

公司研究

需求仍较平淡，外延并购推动多品类发展

——涪陵榨菜（002507.SZ）2025年一季报点评

要点

事件：涪陵榨菜 25Q1 实现营业收入 7.1 亿元，同比-4.8%；归母净利润 2.7 亿元，同比+0.2%；扣非归母净利润 2.6 亿元，同比-0.6%。

原材料价格下降，带动净利率同比提升。

1) 25Q1 公司毛利率为 55.96%，同比+3.85pcts。24 年青菜头收购价格同比下降 31%，当年初收购的青菜头加工成熟后陆续于 5 月、6 月开始投入使用。25Q1 因使用 24 年的低价青菜头，毛利率同比提升。2) 25Q1 公司销售费用率为 12.94%，同比+0.72pcts，主要系公司开展“定向爆破”的城市项目，附带了部分品牌广告等投放，导致销售费用率同比提升。3) 25Q1 管理费用率为 2.6%，同比+0.04pcts。4) 25Q1 财务费用率为-3.01%，同比+1.26pcts，主要系 25Q1 收到的银行存单利息同比减少。5) 25Q1 其他收益占收入比例为 0.47%，同比-0.80pcts，主要系 24Q1 公司加计抵扣 2023 年先进制造企业增值税税金，25Q1 无该收益。6) 综合来看，25Q1 公司销售净利率达到 38.19%，同比+1.9pcts。

加强电商与餐饮渠道发展，外延并购推动多品类发展。

电商渠道方面，鉴于近两年电商渠道增长良好，公司 2025 年重新规划了重点产品、价格优惠、直播推广等模式，还将针对电商渠道提供专项资源支持其发展。餐饮渠道方面，公司此前设立的餐饮渠道事业部发展较快，2024 年业绩超 1 亿元，但存在与家庭端消费市场冲突的情况，2025 年公司将加强餐饮端大包装榨菜产品上量管控，维持双渠道平衡发展，同时加大餐饮端非榨菜产品推广力度，目前这些非榨菜产品已收获较好反馈。

公司坚持以榨菜为中心，向“榨菜+”、榨菜亲缘品类方向发展，将兼并收购作为下一阶段发展的重要手段。25 年 4 月 26 日，公司拟通过发行股份及支付现金购买四川味滋美食品科技有限公司 51% 股权。24 年味滋美公司实现收入 2.65 亿元，实现净利润 3962 万元。本次交易完成后，味滋美能借助涪陵榨菜全国 C 端渠道拓展市场、提升盈利；涪陵榨菜可获得味滋美的 B 端资源，借此打入餐饮市场，实现渠道拓展。后续建议关注交易进展。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 8.78/9.39/9.91 亿元，折合 2025-2027 年 EPS 为 0.76/0.81/0.86 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 18x/17x/16x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；行业竞争高于预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,450	2,387	2,579	2,740	2,868
营业收入增长率	-3.86%	-2.56%	8.02%	6.27%	4.68%
归母净利润（百万元）	827	799	878	939	991
归母净利润增长率	-8.03%	-3.29%	9.82%	6.99%	5.48%
EPS（元）	0.72	0.69	0.76	0.81	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.03%	9.19%	9.66%	9.62%	9.46%
P/E	19	20	18	17	16
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

买入（维持）

当前价：13.53 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

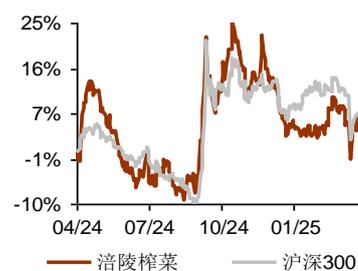
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.54
总市值(亿元):	156.13
一年最低/最高(元):	11.47/17.20
近 3 月换手率:	82.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.14	2.21	0.68
绝对	-2.24	1.42	6.34

资料来源：Wind

相关研报

24Q4 业绩承压，静待调整成效——涪陵榨菜（002507.SZ）2024 年年报点评（2025-04-01）
改革初见成效，Q3 业绩同比改善——涪陵榨菜（002507.SZ）2024 年三季报业绩点评（2024-10-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,450	2,387	2,579	2,740	2,868
营业成本	1,207	1,170	1,245	1,318	1,374
折旧和摊销	114	111	125	142	157
税金及附加	38	37	40	42	44
销售费用	328	324	360	372	384
管理费用	88	94	100	104	107
研发费用	6	11	11	12	13
财务费用	-101	-102	-107	-116	-121
投资收益	67	43	70	70	70
营业利润	976	942	1,044	1,117	1,178
利润总额	975	943	1,045	1,118	1,179
所得税	148	143	167	179	189
净利润	827	799	878	939	991
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	827	799	878	939	991
EPS(元)	0.72	0.69	0.76	0.81	0.86

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	435	817	775	794	899
净利润	827	799	878	939	991
折旧摊销	114	111	125	142	157
净营运资金增加	-542	-947	144	188	124
其他	37	854	-372	-475	-373
投资活动产生现金流	271	-1,096	-172	-120	-120
净资本支出	-112	-258	-250	-200	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	383	-838	78	80	80
融资活动现金流	-339	-347	-371	-131	-148
股本变化	266	0	0	0	0
债务净变化	0	1	-1	0	0
无息负债变化	-322	170	53	-107	17
净现金流	367	-626	232	543	631

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	50.7%	51.0%	51.7%	51.9%	52.1%
EBITDA 率	36.9%	37.3%	37.8%	38.8%	39.5%
EBIT 率	32.2%	32.6%	33.0%	33.6%	34.1%
税前净利润率	39.8%	39.5%	40.5%	40.8%	41.1%
归母净利润率	33.7%	33.5%	34.0%	34.3%	34.5%
ROA	9.4%	8.5%	8.9%	9.0%	8.9%
ROE (摊薄)	10.0%	9.2%	9.7%	9.6%	9.5%
经营性 ROIC	15.9%	19.1%	19.1%	19.5%	19.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	6%	7%	8%	6%	6%
流动比率	16.11	12.56	12.06	15.94	17.12
速动比率	14.96	11.60	11.12	14.91	16.06
归母权益/有息债务	-10307.63	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-10501.63	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,769	9,394	9,839	10,409	11,135
货币资金	3,680	3,272	3,503	4,046	4,677
交易性金融资产	1,811	3,399	3,399	3,399	3,399
应收账款	11	8	13	14	17
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	4	5	6	6	6
存货	495	562	597	527	550
其他流动资产	929	109	147	179	205
流动资产合计	6,934	7,360	7,671	8,182	8,865
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,056	982	1,201	1,336	1,439
在建工程	138	414	329	262	211
无形资产	489	479	469	460	451
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	97	102	103	103	103
非流动资产合计	1,835	2,034	2,169	2,226	2,270
总负债	525	696	748	642	659
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	147	236	251	171	151
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	7	7	7	7
流动负债合计	430	586	636	513	518
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	77	87	106	122	135
非流动负债合计	95	110	112	129	141
股东权益	8,244	8,698	9,091	9,767	10,476
股本	1,154	1,154	1,154	1,154	1,154
公积金	3,346	3,407	3,494	3,514	3,514
未分配利润	3,744	4,137	4,442	5,099	5,808
归属母公司权益	8,244	8,698	9,091	9,767	10,476
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.37%	13.58%	13.98%	13.58%	13.38%
管理费用率	3.59%	3.94%	3.87%	3.80%	3.73%
财务费用率	-4.11%	-4.28%	-4.15%	-4.23%	-4.20%
研发费用率	0.24%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%
所得税率	15%	15%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.42	0.23	0.24	0.26
每股经营现金流	0.38	0.71	0.67	0.69	0.78
每股净资产	7.14	7.54	7.88	8.46	9.08
每股销售收入	2.12	2.07	2.23	2.37	2.49

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19	20	18	17	16
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.8	11.7	10.5	9.2	8.2
股息率	2.2%	3.1%	1.7%	1.8%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP