

卫龙美味(09985)

报告日期: 2025 年 06 月 30 日

掘金魔芋新品类，辣味龙头壁垒深筑

——卫龙美味首次覆盖报告

投资要点

- ❑ 辣味零食龙头企业，魔芋品类红利拉动公司 25 年业绩的快速增长，同时公司具备较强的品牌势能和品类研发能力，依托大单品战略和渠道精耕，为公司长期增长提供强大支持。
- ❑ 核心竞争优势：
品牌力方面，公司通过多年深耕已建立起深厚的品牌基础，在消费者心智中形成辣味休闲食品领导者的强势定位；产品力方面，公司具备较强的研发创新能力，具备从 0 到 1 打造大单品的基因，并通过持续迭代保持产品竞争力；渠道力方面，公司构建了覆盖全国的高效分销网络，拥有深度下沉的终端触达能力和精细化的渠道运营体系。
- ❑ 未来发展看点：
蔬菜制品：高景气度赛道红利显著，自身优势铸就发展护城河
2024 年魔芋零食行业规模已达 120 亿元，其具备高客单价、广受众覆盖和多场景适配、具备健康性的品类优势，行业高成长性特征显著，未来市场空间广阔。公司作为魔芋品类的开拓者之一，2024 年魔芋产品收入超过 30 亿元，稳居行业龙头，伴随行业红利期魔芋品类的快速增长，公司有望持续受益。
面制品：短期修复，长期突破
短期来看，通过推出新品填补麻辣口味辣条市场空白、优化渠道模式提升终端覆盖、发挥供应链优势支撑高性价比新品策略，有望挖掘面制品新的需求，保持稳健增长；长期来看，公司具备新品再创的能力，通过成熟的大单品延伸口味和持续创新产品，挖掘更多消费需求，同时通过全渠道网络释放增长潜力，推动面制品业务实现结构性升级，打开更大成长空间。
- ❑ 盈利预测与估值
考虑到公司品类红利和渠道精耕带来的驱动，预计 2025-2027 年公司实现收入分别为 78.81、94.94、112.65 亿元人民币，同比增长分别为 26%、20%、19%；预计 2025-2027 年实现归母净利润分别为 13.60、16.70、19.84 亿元人民币，同比增长分别为 27%、23%、19%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.56、0.69、0.82 元人民币，对应 PE 分别为 23.68/19.29/16.24 倍。根据可比公司平均估值，考虑到公司正处在魔芋品类红利期，给予公司 25 年 25-30 倍 PE，对应市值 340-408 亿元人民币，当前仍有空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- ❑ 风险提示
品类拓展不及预期、食品安全风险、渠道拓展不及预期等。

投资评级：买入(首次)

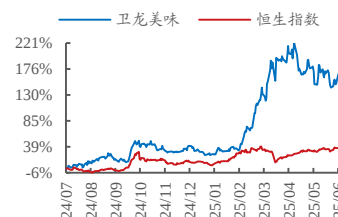
分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价 HK\$14.50
总市值(百万港元) 35,251.61
总股本(百万股) 2,431.15

股票走势图



相关报告

财务摘要

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6266	7881	9494	11265
(+/-) (%)	29%	26%	20%	19%
归母净利润	1069	1360	1670	1984
(+/-) (%)	21%	27%	23%	19%
每股收益(元)	0.46	0.56	0.69	0.82
P/E	14.30	23.68	19.29	16.24

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司简介：深耕辣味零食赛道二十余载，成就行业龙一地位	4
1.1 发展历程：二十余载栉风沐雨，从品类定义者到行业引领者	4
1.2 股权结构：股权结构稳定，股权激励构筑发展内生动力	5
1.3 财务分析：收入稳健增长，盈利能力优秀	6
1.3.1 主营业务收入稳健增长，盈利能力表现突出	6
1.3.2 毛利率水平领先同业，净利率水平大幅提升	7
1.3.3 短期费用投入增加，为后续产品放量奠基	8
2 核心竞争力：底盘稳固锚定增长下限，三重动能构筑增长飞轮	8
2.1 产品筑基：大单品孵化能力持续裂变，打造公司第二增长曲线	8
2.1.1 辣条行业定义者，构建完整产品矩阵	9
2.1.2 蔬菜制品高品质强品牌赋予较好定价能力，面制品性价比优势显著	10
2.1.3 两次系统性提价实现产品升级	10
2.2 品牌为魂：健康化与年轻化双引擎，重构辣味零食消费价值	11
2.3 渠道为翼：推动渠道模式改革，线上线下齐发力	12
3 未来增长看点：面制品修复，魔芋制品第二增长曲线	14
3.1 市场空间：立足高景气度好赛道，辣味休闲食品市场持续扩容	14
3.2 蔬菜制品：魔芋正处快速成长期，有望持续实现高增长	16
3.3 面制品：行业持续扩容，布局麻辣产品有望修复市场份额	19
4 盈利预测与投资建议	20
5 风险提示	21

图表目录

图 1: 卫龙美味历史发展梳理.....	5
图 2: 公司股权结构图.....	5
图 3: 公司历年营业收入及增速情况.....	7
图 4: 公司历年归母净利润及归母净利率情况.....	7
图 5: 卫龙美味与可比公司毛利率对比.....	7
图 6: 卫龙美味与可比公司归母净利率对比.....	7
图 7: 卫龙美味与可比公司销售/管理/财务费用率对比.....	8
图 8: 公司分产品营业收入（百万元）情况.....	9
图 9: 公司分产品营业收入占比情况.....	9
图 10: 公司产品矩阵.....	9
图 11: 公司分产品吨售价（元/kg）及提价情况.....	11
图 12: 公司分产品吨毛利（元/kg）情况.....	11
图 13: 公司分产品毛利率情况.....	11
图 14: 卫龙美味各阶段宣传策略详解.....	12
图 15: 公司分渠道收入（百万元）及增速情况.....	13
图 16: 卫龙全渠道策略详解.....	13
图 17: 卫龙美味组织架构及渠道模式调整路径.....	14
图 18: 辣味休闲食品市场规模（亿元）及增速.....	15
图 19: 2024 年 9-11 月词条预估阅读量.....	15
图 20: 消费者选择辣味休闲食品的原因.....	15
图 21: 辣味休闲食品行业品牌格局.....	16
图 22: 魔芋零食行业发展历程.....	17
图 23: “魔芋”在主要社交平台和短视频平台的声量变化.....	17
图 24: 小红书“魔芋爽”笔记内容关键词.....	17
图 25: 近三月（2025.3-2025.5）魔芋爽类目各品牌销售额占比情况.....	18
图 26: 卫龙蔬菜制品与盐津魔芋制品收入（亿元）及增速情况.....	19
图 27: 卫龙蔬菜制品与盐津铺子魔芋制品毛利率对比.....	19
图 28: 中国辣条零食行业市场规模（亿元）及增速情况.....	19
图 29: 2023 年中国辣条零食市场竞争格局.....	19
图 30: 中国麻辣味辣条市场规模（亿元）及增速情况.....	20
图 31: 2024 年中国麻辣味辣条市场竞争格局.....	20
表 1: 卫龙美味董事会及高管介绍.....	6
表 2: 主要竞品价格对比.....	10
表 3: 辣条与魔芋零食行业对比.....	18
表 4: 麻辣王子与麻辣麻辣价格对比.....	20
表 5: 可比公司相对估值.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 公司简介：深耕辣味零食赛道二十余载，成就行业龙一地位

卫龙美味成立于 2001 年，深耕辣味休闲零食赛道二十余年，是国内最大的集研发、生产和销售为一体的现代化辣味休闲食品企业。2022 年 12 月 15 日，卫龙美味在香港联交所正式上市，2025 年 2 月 21 日，公司获纳入恒生综合指数成份股，于 2025 年 3 月 10 日起生效。

1.1 发展历程：二十余载栉风沐雨，从品类定义者到行业引领者

解码卫龙美味二十五年成长轨迹，其从区域作坊到全球龙头的进阶之路，可凝练为三大战略升级阶段。

阶段一：品牌初创期（2001 年-2010 年），从灵感迸发到行业奠基。

2001 年，创始人刘卫平、刘福平兄弟在河南漯河市开启创业征程，开创性研发出中国第一根工业化辣条产品，重新定义休闲零食品类。2003 年，兄弟二人突破小作坊生产模式，正式申请注册“卫龙”商标，迈出品牌化经营第一步。2004 年，平平食品有限责任公司成立并进驻漯河工业园，规模化生产体系初具雏形；2006 年，公司启动第二个工厂建设并投产，产能规模实现跨越式提升。在此期间，卫龙经典产品“大面筋”“小面筋”相继问世，凭借独特口感与差异化定位快速打开市场，为后续发展奠定核心产品基础。

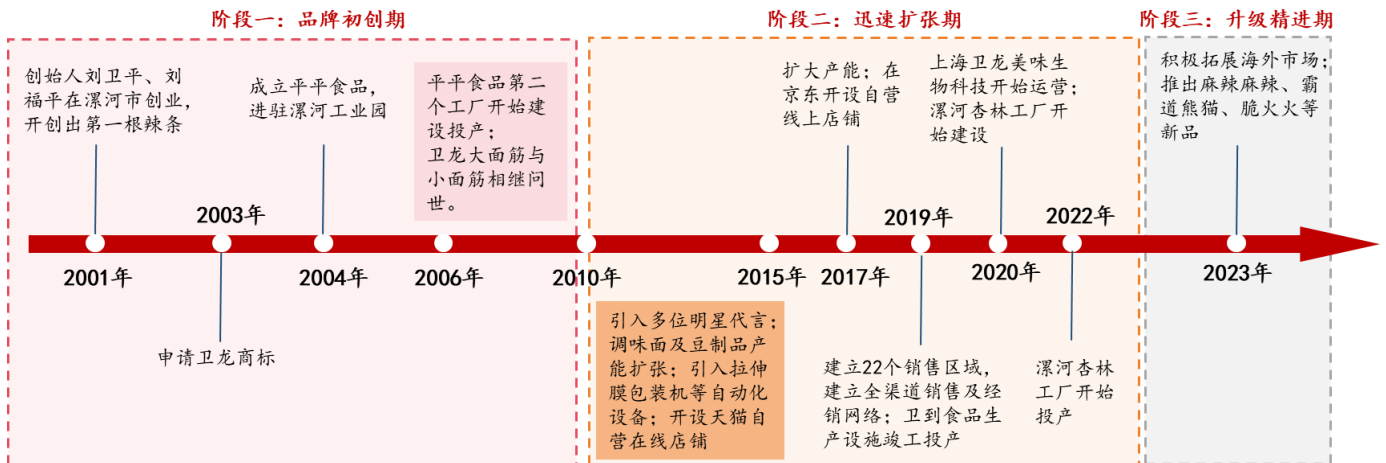
阶段二：迅速扩张期（2010 年-2022 年），从渠道深耕到全国领跑。

2010 年起，公司进入高速发展阶段：通过签约多位国民级明星代言人，品牌影响力从区域市场辐射全国；同步推进调味面制品、豆制品等核心产线产能扩建，引入拉伸膜包装机等自动化设备优化生产工艺，为规模化销售提供坚实保障。2017 年，公司入驻京东平台开设自营旗舰店，开启线上线下协同发展的全渠道战略。至 2019 年，公司已构建覆盖 22 个销售区域的立体化经销网络，深度融合商超、便利店、校园终端等线下场景与电商平台资源。2020 年启动建设的漯河杏林工厂于 2022 年正式投产，标志着公司产能规模与供应链效率迈入全新阶段。

阶段三：升级精进期（2022 年-至今），从上市突围到全球化布局。

2022 年末，公司成功登陆香港联交所主板，资本化进程助推发展能级跃升。上市后持续强化产品创新与渠道建设：2023 年密集推出“霸道熊猫”麻辣辣条、“小魔女”魔芋素毛肚、“脆火火”辣脆片等新品，以差异化定位丰富产品矩阵；同步深化全渠道运营能力，通过精细化服务打通社区零售、跨境平台等新兴场景。2024 年，公司坚定践行“多品类大单品”战略，加速推进健康化、高端化产品研发，开启全球化市场开拓新征程，进一步巩固行业领军者地位。

图1：卫龙美味历史发展梳理



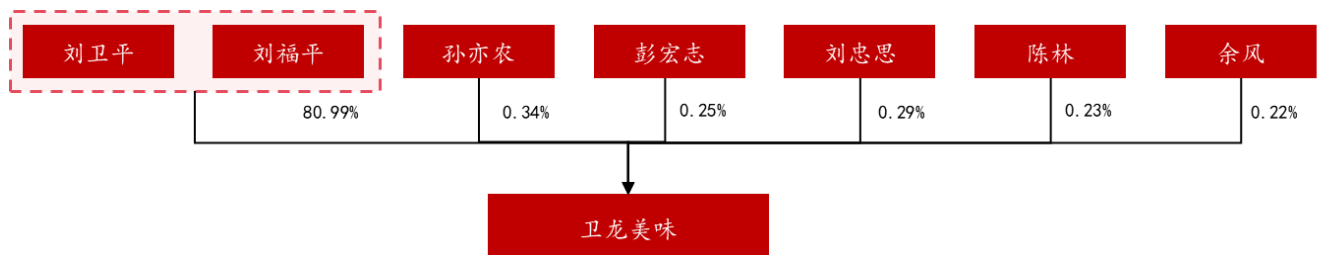
资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

1.2 股权结构：股权结构稳定，股权激励构筑发展内生动力

股权高度集中化，结构稳定。截止 2024 年 12 月 31 日，和和全球资本持有公司约 80.99% 的股份，该公司由刘卫平、刘福平兄弟最终控制。

长效激励机制构筑发展内生动力。股权激励计划激发员工热情，公司于 2021 年 1 月 1 日正式启动限制性股票激励计划，旨在通过股权共享机制深度绑定核心人才，覆盖对集团战略推进具有关键作用的董事、高管及核心骨干。上市前，公司共授出激励份额为 45,898,681 股，占本公司已发行股份总数的 1.95%。2024 年公司启动新一轮激励授予，计划激励授出股份总数为 5,450,227 股，进一步扩大激励覆盖范围。

图2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所，注：截止 2024 年 12 月 31 日

高管团队经验丰富，有望赋能公司未来发展。创始人刘卫平、刘福平兄弟拥有逾 20 年休闲食品行业深耕经验，2025 年 4 月 30 日刘福平先生接任执行董事及首席执行官职务，全面主导企业战略规划及日常运营管理。核心管理层团队在食品快消领域经验丰富，兼具行业洞见与实战沉淀，保障战略执行连贯性。

表1: 卫龙美味董事会及高管介绍

姓名	年龄	职位	主要职责	加入本集团时间
刘卫平	47 岁	董事会主席兼执行董事	在休闲食品行业拥有逾 24 年经验，自 2004 年 9 月至 2006 年 11 月，刘先生亦担任平平食品总经理，并自 2006 年 11 月至 2014 年 7 月担任驻马店市平平食品总经理。	自本集团成立以来
刘福平	44 岁	副董事长兼执行董事	在休闲食品行业拥有逾 24 年经验，自 2011 年 12 月至 2014 年 7 月，刘先生担任平平食品总经理。	自本集团成立以来
彭宏志	43 岁	执行董事、首席财务官兼高级副总裁	在运营管理方面拥有逾 11 年经验，自 2019 年 6 月至 2023 年 2 月，其主要负责本集团财务中心以及其他管理工作。自 2023 年 3 月起主要负责本集团财务中心及海外事业发展的管理工作。	2010 年 10 月
刘忠思	40 岁	执行董事兼高级副总裁	主要负责本集团整体的研发管理，在休闲食品行业拥有 18 年经验。	2007 年 7 月
余风	34 岁	执行董事兼高级副总裁	于休闲食品行业拥有逾 14 年的经验，于 2023 年 8 月被董事会任命为市场中心副总裁，自 2023 年 11 月起，同时兼任人力资源中心负责人；自 2024 年 3 月起，余先生被任命为本公司高级副总裁。	2011 年 10 月

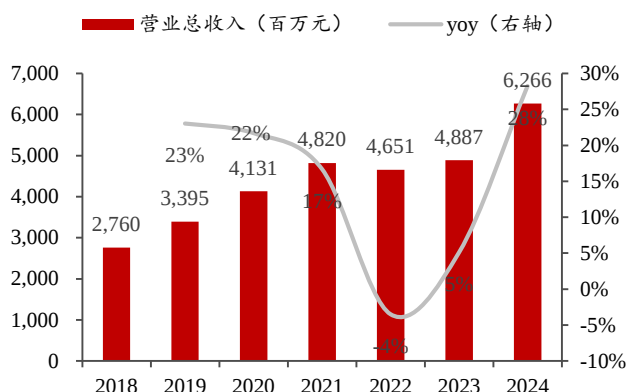
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 财务分析：收入稳健增长，盈利能力优秀

1.3.1 主营业务收入稳健增长，盈利能力表现突出

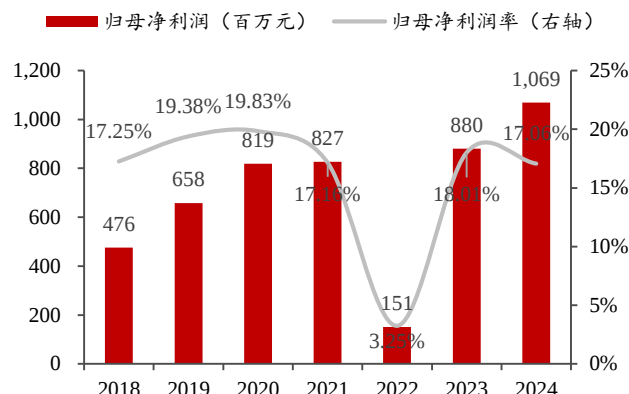
营业收入稳健增长，盈利能力表现优异。1) **收入端**：2018 年-2024 年公司营业收入由 27.60 亿元增长至 62.66 亿元，CAGR 为 14.6%，营业收入整体保持高增速，除 2022 年受疫情影响，食品生产行业供应链稳定运行受损及需求端消费力被显著抑制，同比增速下滑。2023 年公司业务逐步恢复稳定增长，2024 年实现收入 62.66 亿元，同比增速 28%，收入端弹性未来可期。2) **利润端**：2018 年-2023 年公司归母净利润由 4.76 亿元增长至 8.80 亿元，归母净利润率整体表现优异。2022 年利润大幅度缩减主要系一次性计提项目影响，其中向雇员支付的以股份为基础的报酬 0.98 亿元、上市开支 0.35 亿元、与首次公开发售前投资有关的以股份为基础付款 6.29 亿元。2024 年，公司实现归母净利润 10.69 亿元，归母净利润率 17.06%，盈利能力持续提升。

图3: 公司历年营业收入及增速情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图4: 公司历年归母净利润及归母净利润率情况



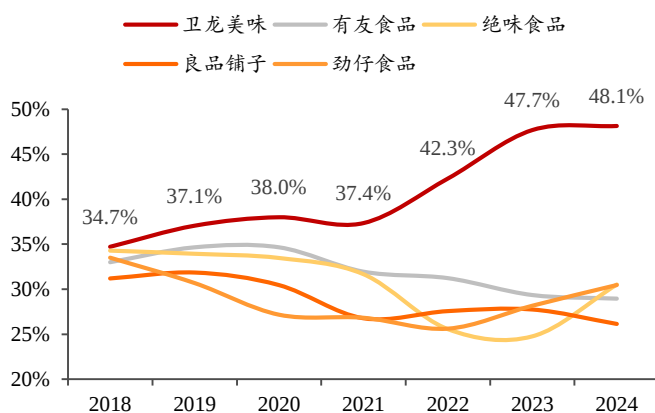
资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.3.2 毛利率水平领先同业，净利率水平大幅提升

多维因素驱动公司毛利率提升: 对比生产型零食企业，卫龙美味毛利率处于行业领先水平，毛利率由2018年34.7%提升至2024年48.1%（变动+13.4pct），主要系：1）**产品结构升级打开毛利空间**，通过高附加值单品战略重塑产品组合，以蔬菜制品为核心抓手，推动高毛利品类占比持续提升，蔬菜制品占比持续提升成为盈利改善的核心引擎，2023年其毛利率达到51.3%显著拉升整体盈利水平；2）**原料成本周期性回落**，2023年关键原材料价格下行释放成本端弹性，公司“6+6”采购库存体系助力公司承接原料红利，赋能毛利率增长；3）**生产端精益化改革**，公司持续优化生产工艺流程，优化成本管理。三大因素共同驱动，毛利率水平显著扩张。

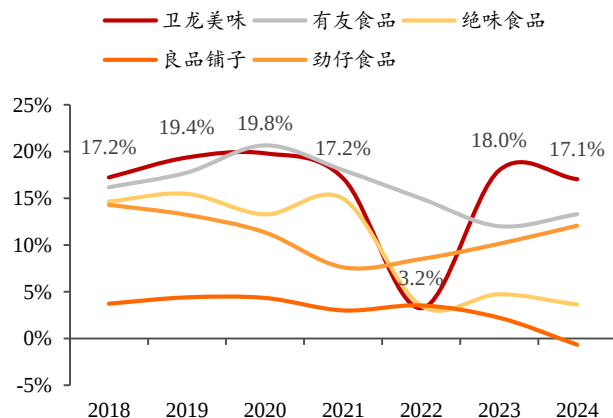
依靠高效的盈利能力与成本控制能力，净利率持续领跑生产型零食同业。 2024年卫龙美味归母净利率达17.1%，远超同期有友食品（13.3%）、劲仔食品（12.1%）、绝味食品（3.6%）、良品铺子（-0.6%）。

图5: 卫龙美味与可比公司毛利率对比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图6: 卫龙美味与可比公司归母净利率对比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.3.3 短期费用投入增加，为后续产品放量奠基

公司持续加大营销宣传力度，销售费用率持续升高。2024 年销售费用率仍维持较高水平，达到 16.4%，其中主要系：品牌推广及广告投放力度加大、员工薪酬福利支出上升、物流运输成本增加。我们认为，短期来看销售费用率攀升或对净利率形成压力，中长期来看，通过营销内容抢占消费者心智，激活新品势能，同时进一步巩固辣味零食领导者地位，为后续新品放量奠定基础。

图7：卫龙美味与可比公司销售/管理/财务费用率对比

	销售费用率						管理费用率						财务费用率					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
卫龙美味	8.3%	9.0%	10.8%	13.6%	16.5%	16.4%	4.1%	4.9%	7.5%	10.4%	9.4%	7.8%	0.1%	0.1%	-0.4%	-1.2%	-3.6%	-2.6%
有友食品	10.9%	9.2%	9.2%	9.3%	12.2%	10.6%	4.4%	4.7%	5.1%	4.6%	5.1%	4.3%	-0.9%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%
绝味食品	8.2%	6.1%	8.0%	9.8%	7.4%	10.7%	5.7%	6.3%	6.4%	7.8%	6.4%	7.2%	0.5%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%
良品铺子	20.5%	19.9%	17.9%	18.6%	19.6%	21.1%	5.3%	4.8%	5.1%	5.1%	5.6%	4.7%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	0.0%
劲仔食品	12.4%	10.5%	11.5%	10.7%	10.8%	12.0%	5.2%	6.4%	6.1%	4.5%	4.0%	3.8%	-0.9%	-1.4%	-1.2%	-1.0%	-0.4%	-0.6%

资料来源：wind，浙商证券研究所

2 核心竞争力：基盘稳固锚定增长下限，三重动能构筑增长飞轮

公司自身渠道力决定品类市场表现的确定性下限，品类属性决定产品成长天花板，产品力保证爆品的持续性和长久发展。卓越的产品品质是赢得用户口碑、建立市场信任的起点，但爆品的发展空间，更大程度上取决于其所属品类的天然禀赋——品类的市场空间、增长潜力及迭代周期，共同决定了产品的成长天花板与持久性。与此同时，企业的渠道网络覆盖密度与运营效率、销售体系的组织化程度与执行力，共同构筑起产品销量的基础保障，清晰定义了市场表现的确定性下限。

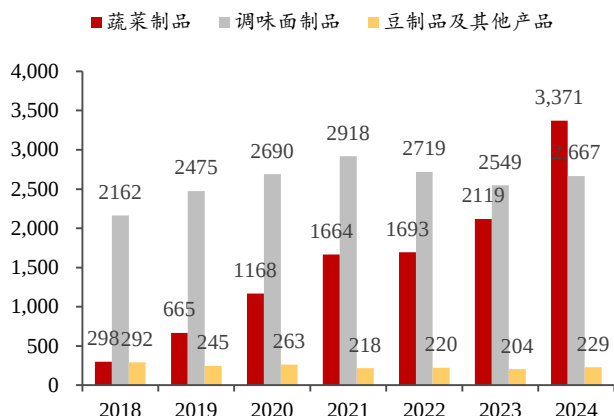
卫龙美味依托其深耕多年、遍布全国的强悍渠道网络与高度组织化的销售体系，为旗下产品构筑了深广的流通护城河与高效的终端触达能力，有力确保了销量基盘的稳固与增长下限的坚实托底。更为关键的是，卫龙展现出前瞻性的战略眼光与卓越的品类卡位能力，精准识别并前瞻布局于兼具广阔空间与良好成长性的优质赛道。其独到的大单品孵化与持续打造能力，则能将品类选择的先发优势与渠道组织的深厚积淀，有效转化为标杆产品并持续迭代，不断冲击并探索品类潜力赋予的增长上限。我们认为，渠道力保障下限，品类洞察与品牌力定义上限，共同构成了卫龙在激烈市场竞争中脱颖而出的三重动能。

2.1 产品筑基：大单品孵化能力持续裂变，打造公司第二增长曲线

调味面制品在此前一直系公司营收主要力量，蔬菜制品后续崛起加速放量。调味面制品占据公司营业收入主要地位，2018-2021 年调味面制品收入分别为 21.6/24.8/26.9/29.2 亿元，2022-2023 年调味面制品增速降低分别为 -6.8%/-6.2%，主要系疫情对生产及交付产生影响，同时 2022 年上半年进行产品价格上调造成短期销量波动。公司战略性加码蔬菜制品赛道，推动该品类逐步变成占比第一的品类，营业收入由 2018 年 2.98 亿元提升至 2024 年

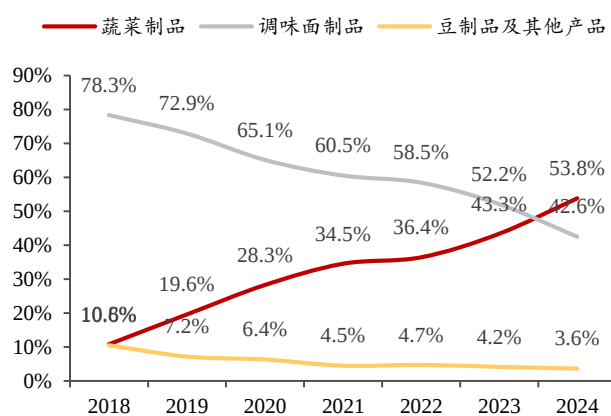
33.71 亿元，CAGR 高达 49.84%，收入占比由 2018 年 11% 上升至 2024 年 54%，产品收入由依赖单一品类逐渐向多样化发展。

图8：公司分产品营业收入（百万元）情况



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

图9：公司分产品营业收入占比情况



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

2.1.1 辣条行业定义者，构建完整产品矩阵

调味面制品强势赛道稳健布局，构建了从大众经典款到健康化高端线的完整产品矩阵。公司产品主要分为三大类，传统调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他：

1) **传统调味面制品**：是公司的经典产品线，主要包括大面筋、小面筋、麻辣棒、小辣棒及亲嘴烧等，产品凭借独特的口味和广泛的消费者基础，成为卫龙早期发展的核心驱动力，为应对竞品蚕食公司的市场份额，在 2023 年接连推出新品脆火火、麻辣麻辣、霸道熊猫。尽管调味面制品收入占比由 2019 年 72.9% 下降至 2024 年 42.6%，但仍处公司核心产品地位，公司通过分装经典包装和精装产品，满足不同渠道和消费者需求，保证该品类后续竞争力；

2) **蔬菜制品**：主要包括魔芋爽、风吃海带及小魔女，魔芋产品自开创以来，凭借低热量及爽脆口感迅速成为公司第二大单品，魔芋爽作为卫龙在蔬菜制品领域的开创性产品，富含膳食纤维，口感深受消费者喜爱，成功开辟公司第二增长曲线；

3) **豆制品及其他**：主要包括软豆皮等产品，后续发展值得进一步期待。

图10：公司产品矩阵



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

2.1.2 蔬菜制品高品质强品牌赋予较好定价能力，面制品性价比优势显著

我们认为，卫龙产品定价核心源于强大的品牌溢价权及高品质的产品定位。1) **品牌维度**：卫龙作为休闲零食行业领军品牌，在辣条与魔芋制品领域具有强大的品牌认知度和消费者信任度，其健康、优质的品牌形象使得消费者支付品牌溢价。2) **产品维度**：公司打磨魔芋单品超十年，在魔芋行业形成产品口味优势，同时产品原料选择较为严格，确保产品的高品质与安全性，从源头保障产品品质。

供应链各环节效率提升，面制品性价比优势显著。面对辣条行业高频低客单价的消费特性，卫龙聚焦供应链精益化变革，通过全链路自动化升级提升效能，比如公司的数字化采购管理平台，2024 年将各品类综合采购成本下调 0.5%，人均采购流程效率提高 40%，人均采购工作效率提高 30%，为终端价格竞争力提供弹性空间。

表2： 主要竞品价格对比

蔬菜制品				调味面制品			
品牌	产品	售价	单价（元/100g）	品牌	产品	售价	单价（元/100g）
卫龙	魔芋爽	19.9/350g	5.69	卫龙	大面筋	21.9/650g	3.37
	小魔女	19.9/540g	3.69		亲嘴烧	17.9/390g	4.59
盐津铺子	大魔王	19.9/450g	4.42	玉峰食品	麻辣王子	29.0/550g	5.27
	魔芋丝	19.9/630g	3.16	佳龙食品	素牛筋辣条	19.2/530g	3.63
劲仔	Hi魔芋	10.9/240g	4.54	贤哥食品	小小脆辣棒	39.0/580g	6.72
盼盼	魔芋爽	11.9/300g	3.97	旺辉食品	老式辣片	44.9/1600g	2.81
三只松鼠	香辣素毛肚	9.9/270g	3.67	小滑头	辣条	14.8/720g	2.06
良品铺子	素毛肚	23.9/600g	3.98	三只松鼠	辣条	17.9/600g	2.98
均价			4.14	均价			3.93

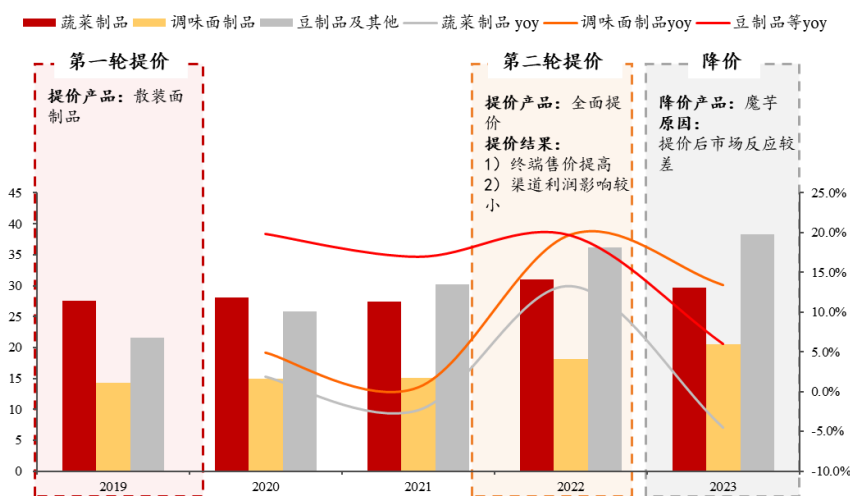
资料来源：淘宝官方旗舰店，浙商证券研究所（注：价格已考虑搭赠等优惠）

2.1.3 两次系统性提价实现产品升级

IPO 以来，公司实施过两次系统价格调整：首次提价发生于 2019 年，公司对散装面制品进行升价调整，调整产品包含散装亲嘴烧、散装亲嘴条、散装火烧干巴、散装小面筋、散装大面筋、散装杂粮时代；第二轮提价启动于 2022 年，配合品牌升级战略实施全品类提价，价格调整导致销量短期承压，明星单品魔芋爽于 2023 年下调价格，成为本轮提价策略中首个价格回调产品。

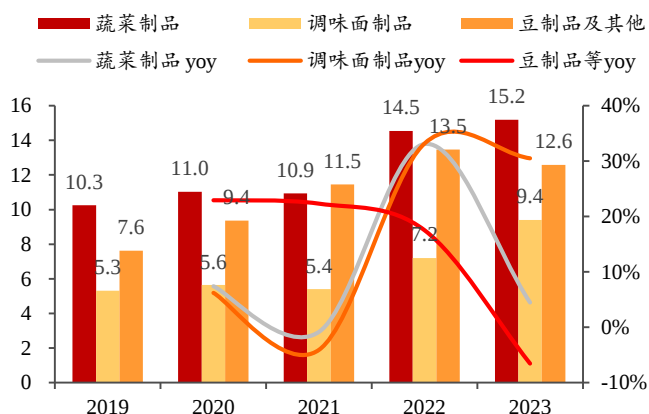
我们认为，相较于传统价格战困局，该策略有望助力公司在市场中开辟出差异化竞争赛道。在提价潮后，蔬菜制品及调味面制品毛利率得到显著提升，由 2019 年 37.2%/37.2% 提升至 2023 年 51.3%/45.9%，分别提升 14.1/8.7pct，蔬菜制品及调味面制品已成为公司高毛利产品，2024 年毛利率分别达到 49.5%/47.4%。

图11： 公司分产品吨售价（元/kg）及提价情况



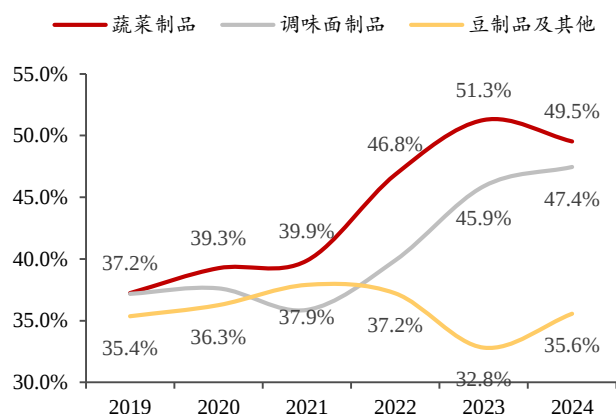
资料来源：招股说明书，公司公告，食品板，浙商证券研究所

图12： 公司分产品吨毛利（元/kg）情况



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

图13： 公司分产品毛利率情况



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

2.2 品牌为魂：健康化与年轻化双引擎，重构辣味零食消费价值

品牌为魂，卫龙美味是中国辣味休闲食品行业的标杆品牌。我们认为品牌力对辣味零食企业尤为关键，辣条品类长期面临同质化竞争和食品安全质疑，消费者对品牌的信任度

直接影响购买决策。卫龙通过持续的品牌升级与价值重塑，成功打破“低价低质”刻板印象，根据品牌网排名，2025 年位列辣条十大品牌榜首。

打造健康化与年轻化双引擎是卫龙突围的核心策略。在竞争白热化的休闲食品赛道，卫龙通过“产品升级+概念创新+场景重构”三维突破，重新定义辣味零食消费价值：

1) 传统辣条：2014 年，卫龙建成了标准的无菌生产流水线；2016 年前后，进行品牌重塑，通过一系列年轻化、风格化同时注重质量的产品更新和营销策略，成功把自己提升为“具有话题度的网红高端辣条”；2022 年升级包装，引领行业迈入品质化竞争阶段。同时公司为稳固年轻消费者，早期邀请多位明星代言，提升品牌知名度和形象，模仿苹果风格营销活动，进一步贴合年轻人的消费喜好，2023 年发布“显眼包”，更加贴合年轻消费者。

2) 第二增长曲线：魔芋爽以“低卡零脂”开辟健康零食赛道，通过“热量可视化”强化差异化认知，为进一步接近年轻群体，公司采取多样的宣传方式，比如嫁接萌宠经济，开拓新消费场景；同时，海带结等蔬菜制品构建起多元化产品矩阵。

品牌形象重塑战略路径解析：卫龙通过“标准重构（打破行业信任危机）→价值升维（绑定健康潮流）→场景渗透（激活增量需求）”三阶段策略，重构辣味零食市场竞争规则。其核心在于将“辣”从单一味觉体验升级为兼具情绪价值与健康属性的生活方式符号，最终在 2024 年实现收入 62.66 亿元，稳固行业龙头地位。我们认为，卫龙极高的品牌认识度帮助公司形成极强的定价权，支撑公司高毛利。

图14： 卫龙美味各阶段宣传策略详解



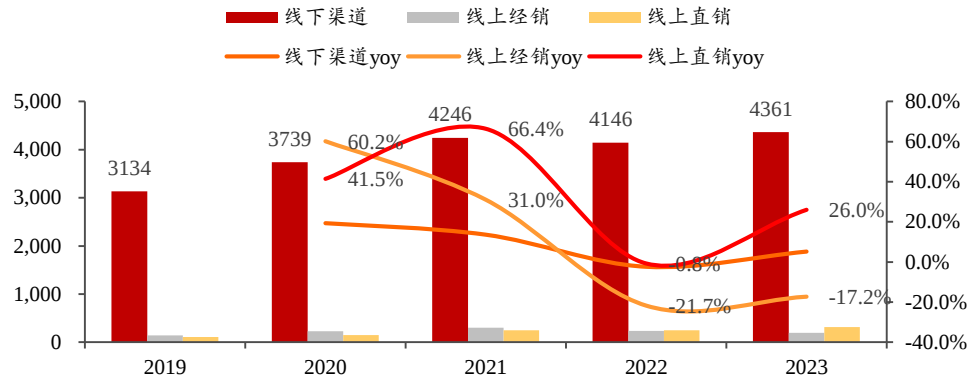
资料来源：消费界，新浪财经，招股说明书，浙商证券研究所

2.3 渠道为翼：推动渠道模式改革，线上线下齐发力

深耕线下市场，积极拥抱新兴渠道。线下渠道是公司收入的核心支柱，收入贡献长期稳定在九成左右，并且线下渠道生态正不断向多元化、纵深化发展。2019-2023 年期间，公司收入结构呈现明显的线下主导特征，线下渠道收入占比始终保持在 90%。在渠道网络建设方面，公司持续深耕线下市场，截至 2023 年末，已成功与 1708 家线下经销商建立合

作关系，构建起覆盖广泛、布局合理的线下销售网络。自 2023 年起，公司敏锐捕捉市场趋势，加快新兴渠道的开拓步伐，积极布局零食量贩、内容电商、O2O 等新兴业态。通过精准的渠道策略和高效的市场执行，公司现已实现全渠道覆盖，形成了传统渠道与新兴渠道协同发展、线上线下融合互补的立体式渠道体系，为业务增长注入新动能，也为未来的市场竞争奠定了坚实基础。

图15： 公司分渠道收入（百万元）及增速情况



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

公司构建全域渠道网络壁垒，有效触达消费者。线下依托 1879 家核心经销商实现深度分销，奠定全渠道基本盘：一方面精耕传统渠道，通过强化经销商赋能体系提升终端服务能力，同步强化销售组织地推效能，终端单点 SKU 铺货量提升至 16~22.8 个；另一方面抢占新兴渠道高地，积极拥抱零食量贩店、会员仓储等增量入口。公司传统渠道与新兴渠道共同发力，持续提升终端执行和市场渗透能力。同时公司不断深化线上全渠道建设，深化传统主流电商平台的精细化运营。结合不同平台的用户特征实行差异化策略，通过短视频、直播等形式吸引年轻消费者，不断增强品牌互动，提升市场影响力，在抖音实现爆发式增长。

图16： 卫龙全渠道策略详解



资料来源：蝉妈妈，久谦，卫龙美味业绩说明会 PPT，浙商证券研究所

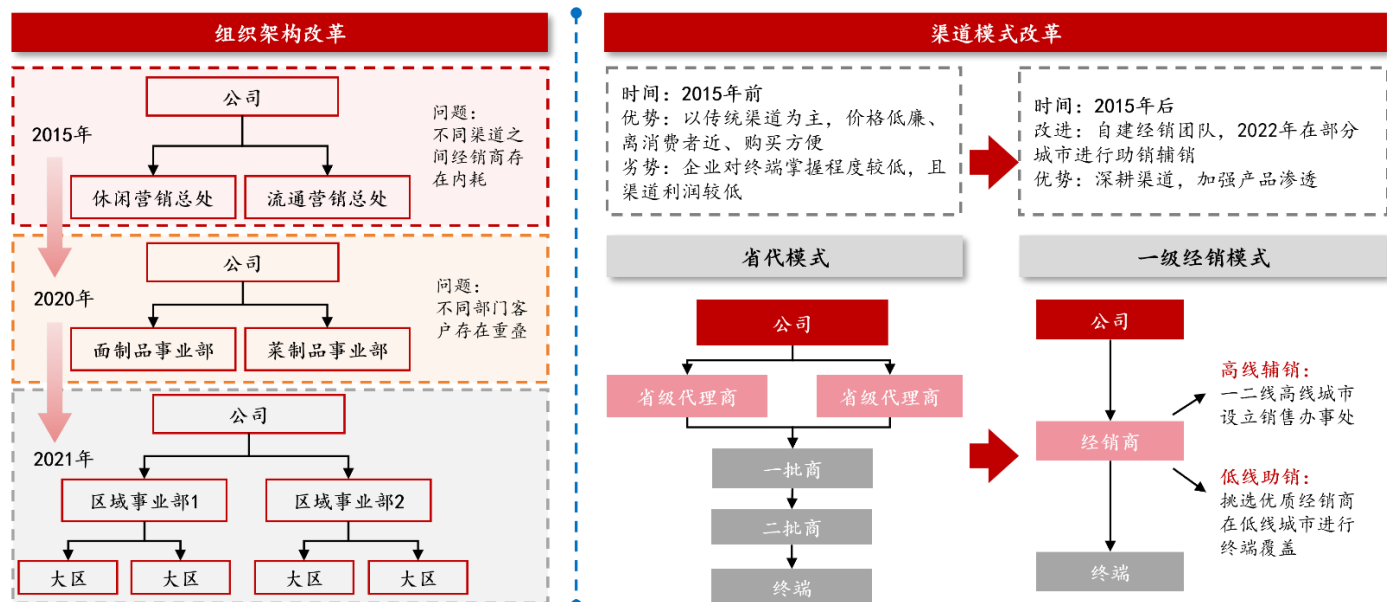
注：抖音数据来源蝉妈妈（202503 因不披露详细数据，故取中位数），天猫、京东数据来源久谦数据

公司围绕渠道精细化改革持续推进组织架构优化，以适配不同发展阶段需求，其变革历程呈现清晰的战略演进脉络。

在组织架构层面，公司经历两次关键变革。2015年，为解决休闲营销总处与流通营销总处下属经销商之间的内耗问题，公司实施首次架构调整，旨在整合资源、减少内耗，提升运营效率。2020年公司基于产品属性重组为面制品事业部及菜制品事业部，但随之出现不同部门客户重叠的新问题。因此2021年公司创新采用大区制管理模式，在各事业部下科学划分大区，有效实现客户资源的精准管理与合理分配，避免内部竞争。

在渠道模式方面，公司始终与组织架构调整协同优化。2015年前，公司采用传统省代模式，产品经由省代、一批商、二批商层层传导至终端。该模式下，渠道管理粗放，公司对终端市场的掌控力薄弱，同时渠道利润空间有限。2015年起，公司自建专业经销团队，推行一级经销模式，深度精耕渠道，显著增强产品市场渗透力。2022年后，公司进一步升级渠道策略，推出“低线助销+高线辅销”创新模式，在一二线高线城市设立销售办事处，强化品牌直营能力；于低线城市精选优质经销商，实现终端市场的全面覆盖，全方位推动渠道管理向精细化、专业化方向迈进。

图17：卫龙美味组织架构及渠道模式调整路径



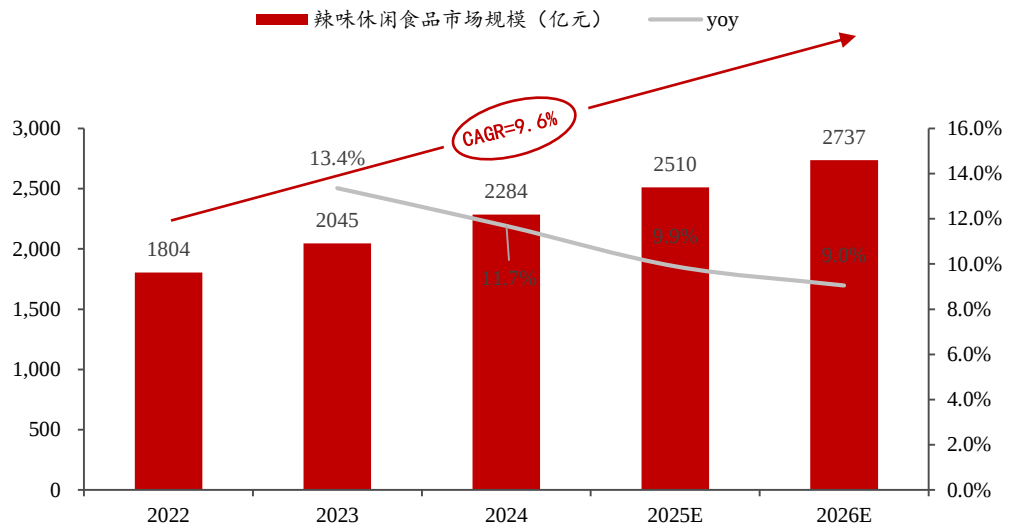
资料来源：食品板，搜狐号，华尔街见闻，公司公告，浙商证券研究所

3 未来增长看点：面制品修复，魔芋制品第二增长曲线

3.1 市场空间：立足高景气度好赛道，辣味休闲食品市场持续扩容

辣味休闲食品系高景气度好赛道，市场规模持续扩容。辣味休闲食品虽然是休闲零食市场中的细分品类，却早已跻身千亿俱乐部，2022至2026年间我国辣味休闲食品市场规模有望由1804亿元扩容至2737亿元，年均复合增长率约9.6%，以1.6倍的增速优势领跑休闲零食行业大盘，景气度领先。

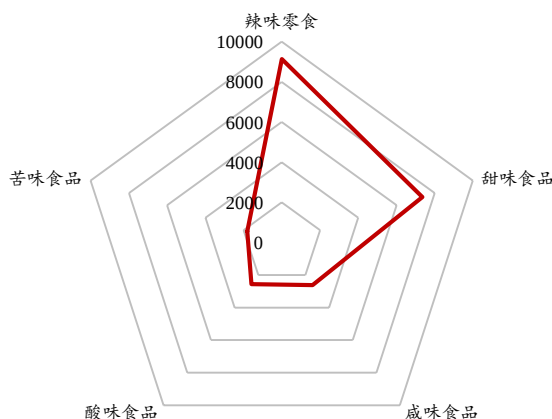
图18: 辣味休闲食品市场规模（亿元）及增速



资料来源: CBNDData, 浙商证券研究所

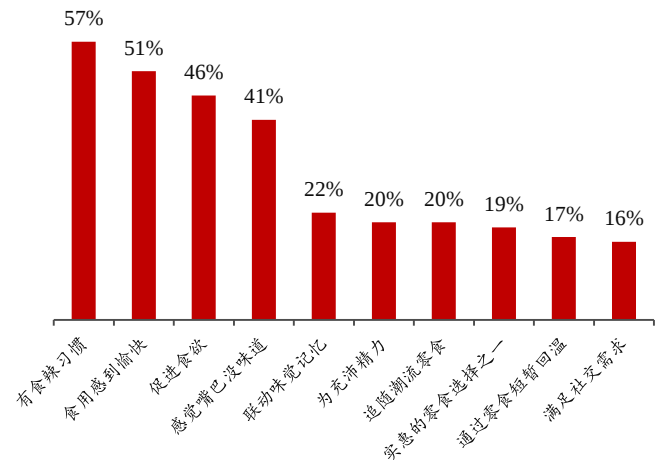
辣味零食受关注度领先，情绪叠加功能诉求驱动行业扩容。辣味零食凭借鲜明的社交基因与集体记忆符号，正从味蕾刺激升维至情感连接载体。作为一代人的童年记忆锚点，辣条天然承载怀旧情绪与文化认同，而“吃辣挑战”等大众化互动形式，更将其转化为兼具个体快感与群体狂欢的社交媒介。这种从味觉到情感的多维穿透力，使辣味食品在社媒端形成碾压级声量，2024年9-11月期间辣味零食词条阅读量遥遥领先，在消费者心智中构筑起差异化的情感护城河。情绪价值与功能诉求的深度耦合，驱动辣味零食向全生活场景高渗透。在“娱乐清饯”（如追剧休闲、宅家消遣）与“能量补给”（如旅途便携、即时充能）的双核价值驱动下，产品已无缝嵌入消费者日常动线。全天候、多象限的场景适配能力，使辣味零食从零食品类竞争中脱颖而出，持续拓宽市场容量边界。

图19: 2024年9-11月词条预估阅读量



资料来源: CBNDData, 浙商证券研究所

图20: 消费者选择辣味休闲食品的原因



资料来源: CBNDData, 浙商证券研究所

辣味休闲食品赛道竞争格局呈现多元化特征，市场参与者类型丰富。其中，卫龙作为专业辣味休闲食品头部品牌，凭借先发优势与持续创新能力，在辣条细分领域占据主导地

位，稳居行业龙头。综合食品企业积极布局辣味产品线，如乐事推出飘香麻辣锅味薯片，凭借品牌影响力与渠道优势，短期内实现市场声量与销量双增长；餐饮品牌亦通过推出辣味即食产品拓展消费场景，海底捞土豆泥火鸡面成功切入吃辣挑战细分市场，形成差异化竞争优势。此外，糖果、饼干及饮料等品类品牌，通过跨界联名方式快速渗透辣味消费市场，共享食辣趋势红利。各类型市场主体基于自身禀赋，持续优化产品矩阵，推动辣味休闲食品赛道创新升级。

图21：辣味休闲食品行业品牌格局



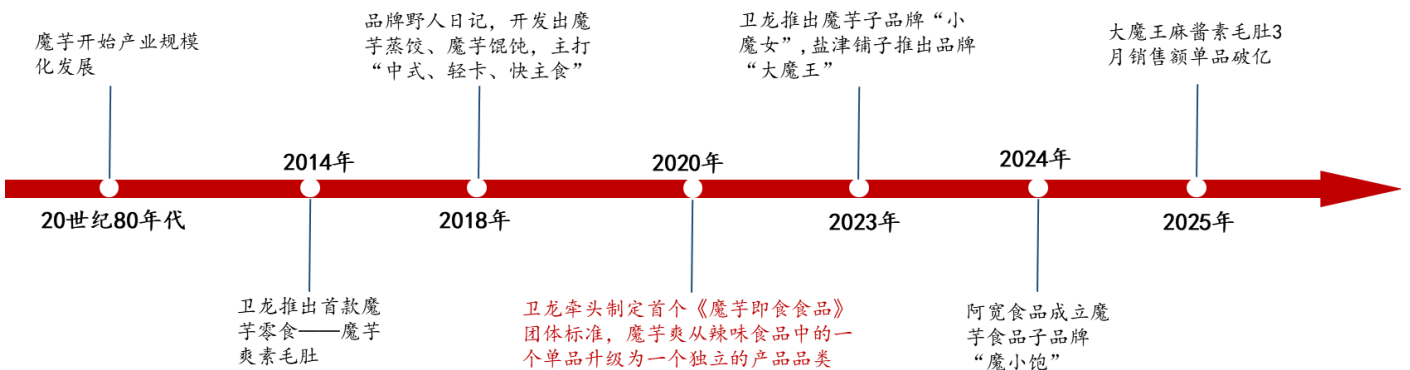
资料来源：CBNData，公司公告，浙商证券研究所

3.2 蔬菜制品：魔芋正处快速成长期，有望持续实现高增长

健康消费驱动，魔芋赛道成长确定性强。伴随居民健康意识提升及消费升级趋势深化，以低热量、高膳食纤维为特点的健康食品需求持续扩容。魔芋（学名：蒟蒻）作为具备超千年种植食用历史的传统特色作物，凭借其优异的健康属性，正加速从区域性食材向全国性健康食品原料升级，产业价值迎来重估。

魔芋产业规模化发展始于20世纪80年代，受益于国内食品加工技术迭代，特别是“魔芋粉”及“魔芋精粉”加工工艺成熟，成功突破地域限制，产品形态由初级农产品拓展至休闲零食、代餐食品等多元化深加工领域，为后续市场渗透率提升奠定产业链基础。公司于2009年在消费场景（成都火锅）中捕捉到魔芋制品的独特口感与风味适配性潜力，前瞻性投入研发资源，历时五年技术攻关与产品打磨，最终于2014年成功推出战略级创新单品“魔芋爽”。该产品完美融合了魔芋的健康基底与休闲零食的成瘾性风味，迅速引爆市场，成为推动魔芋休闲食品品类进入主流消费视野的关键里程碑。

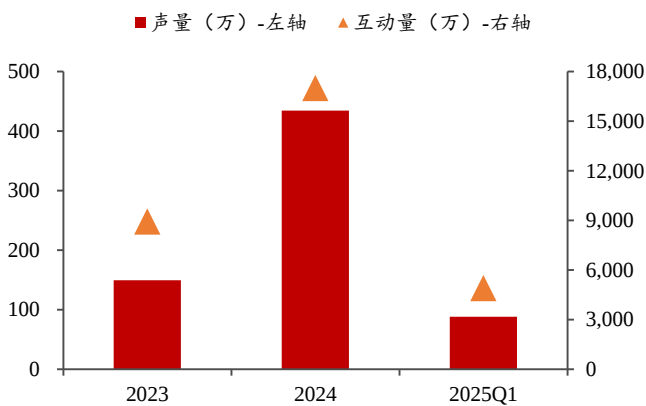
图22: 魔芋零食行业发展历程



资料来源: DT 商业观察, 盐津铺子公众号, 渝云魔芋, 浙商证券研究所

凭借“好吃、不胖、方便”三大特点, 精准匹配健康零食消费升级趋势。自2024年开始, 魔芋在线上平台的声量和互动量大涨。在小红书上, 当人们在提及“魔芋爽”时, 主要从减肥、口味、场景方面进行评价。对比2023年, “魔芋”2024年在微博、小红书、抖音和快手上的总声量同比上涨191%, 2025 Q1 声量达到了2023年全年的60%左右, 关注度持续走高, 增长动能充沛。

图23: “魔芋”在主要社交平台 and 短视频平台的声量变化



资料来源: 数说聚合, DT 商业观察, 浙商证券研究所
注: 统计平台包括微博、小红书、抖音、快手

图24: 小红书“魔芋爽”笔记内容关键词



资料来源: 千瓜数据, DT 商业观察, 浙商证券研究所
注: 数据统计时间为2025年2月23日-2025年5月23日

魔芋零食行业空间广阔, 高成长性有望超越辣条。当前, 辣条行业已步入稳健增长的成熟期, 2024年市场规模达615亿元, 增速约1.5%。相比之下, 魔芋零食行业仍处于高速增长期, 2024年增速超20%, 展现更强的增长潜力。从行业对比来看, 魔芋零食具备三大核心优势: 1) 高客单价: 利润空间更优; 2) 受众人群更广: 覆盖儿童、健身人群、白领及中老年等多样化消费群体; 3) 消费场景灵活: 既可作休闲零食, 也能作为代餐、佐餐, 适配更多需求。我们认为, 在健康化、功能化零食趋势的推动下, 魔芋零食行业有望维持双位数高速增长。长期来看, 市场规模有望超越辣条, 成为休闲食品赛道的新增长极。

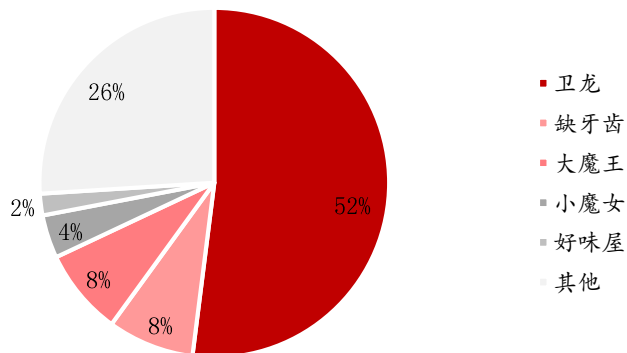
表3: 辣条与魔芋零食行业对比

对比项目	辣条	魔芋零食
2024 年市场规模	615 亿元	120 亿元
Yoy	1.5%	20%+
目前所处阶段	成熟期（稳健扩容）	高速成长期
主流产品零售价格带（元/100g）	2.0-3.5	4.4~5.7
口味	麻辣、甜辣、咸辣	麻酱味、香辣味、香菜麻酱味、酸辣味等
受众人群	学生群体	全年龄段覆盖
消费场景	零食、解馋、社交分享	零食、代餐、减肥轻食、佐餐小菜
未来空间	29E 达到 734 亿元	有望达到辣条行业规模

资料来源：CBNData，沙利文，艾媒咨询，浙商证券研究所

魔芋零食市场竞争格局目前呈现高度集中阶段，但仍在发展初期。根据艾媒咨询数据显示，2024 年魔芋零食市场规模已经突破 120 亿元，依据马上赢披露数据显示，2025.3-2025.5 三个月期间，卫龙魔芋爽销售额占比 52%，盐津铺子大魔王销售额占比 8%，CR5 占比 73.59%。我们认为，卫龙在该品类的垄断性地位短期内难以颠覆，盐津铺子凭借麻酱味素毛肚迅速打开市场，未来有望凭借三养等新口味进一步提升市场份额。目前，魔芋零食品类正吸引多元化玩家加速入局，市场竞争显著提升。劲仔食品、良品铺子、三只松鼠等全国性企业依托品牌矩阵与渠道优势，将魔芋纳入健康零食品类组合，通过子品牌或新系列进行战略卡位；亲零嘴、贤哥等专注休闲食品的品牌，同步加码魔芋细分赛道研发，通过差异化抢占细分人群。

图25: 近三月（2025.3-2025.5）魔芋爽类目各品牌销售额占比情况

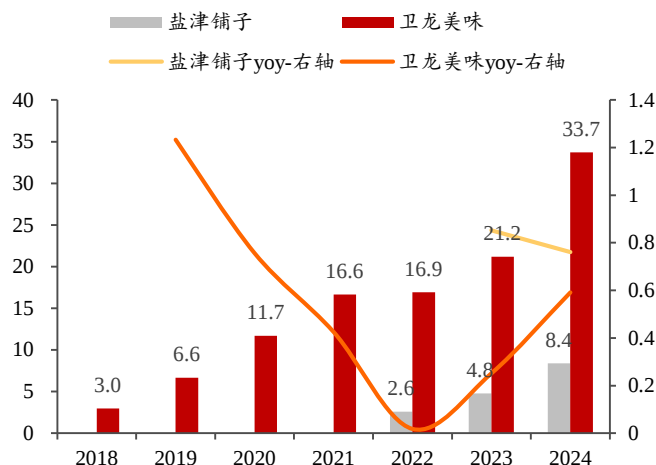


资料来源：马上赢，浙商证券研究所

魔芋制品凭借高增速高毛利赋能公司业绩增长。2024 年卫龙蔬菜制品营业收入达到 33.7 亿元，同比增长 59.1%，盐津铺子凭借麻酱味素毛肚实现魔芋制品收入快速增长达到 8.4 亿元，同比增长 76.1%。毛利率角度，卫龙蔬菜制品毛利率不断提升，由 2018 年 36.7% 提升至 2024 年 48.9%，规模效应与产品溢价能力凸显；盐津铺子魔芋制品毛利率显著低于卫龙，主要系渠道结构差异。我们认为，公司凭借强劲的产品力与深厚的渠道力，有望进

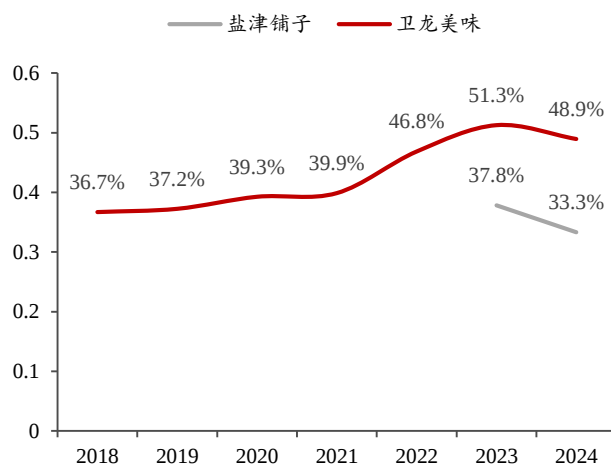
一步承接魔芋零食市场扩容带来的发展红利；同时，高毛利属性的魔芋制品有望成为驱动公司业绩增长的核心引擎，为营收与利润提升注入持续动能。

图26：卫龙蔬菜制品与盐津魔芋制品收入（亿元）及增速情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图27：卫龙蔬菜制品与盐津铺子魔芋制品毛利率对比

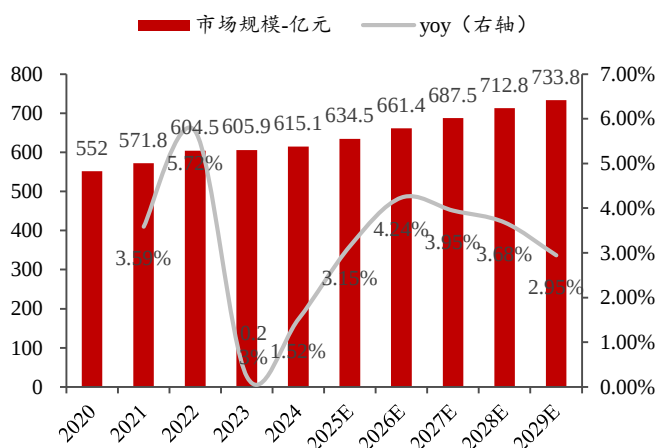


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 面制品：行业持续扩容，布局麻辣产品有望修复市场份额

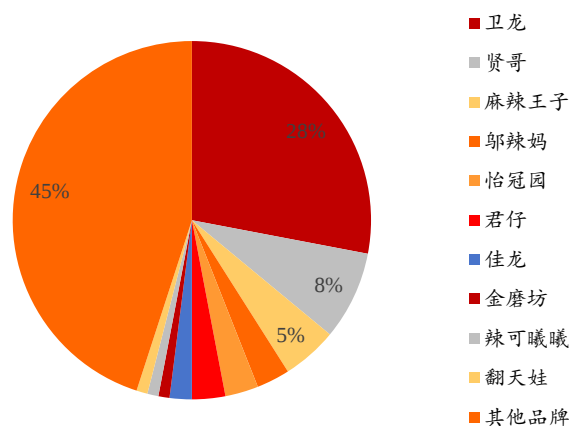
辣条零食行业目前向成熟阶段发展，市场规模增速放缓。依据弗若斯特沙利文数据，2024年中国辣条零食行业市场规模为615.1亿元，行业规模保持低增速稳健增长，2029E行业规模有望达到733.8亿元，2024A-2029E CAGR为3.59%。公司一直为辣味零食行业龙头企业，马上赢统计数据显示，2023年卫龙在辣条零食行业市占率高达28%，贤哥与麻辣王子分别占比8%/5%。

图28：中国辣条零食行业市场规模（亿元）及增速情况



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

图29：2023年中国辣条零食市场竞争格局

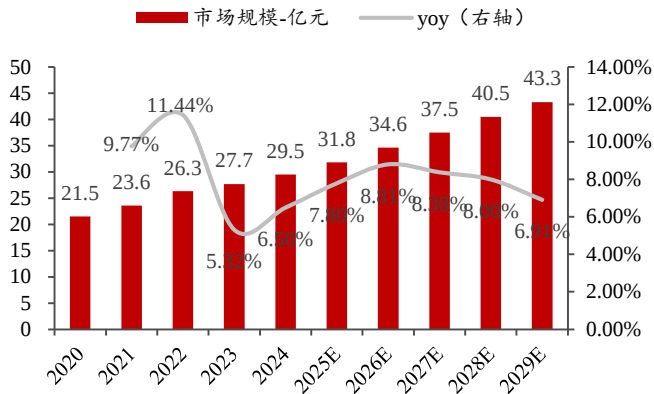


资料来源：食品板，马上赢，浙商证券研究所

麻辣口味辣条市场正处高速扩容期，据沙利文数据预测，其规模2025年有望达31.8亿元。需求端驱动显著，2024年消费者辣条口味偏好调研显示，49.3%的消费者将麻辣味列

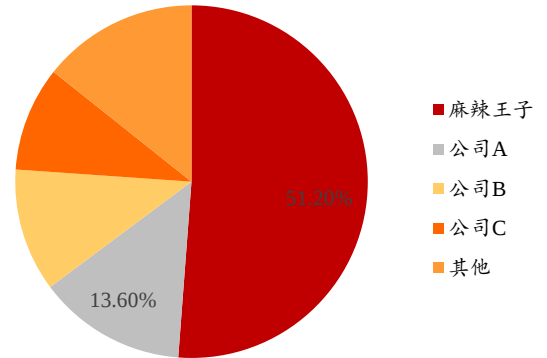
为首位，远超其他口味。卫龙作为辣条行业龙头，其产品线长期以甜辣味为核心，未能及时布局麻辣细分赛道。麻辣王子抢占先机凭借早期精准卡位，其已占据麻辣口味市场51.2%的份额，形成细分领域垄断态势。

图30：中国麻辣味辣条市场规模（亿元）及增速情况



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

图31：2024年中国麻辣味辣条市场竞争格局



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

2022年起公司面制品收入下滑，主要原因有二：其一，公司初期在麻辣口味细分赛道的布局略有滞后，销售受到一部分影响；其二，配合品牌升级战略实施全品类提价，销量受到影响。

基于此前对于公司核心竞争力分析，我们认为，公司有望夺回面制品市场份额的必然性存在于三大协同优势：1）品类品牌势能积淀，具备大单品打造基因，通过快速响应的产品迭代机制，已相继推出“麻辣麻辣”“霸道熊猫”等麻辣味系列单品，实现对市场空白的精准补位；2）发挥供应链优势压缩成本，公司对于麻辣味系列单品采取高性价比定价策略，有望通过价格杠杆撬动客群回归及抢夺麻辣口味市场；3）渠道组织重构，基于前文分析，2022年公司完成渠道模式优化，“低线助销+高线辅销”模式实现终端市场的全面覆盖。我们认为，短中期角度，面制品业务将依托公司深厚的渠道网络根基，驱动收入系统性修复至2021年峰值水平；长期角度，通过产品力在全渠道场景的持续释放，有望实现品类格局的突破性跃迁。

表4：麻辣王子与麻辣麻辣价格对比

产品	售价（元）	单价（元/100g）
麻辣王子	29.0/550g	5.27
麻辣麻辣	16.1/432g	3.73

资料来源：淘宝官方旗舰店，浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

调味面制品：我们预计2025-2027年公司调味面制品实现收入增速分别为1%、4%、5%，实现稳健增长，主要系公司大单品战略清晰，辣条产品已经进入稳健增长阶段，短期

由于产品和渠道调整增速有所放缓，但伴随后续新品的推出和新需求的挖掘预计增速能够有所恢复。

蔬菜制品：我们预计 2025-2027 年公司蔬菜制品有望实现收入增速分别为 46%、30%、25%，主要系当前我们认为魔芋品类带来的红利至少能够维持公司两年甚至以上的快速增长，与此同时海带产品逐步发力，有望继续贡献增长。

豆制品及其他：考虑到公司新品如臭豆腐等贡献，预计豆制品能够维持 24 年增速，2025-2027 年预计收入增长分别为 12%、10%、10%。

毛利率：2025 年由于魔芋成本快速上涨，预计对于公司毛利率会产生一定影响，但预计 26-27 年毛利率能够有所恢复，由此预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 46.2%、47.6%、47.7%。

由此，考虑到公司品类红利和渠道精耕带来的驱动，预计 2025-2027 年公司实现收入分别为 78.81、94.94、112.65 亿元人民币，同比增长分别为 26%、20%、19%；预计 2025-2027 年实现归母净利润分别为 13.60、16.70、19.84 亿元人民币，同比增长分别为 27%、23%、19%。

根据可比公司平均估值，考虑到公司正处在魔芋品类红利期，给予公司 25 年 25-30 倍 PE，对应市值 340-408 亿元人民币，当前仍有空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：可比公司相对估值

代码	简称	总市值（亿元人民币）	归母净利润（亿元人民币）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002847.SZ	盐津铺子	214.68	8.33	10.38	12.54	25.78	20.69	17.12
002956.SZ	西麦食品	51.12	1.82	2.32	2.86	28.15	22.03	17.88
603697.SH	有友食品	55.81	2.00	2.42	2.86	27.91	23.06	19.52
003000.SZ	劲仔食品	59.25	3.31	3.94	4.66	17.91	15.04	12.73
002557.SZ	洽洽食品	108.81	7.63	8.95	9.68	14.26	12.15	11.24
平均		97.93	4.62	5.60	6.52	22.80	18.59	15.70

资料来源：Wind，浙商证券研究所，市值日期为 2025 年 6 月 27 日，预测来自 Wind 一致预测

5 风险提示

品类拓展不及预期：公司持续进行新产品的推新，如果新产品的接受程度或推广不及预期，可能导致收入增长放缓，以及面临产品调整带来的短期业绩受损的风险。

食品安全风险：如果原材料或生产环节的食品安全发生问题，将会对品牌声誉造成重大负面冲击，引发消费者信任危机，导致销售下滑影响经营稳定。

渠道拓展不及预期等：线下渠道的下沉深度以及新兴渠道的渗透速度或者经销商管理难度如果超出预期，可能会限制公司产品的推新渗透，以及市场覆盖度，从而影响公司的收入和利润。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,520	4,439	6,560	9,052	营业收入	6,266	7,881	9,494	11,265
现金	842	1,595	3,479	5,687	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	53	80	92	108	营业成本	3,250	4,240	4,971	5,895
存货	878	964	1,149	1,394	销售费用	1,026	1,182	1,472	1,746
其他	1,747	1,800	1,840	1,863	管理费用	491	552	665	789
非流动资产	4,663	4,663	4,663	4,663	研发费用	0	0	0	0
固定资产	1,205	1,205	1,205	1,205	财务费用	(160)	0	0	0
无形资产	58	58	58	58	除税前溢利	1,561	1,884	2,319	2,754
其他	3,399	3,399	3,399	3,399	所得税	493	524	649	771
资产总计	8,182	9,101	11,223	13,714	净利润	1,068	1,360	1,670	1,983
流动负债	1,700	1,964	2,416	2,925	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	213	253	344	438	归属母公司净利润	1,069	1,360	1,670	1,984
应付账款及票据	213	280	326	387					
其他	1,274	1,432	1,747	2,100	EBIT	1,401	1,884	2,319	2,754
非流动负债	476	476	476	476	EBITDA	1,543	1,884	2,319	2,754
长期债务	176	176	176	176	EPS (元)	0.46	0.56	0.69	0.82
其他	300	300	300	300					
负债合计	2,176	2,440	2,892	3,401					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	5,853	6,509	8,178	10,162	成长能力				
归属母公司股东权益	5,997	6,652	8,322	10,305	营业收入	28.63%	25.77%	20.46%	18.65%
少数股东权益	9	9	8	8	归属母公司净利润	21.37%	27.32%	22.76%	18.77%
股东权益合计	6,006	6,661	8,331	10,313	获利能力				
负债和股东权益	8,182	9,101	11,223	13,714	毛利率	48.13%	46.20%	47.64%	47.67%
					销售净利率	17.05%	17.26%	17.59%	17.61%
					ROE	17.82%	20.45%	20.07%	19.25%
					ROIC	14.99%	19.18%	18.87%	18.15%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	1,309	1,434	1,853	2,159	资产负债率	26.59%	26.81%	25.77%	24.80%
净利润	1,069	1,360	1,670	1,984	净负债比率	-7.54%	-17.50%	-35.52%	-49.19%
少数股东权益	0	0	0	0	流动比率	2.07	2.26	2.72	3.09
折旧摊销	142	0	0	0	速动比率	1.55	1.77	2.24	2.62
营运资金变动及其他	99	74	183	176	营运能力				
投资活动现金流	(343)	(15)	(59)	(45)	总资产周转率	0.82	0.91	0.93	0.90
资本支出	(305)	0	0	0	应收账款周转率	119.98	118.75	110.73	112.76
其他投资	(38)	(15)	(59)	(45)	应付账款周转率	17.23	17.23	16.42	16.54
筹资活动现金流	(650)	(665)	91	94	每股指标 (元)				
借款增加	196	40	91	94	每股收益	0.46	0.56	0.69	0.82
普通股增加	10	0	0	0	每股经营现金流	0.56	0.59	0.76	0.89
已付股利	(856)	(705)	0	0	每股净资产	2.55	2.74	3.42	4.24
其他	0	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	316	753	1,884	2,208	P/E	14.30	23.68	19.29	16.24
					P/B	2.58	4.84	3.87	3.13
					EV/EBITDA	9.73	16.48	12.61	9.85

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>