

## 涪陵榨菜 (002507.SZ)

## 业绩稳健增长，外延并购终止

25Q3 收入/归母净利润分别同比+4.48%/+4.34%，收入稳健增长，结构变化及市场费用增加拖累毛利率及费用率，投资收益增加整体盈利保持稳定。公司近年来不断强化竞争优势，提升渠道管控和内部管理效率，使得发展更加稳健。公司公告称终止对味滋美的收购计划，但仍将继续探索外延并购机会，未来多元策略下期待打开空间。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 0.70、0.73 元，对应 25 年 18X 估值，维持“强烈推荐”评级。

□ 25Q3 收入/归母净利润分别同比+4.48%/+4.34%，业绩稳健增长。公司发布 2025 年三季报，25 年 1-9 月实现收入 19.99 亿元，同比+1.84%；归母净利润 6.73 亿元，同比+0.33%；归母扣非净利润 6.15 亿元，同比-3.43%。其中单 Q3 实现收入 6.86 亿元，同比+4.48%；归母净利润 2.32 亿元，同比+4.34%；归母扣非净利润 2.0 亿元，同比-5.63%。Q3 公司现金回款 7.66 亿元，同比+9.78%，快于收入增速；合同负债 0.41 亿元，同比+35.5%。经营性净现金流 3.23 亿，同比下降 0.7%。

□ 毛利率受结构影响下降，投资收益增加对冲利润压力。公司 25Q3 毛利率 52.93%，同比下降 3.24pcts，主要系萝卜及新品增速相对更快导致产品结构变化所致。Q3 销售费用率 18.08%，同比+0.85pct，公司渠道推广费用持续加大投入；管理费用率 2.81%，同比-0.32pct，费用管控成效持续显现。Q3 公司投资收益同比增加 3550 万，主要得益于 Q3 到期的固定收益型理财产品较多收益提升。Q3 公司归母净利率为 33.86%，同比-0.04pct，盈利能力保持平稳。

□ Q4 及明年展望：新品新渠道继续拓展，并购终止不改多元策略。需求相对平淡背景下，今年以来公司持续加大产品、渠道费用投入，收入端稳健增长。公司推出萝卜、榨菜酱等新品，优化工艺与口味，今年 7 月上新的老重庆杂酱和肉末豇豆两个产品，线上成交额已近 1500 万元；同时通过定制化产品加强与量贩、会员制商超等渠道合作，在山姆合作的双拼组合装产品上新有望打开新增长空间。盈利端看，整体原材料价格仍有下降趋势，考虑到市场投入费用增加，预计全年利润增速或慢于收入。此外，公司公告称中止味滋美收购，原因在于外部环境发生一定变化及部分核心商业条款未达成一致意见，但不排除重启并购可能。中长期看，公司持续费用投放探索新产品、新渠道，业绩有望稳步发展，同时坚定策略拓展边界，继续探索新成长曲线战略不变，期待打开成长空间。

□ 投资建议：业绩稳健增长，外延并购终止。25Q3 收入/归母净利润分别同比+4.48%/+4.34%，收入稳健增长，结构变化及市场费用增加拖累毛利率及费用率，投资收益增加整体盈利保持稳定。公司近年来不断强化竞争优势，提升渠道管控和内部管理效率，使得发展更加稳健。公司公告称终止对味滋美的收购计划，但仍将继续探索外延并购机会，未来多元策略下期待打开空间。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

## 强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料  
目标估值：NA  
当前股价：12.85 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)	14.8
流通市值 (十亿元)	14.8
每股净资产 (MRQ)	7.7
ROE (TTM)	9.0
资产负债率	6.6%
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	0	-1	-9
相对表现	-2	-24	-27

资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《涪陵榨菜 (002507) —Q2 收入复苏，费用拖累利润》2025-08-27
- 《涪陵榨菜 (002507) —收入承压盈利改善，并购加速多元发展》2025-04-28
- 《涪陵榨菜 (002507) —Q4 业绩承压，25 年目标稳健》2025-03-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

年 EPS 分别为 0.70、0.73 元，对应 25 年 18X 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	2441	2572	2697
同比增长	-4%	-3%	2%	5%	5%
营业利润(百万元)	976	942	950	991	1047
同比增长	-8%	-3%	1%	4%	6%
归母净利润(百万元)	827	799	807	842	889
同比增长	-8%	-3%	1%	4%	6%
每股收益(元)	0.72	0.69	0.70	0.73	0.77
PE	17.9	18.5	18.4	17.6	16.7
PB	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6

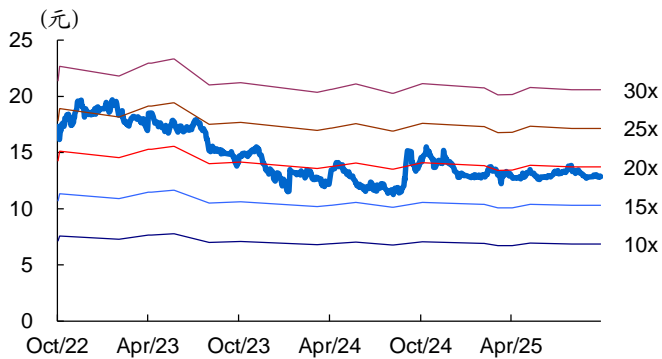
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	23FY	24FY
一、营业总收入	498	749	557	657	425	713	600	686	2450	2387
二、营业总成本	321	450	362	408	316	413	410	452	1559	1535
其中: 营业成本	246	359	283	288	240	314	288	323	1207	1170
营业税金及附加	12	10	9	7	11	7	13	6	38	37
营业费用	66	91	67	113	52	92	103	124	328	324
管理费用	24	19	22	21	32	19	24	19	88	94
研发费用	3	2	2	3	4	2	3	3	6	11
财务费用	-26	-32	-21	-24	-24	-21	-22	-23	-101	-102
资产减值损失	-4	1	0	0	1	1	1	0	0	2
三、其他经营收益	19	23	14	12	41	20	14	40	85	90
公允价值变动收益	3	10	3	5	8	3	4	3	6	26
投资收益	-1	4	4	2	8	5	3	-4	11	19
其他收益	16	10	4	6	24	11	7	41	67	43
四、营业利润	196	322	209	261	150	320	204	274	976	942
加: 营业外收入	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2
减: 营业外支出	1	1	0	0	0	0	1	0	1	1
五、利润总额	196	321	209	263	150	320	203	274	975	943
减: 所得税	28	50	33	40	21	48	35	41	148	143
六、净利润	167	272	177	223	129	272	168	232	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	167	272	177	223	129	272	168	232	827	799
EPS	0.14	0.24	0.15	0.19	0.11	0.24	0.15	0.20	0.72	0.69
<b>主要比率</b>										
毛利率	50.6%	52.1%	49.2%	56.2%	43.4%	56.0%	52.0%	52.9%	50.7%	51.0%
主营税金率	2.4%	1.3%	1.6%	1.1%	2.5%	1.0%	2.3%	0.9%	1.5%	1.5%
营业费率	13.2%	12.2%	12.1%	17.2%	12.3%	12.9%	17.2%	18.1%	13.4%	13.6%
管理费	4.9%	2.6%	4.0%	3.1%	7.6%	2.6%	3.9%	2.8%	3.6%	3.9%
营业利润率	39.4%	43.0%	37.5%	39.8%	35.3%	44.9%	34.1%	39.9%	39.8%	39.5%
实际税率	14.5%	15.4%	15.6%	15.3%	14.1%	14.9%	17.0%	15.1%	15.2%	15.2%
净利率	33.6%	36.3%	31.7%	33.9%	30.3%	38.2%	28.1%	33.9%	33.7%	33.5%
<b>YoY</b>										
收入增长率	-0.8%	-1.5%	-3.4%	6.8%	-14.8%	-4.8%	7.6%	4.5%	-3.9%	-2.6%
营业利润增长率	-17.1%	3.9%	-14.8%	16.6%	-23.6%	-0.6%	-2.3%	4.8%	-7.5%	-1.6%
净利润增长率	-17.3%	3.9%	-15.6%	17.9%	-23.1%	0.2%	-4.6%	4.3%	-8.0%	-3.1%

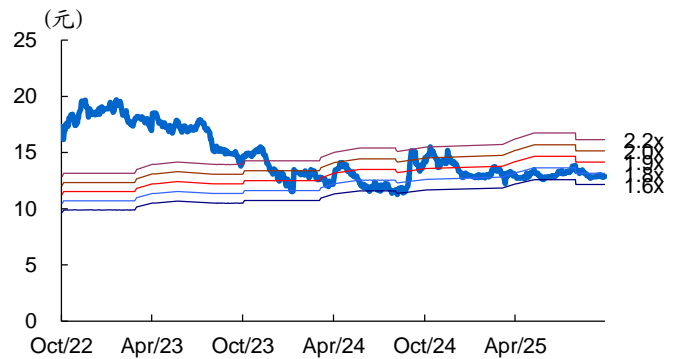
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 涪陵榨菜历史 PEBand



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 涪陵榨菜历史 PBBand



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
<b>流动资产</b>	6934	7360	7787	8057	8131
现金	3680	3272	3720	3958	4002
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	8	9	9
其它应收款	4	5	5	6	6
存货	495	562	538	563	587
其他	934	114	116	122	128
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>8769</b>	<b>9394</b>	<b>9703</b>	<b>9866</b>	<b>9845</b>
<b>流动负债</b>	430	586	573	586	599
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	147	236	226	237	246
预收账款	60	53	51	53	55
其他	223	297	296	296	297
<b>长期负债</b>	95	110	110	110	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他	95	110	110	110	110
<b>负债合计</b>	<b>525</b>	<b>696</b>	<b>683</b>	<b>696</b>	<b>708</b>
股本	1154	1154	1154	1154	1154
资本公积金	2937	2937	2937	2937	2937
留存收益	4154	4607	4930	5080	5046
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	8244	8698	9020	9170	9136
<b>负债及权益合计</b>	<b>8769</b>	<b>9394</b>	<b>9703</b>	<b>9866</b>	<b>9845</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	435	817	791	817	855
净利润	827	799	807	842	889
折旧摊销	114	111	145	133	123
财务费用	(80)	(79)	(72)	(42)	(42)
投资收益	(67)	(43)	(98)	(98)	(98)
营运资金变动	(354)	25	9	(19)	(18)
其它	(4)	4	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	271	(1096)	71	71	71
资本支出	(115)	(261)	(27)	(27)	(27)
其他投资	385	(835)	98	98	98
<b>筹资活动现金流</b>	(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
<b>现金净增加额</b>	<b>367</b>	<b>(626)</b>	<b>449</b>	<b>238</b>	<b>45</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2450	2387	2441	2572	2697
营业成本	1207	1170	1121	1173	1222
营业税金及附加	38	37	38	40	41
营业费用	328	324	399	406	425
管理费用	88	94	94	94	93
研发费用	6	11	11	9	9
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	53	53	53
<b>营业利润</b>	976	942	950	991	1047
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	975	943	950	992	1048
所得税	148	143	143	150	158
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>827</b>	<b>799</b>	<b>807</b>	<b>842</b>	<b>889</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-4%	-3%	2%	5%	5%
营业利润	-8%	-3%	1%	4%	6%
归母净利润	-8%	-3%	1%	4%	6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.7%	51.0%	54.1%	54.4%	54.7%
净利率	33.7%	33.5%	33.1%	32.7%	33.0%
ROE	10.3%	9.4%	9.1%	9.3%	9.7%
ROIC	9.2%	8.3%	8.3%	8.8%	9.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	6.0%	7.4%	7.0%	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	13.6	13.7	13.6
速动比率	15.0	11.6	12.7	12.8	12.6
<b>营运能力</b>					
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	2.0	2.1	2.1
应收账款周转率	305.0	255.0	295.0	299.0	298.0
应付账款周转率	7.7	6.1	4.9	5.1	5.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.72	0.69	0.70	0.73	0.77
每股经营净现金	0.38	0.71	0.69	0.71	0.74
每股净资产	7.14	7.54	7.82	7.95	7.92
每股股利	0.30	0.42	0.60	0.80	0.30
<b>估值比率</b>					
PE	17.9	18.5	18.4	17.6	16.7
PB	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	12.1	12.5	11.5	10.9	10.5

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。