,165	1,187	1,147
在建工程	414	166	66	26
无形资产	479	455	431	408
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	159	159	159	159
非流动资产合计	2,034	1,945	1,843	1,741
资产总计	9,394	9,918	10,467	11,045
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	236	258	274	292
其他流动负债	297	297	297	297
流动负债合计	586	613	633	654
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	110	110	110	110
非流动负债合计	110	110	110	110
负债合计	696	723	743	764
所有者权益				
股本	1,154	1,154	1,154	1,154
股东权益	8,698	9,195	9,724	10,281
负债和所有者权益	9,394	9,918	10,467	11,045

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	799	877	934	982
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	111	89	100	101
公允价值变动	19	20	18	15
营运资金变动	-112	-37	-28	-29
经营活动现金净流量	817	949	1025	1068
投资活动现金净流量	-1096	-235	-122	-21
筹资活动现金净流量	529	-380	-405	-425
现金流量净额	250	335	498	622

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,387	2,578	2,752	2,924
营业成本	1,170	1,243	1,321	1,406
营业税金及附加	37	39	40	42
销售费用	324	348	371	398
管理费用	94	98	102	108
财务费用	-102	-99	-110	-125
研发费用	11	8	8	9
费用合计	326	355	372	390
资产减值损失	-2	3	3	3
公允价值变动	19	20	18	15
投资收益	43	50	45	43
营业利润	942	1,034	1,102	1,158
加：营业外收入	2	1	0	0
减：营业外支出	1	1	0	0
利润总额	943	1,034	1,102	1,158
所得税费用	143	157	167	176
净利润	799	877	934	982
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	799	877	934	982

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-2.6%	8.0%	6.7%	6.3%
归母净利润增长率	-3.3%	9.7%	6.5%	5.1%
盈利能力				
毛利率	51.0%	51.8%	52.0%	51.9%
四项费用/营收	13.7%	13.8%	13.5%	13.3%
净利率	33.5%	34.0%	34.0%	33.6%
ROE	9.2%	9.5%	9.6%	9.6%
偿债能力				
资产负债率	7.4%	7.3%	7.1%	6.9%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	176.4	176.4	176.4	176.4
存货周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.69	0.76	0.81	0.85
P/E	19.5	17.8	16.7	15.9
P/S	6.5	6.1	5.7	5.3
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5

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。注重研究行业和个股基本面，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。