



港股研究 | 公司深度 | 卫龙美味 (09985.HK)

# 卫龙美味深度报告：国潮美味，热辣滚烫

## 报告要点

公司是中式休闲零食龙头公司，已发展成为国内最大的集研发、生产和销售为一体的现代化企业之一。在过去的二十余年间，卫龙美味凭借对一根辣条的深耕，实现了从小产品到大产业的跨越，逐步发展为集研发、生产、加工与销售于一体的现代化辣味休闲食品企业。目前，卫龙已在全国范围内建设多个工业园区与分支机构，建立起覆盖广泛的生产与销售网络；旗下产品线涵盖调味面制品、蔬菜制品及其他品类。

## 分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



范晨昊

SAC: S0490519100003

## 卫龙美味深度报告：国潮美味，热辣滚烫

### 卫龙美味：中式休闲零食领军企业

公司是中式休闲零食龙头公司，已发展成为国内最大的集研发、生产和销售为一体的现代化企业之一。在过去的二十余年间，卫龙美味凭借对一根辣条的深耕，实现了从小产品到大产业的跨越，逐步发展为集研发、生产、加工与销售于一体的现代化辣味休闲食品企业。目前，卫龙已在全国范围内建设多个工业园区与分支机构，建立起覆盖广泛的生产与销售网络；旗下产品线涵盖调味面制品、蔬菜制品及其他品类。2023年后公司通过战略调整布局魔芋等蔬菜制品，收入实现反弹，净利润受成本、一次性损益及战略投入影响有所波动。

#### “卫”蕾：辣条龙头，魔芋先锋

公司产品涵盖了调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他产品品类，蔬菜制品占比逐渐攀升至第一大产品。公司坚持多品类策略，拓展产品组合丰富度，提升产品品质力。一方面持续产品创新，优化面制品组合、扩展蔬菜制品组合，并持续坚持新产品的开发从而满足消费者多样化、个性化的需求。另一方面坚持现有品类的升级和创新，持续围绕产品的口味、形态、营养、包装等各个方面进行升级和迭代。从线下渠道市占率视角而言，公司辣条产品在大多数省份均处于第一，魔芋产品则在中东部的全部样本省份中位居行业第一。行业趋势看，辣味休闲食品的趋势品类正从调味面制品、卤制食品，逐步转向以魔芋制品为代表的蔬菜植物基零食。

#### “卫”道：扎根线下，拥抱变革

公司目前形成了线下渠道为主、线上渠道为辅的销售结构，渠道基础雄厚、积极拥抱变化。线下渠道收入占比在 88%~91%之间波动，2025H1 达到 90.40%；分区域看，华东、华南为公司线下渠道份额最高的市场，且占比持续提升，海外市场收入占比有所波动，整体较低。线下经销商数量有所回落，但所覆盖的售点数在持续提升，截至 2025 年 6 月底公司销售管理系统中选取最近 6 个月有业务人员拜访记录的售点数已超 58 万个。展望未来，线下渠道的创新不容忽视。预计线上渠道的占比稳中略升，线下渠道依旧会持续看到超市及杂货店等销售份额被以量贩零食、会员制超市为代表的新兴线下渠道分流，公司有望持续在渠道变革中获得增长机遇。

#### “卫”来：让世界人人爱上中国味

展望未来，公司将继续扎根国内市场提升产品竞争力，同时积极探索海外市场。(1) 产品端，公司深化多品类布局，聚焦创新迭代。(2) 研发端，公司在食品质构、食品风味、食品杀菌及保鲜技术等关键领域，持续加大研发投入。(3) 品牌端，公司将持续打造年轻、有趣、有创意的品牌形象。(4) 渠道端，公司未来线下加强门店终端执行，提升重点门店铺市与推广力度；线上强化传统电商、内容电商、社交电商等渠道运营策略与能力；同时积极拓展海外市场。(5) 效率端，公司将推进数字化建设，全面提升运营效率，持续驱动业务创新。

### 盈利预测与投资建议

持续看好公司品牌、产品与渠道能力，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.27、17.33、21.18 亿元人民币，对应当前市值 PE 分别为 19X、15X、13X，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、渠道管理与市场竞争风险；
- 2、公司治理与战略稳定性风险；
- 3、食品安全与品牌形象风险；
- 4、盈利预测不成立或不及预期的风险。

### 公司基础数据

当前股价 (HKD) 12.38

注：股价为 2026 年 2 月 20 日收盘价



## 目录

卫龙美味：中式休闲零食领军企业 .....	7
业务历程：从辣条到辣味零食帝国 .....	7
组织治理：团队背景多元，股东回报稳定 .....	8
“卫” 蕾：辣条龙头，魔芋先锋 .....	10
产品创新源远流长 .....	10
辣味零食空间广阔 .....	13
“卫” 道：扎根线下，拥抱变革 .....	20
渠道能力逐步夯实 .....	20
零食销售多维发展 .....	21
“卫” 来：让世界人人爱上中国味 .....	24
国内：从产品到品牌多重发力 .....	24
出海：关注东南亚零食消费潜力 .....	26
盈利预测及投资建议 .....	29
风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	7
图 2：公司营业收入及同比增速 .....	8
图 3：公司净利及同比增速 .....	8
图 4：公司毛利率及净利率 .....	8
图 5：公司销售及管理费用率 .....	8
图 6：公司历年现金分红及股利支付率 .....	9
图 7：公司企业自由现金流量变化 .....	9
图 8：公司以工业化思维持续推出新产品、新口味 .....	11
图 9：公司产品结构变化 .....	11
图 10：公司分产品收入同比增速 .....	11
图 11：公司分产品毛利率趋势 .....	12
图 12：公司销售成本细分项占总收入比例及毛利率 .....	12
图 13：公司分产品产能情况（单位：万吨） .....	12
图 14：公司分产品产能利用率趋势 .....	12
图 15：公司分工厂产能情况（单位：万吨） .....	12
图 16：公司分工厂产能利用率趋势 .....	12
图 17：卫龙辣条产品各省市占率变化 .....	13
图 18：卫龙魔芋产品各省市占率变化 .....	13
图 19：辣味产品发展趋势 .....	13
图 20：辣味休闲食品品类创新时间轴 .....	14
图 21：2025Q3 休闲零食类目占比和销售额同比增长分布情况 .....	14

图 22: 中国辣味休闲食品市场规模变化 .....	15
图 23: 辣条、魔芋零食和鱼类海味零食线下监测渠道销售额同比变化 .....	15
图 24: 辣条、魔芋零食市场规模在休闲零食市场中占比 .....	15
图 25: 辣条、魔芋零食每百克均价 (元) .....	15
图 26: 中国辣条零食行业市场规模 .....	16
图 27: 2024 年中国消费者辣条口味偏好情况 .....	16
图 28: 2025Q3 线下监测渠道辣条品牌份额 .....	17
图 29: 2025Q3 VS 2024Q3 线下监测渠道辣条品类销售变化 .....	17
图 30: 魔芋零食品类口味占比变化 .....	17
图 31: 魔芋零食品类内部商品、品牌、集团数量情况 (单位: 个) .....	18
图 32: 魔芋零食市场集中度变化 .....	18
图 33: 魔芋零食 TOP5 集团市占率变化 .....	18
图 34: 魔芋零食四大主要品牌市占率 .....	19
图 35: 公司渠道结构占比变化 .....	20
图 36: 公司区域结构占比变化 .....	20
图 37: 公司经销商数量 .....	21
图 38: 公司 6 个月内业务员拜访售点数 .....	21
图 39: 公司覆盖门店的店均 SKU 数量区间 (单位: 个) .....	21
图 40: 公司辅销、助销门店数量占比 .....	21
图 41: 零食行业伴随每一次渠道变革都带来新品牌的崛起 .....	22
图 42: 中国休闲食品饮料下沉市场份额占比将持续提升 .....	22
图 43: 中国休闲食品饮料专卖店渠道份额日益扩大 .....	22
图 44: 中国量贩零食饮料零售商市场规模 2025 年将突破 2000 亿元 .....	23
图 45: 三线及以下城市是量贩零食饮料的主要市场 .....	23
图 46: 公司魔芋爽基础口味 .....	24
图 47: 公司魔芋零食创新口味 .....	24
图 48: 公司持续深化品牌年轻化渗透 .....	25
图 49: 公司线下新兴渠道布局 .....	26
图 50: 公司线上新兴渠道布局 .....	26
图 51: 公司构建全生命周期食品安全质量保障体系 .....	26
图 52: 2025 年东南亚五国零食及软饮料市场规模 (亿美元) .....	27
图 53: 中国及东南亚五国零食及软饮料市场规模 2015-2025 复合增速 .....	27
图 54: 中国及东南亚五国 2025 年零食分品类市场规模结构 .....	27
图 55: 中国及东南亚五国零食分品类市场规模 2015-2025 复合增速 .....	27
图 56: 2024 年中国及东南亚五国零食行业渠道结构 .....	28
图 57: 2025 年中国及东南亚五国零食市场 CR3、CR10 市占率 .....	28
表 1: 公司高管团队介绍 (2024 年年报) .....	8
表 2: 公司主要产品介绍 .....	10
表 3: 中国辣条行业知名企业简介 .....	16
表 4: 公司研发体系介绍 .....	25
表 5: 部分休闲零食上市公司 2025H1 海外市场收入表现 .....	26

表 6：公司收入和利润的敏感性分析 .....30

## 卫龙美味：中式休闲零食领军企业

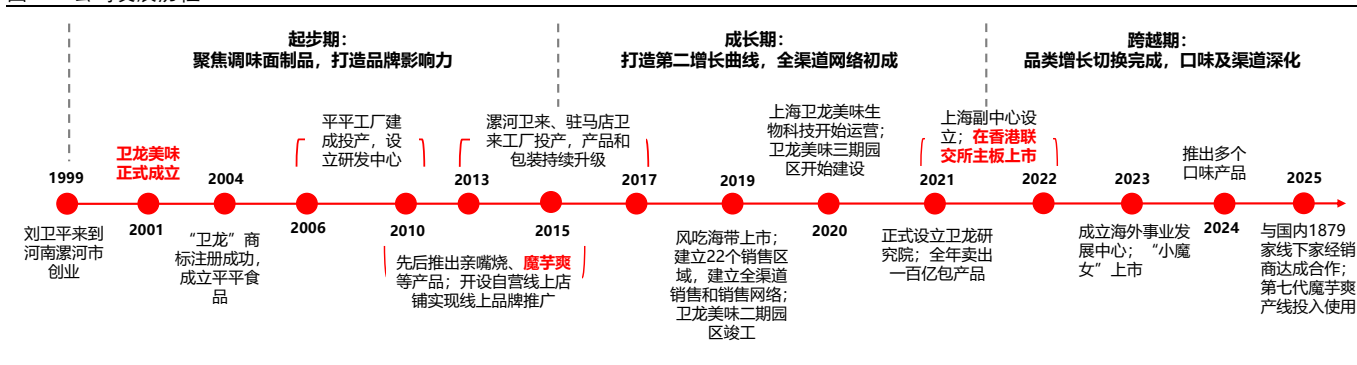
公司是中式休闲零食龙头公司，已发展成为国内最大的集研发、生产和销售为一体的现代化企业之一。在过去的二十余年间，卫龙美味凭借对辣条的深耕，实现了从小产品到大产业的跨越，逐步发展为集研发、生产、加工与销售于一体的现代化辣味休闲食品企业。目前，卫龙已在全国范围内建设多个工业园区与分支机构，建立起覆盖广泛的生产与销售网络；旗下产品线涵盖调味面制品、蔬菜制品及其他品类。

自 2018 年以来，公司营业收入整体呈现波动上升趋势；2023 年后公司通过战略调整布局魔芋等蔬菜制品，收入实现反弹。公司净利润波动更为显著，尤其受成本、一次性损益及战略投入影响。公司管理权高度集中于创始家族，并兼具内部成长与外部引进的多元化经验背景。股东回报方面，强劲且增长的自由现金流为可持续的股东分红提供了支撑，2023 年起随着盈利恢复稳定，公司开始提高股东回报。

## 业务历程：从辣条到辣味零食帝国

卫龙美味是国内辣味休闲零食龙头公司，已发展成为国内最大的集研发、生产和销售为一体的现代化企业之一。在过去的二十余年间，卫龙美味凭借对辣条的深耕，实现了从小产品到大产业的跨越，逐步发展为集研发、生产、加工与销售于一体的现代化辣味休闲食品企业。公司总部设于河南省漯河市，并于 2022 年在上海设立副中心，持续推进全国化布局。目前，卫龙已在全国范围内建设多个工业园区与分支机构，建立起覆盖广泛的生产与销售网络；旗下产品线涵盖调味面制品、蔬菜制品及其他品类。

图 1：公司发展历程

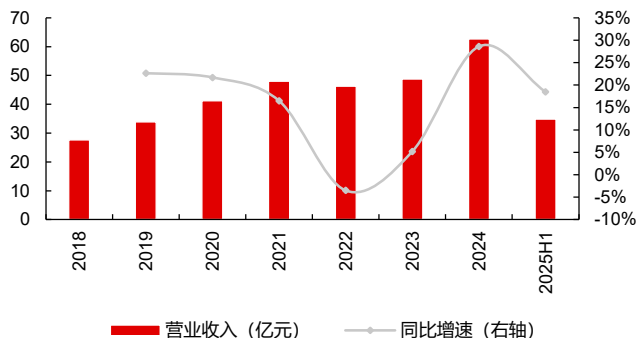


资料来源：公司官网，长江证券研究所

自 2018 年以来，公司营业收入整体呈现波动上升趋势。2018 年开始营业收入逐年增长至 2021 年的 48 亿元。2022 年营收短暂回落至 46.32 亿元，主要因传统辣条业务面临健康化消费趋势的冲击及市场竞争加剧。2023 年后，公司通过战略调整布局魔芋等蔬菜制品，收入实现反弹，2025 年上半年仍保持 18.5% 的同比增速。

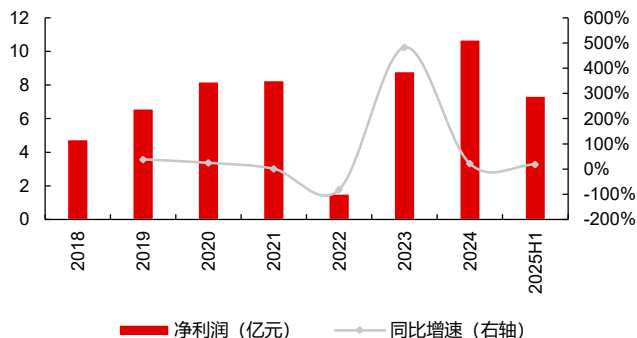
公司净利润波动更为显著，尤其受成本、一次性损益及战略投入影响。2018 年至 2021 年，净利润从 4.76 亿元逐步升至 8.27 亿元，但 2022 年同比下滑 81.7%，主要因上市相关的一次性费用及原材料成本上升。2023 年后净利润快速修复，2024 年进一步增至 10.69 亿元。这一改善得益于毛利率的持续优化，背后是魔芋等高毛利产品占比提升、部分原材料价格下降以及生产工艺优化。2025 年上半年净利润同比增长 18.0%，但蔬菜制品业务因魔芋粉成本上涨导致毛利率承压。

图 2：公司营业收入及同比增速



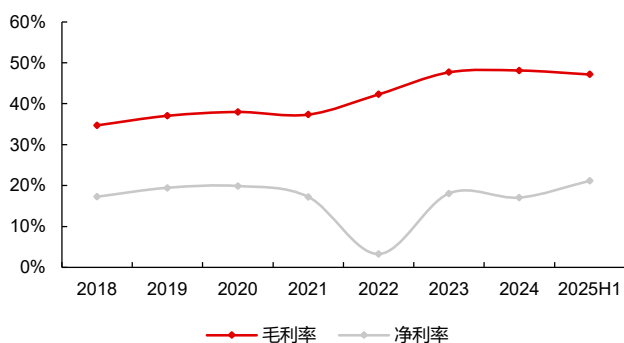
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：公司净利及同比增速



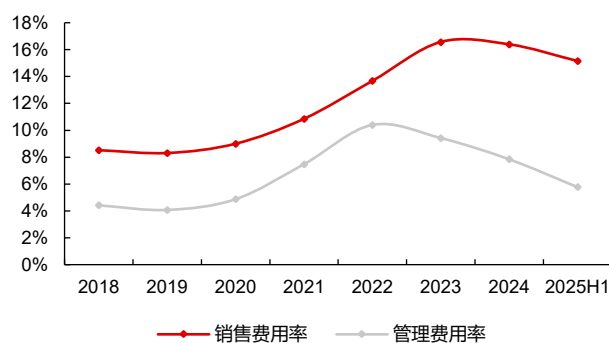
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：公司销售及管理费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 组织治理：团队背景多元，股东回报稳定

公司管理权高度集中于创始家族，并兼具内部成长与外部引进的多元化经验背景。创始人刘卫平与刘福平分别担任董事长和首席执行官，作为共同创业者，截至 2024 年年报披露数据，二人持有完全相等的大额股份（均超 19 亿股），薪酬也保持一致，牢牢把控公司控制权，核心管理层中多位要职由家族成员担任。与此同时，团队也融合了如李卫洪（前亿滋国际高管）等拥有丰富跨国食品企业管理经验的职业经理人。整体而言，公司团队结构稳定，高管普遍在公司或相关行业深耕超十年。

表 1：公司高管团队介绍（2024 年年报）

姓名	职务	出生年份	最新薪酬(万元)	最新持股数(万股)	简介
刘卫平	董事长	1978	895.20	190,424.32	拥有逾 24 年休闲食品行业经验。2001 年与刘福平共同创立平平食品厂，历任总经理等职。2017 年毕业于西南大学行政管理专业。
彭宏志	部门总监&高级副总裁	1982	1,821.50	598.04	拥有逾 11 年运营管理经验，曾任职工程师、总经理助理、副总经理、董事兼总经理等职。2019 年 6 月起负责本集团财务管理，2023 年 3 月起同时负责海外事业发展中心。
刘福平	首席执行官	1981	895.20	190,424.32	拥有逾 24 年休闲食品行业经验。2001 年与刘卫平共同创立平平食品厂，历任副总经理、总经理等职。2017 年毕业于西南大学行政管理专业。
余风	首席财务官&高级副总裁	1991	1,373.00	523.98	拥有逾 14 年行业经验。2011 年加入集团，历任助理设计师、研发经理、电商总经理等职，2023 年任市场中心副总裁兼人力资源

					源负责人，2024 年晋升高级副总裁。其为刘卫平、刘福平表弟。
陈林	高级副总裁	1986	366.80	550.11	拥有逾 15 年行业经验，曾负责平平食品品质、研发等管理，2016 年起在卫龙商贸历任产销、供应链等职务。2020 年起先后负责供应链、生产制造基地管理，2024 年 4 月起任供应链中心管理。
刘忠思	高级副总裁	1985	1,938.70	690.08	拥有 18 年行业经验。2007 年加入平平食品任食品技术员，后历任驻马店卫来食品厂长、平平食品厂长、技术研发总处长，2020 年起任卫龙生物科技技术研发总处长。
洪星容	副总裁	1975	--	--	拥有逾 26 年食品行业经验。1996 年于百威（武汉）任销售主管，1999 年加入玛氏食品，历任区域高级销售经理、华南/华西区销售总经理及全国高级销售总监。2022 年 6 月加入本集团任销售中心负责人，2023 年 3 月晋升为副总裁
李卫洪	副总裁	1974	--	--	拥有逾 26 年跨品类食品行业经验。1997 年至 2022 年任职于亿滋国际，历任上海工厂厂长、华东区制造总经理、供应链人力资源总监、越南整合供应链总监等职。2022 年 8 月加入本集团任供应链中心负责人，2023 年 3 月晋升为副总裁。
沈晓春	公司秘书	1986	--	--	

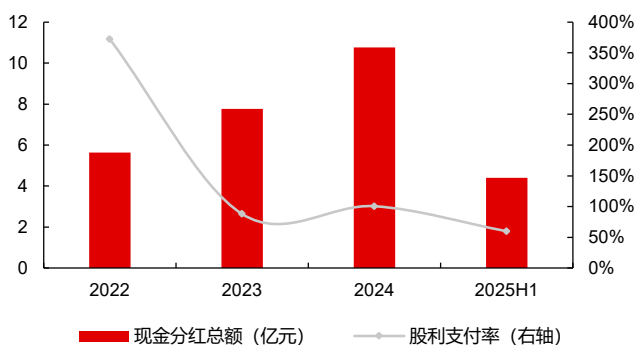
资料来源：Wind，长江证券研究所

### 公司强劲且增长的自由现金流为可持续的股东分红提供了支撑。

**(1) 现金分红及股利支付率方面：**公司在上市初期为保留资金支持产能扩张与新品研发，分红极为谨慎，股利支付率处于低位。随着盈利恢复稳定，公司开始提高股东回报，标志着财务策略转向在业务投资与股东回报间寻求平衡。

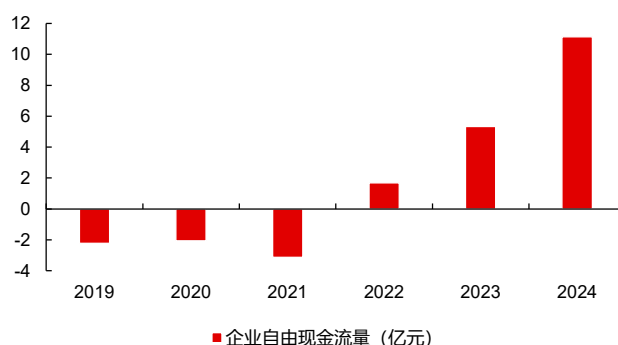
**(2) 自由现金流量的变化与业务周期紧密相关：**在 2021-2022 年的战略投入期，因资本开支较大，自由现金流曾一度承压。自 2023 年以来，随着主要工厂建设陆续完成、盈利能力增强及运营效率提升，公司的经营活动现金流显著改善，资本开支相对平稳，使得自由现金流转为正向并持续增长，为后续的派息和战略布局提供了坚实的财务基础。

图 6：公司历年现金分红及股利支付率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：公司企业自由现金流量变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

## “卫” 蕾：辣条龙头，魔芋先锋

公司是中国辣味休闲食品行业的领导者和先行者。公司产品涵盖了调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他产品品类，过去数年时间里，公司蔬菜制品占比逐渐攀升至第一大产品。公司坚持多品类策略，拓展产品组合丰富度，提升产品品质力。一方面持续产品创新，优化面制品组合、扩展蔬菜制品组合，并持续坚持新产品的开发从而满足消费者多样化、个性化的需求。另一方面坚持现有品类的升级和创新，持续围绕产品的口味、形态、营养、包装等各个方面进行升级和迭代。从线下渠道市占率视角而言，公司辣条产品在大多数省份均处于第一，魔芋产品则在中东部的全部样本省份中位居行业第一。行业趋势看，辣味休闲食品的趋势品类正从调味面制品、卤制食品，逐步转向以魔芋制品为代表的蔬菜植物基零食。魔芋因其低热量、高膳食纤维的天然特性，精准契合了当下市场对“轻负担、享健康”的消费需求。

### 产品创新源远流长

公司是中国辣味休闲食品行业的领导者和先行者。长期以来公司坚持多品类的产品策略，涵盖了调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他产品品类。调味面制品（俗称辣条）主要包括大面筋、小面筋、亲嘴烧、麻辣麻辣等。蔬菜制品主要包括魔芋爽、风吃海带及小魔女。豆制品及其他产品主要包括香辣豆皮等。

表 2：公司主要产品介绍

产品类别	主要产品	上市年份	保质期	每个独立包装建议零售价	每个独立包装净重
调味面制品	大面筋	2008	120 天	人民币 1.0 元 - 12.8 元	28 克、65 克、102 克、106 克、312 克、散装
	小面筋	2008	120 天	人民币 0.5 元 - 12.8 元	18 克、26 克、30 克、散装
	亲嘴烧	2010	150 天	人民币 0.5 元 - 12.8 元	20 克、28 克、90 克、150 克、散装
	大辣棒	2018	120 天	人民币 1.0 元 - 12.8 元	24 克、52 克、78 克、82 克、散装
	小辣棒	2018	120 天	人民币 1.0 元 - 4.0 元	18 克、50 克
蔬菜制品	魔芋爽	2014	180 天	人民币 1.0 元 - 23.8 元	18 克、50 克、150 克、350 克、散装
	风吃海带	2019	180 天	人民币 1.0 元 - 23.8 元	20 克、50 克、180 克、350 克、散装
	小魔女	2023	-	-	-
豆制品及其他产品	软豆皮	2015	180 天	人民币 2.5 元 - 23.8 元	30 克、42 克、60 克、220 克、散装

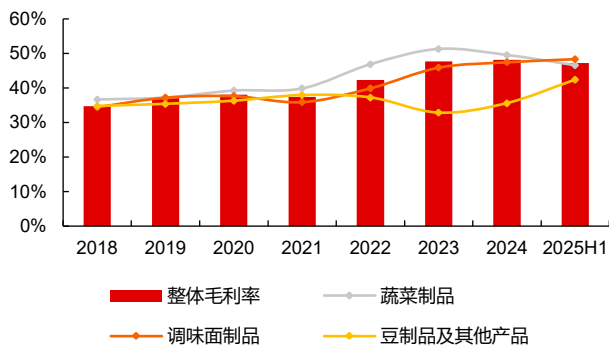
资料来源：公司招股说明书，公司官网，长江证券研究所

公司坚持多品类策略，拓展产品组合丰富度，提升产品品质力。一方面持续产品创新，优化面制品组合、扩展蔬菜制品组合，并持续坚持新产品的开发从而满足消费者多样化、个性化的需求。另一方面坚持现有品类的升级和创新，持续围绕产品的口味、形态、营养、包装等各个方面进行升级和迭代。2025 年上半年，分产品看：

- (1) **调味面制品**：产品主动调整资源配置，优化产品矩阵；围绕市场的变化和消费者的需求战略性投资市场潜力更大的品类。
- (2) **蔬菜制品**：积极挖掘消费者的需求，持续创新，不断丰富该品类的产品矩阵；持续加强全渠道建设以及品牌建设。

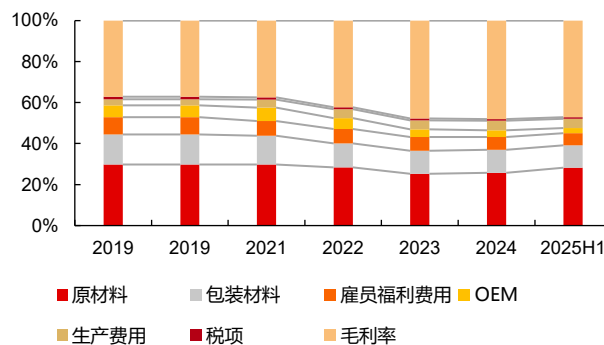


图 11: 公司分产品毛利率趋势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

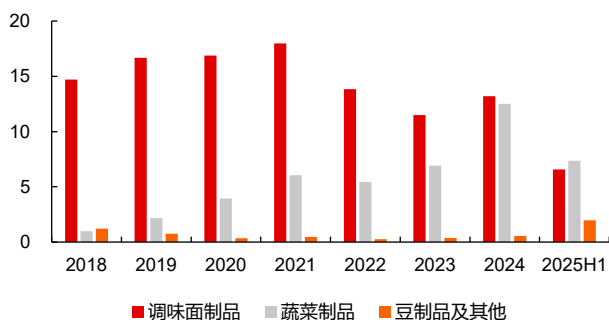
图 12: 公司销售成本细分项占总收入比例及毛利率



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

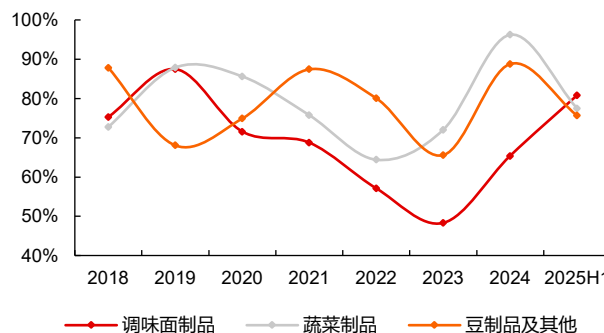
分产品看产能情况, 公司蔬菜制品产能持续提升, 调味面制品近年有所收缩。蔬菜制品作为近年来公司的主力产品, 产能持续扩充, 按 2025H1 数值乘以 2 粗算全年, 年化产能已接近 19 万吨, 产能利用率尚有继续爬坡空间。调味面制品产能则逐步收缩, 随之而来产能利用率提升, 对毛利率有一定正向帮助。

图 13: 公司分产品产能情况 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

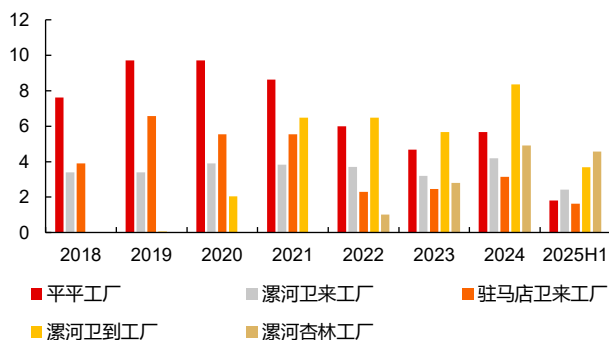
图 14: 公司分产品产能利用率趋势



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

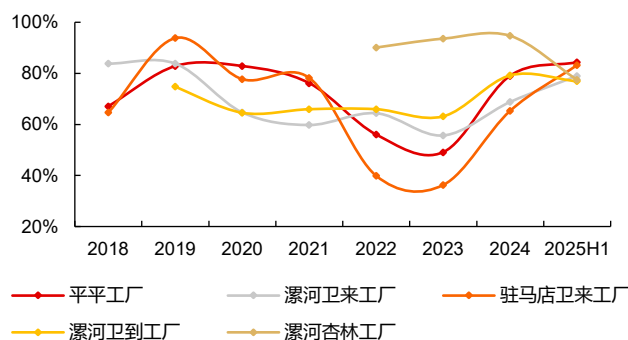
分工厂看产能情况, 老工厂产能逐步减少, 高效新工厂逐步承接。早期的平平工厂产能、驻马店卫来工厂产能从 2021 年开始减少, 以漯河卫到为代表的工厂产能逐渐提升。因此老工厂产能利用率有一定修复提升, 部分新工厂仍处于爬坡阶段。

图 15: 公司分工厂产能情况 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 16: 公司分工厂产能利用率趋势



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

从线下渠道市占率视角而言，公司辣条产品在大多数省份均处于第一，魔芋产品则在中东部全部样本省份中位居行业第一。根据马上赢的数据，在样本中东部省份的线下渠道市占率数据中，卫龙辣条虽略有下降，但多数均位于第一，2025Q3 仅江西、湖南略逊于麻辣王子；而魔芋市场的领先地位相对更加强势，卫龙的份额均处于样本省份第一，部分省份占比超 70% 遥遥领先，但多数省份依旧面临份额下降的压力。

图 17: 卫龙辣条产品各省市占率变化

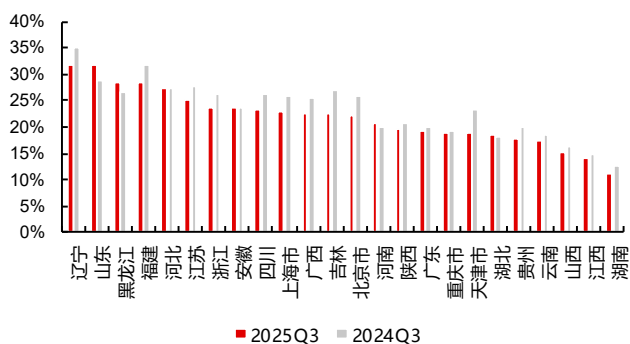
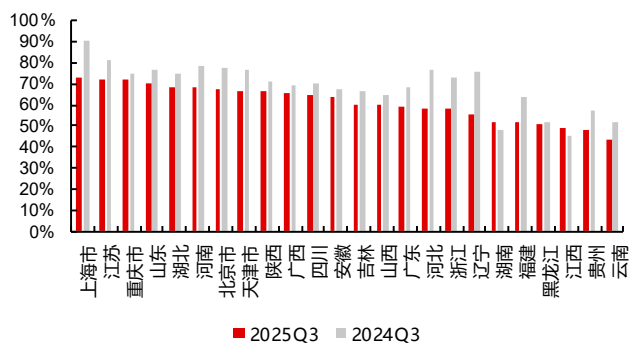


图 18: 卫龙魔芋产品各省市占率变化



资料来源：马上赢品牌 CT，如来全量门店模型，长江证券研究所

资料来源：马上赢品牌 CT，如来全量门店模型，长江证券研究所

## 辣味零食空间广阔

在休闲零食领域，“辣”已超越单纯味型，成为一种极具市场穿透力的风味符号。其成功的关键在于对传统饮食的创造性转化：无论是卫龙将地域性的牛筋面改良为大众零食辣条，还是乐事把社交性的小龙虾夜宵风味移植到薯片上，本质上都是通过载体创新，将具有广泛认知基础的辣味体验“零食化”与“便携化”。这一过程，精准满足了市场需求，是情感记忆与食品科技的美妙融合。

图 19: 辣味产品发展趋势



资料来源：CBNData《2025 辣味休闲食品行业报告》，长江证券研究所

当前，辣味零食已从依托工业技术改良传统风味的 2.0 时代，步入聚焦产品个性化与健康化创新的 3.0 阶段。辣味休闲食品的趋势品类正从调味面制品、卤制食品，逐步转向以魔芋制品为代表的蔬菜植物基零食。魔芋因其低热量、高膳食纤维的天然特性，精准契合了当下市场对“轻负担、享健康”的消费需求。

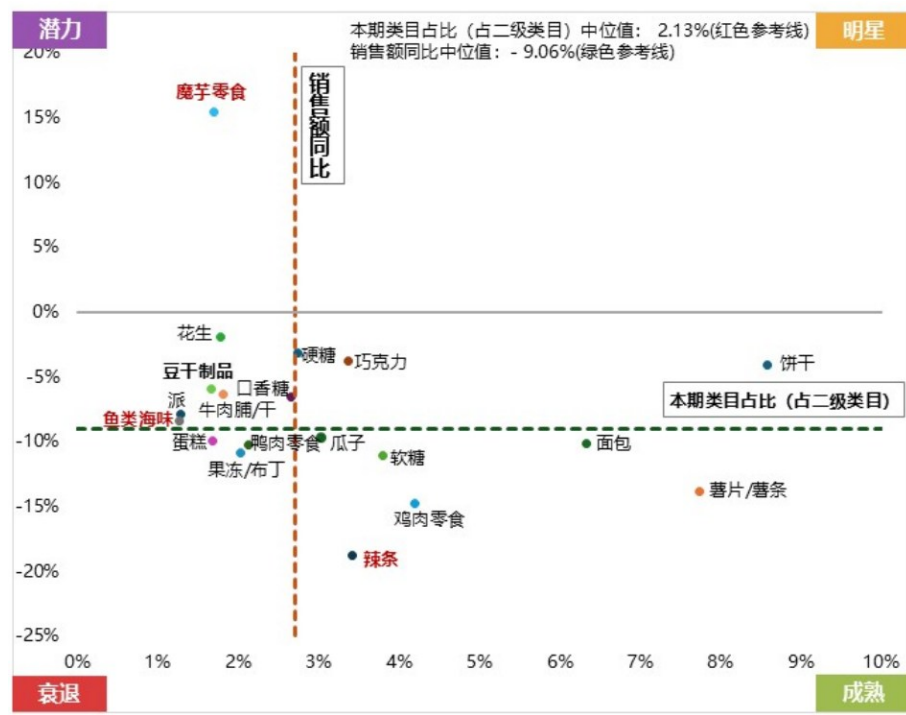
图 20：辣味休闲食品品类创新时间轴



资料来源：CBNData《2025 辣味休闲食品行业报告》，长江证券研究所

2025 年休闲零食赛道整体承受较大的下行压力，多数品类销售额同比呈现下滑趋势，魔芋零食表面突出。根据马上赢的线下样本渠道数据，2025Q3 销售数据显示部分品类表现突出，实现了销售额的同比上升，其中以近年来备受关注的魔芋零食为代表。此外，辣条品类在覆盖大卖场、大超市、小超市、便利店及食杂店等五类终端业态中，虽面临一定的销售压力，但其在休闲零食大类中的份额仍居前列。

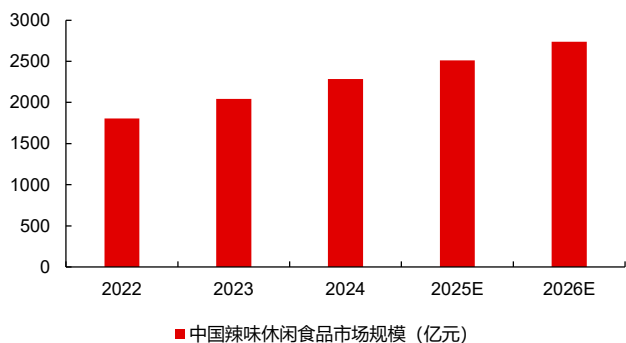
图 21：2025Q3 休闲零食类目占比和销售额同比增长分布情况



资料来源：马上赢品牌 CT，马上赢 150 均衡模型，长江证券研究所

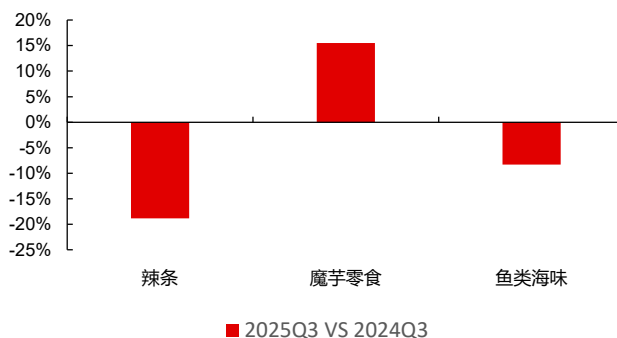
中国辣味休闲食品市场不断扩容，但品类之间出现分化。CBNData 及弗若斯特沙利文的数据显示，2022 至 2026 年间我国辣味休闲食品市场规模预计快速增长，2026 年有望超 2700 亿人民币。马上赢的数据显示，2025Q3 相对 2024Q3，辣味零食在其线下监测渠道的销售额表现中，魔芋零食增速领先于辣条和鱼类海味。

图 22：中国辣味休闲食品市场规模变化



资料来源：CBNData 《2025 辣味休闲食品行业报告》，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

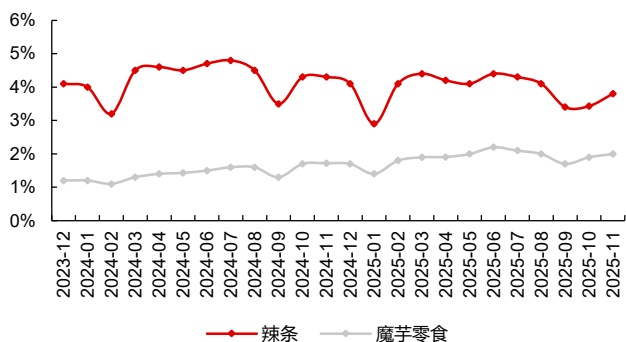
图 23：辣条、魔芋零食和鱼类海味零食线下监测渠道销售额同比变化



资料来源：马上赢品牌 CT，马上赢 150 均衡模型，长江证券研究所

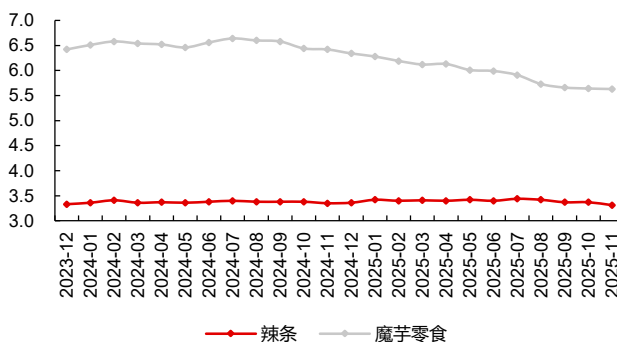
辣条和魔芋零食在休闲零食类目中的表现呈现不同趋势。从 2023 年 12 月到 2025 年 11 月的数据来看，传统品类辣条的市场占比虽然仍显著高于魔芋零食，但其份额呈现下降走势，且销售额同比多数月份为负增长。相比之下，魔芋零食的占比持续攀升，于 2025 年 5 月首次突破 2%，且销售额同比增长在绝大多数月份保持正向，其中近半数月份增速超过 20%。

图 24：辣条、魔芋零食市场规模在休闲零食市场中占比



资料来源：马上赢品牌 CT，马上赢 150 均衡模型，长江证券研究所

图 25：辣条、魔芋零食每百克均价 (元)

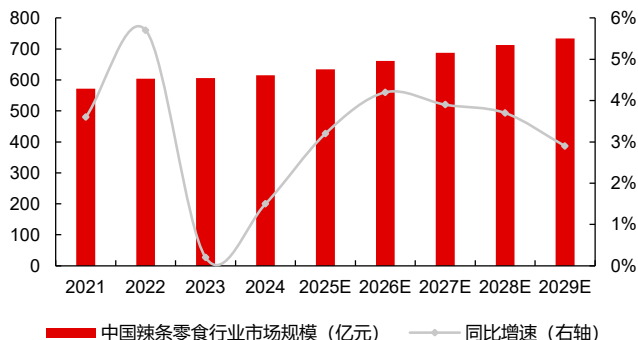


资料来源：马上赢品牌 CT，马上赢 150 均衡模型，长江证券研究所

## 辣条：需求有所承压，卫龙位居龙一

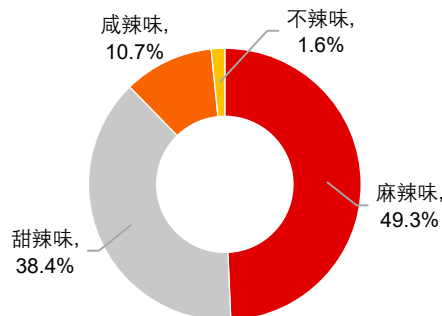
中国辣条零食行业维持持续正增长，麻辣、甜辣口味主导。根据弗若斯特沙利文的数据，预计 2025 年中国辣条零食行业市场规模达到 634 亿元，预计未来几年收入增速略有下降。从口味偏好来看，2024 年中国消费者选择麻辣味的占比为 49.3%、甜辣味的占比 38.4%。

图 26：中国辣条零食行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文《辣条行业发展趋势报告》，长江证券研究所

图 27：2024 年中国消费者辣条口味偏好情况



资料来源：弗若斯特沙利文《辣条行业发展趋势报告》，长江证券研究所

中国辣条行业目前的主要参与者包括卫龙、麻辣王子、贤哥等。从地域看，绝大多数品牌（如麻辣王子、霸王丝、双仔等）都起源于辣条发源地湖南平江，卫龙则崛起于河南漯河，鸽鸽是江西的代表，成立时间跨度从 1998 年的飞旺到 2005 年的馋大嘴。各品牌通过鲜明的产品定位实现差异化：卫龙以甜辣口味和品牌营销重塑行业形象，麻辣王子强调正宗麻辣和健康化，贤哥走年轻时尚路线，霸王丝主打爆辣，鸽鸽突出豆香健康，其他品牌也以丰富产品线和独特口感占据细分市场。整体展现了行业从地方特色向多元化、健康化、品牌化发展的竞争格局。

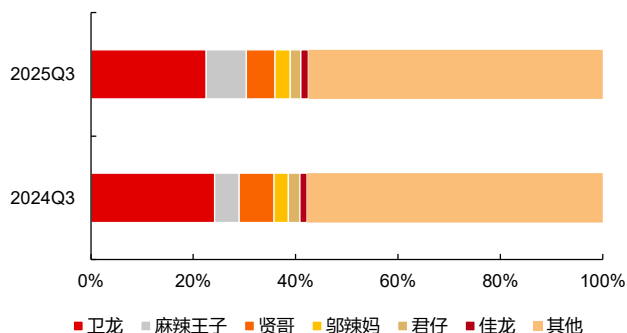
表 3：中国辣条行业知名企业简介

品牌名称	简介
卫龙	卫龙是中国辣条行业的领导品牌，由刘卫平创立于河南漯河。卫龙以其经典的甜辣味辣条闻名，通过品牌化运营和创新营销(如“苹果风”包装)成功扭转了辣条的“廉价零食”形象，成为甜辣辣条的代表。
麻辣王子	麻辣王子是辣条发源地湖南平江的辣条品牌，主打正宗辣条正宗麻辣味，是正宗辣条传承者、健康辣条开创者，品牌率先宣布不使用 TBHQ 抗氧化剂，推动辣条行业向健康化方向发展。
贤哥	贤哥是湖南贤哥食品有限公司旗下的辣条品牌，主打“年轻化”和“时尚化”路线。品牌以“辣条界的潮牌”自居通过创新的口味和包装吸引年轻消费者。贤哥的产品线丰富，包括经典辣条、辣片、辣丝等多种形态。
霸王丝	霸王丝创立于 2002 年，源自辣条发源地湖南平江，是一家拥有 23 年历史的专业辣味休闲食品品牌。作为湖南平江辣条的代表性企业之一，霸王丝凭借经典的爆辣口味在辣条行业占据一席之地。
双仔	双仔成立于 2000 年，总部位于湖南平江。双仔以辣条为主打产品，其产品线丰富，涵盖多种辣条及豆制品，市场覆盖全国，尤其在湖南及周边地区有较高知名度。
鸽鸽	鸽鸽是江西鸽鸽食品有限公司旗下的辣条品牌，主打豆制品辣条。鸽鸽以其独特的豆香和麻辣口感在市场上脱颖而出，产品以健康、天然为卖点。
双娇	双娇是湖南双娇食品有限公司旗下的辣条品牌，主打麻辣风味零食。双娇的产品以面粉为主要原料，结合传统工艺和现代技术，推出了多种口味的辣条。
飞旺	飞旺是湖南旺辉食品有限公司的辣条品牌，成立于 1998 年，总部位于湖南平江。飞旺以“飞旺辣条”闻名，产品包括多种辣条和豆制品，口感独特。

资料来源：弗若斯特沙利文《辣条行业发展趋势报告》，长江证券研究所

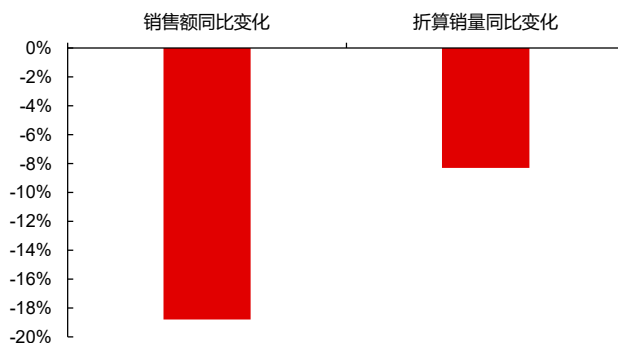
从市场份额看，卫龙依旧处于行业第一。马上赢监测的线下渠道数据显示，2024Q3 和 2025Q3 辣条品类中卫龙的市占率分别为 24.15%、22.51%，远高于行业第二名。行业 CR6 的市占率也有所提升，体现出头部集中的趋势。2025Q3 大盘数据看，线下辣条行业出现量价齐跌表现，压力有所加大。

图 28: 2025Q3 线下监测渠道辣条品牌份额



资料来源: 马上赢品牌 CT, 马上赢 150 均衡模型, 长江证券研究所

图 29: 2025Q3 VS 2024Q3 线下监测渠道辣条品类销售变化

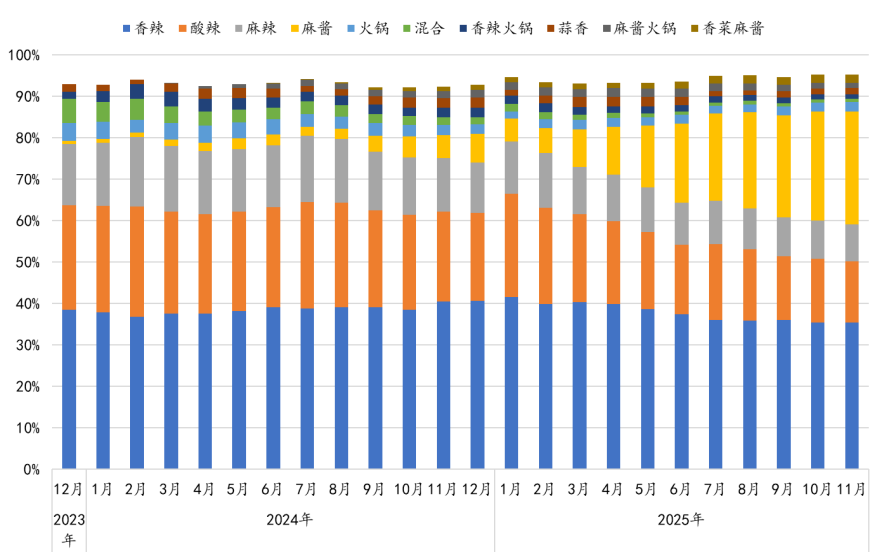


资料来源: 马上赢品牌 CT, 马上赢 150 均衡模型, 长江证券研究所

### 魔芋: 品类快速崛起, 卫龙绝对领先

从口味占比变化来看, 魔芋零食香辣口味最为稳定, 始终占据魔芋零食类目首位。尽管自 2025 年 5 月起受麻酱口味冲击占比略有下降, 但仍稳定维持在 35% 以上。麻酱口味在观察期内呈现显著增长, 从 2023 年 12 月占比极低, 快速攀升至 2025 年 11 月占比超过 25%, 其衍生的麻酱火锅、香菜麻酱口味占比也均有所提升, 对其他多数口味形成明显挤压。相比之下, 酸辣、麻辣、混合、蒜香等口味占比均呈下降趋势, 其中非辣型的酸辣、蒜香口味降幅尤为显著。这一趋势变化或可说明, 在魔芋零食类目中, 消费者对非辣口味的选择正逐渐向麻酱及其衍生口味集中, 并初步形成市场共识。

图 30: 魔芋零食品类口味占比变化



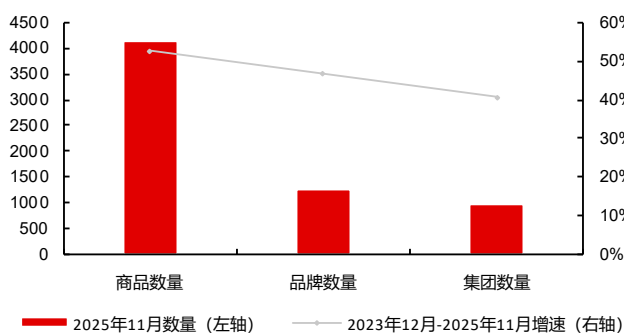
资料来源: 马上赢品牌 CT, 马上赢 150 均衡模型, 长江证券研究所

从供给端看, 魔芋零食类目在 2023 年 12 月至 2025 年 11 月期间保持扩张态势。SKU 数量从 2718 个增至 4158 个, 增长约 53%; 参与集团从 690 家增至 974 家, 增长约 41%; 品牌数量从 859 家增至 1261 家, 增长约 47%。行业供给的全面增长既反映品牌方对该类前景的看好, 也预示着未来行业竞争或将进一步加剧, 尤其是在中腰部市场。

在集中度方面，2023年12月至2025年11月期间，魔芋零食行业头部集中趋势明显。

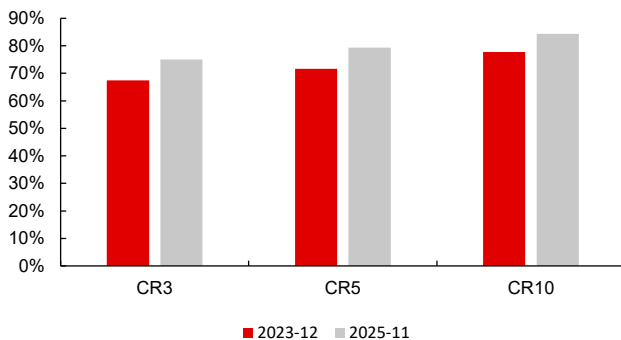
CR3 集团市场份额从约 67% 提升至约 75%，并仍保持上升势头；CR5 与 CR10 虽整体份额也有所增长，但与 CR3 差距未显著扩大，显示 CR3 以下市场格局尚未稳固，未来仍可能出现变动。截至 2025 年 11 月，CR10 合计已占据 84.3% 的市场份额，中腰部及以下企业生存空间有限，未来竞争压力或进一步加剧。

图 31：魔芋零食品类内部商品、品牌、集团数量情况（单位：个）



资料来源：马上赢品牌 CT，马上赢 150 均衡模型，长江证券研究所

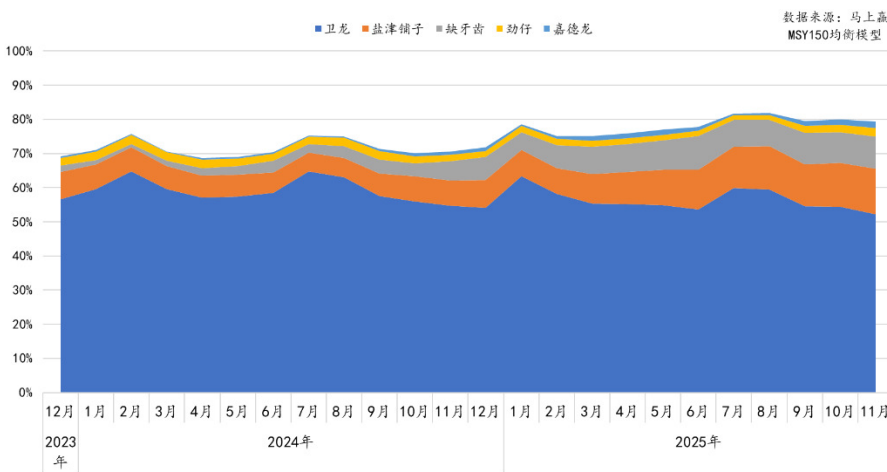
图 32：魔芋零食市场集中度变化



资料来源：马上赢品牌 CT，马上赢 150 均衡模型，长江证券研究所

在 MAT202511，市场头部格局呈现出显著的分化趋势。卫龙仍以超 50% 的份额保持行业第一，但由于市场爆发式成长，份额在过去两年呈缓慢下行趋势。盐津铺子和缺牙齿则表现突出，份额均有明显提升。而排名第四、第五的劲仔与嘉德龙份额基本稳定，整体波动不大。

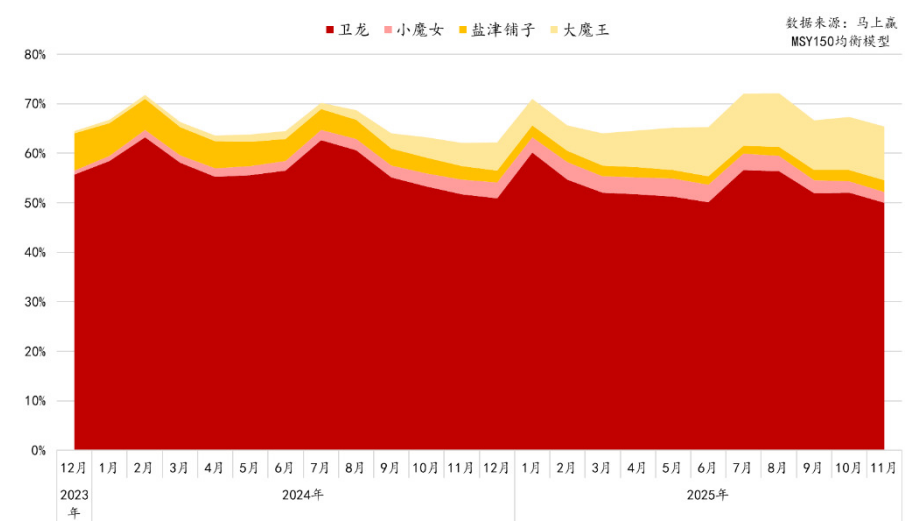
图 33：魔芋零食 TOP5 集团市占率变化



资料来源：马上赢品牌 CT，马上赢 150 均衡模型，长江证券研究所

从集团品牌与子品牌的市场份额变化来看，卫龙和盐津采取了不同的策略。盐津铺子采取了明确的品牌策略，通过“大魔王”子品牌快速置换母品牌份额，两者市场份额在 2023 年 12 月至 2025 年 11 月间基本实现对调，且品牌组合总份额相比期初接近翻倍。而卫龙旗下子品牌“小魔女”在 2025 年 3-6 月份额达到高点后出现回落，与母品牌份额未形成显著置换关系，两者份额下滑更多是受市场竞争加剧（特别是来自盐津铺子+大魔王的压力）及魔芋品类规模急速扩张带来的稀释影响。

图 34：魔芋零食四大主要品牌市占率



资料来源：马上赢品牌 CT，马上赢 150 均衡模型，长江证券研究所

## “卫”道：扎根线下，拥抱变革

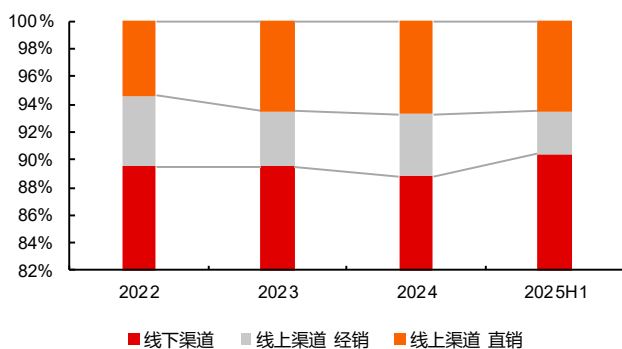
公司目前形成了线下渠道为主、线上渠道为辅的销售结构，渠道基础雄厚、积极拥抱变化。公司线下渠道收入占比在 88%~91%之间波动，2025H1 达到 90.40%；分区域看，华东、华南为公司线下渠道份额最高的市场，且占比持续提升，海外市场收入占比有所波动，整体较低。公司线下经销商数量有所回落，但所覆盖的售点数在持续提升，截至 2025 年 6 月底公司销售管理系统中选取最近 6 个月有业务人员拜访记录的售点数已超 58 万个。

展望未来，线下渠道的创新不容忽视。预计线上渠道的占比稳中略升，线下渠道依旧会持续看到超市及杂货店等销售份额被以量贩零食、会员制超市等为代表的新兴线下渠道分流。此外包括即时零售在内的各类线下渠道创新模式，也可能带来新的结构性增量机会。卫龙在传统线下渠道拥有强大的基础，新兴线下渠道敏锐度也相对较好，有望持续在渠道变革中获得增长机遇。

## 渠道能力逐步夯实

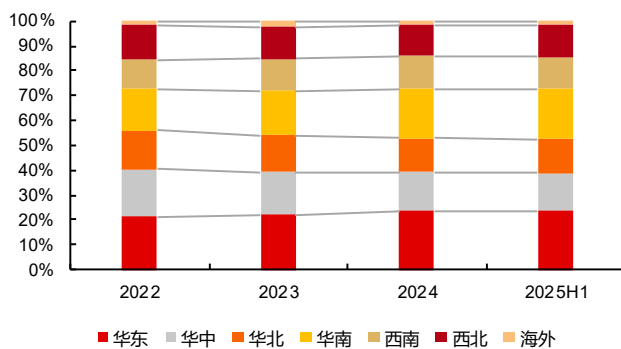
公司目前形成了线下渠道为主、线上渠道为辅的销售结构。公司线下渠道收入占比在 88%~91%之间波动，2025H1 达到 90.40%；分区域看，华东、华南为公司线下渠道份额最高的市场，且占比持续提升，海外市场收入占比有所波动，整体较低。线上渠道增量主要由直销部分增长带动，但整体占比依旧较低。

图 35：公司渠道结构占比变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

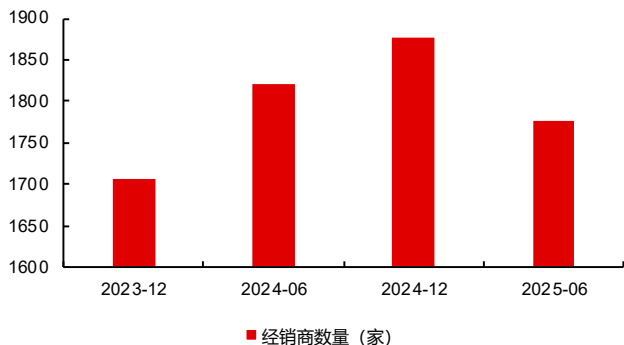
图 36：公司区域结构占比变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

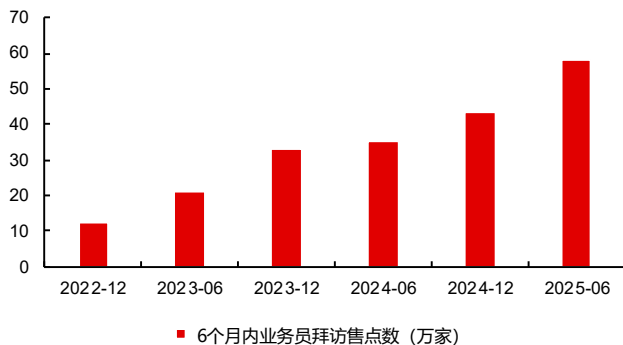
公司线下经销商数量有所回落，但所覆盖的售点数在持续提升。服务及赋能好经销商和直营客户是公司全渠道建设推进的关键，公司聚焦头部优质经销商，并积极覆盖新兴线下渠道（部分为直营对接），带来线下结构的变化。截至 2025 年 6 月底，公司销售管理系统中选取最近 6 个月有业务人员拜访记录的售点数已超 58 万个。

图 37: 公司经销商数量



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

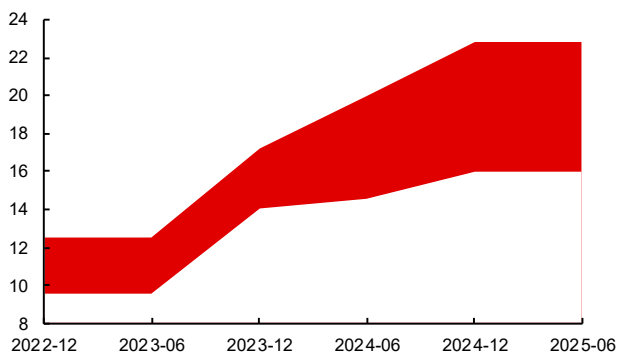
图 38: 公司 6 个月内业务员拜访售点数



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

公司持续加强经销商合作赋能, 助力经销商提升重点门店服务能力, 同时扩大终端门店覆盖, 不断提高产品市场渗透率。2025 年 6 月底公司在所覆盖的终端门店中的单点 SKU 达到 16.0~22.8 个, 较 2022 年 12 月底的 9.6~12.5 个实现了大幅提升。2022-2023 年的数据显示, 公司助销门店的占比持续扩大, 对门店的赋能持续升级优化。

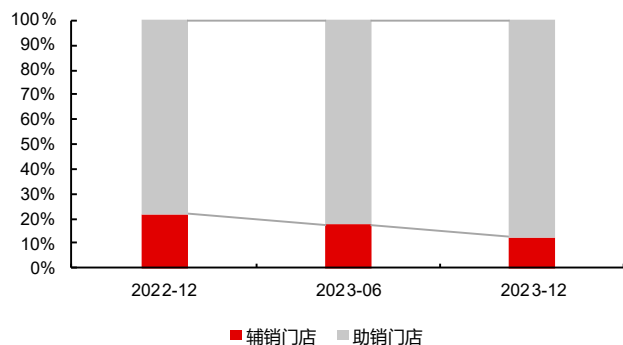
图 39: 公司覆盖门店的店均 SKU 数量区间 (单位: 个)



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

注: 红色区域部分, 为公司店均 SKU 区间, 披露数值为上下限

图 40: 公司辅销、助销门店数量占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

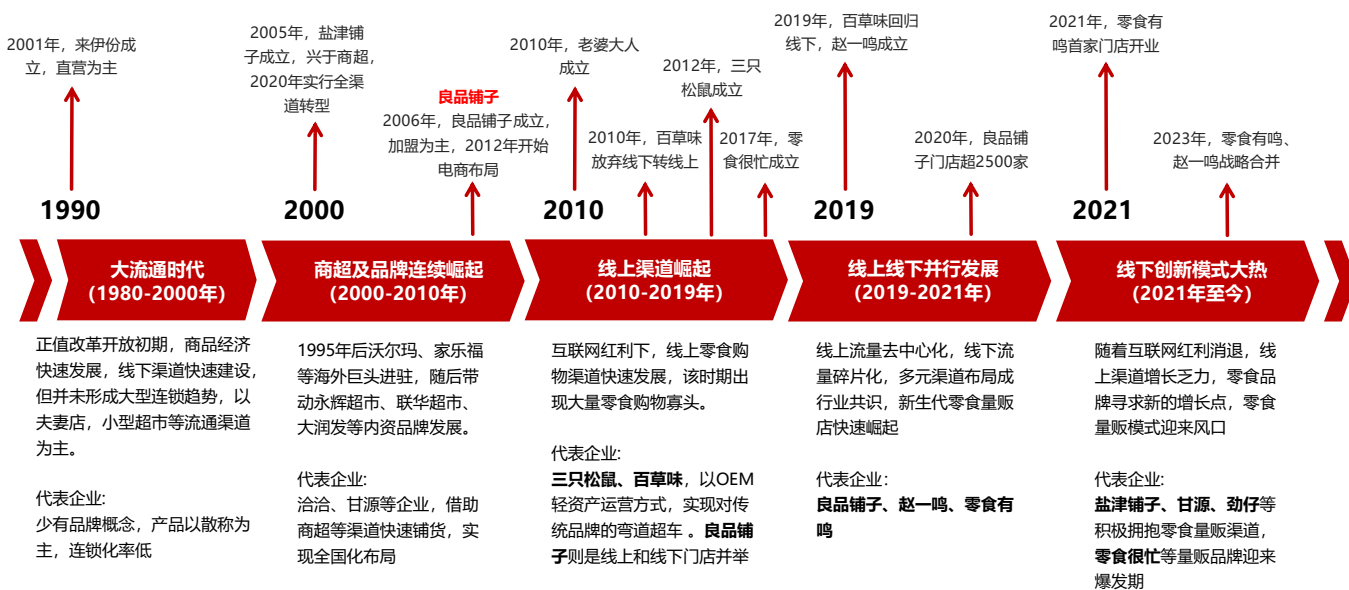
## 零食销售多维发展

中国零食行业自 20 世纪 80 年代至今的发展历程与渠道变迁分为五个阶段。整体来看, 行业从分散经营逐步走向品牌化、连锁化, 经历线下、线上到全渠道融合的发展路径, 目前正进入以零食量贩店为代表的线下创新阶段。

- 大流通时代:** 改革开放初期, 商品经济活跃, 线下以夫妻店、小型超市为主, 尚未形成大型连锁, 品牌化程度低。
- 商超及品牌连锁崛起:** 沃尔玛、家乐福等外资商超进入, 带动永辉、联华等内资品牌发展。洽洽、甘源等企业借助商超渠道实现全国化。
- 线上渠道崛起:** 互联网红利推动线上零食销售快速增长。三只松鼠、百草味等以 OEM 轻资产模式快速崛起, 良品铺子同步发展线上线下。

- (4) **线上线下齐发展**:线上流量去中心化,线下流量碎片化,多渠道布局成为共识。零食量贩店如赵一鸣、零食很忙等开始兴起。
- (5) **线下创新模式大热**:互联网红利消退,零食品牌转向线下寻求增长,零食量贩模式迎来爆发。盐津铺子、甘源等品牌积极布局该渠道,行业进入新一轮整合与发展期。

图 41: 零食行业伴随每一次渠道变革都带来新品牌的崛起

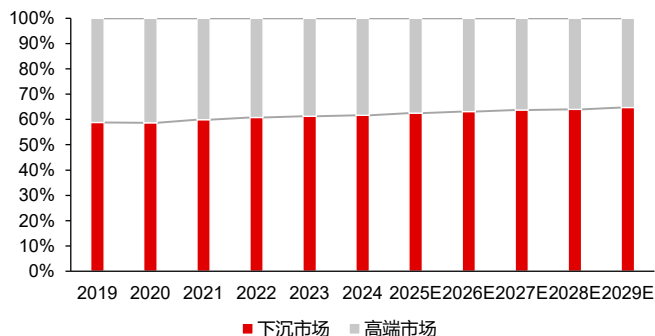


资料来源: 知行战略咨询《2025年休闲零食行业年度洞察报告》, 长江证券研究所

分市场结构看, 下沉市场的机会不容忽视。2019至2024年之间, 休闲食品饮料下沉市场的复合增速达6.5%, 明显高于高线市场的4.0%。预计2024至2029年, 下沉市场增速将提升至6.8%, 依旧高于高线市场的4.1%。

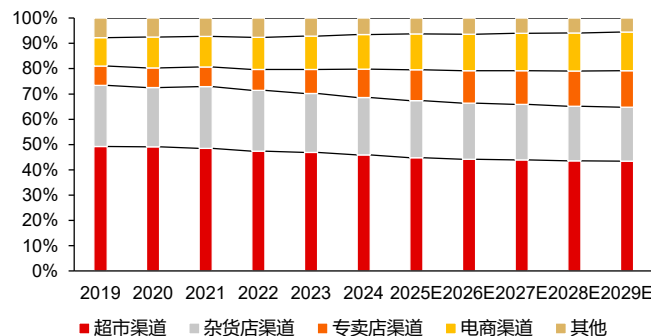
分渠道看, 专卖店和电商是休闲食品饮料市场唯二份额提升的渠道。2025年, 预计超市渠道仍以1.78万亿元的规模占据行业近半份额, 但占比逐年下降, 被专卖店、电商渠道侵蚀。专卖店渠道从2022年开始加速起量, 预计2024至2029年复合增速达到11.1%。

图 42: 中国休闲食品饮料下沉市场份额占比将持续提升



资料来源: 弗若斯特沙利文, 鸣鸣很忙港股招股说明书, 长江证券研究所

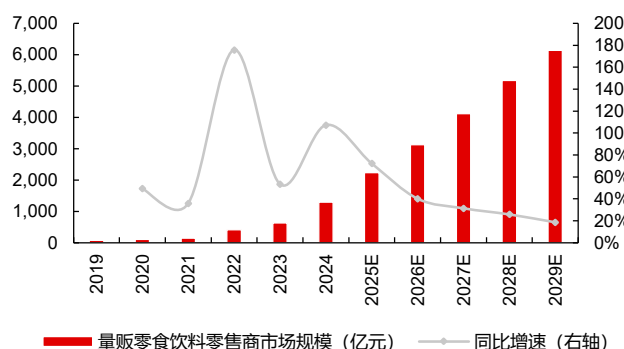
图 43: 中国休闲食品饮料专卖店渠道份额日益扩大



资料来源: 弗若斯特沙利文, 鸣鸣很忙港股招股说明书, 长江证券研究所

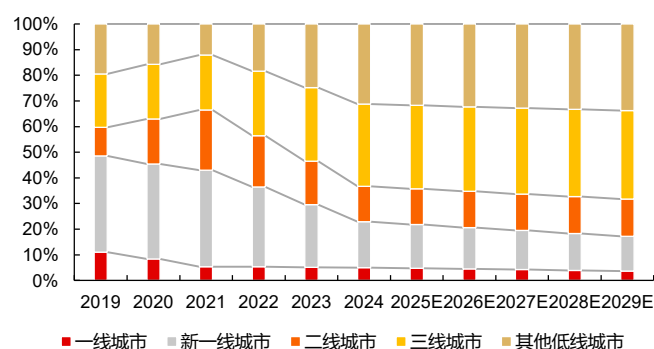
**聚焦量贩零食饮料零售商市场，2025年市场规模预计为2234亿元。**经历了2021年之前的初创期、2022-2025年的爆发期，2026年之后预计进入稳定成长期，但增速依旧遥遥领先于其他渠道。

图 44：中国量贩零食饮料零售商市场规模 2025 年将突破 2000 亿元



资料来源：灼识咨询，万辰集团港股招股说明书，长江证券研究所

图 45：三线及以下城市是量贩零食饮料的主要市场



资料来源：灼识咨询，万辰集团港股招股说明书，长江证券研究所

**展望未来，线下渠道的创新不容忽视。**预计线上渠道的占比稳中略升，线下渠道依旧会持续看到超市及杂货店等销售份额被以量贩零食、会员制超市为代表的新兴线下渠道分流。此外包括即时零售在内的各类线下渠道创新模式，也可能带来新的结构性增量机会。卫龙在传统线下渠道拥有强大的基础，新兴线下渠道敏锐度也相对较好，有望持续在渠道变革中获得增长机遇。

## “卫”来：让世界人人爱上中国味

展望未来，公司将继续扎根国内市场提升产品竞争力，同时积极探索海外市场。(1) 产品端，公司深化多品类布局，聚焦创新迭代，在传统魔芋爽、小魔女之外，近年来创新推出了包括麻酱、麻辣小龙虾、牛肝菌、春鸡脚等口味新产品。(2) 研发端，公司在食品质构、食品风味、食品杀菌及保鲜技术等关键领域，持续加大研发投入，同时也积极推进新产品储备研发工作。(3) 品牌端，公司将持续打造年轻、有趣、有创意的品牌形象，通过年轻人喜爱的营销方式深度互动。(4) 渠道端，公司未来线下加强门店终端执行，提升重点店铺市与推广力度，加快新兴渠道拓展；线上强化传统电商、内容电商、社交电商等渠道运营策略与能力；同时积极拓展海外市场。(5) 效率端，公司将推进数字化建设，全面提升运营效率，持续驱动业务创新；夯实支撑，确保产品品质。

### 国内：从产品到品牌多重发力

**产品：**深化多品类布局，聚焦创新迭代。以魔芋品类为例，公司在传统魔芋爽、小魔女之外，近年来创新推出了包括麻酱、麻辣小龙虾、牛肝菌、春鸡脚等口味新产品。未来公司将积极把握市场趋势，发挥研发优势，拓展产品矩阵，推出贴合消费者需求的创新产品，满足多元化口味需求。此外，还将强化品类协同效应，创造丰富消费场景，为消费者提供更多样化和个性化的选择。

图 46：公司魔芋爽基础口味



资料来源：淘宝，长江证券研究所

图 47：公司魔芋零食创新口味



资料来源：淘宝，长江证券研究所

**研发：**以模块化研发模式为核心，聚焦于现有产品的升级迭代与新产品开发。公司在食品质构、食品风味、食品杀菌及保鲜技术等关键领域，持续加大研发投入，同时也积极推进新产品储备研发工作，有效优化了研发项目流程机制和产品开发流程。此外，公司与国内食品科学领域顶尖学府建立了长期稳定的合作关系，共同搭建食品工程技术研究中心产业化示范基地。

表 4：公司研发体系介绍

项目	介绍
研发中心	卫龙应用研发中心分别设立在河南和上海。通过对产品的持续研发，口味的不断调试，力求给消费者带来更好的体验。
研发团队	研发人员大都来自食品类高校和科研院所，研究生及以上学历占比超过 60%。卫龙美味结合河南农业大省的优势，开展产、学、研深度合作，和高校开展了科研合作项目，并与各专业领域供应商和科研机构定期进行技术交流，开展产品技术交流培训，以保持我们的专业性。
研发类别	研发实验室目前主要以研发调味面制品、蔬菜制品及其他产品为主，为了更好地满足市场要求，研发中心正在研发其它休闲类食品，不断创新模式研发新品。

资料来源：公司官网，长江证券研究所

**品牌：**年轻化运营，强化情感连接。公司将持续打造年轻、有趣、有创意的品牌形象，通过年轻人喜爱的营销方式深度互动。同时，积极开展更多跨界合作及线上线下主题活动，增强品牌与消费者的情感连接。

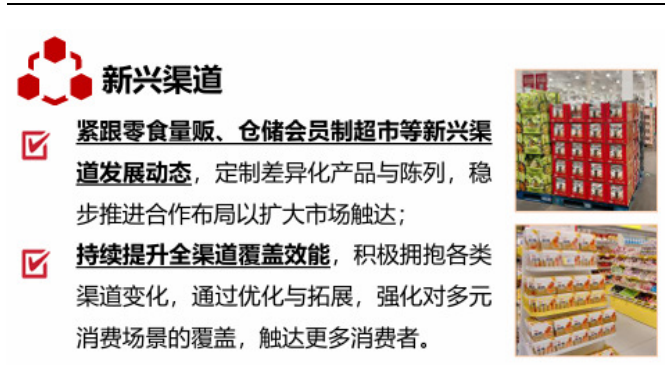
图 48：公司持续深化品牌年轻化渗透



资料来源：公司官网，长江证券研究所

**渠道：**线上线下协同，提升运营效能。未来线下加强门店终端执行，提升重点门店铺市与推广力度，加快新兴渠道拓展，优化全渠道运营与铺市效率；线上强化传统电商、内容电商、社交电商等渠道运营策略与能力，提升消费者体验，驱动业务稳健增长。积极拓展海外市场。

图 49：公司线下新兴渠道布局



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 50：公司线上新兴渠道布局



资料来源：公司官网，长江证券研究所

**效率：**提升供应链自动化水平，确保产品品质与效率。公司将持续推进数字化建设，全面提升运营效率，持续驱动业务创新。夯实支撑，确保产品品质。持续完善人才筛选与培养机制，为业务长期发展提供坚实的人才支撑。

图 51：公司构建全生命周期食品安全质量保障体系



资料来源：公司官网，长江证券研究所

## 出海：关注东南亚零食消费潜力

近年来国内多家休闲零食企业海外业务均呈现强劲增长态势，也为零售商的出海提供有力支持。以 2025 年上半年数据为例，洽洽食品以 2.78 亿元的海外收入在规模上遥遥领先；而盐津铺子增速最为瞩目，显示出其海外拓展的迅猛势头。此外，甘源食品的增速也超过 160%，表现亮眼。从海外收入占总收入的比重来看，除洽洽外各企业仍在 10% 以下，表明国际市场作为整体增长新引擎，未来仍有广阔的拓展空间。

表 5：部分休闲零食上市公司 2025H1 海外市场收入表现

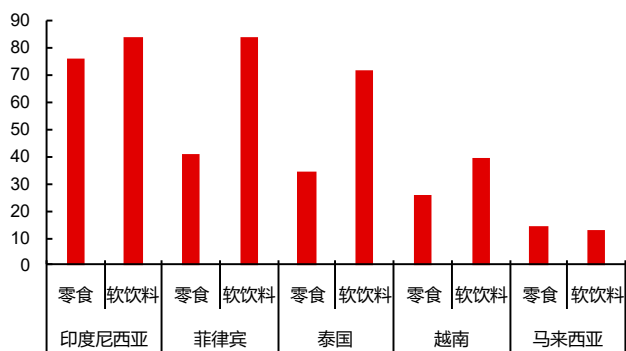
2025H1	海外市场收入（亿元）	海外市场收入同比增速	海外市场收入占比
洽洽食品	2.78	13.18%	10.10%
盐津铺子	0.96	67873%	3.28%
卫龙美味	0.53	54.43%	1.70%
甘源食品	0.44	162.92%	4.67%
西麦食品	0.40	39.30%	3.44%
劲仔食品	0.13	40.10%	1.14%

资料来源：各公司 2025 年半年报，长江证券研究所

注：西麦食品收入数据为南方大区、北方大区之外的其他业务收入

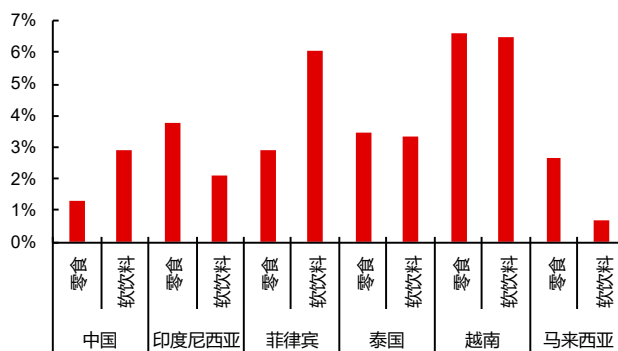
**东南亚零食及饮料市场 2025 年总体规模约为 484 亿美元，中国零食市场约 660 亿美元、饮料约 844 亿美元。**东南亚五国零食市场规模从高到低分别是菲律宾 41.0 亿美元、泰国 34.5 亿美元、越南 25.7 亿美元、马来西亚 14.7 亿美元；饮料市场规模从高到低分别是菲律宾 83.9 亿美元、泰国 72.0 亿美元、越南 39.4 亿美元、马来西亚 13.0 亿美元。从零食及软饮料市场规模 2015-2025 年复合增速看，东南亚市场则快于中国。

图 52: 2025 年东南亚五国零食及软饮料市场规模 (亿美元)



资料来源: 欧睿咨询, 长江证券研究所

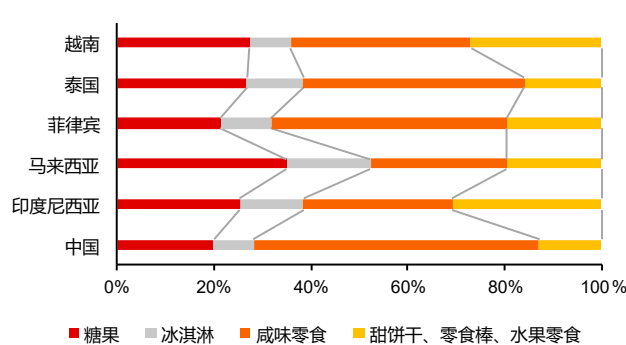
图 53: 中国及东南亚五国零食及软饮料市场规模 2015-2025 复合增速



资料来源: 欧睿咨询, 长江证券研究所

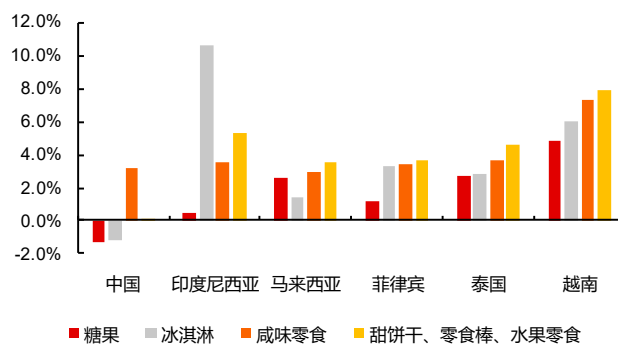
**从品类结构来看，中国市场咸味零食最高，东南亚市场有所分化。**越南、泰国、菲律宾均以咸味零食为主，马来西亚糖果产品更高，印度尼西亚主要是咸味零食、甜饼干&零食棒&水果零食份额较大。从 2015-2025 年复合增速看，东南亚五国咸味零食、甜饼干&零食棒&水果零食增速更为领先。

图 54: 中国及东南亚五国 2025 年零食分品类市场规模结构



资料来源: 欧睿咨询, 长江证券研究所

图 55: 中国及东南亚五国零食分品类市场规模 2015-2025 复合增速

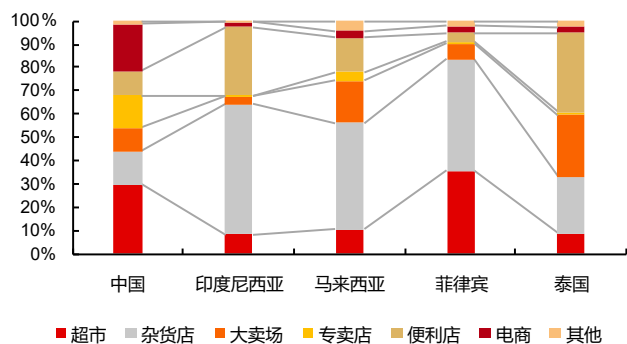


资料来源: 欧睿咨询, 长江证券研究所

**渠道结构看，各国 2024 年零食销售渠道整体均相对分散，中国相对于东南亚国家更加均衡。**菲律宾以超市为主，印度尼西亚极度依赖杂货店，泰国则以便利店和大卖场为主导。与其他四国电商占比极低形成鲜明对比的是，中国电商渠道占比高达约 20%，显示出其零售市场的数字化水平遥遥领先。整体而言，东南亚国家仍以传统线下渠道为核心，而中国已呈现出线上线下融合的现代化结构特征。

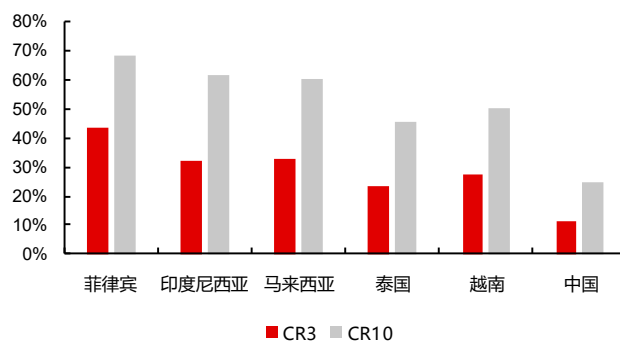
**供应商集中度看，东南亚市场集中度普遍较高。**2025 年数据来看，菲律宾头部集中度最高，CR3 约为 44%、CR10 约为 68%，印尼、马来西亚 CR3 均超 30%、CR10 均超 60%，表明其头部企业主导地位显著；相比之下，中国的市场集中度最低（CR3 约为 12%，CR10 约为 25%），市场结构最为分散，竞争也更为充分。

图 56：2024 年中国及东南亚五国零食行业渠道结构



资料来源：欧睿咨询，长江证券研究所

图 57：2025 年中国及东南亚五国零食市场 CR3、CR10 市占率



资料来源：欧睿咨询，长江证券研究所

## 盈利预测及投资建议

持续看好公司品牌、产品与渠道能力，关注 2026 年新产品的推广、新渠道的加强以及原材料成本的下降。预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 14.27、17.33、21.18 亿元人民币，对应当前市值 PE 分别为 19X、15X、13X，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

1、渠道管理与市场竞争风险。公司的销售渠道以线下为主，线上渠道占比相对较小且增长面临挑战。在推进渠道下沉和深度分销过程中，可能出现渠道管理复杂度增加的问题。此外，休闲零食行业竞争激烈，众多品牌均在争夺市场份额，公司面临持续的市场竞争压力。

2、公司治理与战略稳定性风险。公司核心管理职位由创始家族成员担任，这虽然可能有利于战略统一，但也引发了市场对公司治理结构透明度、决策独立性以及长期战略稳定性的关注。高层管理团队的稳定性对公司应对市场变化和持续发展至关重要。

3、食品安全与品牌形象风险。作为休闲食品企业，公司需要持续应对食品安全与质量管控方面的挑战，这类问题可能对品牌声誉造成影响。同时，消费者对健康饮食的关注日益增强，公司需要持续进行产品创新和升级，以适应市场趋势，维护品牌形象。

4、盈利预测不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。预计公司 2025-2027 年营收分别为 74.05、85.75、97.69 亿元，归母净利润分别为 14.27、17.33、21.18 亿元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若公司新产品及新渠道发展速度不及预期，则对应 2025-2027 年归母净利润或降至 13.55、15.05、17.21 亿元。

表 6：公司收入和利润的敏感性分析

	基准假设			悲观假设		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,404.59	8,574.75	9,768.88	7,156.93	7,831.91	8,555.82
——YOY	18.16%	15.80%	13.93%	14.21%	9.43%	9.24%
毛利率	47.01%	48.15%	50.06%	46.69%	46.91%	48.06%
归母净利润（百万元）	1426.78	1733.37	2118.04	1355.13	1504.75	1720.95
——YOY	33.53%	21.49%	22.19%	26.82%	11.04%	14.37%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。