

涪陵榨菜(002507)

报告日期: 2025 年 09 月 01 日

25H1 收入稳中略升，盈利能力改善

——涪陵榨菜 2025 年半年报业绩点评报告

投资要点

- 25H1 公司营业收入 13.13 亿元（同比+0.51%），归母净利润 4.41 亿元（同比-1.66%），扣非归母净利润 4.15 亿元（同比-2.33%）。25Q2 公司营业收入 6.00 亿元（同比+7.59%），归母净利润为 1.68 亿元（同比-4.59%），扣非归母净利润为 1.58 亿元（同比-5.00%）。
- 分产品：榨菜主业稳固领先，萝卜潜力单品增幅较大。榨菜/萝卜/泡菜 25H1 分别实现收入 11.23/0.33/1.19 亿元，其中榨菜占比营收 85.53%，各品类同比变动分别为+0.45%/+38.35%/-8.37%。公司持续巩固榨菜领先地位、积极优化萝卜品类业务结构
- 分地区：华东华中和出口收入增长较快。25H1 华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北/出口分别实现营收 3.62/2.22/1.77/1.35/1.14/1.01/1.16/0.54/0.29 亿元，同比变动分别为-0.24%/+5.55%/+7.84%/-8.39%/-4.82%/-0.48%/-0.88%/+1.03%/+6.93%。
- 公司以经销为主，25H1 经销实现营收 12.37 亿元（同比-0.08%），直销营收 0.74 亿元，同比+11.13%，主要系新品贡献较多。
- 毛利率改善，净利率承压，销售费用高投入。
 - 1) 毛利率：25H1 实现 54.15%（同比+3.29pct），其中 25Q2 实现 52.00%（同比+2.82pct），毛利率提升主要系公司产品结构升级和采购渠道优化。
 - 2) 费用率：25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.87%/3.21%/0.37%/-3.30%，同比变动分别为+2.71pct/+0.05pct/+0.07pct/+0.79pct；其中 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.18%/3.93%/0.51%/-3.65%，同比变动分别为+5.09pct/-0.03pct/+0.16pct/+0.20pct。费用率上升主要系公司加强销售渠道的建设和维护，加大销售费用投入，管理、研发、财务费用率整体稳定。
 - 3) 净利率：25H1 净利率为 33.57%（同比-0.75pct），其中 25Q2 为 28.09%（同比-3.59pct）。
- 维持“买入”评级
 预计公司 25-27 年实现收入分别为 24.83、26.32、28.42 亿元，同比增长分别为 4.02%、6.00%、7.99%；预计实现归母净利润分别为 8.16、8.96、9.53 亿元，同比增长分别 2.09%、9.75%、6.46%。预计 25-27 年 EPS 分别为 0.71、0.78、0.83 元，对应 PE 分别为 19/17/16 倍。
- 风险提示：
 原材料成本价格上涨，行业竞争加剧，新品推广状况不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2387.13	2483.05	2631.99	2842.39
(+/-) (%)	-2.56%	4.02%	6.00%	7.99%
归母净利润	799.35	816.08	895.66	953.48
(+/-) (%)	-3.29%	2.09%	9.75%	6.46%
每股收益(元)	0.69	0.71	0.78	0.83
P/E	19.32	18.92	17.24	16.19

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

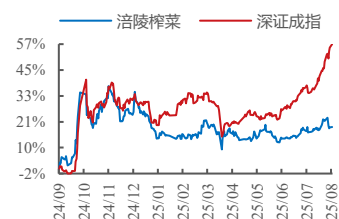
分析师：杨骥
 执业证书号：S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师：杜宛泽
 执业证书号：S1230521070001
 17621373969
 duwanze@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 13.38
总市值(百万元)	15,439.44
总股本(百万股)	1,153.92

股票走势图



相关报告

- 1 《收入改善明显，成本红利显现》 2024.11.04
- 2 《动销持续恢复，盈利能力改善》 2024.04.29
- 3 《盈利短期承压，新品榨菜酱持续铺货》 2024.04.07

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,360	8,345	7,940	8,112
现金	3,272	3,476	3,817	3,743
交易性金融资产	3,399	3,399	2,869	3,134
应收账款	8	22	39	55
其它应收款	5	4	5	6
预付账款	5	7	6	7
存货	562	510	549	604
其他	109	927	655	563
非流动资产	2,034	2,144	1,981	2,091
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	982	984	949	948
无形资产	479	458	437	416
在建工程	414	551	441	573
其他	159	150	154	154
资产总计	9,394	10,489	9,921	10,204
流动负债	586	1,390	562	639
短期借款	0	803	0	0
应付款项	236	183	199	231
预收账款	0	0	0	0
其他	350	404	364	409
非流动负债	110	105	103	106
长期借款	0	0	0	0
其他	110	105	103	106
负债合计	696	1,495	665	745
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	8,698	8,994	9,255	9,459
负债和股东权益	9,394	10,489	9,921	10,204

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	817	58	1,110	1,069
净利润	799	816	896	953
折旧摊销	111	74	77	80
财务费用	(102)	(26)	(30)	(52)
投资损失	(43)	(30)	(20)	(10)
营运资金变动	986	(824)	247	168
其它	(934)	48	(60)	(71)
投资活动现金流	(1,096)	(163)	639	(445)
资本支出	(202)	(203)	79	(200)
长期投资	0	0	0	0
其他	(894)	40	560	(245)
筹资活动现金流	(347)	309	(1,408)	(698)
短期借款	0	803	(803)	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(347)	(494)	(605)	(698)
现金净增加额	(626)	204	341	(74)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,387	2,483	2,632	2,842
营业成本	1,170	1,191	1,249	1,344
营业税金及附加	37	40	42	45
营业费用	324	298	295	341
管理费用	94	81	74	80
研发费用	11	6	6	7
财务费用	(102)	(26)	(30)	(52)
资产减值损失	(2)	0	0	0
公允价值变动损益	19	14	15	17
投资净收益	43	30	20	10
其他经营收益	28	22	20	18
营业利润	942	960	1,054	1,122
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	943	960	1,054	1,122
所得税	143	144	158	168
净利润	799	816	896	953
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	799	816	896	953
EBITDA	1,005	1,004	1,097	1,145
EPS (最新摊薄)	0.69	0.71	0.78	0.83

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.56%	4.02%	6.00%	7.99%
营业利润	-3.42%	1.94%	9.72%	6.46%
归属母公司净利润	-3.29%	2.09%	9.75%	6.46%
获利能力				
毛利率	50.99%	52.03%	52.54%	52.70%
净利率	33.49%	32.87%	34.03%	33.54%
ROE	9.44%	9.23%	9.82%	10.19%
ROIC	8.70%	8.05%	9.35%	9.56%
偿债能力				
资产负债率	7.41%	14.25%	6.71%	7.30%
净负债比率	0.12%	53.75%	0.06%	0.07%
流动比率	12.56	6.00	14.12	12.69
速动比率	11.60	5.64	13.15	11.75
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.25	0.26	0.28
应收账款周转率	255.39	303.04	294.66	291.13
应付账款周转率	6.12	5.69	6.54	6.27
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.71	0.78	0.83
每股经营现金	0.71	0.05	0.96	0.93
每股净资产	7.54	7.79	8.02	8.20
估值比率				
P/E	19.32	18.92	17.24	16.19
P/B	1.78	1.72	1.67	1.63
EV/EBITDA	9.60	9.34	7.99	7.49

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>