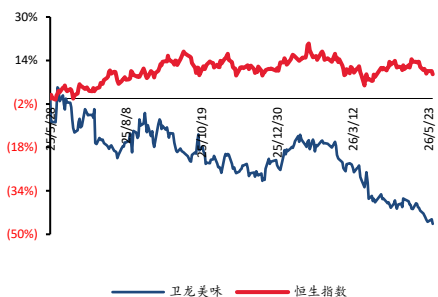


卫龙美味：品类结构优化，效率驱动盈利抬升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 24.31/24.31
总市值/流通(亿港元) 197.65/197.65
12个月内最高/最低价(港元) 16.3/8.04

相关研究报告

<<卫龙美味：利润端略超预期，魔芋持续高增>>--2025-08-15

<<卫龙美味：魔芋大单品回归高增，新渠道拓展卓有成效>>--2025-04-03

<<卫龙美味：业绩超预期，菜制品高速增长表现亮眼>>--2024-08-19

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

事件：公司公布2025年年报，2025年实现收入72.24亿元，同比增长15.3%，实现净利润14.27亿元，同比增长33.6%。

2025年业绩符合预期，蔬菜制品持续高增。公司2025年收入端表现稳健，利润端表现亮眼。分品类看，2025年调味面制品/蔬菜制品/其他产品营收分别为25.54亿元/45.06亿元/1.64亿元，分别同比-4.3%/+33.7%/-28.2%。蔬菜制品持续高增，占比进一步提升8.6pct至62.4%，成为增长核心引擎。公司年内积极推出培育新品类，包括麻酱、高纤牛肝菌、傣味春鸡脚等多种口味的“魔芋爽”，以及麻辣牛肉味“亲嘴烧”等新品。调味面制品略有下滑，主要由于公司主动调整资源配置，优化产品组合。分渠道看，2025年线下/线上渠道营收分别为64.77亿元/7.47亿元，分别同比+16.5%/+6.0%。公司积极推动全渠道建设，加速渗透零食量贩等新兴渠道，截至2025年底共有1,633家线下经销商。线上渠道受益于内容电商和社交电商等新平台增长，其中线上直销同比增长26.1%至5.35亿元，部分抵消了线上经销-24.5%的下滑。分区域看，2025年华东/华南/海外收入分别同比+20.3%/+22.8%/+48.2%，增长势头良好。

供应链效率提升抵消部分成本压力，组织优化和全面提效效果凸显。2025年毛利率同比微降0.1pct至48.0%，主要因公司积极提升供应链效率，基本抵消了部分原材料成本上涨的影响。公司在生产制造和供应链端进行优化提效，整体产能利用率从2024年的77.7%上升至2025年的77.9%。费用端，2025年销售费用率为16.2%，管理费用率为5.8%，较上年同期的16.4%和7.8%均有下降。管理费用下降主要由于人员提效及一次性转回以股份为基础的付款开支0.15亿元。在原材料成本压力下，公司通过组织、生产和管理的增质提效，实现净利率同比提升2.8pct至19.8%。

投资建议：根据2025年表现和当下消费环境调整盈利预测，我们预计2026-2028年营业收入分别为83.4/94.5/105.1亿元，同比分别+15%/+13%/+11%，预计归母净利润分别为16.5/19.2/21.8亿元，同比分别+30%/+14%/+12%，对应当前股价PE分别为10x/9x/8x，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7224	8337	9445	10512
营业收入增长率(%)	15%	15%	13%	11%
归母净利润(百万元)	1425	1648	1922	2180
净利润增长率(%)	33%	16%	17%	13%

摊薄每股收益（元）	0.59	0.68	0.79	0.90
市盈率（PE）	11.89	10.28	8.82	7.78

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7,117	6,562	7,261	8,384
现金	1,691	616	739	1,110
应收账款及票据	90	90	104	118
存货	889	1,009	1,163	1,277
其他	4,447	4,846	5,255	5,879
非流动资产	4,235	4,186	4,027	3,835
固定资产	1,408	1,422	1,453	1,484
无形资产	53	57	60	62
其他	2,774	2,707	2,513	2,289
资产总计	11,353	10,748	11,288	12,219
流动负债	3,736	2,500	2,258	2,270
短期借款	2,201	701	201	0
应付账款及票据	270	293	332	371
其他	1,265	1,506	1,725	1,900
非流动负债	307	307	307	307
长期债务	0	0	0	0
其他	307	307	307	307
负债合计	4,042	2,807	2,565	2,577
普通股股本	0	0	0	0
储备	7,240	7,871	8,653	9,572
归属母公司股东权益	7,300	7,930	8,713	9,631
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益合计	7,311	7,941	8,724	9,642
负债和股东权益	11,353	10,748	11,288	12,219

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,494	1,960	2,178	2,358
净利润	1,425	1,648	1,922	2,180
少数股东权益	2	0	0	0
折旧摊销	170	121	123	126
营运资金变动及其他	-103	191	133	52
投资活动现金流	-2,350	-454	-385	-521
资本支出	-466	-139	-157	-158
其他投资	-1,885	-315	-228	-364
筹资活动现金流	1,750	-2,535	-1,625	-1,420
借款增加	1,804	-1,500	-500	-201
普通股增加	1,076	0	0	0
已付股利	-1,130	-1,035	-1,125	-1,219
其他	0	0	0	0
现金净增加额	849	-1,074	123	371

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,224	8,337	9,445	10,512
其他收入	0	0	0	0
营业成本	3,757	4,277	4,811	5,346
销售费用	1,171	1,317	1,464	1,598
管理费用	420	475	519	578
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-177	-129	-133	-114
除税前溢利	2,030	2,355	2,746	3,114
所得税	603	706	824	934
净利润	1,427	1,648	1,922	2,180
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	1,425	1,648	1,922	2,180
EBIT	1,853	2,226	2,613	3,000
EBITDA	2,024	2,346	2,736	3,125
EPS (元)	0.59	0.68	0.79	0.90

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	15.28%	15.40%	13.30%	11.30%
归属母公司净利润	33.38%	15.66%	16.60%	13.40%
获利能力				
毛利率	47.99%	48.70%	49.06%	49.15%
销售净利率	19.73%	19.77%	20.35%	20.74%
ROE	19.52%	20.79%	22.06%	22.63%
ROIC	13.70%	18.03%	20.49%	21.78%
偿债能力				
资产负债率	35.61%	26.12%	22.72%	21.09%
净负债比率	6.98%	1.07%	-6.17%	-11.51%
流动比率	1.91	2.62	3.22	3.69
速动比率	1.67	2.22	2.70	3.13
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.75	0.86	0.89
应收账款周转率	100.83	92.22	97.26	94.88
应付账款周转率	15.58	15.21	15.39	15.21
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.68	0.79	0.90
每股经营现金流	0.61	0.81	0.90	0.97
每股净资产	3.00	3.26	3.58	3.96
估值比率				
P/E	11.89	10.28	8.82	7.78
P/B	2.32	2.14	1.95	1.76
EV/EBITDA	11.94	7.26	6.00	5.07

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。