

稳健扩产、推新加快，涪陵榨菜守稳主业、拓宽边界

核心观点

- 产品更新节奏加快，新品研发与产能布局同步推进。**公司加快“榨菜+下饭菜+调味菜”矩阵扩充，持续夯实主业并提升新品迭代速度。2025年5月，公司推出“只有乌江”系列多口味榨菜芯产品，7月又上新两款泡豇豆产品。公司近期成立了“产学研联合创新中心”，联合高校与科研院所加强产品开发与工艺优化，聚焦减盐、低糖、多口味方向。为匹配新品与多规格柔性制造，公司绿色智能化生产基地一期项目仍在推进，计划2027年6月投产，设计年产能20万吨。
- 出口增长迅速，品牌国际化成效初显。**涪陵榨菜正由“出口榨菜”向“全球开味菜品牌”迈进，出海步伐明显加快。2024年公司榨菜出口量达2.24万吨、出口额2.1亿元，分别同比增长22.2%和25.7%。目前产品出口至日本、韩国、马来西亚等80余国，品类以榨菜为主，并延伸至部分调味菜产品。品牌层面，涪陵榨菜成功注册国家地理标志证明商标，入选2024年农业品牌声誉百强和中国消费名品名单。
- Q1收入承压但利润守稳。**公司25Q1收入7.13亿元/-4.75%，同比下降，但盈利能力稳中有支撑，归母净利润2.72亿元/+0.24%，同比微增。库存端，公司加大青菜头原料储备，存货同比上年末增长41.4%，为后续旺季备货奠定基础。同时，公司继续推进乌江智能化基地建设，相关在建工程投入同比增长10.8%。

盈利预测与投资建议

- 考虑到主业销售恢复节奏较慢、新品尚在投入期、费用端压力阶段性提升，我们下调了盈利预测，预计公司25-27年EPS分别为0.72/0.79/0.88元（前次预测25/26年EPS为0.86/0.94元）。公司仍具备品牌壁垒强、产品结构持续优化、产能扩张节奏清晰等优势。参考当前可比公司估值水平，给予公司2025年20倍PE，对应目标价14.40元，下调至“增持”评级。

风险提示

需求不及预期；新品和渠道拓展不及预期；食品安全事件；原材料涨价等。

投资评级 增持（下调）

股价（2025年08月05日）	13.15元
目标价格	14.4元
52周最高价/最低价	16.67/11.12元
总股本/流通A股（万股）	115,392/114,891
A股市值（百万元）	15,174
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年08月07日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.08	2.65	3.48	10.93
相对表现%	1.09	-0.39	-5.35	-11.81
沪深300%	-1.17	3.04	8.83	22.74



证券分析师

谢宁铃
xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,450	2,387	2,535	2,715	2,931
同比增长(%)	-3.9%	-2.6%	6.2%	7.1%	7.9%
营业利润(百万元)	976	942	978	1,075	1,192
同比增长(%)	-7.5%	-3.4%	3.8%	9.9%	10.9%
归属母公司净利润(百万元)	827	799	830	912	1,011
同比增长(%)	-8.0%	-3.3%	3.8%	9.9%	10.9%
每股收益(元)	0.72	0.69	0.72	0.79	0.88
毛利率(%)	50.7%	51.0%	52.2%	53.3%	54.3%
净利率(%)	33.7%	33.5%	32.7%	33.6%	34.5%
净资产收益率(%)	10.3%	9.4%	9.4%	9.8%	10.3%
市盈率	18.4	19.0	18.3	16.6	15.0
市净率	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

- 考虑到主业销售恢复节奏较慢、新品尚在投入期、费用端压力阶段性提升，我们下调了盈利预测，预计公司 25 - 27 年 EPS 分别为 0.72/0.79/0.88 元（前次预测 25/26 年 EPS 为 0.86/0.94 元）。公司仍具备品牌壁垒强、产品结构持续优化、产能扩张节奏清晰等优势。参考当前可比公司估值水平，给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 14.40 元，下调至“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
千禾味业	603027	11.81	0.50	0.55	0.61	0.68	23.55	21.42	19.33	17.45
中炬高新	600872	18.93	1.15	1.17	1.32	1.49	16.51	16.12	14.35	12.70
颐海国际	01579	12.47	0.71	0.82	0.92	1.03	17.48	15.23	13.60	12.15
安琪酵母	600298	34.91	1.53	1.82	2.11	2.41	22.88	19.23	16.52	14.51
仲景食品	300908	30.33	1.20	1.32	1.46	1.58	25.25	22.96	20.77	19.14
海天味业	603288	38.40	1.08	1.20	1.33	1.46	35.42	31.89	28.88	26.32
调整后平均								19.93	17.74	15.95

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

需求不及预期；新品和渠道拓展不及预期；食品安全事件；原材料涨价等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,680	3,272	3,560	3,812	4,115	营业收入	2,450	2,387	2,535	2,715	2,931
应收票据、账款及款项融资	11	8	8	9	10	营业成本	1,207	1,170	1,212	1,269	1,338
预付账款	5	5	8	8	9	销售费用	328	324	340	359	380
存货	495	562	519	543	573	管理费用	88	94	97	102	107
其他	2,744	3,513	3,512	3,512	3,513	研发费用	6	11	11	12	13
流动资产合计	6,934	7,360	7,607	7,885	8,219	财务费用	(101)	(102)	(50)	(52)	(56)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(6)	2	(0)	0	2
固定资产	1,056	982	951	981	1,514	公允价值变动收益	11	19	14	14	14
在建工程	138	414	683	910	631	投资净收益	67	43	60	60	60
无形资产	489	479	468	458	448	其他	(31)	(9)	(22)	(25)	(28)
其他	153	159	151	151	151	营业利润	976	942	978	1,075	1,192
非流动资产合计	1,835	2,034	2,254	2,499	2,744	营业外收入	0	2	2	2	2
资产总计	8,769	9,394	9,861	10,384	10,963	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	74	82	84	利润总额	975	943	979	1,076	1,193
应付票据及应付账款	147	236	244	256	270	所得税	148	143	149	164	181
其他	284	350	390	396	404	净利润	827	799	830	912	1,011
流动负债合计	430	586	708	734	758	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	827	799	830	912	1,011
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.72	0.69	0.72	0.79	0.88
其他	95	110	110	110	110	主要财务比率					
非流动负债合计	95	110	110	110	110		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	525	696	818	844	868	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-3.9%	-2.6%	6.2%	7.1%	7.9%
实收资本（或股本）	1,154	1,154	1,154	1,154	1,154	营业利润	-7.5%	-3.4%	3.8%	9.9%	10.9%
资本公积	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	归属于母公司净利润	-8.0%	-3.3%	3.8%	9.9%	10.9%
留存收益	4,154	4,607	4,952	5,450	6,005	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	50.7%	51.0%	52.2%	53.3%	54.3%
股东权益合计	8,244	8,698	9,043	9,540	10,095	净利率	33.7%	33.5%	32.7%	33.6%	34.5%
负债和股东权益总计	8,769	9,394	9,861	10,384	10,963	ROE	10.3%	9.4%	9.4%	9.8%	10.3%
现金流量表						ROIC	9.3%	8.4%	8.8%	9.3%	9.7%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	827	799	830	912	1,011	资产负债率	6.0%	7.4%	8.3%	8.1%	7.9%
折旧摊销	98	101	77	82	106	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(101)	(102)	(50)	(52)	(56)	流动比率	16.11	12.56	10.74	10.74	10.84
投资损失	(67)	(43)	(60)	(60)	(60)	速动比率	14.96	11.60	10.01	10.00	10.09
营运资金变动	481	910	90	(8)	(10)	营运能力					
其它	(802)	(848)	(6)	(14)	(12)	应收账款周转率	300.0	246.5	291.5	298.3	299.4
经营活动现金流	435	817	881	860	979	存货周转率	2.5	2.2	2.2	2.4	2.4
资本支出	(67)	(281)	(306)	(327)	(353)	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	337	(815)	74	74	74	每股收益	0.72	0.69	0.72	0.79	0.88
投资活动现金流	271	(1,096)	(231)	(253)	(279)	每股经营现金流	0.38	0.71	0.76	0.75	0.85
债权融资	0	1	(1)	0	0	每股净资产	7.14	7.54	7.84	8.27	8.75
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	(339)	(348)	(361)	(355)	(398)	市盈率	18.4	19.0	18.3	16.6	15.0
筹资活动现金流	(339)	(347)	(362)	(355)	(398)	市净率	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	8.8	9.1	8.5	7.7	6.9
现金净增加额	367	(626)	288	252	303	EV/EBIT	9.8	10.2	9.2	8.4	7.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。