

Q1 收入端承压延续，并购打开增长曲线

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年一季报，25Q1 公司实现营业收入 7.1 亿元，同比-4.8%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比+0.2%；实现扣非归母净利润 2.6 亿元，同比-0.6%。此外，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。
- **受消费需求疲软影响，Q1 收入端延续承压态势。**公司 25Q1 实现收入 7.1 亿元，增速为-4.8%；拆分量价来看，预计销量持平或微增，吨价相对下滑较多。收入端承压主要系：1) 榨菜品类整体消费需求仍处于偏弱态势，且 Q1 属于行业传统淡季；2) 公司自去年起着力推广 2 元 60g 产品，产品结构变化或导致吨价承压。展望后续，一方面公司今年会加大 80g 产品费用投放力度，通过加量不加价等方式促进销量回升；另一方面公司定向爆破等渠道活动持续推进，在关键区域 KA 渠道持续攫取丢失份额，全年预计榨菜主业增速相较去年有所回暖。
- **成本红利延续，Q1 盈利能力改善明显。**25Q1 公司毛利率为 56%，同比+3.9pp；毛利率提升明显，主要系低价原材料成本红利延续。费用率方面，25Q1 公司销售费用率为 12.9%，同比+0.7pp；主要系公司加大渠道费投力度；管理费用率同比+0.03pp 至 2.6%。综合来看，在原材料红利释放拉动下，公司 25Q1 净利率同比+1.9pp 至 38.2%。
- **外延并购打开增长曲线，协同效应值得期待。**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，预计每股发行价格为 10.79 元/股。交易标的公司味滋美主要从事川味复合调味料、预制菜的研发、生产和销售，主要产品为火锅调料、中式菜品调料、肉制品等，24 年收入/净利润分别为约 2.6/0.4 亿元，同比-6.5%/-2.7%；经过多年发展目前已具备成熟的 C 端产品研发生产能力。本次并购交易有利于 1) 充分发挥战略协同效应，标的公司有望借助榨菜成熟的 C 端销售网络实现渠道扩张；2) 实现渠道网络整合融通，助推上市公司整体销售增长；3) 通过并购重组提升技术水平与管理效能。展望后续，收入端若新品和新渠道放量顺利，则全年收入端有望实现恢复性增长；利润端成本红利仍将延续，考虑到公司产品结构变动以及渠道费投增加的因素，预计全年利润端或将小幅改善。此外，外延并购打开公司增长曲线，后续协同效应值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.74 元、0.79 元、0.84 元，对应动态 PE 分别为 18 倍、17 倍、16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新品推广或不及预期；原材料价格大幅波动风险。

指标\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2387.13	2515.33	2637.32	2750.94
增长率	-2.56%	5.37%	4.85%	4.31%
归属母公司净利润（百万元）	799.35	854.61	906.04	968.31
增长率	-3.29%	6.91%	6.02%	6.87%
每股收益 EPS（元）	0.69	0.74	0.79	0.84
净资产收益率 ROE	9.19%	8.95%	8.66%	8.47%
PE	20	18	17	16
PB	1.80	1.63	1.49	1.37

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立
执业证号：S1250523070009
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.54
流通 A 股(亿股)	11.49
52 周内股价区间(元)	11.6-15.98
总市值(亿元)	153.01
总资产(亿元)	96.90
每股净资产(元)	7.77

相关研究

1. 涪陵榨菜（002507）：24 年经营略有承压，期待改革成效释放（2025-04-01）
2. 涪陵榨菜（002507）：Q4 业绩略低于预期，成本红利仍可期（2025-03-03）
3. 涪陵榨菜（002507）：榨菜主业平稳增长，静待成本红利显现（2024-09-02）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2387.13	2515.33	2637.32	2750.94	净利润	799.35	854.61	906.04	968.31
营业成本	1169.97	1224.12	1279.67	1334.24	折旧与摊销	110.93	115.75	127.68	131.47
营业税金及附加	36.71	38.68	40.55	42.30	财务费用	-102.23	-103.44	-124.89	-157.20
销售费用	324.05	329.51	353.40	368.63	资产减值损失	-1.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	94.00	88.04	89.67	90.78	经营营运资本变动	909.73	-556.33	84.44	-4.07
财务费用	-102.23	-103.44	-124.89	-157.20	其他	-898.88	-49.19	-50.28	-49.86
资产减值损失	-1.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	816.94	261.40	942.99	888.65
投资收益	43.04	50.00	50.00	50.00	资本支出	-203.03	-50.00	-40.00	-30.00
公允价值变动损益	18.98	0.00	0.00	0.00	其他	-892.97	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1096.00	0.00	10.00	20.00
营业利润	942.21	988.43	1048.93	1122.19	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.50	17.00	17.00	17.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	942.71	1005.43	1065.93	1139.19	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	143.36	150.81	159.89	170.88	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	799.35	854.61	906.04	968.31	其他	-347.04	102.60	124.89	157.20
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-347.04	102.60	124.89	157.20
归属母公司股东净利润	799.35	854.61	906.04	968.31	现金流量净额	-625.74	364.00	1077.88	1065.85
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3271.61	3635.61	4713.49	5779.34	成长能力				
应收和预付款项	18.73	20.60	21.75	22.19	销售收入增长率	-2.56%	5.37%	4.85%	4.31%
存货	561.51	524.01	562.32	599.27	营业利润增长率	-3.42%	4.91%	6.12%	6.98%
其他流动资产	3507.71	4060.76	3952.64	3949.88	净利润增长率	-3.29%	6.91%	6.02%	6.87%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-3.84%	5.24%	5.09%	4.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1396.11	1342.48	1266.91	1177.56	毛利率	50.99%	51.33%	51.48%	51.50%
无形资产和开发支出	517.64	505.52	493.40	481.29	三费率	13.23%	12.49%	12.06%	10.99%
其他非流动资产	120.37	120.37	120.37	120.37	净利率	33.49%	33.98%	34.35%	35.20%
资产总计	9393.69	10209.35	11130.88	12129.89	ROE	9.19%	8.95%	8.66%	8.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.51%	8.37%	8.14%	7.98%
应付和预收款项	305.74	333.97	342.75	358.19	ROIC	29.74%	33.07%	32.19%	35.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.84%	39.79%	39.88%	39.86%
其他负债	390.36	323.19	329.91	345.16	营运能力				
负债合计	696.11	657.16	672.65	703.35	总资产周转率	0.26	0.26	0.25	0.24
股本	1153.92	1153.92	1153.92	1153.92	固定资产周转率	2.34	2.25	2.12	2.29
资本公积	2936.65	2936.65	2936.65	2936.65	应收账款周转率	246.47	283.40	276.98	274.49
留存收益	4607.01	5461.62	6367.66	7335.97	存货周转率	2.21	2.26	2.36	2.30
归属母公司股东权益	8697.58	9552.19	10458.23	11426.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	8697.58	9552.19	10458.23	11426.54	资产负债率	7.41%	6.44%	6.04%	5.80%
负债和股东权益合计	9393.69	10209.35	11130.88	12129.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.56	15.06	16.44	17.44
					速动比率	11.60	14.10	15.44	16.43
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.69	0.74	0.79	0.84
					每股净资产	7.54	8.28	9.06	9.90
					每股经营现金	0.71	0.23	0.82	0.77
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	950.91	1000.74	1051.72	1096.46					
PE	19.53	18.27	17.23	16.12					
PB	1.80	1.63	1.49	1.37					
PS	6.54	6.21	5.92	5.68					
EV/EBITDA	9.28	8.45	7.02	5.76					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn