

卫龙美味(09985.HK)

辣味零食品类龙头，平台化发展强者恒强

投资要点：

坚守品质、深耕品类，卫龙大单品的成功复盘。卫龙美味是休闲零食业内典型的大单品型企业。21世纪以来，卫龙率先抓住小吃工业化的效率红利，然后在辣条行业危机中重塑标准与消费者认知，享受辣条品牌化、高端化红利。而卫龙魔芋爽则是踩中了健康化、功能化的消费升级浪潮；同时公司持续夯实品类先发优势，并借助品牌力与渠道力实现强者恒强。

国内辣味零食市场增长快，魔芋市场成长空间大。我国零食行业容量大，但供需两端分散，整体呈现“品类丰富、品牌不足”，竞争门槛低、产品生命周期较短以及消费者品牌粘性不高等特点。相较零食行业整体，我国辣味零食市场增长更快；其中，细分类目辣条对比其他零食品类口味独特，消费者复购率高，尤其行业重塑后呈现品牌化、高端化发展，进一步延长产品生命周期；而魔芋零食更是凭借健康低卡、稳定可塑等特征，成为近年行业现象级爆品，且借鉴日本等成熟市场，未来魔芋成长空间广阔。

辣条、魔芋零食市场集中度相对较高，卫龙品类&品牌&渠道等综合优势明显。对比竞争对手，公司在辣条、魔芋领域具备明显的品类先发优势，研发创新端更注重厚积薄发；而大单品规模效应、年轻化的品牌运营进一步巩固卫龙在两大品类的品牌优势；公司全渠道布局，市场覆盖广度、产品铺设陈列面优于同业对手。

多品类大单品驱动成长，高盈利有望延续。魔芋品类系公司收入增长抓手，有望持续享受品类渗透红利，实现强者恒强；而原主业辣条或以调结构、稳基本盘为主，同时开发新口味（麻辣等口味），探索海外市场新曲线。而从ROE视角看，未来在魔芋原料成本回落以及产能利用率提升下，公司高盈利有望延续；同时魔芋品类高速发展，有望驱动公司产能利用率、资产周转率回升，从而推动ROE持续向上。

盈利预测与评级：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为13.84/16.96/20.12亿元，同比增速分别为29.53%/22.52%/18.65%，当前股价对应的PE分别约20/16/13倍。参考相似业态公司盐津铺子、万辰集团、劲仔食品的2026年PE均值约为19倍，鉴于魔芋品类需求景气度高，且公司综合优势突出，收入有望稳健增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4871.67	6266.33	7373.46	8650.96	9969.15
同比增长率（%）	5.17%	28.63%	17.67%	17.33%	15.24%
归母净利润（百万元）	880.35	1068.51	1384.0	1695.72	2012.05
同比增长率（%）	481.87%	21.37%	29.53%	22.52%	18.65%
每股收益（元/股）	0.38	0.46	0.57	0.70	0.83
ROE（%）	15.43%	17.82%	20.01%	21.04%	23.07%
市盈率（P/E）	17.15	14.37	19.61	16.00	13.49

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

辣味休闲食品近年在国内外均呈现良好的需求态势，尤其是魔芋等蔬菜制品在国内需求景气度高，且相较海外成熟市场，未来成长空间广阔；而公司作为业内领军企业，品类&品牌&渠道等综合竞争力强，预计将持续享受魔芋品类渗透红利，多品类大单品有望驱动营收增长。我们预计 2025–2027 年公司收入分别达 73.7/86.5/99.7 亿元，分别同比+18%/+17%/+15%。

利润端来看，考虑到公司主业竞争力强，且伴随规模效应、产能利用率提升以及原材料价格回落，公司毛利率、费用率有望进一步优化，预计 2025–2027 年归母净利润分别为 13.84/16.96/20.12 亿元，同比增速分别为 29.53%/22.52%/18.65%。参考相似业态公司盐津铺子、万辰集团、劲仔食品的 2026 年 PE 均值约为 19 倍，鉴于魔芋品类需求景气度高，且公司综合优势突出，收入有望稳健增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

品类先发优势、品牌势能与渠道优势突出，未来有望通过产品创新（口味、形态、规格等多维开发）、渠道精耕细化以及海外市场开发等，推动魔芋、辣条等大单品持续放量。预计休闲蔬菜制品（魔芋等）2025–2027 年收入分别同比+38%/+26%/+21%，对应的销售量分别同比+37%/+26%/+21%，预计吨价同比+0.5%/0%/0%；而调味面制品（辣条等）收入分别同比-4%/+2%/+2%。

投资逻辑要点

公司作为辣味休闲零食龙头，辣条与魔芋两大单品相继成功体现公司大单品孵化能力，尤其核心品类魔芋制品目前需求景气度高，公司作为平台型零食龙头，有望持续受益。

核心风险提示

食品安全问题，行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险。

内容目录

1. 深耕辣味零食赛道，大单品构筑基本盘	5
1.1. 辣条起家、魔芋接力，成就辣味零食领军品牌	5
1.2. 股权结构集中，长期激励实现深度绑定	6
2. 辣味零食市场空间广阔，卫龙品类&品牌&渠道综合竞争力强	7
2.1. 辣味零食需求景气度高，魔芋&辣条品类长坡厚雪	7
2.2. 竞争端：细分市场格局集中，卫龙综合优势凸显	8
3. 多品类大单品驱动成长，高盈利有望持续	9
4. 盈利预测与评级	10
4.1. 盈利预测拆分	10
4.2. 相对估值	11
5. 风险提示	11

图表目录

图表 1: 公司收入稳健增长，盈利持续保持较高水平（百万元/%）	5
图表 2: 公司收入以蔬菜制品、调味面制品为主（百万元/%）	6
图表 3: 渠道视角，线下仍是公司主要渠道	6
图表 4: 公司系典型家族企业，股权结构集中	6
图表 5: 国内辣味零食市场规模稳步快增	7
图表 6: 全球消费者尝试新的辛辣食物可能性（2019 年）	7
图表 7: 国内辣条市场规模（亿元/%）	8
图表 8: 我国魔芋人均消费额远低于成熟市场/元	8
图表 9: 行业竞争格局，卫龙市场份额显著领先	8
图表 10: 公司蔬菜制品收入以量增为主	9
图表 11: 公司调味面制品量价拆分	9
图表 12: 公司 ROE 拆分	10
图表 13: 可比公司估值表	11

1. 深耕辣味零食赛道，大单品构筑基本盘

1.1. 辣条起家、魔芋接力，成就辣味零食领军品牌

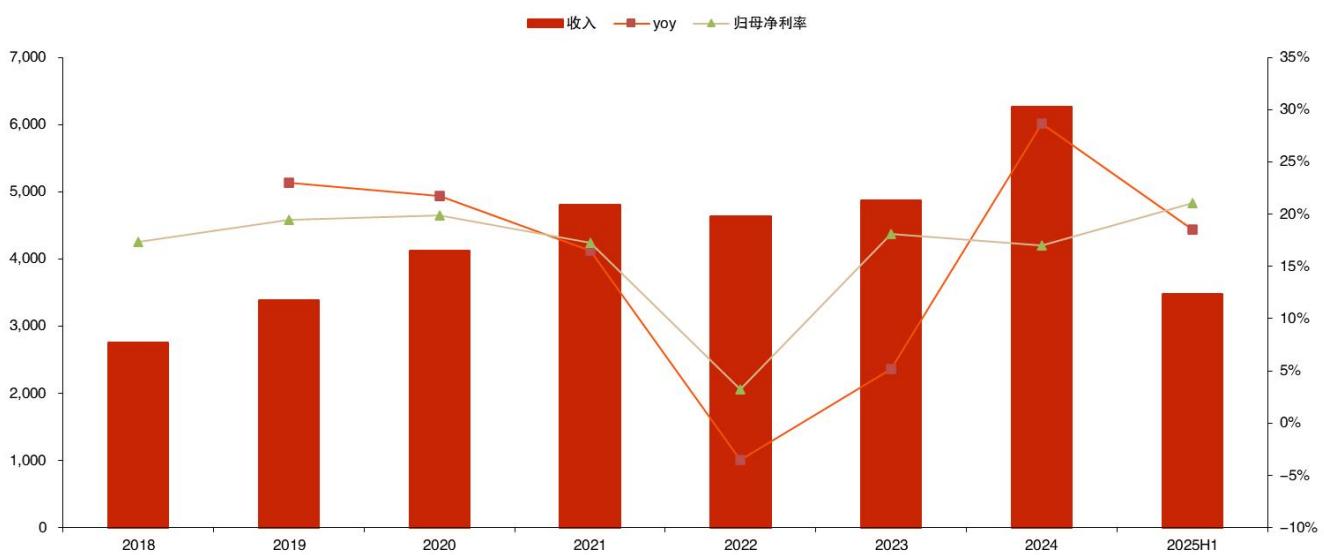
卫龙美味主要从事辣味休闲食品的研发、生产与销售，是国内领先的辣味休闲龙头。目前公司主业覆盖调味面制品（辣条等）、蔬菜制品（魔芋等）、豆制品及其他，且基本完成全渠道、多层次、全国化的布局，并积极探索海外市场。截至2024年，公司营收/归母净利润分别达62.7/10.7亿元，18-24年CAGR分别约14.7%/14.4%。

1999–2003年品牌初创期：1999–2001年，出身平江的刘卫平与刘福平来到河南漯河市创业，通过对小面筋的升级改良，开创出第一根辣条。三年间，公司从小作坊做起，在积累资本和经验后创建辣条工厂以扩大规模，从一个小作坊成为初具规模的企业。2003年，公司申请卫龙商标。

2004–2013年行业大浪淘沙，卫龙品牌逆势扩张：2004年，卫龙成立平平食品、进驻漯河食品工业园，并成功注册卫龙商标。公司根据大众需求开发产品、改良口味和食材，积极开展口碑营销。2005年，随着央视报道辣条小作坊环境卫生差、非法使用添加剂等现象，野蛮生长的辣条行业迎来寒冬，但卫龙凭借自动化生产线和高产品的质量把控在这场危机中顺利过关。具体而言，公司持续扩建产能，期间平平食品第二工厂投产建设；同时推出拳头产品“大面筋、小面筋”，并通过明星代言强化品牌年轻化定位。

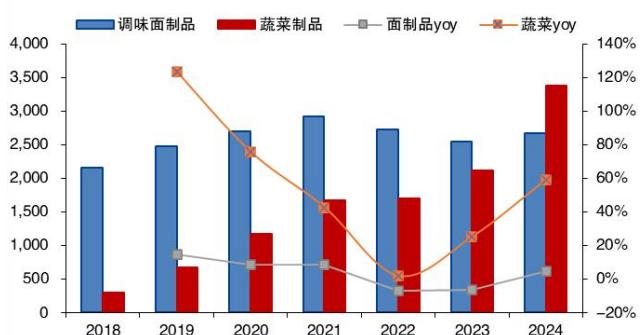
2014–至今，公司加码品牌化、全渠道、全国化建设，并成功孵化魔芋第二曲线。随着消费升级与健康需求崛起，公司积极推动辣条主业品牌化、高端化发展，同时推出美味与健康兼备的魔芋爽等新品，探索多品类扩张道路；渠道端，公司发力现代渠道，包括进驻淘宝、天猫等线上电商平台，持续深化全渠道布局与全国化扩张。2022年港股上市后，公司品牌势能进一步增强，同时魔芋品类快速发展，并带动蔬菜制品收入从2018年近3亿元增长至2024年33.7亿元，期间CAGR近50%，25H1收入占比达60%+，系公司近年收入增长抓手。

图表1：公司收入稳健增长，盈利持续保持较高水平（百万元/%）



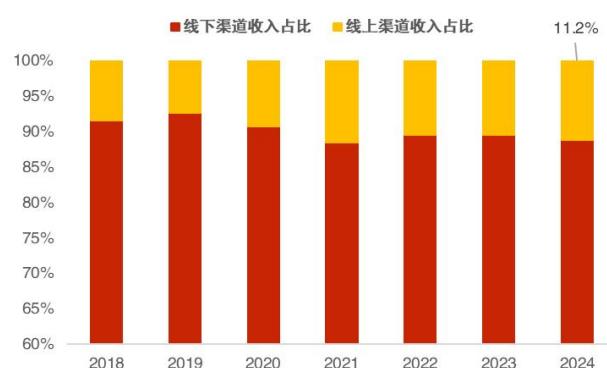
资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

图表 2：公司收入以蔬菜制品、调味面制品为主（百万元/%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：渠道视角，线下仍是公司主要渠道



资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 股权结构集中，长期激励实现深度绑定

公司是典型的家族企业，创始人刘卫平与刘福平先生通过和和全球资本持有公司约78.3%的股份，并分别担任公司董事长、副董事长兼首席执行官，其他执行董事刘忠思、余风亦为家族内部人士；上述核心管理层深耕辣味零食行业，管理经验丰富。近十年来，公司战略稳定、发展思路清晰，执行力强。另外，公司在2021年初实施了长达十年的股权激励计划，共计授出4590万股（约占当前总股本1.9%），实现了核心员工与公司长期利益的深度绑定，也为公司持续业务创新、市场拓展、规模扩张奠定机制基础。

图表 4：公司系典型家族企业，股权结构集中



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

截至 2025 年 6 月 30 日，其中彭先生持股数据截至 2025 年 7 月 7 日

2. 辣味零食市场空间广阔，卫龙品类&品牌&渠道综合竞争力强

我国零食行业容量大，但供需两端分散，整体呈现“品类丰富、品牌不足”，竞争门槛低、产品生命周期较短以及消费者品牌粘性不高等特点。对比其他零食，辣条口味独特，消费者复购率高，尤其行业重塑后呈现品牌化、高端化发展，进一步延长产品生命周期；而魔芋零食更是凭借健康低卡、稳定可塑等特征，成为近年行业现象级爆品，且借鉴日本等成熟市场，未来魔芋成长空间广阔。

2.1. 辣味零食需求景气度高，魔芋&辣条品类长坡厚雪

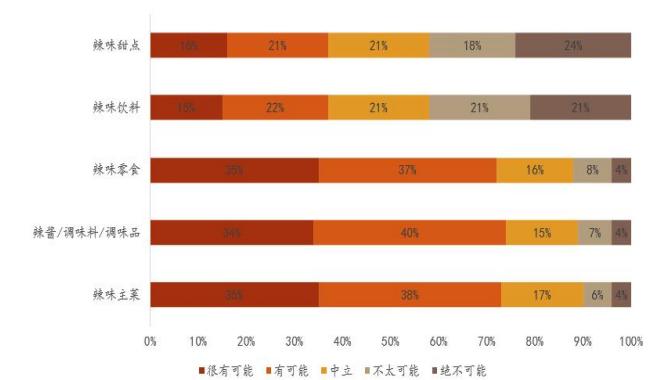
辣味零食需求景气度高，全球消费群体广泛，未来新中式零食出海潜力大。根据弗若斯特沙利文报告，2016–2021年，中国休闲食品市场规模年复合增长率为6.1%，其中辣味休闲食品复合增速达8.7%，行业份额占比从2016年18.6%增长至2021年21%；但受收入增速放缓、需求降级等影响，2020–2024年辣味零食市场复合增速放缓至3.8%（同期休闲零食CAGR为1.5%）。而从全球范围看，Kalsec 2019年的调查数据显示，全球50%以上的消费者在用餐时会选择辛辣口味，同时消费者对辣味零食的尝试意愿相对较高；根据盐津铺子公众号，北美辣味零食市场规模已突破500亿美元，且在快速扩张；而东南亚市场近三年以40%的速度快速扩容。

图表5：国内辣味零食市场规模稳步快增



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表6：全球消费者尝试新的辛辣食物可能性（2019年）



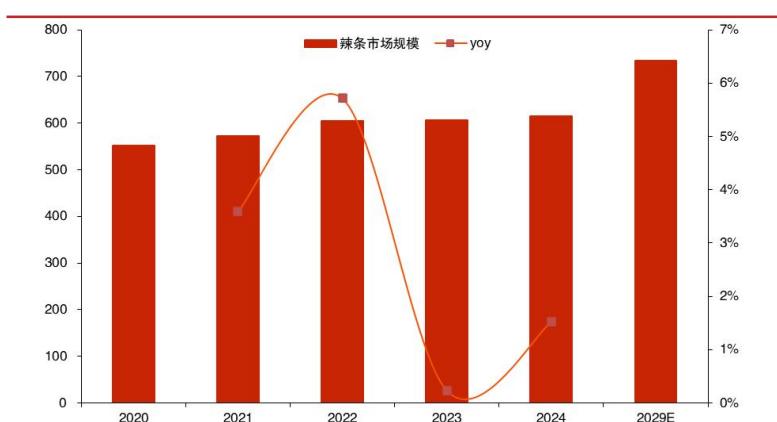
资料来源：食研汇 FTA 公众号，华源证券研究所

魔芋与辣条系零食大行业中相对稀缺的长生命周期品类，尤其魔芋零食目前在加速渗透，未来成长空间广阔。根据弗若斯特沙利文报告，在国内辣味零食中，调味面制品（辣条等）与休闲蔬菜制品（魔芋等）市场规模增速较快，2016–2021年CAGR达9.4%/14.8%。其中，辣条和魔芋食品的共性是均具备较强的形态、口味可塑性，而“原料+调味”模式有利于厂家进行多维度品类创新，进一步延长品类生命周期。根据沙利文数据，2020–2024年中国辣条零售规模从552亿元增至615亿元，CAGR约3%；展望2029年中国辣条零食市场规模有望接近734亿元，2024–2029年CAGR约3.6%，行业整体稳健扩张同时麻辣口味产品有望迎来结构性成长。

而魔芋零食近年凭借健康低卡、稳定可塑等特征不断出圈，不仅复购率（例如，根据素天下食品公众号，卫龙魔芋复购率是传统辣条的2.3倍）、附加值高，而且成长空间大。

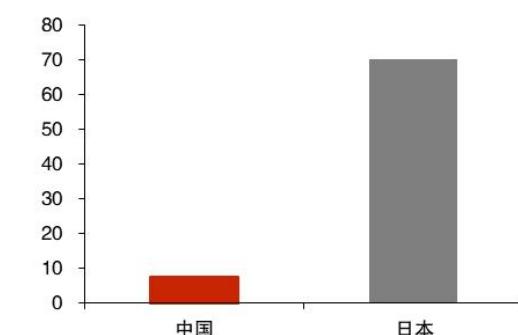
根据盐津铺子公众号，2024年我国魔芋零食的零售额突破120亿元，年增长20%+，我们预计2025年在市场加速渗透下增速更快；且我国2020年人均魔芋消费额约为日本的11%，同年人均魔芋精粉的消费量更是远低于日本（不足日本的1/20）。

图表7：国内辣条市场规模（亿元/%）



资料来源：沙利文，华源证券研究所

图表8：我国魔芋人均消费额远低于成熟市场/元



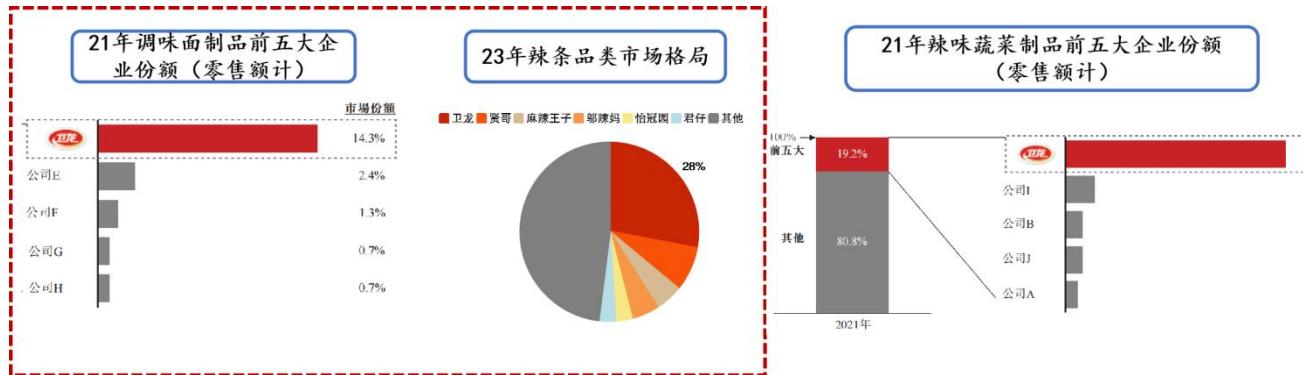
资料来源：食品内参公众号，中国魔芋协会数据，华源证券研究所

注：取2020年数据

2.2. 竞争端：细分市场格局集中，卫龙综合优势凸显

辣条、魔芋零食市场集中度相对较高，卫龙先发优势大。根据弗若斯特沙利文，我国辣味零食市场格局相对分散，2021年行业CR5（零售额计）约11.5%；而同年调味面制品、辣味休闲蔬菜制品CR5分别为19.3%/19.2%，其中卫龙品牌均以14.3%的市占率，大幅领先于同业竞争对手。聚焦细分品类：1) 辣条市场伴随行业规范化、品牌化发展呈现高集中度，根据马上赢数据，2023年辣条市场中卫龙市场份额达28%，大幅领先贤哥(8%)、麻辣王子(5%)等其他品牌；2) 作为休闲魔芋零食领军者，卫龙具备品牌先发优势而且渠道布局广；根据和君咨询，卫龙魔芋爽在魔芋零食这一细分市场的渗透率高达78%。

图表9：行业竞争格局，卫龙市场份额显著领先



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，马上赢公众号，华源证券研究所

对比竞争对手，公司在辣条、魔芋领域具备明显的先发优势，研发创新更注重厚积薄发；而大单品规模效应、年轻化的品牌运营进一步巩固卫龙在两大品类的品牌优势；公司全渠道布局，市场覆盖广度、产品铺设陈列面优于同业对手。

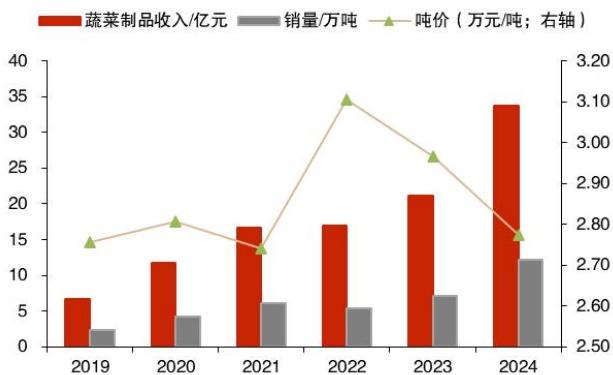
首先，公司作为辣条、魔芋零食两大核心品类的领军者，先发优势凸显，前文公司市场份额大幅领先即为印证；相较行业高频推新、“快上快下”，公司研发端更注重厚积薄发、打造大单品，例如魔芋制品从日本深度考察，到14年正式推出，以及后续不断扩充魔芋产品矩阵、延长大单品生命周期。其次，公司通过大单品传播效应以及年轻化品牌运营，持续强化品类品牌优势，例如公司在辣条行业危机中重塑标准与消费者认知，并享受辣条品牌化红利；更重要的是，根据弗若斯特沙利文数据，公司95%的消费者都在35岁及以下，同时公司通过明星代言、IP联名、线下活动等持续夯实消费者品牌心智。最后，公司渠道优势突出，具体包括全渠道布局、全国化深度覆盖（截至2021年底，公司覆盖中国约69万个终端网点数）。

3. 多品类大单品驱动成长，高盈利有望持续

魔芋系公司收入增长抓手，有望持续享受品类渗透红利，实现强者恒强；而原主业辣条或将以调结构、稳基本盘为主，同时开发新口味（麻辣等），探索海外市场新曲线。

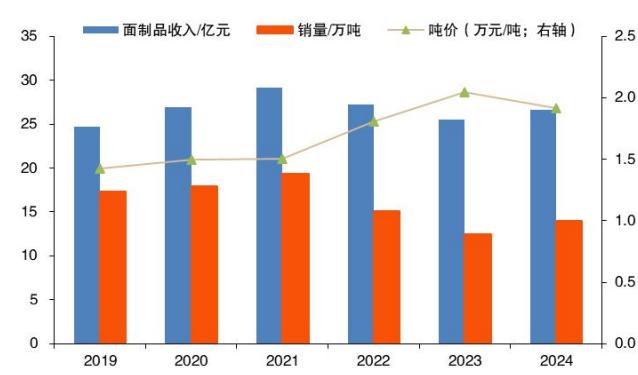
作为新中式零食的代表，魔芋食品从餐桌走向休闲食品，未来随品类创新延伸（口味&包装&形态等）、消费者渗透，市场成长空间广阔；公司作为行业龙头，品类先发优势突出，品牌力与渠道力明显领先同业，有望实现强者恒强；而具体增长来源或为新品拓展、渠道铺货率与网点卖力提升。其次，辣条主业在国内仍有份额提升空间，尽管22年以来因提价、产品渠道结构调整，辣条销量显著受损（2024年调味面制品销量仅为21年的72%），但伴随公司将顺国内渠道、深度绑定经销商以及拓展产品（如推出麻辣口味等），国内销量有望回升；此外，公司积极探索海外市场，截至2025年H1，公司已出口至北美、东南亚等40个国家，海外营收占比约1.7%；同时公司计划在东南亚建设首个海外工厂，实现原料采购、生产加工、物流配送的全链条本地化，目标是2030年海外营收占比提升至20%。

图表10：公司蔬菜制品收入以量增为主



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表11：公司调味面制品量价拆分



资料来源：公司公告，华源证券研究所

从公司 2020–2024 年 ROE 变化看，公司净利率基本稳定在 17%–20%之间（2022 年上市扰动，经调净利率约 19.7%），显著高于零食行业的平均水平，主要系公司注重品牌定位、内部精细管理以及大单品模式下的规模效益；而总资产周转率有所波动，但随着 2023 年魔芋品类高速发展，公司产能利用率提升、营收增长重焕活力，资产周转率迎来回升，并有望推动 ROE 持续向上。另外，作为魔芋零食的核心原料，魔芋精粉的价格目前仍处于高位，随着上游种植扩产以及公司对上游布局深化，我们认为公司魔芋原料成本具备较大的下降空间。总之，未来在魔芋原料成本回落以及产能利用率提升下，公司高盈利有望延续，同时周转率或进一步回升。

图表 12：公司 ROE 拆分

	2020	2021	2022	2023	2024
ROE/%	66.94	31.18	3.29	15.68	18.26
总资产周转率	1.80	1.18	0.76	0.70	0.82
净利率/%	19.87	17.22	3.27	18.07	17.05
权益乘数	1.87	1.53	1.32	1.25	1.30

资料来源：ifind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分

辣味休闲食品近年在国内外均呈现良好的需求态势，尤其是魔芋等蔬菜制品在国内需求景气度高，且相较海外成熟市场成长空间广阔，而公司作为业内平台型龙头，品类先发优势、品牌势能与渠道优势突出，未来有望通过产品创新（口味、形态、规格等多维开发）、渠道精耕细化以及海外市场开发等，推动魔芋、辣条等大单品持续放量。我们预计 2025–2027 年公司收入分别达 73.7/86.5/99.7 亿元，分别同比+18%/+17%/+15%；其中，休闲蔬菜制品（魔芋等）收入分别同比+38%/+26%/+21%，对应的销售量分别同比+37%/+26%/+21%，预计吨价同比+0.5%/0%/0%；而调味面制品（辣条等）收入分别同比-4%/+2%/+2%。

利润端来看，考虑到公司主业竞争力强，且伴随规模效应、产能利用率提升以及原材料价格回落，公司毛利率、费用率有望进一步优化，预计 2025–2027 年归母净利润分别为 13.84/16.96/20.12 亿元，同比增速分别为 29.53%/22.52%/18.65%。

4.2. 相对估值

我们选取相似业态龙头企业盐津铺子、万辰集团、劲仔食品作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值约为 19 倍，公司作为辣味休闲零食龙头，辣条与魔芋两大单品相继成功体现公司大单品孵化能力，尤其核心品类魔芋制品目前需求景气度高，公司作为平台型零食龙头，有望持续受益，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 13：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
002847.SZ	盐津铺子	68.01	2.97	3.62	4.33	22.93	18.80	15.72
300972.SZ	万辰集团	202.03	6.38	9.48	12.06	31.67	21.30	16.75
003000.SZ	劲仔食品	11.39	0.55	0.68	0.80	20.77	16.80	14.27
平均值						25.12	18.97	15.58
9985.HK	卫龙美味	11.16	0.57	0.70	0.83	19.61	16.00	13.49

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：卫龙美味及可比公司收盘价单位为人民币，汇率为 1 人民币=0.91 港币，EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，卫龙美味盈利预测来自华源证券研究所（截至 2026 年 1 月 30 日收盘价）

5. 风险提示

食品安全问题：公司是辣味休闲零食的领军品牌，若发生食品安全问题，将会给公司品牌形象、声誉带来十分严重的影响，进而严重影响公司的销售与生产。

行业竞争加剧风险：虽然公司是辣条和魔芋行业龙头，但是如果行业竞争加剧，可能会影响公司盈利。

原材料价格波动风险：近年来魔芋原料价格涨幅较大，如果未来魔芋原料价格提升幅度超预期，可能会影响公司利润。

附录：财务预测摘要

损益表		单位: 人民币(百万)				资产负债表		单位: 人民币(百万)			
营业收入	6,266	2024A	7,373	2025E	8,651	2026E	9,969	2027E	货币资金	842	
增长率	28.63%		17.7%		17.3%		15.2%		应收账款	253	
营业成本	3,250		3,965		4,555		5,214		存货	878	
%销售收入	51.9%		53.8%		52.7%		52.3%		其他流动资产	1,546	
毛利	3,016		3,408		4,096		4,755		流动资产	3,520	
%销售收入	48.1%		46.2%		47.3%		47.7%		权益性投资	0	
其他收入	0		0		0		0		固定资产	1,205	
%销售收入	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		无形资产	58	
销售费用	1,026		1,143		1,330		1,493		非流动资产	4,663	
%销售收入	16.4%		15.5%		15.4%		15.0%		资产总计	8,182	
管理费用	491		442		506		568		应付款项	213	
%销售收入	7.8%		6.0%		5.9%		5.7%		短期借款	213	
研发费用	0		0		0		0		其他流动负债	1,274	
%销售收入	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		流动负债	1,700	
财务费用	-160		-129		-138		-161		长期债务	176	
%销售收入	-2.6%		-1.7%		-1.6%		-1.6%		其他长期负债	300	
息税前利润(EBIT)	1,401		1,889		2,334		2,772		非流动负债	476	
%销售收入	22.4%		25.6%		27.0%		27.8%		负债总计	2,176	
投资收益	0		0		0		0		归属母公司股东权益	5,997	
%税前利润	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		少数股东权益	9	
除税前利润	1,561		2,018		2,472		2,933		负债股东权益合计	8,182	
利润率	24.9%		27.4%		28.6%		29.4%			9,513	
所得税	493		630		771		915			11,279	
所得税率	31.6%		31.2%		31.2%		31.2%			12,146	
净利润(含少数股东损益)	1,068		1,388		1,701		2,018				
少数股东损益	0		4		5		6				
归属于母公司的净利润	1,069		1,384		1,696		2,012				
增长率	21.4%		29.5%		22.52%		18.65%				
净利率	17.1%		18.8%		19.6%		20.2%				
现金流量表		单位: 人民币(百万)				比率分析					
		2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	1,069		1,384		1,696		每股指标				
少数股东损益	0		4		5		每股收益	0.46	0.57	0.70	0.83
营运资金变动	35		24		91		每股净资产	2.55	2.84	3.53	3.80
其他变动	206		94		101		每股经营现金净流	0.56	0.62	0.78	0.90
经营活动现金流量净额	1,309		1,506		1,892		每股股利	0.45	0.18	0.00	0.55
资本开支	-305		-340		-240		回报率				
投资	-87		-410		-200		净资产收益率	17.82%	20.01%	19.75%	21.78%
其他	49		37		74		总资产收益率	13.06%	14.55%	15.03%	16.57%
投资活动现金流量净额	-343		-712		-366		投入资本收益率	14.99%	17.01%	17.61%	19.71%
股权募资	10		0		0		增长率				
债权募资	196		324		-200		营业收入增长率	28.63%	17.67%	17.33%	15.24%
其他	-856		-461		-21		EBIT增长率	26.94%	34.83%	23.55%	18.77%
筹资活动现金流量净额	-650		-137		-221		净利润增长率	21.37%	29.53%	22.52%	18.65%
现金净变动	316		632		1,280		总资产增长率	16.00%	16.26%	18.56%	7.69%
							资产管理能力				
							应收账款周转天数	3.0	3.1	3.3	3.2
							存货周转天数	71.9	80.8	77.3	78.9
							应付账款周转天数	20.9	21.5	22.1	22.1
							固定资产周转天数	66.2	62.9	58.1	51.4
							偿债能力				
							流动比率	2.07	2.14	2.72	2.78
							速动比率	1.55	1.75	2.28	2.31
							净负债/股东权益	-7.54%	-10.98%	-26.04%	-29.58%
							EBIT利息保障倍数	72.8	91.7	108.8	171.1
							资产负债率	26.59%	27.16%	23.70%	23.74%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。