

涪陵榨菜（002507.SZ）

收入承压盈利改善，并购加速多元发展

公司 Q1 收入/利润分别-4.75%/+0.24%，收入承压盈利改善。公司公告通过股权+现金的方式，收购味滋美 51%股权，有望加速公司品类多样化、渠道多元化的发展。近年来公司不断强化竞争优势，提升渠道管控和内部管理效率，使得发展更加稳健，在当前政策推动消费力稳健复苏的趋势下，公司通过经营策略调整，25 年有望迎来复苏。当前市场预期低，公司估值处于近年来底部位置，行业看中长期增速预期放缓，公司账上现金充足，有意在成熟期显著提升分红，提高股东回报，建议底部加大布局。

□ Q1 公司收入/归母净利润分别同比-4.75%/+0.24%，收入承压盈利改善。公司 2025Q1 总营收 7.13 亿元，同比-4.75%，归母净利润 2.72 亿元，同比+0.24%。收入端下降主要受春节错期影响，以及公司过去几年持续高基数影响。利润端改善主要受益于成本红利下毛利率显著改善。Q1 公司现金回款 7.29 亿，同比+0.38%，快于收入，经营性现金流净额 0.2 亿，同比转正，主要系公司期支付原材料款及税金减少，合同负债 0.52 亿，同比增长 48.3%。

□ 毛利率提升，净利率改善。Q1 公司毛利率 56.0%，同比+3.85pcts，主要系青菜头成本价格下降所致，销售费用率 12.94%，同比+0.72pct，管理费用率 2.60%，同比+0.04pct，净利率 38.19%，受益于毛利率提升，同比+1.90pcts。

□ 25 年展望：并购加速多元发展，H1 享受成本红利。收入端看，公司坚持“稳住榨菜，夯基拓新”战略不动摇，通过产品改善+2 元战略产品布局等策略，重新抢夺市场份额，Q2 旺季叠加低基数因素，收入端有望改善。盈利端看，今年青菜头采购价格相比去年平稳，25H1 仍将看到成本红利。此外，公司公告拟通过发行股份及支付现金方式，购买味滋美 51%的股权。味滋美主营复调业务，已形成较为完善的“餐饮门店经营+B 端复合底料+ 餐饮预制菜+C 端复合底料”产业布局，24 年收入 2.65 亿，净利润 3962 万。收购味滋美有望依托其现有餐饮渠道拓展榨菜 B 端产品的导入，同时公司也有望通过自身渠道优势赋能味滋美，强化其线下渠道能力，提升品牌影响力。此次并购对于公司品类多元化、渠道多样化有着较好的补充与资源互换作用。

□ 投资建议：收入承压盈利改善，并购加速多元发展，维持“强烈推荐”评级。公司 Q1 收入/利润分别-4.75%/+0.24%，收入承压盈利改善。公司公告通过股权+现金的方式，收购味滋美 51%股权，有望加速公司品类多样化、渠道多元化的发展。近年来公司不断强化竞争优势，提升渠道管控和内部管理效率，使得发展更加稳健，在当前政策推动消费力稳健复苏的趋势下，公司通过经营策略调整，25 年有望迎来复苏。当前市场预期低，公司估值处于近年来底部位置，行业看中长期增速预期放缓，公司账上现金充足，有意在成熟期显著提升分红，提高股东回报，建议底部加大布局。我们给予 25-26 年 EPS 分别为 0.76、0.77 元，对应 25 年 18X 估值，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：需求不及预期、成本大幅上涨、新品拓展不及预期

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

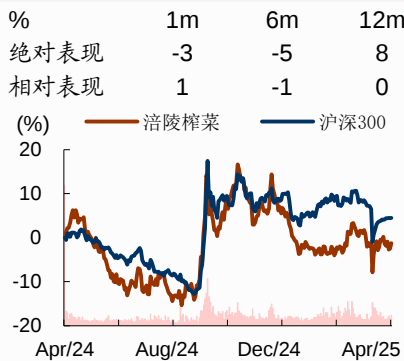
目标估值：NA

当前股价：13.53 元

基础数据

总股本（百万股）	1154
已上市流通股（百万股）	1149
总市值（十亿元）	15.6
流通市值（十亿元）	15.5
每股净资产（MRQ）	7.8
ROE（TTM）	8.9
资产负债率	7.4%
主要股东 重庆市涪陵国有资产投资经	
主要股东持股比例	35.26%

股价表现



相关报告

- 1、《涪陵榨菜（002507）—Q4 业绩承压，25 年目标稳健》2025-03-31
- 2、《涪陵榨菜（002507）—Q4 业绩承压，蓄力 25 年良性发展》2025-03-03
- 3、《涪陵榨菜（002507）—新视角下的投资机会》2024-12-02

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2450	2387	2537	2667	2801
同比增长	-4%	-3%	6%	5%	5%

营业利润(百万元)	976	942	1041	1043	1080
同比增长	-8%	-3%	11%	0%	4%
归母净利润(百万元)	827	799	882	883	914
同比增长	-8%	-3%	10%	0%	4%
每股收益(元)	0.72	0.69	0.76	0.77	0.79
PE	18.9	19.5	17.7	17.7	17.1
PB	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7

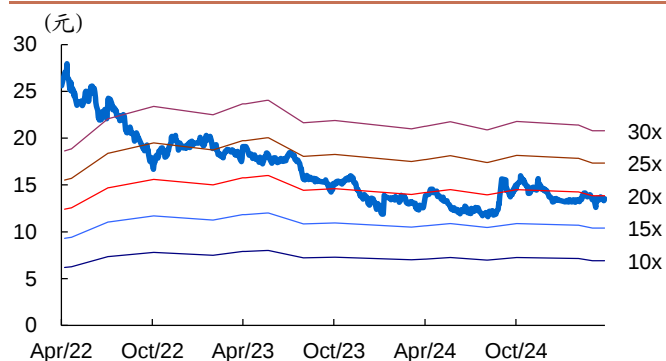
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	577	615	498	749	557	657	425	713	2450	2387
二、营业总成本	356	411	321	450	362	408	316	413	1559	1535
其中: 营业成本	295	334	246	359	283	288	240	314	1207	1170
营业税金及附加	12	7	12	10	9	7	11	7	38	37
营业费用	54	72	66	91	67	113	52	92	328	324
管理费用	20	20	24	19	22	21	32	19	88	94
研发费用	2	1	3	2	2	3	4	2	6	11
财务费用	-23	-22	-26	-32	-21	-24	-24	-21	-101	-102
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	1	1	0	2
三、其他经营收益	24	21	19	23	14	12	41	20	85	90
公允价值变动收益	0	2	3	10	3	5	8	3	6	26
投资收益	1	7	-1	4	4	2	8	5	11	19
其他收益	24	12	16	10	4	6	24	11	67	43
四、营业利润	246	224	196	322	209	261	150	320	976	942
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	2	0	0	0	2
减: 营业外支出	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1
五、利润总额	246	224	196	321	209	263	150	320	975	943
减: 所得税	36	35	28	50	33	40	21	48	148	143
六、净利润	209	189	167	272	177	223	129	272	827	799
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	209	189	167	272	177	223	129	272	827	799
EPS	0.18	0.16	0.14	0.24	0.15	0.19	0.11	0.24	0.72	0.69
主要比率										
毛利率	48.8%	45.7%	50.6%	52.1%	49.2%	56.2%	43.4%	56.0%	50.7%	51.0%
主营税金率	2.0%	1.1%	2.4%	1.3%	1.6%	1.1%	2.5%	1.0%	1.5%	1.5%
营业费率	9.4%	11.7%	13.2%	12.2%	12.1%	17.2%	12.3%	12.9%	13.4%	13.6%
管理费	3.4%	3.3%	4.9%	2.6%	4.0%	3.1%	7.6%	2.6%	3.6%	3.9%
营业利润率	42.6%	36.5%	39.4%	43.0%	37.5%	39.8%	35.3%	44.9%	39.8%	39.5%
实际税率	14.8%	15.7%	14.5%	15.4%	15.6%	15.3%	14.1%	14.9%	15.2%	15.2%
净利率	36.3%	30.7%	33.6%	36.3%	31.7%	33.9%	30.3%	38.2%	33.7%	33.5%
YoY										
收入增长率	-21.3%	-1.5%	-0.8%	-1.5%	-3.4%	6.8%	-14.8%	-4.8%	-3.9%	-2.6%
营业利润增长率	-30.4%	5.9%	-17.1%	3.9%	-14.8%	16.6%	-23.6%	-0.6%	-7.5%	-1.6%
净利润增长率	-30.8%	4.8%	-17.3%	3.9%	-15.6%	17.9%	-23.1%	0.2%	-8.0%	-3.1%

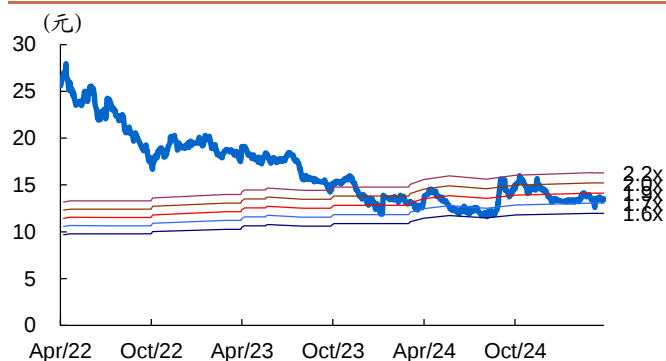
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 涪陵榨菜历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 涪陵榨菜历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《涪陵榨菜（002507）—Q4 业绩承压，蓄力 25 年良性发展》2025-03-03
- 2、《涪陵榨菜（002507）—新视角下的投资机会》2024-12-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6934	7360	7870	8184	8289
现金	3680	3272	3782	4057	4121
交易性投资	1811	3399	3399	3399	3399
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	11	8	9	9	10
其它应收款	4	5	6	6	6
存货	495	562	554	586	620
其他	934	114	121	127	133
非流动资产	1835	2034	1916	1810	1713
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1056	982	916	856	802
无形资产商誉	528	518	466	419	377
其他	252	534	534	534	534
资产总计	8769	9394	9786	9994	10002
流动负债	430	586	581	598	616
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	147	236	233	246	260
预收账款	60	53	52	55	59
其他	223	297	296	297	297
长期负债	95	110	110	110	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他	95	110	110	110	110
负债合计	525	696	691	708	726
股本	1154	1154	1154	1154	1154
资本公积金	2937	2937	2937	2937	2937
留存收益	4154	4607	5004	5195	5186
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	8244	8698	9095	9286	9277
负债及权益合计	8769	9394	9786	9994	10002

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	435	817	868	869	889
净利润	827	799	882	883	914
折旧摊销	114	111	145	133	123
财务费用	(80)	(79)	(72)	(42)	(42)
投资收益	(67)	(43)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	(354)	25	(4)	(22)	(23)
其它	(4)	4	0	0	0
投资活动现金流	271	(1096)	56	56	56
资本支出	(115)	(261)	(27)	(27)	(27)
其他投资	385	(835)	83	83	83
筹资活动现金流	(339)	(347)	(413)	(650)	(881)
借款变动	(101)	(114)	(1)	0	0
普通股增加	266	0	0	0	0
资本公积增加	(266)	0	0	0	0
股利分配	(337)	(346)	(485)	(692)	(923)
其他	100	113	72	42	42
现金净增加额	367	(626)	510	275	64

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2450	2387	2537	2667	2801
营业成本	1207	1170	1155	1221	1291
营业税金及附加	38	37	39	41	43
营业费用	328	324	349	373	393
管理费用	88	94	97	102	108
研发费用	6	11	11	12	12
财务费用	(101)	(102)	(72)	(42)	(42)
资产减值损失	7	1	1	1	0
公允价值变动收益	11	19	19	19	19
其他收益	6	26	26	26	26
投资收益	67	43	38	38	38
营业利润	976	942	1041	1043	1080
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	975	943	1042	1043	1080
所得税	148	143	160	160	166
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	827	799	882	883	914

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4%	-3%	6%	5%	5%
营业利润	-8%	-3%	11%	0%	4%
归母净利润	-8%	-3%	10%	0%	4%
获利能力					
毛利率	50.7%	51.0%	54.5%	54.2%	53.9%
净利率	33.7%	33.5%	34.8%	33.1%	32.6%
ROE	10.3%	9.4%	9.9%	9.6%	9.8%
ROIC	9.2%	8.3%	9.2%	9.2%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	6.0%	7.4%	7.1%	7.1%	7.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	16.1	12.6	13.5	13.7	13.5
速动比率	15.0	11.6	12.6	12.7	12.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.5	2.2	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率	305.0	255.0	300.0	299.0	299.0
应付账款周转率	7.7	6.1	4.9	5.1	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.69	0.76	0.77	0.79
每股经营净现金	0.38	0.71	0.75	0.75	0.77
每股净资产	7.14	7.54	7.88	8.05	8.04
每股股利	0.30	0.42	0.60	0.80	0.30
估值比率					
PE	18.9	19.5	17.7	17.7	17.1
PB	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA	13.2	13.7	11.5	11.3	11.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。