

榨菜主营增收承压，并购扩品充实渠道

——涪陵榨菜 2024 年年报 2025 年一季度点评

公司点评

● 公司 2024 年营收净利连续两年负增长：

公司公布 2024 年年报，实现营收 23.87 亿元/-2.56%；归母净利润 7.99 亿元/-3.29%。公司毛利率 50.99%，同比提高 0.27pct。两费方面，销售费用率 13.58%，同升 0.21pct；管理费用率 4.38%，同升 0.55pct。净利率 33.49%，同升-0.25pct。2024Q4 实现营收 4.25 亿元/-14.77%；归母净利润 1.29 亿元/-23.12%，四季度毛利下降，下半年对部分产品进行搭赠推广，推广费用中赠品部分进行了折让处理，冲减了当期收入。

成本方面，2024 年、2025 年青菜头收购价均维持在较低水平，公司把握低价原料时机收购足够量青菜头原料，能够维持公司近两年的原料成本稳定、可控，支撑加量不加价策略执行。2024 年在外部复杂形势冲击、内部管理焕新变革的情况下，基本完成全年经营目标。公司已确立中长期战略规划，将从“拓品类+拓渠道”双拓战略中寻求上市公司新一轮增长曲线，并将兼并收购作为下一阶段战略发展的重要手段。

● 2025 年 Q1 业绩披露，受益原材料低价收购，收入下降利润增长

2025 年 Q1 公司实现营收 7.13 亿元/-4.75%；归母净利润 2.72 亿元/+0.24%。营业成本 3.14 亿元/-12.97%，主要得益于原材料采购成本的优化和生产效率的提高，公司 2025 年一季度净利率创新高至 38.19%。

● 拟收购味滋美，拓品类拓渠道，有助于快速开辟第二增量市场

作为榨菜龙头企业，公司榨菜收入自从 2021 年实现创新高 22.26 亿元后，已连续四年下降，2024 年已回落至 20.44 亿元，公司榨菜市场龙头地位不变，同时积极开拓新品和新市场为公司打造新年的营收增长点。公司持续进行终端产品调研，寻求市场发展空间较大的非榨菜品类，如萝卜、泡菜、以及复合调味料等需求增长明显且未形成大品牌、大规模品类；以及设立餐饮渠道事业部与部分头部连锁餐饮企业达成合作，努力打通 B 端市场，2024 年度餐饮渠道完成超 1 亿元销售业绩。

近年来市场竞争加剧，食品消费市场存量博弈竞争下，并购重组成为行业新发展趋势。在此背景下，涪陵榨菜秉持“百年榨菜、百亿乌江”的目标愿景，在 2024 年制定了“内生式增长+外延式并购”双轮驱动的中长期发展战略，将并购重组作为突破上市公司发展瓶颈的重要手段，积极实施相关行业资产整合，以促进产品品类和销售渠道拓展，提升行业战略地位。

公司最新公告拟收购四川味滋美食品科技有限公司 51% 股权。本次交易如能顺利完成，味滋美可借助涪陵榨菜遍布全国的 C 端经销商渠道网络快速嫁接优势资源、开辟第二增量市场，提高其销售规模和盈利能力。同时，涪陵榨菜也可获得味滋美成熟的 B 端资源，依托其活跃餐饮终端跑通榨菜、泡菜、豆瓣酱系列产品，促进公司餐饮产品迅速切入餐饮市场。

● 完善销售人员激励机制稳定公司发展，保持高分红提升企业吸引力：

2024 年度根据组织架构变革同步对公司员工薪酬进行了调整，同时对销售人员激励机制进行完善，制定了销售人员三年的中长期激励机制，提升了销售人员的稳定性，同时对销售人员考核机制适度调整，降低基础任务考核增加

推荐（维持评级）

陈文倩（分析师）

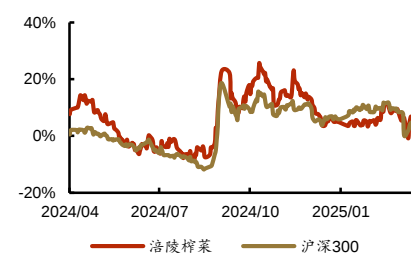
chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据 时间 2025/04/28

收盘价(元):	13.26
一年最低/最高(元):	12.23/14.43
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	153.01
流通股本(亿股):	11.49
流通市值(亿元):	152.35
近 3 月换手率:	20.65

股价一年走势



相关报告

《调整销售考核迎合市场需求 传统销售旺季动销改善明显》2024-11-10

《稳住榨菜，夯基拓新，寻求增长》2024-10-30

《现金流、预收款双双走强，补库存继续拉动收入》2020-04-22

《轻装上阵再出发，业绩弹性仍可期》2020-03-17

《否极泰来，拐点已至》2020-02-28



调货额激励比例，提升销售人员开发渠道积极性。

报告期内，公司实施了 2023 年利润分配方案，每 10 股派发现金股利 3.00 元（含税），共计派发现金红利 3.46 亿元。2024 年度，公司再次提出利润分配预案，每 10 股派发现金股利 4.20 元（含税），共计派发现金红利 4.85 亿元。两次分红均不送红股，不以公积金转增股本。

● 盈利预测及投资建议：

我们预计公司 25/26/27 年实现营收分别为 24.59/26.51/28.75 亿元，同比增速 3.0%/7.8%/8.5%，净利润分别为 8.62/8.97/9.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.78/0.84 元。当前股价对应 PE 分别为 18.1/17.4/16.2 倍，公司当前 PE19.1 倍，维持公司“推荐”评级。

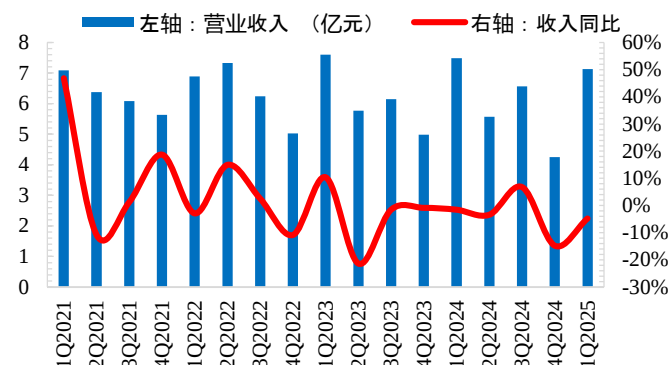
● **风险提示：**消费信心不足，消费需求减弱，存量博弈加剧，并购重组经营风险，食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,450	2,387	2,459	2,651	2,875
增长率(%)	-3.9	-2.6	3.0	7.8	8.5
净利润(百万元)	827	799	862	897	966
增长率(%)	-8.0	-3.3	7.9	4.1	7.6
毛利率(%)	50.7	51.0	52.0	51.0	52.0
净利率(%)	33.7	33.5	35.1	33.9	33.6
ROE(%)	10.0	9.2	9.5	9.4	9.6
EPS(摊薄/元)	0.72	0.69	0.75	0.78	0.84
P/E(倍)	18.9	19.5	18.1	17.4	16.2
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

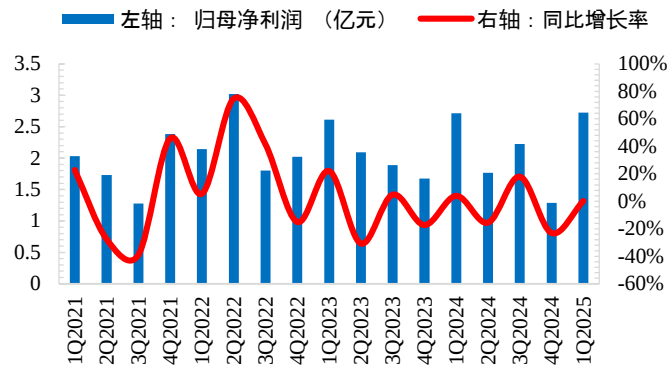
资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 4 月 28 日

图1： 2021Q1-2025Q1 单季营业收入及其同比，2025Q1 营收增速-4.8%同比降幅扩大



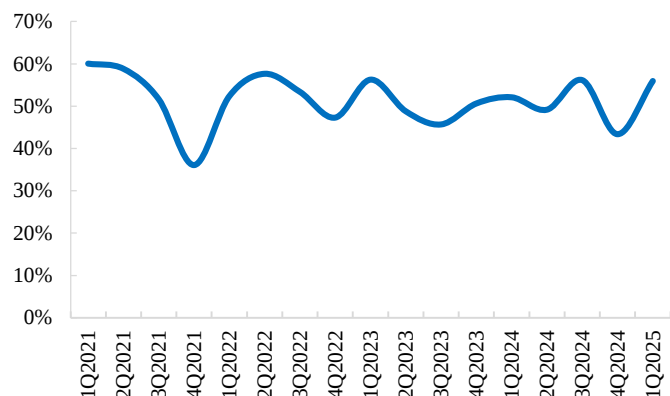
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2： 2021Q1-2025Q1 四季度归母净利润及其同比，2025Q1 归母净利润增速同比守在收窄



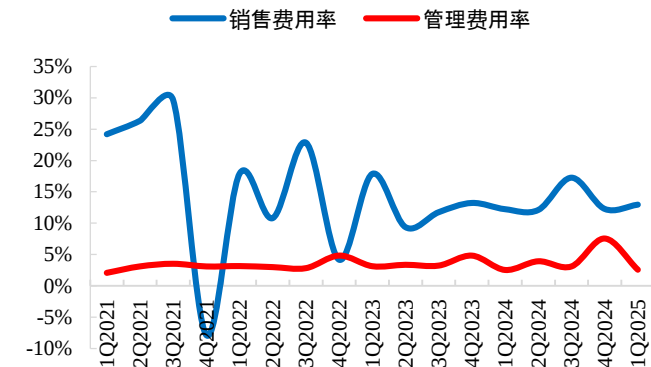
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2021Q1-2025Q1 单季毛利率，受益原材料成本毛利率回升



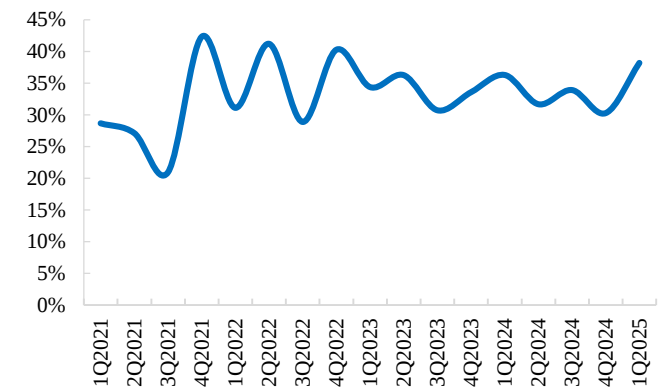
资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 2021Q1-2025Q1 单季销售费用率和管理费用率，内部控费管理费率下降



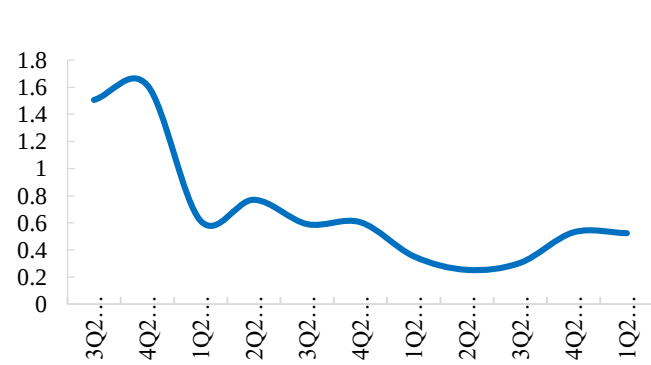
资料来源：wind，诚通证券研究所

图5： 2021Q1-2025Q1 单季净利率，受益成本下降控费等净利率提升



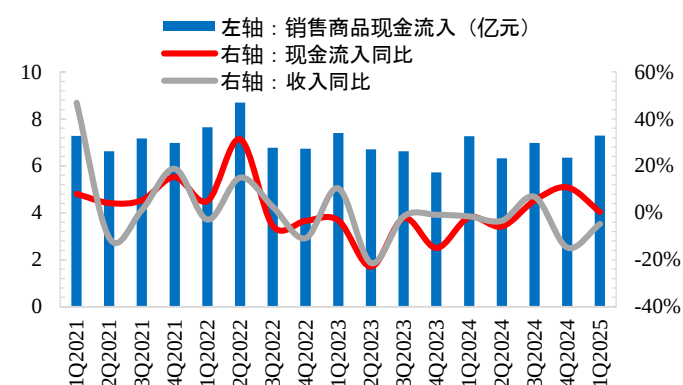
资料来源：wind，诚通证券研究所

图6： 2021Q1-2025Q1 公司合同负债(亿元)，下游经销商稳健



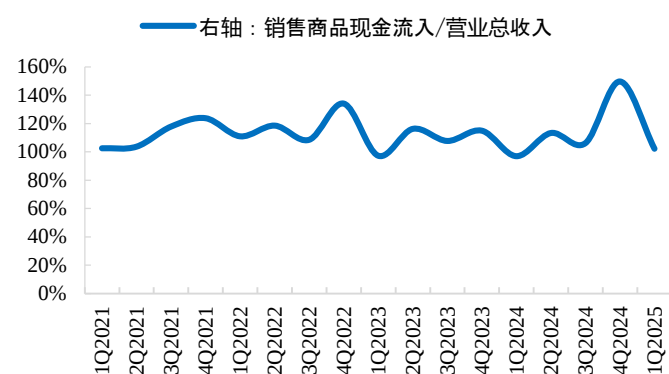
资料来源：wind，诚通证券研究所

图7： 2021Q1-2025Q1 单季销售商品现金流入稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

图8： 2021Q1-2025Q1 单季销售商品现金流入/营业总收入，现金流稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6934	7360	7412	7932	8365	营业收入	2450	2387	2459	2651	2875
现金	3680	3272	3390	3744	4268	营业成本	1207	1170	1180	1299	1380
应收票据及应收账款合计	11	8	0	0	0	营业税金及附加	38	37	38	41	45
其他应收款	4	5	4	6	5	营业费用	328	324	349	367	398
预付账款	5	5	5	6	6	管理费用	88	94	92	100	109
存货	495	562	505	669	578	研发费用	6	11	10	9	10
其他流动资产	2739	3508	3508	3508	3508	财务费用	-101	-102	-149	-134	-120
非流动资产	1835	2034	2045	2118	2140	资产减值损失	0	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	11	19	11	13	13
固定资产	1056	982	1018	1082	1137	其他收益	6	26	14	14	15
无形资产	489	479	532	597	606	投资净收益	67	43	50	60	55
其他非流动资产	291	573	494	438	396	营业利润	976	942	1015	1057	1138
资产总计	8769	9394	9457	10050	10505	营业外收入	0	2	1	1	1
流动负债	430	586	272	386	297	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	975	943	1015	1057	1138
应付票据及应付账款合计	147	236	0	0	0	所得税	148	143	153	159	172
其他流动负债	284	350	272	386	297	净利润	827	799	862	897	966
非流动负债	95	110	110	110	110	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	827	799	862	897	966
其他非流动负债	95	110	110	110	110	EBITDA	978	955	1007	1054	1134
负债合计	525	696	382	496	407	EPS (元)	0.72	0.69	0.75	0.78	0.84
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	1154	1154	1154	1154	1154	成长能力					
资本公积	2937	2937	2937	2937	2937	营业收入(%)	-3.9	-2.6	3.0	7.8	8.5
留存收益	4154	4607	5077	5558	6055	营业利润(%)	-7.5	-3.4	7.8	4.1	7.7
归属母公司股东权益	8244	8698	9075	9554	10098	归属于母公司净利润(%)	-8.0	-3.3	7.9	4.1	7.6
负债和股东权益	8769	9394	9457	10050	10505	获利能力					
						毛利率(%)	50.7	51.0	52.0	51.0	52.0
						净利率(%)	33.7	33.5	35.1	33.9	33.6
						ROE(%)	10.0	9.2	9.5	9.4	9.6
						ROIC(%)	26.8	35.6	34.3	33.7	35.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	6.0	7.4	4.0	4.9	3.9
						净负债比率(%)	-43.7	-36.6	-36.4	-38.3	-41.4
						流动比率	16.1	12.6	27.3	20.6	28.2
						速动比率	12.8	11.4	25.0	18.5	25.9
						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	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	7.7	6.1	0.0	0.0	0.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.72	0.69	0.75	0.78	0.84
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.44	0.43	0.64	0.78
						每股净资产(最新摊薄)	7.14	7.54	7.86	8.28	8.75
						估值比率					
						P/E	18.9	19.5	18.1	17.4	16.2
						P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
						EV/EBITDA	10.4	9.5	8.8	8.1	7.1

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，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

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>