

2026年03月31日

蔬菜制品成第一增长极，26年成长可期

卫龙美味(9985.HK)

评级:	买入	股票代码:	9985
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	16.84/9.52
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	228.51
最新收盘价(港元):	9.40	自由流通市值(亿港元)	228.51
		自由流通股数(百万)	2,431.15

事件概述

公司2025年实现收入72.24亿元，同比+15.3%；归母净利润14.27亿元，同比+33.6%。

公司已派发中期股息0.18元人民币/股，建议末期股息0.17元/股，全年合计派息约8.51亿元，分红率约60%。

分析判断:

► 蔬菜制品成第一增长引擎，渠道&区域布局持续优化

2025年公司凭借蔬菜制品高增与全渠道、全区域协同发力，实现业绩高质量成长。

分产品来看，公司蔬菜制品/调味面制品/其他产品收入分别为45.06/25.54/1.64亿元，分别同比+33.7%/-4.3%/-28.2%，调味面制品微降主因公司主动调整资源配置，聚焦高潜力品类；蔬菜制品收入占比提升至62.4%，正式成为第一大品类，主因公司积极挖掘消费者健康化、轻量化需求，持续创新推出麻酱味、高纤牛肝菌味、傣味春鸡脚味魔芋爽等新品，不断丰富产品矩阵，同时加大蔬菜制品产能储备与建设，全渠道及品牌建设同步为销售赋能。

分渠道来看，公司线下/线上收入分别为64.77/7.47亿元，分别同比+16.5%/+6.0%，线下渠道高增依托与1633家经销商深化合作，重点拓展零食量贩、便利店等新兴渠道，全渠道建设成效显著；线上渠道结构优化明显，线上直销渠道同比+26.1%，线上经销渠道因流量分化下降24.5%，公司根据渠道发展趋势积极调整运营策略。

分地区来看，公司中国华东/华南/华北/华中/西南/西北/海外收入分别同比+20.3%/+22.8%/+17.4%/+7.7%/+8.7%/+14.0%/+48.2%，国内各区域均衡发展，海外增长亮眼。

► 供应链优化对冲成本压力，费用管控显效盈利韧性强劲

成本端来看，全年公司毛利率48.0%，同比微降0.1pct，主因部分原材料成本上涨，但公司通过推进生产自动化、智能化升级，魔芋自动化产线效率大幅提升，供应链全链协同优化，有效对冲成本上涨压力，毛利率基本保持稳定。

费用端来看，公司销售费用率/管理费用率分别为16.2%/5.8%，同比分别-0.2/-2.0pct，销售费用额同比增长系推广广告及运输费用增加，支撑品牌渗透与渠道拓展。

综合来看，尽管成本端存在一定压力，但公司通过供应链优化与高效的费用管控，推动净利率同比提升2.8pct至19.8%，归母净利润增速显著高于营收增速，展现出极强的盈利韧性。

► 聚焦产品、渠道、供应链核心发力，26年成长动能充足

2026年看好公司以消费者需求为核心，围绕产品创新、渠道精耕、供应链升级三大主线推进经营，持续夯实辣味休闲食品龙头地位，成长动能充足。产品端持续发力蔬菜制品创新升级，深挖健康化、多元化口味需求，丰富产品矩阵，同时优化调味面制品结构，对经典品类进行工艺与口味迭代，强化品类协同效应；渠道端，坚持全渠道深耕策略，线下持续渗透零食量贩、便利店等新兴渠道，深化与经销商合作并提升终端门店运营能力，线上提速内容电商、直播电商布局，优化线上经销与直营结构，强化线上线下协同引流与转化；供应链端，推进广西南宁基地建设及魔芋自动化产线升级，释放新增产能。

投资建议

参考最新业绩报告，我们下调公司 26-27 年营收 88.02/100.31 亿元的预测至 83.76/95.26 亿元，新增 28 年 106.71 亿元的预测；下调 26-27 年 EPS 0.70/0.82 元的预测至 0.68/0.80 元，新增 28 年 0.90 元的预测。对应公司 2026 年 3 月 31 日收盘价 9.40 港元/股，PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品市场推广不及预期、行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6266.33	7223.76	8376.19	9526.47	10670.63
YoY (%)	28.63%	15.28%	15.95%	13.73%	12.01%
归母净利润(百万元)	1068.51	1425.20	1658.57	1944.50	2200.01
YoY (%)	21.37%	33.38%	16.37%	17.24%	13.14%
毛利率 (%)	48.13%	47.99%	47.66%	48.60%	48.93%
每股收益 (元)	0.46	0.60	0.68	0.80	0.90
ROE	0.18	0.20	0.21	0.22	0.20
市盈率	13.80	16.53	12.15	10.36	9.16

资料来源：wind、华西证券研究所 最新港币兑人民币汇率：0.88

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7223.76	8394.19	9546.47	10670.63	净利润	0.00	1658.57	1944.50	2200.01
YoY (%)	15.28%	16.20%	13.73%	11.78%	折旧和摊销	0.00	30.72	31.77	32.00
营业成本	3757.40	4384.20	4896.35	5449.97	营运资金变动	0.00	152.80	122.01	135.09
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	1894.48	2153.66	2425.28
销售费用	1171.37	1340.19	1505.18	1653.95	资本开支	0.00	-130.00	-130.00	-130.00
管理费用	419.74	494.20	571.59	640.24	投资	0.00	-270.00	-290.00	-320.00
财务费用	-176.85	-180.67	-188.56	-198.13	投资活动现金流	0.00	-416.75	-439.05	-471.34
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	13.00	13.00	0.00
营业利润	1875.25	2175.61	2573.35	2926.47	筹资活动现金流	0.00	-1070.15	-1229.31	-33.54
营业外收支					现金净流量	0.00	407.58	485.31	1920.41
利润总额	2030.14	2339.52	2742.85	3103.26	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	602.87	678.46	795.43	899.95	成长能力 (%)				
净利润	1427.27	1661.06	1947.43	2203.32	营业收入增长率	15.28%	15.95%	13.73%	12.01%
归属于母公司净利润	1425.20	1658.57	1944.50	2200.01	净利润增长率	33.38%	16.37%	17.24%	13.14%
YoY (%)	33.38%	16.37%	17.24%	13.14%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.60	0.68	0.80	0.90	毛利率	47.99%	47.66%	48.60%	48.93%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	净利率	19.73%	19.80%	20.41%	20.62%
货币资金	1690.60	2098.18	2583.49	4503.89	总资产收益率 ROA	12.55%	13.75%	14.91%	14.21%
预付款项					净资产收益率 ROE	19.52%	20.97%	22.50%	20.29%
存货	889.10	706.34	761.65	832.64	偿债能力 (%)				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.91	1.97	2.03	2.41
流动资产合计	7117.32	7527.77	8211.43	10351.86	速动比率	1.67	1.79	1.84	2.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.45	0.55	0.64	1.05
固定资产	1408.23	1413.71	1419.09	1424.65	资产负债率	35.61%	34.33%	33.61%	29.84%
无形资产	525.14	618.94	711.80	804.23	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4235.44	4534.72	4832.95	5130.95	总资产周转率	0.74	0.72	0.76	0.75
资产合计	11352.76	12062.49	13044.38	15482.81	每股指标 (元)				
短期借款	2201.01	2201.01	2201.01	2201.01	每股收益	0.60	0.68	0.80	0.90
应付账款及票据	269.70	280.10	326.42	378.47	每股净资产	3.00	3.25	3.56	4.46
其他流动负债	1090.05	1172.67	1333.71	1493.89	每股经营现金流	0.00	0.78	0.89	1.00
流动负债合计	3735.63	3821.30	4051.67	4286.78	每股股利	0.35	0.45	0.51	0.00
长期借款	0.00	13.00	26.00	26.00	估值分析				
其他长期负债	306.60	306.60	306.60	306.60	PE	16.53	12.15	10.36	9.16
非流动负债合计	306.60	319.60	332.60	332.60	PB	3.30	2.55	2.33	1.86
负债合计	4042.23	4140.90	4384.27	4619.38					
股本	0.16	0.16	0.16	0.16					
少数股东权益	10.94	13.43	16.35	19.66					
股东权益合计	7310.53	7921.58	8660.11	10863.43					
负债和股东权益合计	11352.76	12062.49	13044.38	15482.81					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。