

## Q2 收入端表现亮眼，费投加大拖累利润

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年中报，25H1 实现营业收入 13.1 亿元，同比+0.5%，实现归母净利润 4.4 亿元，同比-1.7%；其中 25Q2 实现收入 6 亿元，同比+7.6%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比-4.6%。
- **榨菜主业维持平稳态势，萝卜新品收入表现亮眼。**1) 分品类看，25H1 榨菜、泡菜、萝卜、其他产品分别实现收入 11.2/1.2/0.33/0.37 亿元，对应收入增速分别为+0.4%/-8.4%/+38.3%/+9.3%；其中榨菜业务拆分量价来看，上半年榨菜销量同比-1.2%/吨价同比+1.6%。在整体消费需求疲软大环境下，公司通过加大 60g 产品铺市力度，帮助榨菜主业实现稳定增长；萝卜收入明显改善，主要系公司改进工艺后的风干萝卜产品市场反应良好。2) 分区域看，25H1 华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北大区收入增速分别为-0.2%/+5.6%/+7.8%/-8.4%/-4.8%/-0.5%/-0.9%/+1%，受益于“定向爆破”重点市场打造活动的持续开展，华东及华中区域实现较快增长；此外主销区西南亦维持相对稳健态势。
- **成本红利助力毛利率提升，市场费投增加拖累盈利。**25H1 公司毛利率为 54.2%，同比+3.3pp；其中 25Q2 毛利率为 52%，同比+2.8pp。单二季度毛利率提升，主要系青菜头原料成本下降所致。费用率方面，25Q2 公司销售费用率为 17.2%，同比+5.1pp；主要系公司为强化存量市场竞争优势加大市场推广费用投放。管理费用率保持稳定，同比-0.03pp 至 3.9%。综合来看，受市场费用增加影响，公司 25Q2 净利率同比-3.6pp 至 28.1%。
- **内部改革稳步推进，后续业绩持续增长可期。**1) 品类规划方面，公司围绕“稳住榨菜，夯基拓新，寻求增长”的业务战略规划思路，家庭端紧抓榨菜、下饭菜及榨菜酱三大品类；餐饮端以“榨菜+”拓展亲缘品类，借“豆瓣酱+”进军川菜烹饪酱、川渝味复调领域，持续拓展非榨菜产品线。2) 品牌传播方面，公司将“轻盐/健康”与“大乌江”品牌传播相结合，同步推进地面推广及空中传播，深化乌江作为佐餐开胃菜的平台型品牌形象，为市场开拓及品类扩张实现品牌赋能。3) 渠道方面，公司借助大包装性价比产品，通过持续定向爆破等市场推广活动，逐步收复传统 KA 渠道市场份额；此外柔性产线投入使用亦帮助公司做好线上线下产品区隔，保证整体价盘稳定。随着公司持续深化内部销售改革，逐步理顺新品开发思路，渠道资源倾斜有的放矢，后续公司业绩持续增长值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.71 元、0.75 元、0.79 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、18 倍、17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新品推广或不及预期；原材料价格大幅波动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2387.13	2459.58	2579.04	2690.30
增长率	-2.56%	3.04%	4.86%	4.31%
归属母公司净利润(百万元)	799.35	815.85	867.50	914.24
增长率	-3.29%	2.06%	6.33%	5.39%
每股收益 EPS(元)	0.69	0.71	0.75	0.79
净资产收益率 ROE	9.19%	9.04%	9.24%	9.37%
PE	19	19	18	17
PB	1.77	1.70	1.64	1.58

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：朱会振  
执业证号：S1250513110001  
电话：023-63786049  
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立  
执业证号：S1250523070009  
电话：023-63786049  
邮箱：ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.54
流通 A 股(亿股)	11.49
52 周内股价区间(元)	11.6-15.98
总市值(亿元)	153.70
总资产(亿元)	92.49
每股净资产(元)	7.50

### 相关研究

- 涪陵榨菜（002507）：Q1 收入端承压延续，并购打开增长曲线（2025-05-02）
- 涪陵榨菜（002507）：24 年经营略有承压，期待改革成效释放（2025-04-01）
- 涪陵榨菜（002507）：Q4 业绩略低于预期，成本红利仍可期（2025-03-03）
- 涪陵榨菜(002507):榨菜主业平稳增长，静待成本红利显现（2024-09-02）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2387.13	2459.58	2579.04	2690.30	净利润	799.35	815.85	867.50	914.24
营业成本	1169.97	1199.20	1253.86	1307.53	折旧与摊销	110.93	115.75	127.68	131.47
营业税金及附加	36.71	37.82	39.66	41.37	财务费用	-102.23	-95.77	-101.35	-116.45
销售费用	324.05	336.96	345.59	360.50	资产减值损失	-1.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	94.00	88.54	87.69	88.78	经营营运资本变动	909.73	-541.69	82.49	-4.03
财务费用	-102.23	-95.77	-101.35	-116.45	其他	-898.88	-49.24	-50.27	-49.86
资产减值损失	-1.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	816.94	244.90	926.05	875.36
投资收益	43.04	50.00	50.00	50.00	资本支出	-203.03	-50.00	-40.00	-30.00
公允价值变动损益	18.98	0.00	0.00	0.00	其他	-892.97	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1096.00	0.00	10.00	20.00
营业利润	942.21	942.82	1003.59	1058.58	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.50	17.00	17.00	17.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	942.71	959.82	1020.59	1075.58	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	143.36	143.97	153.09	161.34	支付股利	0.00	-487.60	-505.83	-546.53
净利润	799.35	815.85	867.50	914.24	其他	-347.04	94.92	101.35	116.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-347.04	-392.68	-404.47	-430.07
归属母公司股东净利润	799.35	815.85	867.50	914.24	现金流量净额	-625.74	-147.78	531.58	465.29
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3271.61	3123.83	3655.41	4120.70	成长能力				
应收和预付款项	18.73	20.16	21.28	21.71	销售收入增长率	-2.56%	3.04%	4.86%	4.31%
存货	561.51	513.34	550.98	587.27	营业利润增长率	-3.42%	0.06%	6.45%	5.48%
其他流动资产	3507.71	4046.09	3940.40	3937.73	净利润增长率	-3.29%	2.06%	6.33%	5.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-3.84%	1.25%	6.97%	4.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1396.11	1342.48	1266.91	1177.56	毛利率	50.99%	51.24%	51.38%	51.40%
无形资产和开发支出	517.64	505.52	493.40	481.29	三费率	13.23%	13.41%	12.87%	12.37%
其他非流动资产	120.37	120.37	120.37	120.37	净利率	33.49%	33.17%	33.64%	33.98%
资产总计	9393.69	9671.79	10048.76	10446.64	ROE	9.19%	9.04%	9.24%	9.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.51%	8.44%	8.63%	8.75%
应付和预收款项	305.74	327.12	335.79	350.97	ROIC	29.74%	31.77%	31.64%	34.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.84%	39.15%	39.93%	39.91%
其他负债	390.36	318.85	325.47	340.45	营运能力				
负债合计	696.11	645.97	661.26	691.42	总资产周转率	0.26	0.26	0.26	0.26
股本	1153.92	1153.92	1153.92	1153.92	固定资产周转率	2.34	2.20	2.07	2.24
资本公积	2936.65	2936.65	2936.65	2936.65	应收账款周转率	246.47	280.32	276.99	274.49
留存收益	4607.01	4935.26	5296.93	5664.65	存货周转率	2.21	2.23	2.36	2.30
归属母公司股东权益	8697.58	9025.83	9387.50	9755.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	8697.58	9025.83	9387.50	9755.22	资产负债率	7.41%	6.68%	6.58%	6.62%
负债和股东权益合计	9393.69	9671.79	10048.76	10446.64	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.56	14.37	14.82	14.91
					速动比率	11.60	13.41	13.82	13.90
					股利支付率	0.00%	59.77%	58.31%	59.78%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	950.91	962.81	1029.92	1073.59	每股收益	0.69	0.71	0.75	0.79
PE	19.23	18.84	17.72	16.81	每股净资产	7.54	7.82	8.14	8.45
PB	1.77	1.70	1.64	1.58	每股经营现金	0.71	0.21	0.80	0.76
PS	6.44	6.25	5.96	5.71	每股股利	0.00	0.42	0.44	0.47
EV/EBITDA	9.02	9.06	7.96	7.20					
股息率	0.00%	3.17%	3.29%	3.56%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

## 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

## 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

## 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

## 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn