

涪陵榨菜 (002507.SZ)

业绩稳中有进，积极探索新品类

优于大市

核心观点

公司 2025 年实现营业总收入 24.32 亿元，同比增长 1.88%；实现归母净利润 7.68 亿元，同比减少 3.92%；实现扣非归母净利润 6.98 亿元，同比减少 4.67%。2026Q1 实现营业总收入 7.54 亿元，同比增长 5.70%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比增长 0.07%；实现扣非归母净利润 2.63 亿元，同比增长 2.10%。

榨菜基本盘稳固，新品与渠道改革成效初显。分品类看，2025 年榨菜/萝卜/泡菜/其他产品收入分别为 20.59/0.57/2.14/0.97 亿元，同比 +0.74%/+24.78%/-6.85%/+54.82%。榨菜单价小幅提高 0.4%，基本盘稳固；萝卜品类销量同比持平，收入高增主要系产品结构升级带动吨价提升。渠道方面，公司持续优化经销商布局，截至 2025 年底经销商数量为 2442 家，全年净减少 190 家，同时积极开拓新兴渠道，餐饮渠道以 800g 榨菜系列为支柱搭建全国骨干销售网络。

市场推广费用增加，全年盈利能力承压。2025 年公司毛利率为 51.8%，同比提升 0.8pct，其中榨菜品类毛利率 55.8%，同比提升 1.2pct，主要受益于青菜头等重点原材料采购成本稳定。全年销售费用率达 15.77%，同比提升 2.2pct，主要系公司为巩固市场地位、拓展新兴渠道及推广新品主动加大费用投放。综合来看公司全年归母净利率 31.58%，同比下滑 1.9pct。2026Q1 公司毛利率为 54.9%，同比下滑 1.2pct；销售费用率为 13.2%，同比延续略提升；归母净利率为 36.2%，同比下滑约 2.0pct。

品类规划矩阵发展，内生外延双轮驱动。公司坚持“双轮驱动”战略，围绕“稳榨菜、推新品、优布局、抢赛道、提效能”的经营策略，2026 年预算计划实现 5.6% 收入增长。产品端，在稳固榨菜基本盘的同时，做好“榨菜+”延伸，并将萝卜品类作为战略增长品类重点打造；另外未来仍将持续在复合调味品和佐餐开胃菜等方向寻求并购机会，完善产业布局。

风险提示：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，新品推广状况不佳等。

盈利预测与投资建议：考虑到行业环境偏弱，我们小幅下调此前盈利预测。综合来看，2026-2027 年公司实现营业总收入 25.8/27.4 亿元（前预测值为 26.5/28.1 亿元），并引入 2028 年预测 28.8 亿元，2026-2028 年同比 6.2%/6.0%/5.3%；2026-2027 年公司实现归母净利润 8.3/8.8 亿元（前预测值为 8.8/9.4 亿元），并引入 2028 年预测 9.3 亿元，2026-2028 年同比 8.2%/6.5%/5.1%；实现 EPS0.72/0.77/0.81 元；当前股价对应 PE 分别为 17.3/16.2/15.5 倍。维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,387	2,432	2,583	2,737	2,881
(+/-%)	-2.6%	1.9%	6.2%	6.0%	5.3%
净利润(百万元)	799	768	831	885	929
(+/-%)	-3.3%	-3.9%	8.2%	6.5%	5.1%
每股收益(元)	0.69	0.67	0.72	0.77	0.81
EBIT Margin	31.5%	30.2%	32.4%	32.7%	32.6%
净资产收益率 (ROE)	9.2%	8.8%	9.2%	9.4%	9.6%
市盈率 (PE)	18.0	18.7	17.3	16.2	15.5
EV/EBITDA	17.5	18.1	16.6	15.2	14.4
市净率 (PB)	1.65	1.64	1.59	1.53	1.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

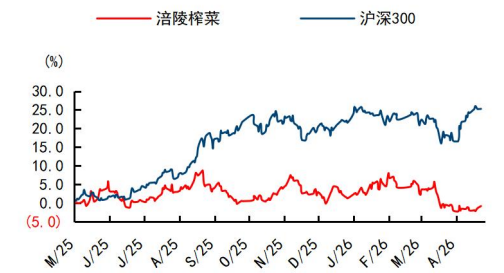
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.45 元
总市值/流通市值	14366/14327 百万元
52 周最高价/最低价	13.93/12.15 元
近 3 个月日均成交额	190.43 百万元

市场走势



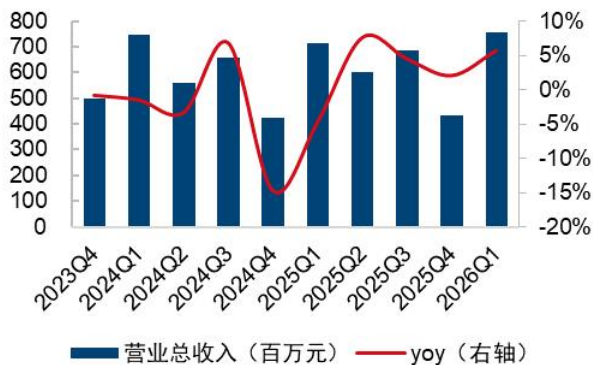
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 榨菜品类表现企稳，盈利能力承压》——2025-08-27
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 2024 年经营略有承压，2025 年改革持续推进》——2025-04-07
- 《涪陵榨菜 (002507.SZ) - 第三季度收入同比增长 6.81%，盈利能力修复》——2024-11-03

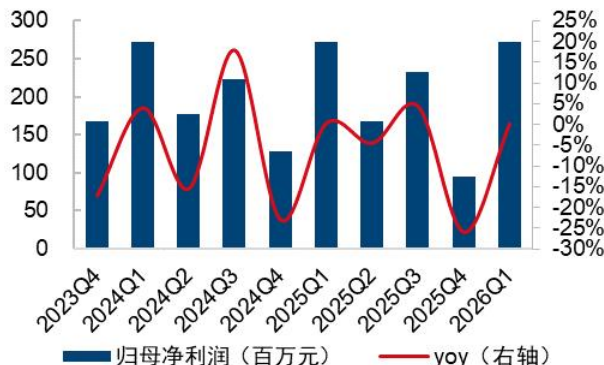
公司 2025 年实现营业总收入 24.32 亿元，同比增长 1.88%；实现归母净利润 7.68 亿元，同比减少 3.92%；实现扣非归母净利润 6.98 亿元，同比减少 4.67%。2026Q1 实现营业总收入 7.54 亿元，同比增长 5.70%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比增长 0.07%；实现扣非归母净利润 2.63 亿元，同比增长 2.10%。

图1: 营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 归母净利润及增速

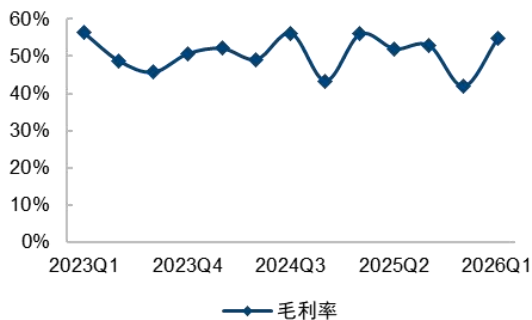


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

榨菜基本盘稳固，新品与渠道改革成效初显。分品类看，2025 年榨菜/萝卜/泡菜/其他产品收入分别为 20.59/0.57/2.14/0.97 亿元，同比 +0.74%/+24.78%/-6.85%/+54.82%。榨菜单价小幅提高 0.4%，基本盘稳固；萝卜品类销量同比持平，收入高增主要系产品结构升级带动吨价提升。渠道方面，公司持续优化经销商布局，截至 2025 年底经销商数量为 2442 家，全年净减少 190 家，同时积极开拓新兴渠道，餐饮渠道以 800g 榨菜系列为支柱搭建全国骨干销售网络。

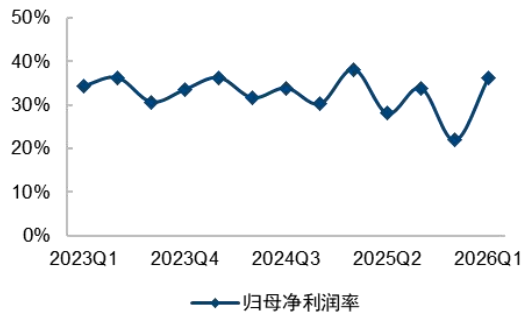
市场推广费用增加，全年盈利能力承压。2025 年公司毛利率为 51.8%，同比提升 0.8pct，其中榨菜品类毛利率 55.8%，同比提升 1.2pct，主要受益于青菜头等重点原材料采购成本稳定。全年销售费用率达 15.77%，同比提升 2.2pct，主要系公司为巩固市场地位、拓展新兴渠道及推广新品主动加大费用投放。综合来看公司全年归母净利率 31.58%，同比下滑 1.9pct。2026Q1 公司毛利率为 54.9%，同比下滑 1.2pct；销售费用率为 13.2%，同比延续略提升；归母净利率为 36.2%，同比下滑约 2.0pct。

图3: 毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

品类规划矩阵发展，内生外延双轮驱动。公司坚持“双轮驱动”战略，围绕“稳榨菜、推新品、优布局、抢赛道、提效能”的经营策略，2026年预算计划实现5.6%收入增长。产品端，在稳固榨菜基本盘的同时，做好“榨菜+”延伸，并将萝卜品类作为战略增长品类重点打造；另外未来仍将持续在复合调味品和佐餐开味菜等方向寻求并购机会，完善产业布局。

投资建议：考虑到行业环境偏弱，我们小幅下调此前盈利预测。综合来看，2026-2027年公司实现营业总收入25.8/27.4亿元(前预测值为26.5/28.1亿元)，并引入2028年预测28.8亿元，同比6.2%/6.0%/5.3%；2026-2027年公司实现归母净利润8.3/8.8亿元(前预测值为8.8/9.4亿元)，并引入2028年预测9.3亿元，同比8.2%/6.5%/5.1%；实现EPS0.72/0.77/0.81元；当前股价对应PE分别为17.3/16.2/15.5倍。维持优于大市评级

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现在预测			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2650	2810	-	2583	2737	2881	-67	-73	-
收入同比增速%	6.25%	6.03%	-	6.19%	5.99%	5.26%	-0.06%	-0.04%	-
毛利率%	51.50%	51.90%	-	51.8%	51.7%	51.7%	0.27%	-0.20%	-
销售费用率%	14.49%	14.19%	-	15.77%	15.51%	15.51%	1.28%	1.32%	-
净利率%	33.22%	33.42%	-	32.17%	32.31%	32.25%	-1.05%	-1.11%	-
归母净利润 (百万元)	880	939	-	831	885	929	-49	-54	-
归母净利润同比增速%	6.75%	6.68%	-	8.17%	6.47%	5.06%	1.42%	-0.21%	-
EPS (元)	0.76	0.81	-	0.72	0.77	0.81	-4.00%	-4.35%	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2026年4月27日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				26E	27E	26E	27E		
002507.SZ	涪陵榨菜	18.70	12.45	0.72	0.77	17.3	16.2	144	优于大市
603288.SH	海天味业	33.13	39.85	1.34	1.48	29.8	26.9	2,332	优于大市
603317.SH	天味食品	26.69	14.28	0.62	0.70	22.9	20.4	152	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 海天味业、天味食品为Wind一致预测

风险提示：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，新品推广状况不佳等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3272	4062	4482	4810	5174	营业收入	2387	2432	2583	2737	2881
应收款项	14	32	34	36	38	营业成本	1170	1176	1245	1322	1393
存货净额	562	626	507	529	555	营业税金及附加	37	38	40	42	45
其他流动资产	114	441	469	497	523	销售费用	324	383	407	424	447
流动资产合计	7360	7408	7738	8117	8536	管理费用	94	84	99	98	102
固定资产	1396	1702	1734	1736	1725	研发费用	11	15	16	17	18
无形资产及其他	479	512	492	471	451	财务费用	(102)	(89)	(85)	(94)	(102)
投资性房地产	159	62	62	62	62	投资收益	43	73	40	40	40
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	21	7	10	10	10
资产总计	9394	9684	10025	10386	10774	其他收入	14	(3)	61	59	59
短期借款及交易性金融负债	1	1	0	0	0	营业利润	942	916	988	1053	1105
应付款项	236	234	242	253	265	营业外净收支	0	(5)	(2)	(4)	(3)
其他流动负债	349	586	612	636	669	利润总额	943	911	985	1049	1102
流动负债合计	586	820	854	889	934	所得税费用	143	143	155	165	173
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	110	114	114	114	114	归属于母公司净利润	799	768	831	885	929
长期负债合计	110	114	114	114	114	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	696	934	968	1003	1048	净利润	799	768	831	885	929
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	8	(1)	1	0	0
股东权益	8698	8750	9057	9383	9726	折旧摊销	111	109	148	178	191
负债和股东权益总计	9394	9684	10025	10386	10774	公允价值变动损失	(21)	(7)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(102)	(89)	(85)	(94)	(102)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	927	(76)	125	(17)	(10)
每股收益	0.69	0.67	0.72	0.77	0.81	其它	(8)	1	(1)	(0)	(0)
每股红利	0.30	0.42	0.45	0.48	0.51	经营活动现金流	1816	794	1094	1036	1101
每股净资产	7.54	7.58	7.85	8.13	8.43	资本开支	0	(410)	(150)	(150)	(150)
ROIC	11%	11%	12%	14%	15%	其它投资现金流	(1588)	1153	0	0	0
ROE	9%	9%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(1588)	743	(150)	(150)	(150)
毛利率	51%	52%	52%	52%	52%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	30%	32%	33%	33%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	35%	36%	37%	37%	支付股利、利息	(346)	(485)	(524)	(558)	(586)
收入增长	-3%	2%	6%	6%	5%	其它融资现金流	56	223	(1)	0	0
净利润增长率	-3%	-4%	8%	6%	5%	融资活动现金流	(636)	(747)	(525)	(558)	(586)
资产负债率	7%	10%	10%	10%	10%	现金净变动	(408)	791	419	328	364
息率	2.4%	3.4%	3.6%	3.9%	4.1%	货币资金的期初余额	3680	3272	4062	4482	4810
P/E	18.0	18.7	17.3	16.2	15.5	货币资金的期末余额	3272	4062	4482	4810	5174
P/B	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	企业自由现金流	0	243	830	765	823
EV/EBITDA	17.5	18.1	16.6	15.2	14.4	权益自由现金流	0	542	901	844	907

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032