



公司研究 | 深度报告 | 涪陵榨菜（002507.SZ）

涪陵榨菜深度报告：双轮驱动，夯基拓新

报告要点

涪陵榨菜为我国酱腌菜行业龙头，引领了榨菜等品类包装化的有序发展。当前，我国酱腌菜行业仍处于包装化和复合化的中途，但渠道结构或已发生了结构性调整。在传统商超流量流失及餐饮弱修复的背景下，公司积极通过产品创新、餐饮渠道挖掘、会员制商场上新及并购的方式挖掘市场增量。我们有望看到公司内生外延并进形成协同效应，逐步实现从酱腌菜企业向平台型调味品企业的迈进。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



陈硕旸

SAC: S0490524020002

涪陵榨菜 (002507.SZ)

涪陵榨菜深度报告：双轮驱动，夯基拓新

酱腌菜龙头，内生外延并进发展向平台化调味品企业迈进

涪陵榨菜为我国酱腌菜行业龙头，主要从事榨菜、萝卜、泡菜等调味品的生产和销售。公司内生外延并重，早期以“乌江”为核心品牌持续深耕榨菜业务，后通过体内培育及收购方式分别切入泡菜、萝卜等细分赛道。2025 年 4 月公司发布公告拟收购味滋美进驻复合调味品行业。公司内生外延并进，逐步实现从榨菜龙头向平台化调味品企业的跨越。

包装化趋势延续下我国酱腌菜市场的增长来自三大动力

搭配主粮食用为我国酱腌菜第一大消费场景，同时随着酱腌菜使用场景的泛化（例如零食等）和人均消费量的增长，行业市场规模处于上行通道。其中的包装化酱腌菜作为工业化生产的标品，在产品口味稳定性和安全性上更强。2024 年我国包装酱腌菜市场约 182 亿元左右，2022 年包装化率约为 22%，行业包装化趋势稳步推进。对比日本，我们发现我国当前的酱腌菜行业从未来的增长动能来看主要存在三个特点：1) 传统品类市场需求趋稳；2) 新增量来自 C 端产品升级，其背后是年轻消费群体的需求的表达；3) 卫生事件以来餐饮行业经历震荡，餐饮修复期优质企业在 B 端存在重塑市场格局的机会。

C 端榨菜业务预计稳增，新品新渠道开拓市场做增量

过往几年在包装化趋势及原材料价格波动的影响下，包装榨菜整体呈现单价提升的趋势。公司长期以来稳居行业第一，2019 年市占率达到约 36%。当前榨菜核心价格带相对稳定，公司产品力、产品力、渠道力领先背景下有望稳住核心市场份额实现优质增长。

除了传统榨菜品类外，公司近年来亦在寻求新突破。从消费趋势看，传统 KA 流量的下行及会员制商超的增长或已成为趋势。公司积极拥抱新渠道，以酱腌菜休闲化为切入点，我们有望看到公司产品进入各类渠道，其中嘎吱脆萝卜干已进入盒马，未来其各类新品有望一部分打开新市场。

餐饮渠道带来增量，看好收购完成后公司业务形成合力

公司成立以来长期深耕 C 端渠道，早期餐饮渠道的布局相对有限。近年来，我们看到公司积极求变，除了核心品类推出适应餐饮渠道的产品外，亦通过各类并购实现渠道能力的扩容。此外，餐饮的弱修复和近年来渠道结构的变化为公司挖掘餐饮渠道机会提供了较好的时间窗口。同时，公司拟收购味滋美进军复调行业，标的公司的 B 端经营能力较强，若收购顺利落地，将进一步加强公司餐饮渠道业务开拓能力。

看好公司新品新渠道开拓及收购完成后 B 端业务形成合力。预计 2025/2026/2027 公司归母净利润 8.46/9.56/10.13 亿元，对应 PE 为 18/16/15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、需求恢复较慢风险；
- 2、行业竞争进一步加剧风险；
- 3、消费者消费习惯发生改变风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险等。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.96
总股本(万股)	115,392
流通A股/B股(万股)	114,891/0
每股净资产(元)	7.77
近12月最高/最低价(元)	17.20/11.47

注：股价为 2025 年 6 月 13 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind


 更多研报请访问
 长江研究小程序

目录

酱腌菜龙头，内生外延驱动发展	6
聚焦酱腌菜市场，盈利水平优异	6
历史回溯：产品及营销塑造龙一地位，外延并购促进多品类开拓	7
股权结构稳定，优质国有资产现金牛	8
包装化趋势延续，结构化机会显现	10
我国的酱腌菜品类标准化和复合化暂至中途	10
立本兼顾新品新渠道，收购有望促进餐饮渠道协同增效	13
稳住榨菜核心市场，积极开拓新品进驻会员制商超	13
餐饮渠道后发跟进，收购复调企业或增强协同效应	15
风险提示	17

图表目录

图 1：公司收入产品结构（2024A）	6
图 2：公司收入地区结构（2024A）	6
图 3：公司主营业务收入及同比增速	6
图 4：公司归母净利润及同比增速	6
图 5：公司历史毛利率、毛销差及归母净利率	7
图 6：同业归母净利率比较（2024A）	7
图 7：公司发展历史梳理	7
图 8：公司股权结构（截至 2025Q1 末）	8
图 9：公司货币资金及交易性金融资产	9
图 10：公司短期借款、长期借款、应付票据及账款	9
图 11：公司分红比率梳理	9
图 12：酱腌菜市场持续增长	10
图 13：包装酱腌菜市场规模及增速	10
图 14：我国酱腌菜包装化率	10
图 15：我国酱腌菜市场分产品比例	10
图 16：榨菜主要消费渠道占比	11
图 17：榨菜主要消费场景	11
图 18：酱腌菜分渠道消费量及同比变化	11
图 19：零售渠道休闲化趋势下，行业小包装产品（百万件）显著提升	11
图 20：日本酱腌菜产量在 1995 年左右到达阶段性底部后出现回暖，1997 年开始酱菜扩张提速	12
图 21：我国榨菜行业 2008 年格局	13
图 22：我国榨菜行业 2019 年格局	13
图 23：公司榨菜产品量价变化	13
图 24：公司经销商数量变化	13
图 25：公司毛利率、产品均价及成本同比变化	14
图 26：公司成本构成（2024A）	14

图 27：公司青菜头采购价格	14
图 28：涪陵区青菜头产量	14
图 29：公司研发费用及比例变化	15
图 30：公司萝卜干新品进驻盒马鲜生	15
图 31：我国酱腌菜消费格局	15
图 32：我国泡菜市场集中度较低	15
图 33：我国餐饮市场在经历动荡后进入弱修复状态	16
图 34：公司渠道布局相对平衡	16
表 1：味滋美主要财务数据	16
表 2：公司营业总收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）	17

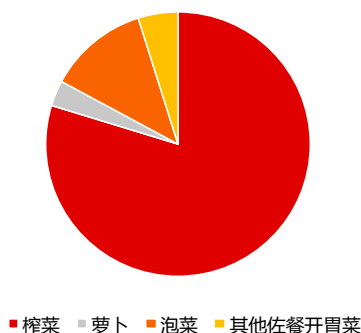
酱腌菜龙头，内生外延驱动发展

涪陵榨菜为我国酱腌菜行业龙头，主要从事榨菜、萝卜、泡菜等调味品的生产和销售。公司内生外延并重，在做大榨菜业务的同时逐步切入泡菜、豇豆等细分赛道，逐步实现从榨菜龙头向平台化调味品企业的跨越。

聚焦酱腌菜市场，盈利水平优异

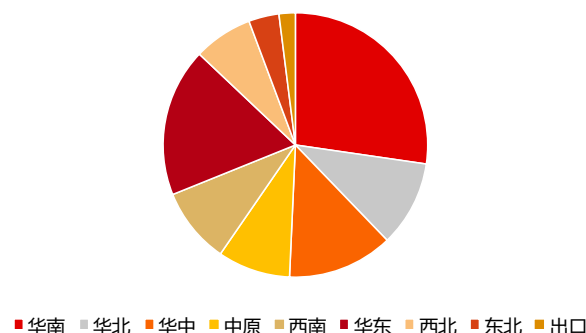
榨菜为基，全国化渠道，多品类布局。涪陵榨菜为我国重要的调味品企业，公司以酱腌菜为主营业务。从 2024 年经营结构来看，其主力业务为榨菜，占比 80%，其次为泡菜/萝卜，分别为 12%/3%。从渠道来看，公司以 C 端业务为核心发力点，其总部位于重庆，经过长期布局后的地方渠道占比已相对均衡。分地区看，华南/华东/华中占比较高，分别为 27%/18%/13%。

图 1：公司收入产品结构（2024A）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

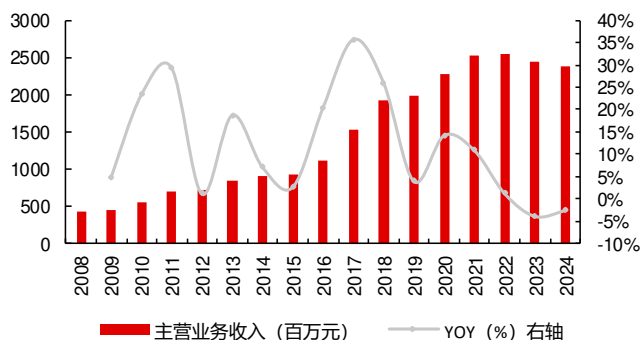
图 2：公司收入地区结构（2024A）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

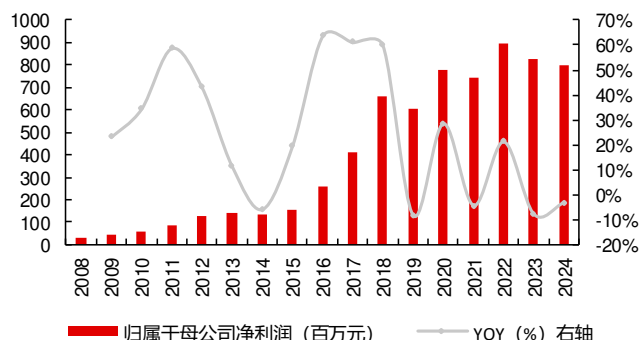
盈利水平优异，年度间波动主要来自原材料价格周期。公司 2024 年实现营业收入 23.87 亿元,2018~2024CAGR 为 3.75%;归母净利润 7.99 亿元,2018~2024CAGR 为 3.20%。历史上看，公司收入及利润均存在规律性波动，主要系原材料价格及产品均价变化影响。

图 3：公司主营业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

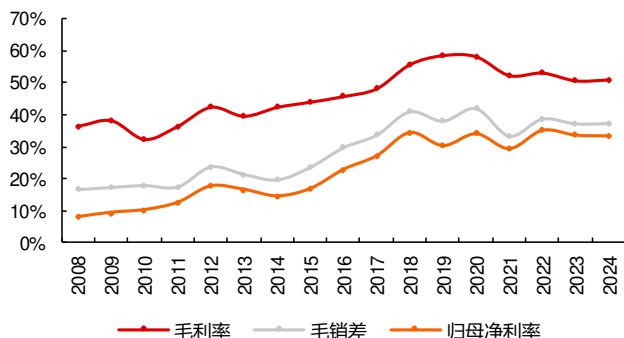
图 4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

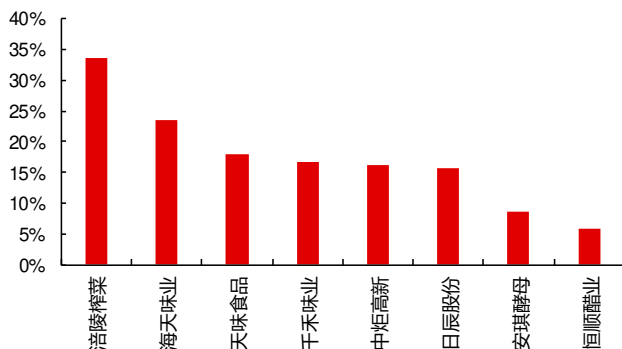
盈利能力方面，公司 2024 年毛利率/毛销差/归母净利率分别为 50.99%/37.41%/33.49%，2022 年以来相对平稳，且 2024 年水平较行业其他企业来看处于中上游位置。

图 5：公司历史毛利率、毛销差及归母净利润率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：同业归母净利润率比较（2024A）



资料来源：Wind，长江证券研究所

历史回溯：产品及营销塑造龙一地位，外延并购促进多品类开拓

涪陵榨菜正式成立于 1988 年（前身为涪陵榨菜总厂），总部位于重庆市涪陵区（清朝以来就是优质的榨菜生产地）。公司发展的本质是依托地方特色传统农副食品，经过生产自动化升级和渠道全国化培育，叠加通过广告营销实现品牌心智塑造的过程。其发展背后映射的是我国食品工业化的时代背景及公司出色的α。

图 7：公司发展历史梳理



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

从历史上看，公司的发展动能主要来自四个核心驱动力：

生产优化：（1）引入的德国自动化生产线于 2004 年投产（2）持续扩建窖池增加原料及半成品储藏能力（3）设立青菜头收储机制签订相关合作协议增加采购安全性和议价能力。

营销助力：(1) 2006 通过知名电视广告引爆全国，并开始加速占领包装榨菜市场，2010 年包装榨菜行业市占率达约 13.69% (2) 2012 年更新国粹脸谱包装，2022 年再次加强这一定位。

渠道扩容：(1) 早期即推出经销商合作制；2019 年全国销售办事处裂变 (2) 2024 年加速餐饮事业部布局。

产品多元：(1) 通过收购及自研加强萝卜、泡菜等赛道布局 (2) 2022 年新一代减盐产品升级 (3) 2025 年拟收购味滋美加强复调及预制菜赛道。

股权结构稳定，优质国有资产现金牛

股权结构稳定，地方国资委控股。公司为重庆市涪陵区国资委控股，截至 2025Q1 末持股比例达 35.26%。旗下子公司股权结构清晰，其中惠通实业主要负责公司泡菜业务，蜀留香负责川味复调业务，桑田负责线上业务开展，辽宁开味负责萝卜制品业务，道生恒专注国际贸易。

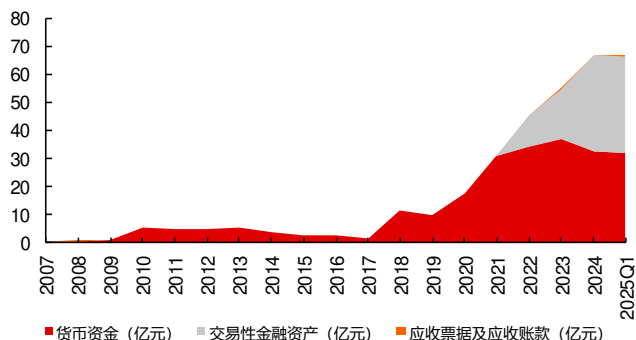
图 8：公司股权结构（截至 2025Q1 末）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

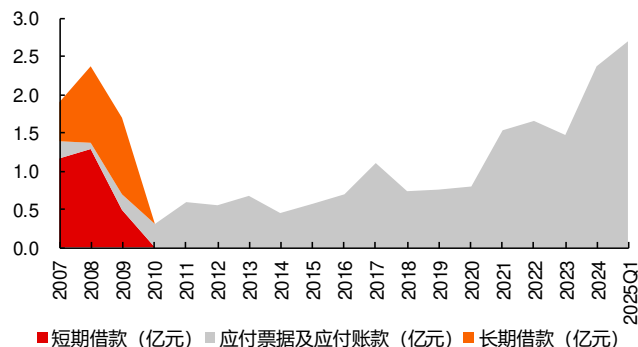
资产负债表清晰，现金流充裕。公司资产负债表清晰且账上资金充裕，截至 2025Q1 末，公司货币资金 32.02 亿元，交易性金融资产 34.13 亿元。同时，公司负债端，2025Q1 末应付票据及应付账款 2.69 亿元且不存在长期及短期借款。

图 9：公司货币资金及交易性金融资产



资料来源：Wind，长江证券研究所

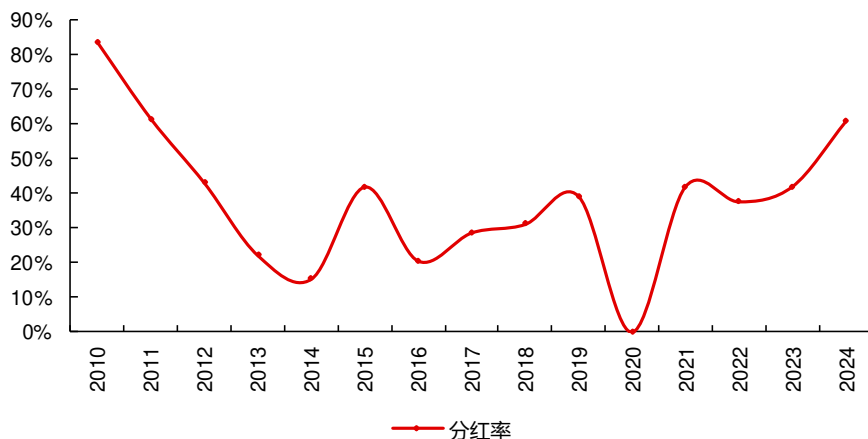
图 10：公司短期借款、长期借款、应付票据及账款



资料来源：Wind，长江证券研究所

2024 年公司分红率达 61%，为 2012 年以来最高水平。核心业务榨菜形成较强的品牌认知，为公司持续创造利润，叠加公司持续回馈股东的意愿，保证了公司近年来相对较高的分红比例。

图 11：公司分红比率梳理



资料来源：Wind，长江证券研究所

总结来看，公司为我国酱腌菜行业龙头企业，其股权结构稳定，资产负债表清晰且现金流稳定。公司主要服务 C 端市场，其渠道覆盖全国。核心产品为榨菜且近年来通过产品研发及收购实现产品多元化，正逐步从榨菜龙头向平台化调味品企业迈进。

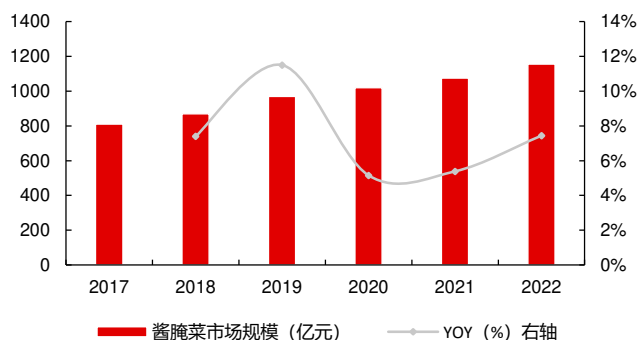
包装化趋势延续，结构化机会显现

搭配主粮食用为我国酱腌菜第一大消费场景，同时随着酱腌菜使用场景的泛化（例如零食等）和人均消费量的增长，行业市场规模处于上行通道。其中的包装化酱腌菜作为工业化生产的标品，在产品口味稳定性和安全性上更强，在国家政策指导和产业的推动下，我国酱腌菜产品包装化趋势稳步推进。

我国的酱腌菜品类标准化和复合化暂至中途

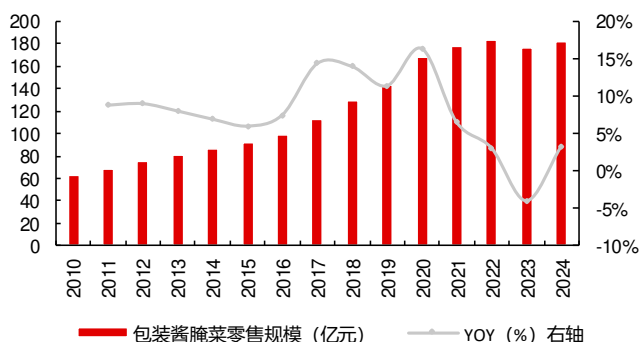
千亿级大市场，但标准化的包装产品占比仍然较小。截至 2022 年，我国酱腌菜市场规模达到 1155 亿元左右，2017~2022 年 CAGR 达 7.35%。从包装化产品看，截至 2024 年我国包装酱腌菜市场约 182 亿元左右（2022 年对应包装化率约 16%），2019~2024 年 CAGR 为 4.83%。

图 12：酱腌菜市场持续增长



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

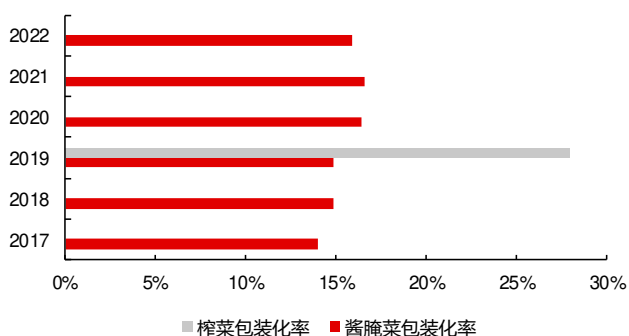
图 13：包装酱腌菜市场规模及增速



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

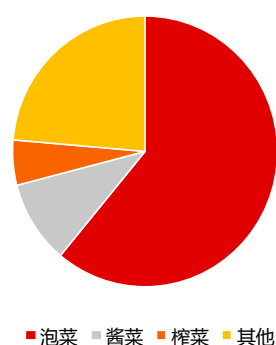
当前我国市场创新型品类的有限且包装化率较低。从行业的包装化率来看，榨菜作为先行品类，其包装化在公司的推动下显著高于全行业（2019 年即达到 28% 左右），同期酱腌菜包装化率仅为 15% 左右。这代表着有大量的具备创新潜力的复合调味酱菜并没有进入到消费的视野当中，存在着后续的扩容机会。

图 14：我国酱腌菜包装化率



资料来源：公司公告，欧睿数据，长江证券研究所

图 15：我国酱腌菜市场分产品比例



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

回到消费的本质来看，在我国的酱腌菜最大的需求来自搭配主粮（即下饭/就馒头等）其次是煲汤做饭的原材料，居民即 C 端为第一大消费客群。从消费习惯来看，随机性（即购买主粮时顺便买一包榨菜作为佐餐小菜）是我国消费者购买榨菜的核心决策特点。

图 16：榨菜主要消费渠道占比

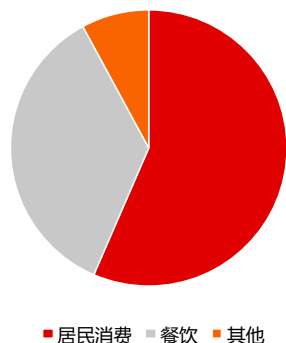
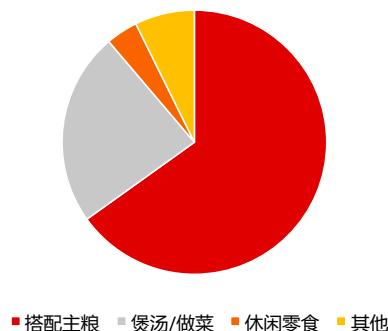


图 17：榨菜主要消费场景



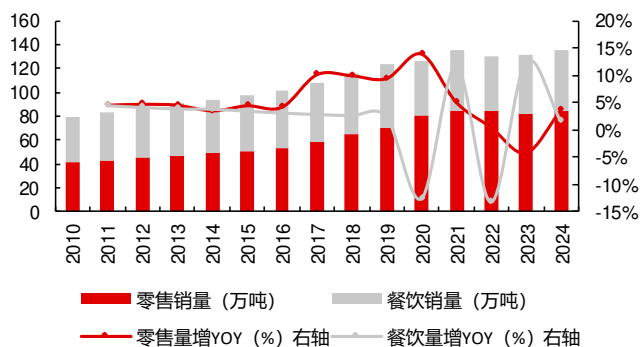
资料来源：智研咨询，长江证券研究所

资料来源：观研天下，长江证券研究所

在随机性购买为主的这一背景下，叠加卫生事件期间餐饮消费承压。我们看到 2019~2024 年量增 CAGR 为 1.94%，其中零售渠道 3.64%；餐饮渠道-0.57%。2019~2024 年的行业价增 CAGR 为 2.84%。

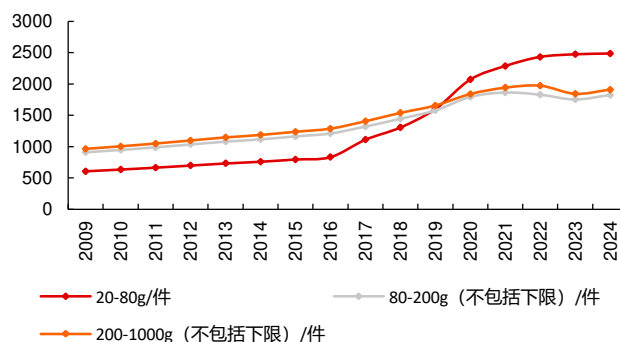
同时从零售渠道近 15 年来的趋势来看，小包装化的趋势逐步提高。这也意味着行业产品在 C 端正在往更加随机性购买的场景趋势演进。

图 18：酱腌菜分渠道消费量及同比变化



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

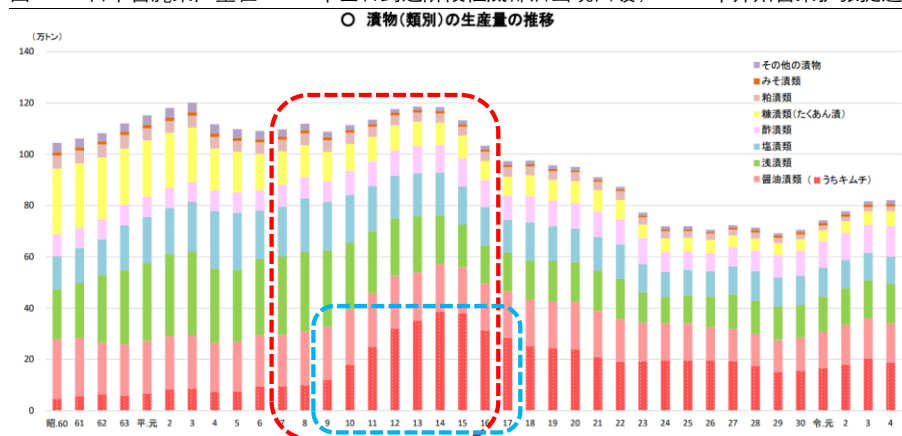
图 19：零售渠道休闲化趋势下，行业小包装产品（百万件）显著提升



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

类比日本，我国酱腌菜市场发展行至中途，产品口味的多元化亦将成为趋势。从当前发展的增速来看，我国的榨菜消费市场在受到卫生事件冲击后，其餐饮需求正在逐步修复的过程当中，在餐饮承压的背景下形成了需求的阶段性底部。同时我国的老龄化初步开始加速，这与日本 1992 年以后情况较为相似。从日本酱腌菜的发展情况来看，主要存在两个特征：房地产泡沫后下滑但逐步修复，复合调味较多的酱菜比重逐步提升。

图 20：日本酱腌菜产量在 1995 年左右到达阶段性底部后出现回暖，1997 年开始酱菜扩张提速



资料来源：日本农林水产省，长江证券研究所 注：昭 60 对应公历 1985 年

从归因来看，我们认为这一变化来自（1）上一代消费者的消费习惯没有改变，虽然年龄增长，但是传统品类的核心客群整体消费稳定（2）新一代消费者对多元的口味体更感兴趣，因此口味丰富复杂的酱菜等品类增长更快。

所以我们认为，未来的酱腌菜市场将会有三大特征：

- 1) 传统品类市场需求趋稳并不会出现显著下行；
- 2) 新增量来自 C 端产品升级，其背后是年轻消费群体的需求的表达，其表现形式是休闲化的食用体验和复合化的口味；
- 3) 卫生事件以来餐饮行业经历震荡，餐饮修复期优质企业在 B 端存在重塑市场格局的机会。

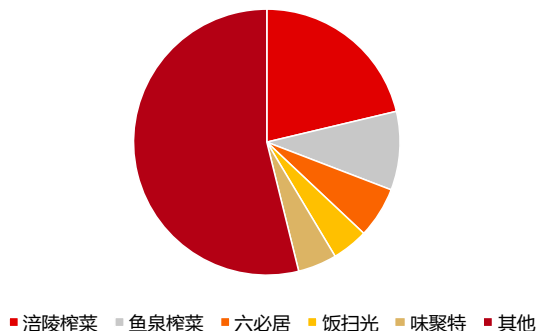
立本兼顾新品新渠道，收购有望促进餐饮渠道协同增效

在酱腌菜包装化及渠道变迁的背景下，行业衍生出一系列变化。无论是传统产品价格带调整亦或渠道的增量都衍生出很多新的机会。2024 年以来公司通过产品研发、渠道管控等等措施不断求变，有望内生外延并于激烈竞争的市场中挖掘出新增量。

稳住榨菜核心市场，积极开拓新品进驻会员制商超

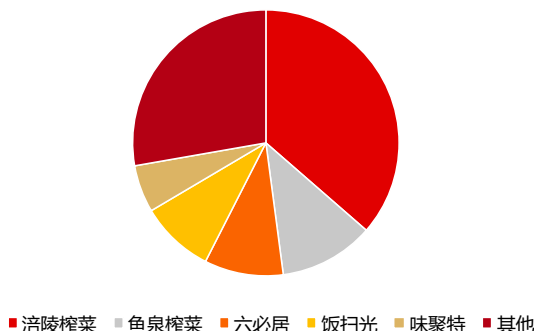
榨菜市场预计稳定增长，公司稳居行业龙一。酱腌菜作为传统的农副食品，其渗透率上行空间有限，过往几年在包装化趋势及原材料价格波动的影响下，包装榨菜整体呈现单价提升的趋势。从榨菜的品类格局来看，公司稳居行业龙一水平并于 2019 年市占率达到 36%。

图 21：我国榨菜行业 2008 年格局



资料来源：观研天下，长江证券研究所

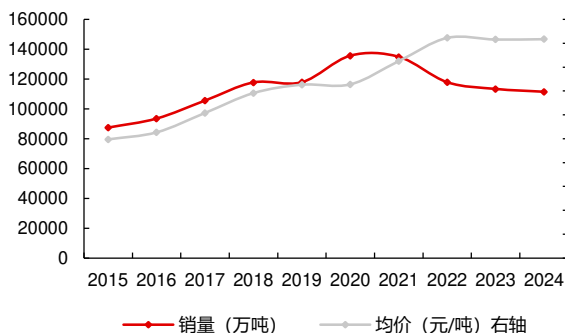
图 22：我国榨菜行业 2019 年格局



资料来源：观研天下，长江证券研究所

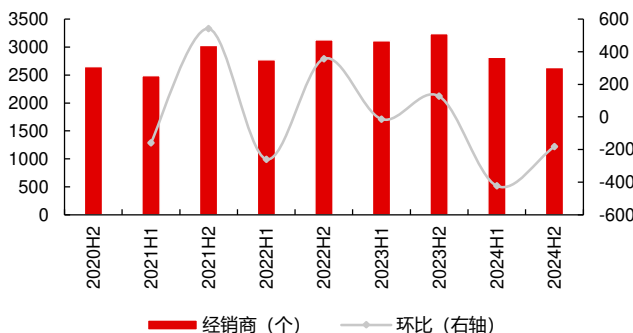
公司塑造了当前的是市场格局，亦作为 C 端龙头公司持续受益。不过 2020 年以来随着消费习惯的变化，榨菜行业从量价齐升，转向以防守为主。守住核心价格带则为行业维持市场地位和盈利稳定性的核心抓手。从公司的变化来看，一方面公司对核心价格带做了重点布局例如公司于 2023 年初推出了 60g 策略性产品进行了 2 元价格带补充；另一方面，通过渠道优化增强了终端价格的控制能力。

图 23：公司榨菜产品量价变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

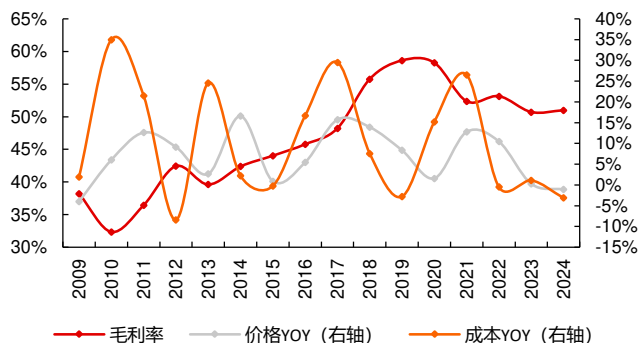
图 24：公司经销商数量变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

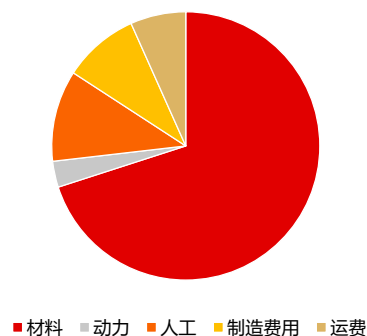
协议价采购模式叠加原料池扩容，公司核心原材料青菜头采购成本有望逐步平抑。从历史上看，公司毛利率波动较大，主要系核心原材料青菜头成本及均价波动所致。

图 25：公司毛利率、产品均价及成本同比变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

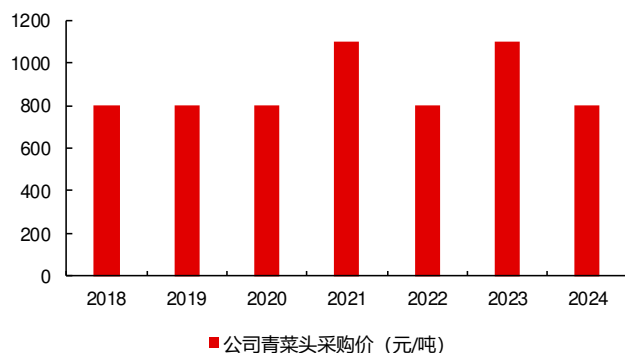
图 26：公司成本构成（2024A）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

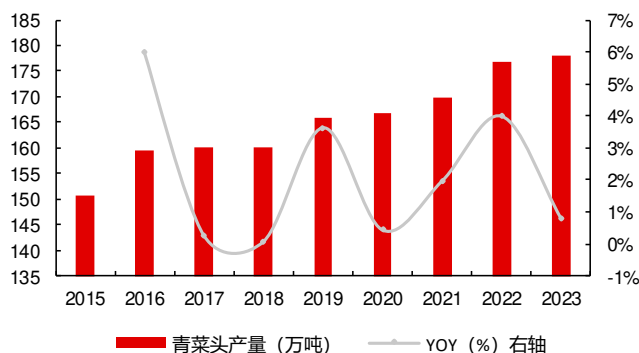
从青菜头价格来看，公司每年于3-5月收购青菜头。历史上看，公司的采购价格青菜头周期呈现较强的相关性。为了保证行业原材料的稳定供给，公司给予上游协议保护价等措施稳定采购价格。同时随着原料窖池的扩容，公司有望进一步平抑成本被动。

图 27：公司青菜头采购价格



资料来源：公司公告，长江证券研究所

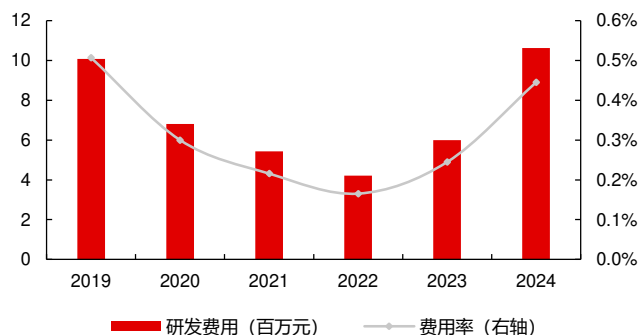
图 28：涪陵区青菜头产量



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

积极拥抱零售商超，产品研发驱动新增机遇。除了传统榨菜品类外，公司近年来亦在寻求新突破。从消费趋势看，传统KA流量的下行及会员制商超的增长或已成为趋势。公司积极拥抱新渠道，以酱腌菜休闲化为切入点，我们有望看到公司产品进入各类渠道。积极拥抱新渠道，公司嘎吱脆萝卜干已进入盒马渠道，未来其各类新品有望今后一部分打开新市场。

图 29：公司研发费用及比例变化



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 30：公司萝卜干新品进驻盒马鲜生



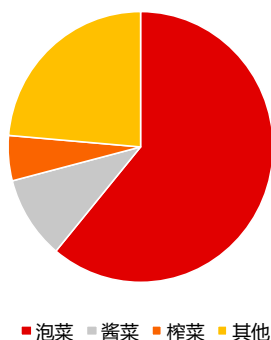
资料来源：公司微信小程序，长江证券研究所

餐饮渠道后发跟进，收购复调企业或增强协同效应

公司成立以来深耕 C 端渠道，但餐饮渠道的布局相对有限。近年来，我们看到公司积极求变，除了核心品类推出适应餐饮渠道的品类外，亦通过各类并购实现渠道能力的扩容。

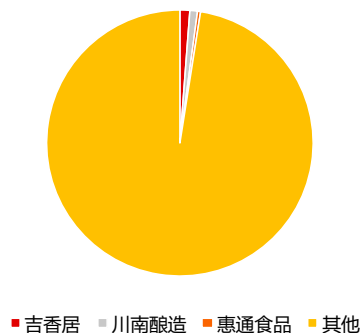
除榨菜外，我国泡菜的市场最大，且集中度较低，其核心原因为餐饮占比重。我国酱腌菜市场第一大品类为泡菜占比 61%左右。然而迄今泡菜行业市场集中度较低，一方面反映了其标准化生产比例较低的现状，另一方面也代表其市场有大量的餐饮渠道消费习惯。

图 31：我国酱腌菜消费格局



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

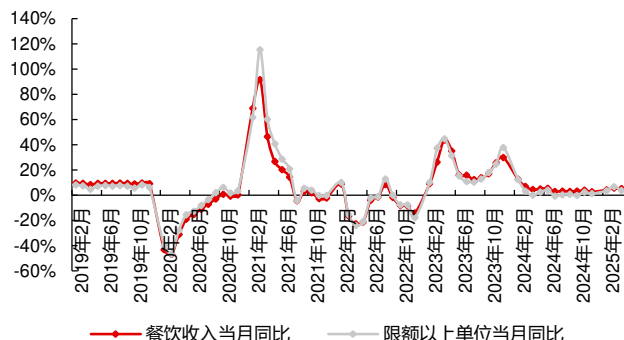
图 32：我国泡菜市场集中度较低



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

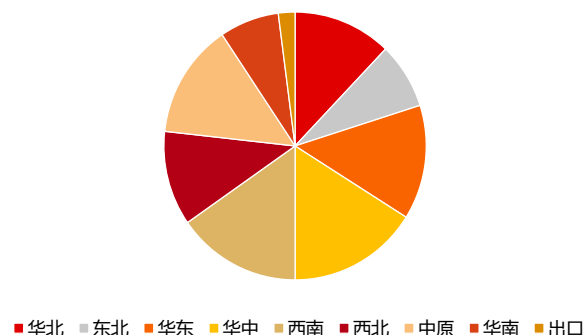
餐饮渠道重塑，公司有望抓住当前 B 端酱腌菜需求重塑机遇。公司通过收购惠通食品切入泡菜市场，近年来不断攫取市场份额。此外，从我国餐饮渠道机遇来看，因为卫生事件影响行业整体需求端正在经历重塑。餐饮的弱修复和近年来渠道结构的变化为公司挖掘餐饮渠道机会提供了较好的时间窗口。公司的餐饮渠道为全国定位，而当前主要专注华南及华东市场，尤以华南市场开拓更为顺利，这也体现了公司在 C 端以外渠道的适应能力。

图 33：我国餐饮市场在经历动荡后进入弱修复状态



资料来源：国家统计局，Wind，长江证券研究所

图 34：公司渠道布局相对平衡



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

收购有望完成下一个拼图板块，看好公司餐饮渠道增量加速。2025 年 4 月，涪陵榨菜拟以发行股份及支付现金的方式购买味滋美 51%股权。味滋美为川调 B 端供应商，味滋美（2002 年成立）生产基地位于四川眉山，主要经营川式复合调料及周边产品，供给 B 端客户为主。公司官网展示的主要客户均为有一定知名度的中小火锅连锁品牌商家，如三国联盟、渝宗、巴掌柜等。

BC 禀赋互补，看好收购带来协同效用优化公司渠道布局。味滋美经过多年发展，已经具备成熟的 B 端产品研发生产能力，且正致力于进军消费基数更大、产品毛利更高、消费粘性更强的 C 端市场。当前，涪陵榨菜在 C 端市场仍保持较强的渠道优势，且公司亦在开发餐饮渠道业务，我们看好公司收购味滋美后形成较强的协同效应。

表 1：味滋美主要财务数据

单位：万元	2023	2024
资产总额	16569	20350
所有者权益	12683	15646
营业收入	28405	26542
净利润	4071	3962
净利润率	14%	15%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

酱腌菜主业积极调整，看好收购完成后公司业务形成合力。当前涪陵榨菜正在经历业务方向调整后的沉淀期，2024H2 迄今公司加大新品研发力度和市场渠道整理，会员制商超及餐饮渠道逐步发力，我们看好公司主业的持续性增长。同时，若收购顺利落地，将进一步加强公司餐饮渠道业务开拓能力。预计 2025/2026/2027 公司归母净利润 8.46/9.56/10.13 亿元，对应 PE 为 18/16/15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、需求恢复较慢风险。过去几年行业的发展轨迹及居民的消费习惯有所改变，随着经济的逐步修复，未来国内需求恢复预计呈现震荡向上特征，但仍然存在恢复较慢的风险，若未来行业及政策发生较大变化，将极大考验公司经营的可持续性和抗风险能力。

2、行业竞争进一步加剧风险。随着需求逐步修复，行业进入新一轮铺货及补货周期，短期可能会导致整体行业竞争进一步加剧，费用投放进一步放大，对企业潜在盈利产生一定影响。

3、消费者消费习惯发生改变风险。消费品公司的产品设计、渠道模式、营销手段通常迎合消费者的消费习惯，当前弱复苏背景下消费者的消费习惯或发生改变，对公司策略灵活变动的能力提出挑战。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司新渠道的扩展和公司并购的落地，公司利润或维持良性上行的趋势。预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 8.46/9.56/10.13 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若行业竞争加剧导致运营不及预期，预计公司 2025/2026/2027 年营业总收入 24.20/28.24/29.48 亿元，归母净利润 8.18/8.82/9.03 亿元。

表 2：公司营业总收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2387.13	2505.97	3053.41	3280.03	2387.13	2419.67	2823.53	2947.52
YOY	-2.56%	4.98%	21.85%	7.42%	-2.56%	1.36%	16.69%	4.39%
毛利率	50.99%	52.72%	50.82%	50.41%	50.99%	52.65%	50.44%	49.65%
归母净利润	799.35	846.09	955.59	1013.26	799.35	818.05	881.71	902.62
YOY	-3.29%	5.85%	12.94%	6.04%	-3.29%	2.34%	7.78%	2.37%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2387	2506	3053	3280	货币资金	3272	4031	4882	5823
营业成本	1170	1185	1502	1627	交易性金融资产	3399	3409	3419	3429
毛利	1217	1321	1552	1653	应收账款	8	9	11	12
%营业收入	51%	53%	51%	50%	存货	562	524	675	736
营业税金及附加	37	38	46	49	预付账款	5	6	7	8
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	114	113	115	115
销售费用	324	353	414	435	流动资产合计	7360	8092	9109	10123
%营业收入	14%	14%	14%	13%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	94	100	120	131	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	982	904	824	744
研发费用	11	11	14	15	无形资产	479	469	459	448
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	39	39	39	39
财务费用	-102	-100	-122	-131	递延所得税资产	15	15	15	15
%营业收入	-4%	-4%	-4%	-4%	其他非流动资产	519	694	881	1074
加: 资产减值损失	-2	0	0	0	资产总计	9394	10212	11326	12443
信用减值损失	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	19	10	10	10	应付款项	236	195	255	282
投资收益	43	50	50	50	预收账款	0	0	0	0
营业利润	942	995	1156	1230	应付职工薪酬	59	56	70	78
%营业收入	39%	40%	38%	37%	应交税费	11	29	29	30
营业外收支	0	1	1	1	其他流动负债	280	280	336	371
利润总额	943	995	1156	1230	流动负债合计	586	559	690	761
%营业收入	39%	40%	38%	38%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	143	149	173	185	应付债券	0	0	0	0
净利润	799	846	983	1046	递延所得税负债	10	10	10	10
归属于母公司所有者的净利润	799	846	956	1013	其他非流动负债	100	99	99	99
少数股东损益	0	0	27	33	负债合计	696	668	799	870
EPS (元)	0.69	0.73	0.83	0.88	归属于母公司所有者权益	8698	9544	10500	11513
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	27	60
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	8698	9544	10527	11573
经营活动现金流净额	817	900	1001	1099	负债及股东权益	9394	10212	11326	12443
取得投资收益收回现金	102	50	50	50	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-258	-178	-200	-208	每股收益	0.69	0.73	0.83	0.88
其他	-940	-12	0	0	每股经营现金流	0.71	0.78	0.87	0.95
投资活动现金流净额	-1096	-140	-150	-158	市盈率	20.48	17.68	15.65	14.76
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.87	1.57	1.42	1.30
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	14.66	10.93	8.85	7.58
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	8.5%	8.3%	8.4%	8.1%
筹资成本	-346	0	0	0	净资产收益率	9.2%	8.9%	9.1%	8.8%
其他	-1	-1	0	0	净利率	33.5%	33.8%	31.3%	30.9%
筹资活动现金流净额	-347	-1	0	0	资产负债率	7.4%	6.5%	7.1%	7.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-626	759	851	941	总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.28

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。