

榨菜主营稳健，加大终端营销促进新品增长

——涪陵榨菜 2025 年半年报点评

公司点评

● 公司 2025 年上半年营收净利基本稳定，单季营收增速由负转正：

公司公布 2025 年中报，实现营收 13.13 亿元/+0.51%；归母净利润 4.41 亿元/-1.66%。公司毛利率 54.15%，同比提高 3.29pct。两费方面，销售费用率 14.87%，同升 2.71pct；管理费用率 3.58%，同升 0.12pct。净利率 33.57%，同升-0.74pct。2025 年 Q1/Q2 公司分别实现营收 7.13/6.00 亿元，同比增长-4.75%/+7.59%；归母净利润 2.72/1.68 亿元，同比增长+0.24%/-4.59%。

上半年单季营收增速转好转正，受益于 2024 年、2025 年青菜头收购价均维持在较低水平，维持公司今年的原料成本稳定、可控，支撑加量不加价策略执行，上半年营业成本 6.02 亿元/-6.22%，带动毛利改善。行业终端销售竞争激烈，公司在线下大商超、连锁便利店及生鲜渠道加大市场推广力度，以提升产品上架率和终端陈列效果，销售费用同比大幅增长至 1.95 亿元/+22.94%，拖累净利增速。

● 产品结构稳健，榨菜占比稳定，新品风干萝卜受市场欢迎增长明显

上半年榨菜/泡菜/萝卜/其他产品分别实现收入 11.23/1.19/0.33/0.37 亿元，同比分别+0.45%/-8.37%/+38.35%/+9.30%，占比分别为 85.52/9.03/2.53/2.78%，同比榨菜占比稳健；风干萝卜系列受市场欢迎，萝卜占比提升 0.22pct；泡菜连续两年占比回落，泡菜占比回落 0.88pct。泡菜收入放缓，我们考虑今年餐饮消费承压明显，而公司餐饮端重点抓调味菜、泡菜、豆瓣酱品类，后续餐饮端消费恢复增势，有望拉升泡菜等品类增长。

● 拟收购味滋美，拓品类拓渠道，有助于快速开辟第二增量市场

公司榨菜市场龙头地位不变，积极开拓新品和新市场为公司打造新的营收增长点。公司持续进行终端产品调研，寻求市场发展空间较大的非榨菜品类，如萝卜、泡菜、以及复合调味料等需求增长明显且未形成大品牌、大规模品类；以及设立餐饮渠道事业部与部分头部连锁餐饮企业达成合作，努力打通 B 端市场。

2024 年制定了“内生式增长+外延式并购”双轮驱动的中长期发展战略，将并购重组作为突破上市公司发展瓶颈的重要手段，积极实施相关行业资产整合，以促进产品品类和销售渠道拓展，提升行业战略地位。公司拟收购四川味滋美食品科技有限公司 51% 股权。本次交易如能顺利完成，味滋美可借助涪陵榨菜遍布全国的 C 端经销商渠道网络快速嫁接优势资源、开辟第二增量市场，提高其销售规模和盈利能力。同时，涪陵榨菜也可获得味滋美成熟的 B 端资源，依托其活跃餐饮终端跑通榨菜、泡菜、豆瓣酱系列产品，促进公司餐饮产品迅速切入餐饮市场。

● 推动渠道终端下沉，完善销售人员激励机制，稳定公司业务发展：

公司在全国布局 8 个大区、63 个办事处，推动渠道下沉。通过社区团购、生鲜超市、直播平台等新兴渠道，实现多品下沉和终端覆盖。为整顿市场秩序，公司对布局不合理，终端冲突的经销商进行优化。2025 年上半年经销商数量 2446 家，减少 203 家，新增 17 家，较 2024 年上半年减少 439 家，新增 15 家，今年优化数量明显下降，单季营收增速由负转正。

推荐（维持评级）

陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据 时间 2025/08/29

收盘价(元):

一年最低/最高(元): 13.36

总股本(亿股): 11.85/13.99

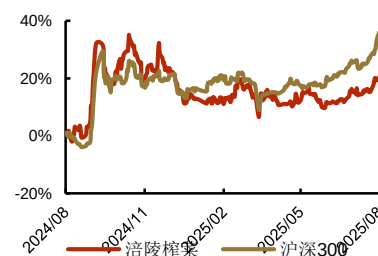
总市值(亿元): 11.54

流通股本(亿股): 154.16

流通市值(亿元): 11.49

近 3 月换手率: 153.49

股价一年走势



相关报告

《榨菜主营增收承压，并购扩品充实渠道》2025-04-28

《调整销售考核迎合市场需求 传统销售旺季动销改善明显》2024-11-10

《稳住榨菜，夯基拓新，寻求增长》2024-10-30

《现金流、预收款双双走强，补库存继续拉动收入》2020-04-22

《轻装上阵再出发，业绩弹性仍可期》2020-03-17



2024 年根据组织架构变革同步对公司员工薪酬进行了调整，同时对销售人员激励机制进行完善，制定了销售人员三年的中长期激励机制，提升了销售人员的稳定性，同时对销售人员考核机制适度调整，降低基础任务考核增加调货额激励比例，提升销售人员开发渠道积极性。

● 盈利预测及投资建议：

我们预计公司 25/26/27 年实现营收分别为 24.52/26.02/27.87 亿元，同比增速 2.7%/6.1%/7.1%，净利润分别为 8.06/8.77/9.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.70/0.76/0.79 元。当前股价对应 PE 分别为 19.1/17.6/17.0 倍，公司当前 PE21 倍，维持公司“推荐”评级。

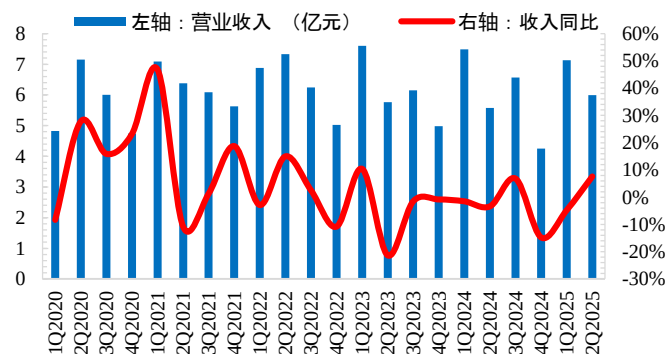
● **风险提示：**消费信心不足，消费需求减弱，存量博弈加剧，并购重组经营风险，食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,450	2,387	2,452	2,602	2,787
增长率(%)	-3.9	-2.6	2.7	6.1	7.1
净利润(百万元)	827	799	806	877	908
增长率(%)	-8.0	-3.3	0.9	8.8	3.6
毛利率(%)	50.7	51.0	52.2	52.1	50.7
净利率(%)	33.7	33.5	32.9	33.7	32.6
ROE(%)	10.0	9.2	8.9	9.3	9.1
EPS(摊薄/元)	0.72	0.69	0.70	0.76	0.79
P/E(倍)	18.7	19.3	19.1	17.6	17.0
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

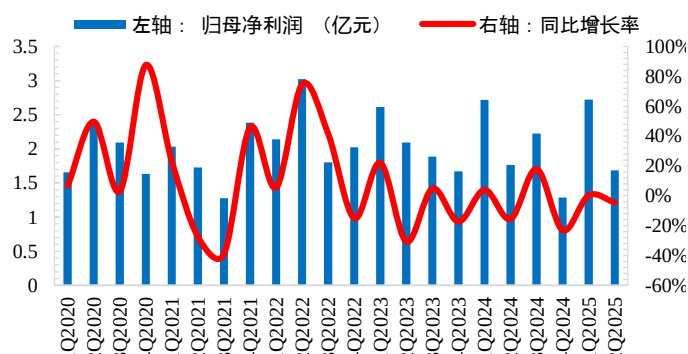
资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 8 月 29 日

图1： 2020Q1-2025Q2 单季营业收入及其同比， 2025上半年营收增速持续向好



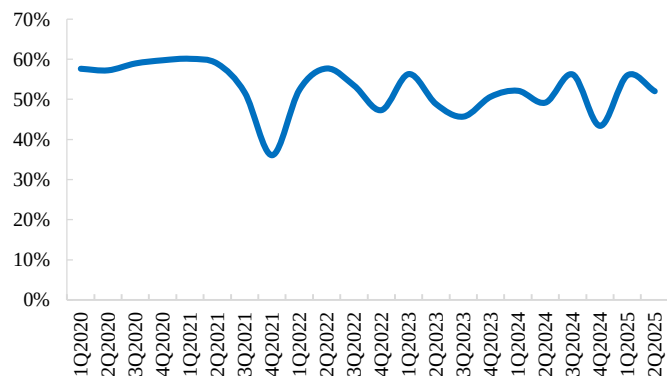
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2： 2020Q1-2025Q2 四季度归母净利润及其同比， 2025Q2 归母净利增速同比下降



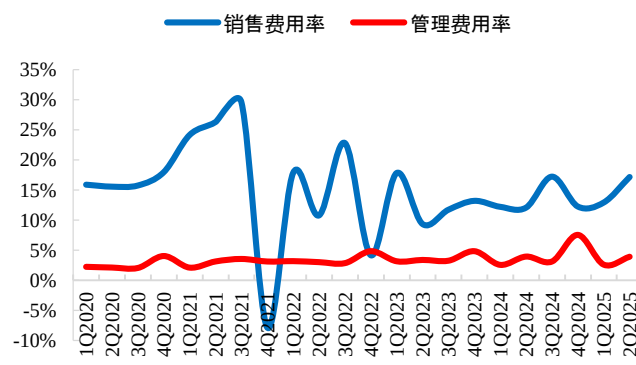
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2020Q1-2025Q2 单季毛利率， 受益原材料成本下降毛利率维持高位



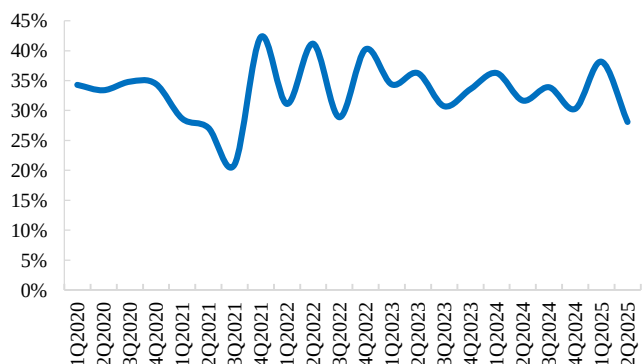
资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 2020Q1-2025Q2 单季销售费用率和管理费用率， 销售费用明显上涨



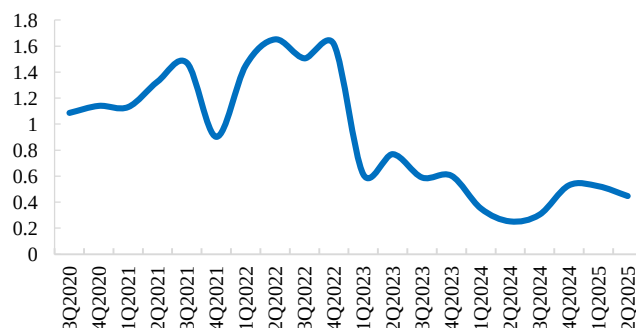
资料来源：wind，诚通证券研究所

图5： 2020Q1-2025Q1 单季净利率， 成本下降但费用上升， 净利率回落



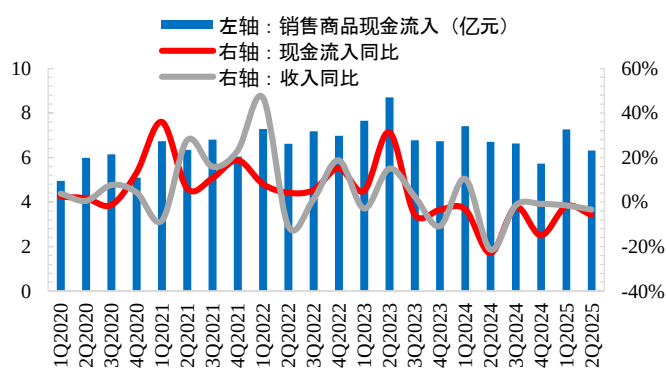
资料来源：wind，诚通证券研究所

图6： 2020Q3-2025Q1 公司合同负债(亿元)， 下游经销商稳健



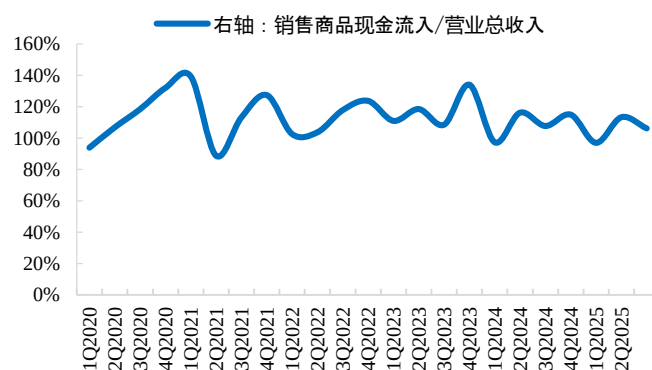
资料来源：wind，诚通证券研究所

图7： 2020Q1-2025Q1 单季销售商品现金流入，略有回落



资料来源：wind，诚通证券研究所

图8： 2021Q1-2025Q1 单季销售商品现金流入/营业总收入，现金流较稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6934	7360	7358	7866	8286
现金	3680	3272	3342	3719	4153
应收票据及应收账款合计	11	8	0	0	0
其他应收款	4	5	4	6	5
预付账款	5	5	5	6	6
存货	495	562	498	628	614
其他流动资产	2739	3508	3508	3508	3508
非流动资产	1835	2034	2041	2094	2098
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1056	982	1015	1061	1100
无形资产	489	479	532	597	606
其他非流动资产	291	573	494	435	392
资产总计	8769	9394	9399	9960	10384
流动负债	430	586	269	372	309
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	147	236	0	0	0
其他流动负债	284	350	269	372	309
非流动负债	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
负债合计	525	696	379	482	419
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	5047	5517	5984
归属母公司股东权益	8244	8698	9019	9478	9965
负债和股东权益	8769	9394	9399	9960	10384

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	435	817	483	766	770
净利润	827	799	806	877	908
折旧摊销	114	111	92	103	114
财务费用	-101	-102	-102	-109	-121
投资损失	-67	-43	-55	-60	-65
营运资金变动	-338	43	-243	-309	
其他经营现金流	1	9	-15	-16	-17
投资活动现金流	271	-1096	-29	-80	-36
资本支出	115	261	7	53	4
长期投资	202	-940	0	0	0
其他投资现金流	588	-1775	-22	-27	-32
筹资活动现金流	-339	-347	-384	-309	-301
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	-384	-309	-301
现金净增加额	367	-626	71	377	434

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2450	2387	2452	2602	2787
营业成本	1207	1170	1173	1246	1375
营业税金及附加	38	37	39	41	43
营业费用	328	324	367	368	397
管理费用	88	94	97	101	109
研发费用	6	11	12	12	11
财务费用	-101	-102	-102	-109	-121
资产减值损失	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	11	19	14	15	16
其他收益	6	26	14	14	15
投资净收益	67	43	55	60	65
营业利润	976	942	950	1033	1071
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	975	943	950	1033	1071
所得税	148	143	143	156	162
净利润	827	799	806	877	908
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	827	799	806	877	908
EBITDA	978	955	942	1030	1066
EPS (元)	0.72	0.69	0.70	0.76	0.79

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.9	-2.6	2.7	6.1	7.1
营业利润(%)	-7.5	-3.4	0.8	8.8	3.6
归属于母公司净利润(%)	-8.0	-3.3	0.9	8.8	3.6
获利能力					
毛利率(%)	50.7	51.0	52.2	52.1	50.7
净利率(%)	33.7	33.5	32.9	33.7	32.6
ROE(%)	10.0	9.2	8.9	9.3	9.1
ROIC(%)	26.8	35.6	32.0	33.6	33.7
偿债能力					
资产负债率(%)	6.0	7.4	4.0	4.8	4.0
净负债比率(%)	-43.7	-36.6	-36.1	-38.3	-40.8
流动比率	16.1	12.6	27.3	21.2	26.8
营运能力					
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	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.7	6.1	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.69	0.70	0.76	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.44	0.42	0.66	0.67
每股净资产(最新摊薄)	7.14	7.54	7.82	8.21	8.64
估值比率					
P/E	18.7	19.3	19.1	17.6	17.0
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.2	9.2	9.3	8.1	7.5

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>