

# 涪陵榨菜 (002507.SZ)

## 成本红利延续，费用投放加大

**事件:** 公司发布 2025 年中报, 2025H1 实现营收 13.13 亿元, 同比+0.51%, 实现归母净利润 4.41 亿元, 同比-1.66%, 实现扣非归母净利润 4.15 亿元, 同比-2.33%。其中 25Q2 实现营收 6.00 亿元, 同比+7.59%, 实现归母净利润 1.68 亿元, 同比-4.59%, 实现扣非归母净利润 1.58 亿元, 同比-5.00%。

**萝卜品类销量高增，华中和出口表现突出。** 分品类看，公司榨菜/萝卜/泡菜/其他分别实现营收 11.23/0.33/1.19/0.37 亿元，同比分别+0.45%/+38.35%/-8.37%/+9.30%，占比分别为 85.53%/2.53%/9.03%/2.78%；其中榨菜/萝卜/泡菜/其他销量同比分别-1%/+43%/-10%/+29%。分地区看，公司华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北/出口分别实现收入 3.6/2.2/1.8/1.4/1.1/1.0/1.2/0.5/0.3 亿元，同比分别-0.2%/+5.6%/+7.8%/-8.4%/-4.8%/-0.5%/-0.9%/+1.0%/+6.9%。经销商数量方面，25H1 末公司拥有 2446 家经销商，较 2024 年年末相比净减少 186 家，主要系公司主动优化清理布局不合理、渠道冲突的经销商。

**成本红利延续，加大费用投放力度。** 2025Q2 公司毛利率为 52.00%，同比+2.82pct，我们判断主要受益于原材料青菜头价格下降所带来的成本红利。费用率方面，2025Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+5.09/-0.03/+0.16/+0.20pct 至 17.18%/3.93%/0.51%/-3.65%，2025Q2 公司归母净利率为 28.09%，同比-3.59pct。

**丰富品类拓渠道，外延并购助力双轮驱动。** 公司发布发行股份及支付现金购买资产预案，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，交易完成后各交易对方预计持有上市公司股份不会超过 5%。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，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”产业格局。

**盈利预测：内生外延双轮驱动，成本红利持续兑现。** 内生增长方面，在稳榨菜基础上推进多品类发展；外延并购方面，味滋美的加入有助于公司“拓品类+拓渠道”双拓战略的发展补足短板。此外，低价青菜头带来的成本红利预计仍将延续，毛利率增**堪**可**期**，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别同比+3.3%/+10.8%/+11.3%至 8.3/9.2/10.2 亿元，维持为“买入”评级。

**风险提示：** 行业竞争加剧；原材料成本上涨；新品开拓不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,450	2,387	2,502	2,668	2,899
增长率 yoy (%)	-3.9	-2.6	4.8	6.6	8.7
归母净利润 (百万元)	827	799	825	915	1,018
增长率 yoy (%)	-8.0	-3.3	3.3	10.8	11.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.72	0.69	0.72	0.79	0.88
净资产收益率 (%)	10.0	9.2	9.1	9.6	10.1
P/E (倍)	19.3	20.0	19.4	17.5	15.7
P/B (倍)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6

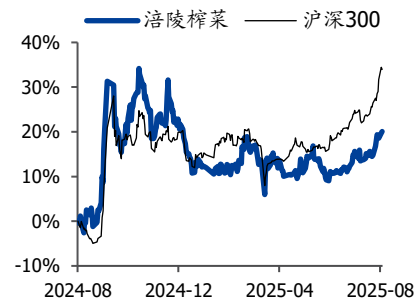
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 26 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	调味发酵品 II
前次评级	买入
08 月 26 日收盘价 (元)	13.86
总市值 (百万元)	15,993.32
总股本 (百万股)	1,153.92
其中自由流通股 (%)	99.57
30 日日均成交量 (百万股)	14.00

#### 股价走势



#### 作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 黄越

执业证书编号: S0680525050002

邮箱: huangyue1@gszq.com

#### 相关研究

- 《涪陵榨菜 (002507.SZ): 外延并购助力发展, 成本红利持续兑现》 2025-04-26
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ): 重视股东回报, 成本红利可期》 2025-03-29
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ): 淡季表现低于预期, 低基数下蓄势增长》 2025-02-28

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	6934	7360	7816	8534	9326
现金	3680	3272	3767	4445	5181
应收票据及应收账款	11	8	21	23	25
其他应收款	4	5	9	9	10
预付账款	5	5	9	10	10
存货	495	562	491	518	560
其他流动资产	2739	3508	3518	3529	3539
<b>非流动资产</b>	1835	2034	1833	1597	1351
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1056	982	800	578	346
无形资产	489	479	479	479	479
其他非流动资产	291	573	554	540	526
<b>资产总计</b>	8769	9394	9649	10131	10676
<b>流动负债</b>	430	586	429	454	490
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	147	236	145	153	166
其他流动负债	284	350	284	300	324
<b>非流动负债</b>	95	110	110	110	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	95	110	110	110	110
<b>负债合计</b>	525	696	539	564	600
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1154	1154	1154	1154	1154
资本公积	2937	2937	2937	2937	2937
留存收益	4154	4607	5020	5477	5986
归属母公司股东权益	8244	8698	9110	9568	10076
<b>负债和股东权益</b>	8769	9394	9649	10131	10676

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	435	817	946	1144	1250
净利润	827	799	825	915	1018
折旧摊销	115	112	284	296	307
财务费用	-80	-79	0	0	0
投资损失	-67	-43	-45	-48	-52
营运资金变动	-338	43	-107	-5	-9
其他经营现金流	-21	-15	-11	-14	-14
<b>投资活动现金流</b>	271	-1096	-35	-9	-4
资本支出	-112	-258	-67	-57	-57
长期投资	202	-940	0	0	0
其他投资现金流	181	102	32	48	52
<b>筹资活动现金流</b>	-339	-347	-415	-457	-509
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	266	0	0	0	0
资本公积增加	-266	0	0	0	0
其他筹资现金流	-339	-347	-415	-457	-509
<b>现金净增加额</b>	367	-626	496	678	736

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2450	2387	2502	2668	2899
营业成本	1207	1170	1197	1263	1364
营业税金及附加	38	37	38	41	45
营业费用	328	324	375	373	388
管理费用	88	94	98	99	101
研发费用	6	11	8	8	9
财务费用	-101	-102	-102	-105	-111
资产减值损失	0	-2	0	0	0
其他收益	6	26	27	29	31
公允价值变动收益	11	19	11	11	11
投资净收益	67	43	45	48	52
资产处置收益	1	2	3	3	3
<b>营业利润</b>	976	942	973	1078	1200
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	975	943	973	1079	1200
所得税	148	143	148	164	183
<b>净利润</b>	827	799	825	915	1018
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	827	799	825	915	1018
EBITDA	912	889	1155	1270	1396
EPS (元/股)	0.72	0.69	0.72	0.79	0.88

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-3.9	-2.6	4.8	6.6	8.7
营业利润(%)	-7.5		3.3	10.9	11.3
归属母公司净利润(%)	-8.0	-3.3	3.3	10.8	11.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	50.7	51.0	52.1	52.7	53.0
净利率(%)	33.7	33.5	33.0	34.3	35.1
ROE(%)	10.0	9.2	9.1	9.6	10.1
ROIC(%)	8.2	7.6	8.1	8.6	9.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	6.0	7.4	5.6	5.6	5.6
净负债比率(%)	-44.6	-37.6	-41.3	-46.4	-51.4
流动比率	16.1	12.6	18.2	18.8	19.0
速动比率	12.8	11.4	16.8	17.4	17.7
<b>营运能力</b>					
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	168.8	120.4	121.5
应付账款周转率	7.7	6.1	6.3	8.5	8.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.69	0.72	0.79	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.71	0.82	0.99	1.08
每股净资产(最新摊薄)	7.14	7.54	7.89	8.29	8.73
<b>估值比率</b>					
P/E	19.3	20.0	19.4	17.5	15.7
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.1	14.7	10.6	9.1	7.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月26日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com