

卫龙美味(09985)

报告日期: 2026年04月07日

2025年盈利能力提升, 魔芋保持快速增长

——卫龙美味 2025 年年报业绩点评报告

投资要点

- 2025 年公司业绩符合预期, 净利润略超市场预期, 下半年经营质量提升明显。我们认为 2026 年增长确定性较强, 若魔芋新口味铺设顺利有望持续超预期; 叠加规模优势和供应链效率的提升, 盈利能力有望进一步提升, 继续重点推荐。
- 公司 2025 年业绩保持快速增长, 下半年经营质量提升明显
2025 年公司实现收入 72.23 亿元, 同比增长 15.3%; 实现归母净利润 14.27 亿元, 同比增长 33.4%, 业绩符合我们此前预期、利润略超市场预期。其中 25H2 实现收入 37.4 亿元, 同比增长 12.4%; 实现归母净利润 6.92 亿元, 同比增长 54.5%。下半年经营质量提升明显。
- 魔芋仍是主要收入驱动力, 面制品优化产品矩阵后占比下降。
 - 2025 年公司调味面制品实现收入 25.54 亿元, 同比-4.3%, 主要系公司主动优化产品矩阵, 收入略受影响;
 - 蔬菜制品占比进一步提升, 实现 45 亿元, 同比+33.7%, 占比提升至 62.4%, 蔬菜制品的快速增长得益于魔芋产品的贡献, 我们预计 25 年魔芋产品实现 40 亿元以上;
 - 其他产品实现 1.64 亿元, 同比-28.2%, 主要系香辣豆皮等产品的规格有所调整。
- 零食量贩渠道占比提升, 线上渠道保持稳健
 - 线下渠道实现 64.77 亿元, 同比+16.5%, 实现快速增长, 公司持续进行渠道深耕, 目前经销商 1633 家, 门店覆盖数量提升至 66.16 万个, 平均单点 SKU 从 22 年底的 10 个提升至 25 年底的 17 个; 同时公司积极拥抱新兴渠道, 我们预计零食量贩渠道占比持续提升, 25 年预计占比在 25%-30%左右。
 - 线上渠道实现 7.47 亿元, 同比+6%, 主要系新兴渠道带来较多增量。
- 毛利率整体平稳、净利率提升明显, 经营质量表现优秀。
 - 2025 年公司毛利率为 48.0% (同比-0.1pct), 变动不大, 虽然魔芋等原材料价格有所上升, 供应链效率表现优秀, 抵消该影响。
 - 2025 年销售/管理费用率分别为 16.2%/5.8%, 同比分别-0.2pct/-2pct, 费用率下降明显, 公司控费效果显著。
 - 2025 年公司净利率提升明显, 实现 19.8% (同比+2.8pct); 其中 25H2 净利率为 18.5% (同比+5pct), 下半年经营质量显著提升。
- 略调整此前盈利预测, 维持“买入”评级。
公司 2025 年下半年经营质量提升明显, 且 26Q1 以来经营质量良好, 我们认为 26 年增长抓手仍旧在魔芋产品上, 麻酱、牛肝菌、春鸡脚等新口味仍是重要业绩增长驱动力; 面制品 SKU 调整影响预计在二季度逐步消除, 全年预计持平微增, 26 年增长确定性较强, 若魔芋新口味铺设顺利有望持续超预期; 叠加规模优势和供应链效率的提升, 盈利能力有望进一步提升。2025 年拟派发末期股息每股 0.17 元人民币, 当前股价对应股息率 4.51%。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 83.72/95.84/108.39 亿元, 同比增长分别为 16%/14%/13%; 预计实现归母净利润分别为 16.68/19.39/21.96 亿元, 同比增长分别为 17%/16%/13%, 对应 PE 分别为 12/10/9 倍, 具备较高性价比, 继续重点推荐。
- 风险提示
原材料价格提升、新品拓展不及预期、渠道拓展不及预期等。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 张潇倩
执业证书号: S1230526010001
zhangxiaolian01@stocke.com.cn

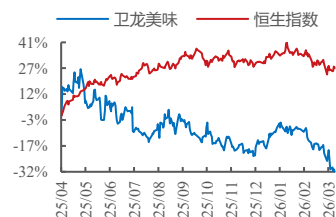
分析师: 杜宛泽
执业证书号: S1230521070001
duwanze@stocke.com.cn

研究助理: 隋牧舍
suimuhan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$9.33
总市值(百万港元)	22,682.59
总股本(百万股)	2,431.15

股票走势图



相关报告

- 《魔芋新品发力, 面制品有望企稳, 重视 26Q1 窗口期》 2026.01.19
- 《蔬菜制品维持高增速, 25H1 业绩略超预期》 2025.08.17
- 《掘金魔芋新品类, 辣味龙头壁垒深筑》 2025.06.30

财务摘要

单位/百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7224	8372	9584	10839
(+/-) (%)	15%	16%	14%	13%
归母净利润	1425	1668	1939	2196
(+/-) (%)	33%	17%	16%	13%
每股收益(元)	0.60	0.69	0.80	0.90
P/E	16.43	11.91	10.25	9.05

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7,117	9,776	13,154	17,060	营业收入	7,224	8,372	9,584	10,839
现金	1,691	2,813	4,035	6,073	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	90	88	110	119	营业成本	3,757	4,321	4,952	5,591
存货	889	1,095	1,213	1,393	销售费用	1,171	1,365	1,543	1,734
其他	4,447	5,780	7,796	9,475	管理费用	420	544	575	650
非流动资产	4,235	4,691	5,011	4,931	研发费用	0	0	0	0
固定资产	1,408	1,387	1,392	1,320	财务费用	(177)	(200)	(200)	(200)
无形资产	525	532	541	533	除税前溢利	2,030	2,351	2,733	3,096
其他	2,302	2,773	3,078	3,078	所得税	603	682	793	898
资产总计	11,353	14,468	18,165	21,992	净利润	1,427	1,669	1,941	2,198
流动负债	3,736	5,181	6,938	8,567	少数股东损益	2	1	1	2
短期借款	2,201	3,301	4,844	6,166	归属母公司净利润	1,425	1,668	1,939	2,196
应付账款及票据	270	296	348	388	EBIT	1,853	2,151	2,533	2,896
其他	1,265	1,584	1,746	2,013	EBITDA	1,853	2,232	2,615	2,975
非流动负债	307	307	307	307	EPS (元)	0.60	0.69	0.80	0.90
长期债务	0	0	0	0					
其他	307	307	307	307					
负债合计	4,042	5,488	7,244	8,873	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
普通股股本	0	0	0	0	成长能力				
储备	7,299	8,968	10,907	13,103	营业收入	15.28%	15.90%	14.47%	13.09%
归属母公司股东权益	7,300	8,968	10,907	13,103	归属母公司净利润	33.38%	17.06%	16.24%	13.24%
少数股东权益	11	12	13	15	获利能力				
股东权益合计	7,311	8,980	10,921	13,118	毛利率	47.99%	48.39%	48.33%	48.41%
负债和股东权益	11,353	14,468	18,165	21,992	销售净利率	19.73%	19.93%	20.23%	20.26%
					ROE	19.52%	18.60%	17.78%	16.76%
					ROIC	13.70%	12.44%	11.41%	10.66%
					偿债能力				
					资产负债率	35.61%	37.93%	39.88%	40.35%
					净负债比率	6.98%	5.43%	7.41%	0.71%
					流动比率	1.91	1.89	1.90	1.99
					速动比率	1.67	1.68	1.72	1.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.65	0.59	0.54
					应收账款周转率	100.83	93.99	96.85	94.54
					应付账款周转率	15.58	15.26	15.38	15.20
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.60	0.69	0.80	0.90
					每股经营现金流	0.00	0.75	0.85	0.95
					每股净资产	3.00	3.69	4.49	5.39
					估值比率				
					P/E	16.43	11.91	10.25	9.05
					P/B	3.28	2.22	1.82	1.52
					EV/EBITDA	13.20	9.12	7.91	6.71

现金流量表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	0	1,827	2,057	2,320
净利润	1,425	1,668	1,939	2,196
少数股东权益	2	1	1	2
折旧摊销	0	81	82	80
营运资金变动及其他	(1,427)	76	35	43
投资活动现金流	0	(1,804)	(2,380)	(1,604)
资本支出	0	(67)	(96)	0
其他投资	0	(1,737)	(2,284)	(1,604)
筹资活动现金流	0	1,100	1,544	1,322
借款增加	0	1,100	1,544	1,322
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	1,123	1,222	2,038

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>