东兴证券 DONGXING SECURITIES

涪陵榨菜（002507.SZ）：业绩稳中有升，新兴渠道持续拓展

2025 年 9 月 2 日

强烈推荐/维持

涪陵榨菜 | 公司报告

事件：公司发布 2025 年中报，25 上半年实现营收 13.1 亿元，同比增长 0.5%；归母净利润 4.4 亿元，同比下降 1.66%。25Q2 实现营收 6.0 亿元，同比增长 7.6%；归母净利润 1.68 亿元，同比下降 4.59%。25Q2 收入略超市场预期。

“渠道+新品”策略稳固榨菜基础销售，新品带动萝卜增长。公司通过渠道优化+新品开发双管齐下，持续巩固榨菜品类销量基础。受益于去年推出的 2 元榨菜对产品结构的补充，今年上半年榨菜的销售整体稳健，公司榨菜营收实现增长 0.45%。泡菜和萝卜产品营收分别同比下降 8.37%和增加 38.35%，萝卜品类增长较多主要是今年公司加大萝卜品类的推广力度，以及新品风干萝卜销售增长的带动。针对会员商超渠道，公司今年推出“嘎吱脆”盒马定制产品及线上专销新品，顺利完成 60g 风干萝卜干产品研发入市。全资子公司辽宁开味公司与韩国一味公司达成战略合作，承接其萝卜制品代工业务，助力产能升级，预计年产值可达 3200 万元。

毛利率略增，销售费用投入加大。2025Q2 公司毛利率为 52.00%，同比增加 2.82pct，我们判断主要受益于今年原材料青菜头采购价格下降，以及上半年部分产品调价的动作带来的红利。2025Q2 公司销售费用投入持续增加，带动销售费用率提升，销售费用率从去年同期 12.9%提升至 17.18%。

加速布局新品，有望推动业绩增长。公司今年以来加速布局新品，乌江肉末豇豆、老重庆杂酱上榜抖音爆款，2kg 泡菜新品、800g 萝卜新品、258g 鱼酸菜等餐饮 B 端产品接连上市，乌江爆炒系列、“榨菜肉臊”“益生冰鲜榨菜”“黄精榨菜”等健康、益生产品不断拓展产品内涵。“只有乌江”袋装产品已于 5 月 16 日在京东平台首发上线，这一品牌肩负榨菜提档升级、刷新品牌形象重任，6 月份开始全国线下市场推广布局，主要渠道集中在商超渠道及新兴渠道，目前在全国 300 个城市陆续上市中，公司已针对“只有乌江”产品规划专项推广活动。

公司盈利预测及投资评级：公司从去年以来深入改革，重点布局多品类新赛道，均取得了良好的效果，25Q2 收入端回升明显。我们看好公司外延并购项目对复合调味品领域的延伸，认为近两年来公司整体改革对业绩有正向贡献，不考虑并购对业绩的影响，预计 2025 年全年收入同比增长 2.98%，归母净利润同比增长 2.69%，实现 EPS0.71 元，当前股价对应 PE 为 18.89 倍。比照历史估值以及考虑到公司未来的成长性，我们给与目标估值 23 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，消费需求复苏不及预期，公司改革不及预期，公司经营不及预期。

公司简介：

公司是一家以榨菜为根本，立足于在佐餐开味菜领域快速发展的农业产业化企业集团.

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

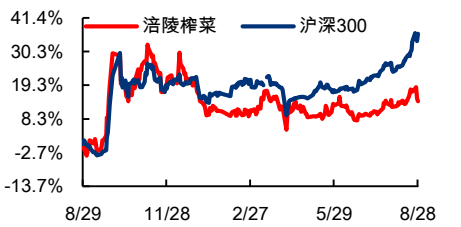
无

交易数据

52 周股价区间（元）	15.98-11.6
总市值（亿元）	153.7
流通市值（亿元）	153.04
总股本/流通 A 股(万股)	115,392/115,392
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.02

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041 mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900 wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520070003

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,449.85	2,387.13	2,458.26	2,582.02	2,720.41
增长率（%）	-3.86%	-2.56%	2.98%	5.03%	5.36%
归母净利润（百万元）	826.58	799.35	820.83	882.85	934.70
增长率（%）	-8.03%	-3.29%	2.69%	7.56%	5.87%
净资产收益率（%）	10.03%	9.19%	8.96%	9.14%	9.17%
每股收益(元)	0.72	0.69	0.71	0.77	0.81
PE	18.67	19.48	18.89	17.57	16.59
PB	1.88	1.78	1.69	1.60	1.52

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	6934	7360	7880	8495	9149	**营业收入**	2450	2387		2582	2720
货币资金	3680	3272	2827	3320	3781	**营业成本**	1207	1170	1180	1214	1265
应收账款	11	8	1	1	1	营业税金及附加	38	37	38	40	42
其他应收款	4	5	6	6	6	营业费用	328	324	369	374	394
预付款项	5	5	-3	-11	-19	管理费用	88	94	81	90	95
存货	495	562	4591	4721	4921	财务费用	-101	-102	-103	-102	-103
其他流动资产	929	109	109	109	109	研发费用	6	11	6	6	6
非流动资产合计	1835	2034	1959	1852	1740	资产减值损失	0.00	1.95	11.15	11.71	12.34
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	10.51	18.98	18.98	18.98	18.98
固定资产	1056	982	1088	1078	1012	投资净收益	67.45	43.04	43.04	43.04	43.04
无形资产	489	479	478	477	476	加：其他收益	6.37	25.66	26.43	27.76	29.25
其他非流动资产	97	102	102	102	102	**营业利润**	976	942	968	1041	1102
资产总计	8769	9394	9839	10347	10888	营业外收入	0.13	1.65	1.65	1.65	1.65
流动负债合计	430	586	578	585	595	营业外支出	0.99	1.15	1.15	1.15	1.15
短期借款	0	0	0	0	0	**利润总额**	975	943	968	1041	1102
应付账款	147	236	235	241	252	所得税	148	143	147	158	168
预收款项	0	0	0	0	0	**净利润**	827	799	821	883	935
一年内到期的非流动负债	0	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	95	110	98	99	100	归属母公司净利润	827	799	821	883	935
长期借款	0	0	1	2	3	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	525	696	676	684	695	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-3.86%	-2.56%	2.98%	5.03%	5.36%
实收资本（或股本）	1154	1154	1154	1154	1154	营业利润增长	-7.52%	-3.42%	2.69%	7.56%	5.88%
资本公积	2937	2937	2937	2937	2937	归属于母公司净利润增长	-8.03%	-3.29%	2.69%	7.56%	5.87%
未分配利润	3744	4137	4520	4933	5369	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	8244	8698	9163	9663	10193	毛利率(%)	50.72%	50.99%	52.00%	53.00%	53.50%
负债和所有者权益	8769	9394	9839	10347	10888	净利率(%)	33.74%	33.49%	33.39%	34.19%	34.36%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	9.43%	8.51%	8.34%	8.53%	8.58%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	10.03%	9.19%	8.96%	9.14%	9.17%
经营活动现金流	66593	817	-3232	755	751	**偿债能力**					
净利润	827	799	821	883	935	资产负债率(%)	6%	7%	7%	7%	6%
折旧摊销	115.42	111.89	123.08	140.38	150.23	流动比率	16.11	12.56	13.63	14.53	15.38
财务费用	-101	-102	-103	-102	-103	速动比率	14.96	11.60	5.69	6.45	7.11
应收帐款减少	-5	2	8	0	0	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.28	0.26	0.26	0.26	0.26
投资活动现金流	435	-1096	3051	17	12	应收账款周转率	305	255	555	3740	3745
公允价值变动收益	11	19	19	19	19	应付账款周转率	15.72	12.48	10.45	10.85	11.04
长期投资减少	0	0	-21	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	67	43	43	43	43	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.69	0.71	0.77	0.81
筹资活动现金流	-339	-347	-263	-279	-301	每股净现金流(最新摊薄)	0.32	-0.54	-0.39	0.43	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.14	7.54	7.94	8.37	8.83
长期借款增加	0	0	1	1	1	**估值比率**					
普通股增加	266	0	0	0	0	P/E	18.50	19.30	18.73	17.41	16.44
资本公积增加	-266	0	0	0	0	P/B	1.86	1.77	1.68	1.59	1.51
现金净增加额	66690	-626	-445	493	461	EV/EBITDA	11.80	12.71	12.70	11.17	10.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业：站在白酒复苏的前夜	2025-08-25
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07
行业深度报告	食品饮料行业 2025 年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
行业普通报告	食品饮料：五一假期消费市场活跃，带动餐饮市场恢复	2025-05-09
行业普通报告	食品饮料行业：复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响	2025-04-16
行业普通报告	食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点	2025-04-03
公司深度报告	涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期	2025-01-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，10 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 18038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526