

**卫龙美味 (09985.HK)**

2025 年 09 月 02 日

## 辣味零食龙头品牌，品类扩张高速增长

## ——港股公司首次覆盖报告

**投资评级：增持（首次）**

张宇光 (分析师)

陈钟山（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

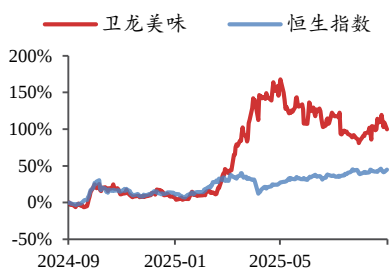
chenzhongshan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790524040001

| 日期           | 2025/9/1     |
|--------------|--------------|
| 当前股价(港元)     | 13.010       |
| 一年最高最低(港元)   | 18.100/6.150 |
| 总市值(亿港元)     | 316.29       |
| 流通市值(亿港元)    | 316.29       |
| 总股本(亿股)      | 24.31        |
| 流通港股(亿股)     | 24.31        |
| 近 3 个月换手率(%) | 24.28        |

### 股价走势图



数据来源：聚源

● 辣味零食行业龙头，收入利润持续增长，首次覆盖给予“增持”评级

卫龙美味是辣味休闲食品赛道龙头企业，聚焦于调味面制品和调味蔬菜制品，经过多年布局，公司梳理核心品类，发力魔芋产品，布局新兴渠道，实现亮眼增长。管理团队行稳致远，推进供应链建设和数字化提升，提升组织凝聚力，提升经营效率。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 77.2、93.3、110.6 亿元，同比增长 23.2%、20.8%、18.6%；归母净利润分别为 13.8、17.0、20.6 亿元，同比增长 29.2%、23.1%、21.1%；对应 EPS 分别为 0.57、0.70、0.85 元，当前股价对应 PE 分别为 20.9、17.0、14.0 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 经典辣条品类龙头地位稳固，魔芋品类构筑第二增长引擎

卫龙美味经过多年耕耘，成长为国内辣味零食龙头品牌，充分占据消费者心智，在包装设计提升、明星代言、品牌价值塑造方面领先行业。产品端，经典辣条面制品推进风味和形态升级，聚焦面制品核心产品线，包括大小辣棒、麻辣麻辣、亲嘴烧等，扩展小龙虾味、烤肉味等新风味。卫龙公司多年布局“魔芋爽”零食产品，口感丰富爽滑，经过工艺升级与品质改良，渠道深耕细作，卫龙魔芋爽品牌力已深入人心，公司蔬菜制品收入从2019年的6.6亿快速增长至2024年的33.7亿元，收入占比过半。随着健康消费理念深入人心及食品创新持续突破，我国魔芋行业景气度提升，公司推出魔芋爽新产品，构筑公司第二增长引擎。

### ● 推进全渠道覆盖，积极拥抱新兴渠道，费用投入精细化管理

卫龙在渠道端，传统线下渠道使用辅销助销双轮驱动的策略，对销售终端网点实现精细化运营管理；对新兴线下渠道战略拥抱，与量贩零食、山姆会员店深度合作，推出定制规格、口味新品；海外初步布局，东南亚市场作为发力试点；线上渠道巩固传统货架电商，同时把握抖音等新兴电商机遇，卫龙的线上收入 2024 年达 7.0 亿元，同增 38.0%。在费用方面，公司在新品导入和核心终端给予更多费用倾斜，线上渠道稳步投放，投入更加精细化，公司利润有望实现较快增长。

● **风险提示：**原材料涨价风险，公司食品安全风险，终端消费力弱影响动销风险。

## 财务摘要和估值指标

| 指标        | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,872 | 6,266 | 7,720 | 9,328 | 11,059 |
| YOY(%)    | 5.2   | 28.6  | 23.2  | 20.8  | 18.6   |
| 净利润(百万元)  | 880   | 1,069 | 1,380 | 1,699 | 2,058  |
| YOY(%)    | 481.9 | 21.4  | 29.2  | 23.1  | 21.1   |
| 毛利率(%)    | 47.7  | 48.1  | 47.1  | 47.9  | 48.7   |
| 净利率(%)    | 18.1  | 17.1  | 17.9  | 18.2  | 18.6   |
| ROE(%)    | 15.4  | 17.8  | 21.7  | 24.3  | 26.7   |
| EPS(摊薄/元) | 0.36  | 0.44  | 0.57  | 0.70  | 0.85   |
| P/E(倍)    | 31.6  | 27.1  | 20.9  | 17.0  | 14.0   |
| P/B(倍)    | 4.9   | 4.8   | 4.6   | 4.1   | 3.7    |

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：8月20日，1HKD=0.911183RMB）

## 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1、卫龙美味：辣味龙头营收跃，宏图再展势如虹         | 4  |
| 1.1、辣味休闲食品龙头，营业收入持续增长          | 4  |
| 1.2、股权结构集中，公司治理稳定，核心团队经验丰富     | 6  |
| 2、休闲零食行业空间广阔，新品类新渠道增长迅速        | 8  |
| 2.1、零食行业稳健增长，辣味零食深受喜爱          | 8  |
| 2.2、细分品类中，面制品辣条稳健增长，蔬菜制品魔芋高速发展 | 10 |
| 2.3、新兴渠道高速发展，推动休闲食品行业变革        | 11 |
| 3、卫龙核心单品深耕，丰富品类矩阵，开辟第二增长引擎     | 13 |
| 3.1、经典辣条产品持续升级，核心调味面制品稳健增长     | 13 |
| 3.2、魔芋品类高度景气，卫龙厚积薄发快速成长        | 15 |
| 4、卫龙积极拥抱新兴渠道，持续提升市场渗透          | 16 |
| 4.1、辅销助销双管齐下，积极拥抱新兴渠道          | 16 |
| 4.2、深化线上全渠道建设，抖音新兴渠道高速增长       | 17 |
| 4.3、营收表现区域均衡，积极拓展海外市场          | 18 |
| 5、卫龙持续布局产能提升、研发创新和组织赋能         | 19 |
| 5.1、蔬菜制品扩产满足市场需求，整体产能利用率稳中有升   | 19 |
| 5.2、研发创新提升与品质管控驱动              | 20 |
| 5.3、构建现代人才管理体系，打造股权长效绑定机制      | 21 |
| 6、盈利预测与投资建议                    | 21 |
| 7、风险提示                         | 22 |
| 附：财务预测摘要                       | 23 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1：公司持续战略化升级，不断巩固行业龙头地位    | 4  |
| 图 2：营业收入保持增长态势              | 5  |
| 图 3：公司 2024 年归母净利润突破 10 亿元  | 5  |
| 图 4：蔬菜制品收入占比逐步增加            | 5  |
| 图 5：蔬菜制品毛利额占比逐步提升           | 5  |
| 图 6：公司毛利率 2018-2024 年稳步提升   | 6  |
| 图 7：公司管理费用率 2022-2024 年有所回落 | 6  |
| 图 8：公司股权集中稳定，实际控制人为刘氏兄弟     | 6  |
| 图 9：预计国内零食行业规模 2029 年超万亿    | 8  |
| 图 10：辣味休闲食品市场规模近年增速较快       | 8  |
| 图 11：辣味零食以 Z 世代消费者占据主位      | 8  |
| 图 12：辣味休闲食品的消费场景丰富多元        | 8  |
| 图 13：辣味休闲零食品牌格局相对分散，各有侧重    | 9  |
| 图 14：中国休闲零食市场格局分散           | 9  |
| 图 15：2021 年卫龙占据辣味休闲食品市场榜首   | 9  |
| 图 16：中国辣条零食行业市场规模有望持续扩张     | 10 |
| 图 17：2023 年卫龙市场份额占比位居榜首     | 10 |
| 图 18：2023 年辣条品类卫龙消费者偏好第一    | 10 |

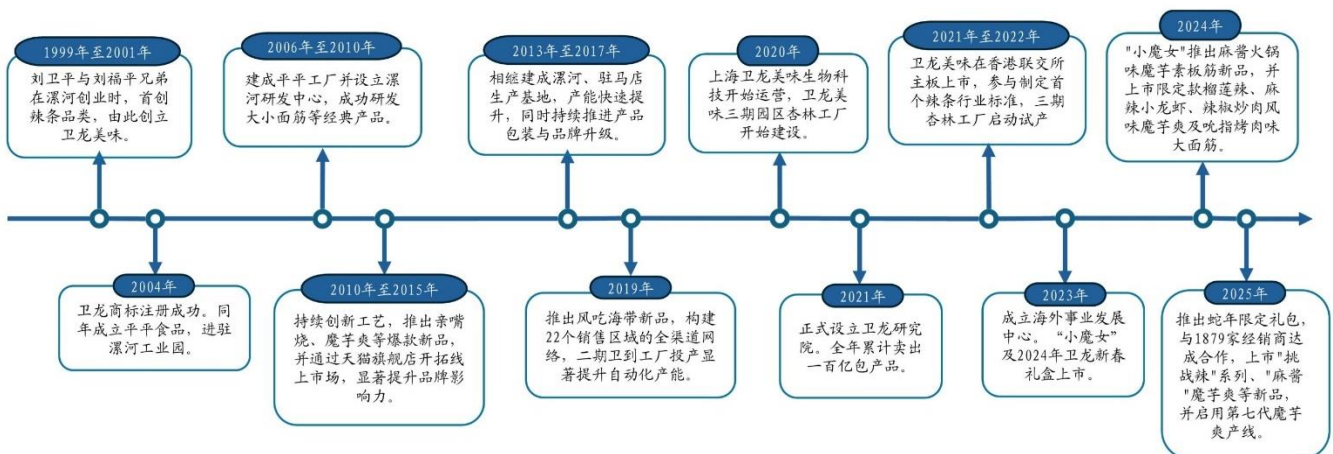
|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 19: 2024 年我国魔芋消费量达 54.84 千吨.....          | 11 |
| 图 20: 2024 年中国魔芋休闲零食市场规模突破 183 亿元.....      | 11 |
| 图 21: “低卡、减肥”等关键词笔记居多 .....                 | 11 |
| 图 22: 卫龙魔芋爽心智渗透率位居第一 .....                  | 11 |
| 图 23: 食品饮料行业线上渠道占比增加 .....                  | 12 |
| 图 24: 预计食品销售直播电商市场规模快速增长.....               | 12 |
| 图 25: 预计中国折扣零售市场规模逐步增长.....                 | 12 |
| 图 26: 预计中国量贩零食店行业市场规模快速提升.....              | 12 |
| 图 27: 预计 2023-2033 年全球零售出口 CAGR 达 5.1%..... | 13 |
| 图 28: 食品界出海企业与品牌逐渐增多 .....                  | 13 |
| 图 29: 公司聚焦辣味零售, 产品矩阵丰富多样.....               | 13 |
| 图 30: 重塑风味形态, 响应健康化趋势 .....                 | 14 |
| 图 31: 调味面制品逐步转型 .....                       | 14 |
| 图 32: 调味面制品毛利率稳步攀升 .....                    | 14 |
| 图 33: 卫龙携手肯德基“疯狂星期四”联名 .....                | 15 |
| 图 34: 卫龙破圈与《蛋仔派对》联名 .....                   | 15 |
| 图 35: 蔬菜制品营业收入 2024 年同比增长 59.1% .....       | 15 |
| 图 36: 蔬菜制品毛利率略高于整体毛利率.....                  | 15 |
| 图 37: 线下经销商数量近 3 年相对稳定 .....                | 16 |
| 图 38: 近六个月有业务人员拜访的售点数逐步上升.....              | 16 |
| 图 39: 辅销和助销模式运作良好 .....                     | 16 |
| 图 40: 辅销助销模式门店覆盖数量稳步增加.....                 | 16 |
| 图 41: 卫龙与零食量贩渠道合作 .....                     | 17 |
| 图 42: 卫龙定制魔芋产品布局会员仓储店.....                  | 17 |
| 图 43: 卫龙充分覆盖线上营销网络 .....                    | 18 |
| 图 44: 卫龙线上渠道营收逐渐增加 .....                    | 18 |
| 图 45: 抖音平台销售表现亮眼 .....                      | 18 |
| 图 46: 2024 年卫龙营收分布表现为区域均衡.....              | 19 |
| 图 47: 公司积极拓展海外市场 .....                      | 19 |
| 图 48: 卫龙公司产能充足 .....                        | 19 |
| 图 49: 调味面制品产能逐步优化 .....                     | 19 |
| 图 50: 蔬菜制品产能稳步提升 .....                      | 20 |
| 图 51: 豆制品及其他产品产能利用率明显改善.....                | 20 |
| 图 52: 原料段直采优质资源 .....                       | 20 |
| 图 53: 完善硬件设施, 实现自动化生产 .....                 | 20 |
| 表 1: 公司核心团队经验丰富 .....                       | 7  |
| 表 2: 收入分项预测, 预计蔬菜制品增长亮眼.....                | 21 |
| 表 3: 对照可比公司估值, 卫龙美味估值存在一定提升空间.....          | 22 |

## 1、卫龙美味：辣味龙头营收跃，宏图再展势如虹

### 1.1、辣味休闲食品龙头，营业收入持续增长

公司行稳致远，逐步成长为中国辣味休闲食品行业龙头。卫龙美味全球控股有限公司于1999年由刘卫平、刘建平兄弟在河南漯河创立。公司以开创性辣条产品奠定市场根基，2004年注册“卫龙”商标开启品牌化进程。2006至2019年间，公司建成漯河、驻马店等智能化生产基地，设立专业研发中心，成功推出魔芋爽、风吃海带等标志性产品，并构建覆盖全国22个销售区域的全渠道网络。2020至2022年战略升级阶段，上海运营中心正式启用，2021年实现香港联交所主板上市，参与制定国内首个辣条行业标准，年度产品销量突破百亿包。2023年至今，公司整合“小魔女”等子品牌，成立海外事业部，创新研发麻酱火锅味魔芋爽、小龙虾风味辣条等特色产品，重点布局礼盒装及魔芋素毛肚等高增长品类，通过持续提升自动化产能、拓展多元化产品矩阵及推进全球化战略，不断巩固行业龙头地位。

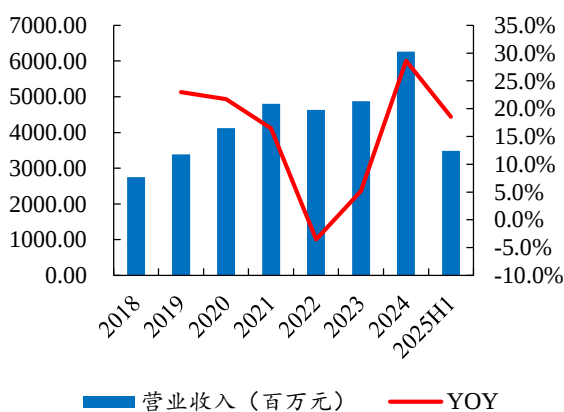
图1：公司持续战略化升级，不断巩固行业龙头地位



资料来源：公司官网、开源证券研究所

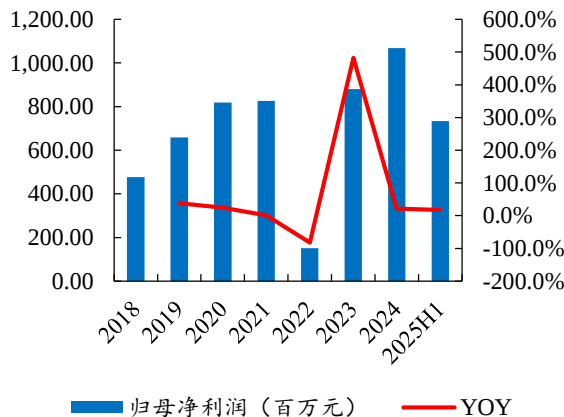
**2018-2025H1 年公司营业收入整体呈现稳健增长趋势。**2018-2024 年期间，公司的营业收入由 27.52 亿增长至 62.66 亿。其中 2022 年，由于外部宏观环境变化，影响了公司的生产、物流及终端销售，同时内部战略决策产品提价，但短期内消费者接受度有限，导致销量下滑。2023 年以来，公司调整战略，逐步恢复稳定增长趋势，2024 年实现营业收入 62.66 亿元，同比增长 28.6%，归母净利润突破 10 亿元，2025 年上半年公司收入为 34.83 亿元，同比增长 18.5%。

图2：营业收入保持增长态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

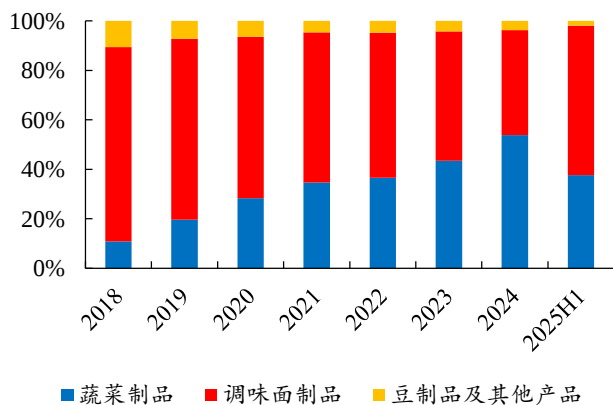
图3：公司2024年归母净利润突破10亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

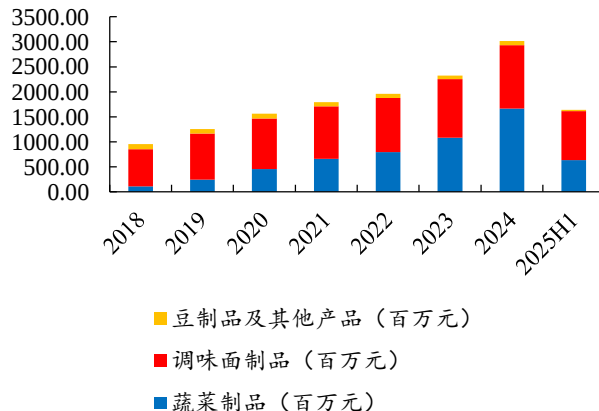
从品类占比看，蔬菜制品收入占比持续增加，2024年首次超过调味面制品。从2018至2024年，蔬菜制品收入快速增长，从2.98亿元提升至33.71亿元，成为推动营收增长的核心引擎，收入占比从2018年的11%跃升至2024年的54%，2025H1蔬菜制品收入占比已达到61%。调味面制品体量基本保持平稳，收入占比从2018年的79%稳步下降至2024年的43%。毛利额方面，蔬菜制品增长同样迅速，从2018年的1.09亿元扩张至2024年的16.69亿元，年复合增长率达58%，反映了公司通过魔芋爽、风吃海带等蔬菜制品成功开辟第二增长曲线。预计未来，产品组合优化与新品扩张仍是卫龙维持增长动能的关键。

图4：蔬菜制品收入占比逐步增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

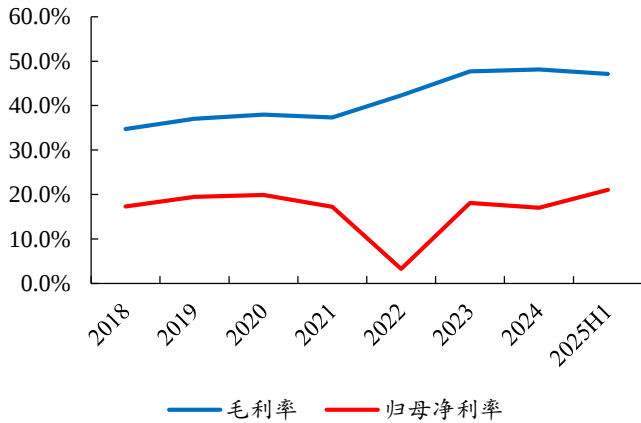
图5：蔬菜制品毛利额占比逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

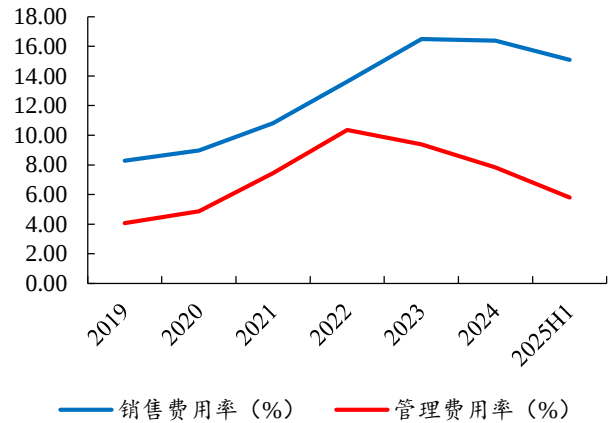
毛利率稳中有升，费用率波动对净利率有一定影响。公司毛利率从2018年的34.7%稳步提升至2024年的48.1%，主要得益于高毛利蔬菜制品占比提升。公司归母净利率有所波动，其中2022年受到外部宏观环境和公司上市股份支付费用较多影响，净利率为3.3%，随后恢复至17.0%以上水平。公司销售费用率从2018年的8.52%攀升至2023年的16.51%后小幅回落，与公司上市后的品牌推广及渠道建设投入节奏一致；管理费用率2022年由于IPO股份支付影响上升至10.36%，后续下降至2024年7.84%，体现出公司管理效率提升。

图6：公司毛利率 2018-2024 年稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司管理费用率 2022-2024 年有所回落

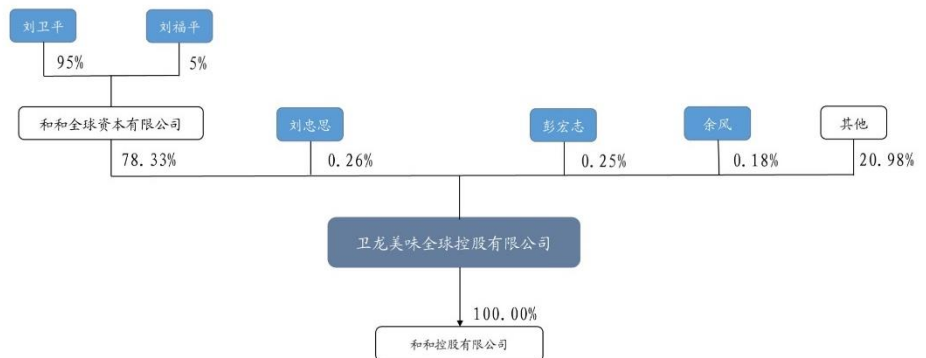


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、股权结构集中，公司治理稳定，核心团队经验丰富

公司实际控制人为刘卫平、刘福平兄弟，治理稳定集中。卫龙美味全球控股有限公司的股权结构集中。刘卫平、刘福平兄弟通过和和全球资本持有公司股份，两人为卫龙美味创始人及最终实益拥有人。2025 年 5 月配售新股后持股比例由 80.99% 稀释至 78.33%，保持绝对控股权。

图8：公司股权集中稳定，实际控制人为刘氏兄弟



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025 年 5 月 15 日）

卫龙美味的管理团队由经验丰富的行业精英组成。董事长刘卫平与副董事长刘福平共同创立企业前身，拥有逾 24 年行业积淀，分别主导战略规划与全面运营。彭宏志作为高级副总裁，凭借跨领域背景统筹财务与海外业务。技术专家刘忠思历经生产研发全链条，现任技术研发负责人。最年轻的执行董事余风通过 14 年内部晋升，执掌市场营销与人力资源双职能，体现家族企业与职业化管理融合的优势。团队以深厚行业根基与创新动能推动企业发展。

**表1：公司核心团队经验丰富**

| 姓名  | 年龄   | 职位                     | 履历                                                                                                                                                          |
|-----|------|------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 刘卫平 | 47 岁 | 董事长<br>执行董事            | 自 2014 年 7 月起任卫龙商贸董事长，拥有 24 年行业经验。2001 年与刘福平共创漯河市平平食品厂并任总经理至 2004 年 9 月，2004-2006 年续任平平食品总经理，2006-2014 年转任驻马店市平平食品总经理。                                      |
| 刘福平 | 44 岁 | 副董事长<br>执行董事           | 现任卫龙商贸总裁，拥有 24 年行业经验。2001 年与刘卫平共同创立漯河市平平食品厂并任副总经理至 2004 年，2004-2006 年续任平平食品副总经理，2006-2011 年任驻马店市平平食品副总经理，2011-2014 年升任平平食品总经理。                              |
| 彭宏志 | 43 岁 | 高级副总裁                  | 彭先生拥有 11 年运营管理经验，早期在北京奥实体育和广东数字研究院担任工程师。2010 年加入平平食品任总经理助理，后任北京德麦特捷康科技副总经理。2016 年起转型投资领域，任前海翔明股权投资董事总经理。2019 年加入卫龙集团，先后负责财务中心管理，2023 年 3 月起统筹财务中心及海外事业发展。   |
| 刘忠思 | 40 岁 | 执行董事<br>高级副总裁          | 刘先生拥有 18 年行业经验，2007 年从平平食品技术员起步，2008-2009 年任驻马店卫来食品厂长，2009-2013 年升任平平食品厂长。2013 年起转型研发领域，先后担任平平食品技术研发总处长和卫龙生物科技研发总处长，完成从生产管理到技术研发的完整职业转型。                    |
| 余风  | 34 岁 | 首席财务官<br>执行董事<br>高级副总裁 | 余先生拥有 14 年行业经验，2011 年加入卫龙集团，从助理设计师逐步晋升至研发经理、电商中心总经理和媒体中心负责人。2023 年 8 月升任市场中心副总裁，11 月起兼任人力资源中心负责人，2024 年 3 月晋升高级副总裁。作为刘卫平、刘福平、刘忠思的表弟，体现了卫龙家族企业与职业经理人融合的管理特色。 |

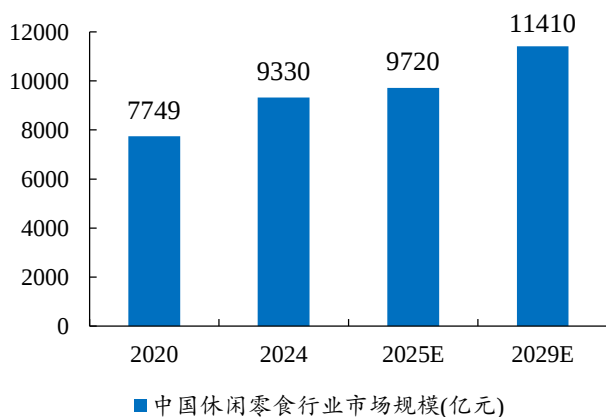
资料来源：公司年报、开源证券研究所

## 2、休闲零食行业空间广阔，新品类新渠道增长迅速

### 2.1、零食行业稳健增长，辣味零食深受喜爱

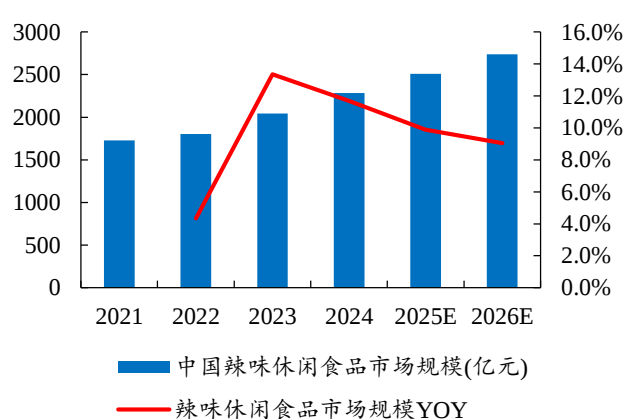
中国休闲零食市场规模稳健增长，辣味细分零食增长更快。休闲零食指在正餐之外消费的即食类产品，涵盖多个品类，其核心特征在于满足消费者碎片化场景下的即时需求。我国休闲零食行业 2020 年已达到 7749 亿元，据弗若斯特沙利文报告预计 2029 年攀升至 11410 亿元，行业规模较大。其中，CBNData 预计辣味零食有望在 2026 年达到 2737 亿元规模，2021 至 2026 年预计我国辣味休闲零食复合增长率达 9.6%，增速略高于休闲零食行业整体。

图9：预计国内零食行业规模 2029 年超万亿



数据来源：溜溜果园招股书、沙利文、开源证券研究所

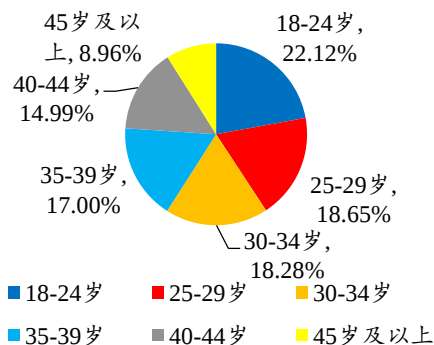
图10：辣味休闲食品市场规模近年增速较快



数据来源：CBN Data、卫龙美味招股书、开源证券研究所

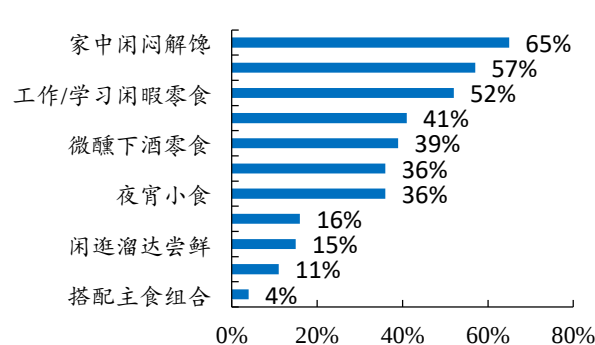
辣味休闲食品更吸引年轻消费者。辣味零食的消费场景丰富多元，大部分消费者将其作为居家解馋首选，同时向旅行露营、团体聚会等社交场景延伸，高娱乐性使得年轻的消费者群体更加偏好辣味休闲食品，成为辣味休闲食品消费的主力人群。

图11：辣味零食以 Z 世代消费者占据主位



数据来源：CBNData、开源证券研究所

图12：辣味休闲食品的消费场景丰富多元



数据来源：CBNData、开源证券研究所

**辣味休闲食品市场呈现相对分散格局，细分头部企业各有自身竞争优势。**由于休闲零食不同品类的原材料、生产和运输要求差异很大，因此多数零食企业聚焦 1-2 个核心品类，专业辣味品牌深耕供应链实现品类专精，综合食品企业借轻资产代工模式拓展品类，连锁类品牌通过火鸡面、卤味即食等产品延伸消费场景。同时随着直播卖货等新销售方式兴起，加上网红吃播带货这类营销创新，头部品牌正在逐渐扩大市场份额。虽然整个行业目前仍较分散，但在辣条、魔芋等细分品类里，头部企业仍有竞争优势。

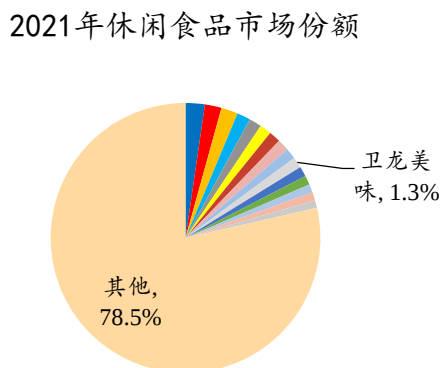
图13：辣味休闲零食品牌格局相对分散，各有侧重



资料来源：CBNData、各公司官网、开源证券研究所

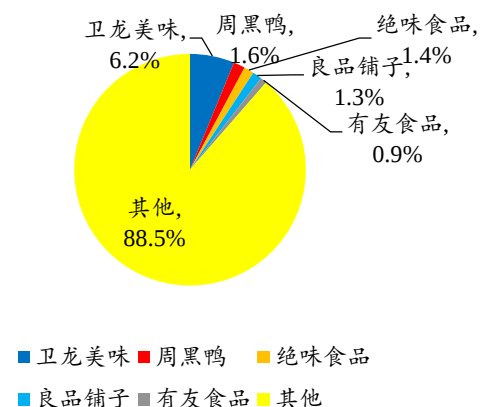
**卫龙美味是辣味休闲食品市场龙头。**据弗若斯特沙利文报告，2021 年在中国休闲零食市场中，前十五大企业的市场总占有率为 21.5%，卫龙美味公司在中国经营业务的本土及跨国公司中排名第十位；在中国辣味休闲食品市场中，2021 年行业 CR5 仅 11.4%，卫龙以 6.2%市占率居首，领先于后四名辣味零食企业。

图14：中国休闲零食市场格局分散



数据来源：卫龙招股说明书、沙利文、开源证券研究所

图15: 2021 年卫龙占据辣味休闲食品市场榜首

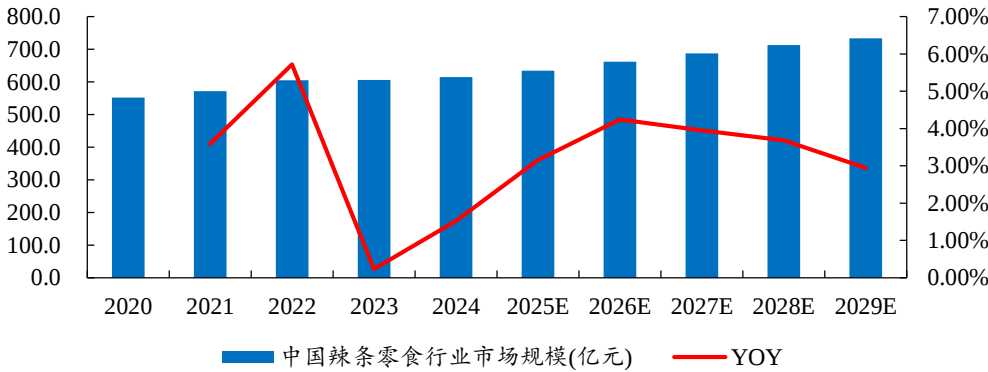


数据来源：卫龙招股说明书、沙利文、开源证券研究所

2.2、细分品类中，面制品辣条稳健增长，蔬菜制品魔芋高速发展

辣条零食是国内消费者喜爱的经典辣味食品，市场规模有望持续稳健增长。根据沙利文数据，中国辣条零食行业市场规模 2024 年达到 615.1 亿元，预计将稳健攀升至 2029 年的 733.8 亿元，增速相对平稳。

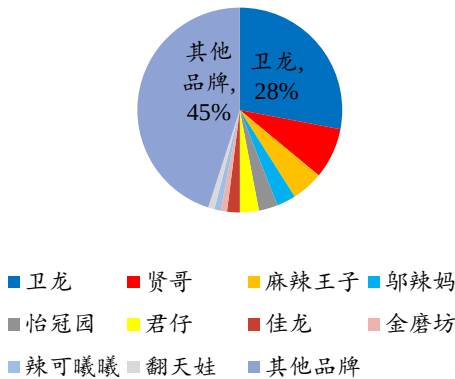
图16：中国辣条零食行业市场规模有望持续扩张



数据来源：沙利文、开源证券研究所

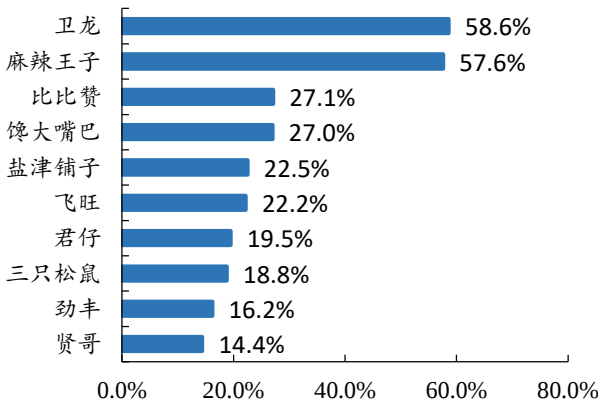
辣条行业竞争格局呈现头部集中与品牌分化的特点。2023 年卫龙以 28% 的市场份额优势领跑，贤哥、麻辣王子等紧随其后。同时，据艾媒咨询调研数据显示，以卫龙、麻辣王子为代表的头牌企业凭借其正宗性和品质性受到消费者的欢迎，品牌知名度较高。比比赞、馋大嘴巴等企业近年来市场表现不俗，在市场上有一定的认可度，但距离龙头企业仍有距离。

图17：2023 年卫龙市场份额占比位居榜首



数据来源：食品板公众号、马上赢、开源证券研究所

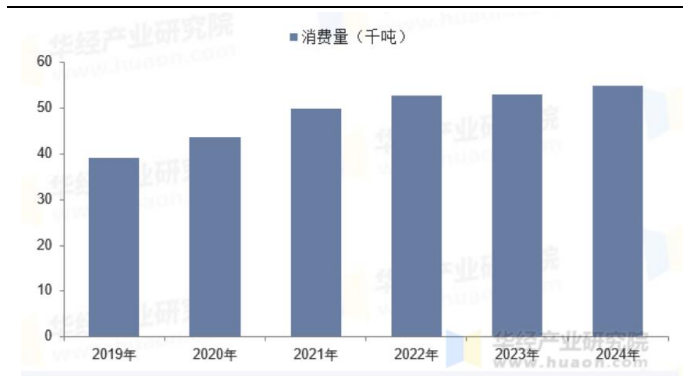
图18：2023 年辣条品类卫龙消费者偏好第一



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

魔芋市场行业高景气，市场规模快速增长。根据沙利文的数据，2024 年国内魔芋终端市场规模约为 270 亿元，其中休闲类魔芋零食超过 180 亿元，过去十年的复合增长率近 20%。销量方面，根据华经产业研究院数据，2024 年中国的魔芋销量达到 54.84 千吨，5 年复合增速达 7.0%，行业呈现高速增长。

图19：2024 年我国魔芋消费量达 54.84 千吨



资料来源：华经产业研究院

图20：2024 年中国魔芋休闲零食市场规模突破 183 亿元



资料来源：华经产业研究院

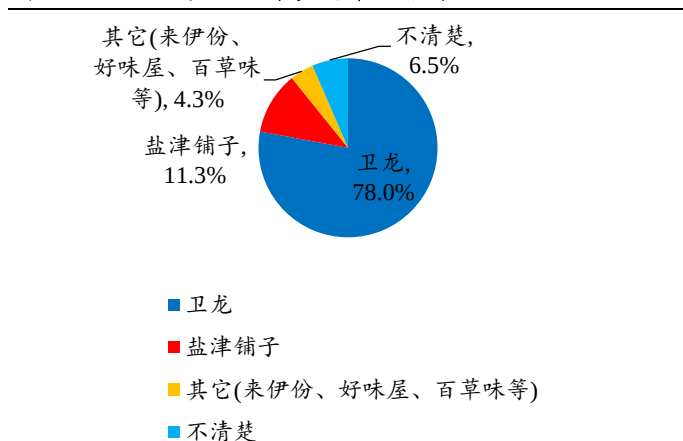
**魔芋零食崛起，头部格局初显。**魔芋凭借低热量、低脂肪、高纤维的特性，让其带有天然的“减脂餐”属性”。据千瓜数据统计，在小红书上，当人们在提及“魔芋爽”时，主要从减肥、口味、场景方面进行评价。同时，越来越多的品牌正在涌入魔芋零食赛道，目前在国内市场销售的魔芋零食品牌已超过 30 家。里斯咨询的调研数据也显示，卫龙在魔芋爽品类的心智渗透率最强，达到 78%。

图21：“低卡、减肥”等关键词笔记居多



资料来源：DT 商业观察公众号、千瓜数据(2025 年 2 月 23 日-2025 年 5 月 23 日)

图22：卫龙魔芋爽心智渗透率位居第一

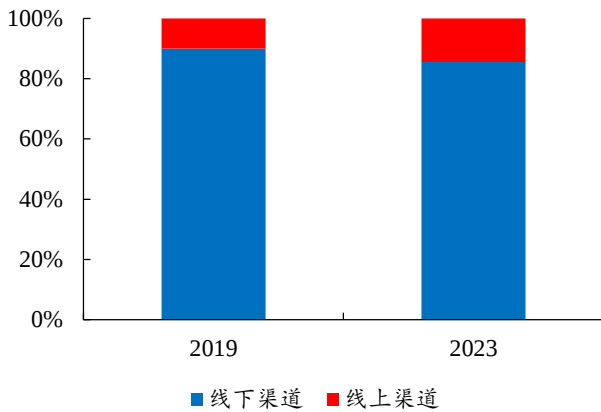


数据来源：里斯咨询、DT 商业观察公众号、开源证券研究所

## 2.3、新兴渠道高速发展，推动休闲食品行业变革

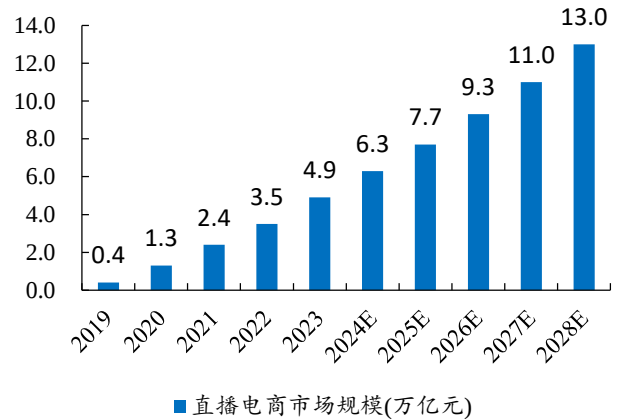
**抖音直播高速发展，线上渠道占比提升。**尽管食品饮料行业消费大部分基于线下，但线上渠道特别是直播电商近几年实现了快速增长，根据沙利文的数据，2023 年线上渠道份额达到 14.5%，预计 2023-2028 年直播电商规模 CAGR 将达 21.4%，休闲零食行业同样大幅受益于线上渠道的快速发展。

图23：食品饮料行业线上渠道占比增加



数据来源：沙利文、开源证券研究所

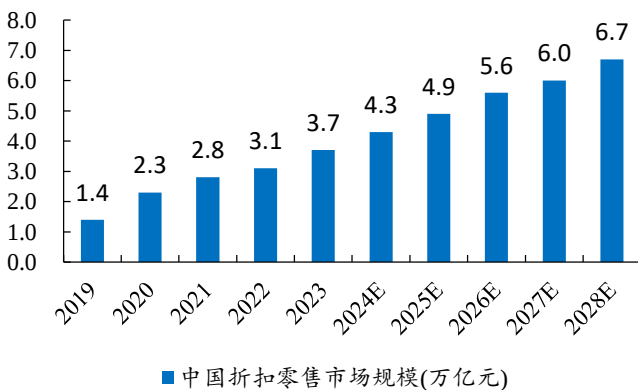
图24：预计食品销售直播电商市场规模快速增长



数据来源：沙利文、开源证券研究所

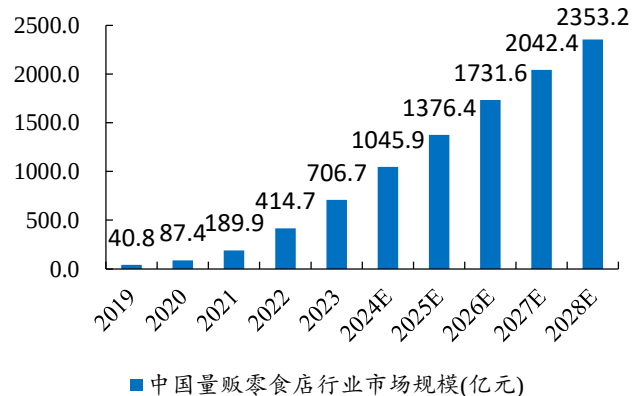
**线下渠道端，高性价比的折扣零售业态增长迅速，量贩零食店高速拓店。**随着经济发展，消费者对高性价比产品需求逐步凸显，折扣零售业态其通过供应链整合与高坪效、高周转运营策略，持续优化成本结构，满足消费者需求，折扣零售市场规模持续增长。据弗若斯特沙利文数据，其中零食量贩业态在 2019-2023 年高速拓店，市场规模复合增长率达 104.0%，未来量贩零食店依托产品丰富、区位便利和高性价比特点，有望持续拓店，提升坪效，预计 2023-2028 年复合增长率预计达到 27.2%，推动休闲食品行业渠道持续变革。

图25：预计中国折扣零售市场规模逐步增长



数据来源：沙利文、开源证券研究所

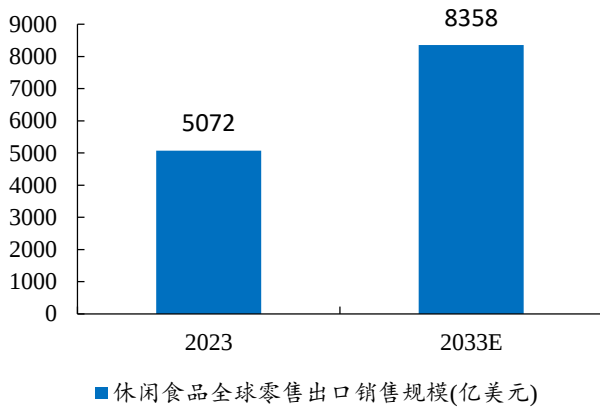
图26：预计中国量贩零食店行业市场规模快速提升



数据来源：沙利文、开源证券研究所

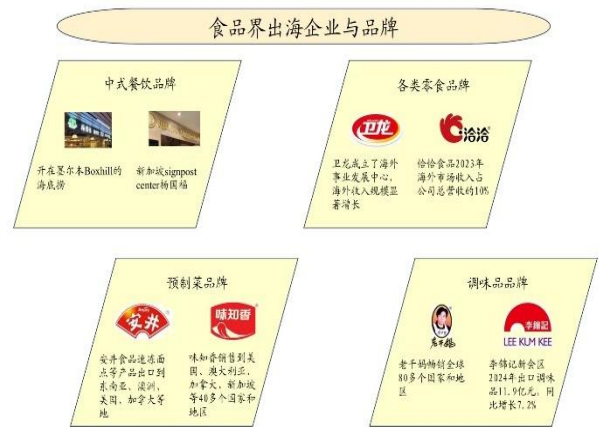
**出海空间广阔，企业初步探索。**海外食品饮料市场对于国内企业来说是优质蓝海市场，国内零食企业如洽洽、劲仔、良品和卫龙均选择向海外布局，寻找更多业务机会，根据 CBNDdata 数据，2023-2033 年全球零售出口销售规模 CAGR 有望达 5.1%，预计到 2033 年达到 8358 亿美元。国内企业未来将通过标准接轨、品牌心智建立、产品本土化研发及全球供应链优化等多方向布局，实现从经销出海向品牌出海的升级，抢占海外增量空间。

图27：预计 2023-2033 年全球零售出口 CAGR 达 5.1%



数据来源：CBNData、开源证券研究所

图28：食品界出海企业与品牌逐渐增多



资料来源：CBNData、各公司官网、开源证券研究所

### 3、卫龙核心单品深耕，丰富品类矩阵，开辟第二增长引擎

卫龙公司的产品聚焦中式辣味休闲零食，形成了以调味面制品、蔬菜制品以及豆制品为核心品类的丰富产品矩阵。随着经济快速发展，法律法规完善，产业持续整合，行业内过去作坊式的小微零食企业逐步出清，而卫龙公司深耕规模化、智能化生产，构建现代渠道网络，成长为辣味零食行业领先企业。

图29：公司聚焦辣味零售，产品矩阵丰富多样



资料来源：公司官网、开源证券研究所

#### 3.1、经典辣条产品持续升级，核心调味面制品稳健增长

以辣条为代表的调味面制品是公司多年以来的经典核心品类。调味面制品是公司深耕多年的经典产品线，也是公司始终保持市场龙业行头的大单品。该产品以小麦粉为主原料，经过挤压熟化、调味工艺制成的辣味休闲零食，俗称“辣条”，主要包括大面筋、小面筋、大辣棒、小辣棒、亲嘴烧、麻辣麻辣、霸道熊猫、脆火火等，是卫龙多年的营收基本盘。

近年卫龙仍在推进面制品风味与形态创新驱动增长，推出吮指烤肉味、麻辣小龙虾味辣条，还根据区域化口味进行适配，如川香麻辣、酸辣等口味。此外，卫龙通过实施减盐、减油、0反式脂肪酸等配方升级，响应健康化趋势。

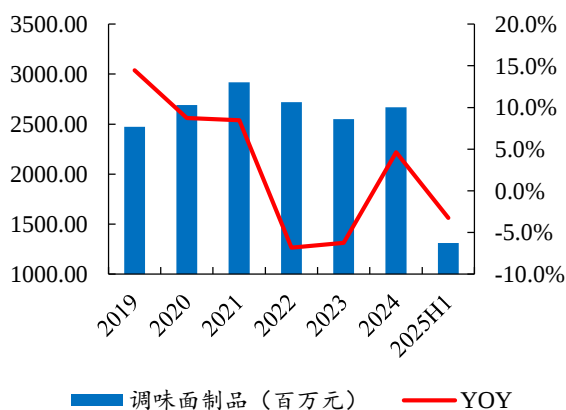
图30：重塑风味形态，响应健康化趋势



资料来源：卫龙美味官网、开源证券研究所

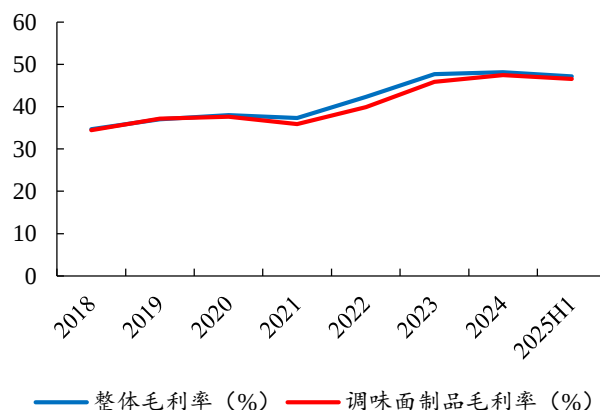
公司调味面制品收入近3年整体保持稳健。2019-2021年，公司调味面制品的营业收入从24.7亿增至29.2亿。2022年公司对调味面制品实行提价，而同时外部环境变化导致收入承压。2023年以来，随着消费市场逐步复苏，卫龙采取新战略，通过新品类拓展，营销端推出限定联名新品，同时渠道端拥抱新兴渠道等，公司调味面制品营业收入2024年达到26.7亿元，同比增长4.6%。同时，调味面制品毛利率呈稳步攀升趋势，从2018年的34.44%升至2024年的47.45%，主要受益于面制品提价，公司面制品均价从2019年的14.3元/千克升至2024年的20.5元/千克。

图31：调味面制品逐步转型



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：调味面制品毛利率稳步攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：卫龙携手肯德基“疯狂星期四”联名



资料来源：公司官网

图34：卫龙破圈与《蛋仔派对》联名



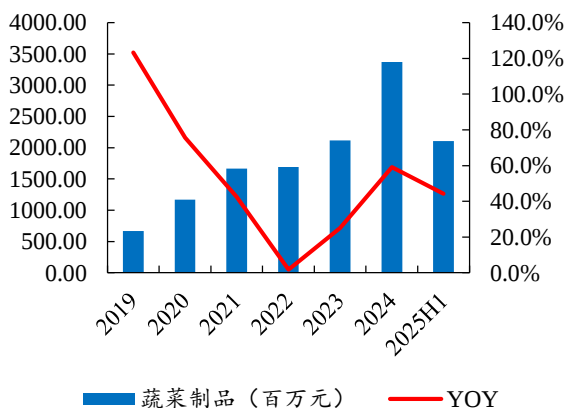
资料来源：公司官网

### 3.2、魔芋品类高度景气，卫龙厚积薄发快速成长

公司魔芋爽产品多年深耕，近年来成为公司第二增长引擎。公司蔬菜制品主要包括魔芋爽和风吃海带产品。其中魔芋爽以魔芋粉为主要原料，具有低热量、高纤维的特点，是有健康属性的植物性食品，自2014年卫龙公司就开发出“魔芋爽”零食产品，口感丰富爽滑，经过多年的工艺升级与品质改良，渠道深耕细作，卫龙魔芋爽品牌力已深入人心。随着健康消费理念深入人心及食品创新持续突破，我国魔芋产业链近年快速发展，卫龙的魔芋产品同样实现高增。

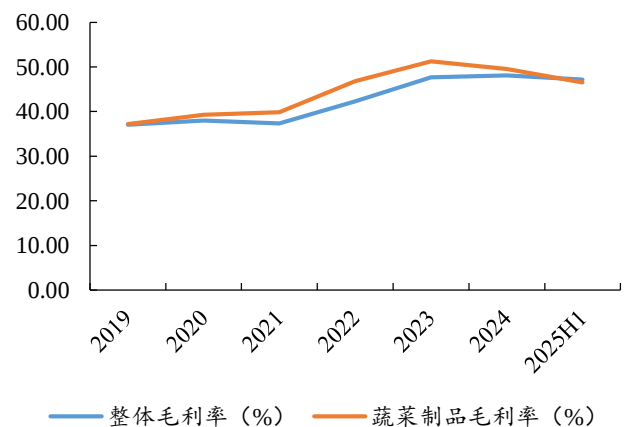
公司的蔬菜制品收入2023年以来高速增长，2024年规模超过调味面制品。主力产品为魔芋爽产品，经过多年布局，公司蔬菜制品营收从2019年的6.65亿元增长至2020年的11.68亿元，2022年受消费场景收缩影响增速承压，2023年公司魔芋产品推出“小魔女素毛肚”子品牌和更多口味新品，蔬菜制品收入重回高增，2024年受益于魔芋品类整体高景气，公司蔬菜制品收入达33.7亿元，同比增长59.1%，首次公司蔬菜品类收入超过面制品。另外公司蔬菜制品毛利率2019-2024年呈稳步提升趋势，2024年达49.5%，略高于整体毛利率。

图35：蔬菜制品营业收入2024年同比增长59.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：蔬菜制品毛利率略高于整体毛利率



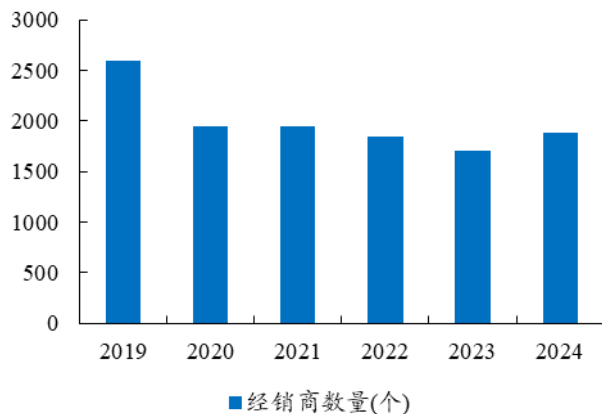
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、卫龙积极拥抱新兴渠道，持续提升市场渗透

### 4.1、辅销助销双管齐下，积极拥抱新兴渠道

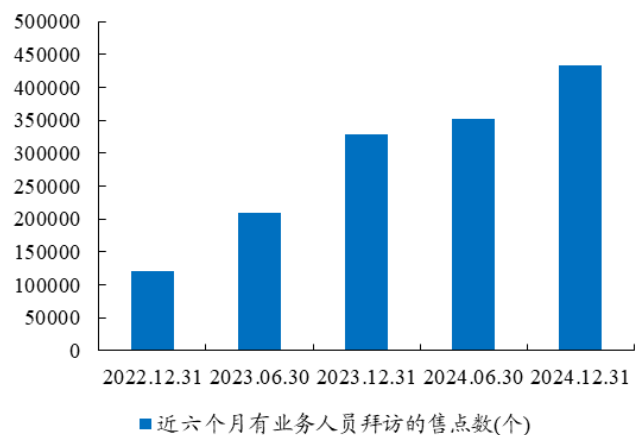
在传统渠道方面，公司持续加强与经销商的合作。截至2024年12月31日，公司与1879家线下经销商合作，在赋能经销商提升重点门店服务能力的同时，加强对连锁商超、便利店等终端门店的覆盖，不断提升产品的市场渗透率。同时，公司持续加强销售团队服务终端门店的执行能力，通过优化门店管理和执行策略，更好地提供每个终端门店的产品铺市及销售势能。到2024年底，公司销售管理系统中门店覆盖数量已达43.3万个，单点SKU也达到16.0-22.8个。

图37：线下经销商数量近3年相对稳定



数据来源：公司招股书、公司业绩会演示材料、开源证券研究所

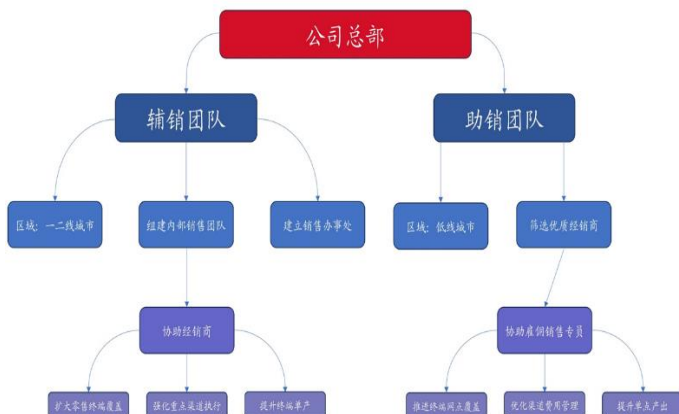
图38：近六个月有业务人员拜访的售点数逐步上升



数据来源：公司业绩会演示材料、开源证券研究所

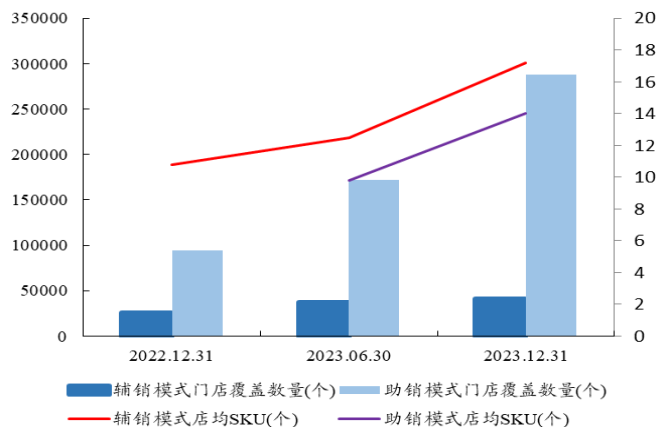
公司分别通过辅销和助销模式，提升品牌可见度及渠道执行力。辅销通过建立直接销售团队，协助客户扩大网点覆盖和单店产出；助销通过筛选优质经销商，精细化管理费用投放，推进终端覆盖率。截至2023年12月31日，辅销模式门店覆盖数量已达4.1万个，店均SKU达17.2个；助销模式门店覆盖数量已达28.8万个，店均SKU约14.0个。

图39：辅销和助销模式运作良好



资料来源：公司业绩会演示材料、开源证券研究所

图40：辅销助销模式门店覆盖数量稳步增加



数据来源：公司业绩会演示材料、开源证券研究所

在新兴渠道方面，公司积极拥抱零食量贩和高端会员店。目前卫龙已与各主流零食系统达成合作，覆盖门店数 2 万家以上，涵盖各主要产品品类，在零食量贩终端门店，卫龙的产品受到消费者认可，同时公司 2025 年推进与会员仓储店合作，为山姆会员店定制高纤牛肝菌魔芋产品，与线下新兴渠道的合作，有望为公司贡献后续进一步增长。

图41：卫龙与零食量贩渠道合作



资料来源：小红书

图42：卫龙定制魔芋产品布局会员仓储店



资料来源：小红书

## 4.2、深化线上全渠道建设，抖音新兴渠道高速增长

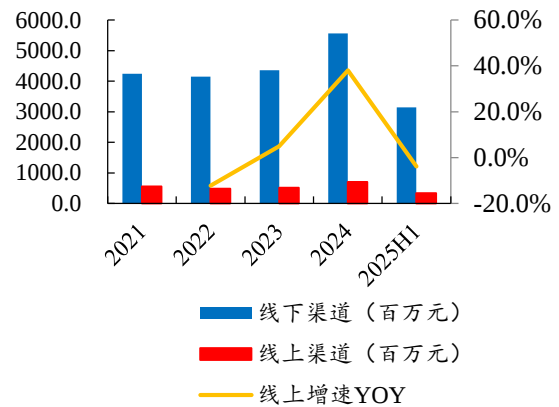
公司在线上渠道覆盖各大主流平台，线上营收持续增长。公司在天猫、京东等传统电商提升精细化运营，覆盖更多线上用户场景，同时在新兴内容电商方面，公司积极拓展抖音、快手、小红书等平台合作，通过短视频和直播等形式吸引年轻消费群体，增强品牌互动，提升市场影响力。自 2022 年线上战略调整以来，卫龙的线上渠道收入稳步增长，2024 年达到 7.0 亿元，同比增长 38.0%，增速亮眼。

图43：卫龙充分覆盖线上营销网络



资料来源：淘宝、抖音、开源证券研究所

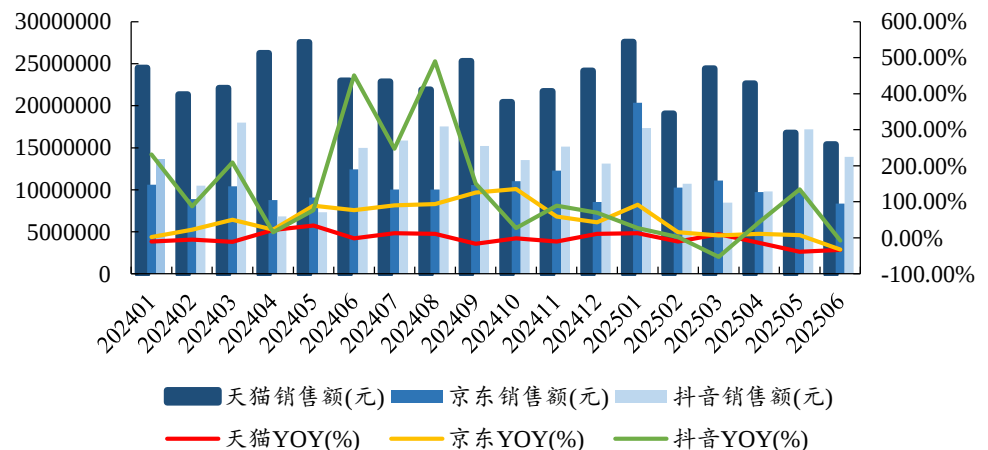
图44：卫龙线上渠道营收逐渐增加



数据来源：公司招股书、公司业绩会演示材料、开源证券研究所

公司传统电商相对稳健，抖音渠道快速增长。通过久谦的月度数据，卫龙的天猫与京东渠道增长较为平稳，而以社交电商平台的代表抖音渠道实现高速增长，受益于短视频、直播等形式吸引年轻消费者，公司线上影响力快速提升，2024 年 1 月以来，公司抖音销售表现整体较为亮眼。

图45：抖音平台销售表现亮眼

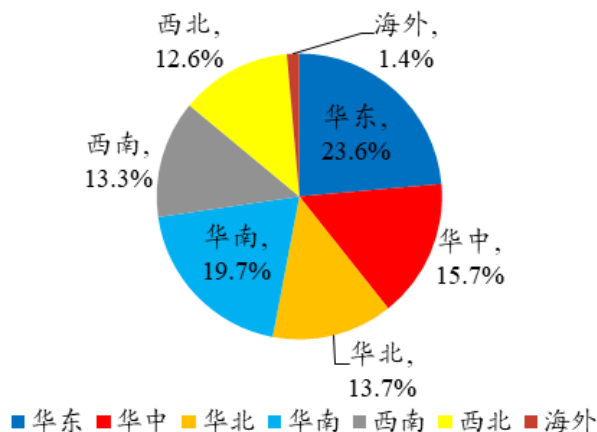


数据来源：久谦咨询、开源证券研究所

#### 4.3、营收表现区域均衡，积极拓展海外市场

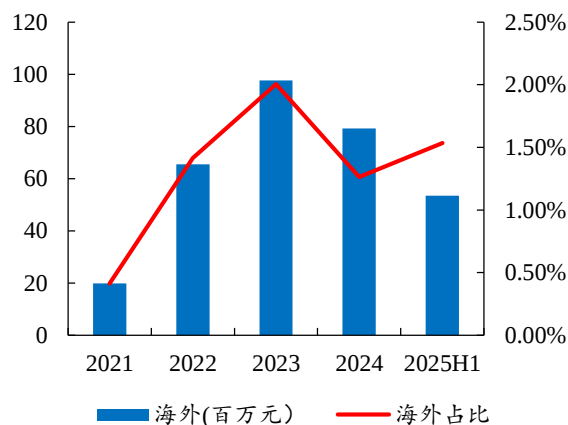
从 2024 年国内区域收入分布来看，华东、华中、华北、华南、西南和西北地区分别占比 23.6%、15.7%、13.7%、19.7%、13.3%和 12.6%，各区域相对均衡，同时公司积极拓展海外市场，初步建立与优质海外经销商及渠道商的合作，2024 年公司海外收入达到 7921.6 万元，收入占比达 1.26%，实现全球多个国家和地区覆盖。

图46：2024年卫龙营收分布表现为区域均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：公司积极拓展海外市场



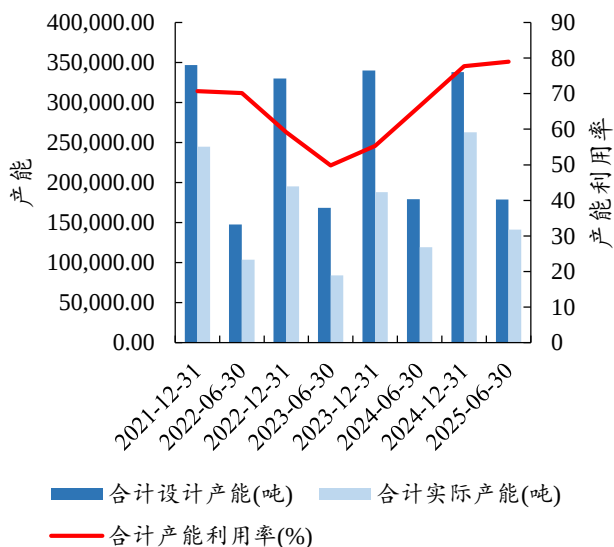
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、卫龙持续布局产能提升、研发创新和组织赋能

### 5.1、蔬菜制品扩产满足市场需求，整体产能利用率稳中有升

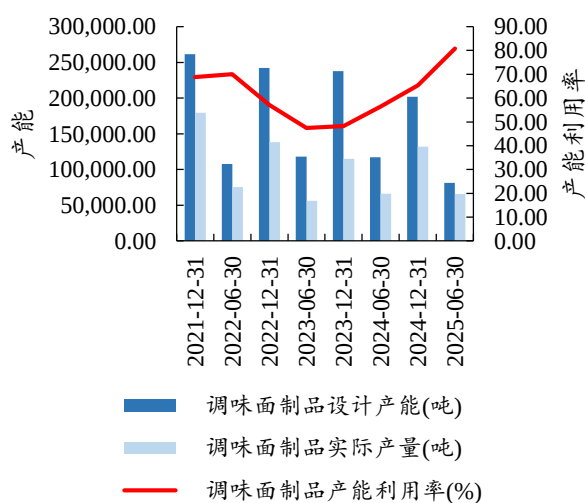
公司各品类产能利用率近2年呈提升趋势。卫龙公司共拥有5个工厂，分别为漯河平平工厂、漯河卫来工厂、驻马店卫来工厂、漯河卫到工厂、漯河杏林工厂。分品类看，公司调味面制品产能从2021年的26.1万吨减少至2024年末的20.2万吨，产能利用率在2023年有所调整，此后回升至2024年的65.4%，反映出公司优化面制品产量。蔬菜制品受益于公司持续铺货和行业景气，公司主动提升产能，从2021年8.0万吨跃升至2024年末13.0万吨，期间蔬菜制品产量由6.06万吨增至12.5万吨，2024年产能利用率达96.3%，呈现旺销旺产状态。豆制品及其他产品的设计产能近2年同样稳步提升，产能利用率保持较高水平。

图48：卫龙公司产能充足



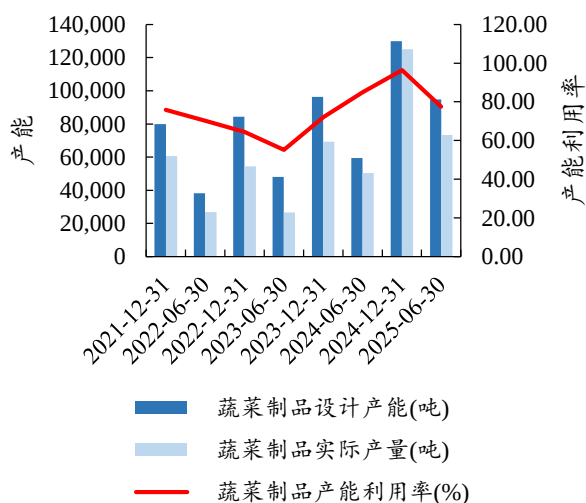
数据来源：Wind、公司中期业绩公告、开源证券研究所

图49：调味面制品产能逐步优化



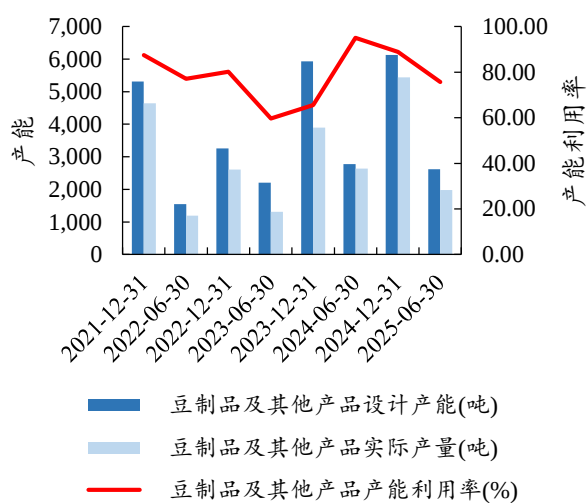
数据来源：Wind、公司中期业绩公告、开源证券研究所

图50：蔬菜制品产能稳步提升



数据来源：Wind、公司中期业绩公告、开源证券研究所

图51：豆制品及其他产品产能利用率明显改善



数据来源：Wind、公司中期业绩公告、开源证券研究所

## 5.2、研发创新提升与品质管控驱动

**技术研发体系支撑产品持续迭代，保持品类创新领先优势。**卫龙依托河南、上海双研发中心，其中研发人员硕博占比超 60%，通过产学研融合深化食材、风味等基础研究，驱动辣条、魔芋爽等原创产品持续迭代，并推出膨化辣条、榴莲味辣条等新品，以技术储备巩固品类领导力。

**全流程标准化管理确保品质，智能生产与认证体系保障食品安全。**原料端直采黄金小麦区面粉、云南魔芋等优质资源，结合严苛供应商评估；生产端以全自动智能设备及 10 万级洁净车间实现标准化，构建生命周期质控体系，保障效率与安全。

图52：原料段直采优质资源



资料来源：公司官网

图53：完善硬件设施，实现自动化生产



资料来源：公司官网

5.3、构建现代人才管理体系，打造股权长效绑定机制

公司重视人才培养和员工激励，实现员工与公司共同成长。公司实施长效股权绑定策略,上市前授出 4589.9 万股限制性股份,2024 年新增设立 545 万股激励计划，核心管理层持股深度绑定企业利益，辅以绩效奖金等短期激励，形成综合人才体系。截至 2025 年 6 月底,集团员工总数达 6720 名,2024 全年员工福利投入约 11.2 亿元，依法落实五险一金及住房公积金的全面保障；同时通过人力资源管理系统实现组织架构动态优化，并建立"分享堂"知识平台与三维培训体系，强化人才梯队建设。

6、盈利预测与投资建议

卫龙美味是辣味休闲食品赛道龙头企业，聚焦于调味面制品和调味蔬菜制品，经过多年布局，收入利润整体呈稳健增长，近年公司梳理核心品类，发力魔芋产品，布局新兴渠道，实现亮眼增长。管理团队行稳致远，推进供应链建设和数字化提升，调整组织架构，提升经营效率。

调味面制品方面，作为公司多年深耕品类，市场地位稳固，通过口味创新、产品聚焦和传播促销，维持稳健增长。我们预计公司调味面制品业务 2025-2027 年收入增速分别为-2.0%、2.4%、1.9%，保持相对平稳；蔬菜制品受益于魔芋行业的高景气度，消费者需求旺盛，有望实现快速增长，我们预计公司蔬菜制品业务 2025-2027 年收入增速分别为 45.4%、30.5%、25.5%。

毛利率方面，公司通过战略绑定核心原材料供应商，整体保持相对平稳，2025 年受到促销折扣，以及魔芋精粉原材料短期影响，预计短期有所波动，后续随着规模效应提升以及原材料价格回落，毛利率有望稳步提升，我们预计公司 2025-2027 年整体毛利率为 47.1%、47.9%、48.7%。费用方面，随着公司全渠道发展，在新品导入方面给予经销商费用倾斜，线上渠道不盲目投放扩张，预计公司销售费用率保持相对平稳。

表2：收入分项预测，预计蔬菜制品增长亮眼

|            |         | 2024A   | 2025E     | 2026E     | 2027E      |
|------------|---------|---------|-----------|-----------|------------|
| 调味面制品      | 收入（百万元） | 2667.08 | 2,613.739 | 2,676.730 | 2,728.124  |
|            | YOY     | 4.6%    | -2.0%     | 2.4%      | 1.9%       |
|            | 毛利率     | 47.4%   | 46.4%     | 46.4%     | 46.4%      |
| 蔬菜制品       | 收入（百万元） | 3370.55 | 4,901.926 | 6,394.764 | 8,023.506  |
|            | YOY     | 59.1%   | 45.4%     | 30.5%     | 25.5%      |
|            | 毛利率     | 49.5%   | 48.0%     | 49.1%     | 50.1%      |
| 豆制品<br>与其他 | 收入（百万元） | 228.69  | 204.81    | 256.02    | 307.22     |
|            | YOY     | 12.2%   | -10.4%    | 25.0%     | 20.0%      |
|            | 毛利率     | 35.6%   | 34.6%     | 34.6%     | 34.6%      |
| 整体营收       | 收入（百万元） | 6266.33 | 7,720.477 | 9,327.510 | 11,058.848 |
|            | YOY     | 28.6%   | 23.2%     | 20.8%     | 18.6%      |
|            | 毛利率     | 48.1%   | 47.1%     | 47.9%     | 48.7%      |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

采用相对估值方法，我们对比主要休闲食品企业盐津铺子、有友食品、劲仔食品和甘源食品的估值水平，可发现公司 2025-2027 年 PE 估值低于可比公司平均水平，卫龙美味是辣味休闲食品行业内龙头企业，公司梳理核心产品，拓展第二增长曲线，全渠道推进销售，产能持续布局，实现收入利润高速增长，我们认为公司估值存在一定提升空间。

**表3：对照可比公司估值，卫龙美味估值存在一定提升空间**

| 证券代码      | 证券简称 | 股价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|-----------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |           |             | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 75.53     | 206.03      | 3.09  | 3.83  | 4.82  | 24.4  | 19.7  | 15.7  |
| 603697.SH | 有友食品 | 13.82     | 59.11       | 0.46  | 0.55  | 0.64  | 30.0  | 25.1  | 21.6  |
| 003000.SZ | 劲仔食品 | 12.56     | 56.63       | 0.75  | 0.92  | 1.17  | 16.7  | 13.7  | 10.7  |
| 002991.SZ | 甘源食品 | 58.55     | 54.58       | 2.65  | 3.23  | 4.38  | 22.1  | 18.1  | 13.4  |
| 平均值       |      |           |             |       |       |       | 23.3  | 19.2  | 15.3  |
| 9985.hk   | 卫龙美味 | 11.86     | 288.38      | 0.57  | 0.70  | 0.85  | 20.9  | 17.0  | 14.0  |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：盈利预测源自开源证券研究所，1HKD=0.911183RMB（截至 2025 年 9 月 1 日）

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 77.2、93.3、110.6 亿元，同比增长 23.2%、20.8%、18.6%；归母净利润分别为 13.8、17.0、20.6 亿元，同比增长 29.2%、23.1%、21.1%；对应 EPS 分别为 0.57、0.70、0.85 元，当前股价对应 PE 分别为 20.9、17.0、14.0 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## 7、风险提示

（1）原材料涨价风险：公司面制品和蔬菜制品占比较大，成本占比相对集中，易受到原材料价格波动影响，存在原材料涨价风险。

（2）公司食品安全风险：对于食品加工制造企业，卫生安全要求是终端消费者及监管部门关照的重中之重，若出现生产过程出现食品安全问题，对公司销售可能产生负面影响。

（3）终端消费力偏弱影响动销风险：国内宏观经济受到冲击后，处于逐步复苏过程，终端消费者可支配收入若复苏较弱，可能对公司销量产生一定影响。

### 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E  |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>流动资产</b>      | 2,875 | 3,520 | 3,454 | 4,066 | 4,851  |
| 现金               | 526   | 842   | 796   | 1,214 | 1,748  |
| 应收账款             | 212   | 253   | 386   | 420   | 498    |
| 存货               | 420   | 878   | 772   | 933   | 1,106  |
| 其他流动资产           | 1,717 | 1,546 | 1,500 | 1,500 | 1,500  |
| <b>非流动资产</b>     | 4,179 | 4,663 | 4,980 | 5,335 | 5,671  |
| 固定资产及在建工程        | 1,101 | 1,205 | 1,526 | 1,885 | 2,224  |
| 无形资产及其他长期资产      | 3,078 | 3,457 | 3,453 | 3,450 | 3,447  |
| <b>资产总计</b>      | 7,054 | 8,182 | 8,433 | 9,401 | 10,522 |
| <b>流动负债</b>      | 908   | 1,700 | 1,582 | 1,908 | 2,284  |
| 短期借款             | 2     | 213   | 262   | 317   | 376    |
| 应付账款             | 663   | 827   | 849   | 1,035 | 1,250  |
| 其他流动负债           | 243   | 660   | 471   | 556   | 659    |
| <b>非流动负债</b>     | 440   | 476   | 488   | 500   | 512    |
| 长期借款             | 179   | 176   | 176   | 176   | 176    |
| 其他非流动负债          | 261   | 300   | 312   | 324   | 336    |
| <b>负债合计</b>      | 1,348 | 2,176 | 2,070 | 2,408 | 2,796  |
| 股本               | 155   | 155   | 219   | 223   | 227    |
| 储备               | - 0   | - 0   | - 0   | - 0   | - 0    |
| 归母所有者权益          | 5,706 | 5,997 | 6,354 | 6,984 | 7,718  |
| 少数股东权益           | - 0   | 9     | 9     | 9     | 8      |
| <b>负债和股东权益总计</b> | 7,054 | 8,182 | 8,433 | 9,401 | 10,522 |

| 现金流量表(百万元)        | 2023A   | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E   |
|-------------------|---------|---------|-------|-------|---------|
| <b>经营活动现金流</b>    | 1,156   | 1,350   | 1,308 | 1,853 | 2,196   |
| 税前利润              | 880     | 1,068   | 1,380 | 1,699 | 2,058   |
| 折旧和摊销             | 128     | 150     | 235   | 241   | 251     |
| 营运资本变动            | 184     | (260)   | (137) | 87    | 76      |
| 其他                | (38)    | 392     | (169) | (174) | (188)   |
| <b>投资活动现金流</b>    | (1,131) | (1,300) | (552) | (597) | (587)   |
| 资本开支              | (122)   | (300)   | (532) | (577) | (567)   |
| 其他                | (1,009) | (1,000) | (20)  | (20)  | (20)    |
| <b>融资活动现金流</b>    | (829)   | 266     | (802) | (839) | (1,075) |
| 股权融资              | - 0     | - 0     | - 0   | - 0   | - 0     |
| 银行借款              | 20      | 200     | 51    | 57    | 61      |
| 其他                | (848)   | 66      | (854) | (896) | (1,136) |
| <b>汇率变动对现金的影响</b> | 15      | - 0     | - 0   | - 0   | - 0     |
| <b>现金净增加额</b>     | (788)   | 316     | (46)  | 418   | 534     |
| <b>期末现金总额</b>     | 526     | 842     | 796   | 1,214 | 1,748   |

| 利润表(百万元)      | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>   | 4,872   | 6,266   | 7,720   | 9,328   | 11,059  |
| 营业成本          | (2,549) | (3,250) | (4,084) | (4,861) | (5,670) |
| 营业费用          | (807)   | (1,026) | (1,274) | (1,539) | (1,825) |
| 管理费用          | (459)   | (491)   | (602)   | (709)   | (840)   |
| 其他收入/费用       | 222     | 62      | 239     | 244     | 258     |
| <b>营业利润</b>   | 1,279   | 1,561   | 2,000   | 2,462   | 2,982   |
| 净财务收入/费用      | (399)   | (493)   | (620)   | (763)   | (924)   |
| 其他利润          | - 0     | - 0     | - 0     | - 0     | - 0     |
| 除税前利润         | 880     | 1,068   | 1,380   | 1,699   | 2,058   |
| 所得税           | (399)   | (493)   | (620)   | (763)   | (924)   |
| 少数股东损益        | - 0     | (0)     | (0)     | (0)     | (0)     |
| <b>归母净利润</b>  | 880     | 1,069   | 1,380   | 1,699   | 2,058   |
| EBITDA        | 1,232   | 1,551   | 2,066   | 2,529   | 3,045   |
| <b>扣非后净利润</b> | 880     | 1,069   | 1,380   | 1,699   | 2,058   |
| EPS(元)        | 0.36    | 0.44    | 0.57    | 0.70    | 0.85    |

| 主要财务比率         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 5.2   | 28.6  | 23.2  | 20.8  | 18.6  |
| 营业利润(%)        | 211.2 | 27.0  | 30.6  | 25.0  | 22.1  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 481.9 | 21.4  | 29.2  | 23.1  | 21.1  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 47.7  | 48.1  | 47.1  | 47.9  | 48.7  |
| 净利率(%)         | 18.1  | 17.1  | 17.9  | 18.2  | 18.6  |
| ROE(%)         | 15.4  | 17.8  | 21.7  | 24.3  | 26.7  |
| ROIC(%)        | 15.4  | 17.4  | 20.9  | 23.8  | 26.1  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 19.1  | 26.6  | 24.5  | 25.6  | 26.6  |
| 净负债比率(%)       | 14.8  | 16.7  | 16.1  | 17.3  | 18.5  |
| 流动比率           | 3.2   | 2.1   | 2.2   | 2.1   | 2.1   |
| 速动比率           | 2.7   | 1.6   | 1.7   | 1.6   | 1.6   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.1   |
| 应收账款周转率        | 21.6  | 27.0  | 24.2  | 23.2  | 24.1  |
| 应付账款周转率        | 3.8   | 4.4   | 4.9   | 5.2   | 5.0   |
| 存货周转率          | 5.0   | 5.0   | 4.9   | 5.7   | 5.6   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.36  | 0.44  | 0.57  | 0.70  | 0.85  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.5   | 0.6   | 0.5   | 0.8   | 0.9   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 2.3   | 2.5   | 2.6   | 2.9   | 3.2   |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 31.6  | 27.1  | 20.9  | 17.0  | 14.0  |
| P/B            | 4.9   | 4.8   | 4.6   | 4.1   | 3.7   |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn