

涪陵榨菜 (002507.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q2 收入复苏, 费用拖累利润

25Q2 收入/归母净利润分别同比+7.59%/-4.59%，收入有所改善，公司加大新品市场推广，费用增加拖累利润。公司近年来公司不断强化竞争优势，提升渠道管控和内部管理效率，使得发展更加稳健，同时并购味滋美如能顺利落地，有望带动公司产品矩阵完善及产品向 B 端导入。当前市场预期低，行业看中长期增速预期放缓，公司账上现金充足，有意在成熟期显著提升分红，提高股东回报，建议底部加大布局。我们给予 25-26 年 EPS 分别为 0.71、0.73 元，对应 25 年 20X 估值，维持“强烈推荐”评级。

□ 25Q2 收入/归母净利润分别同比+7.59%/-4.59%。公司发布 2025 年半年报，25H1 实现收入 13.13 亿元，同比+0.51%；归母净利润 4.41 亿，同比-1.66%；扣非归母净利润 4.15 亿，同比-2.33%。单 Q2 来看，公司收入 6.00 亿，同比+7.59%；归母净利润 1.68 亿，同比-4.59%；扣非归母净利润 1.58 亿，同比-5.00%。Q2 现金回款 6.22 亿，同比-1.53%，增速慢于收入；经营活动现金流量净额 1.04 亿，同比-47.74%，主要系收到投标及战略合作保证金等减少，同时支付的销售市场推广费用增加。

□ 榨菜整体平稳、新品带动萝卜量增明显。1) 分产品来看：25H1 榨菜收入同比+0.45% (量-1.2%，价+1.6%)，收入增长稳健；萝卜收入同比+38.35% (量+42.9，价-3.8%)，增速快主要得益于公司萝卜类产品新开发风干萝卜系列产品销量提升；泡菜收入同比-8.37% (量-10.4%，价+2.9%)，其他产品收入同比+9.30% (量+28.6%，价-12.8%)，2) 分地区看，25H1 公司主要销售地区华南/华东地区分别同比-0.24%/+5.55%，华东保持良好增长态势。经销商数量来看，截至 25H1 公司共有经销商 2446 家，相比 24 年末减少 186 家，主要系公司主动对经销商进行优化清理。

□ 毛利率受益于成本红利提升，市场投入加大拖累利润。公司 25Q2 毛利率 52.00%，同比+2.82pcts，主要系青菜头原材料价格同比下降所致；销售费用率 17.18%，同比+5.09pcts，主要系公司为提升产品上架率、优化终端陈列方案及开展促销活动导致市场推广费用增加，管理费用率 3.93%，同比-0.02pct，受费用率影响净利率承压，Q2 归母净利率 28.09%，同比-3.59pcts。

□ H2 展望：旺季加速新品推进，期待并购落地渠道协同。公司 Q2 收入端有所复苏，其中主业榨菜表现平稳，萝卜受新品带动及低基数影响显著反弹。成本红利兑现毛利率改善，但市场投入费用增加明显，净利率有所下降。下半年看，成本红利淡化，公司预计持续费用投放推进新品布局，利润增速或慢于收入。同时建议关注公司对味滋美并购进展，顺利落地有望带动产品线完善与餐饮渠道导入，实现资源协同效果。

□ 投资建议：Q2 收入复苏，费用拖累利润，维持“强烈推荐”评级。25Q2 收入/归母净利润分别同比+7.59%/-4.59%，收入有所改善，公司加大新品市场推广，费用增加拖累利润。公司近年来公司不断强化竞争优势，提升渠道管控和内部管理效率，使得发展更加稳健，同时并购味滋美如能顺利落地，有望带动公司产品矩阵完善及产品向 B 端导入。当前市场预期低，行业看中长期增速预期放缓，公司账上现金充足，有意在成熟期显著提升分红，提高股东回报，建议底部加大布局。我们给予 25-26 年 EPS 分别为 0.71、0.73 元，

消费品/食品饮料

目标估值：NA

当前股价：13.86 元

基础数据

总股本 (百万股)	1154
已上市流通股 (百万股)	1149
总市值 (十亿元)	16.0
流通市值 (十亿元)	15.9
每股净资产 (MRQ)	7.5
ROE (TTM)	9.2
资产负债率	6.4%
主要股东 重庆市涪陵国有资产投资经	
主要股东持股比例	35.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	7	22
相对表现	-5	-7	-13

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《涪陵榨菜 (002507) —收入承压盈利改善，并购加速多元发展》2025-04-28
- 2、《涪陵榨菜 (002507) —Q4 业绩承压，25 年目标稳健》2025-03-31
- 3、《涪陵榨菜 (002507) —Q4 业绩承压，蓄力 25 年良性发展》2025-03-03

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

对应 25 年 20X 估值，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：需求复苏不及预期、行业竞争加剧、成本大幅上涨等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2450	2387	2482	2616	2743
同比增长	-4%	-3%	4%	5%	5%
营业利润(百万元)	976	942	966	995	1048
同比增长	-8%	-3%	3%	3%	5%
归母净利润(百万元)	827	799	819	843	888
同比增长	-8%	-3%	2%	3%	5%
每股收益(元)	0.72	0.69	0.71	0.73	0.77
PE	19.3	20.0	19.5	19.0	18.0
PB	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7

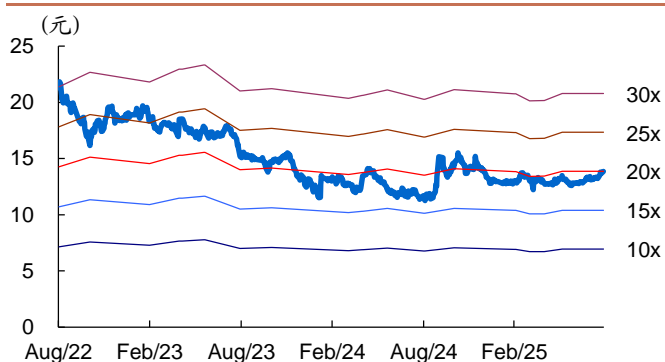
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23FY	24FY
一、营业总收入	615	498	749	557	657	425	713	600	2450	2387
二、营业总成本	411	321	450	362	408	316	413	410	1559	1535
其中: 营业成本	334	246	359	283	288	240	314	288	1207	1170
营业税金及附加	7	12	10	9	7	11	7	13	38	37
营业费用	72	66	91	67	113	52	92	103	328	324
管理费用	20	24	19	22	21	32	19	24	88	94
研发费用	1	3	2	2	3	4	2	3	6	11
财务费用	-22	-26	-32	-21	-24	-24	-21	-22	-101	-102
资产减值损失	0	-4	1	0	0	1	1	1	0	2
三、其他经营收益	21	19	23	14	12	41	20	14	85	90
公允价值变动收益	2	3	10	3	5	8	3	4	6	26
投资收益	7	-1	4	4	2	8	5	3	11	19
其他收益	12	16	10	4	6	24	11	7	67	43
四、营业利润	224	196	322	209	261	150	320	204	976	942
加: 营业外收入	0	0	0	0	2	0	0	0	0	2
减: 营业外支出	0	1	1	0	0	0	0	1	1	1
五、利润总额	224	196	321	209	263	150	320	203	975	943
减: 所得税	35	28	50	33	40	21	48	35	148	143
六、净利润	189	167	272	177	223	129	272	168	827	799
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	189	167	272	177	223	129	272	168	827	799
EPS	0.16	0.14	0.24	0.15	0.19	0.11	0.24	0.15	0.72	0.69
主要比率										
毛利率	45.7%	50.6%	52.1%	49.2%	56.2%	43.4%	56.0%	52.0%	50.7%	51.0%
主营税金率	1.1%	2.4%	1.3%	1.6%	1.1%	2.5%	1.0%	2.3%	1.5%	1.5%
营业费率	11.7%	13.2%	12.2%	12.1%	17.2%	12.3%	12.9%	17.2%	13.4%	13.6%
管理费	3.3%	4.9%	2.6%	4.0%	3.1%	7.6%	2.6%	3.9%	3.6%	3.9%
营业利润率	36.5%	39.4%	43.0%	37.5%	39.8%	35.3%	44.9%	34.1%	39.8%	39.5%
实际税率	15.7%	14.5%	15.4%	15.6%	15.3%	14.1%	14.9%	17.0%	15.2%	15.2%
净利率	30.7%	33.6%	36.3%	31.7%	33.9%	30.3%	38.2%	28.1%	33.7%	33.5%
YoY										
收入增长率	-1.5%	-0.8%	-1.5%	-3.4%	6.8%	-14.8%	-4.8%	7.6%	-3.9%	-2.6%
营业利润增长率	5.9%	-17.1%	3.9%	-14.8%	16.6%	-23.6%	-0.6%	-2.3%	-7.5%	-1.6%
净利润增长率	4.8%	-17.3%	3.9%	-15.6%	17.9%	-23.1%	0.2%	-4.6%	-8.0%	-3.1%

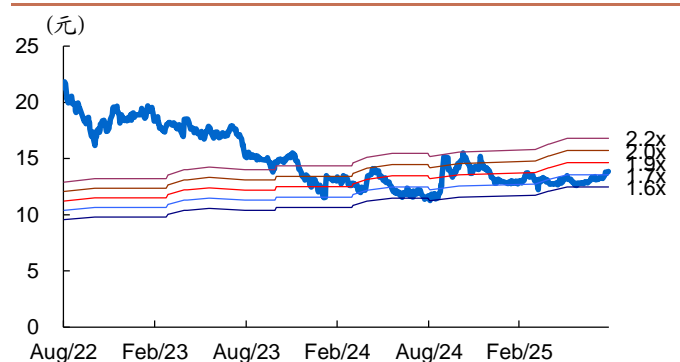
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 涪陵榨菜历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 涪陵榨菜历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

-
- 1、《涪陵榨菜（002507）—收入承压盈利改善，并购加速多元发展》2025-04-28
 - 2、《涪陵榨菜（002507）—Q4 业绩承压，25 年目标稳健》2025-03-31
 - 3、《涪陵榨菜（002507）—Q4 业绩承压，蓄力 25 年良性发展》2025-03-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6934	7360	7802	8073	8147
现金	3680	3272	3727	3965	4009
交易性投资	1811	3399	3399	3399	3399
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	11	8	9	9	9
其它应收款	4	5	6	6	6
存货	495	562	544	570	593
其他	934	114	118	124	130
非流动资产	1835	2034	1916	1810	1713
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1056	982	916	856	802
无形资产商誉	528	518	466	419	377
其他	252	534	534	534	534
资产总计	8769	9394	9718	9883	9860
流动负债	430	586	576	590	602
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	147	236	229	239	249
预收账款	60	53	51	54	56
其他	223	297	296	297	297
长期负债	95	110	110	110	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他	95	110	110	110	110
负债合计	525	696	686	699	712
股本	1154	1154	1154	1154	1154
资本公积金	2937	2937	2937	2937	2937
留存收益	4154	4607	4942	5093	5058
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	8244	8698	9032	9183	9148
负债及权益合计	8769	9394	9718	9883	9860

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	435	817	808	828	863
净利润	827	799	819	843	888
折旧摊销	114	111	145	133	123
财务费用	(80)	(79)	(72)	(42)	(42)
投资收益	(67)	(43)	(88)	(88)	(88)
营运资金变动	(354)	25	3	(19)	(18)
其它	(4)	4	0	0	0
投资活动现金流	271	(1096)	61	61	61
资本支出	(115)	(261)	(27)	(27)	(27)
其他投资	385	(835)	88	88	88
筹资活动现金流	(339)	(347)	(413)	(650)	(881)
借款变动	(101)	(114)	(1)	0	0
普通股增加	266	0	0	0	0
资本公积增加	(266)	0	0	0	0
股利分配	(337)	(346)	(485)	(692)	(923)
其他	100	113	72	42	42
现金净增加额	367	(626)	455	238	43

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2450	2387	2482	2616	2743
营业成本	1207	1170	1134	1187	1236
营业税金及附加	38	37	38	40	42
营业费用	328	324	399	418	440
管理费用	88	94	95	95	94
研发费用	6	11	11	12	12
财务费用	(101)	(102)	(72)	(42)	(42)
资产减值损失	7	1	1	1	0
公允价值变动收益	11	19	19	19	19
其他收益	6	26	26	26	26
投资收益	67	43	43	43	43
营业利润	976	942	966	995	1048
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	975	943	966	995	1048
所得税	148	143	147	152	160
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	827	799	819	843	888

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4%	-3%	4%	5%	5%
营业利润	-8%	-3%	3%	3%	5%
归母净利润	-8%	-3%	2%	3%	5%
获利能力					
毛利率	50.7%	51.0%	54.3%	54.6%	54.9%
净利率	33.7%	33.5%	33.0%	32.2%	32.4%
ROE	10.3%	9.4%	9.2%	9.3%	9.7%
ROIC	9.2%	8.3%	8.5%	8.8%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	6.0%	7.4%	7.1%	7.1%	7.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	16.1	12.6	13.5	13.7	13.5
速动比率	15.0	11.6	12.6	12.7	12.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.5	2.2	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率	305.0	255.0	297.0	299.0	298.0
应付账款周转率	7.7	6.1	4.9	5.1	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.69	0.71	0.73	0.77
每股经营净现金	0.38	0.71	0.70	0.72	0.75
每股净资产	7.14	7.54	7.83	7.96	7.93
每股股利	0.30	0.42	0.60	0.80	0.30
估值比率					
PE	19.3	20.0	19.5	19.0	18.0
PB	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	13.3	13.8	12.5	11.9	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。