

食品加工

卫龙美味：小辣条造就大玩家，黄金赛道的稀缺性龙头

辣味休闲开创者，系列品牌助发展

卫龙美味主要从事辣味休闲食品的研发、生产与销售。在产品上，公司主打调味面制品，还包括蔬菜制品、豆制品和其他产品。在渠道上，公司“线上、线下”双发展，以线下经销商为主，大力发展下沉市场，依托全国性经销网络和庞大的零售终端，线下渠道占比9成以上，线上渠道占比有望逐步提升。股权结构方面，截至上市前，公司的控股股东为和和全球资本，拥有公司92.17%的股权，最终控制方为刘卫平、刘福平，其中刘卫平和刘福平为亲兄弟关系。公司本次融资目的：①升级供应链与扩大产能；②战略性投资与收购；③多元营销结构的打造；④人才引进与产品研发；⑤数字化建设、营运资金及其他一般公司用途。

辣味休闲食品长期高速发展，行业规范化+渠道下沉推动更进一步

辣味休闲食品增速长期处于休闲食品及非辣味休闲平均水平之上。就增速来说，辣味休闲食品2018-2020增速为9.55%、9.22%、4.39%，长期快于休闲食品行业平均增速，其中，调味面制品和辣味休闲蔬菜制品近5年增速位居各辣味休闲食品前列。当前，辣条食品规范逐步形成，调味面制品发展方兴未艾，行业规范化后全国化布局的难度降低。

品牌力+渠道铺设及管控铸就高壁垒，产品创新+渠道拓展推动持续发展

公司强大的营销能力和意愿是公司品牌力长盛不衰的保障。公司拥有多元化的产品与品牌组合，具有强大的产品创新力，当前公司通过OEM方式不断进行产品创新。公司拥有完善的线下经销渠道，与1900多家经销商合作，覆盖了超过57万个零售终端网点，经销商数量显著领先行业，渠道把控能力行业领先，未来随着公司渠道进一步下沉以及直营&线上渠道的发掘，盈利水平有望提升，业绩有望进一步放量。

盈利能力领先行业，主业造血能力和业务扩张意愿强

2018-2020年，公司营业收入逐年上升。毛利率方面，2018-2020年公司毛利率逐年上升，分别为34.7%/37.1%/38.0%。随着产品组合的优化和完善，高毛利的蔬菜制品比例提升，主营业务毛利率有望进一步提升。费用率方面，渠道把控能力行业领先，销售费用率远低于行业水平。公司于2018年、2019年及2020年，收入分别达到27.5、33.8、41.2亿元人民币；净利润率分别为17.3%、19.4%及19.9%，公司盈利能力领先行业。

投资建议：

公司作为调味面制品行业龙头，盈利能力突出且存在稀缺性。公司营销能力及意愿是公司品牌力长久以来的保障；公司持续打造新品，高毛利的蔬菜制品比例越来越高，各类型产品趋于均衡；公司渠道布局相对完善，规模优势明显。调味面制品及辣味蔬菜制品作为实惠而具成瘾性的产品易在下沉市场扩张而不影响毛利，未来随着公司渠道进一步下沉以及直营&线上渠道的发掘，以及高毛利产品的提升，盈利能力有望继续提升。

风险提示：食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新冠疫情对经营情况的影响风险、产品未适应消费需求变化的风险、业绩下降风险

证券研究报告

2021年05月21日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品加工-行业专题研究:线上各平台趋于均衡，线下拓店渠道下沉趋势形成》2021-05-12
- 2 《食品加工-行业研究简报:粮油行业巨轮，业绩稳健增长》2020-07-21
- 3 《食品加工-行业研究简报:中原“超级后厨”，差异化模式求发展》2020-06-23

内容目录

1. 辣味休闲开创者，系列品牌助发展.....	5
1.1. 重视口碑和营销，产能、渠道持续扩张.....	5
1.2. 调味料面制品占主导，多元产品同步发展.....	7
1.3. 扩产能、助营销、搞研发.....	9
2. 辣味休闲食品长期高速发展，行业规范化+渠道下沉推动更进一步.....	10
2.1. 辣味休闲食品：调味面制品和辣味休闲蔬菜制品高速发展，渠道下沉前景广阔.....	10
2.2. 调味面制品：行业规范逐步形成，辣条行业发展方兴未艾.....	13
2.3. 行业竞争格局分散，“一超多强”趋势显现，行业规范化后更易出现全国化品牌.....	15
3. 品牌力+渠道铺设及管控铸就高壁垒，产品创新+渠道拓展推动持续发展.....	17
3.1. 品类拓展+产品创新，打造多元产品结构与高毛利.....	17
3.2. 多渠道营销，瞄准 Z 世代，建立品牌曝光度与忠诚度.....	22
3.3. 快速下沉+严格管控，经销网络广度与深度并行.....	23
3.4. 供应链精准管理保障价格与质量.....	27
4. 盈利能力领先行业，主业造血能力和业务扩张意愿强.....	27
4.1. 收入端：营业收入稳步增长，稳固辣味休闲食品赛道行业地位.....	27
4.2. 毛利率端：主营业务毛利润逐年增长，毛利率与其他赛道龙头公司类似.....	29
4.3. 费用端：渠道把控能力行业领先，销售费用率远低于行业水平.....	31
4.4. 盈利端：公司盈利水平一骑绝尘，资产总值增加导致 ROE 下降.....	32
4.5. 存货周转：迎合业务需要存货有所增长.....	33
4.6. 现金流：现金流情况良好，具有较强的主业造血能力和业务扩张意愿.....	34
5. 投资建议.....	35
6. 风险提示.....	36

图表目录

图 1：公司发展经历三个阶段.....	5
图 2：公司股权结构.....	6
图 3：子公司情况.....	7
图 4：调味面制品收入占比 6 成以上.....	8
图 5：各类别产品的销量（万吨）及售价(元/千克).....	8
图 6：各渠道收入情况.....	9
图 7：线下收入占比 9 成以上.....	9
图 8：新增经销商数目变化情况.....	9
图 9：期末经销商数目情况.....	9
图 10：休闲食品零售额及预测（单位：十亿人民币）.....	10
图 11：辣味及非辣味休闲食品零售额及预测（单位：十亿人民币）.....	10
图 12：辣味、非辣味及卤制品休闲食品零售额增速.....	11

图 13: 各类辣味休闲食品规模及近 5 年复合增速 (单位: 亿元)	11
图 14: 辣味休闲食品各渠道销售额及 2015-2020 复合增速	12
图 15: 辣味休闲食品各渠道占比	12
图 16: 辣味休闲食品各能级城市销售额及 2015-2020 复合增速	12
图 17: 辣味休闲食品各能级城市规模占比	12
图 18: 辣条上下游产业链	13
图 19: 辣条行业发展进程及相关政策监管进程	14
图 20: 各类休闲食品规模及近 5 年复合增速: 调味面制品及休闲蔬菜制品增速最高。	15
图 21: 卫龙消费者年龄分布	15
图 22: 辣味休闲食品竞争格局分散, 卫龙市占 5.7% 排名第一	16
图 23: 调味面制品行业卫龙属于绝对龙头	16
图 24: 辣味休闲蔬菜制品行业卫龙同样属于处于行业领先	17
图 25: 调味面制品按包装规格划分收入 (亿元)	19
图 26: 调味面制品经典、精装包装收入占总收入占比	19
图 27: 产品生产流程主要步骤	20
图 28: 各类别产品收入 (亿元)	21
图 29: 各类别产品收入占比 (%)	21
图 30: 各类别产品毛利率	21
图 31: 各类别产品销量 (万吨)	21
图 32: 各类别产品平均售价 (元/kg)	21
图 33: 卫龙一袋大面筋的利润结构	21
图 34: 卫龙及同业资讯指数情况	22
图 35: 卫龙及同业搜索指数情况	22
图 36: 卫龙效仿 iPhone7 推出“辣条 7”	23
图 37: 赵薇代言卫龙“经典”系列; 杨幂代言“亲嘴”系列	23
图 38: 销售渠道收入明细 (单位: 千元)	23
图 39: 线下经销商数目与增减情况	24
图 40: 期间增新及已终止经销商的收入贡献 (单位: 亿元)	24
图 41: 线上经销商数目与增减情况	24
图 42: 向 OEM 供应商采购金额占销售成本比例逐年上涨	25
图 43: 2020 年销售费用及占比	25
图 44: 卫龙美味 2020 年销售费用拆解	25
图 45: 盐津铺子 2020 年销售费用拆解	26
图 46: 安井食品 2020 年销售费用拆解	26
图 47: 卫龙美味与安井食品毛利率对比	26
图 48: 卫龙美味与安井食品净利率对比	26
图 49: 2015-2020 年中国大豆油与面粉的平均价格 (单位: 元/kg)	27
图 50: 公司 2018-2019 营业总收入 (单位: 亿元)	27
图 51: 2018-2020 主营业收入构成按销售渠道划分	27
图 52: 2018-2020 主营业收入构成按产品类别划分	28
图 53: 2018-2020 主营业收入构成按销售区域划分 (单位: 亿元)	29

图 54: 2018-2020 按产品类别细分的每千克平均销售明细 (单位: 元/千克)	29
图 55: 2018-2020 公司主营业务毛利润 (单位: 亿元)	29
图 56: 2018-2020 主营业务毛利率按产品类别划分	30
图 57: 2018-2020 可比公司毛利率对比	30
图 58: 2018-2020 公司各项费用 (单位: 亿元) 及期间费用 YOY	31
图 59: 2018-2020 公司各项费用率	31
图 60: 2018-2020 公司及同行业上市公司销售费用率	31
图 61: 2018-2020 公司及同行业上市公司管理费用率	32
图 62: 公司净利润持续增长	32
图 63: 公司净利率较稳定	32
图 64: 卫龙净利率行业领先	33
图 65: 净资产收益水平有所下降	33
图 66: 公司主要存货为原材料且数量不断增长 (单位: 亿元)	34
图 67: 公司存货周转与存货数量变化一致, 行业领先	34
图 68: 公司现金流情况良好 (单位: 万元)	35
图 69: 与其他公司经营现金流和净利润的对比情况	35
图 70: 卫龙可比公司估值	35
表 1: 主要投资者	6
表 2: 董事会成员介绍	6
表 3: 公司主要产品的上市时间、保质期、建议零售价格、净重规格和图例	8
表 4: 各辣味产品的价格相对坚果、蜜饯等类型更实惠, 适合能级下沉	13
表 5: 公司主要产品一览	17
表 6: 公司主要产品详细信息	19
表 7: 公司净资产回报水平有所下降	33

1. 辣味休闲开创者，系列品牌助发展

卫龙美味主要从事辣味休闲食品的研发、生产与销售。公司是中国最大的辣味休闲食品企业，根据 2020 年零售额价值计算，卫龙在中国辣味休闲食品市场排名第一，市场份额达 5.7%，是第二名的 3.8 倍，公司拓展调味面制品、辣味休闲蔬菜制品等细分行业，推出例如「风吃」和「亲嘴烧」系列等品牌，在细分行业的市场份额均位列第一，广泛受到年轻人的喜爱。

1.1. 重视口碑和营销，产能、渠道持续扩张

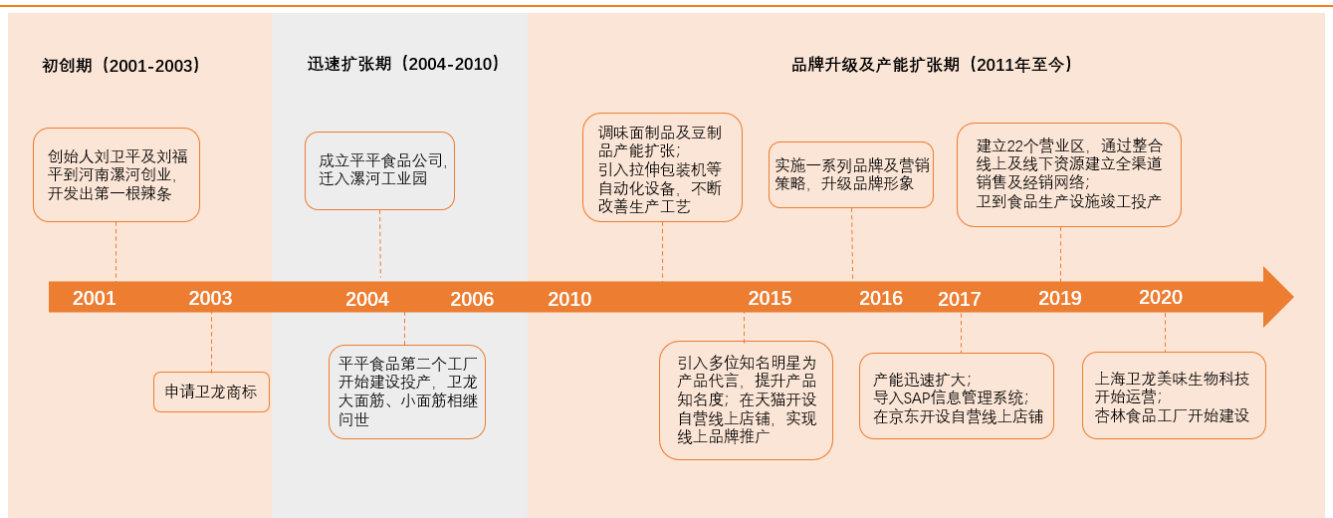
公司成立以来，经历了如下三个发展阶段：

初创期（2001 年-2003 年）：创始人刘卫平及刘福平到河南漯河创业，开发出第一根辣条，从小作坊做起，积累资本和经验后购置生产机器扩大产量，于 2003 年申请卫龙商标。

迅速扩张期（2004 年-2010 年）：从漯河走出河南，扩张至全国。卫龙根据消费者需求开发产品、改良需求，之后开启口碑营销，在漯河当地小区、超市、学校等地张贴海报、分发广告，打响名声，并注重对经销商的管理，在口碑效应下迅速扩张至全国。2004 年卫龙成立平平食品公司，迁入漯河工业园，随后平平食品第二个工厂开始建设投产，卫龙大面筋、小面筋相继问世。

品牌升级及产能扩张期（2011 年至今）：随着人们对食品安全越来越重视，卫龙开启了从“垃圾食品”转变为“网红零食”、辣条标杆的品牌升级、产能扩张之路。品牌方面，卫龙引入多位知名明星为产品代言，提升产品知名度，实施一系列品牌及营销策略，升级品牌形象，通过网络营销、热度营销、怀旧营销，在互联网上持续增加热度，增加品牌曝光度；产能及供应链方面，调味面制品及豆制品产能扩张，引入拉伸膜包装机等自动化设备，不断改善生产工艺，2019 年卫到食品生产设施竣工投产，极大提升了自动化水平及产能，2020 年上海卫龙美味生物科技开始运营，杏林食品工厂开始建设；渠道方面，卫龙先后在天猫、京东开设自营线上店铺，2019 年建立了 22 个营业区并通过整合线上及线下资源建立全渠道销售及经销网络。

图 1：公司发展经历三个阶段

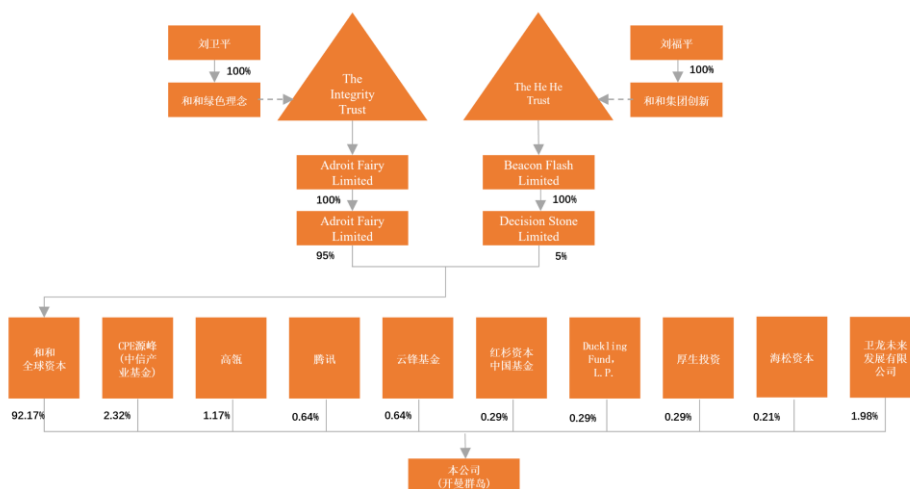


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2021 年 3 月 31 日，投资者与公司及和和全球资本等订立股东协议。2021 年 5 月 7 日，公司向 Weilong Future Development Limited 配发及发行 41,389,000 股普通股，约占公司已发行股份总数的 1.98%。截至上市前，公司的控股股东为和和全球资本，拥有公司 92.17% 的股权，最终控制方为刘卫平、刘福平，其中刘卫平和刘福平为亲兄弟关系。主要投资者有 CPE 源峰（中信产业基金）、高瓴、腾讯、云锋基金、红杉资本中国基金、Duckling Fund, L.P.、厚生投资以及海松资本。公司董事会目前由 9 名董事组成，包括董事长刘卫平，总

裁刘福平、首席财务官兼副总裁彭宏志、副总裁张小三、副总裁陈林，非执行董事毛卫，以及 3 名独立非执行董事。

图 2：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：主要投资者

投资者名称	已认购股份数目	已支付对价金额（美元）
CPE 源峰（中信产业基金）	48,621,551	218,000,000
高瓴	24,533,810	110,000,000
腾讯	13,382,078	60,000,000
云锋基金	13,382,078	60,000,000
红杉资本中国基金	6,021,935	27,000,000
Duckling Fund, L.P.	6,021,935	27,000,000
厚生投资	6,021,935	27,000,000
海松资本	4,460,692	20,000,000
合计	122,446,014	549,000,000

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 2：董事会成员介绍

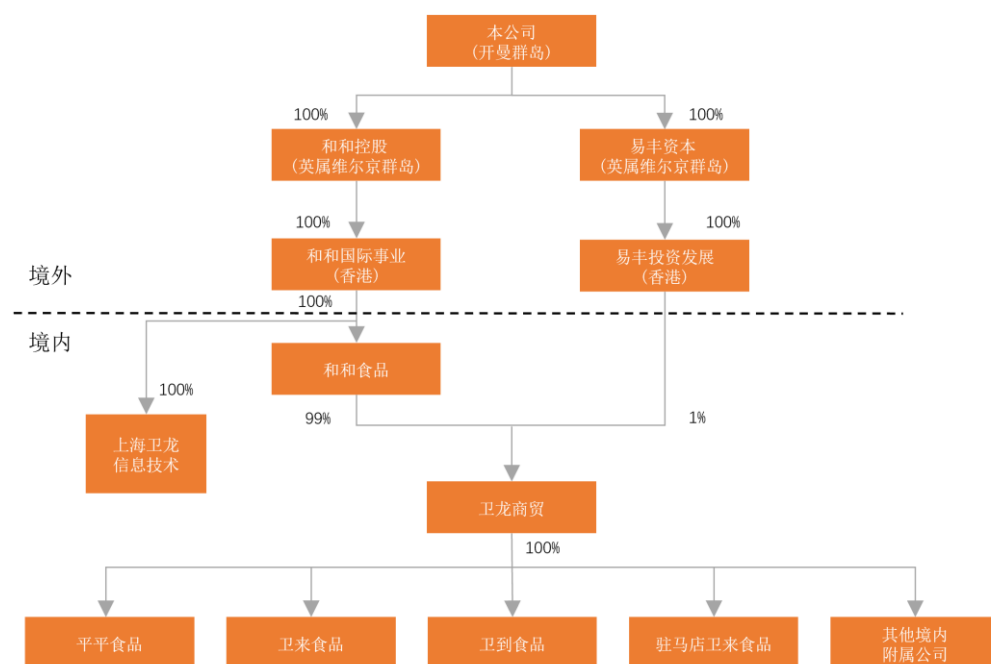
姓名	年龄	职位	主要职责	加入集团时间	获委任为董事日期	与其他董事及高级管理层的关系
刘卫平	42 岁	董事长兼执行董事	领导和管理董事会，负责集团的整体业务战略及集团的管理；董事会提名委员会主席	自集团成立以来	2018 年 7 月 6 日	刘福平的哥哥；刘中思的堂兄
刘福平	39 岁	执行董事兼总裁	负责集团的整体经营管理	自集团成立以来	2018 年 7 月 6 日	刘卫平的弟弟，刘忠思的堂兄
彭宏志	39 岁	执行董事、首席财务官兼副总裁	负责监督集团的财务管理和信息技术管理	2010 年 10 月	2021 年 4 月 27 日	刘忠思的表兄
张小三	40 岁	执行董事兼副总裁	负责集团的整体销售和营销工作	2013 年 7 月	2021 年 4 月 27 日	无
陈林	34 岁	执行董事兼副总裁	负责集团的整体供应链管理和人	2009 年	2021 年	刘忠思的表弟

			力资源管理；董事会薪酬委员会成员	6月	4月27日	
毛卫	48岁	非执行董事	向董事会提供专业意见和判断	2021年4月	2021年4月27日	无
徐黎黎	37岁	独立非执行董事	向董事会提供独立意见；董事会审核委员会、提名委员会和薪酬委员会成员	2021年4月	2021年4月27日	无
张弼弘	45岁	独立非执行董事	向董事会提供独立意见；董事会审核委员会主席；董事会提名委员会成员	2021年4月	2021年4月27日	无
邢冬梅	49岁	独立非执行董事	向董事会提供独立意见；董事会薪酬委员会主席；董事会审核委员会成员	2021年4月	2021年4月27日	无

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司目前直接及间接拥有 25 家子公司，其中六家对集团业绩、资产、负债或业务产生影响，这六家公司分别为卫龙商贸、平平食品、卫来食品、卫到食品、驻马店卫来食品、卫龙生物技术。其中卫龙商贸主要负责公司线上、线下渠道交易及营销，平平食品、卫来食品、卫到食品、驻马店卫来食品主要从事面制品、休闲蔬菜制品及豆制品的生产，卫龙生物技术从事集团产品的研发、迭代及引进新口味、改善原材料。

图 3：子公司情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

为了激励及奖励为集团发展作出贡献的董事、高级管理人员及其他雇员，董事会于 2021 年 1 月 1 日批准并采纳受限制股份单位计划。

1.2. 调味料面制品占主导，多元产品同步发展

在产品上，公司主打“调味料面制品”，还包括蔬菜制品、豆制品和其他产品。调味料面制品地位不可撼动，其收入占比 6-7 成，拥有价格低廉、口感美味的优点，深受大众喜爱。

但随公司产品多元化的拓展，售价更高的蔬菜制品收入和销量的占比逐年提高，调味料面制品收入占比呈下降趋势。在渠道上，公司“线上、线下”双发展，以线下经销商为主，大力发展下沉市场，依托全国性经销网络和庞大的零售终端，线下渠道占比9成以上，线上渠道占比较低，但卫龙加大对各大电商平台的布局，线上渠道占比有望逐步提升。

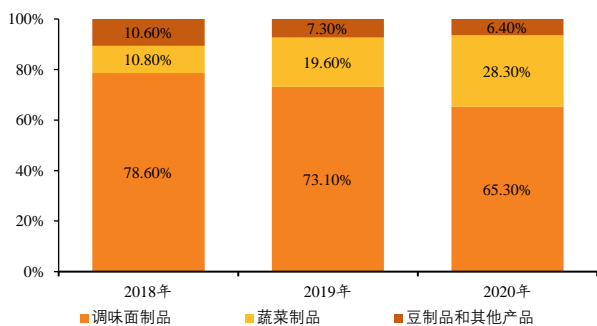
表 3：公司主要产品的上市时间、保质期、建议零售价格、净重规格和图例

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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

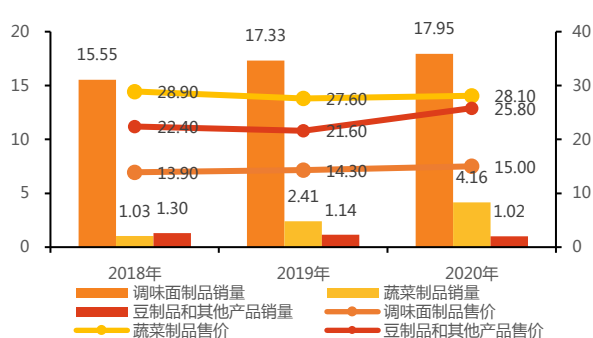
图 4：调味面制品收入占比 6 成以上

图 5：各类别产品的销量（万吨）及售价(元/千克)



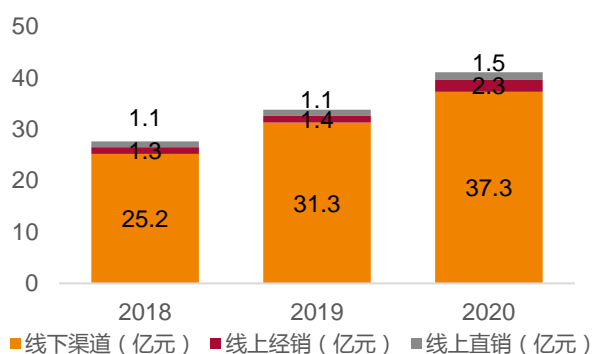
资料来源：卫龙招股说明书，天风证券研究所

图 6：各渠道收入情况



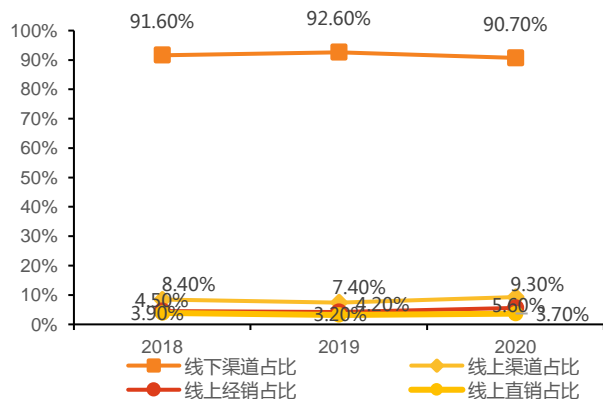
资料来源：卫龙招股说明书，天风证券研究所

图 7：线下收入占比9成以上



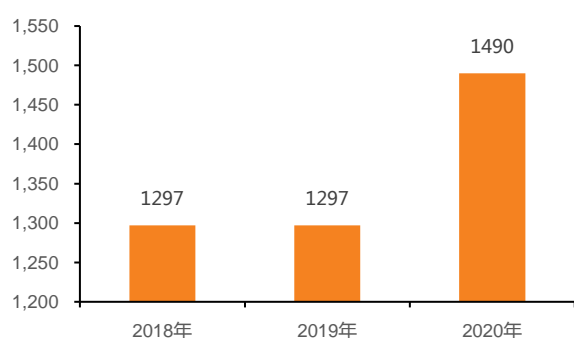
资料来源：卫龙招股说明书，天风证券研究所

图 8：新增经销商数目变化情况

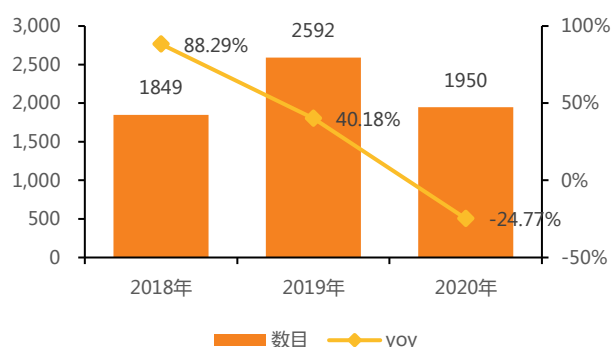


资料来源：卫龙招股说明书，天风证券研究所

图 9：期末经销商数目情况



资料来源：卫龙招股说明书，天风证券研究所



资料来源：卫龙招股说明书，天风证券研究所

1.3. 扩产能、助营销、搞研发

公司本次融资目的：①**升级供应链与扩大产能**：包括新建工厂和现有工厂的升级。计划在华南或华东增设两家工厂，于2023年开始投产，预计每年增加产能399,600吨，在云南曲靖增设一家工厂，于2022年开始投产，预计每年增加产能197,600吨；升级杏林工厂，

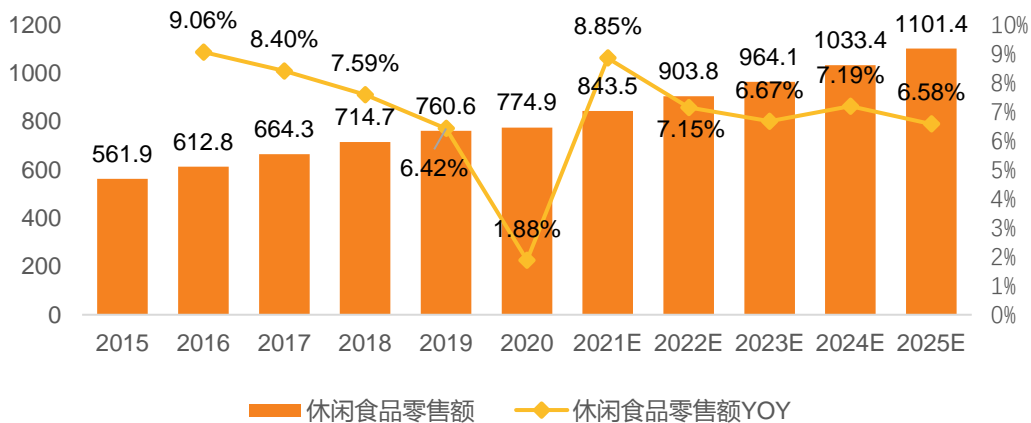
预计每年增加产能 130800 吨。②**战略性投资与收购**：助力公司更好的协同规划，兼并原材料供应商及加工商。③**多元营销结构的打造**，扩大经销网络，发力线上营销，帮助公司进一步完成营销系统的完善。④**人才引进与产品研发**，加强设备及产品升级，引进和培养高端科技人才，卫龙研究院将加强与高校的合作，提升研发能力。⑤**数字化建设、营运资金及其他一般公司用途**。

2. 辣味休闲食品长期高速发展，行业规范化+渠道下沉推动更进一步

2.1. 辣味休闲食品：调味面制品和辣味休闲蔬菜制品高速发展，渠道下沉前景广阔

辣条属于调味面制品，与其他休闲食品一样属于正餐以外或休闲时间里食用的包装食品。根据弗若斯特沙利文报告，按零售额计算，2020 年中国休闲食品行业的市场规模为人民币 7,749 亿元，2015 年至 2020 年年复合增长率为 6.6%。受居民可支配收入增长、城镇化进程加快、消费场景日益丰富、创新产品不断涌现以及零售渠道不断改善等因素的推动，中国休闲食品市场将持续增长，预计 2020 年至 2025 年年复合增长率将达到 7.3%。按零售额计算，2025 年中国休闲食品行业的市场规模预计将达到人民币 11,014 亿元。

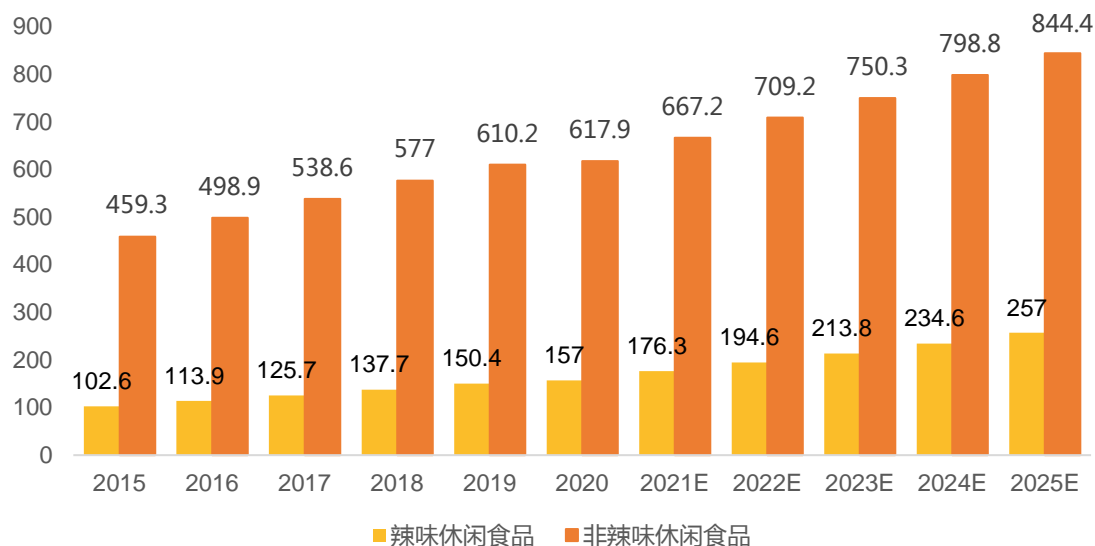
图 10：休闲食品零售额及预测（单位：十亿人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书，天风证券研究所

辣味休闲食品增速长期处于休闲食品及非辣味休闲平均水平之上。根据弗若斯特沙利文，辣味休闲食品 2020 年规模达到 1570 亿元，非休闲食品达到 6179 亿元。根据预测，辣味休闲食品 2025 年将达到 2570 亿规模，与 2020 年相比 5 年复合增速 10.4%。

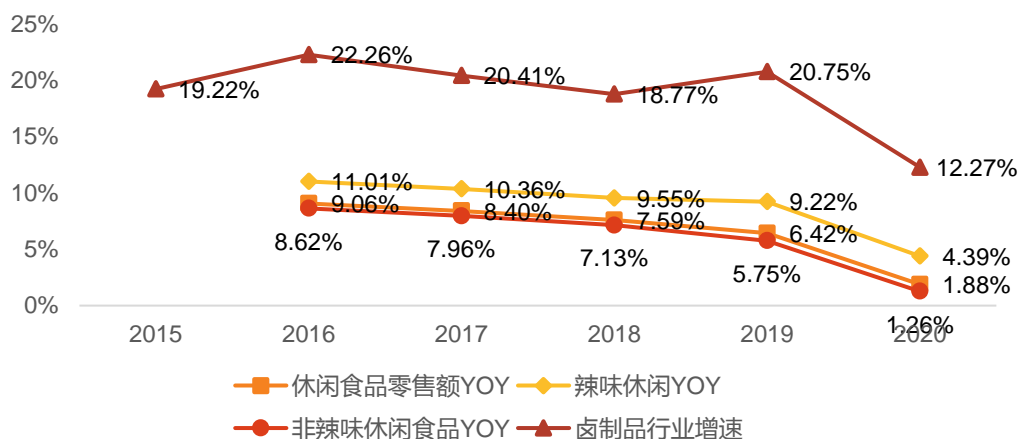
图 11：辣味及非辣味休闲食品零售额及预测（单位：十亿人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书，天风证券研究所

成瘾性休闲食品增速往往高于平均。就增速来说，辣味休闲食品 2018-2020 增速为 9.55%、9.22%、4.39%，长期快于休闲食品行业平均增速。20 年辣味休闲食品在休闲食品中的占比由 2015 年的 18.3% 提升至 20.3%，预计 2025 年辣味休闲食品能达到 2570 亿元，对应休闲食品占比 23.3%。而同为具有成瘾性的卤制品，近年来同样保持较高增速，根据艾媒咨询，2015-2019 年卤制品市场规模增速长期维持在 20% 附近。

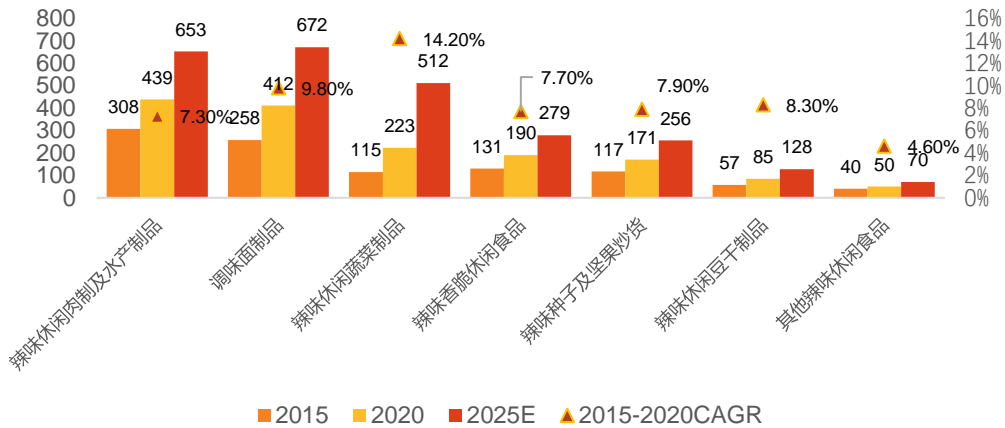
图 12: 辣味、非辣味及卤制品休闲食品零售额增速



资料来源：弗若斯特沙利文、艾媒咨询，天风证券研究所

调味面制品和辣味休闲蔬菜制品近 5 年增速位居各辣味休闲食品前列。随着近年来辣味休闲食品领域不断推陈出新，众多食品生产商持续开发新型辣味休闲食品以适应不断变化的消费者偏好，推动了辣味休闲食品行业的快速增长。中国的辣味休闲食品行业的零售额由 2015 年的 1,026 亿元人民币增长至 2020 年的 1,570 亿元，年复合增长率为 8.9%，高于休闲食品行业同期年复合增长率。按零售额计，中国辣味在整体休闲食品行业中的份额，从 2015 年的 18.3% 增长至 2020 年的 20.3%。根据弗若斯特沙利文报告，预计中国辣味休闲食品行业 2020 至 2025 年将按照 10.4% 的年复合增长率增长，至 2025 年零售额将达到 2,570 亿元。

图 13: 各类辣味休闲食品规模及近 5 年复合增速 (单位: 亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书，天风证券研究所

分渠道看，当前辣味休闲食品仍以商超、便利店等渠道为主，未来线上渗透率有望提升。传统及现代渠道占据中国辣味休闲食品市场份额的绝大部分。按零售额计，2020 年传统渠道（包括小型杂货店、非连锁便利店、批发市场及夫妻店等）整体市场份额达到 43.1%，现代渠道（商超、连锁便利店等）的占比达到 31.8%，电商渠道的整体市场份额则达到 11.5%。随著线下渠道向低线城市的进一步渗透及效率提升，预计传统渠道仍能保持较高增速及渠道占比，而电商渠道的占比由 2015 年的 6.8% 提升至 11.46%，预计未来或继续提升。

图 14：辣味休闲食品各渠道销售额及 2015-2020 复合增速

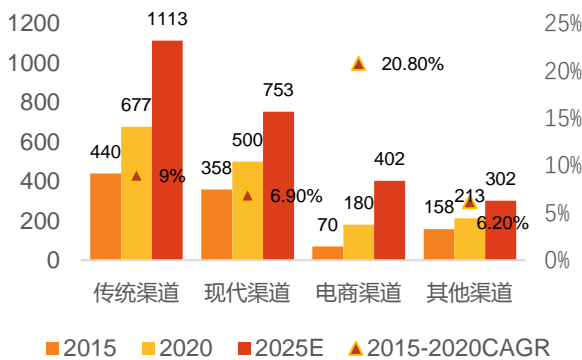
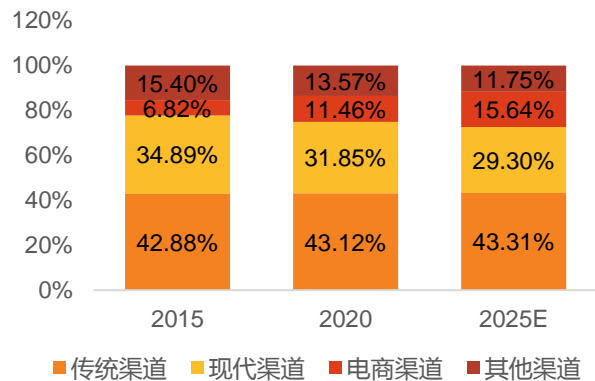


图 15：辣味休闲食品各渠道占比



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

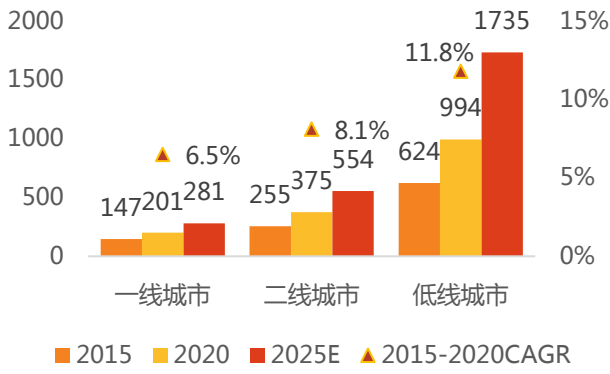
资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

注：传统渠道包括小型杂货店、非连锁便利店、批发市场及夫妻店等；现代渠道包括商超、连锁便利店等；其他渠道包括餐饮渠道、宾馆、机场、车站、网吧、高速公路服务区等

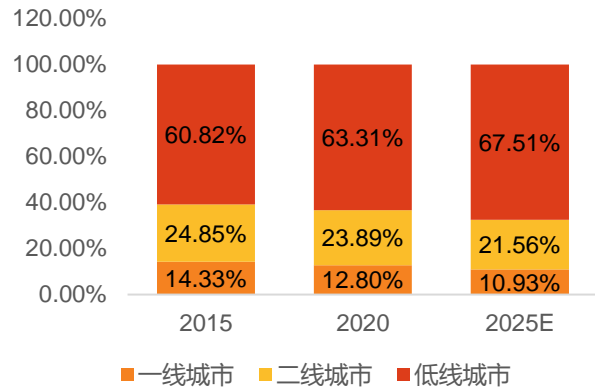
按能级区分，低能级城市辣味休闲食品的占比最高，未来辣味休闲食品市场下沉前景广阔。根据弗若斯特沙利文，2015 年一线城市、二线城市、低线城市辣味休闲食品份额分别为 147 亿元、255 亿元、624 亿元，占比分别为 14%、25%、61%，2020 年一线城市、二线城市、低线城市辣味休闲食品份额分别为 201 亿元、375 亿元、9944 亿元，占比分别为 13%、24%、63%，低线城市的 5 年复合增速高达 11.8%，高于一、二城市。低线城市的辣味休闲食品占比逐渐提升，或主要由于辣味休闲食品普遍价格实惠、成瘾性强，且得益于当前休闲食品渠道下沉的趋势不断形成。

图 16：辣味休闲食品各能级城市销售额及 2015-2020 复合增速

图 17：辣味休闲食品各能级城市规模占比



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

表 4：各辣味产品的价格相对坚果、蜜饯等类型更实惠，适合能级下沉

产品	价格
卫龙亲嘴烧	25.8 元/100 片
卫龙小辣棒	35 元/10 包
卫龙大面筋	17.5 元/106g*5 袋
盐津铺子小新王子辣棒	21.63 元/500g
麻辣王子	24.9 元/30 包 (550g)
三只松鼠约辣辣条	44.5 元/200g

资料来源：淘宝网，天风证券研究所

2.2. 调味面制品：行业规范逐步形成，辣条行业发展方兴未艾

调味面制品一般即为辣条，是一种以小麦粉或其他谷物粉类为主要原料，添加适量的调味料、食品添加剂及辅料，经一系列工艺制成的即食方便食品。辣条产业链的上游包括面粉、小麦粉、大豆油等，下游渠道包含小型杂货店等传统渠道、商超等现代渠道以及电商渠道等等。对于休闲蔬菜类制品，产业链与调味面制品类似，只不过上游原材料为海带等原材料。

图 18：辣条上下游产业链

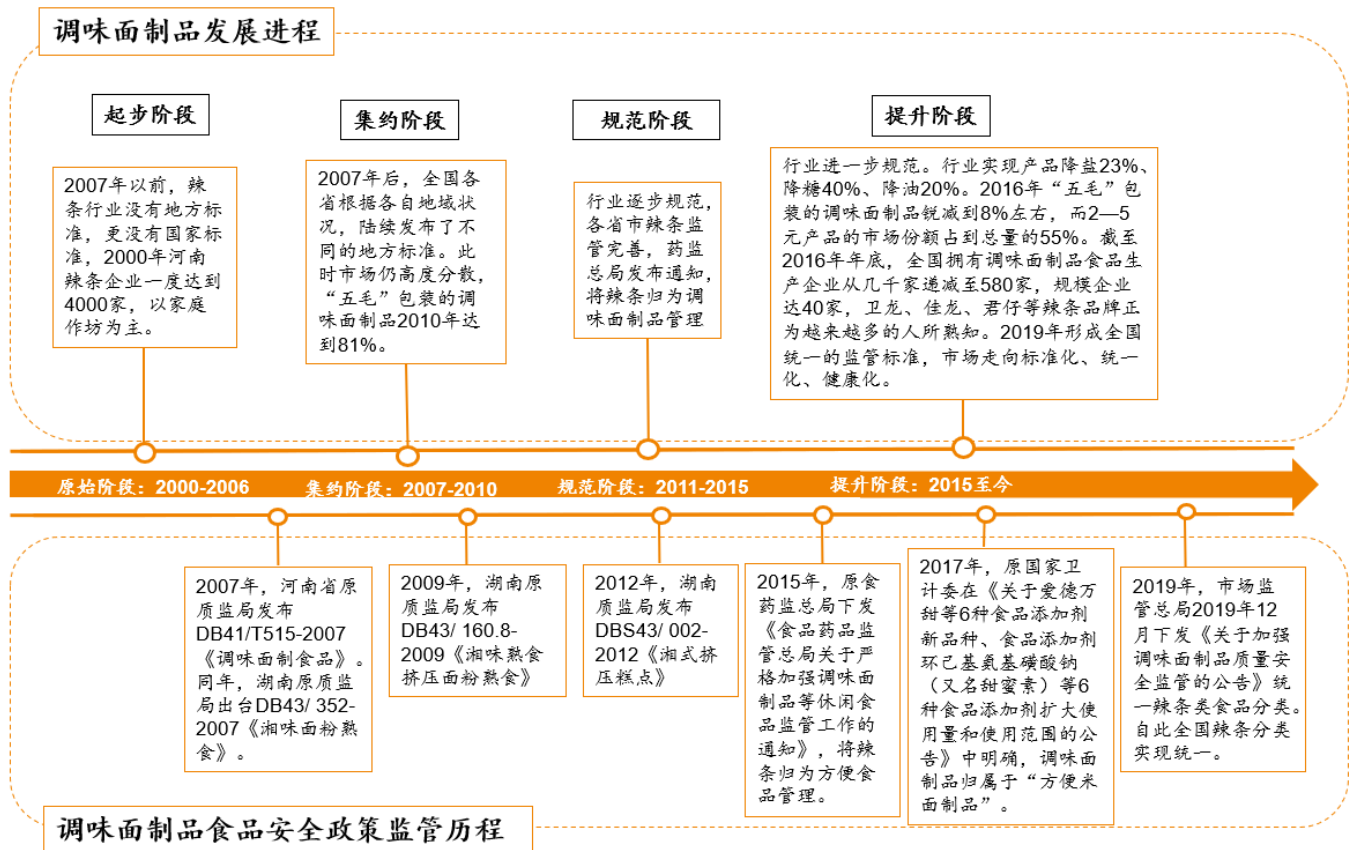


资料来源：智研咨询，天风证券研究所

标准统一降低全国化拓展难度，调味面制品发展方兴未艾。2019年12月，市场监管总局发布关于加强调味面制品质量安全监管的公告，对“辣条”类食品统一按照“方便食品（调味面制品）”生产许可类别进行管理。生产企业要按照《食品安全国家标准 食品添加剂使用标准》（GB 2760）的相关规定使用食品添加剂，不得超范围、超限量使用食品添加剂。2007年之后，我国各个省市根据地域特性，都发布了不同的地方标准，然而，这样各自为政的局面，在辣条行业迅速发展以及便捷跨省渠道流通的背景下产生了更大的难题，这些地方标准的内容由于不统一，会经常出现“打架”的情况，而标准的统一使得市场走向标准化、统一化，降低了辣条品牌的全国化拓展难度。

辣条食品规范逐步形成，促行业健康发展。辣条由于其价格实惠以及成瘾性风靡全国，起初因营养和卫生问题频受质疑，十几年来对于辣条的行业规范逐步形成，整个行业处于健康发展的态势。当前辣条呈现爆款化、高端化、健康化的趋势，相关数据显示，市面上“五毛”包装的调味面制品由2010年的81%已经锐减到2016年的8%，而2-5元产品的市场份额占到了总量的55%，从中可以看出行业的产品结构与主要消费群体正在发生转变。同时，目前行业已经实现产品降盐23%、降糖40%、并探索在产品中加入山药粉、青稞、膳食纤维等健康元素，行业整体呈现规范化、统一化、健康化发展。

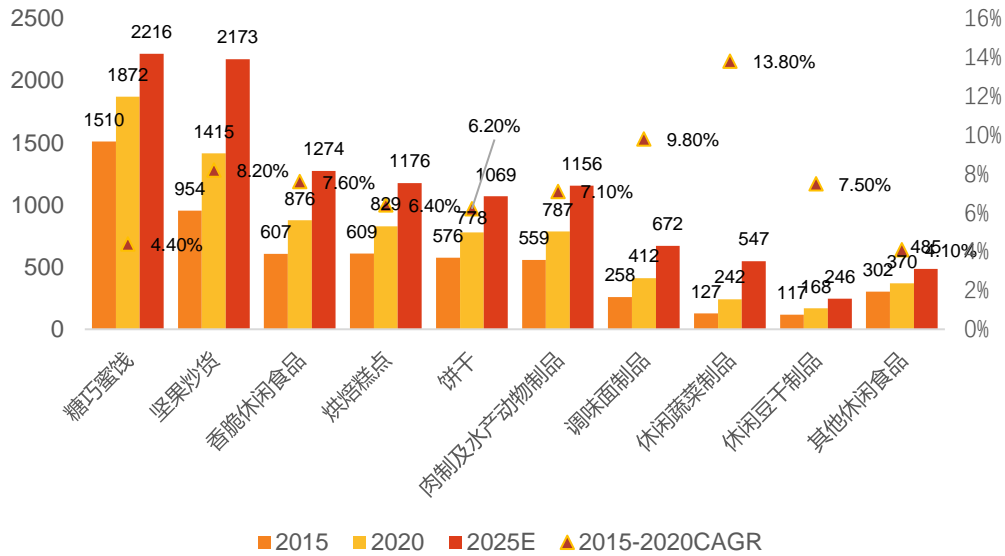
图 19：辣条行业发展进程及相关政策监管进程



资料来源：郑州市平江商会、智研咨询，天风证券研究所

分类来看，调味面制品、休闲蔬菜制品及休闲豆干制品在各类休闲食品中保持高增速。根据弗若斯特沙利文，2020年糖巧蜜饯市场达到1872亿元，坚果类达到1415亿元，而调味面制品、休闲蔬菜制品以及豆干制品近5年来保持高增速，其中调味面制品市场由2015年的258亿元增长至412亿元，根据预测，调味面制品2025年将达到672亿元市场，预计5年复合增速10.3%，休闲蔬菜制品由2015年的127亿元增至2020年的242亿元，预计2025年将达到547亿元，5年复合增速17.7%，在各类型休闲食品中处于最高水平。

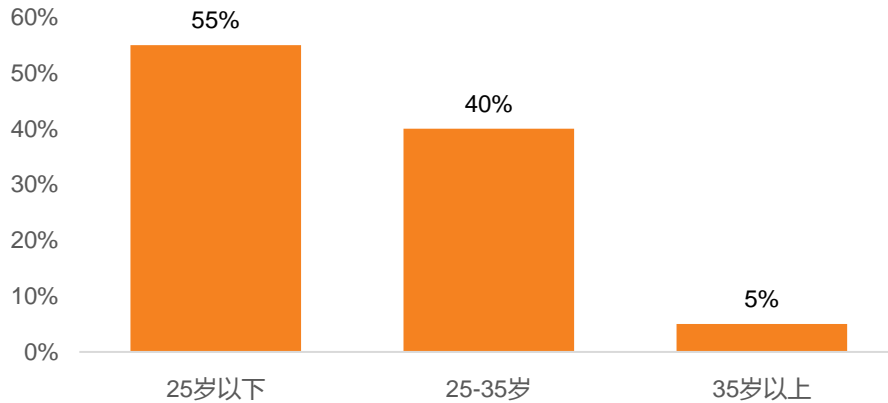
图 20：各类休闲食品规模及近 5 年复合增速：调味面制品及休闲蔬菜制品增速最高。



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书，天风证券研究所

消费者画像方面，卫龙抽样调查结果显示，95%的消费者为 35 岁以下，55%消费者年龄在 25 岁以下，是卫龙最大的客户群体。在 1995 年之后出生的受访群体中，14.6%表示调味面制品是他们最喜欢的休闲食品品类，在所有休闲零食品类中位于第二；在 1985 年之后出生的受访群体中，11.7%表示调味面制品是其最喜欢的休闲食品品类，在所有休闲零食品类中位于第三。

图 21：卫龙消费者年龄分布



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书，天风证券研究所

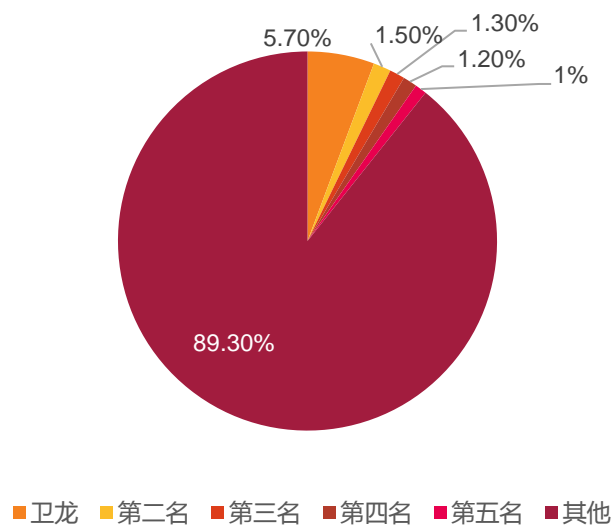
2.3. 行业竞争格局分散，“一超多强”趋势显现，行业规范化后更易出现全国化品牌

2000 年以来，调味面制品已经经历过野蛮生长，进入到目前稳健规范发展的阶段。随着调味面制品行业的发展和规范化、规模化效应的体现，行业集中度不断提升。数据显示，截至 2016 年年底，全国拥有调味面制品食品生产企业从几千家递减至 580 家；根据郑州市平江商会统计，河南调味面制品企业从 2000 年的 4000 多家递减至 2017 年的 236 家，其中规模企业达 40 家，卫龙、佳龙、君仔等辣条品牌正为越来越多的人所熟知。

作为休闲食品的一部分，整个辣味休闲食品板块目前竞争格局分散。根据弗若斯特沙利文报告，按零售额计，2020 年中国前五大辣味休闲食品公司的市场占有率为 10.7%。2020 年，

卫龙在中国辣味休闲食品行业中市场份额排名第一，市场占有率为 5.7%，按零售额计，是行业第二名市场份额的 3.8 倍，超过第 2-5 名企业的市场份额之和。辣味休闲食品 CR3 为 8.5%，CR5 为 10.7%，行业较为分散。

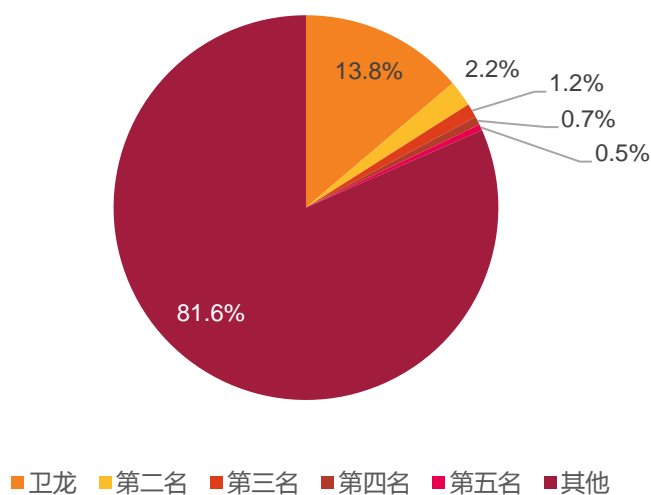
图 22：辣味休闲食品竞争格局分散，卫龙市占 5.7% 排名第一



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书，天风证券研究所

细化到调味面制品行业，卫龙是该行业绝对龙头。按零售额计算，2020 年中国前五大调味面制品公司的市场占有率为 18.4%。2020 年，按零售额计，卫龙在中国调味面制品市场中排名第一，市场份额达到 13.8%，是第二名市场份额的 6.3 倍，超过第 2-5 名企业的市场份额之和，黄金赛道稀缺性龙头呼之欲出。

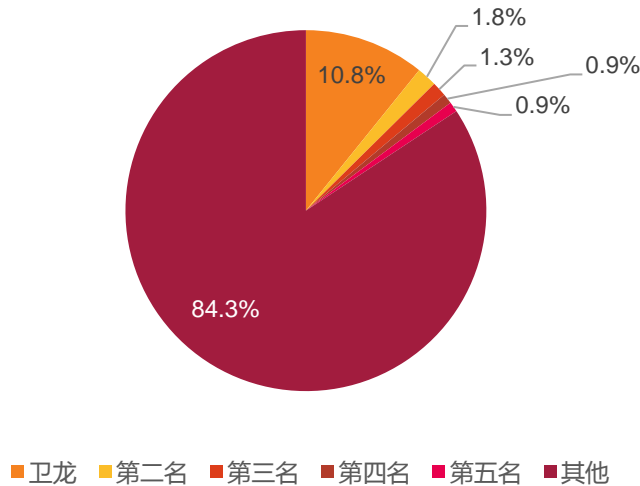
图 23：调味面制品行业卫龙属于绝对龙头



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书，天风证券研究所

除调味面制品外，辣味休闲蔬菜制品同样市场集中度较低。2020 年中国前五大辣味蔬菜休闲制品公司的市场占有率为 15.7%。2020 年，按零售额计，卫龙在中国辣味蔬菜休闲制品市场中排名第一，市场份额达到 10.8%，是行业第二名的 6.0 倍，超过第 2-5 名企业的市场份额之和。

图 24：辣味休闲蔬菜制品行业卫龙同样属于处于行业领先



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书，天风证券研究所

在消费升级和行业逐步规范化发展的背景下，我们认为未来调味面制品以及辣味休闲蔬菜等等行业将：**1) 随着行业逐步发展，渠道进一步完善和下沉，实惠美味的调味面制品及辣味休闲食品将拥有更多的客群。**销售渠道的完善促进了消费者消费频次的提升，逐渐释放了低线城市的市场潜力。根据弗若斯特沙利文报告，2020年至2025年，低线城市的辣味休闲食品行业预计以11.8%的年复合增长率增长，快于辣味休闲食品行业整体的增长率。

2) 行业规范统一化后更易出现全国化品牌。目前对于调味面制品的监管标准已经实现全国统一，另外，基于城镇化进程加快带来的人口流动和物流基础设施的进一步完善，将地方美食传播到全国各地。辣味食品由主要在湖南、湖北、四川、重庆、贵州及江西消费，逐步风靡全国。中国互联网、电商及社交媒体的发展同样助推了辣味休闲食品的盛行。例如愈来愈多的网红将辣味休闲食品视为其内容创作的有趣素材，在知名社交平台上开展大胃王挑战等，进一步加快了辣味休闲食品的大众传播。

3) 产品不断升级创新将有望带来更高客单价和消费频次，吸引更多消费者。与十几年前的“五毛”辣条相比，目前调味面制品更加注重健康化发展，目前行业实现产品降盐23%、降糖40%、降油20%。另外，辣味休闲食品具有成瘾性，在味道类似的情况下或可以将辣味拓展到其他类型产品，例如魔芋爽、土豆等等，产品拓展空间大。未来产品的不断升级创新与拓展将为该行业市场打开更大空间。

3. 品牌力+渠道铺设及管控铸就高壁垒，产品创新+渠道拓展推动持续发展

3.1. 品类拓展+产品创新，打造多元产品结构与高毛利

公司秉承“以工业化思维，让美食原点的价值最大化释放”的产品理念，致力于使产品保持娱乐化、休闲化、便捷化、亲民化。公司以大豆、面粉以及海带等大众食材为主要原材料，研发、制造了一系列辣味休闲食品，产品组合种类丰富且具有战略选择性，涵盖以下类别：①调味面制品：主要包括大面筋、小面筋、大辣棒、小辣棒及亲嘴烧；②蔬菜制品：主要包括魔芋爽及风吃海带。③豆制品及其他产品：主要包括软豆皮、卤蛋及肉制品。

表 5：公司主要产品一览

产品类别	主要产品
------	------

大面筋



淨重：102克



淨重：28克



淨重：65克



淨重：312克

小面筋



淨重：18克



淨重：26克



淨重：30克



淨重：312克
(每個獨立包裝26克x 12包)

调味面制品

亲嘴烧



散装



淨重：28克



淨重：90克

大辣棒



淨重：82克



淨重：24克



淨重：52克

小辣棒



淨重：78克



淨重：18克



淨重：50克

蔬菜制品

魔芋爽



淨重：18克



淨重：50克



淨重：350克



淨重：360克
(每個獨立包裝18克 x 20包)



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

公司拥有多元化的产品与品牌组合，具有强大的产品创新力。调味面制品是公司最经典的产品类别，公司通过升级食材、生产及包装技术不断提升调味面制品的口味及稳定性，并推出新产品。截至目前，公司共有 37 款调味面制品，调味面制品销售额以 11.6% 的年复合增长率维持快速增长。除调味面制品品类外，公司也拓展至蔬菜制品、豆制品等品类，陆续推出了“风吃”、“亲嘴烧”系列等品牌。“风吃海带”自推出后深受消费者喜爱，上市后一年内零售额达到人民币 1 亿元。2019 年和 2020 年公司新产品的收益分别达到当年总收益的 36.0% 和 12.7%，不断推出新产品的能力是公司从调味面制品行业龙头成长为整个辣味休闲食品行业领先者的关键。

表 6：公司主要产品详细信息

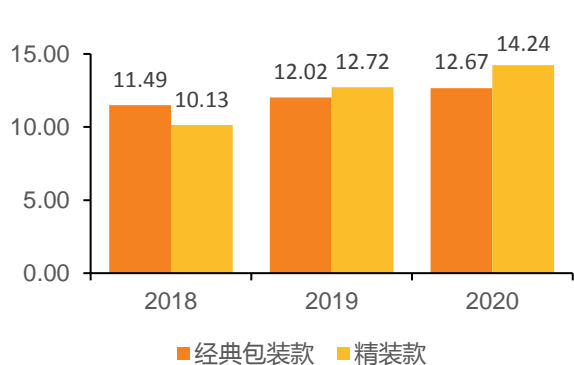
产品类别	主要产品	上市时间	保质期	每个独立包装建议零售价	每个独立包装净重
调味面制品	大面筋	2008 年	120 天	1.0-12.8 元	28 克、65 克、102 克、106 克、312 克、散装
	小面筋	2008 年	120 天	0.5-12.8 元	18 克、26 克、30 克、散装
	亲嘴烧	2010 年	150 天	0.5-12.8 元	20 克、28 克、90 克、150 克、散装
	大辣棒	2018 年	120 天	1.0-12.8 元	24 克、52 克、78 克、82 克、散装
	小辣棒	2018 年	120 天	1.0-4.0 元	18 克、50 克
蔬菜制品	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

资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

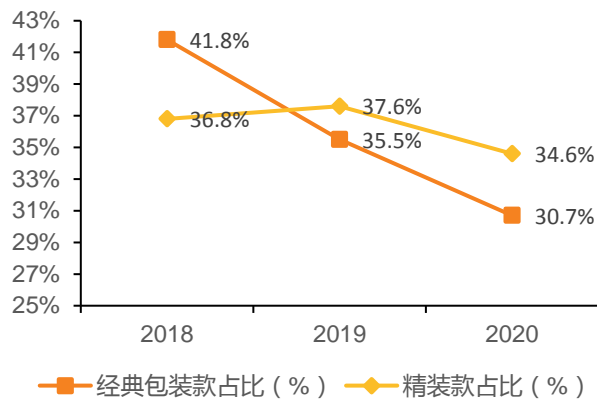
经典、精装包装适应不同消费场景、市场，小包装设计提高产品消费频次。辣味食品的消费场景不再局限于正餐之时，已拓展至休闲活动、娱乐、旅游、办公等多种场景。为迎合中国不同市场和消费者的需求，自 2015 年起，公司的调味面制品分为经典包装款与精装款两种包装规格进行销售。公司通过经典包装款从传统渠道（主要包括小型杂货店、非连锁便利店、批发市场及零售小店打入市场），精装产品为非透明包装，主要通过商超、连锁便利店等现代渠道打入市场。此外，弗若斯特沙利文的消费者调研显示，81.9% 的受访者表示会每周至少消费 1 次休闲零食，34.6% 的受访者表示会每周至少 2-3 次。公司的小包装产品（适于直接消费的最小产品包装）在 2020 年达到约 90 亿的消费频次。

图 25：调味面制品按包装规格划分收入（亿元）

图 26：调味面制品经典、精装包装收入占总收入占比



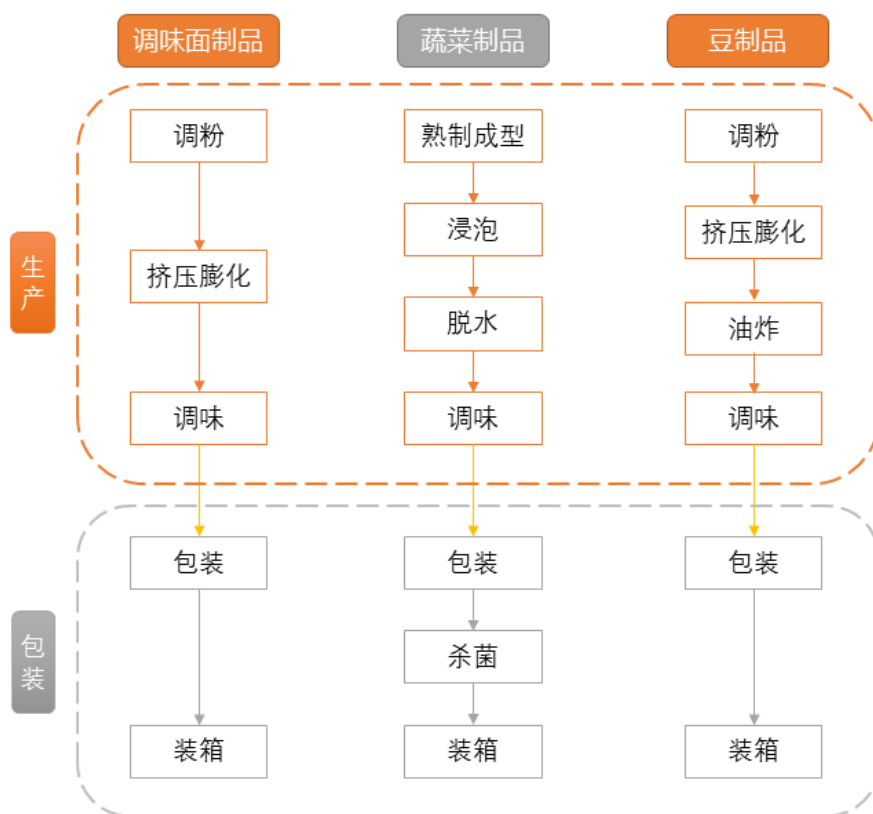
资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

在中国传统食品加工行业，公司生产的辣味休闲食品在加工和质量控制方面处于领先地位。公司用自动化和标准化定义了生产工艺，蔬菜制品的绝大部分生产工艺，调味面制品、豆制品及其他产品的大部分关键生产工艺实现了自动化。生产的自动化和标准化有助于公司精准控制生产工艺中每个关键步骤的温度、压力与处理时间，使质量控制变得容易，有助于公司生产出高质量的产品；此外，也带来了更低的人工和能源成本，随着公司自动化程度逐渐加深，每吨能耗逐渐下降。

图 27：产品生产流程主要步骤

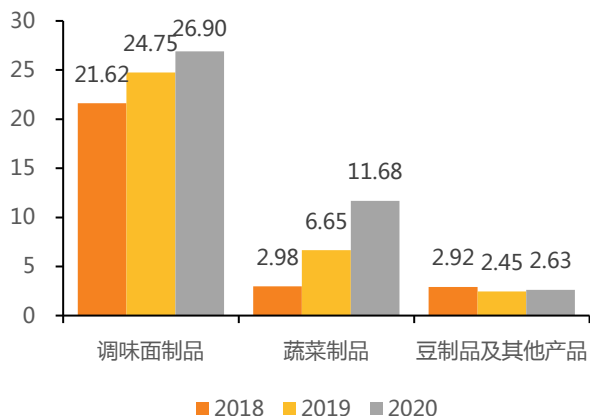


资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

公司主要产品品类收入呈上升趋势，产品结构日渐多元化。调味面制品、蔬菜制品收入近三年连续增长，2020 年均超过 10 亿元；豆制品及其他产品收入于 2019 年下降主要是公

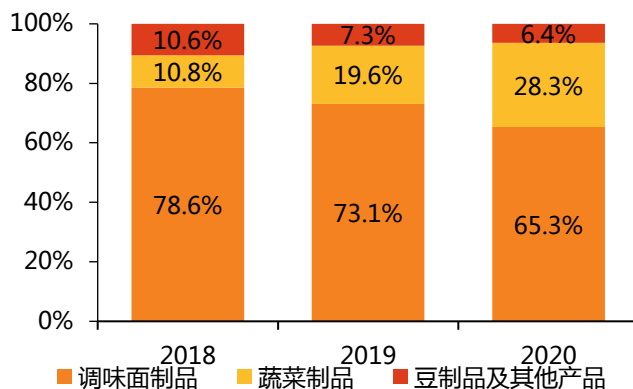
公司为优化产品组合，停产了若干此类产品。三大品类中，蔬菜制品收入增速较快，占总收入的百分比显著增长，2018年、2019年、2020年分别为10.8%、19.6%、28.3%；调味面制品收入占比逐渐下降，从2018年的78.6%减至2019年的73.1%，并于2020年进一步减至65.3%。产品结构不再是以往调味面制品一家独大的格局，呈现多元化趋势。

图 28：各类别产品收入（亿元）



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

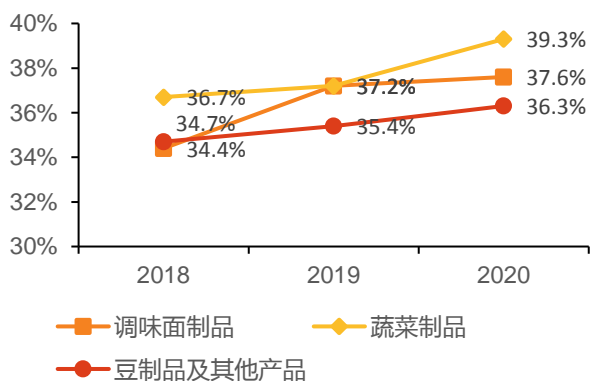
图 29：各类别产品收入占比（%）



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

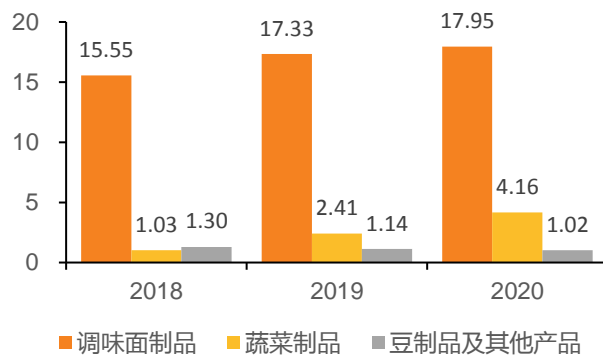
高毛利产品占比扩大，产品销量、均价提升，拉动公司整体毛利率。公司三类产品的毛利率较为接近，均在30%-40%区间，呈现逐年增长趋势。其中，蔬菜制品毛利率最高，2020年高达39.3%；其次为调味面制品，2020年毛利率为37.6%。这两类产品2020年收入占总收入比重高达93.6%，其产品销量和平均售价也在近3年呈现上升趋势。蔬菜制品销量从2018年的1.03万吨迅速提升至2020年的4.16万吨，占收入主要组成部分的调味面制品销售均价从2018年的13.9元/kg提升到了2020年的15.0元/kg。产品组合、产品销量和均价三管齐下，拉动公司整体毛利率，2018-2020年公司总毛利率分别为34.7%、37.1%和38.0%。

图 30：各类别产品毛利率



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

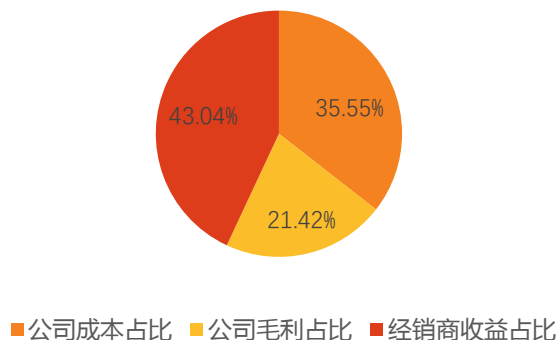
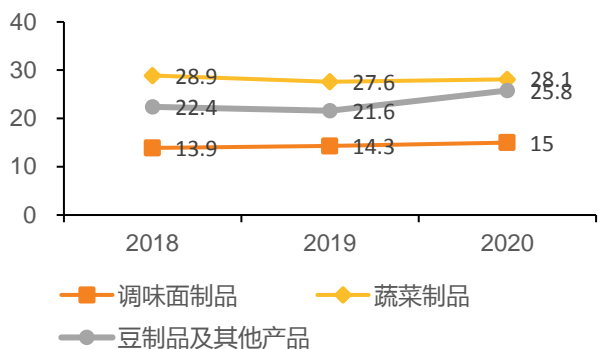
图 31：各类别产品销量（万吨）



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

图 32：各类别产品平均售价（元/kg）

图 33：卫龙一袋大面筋的利润结构



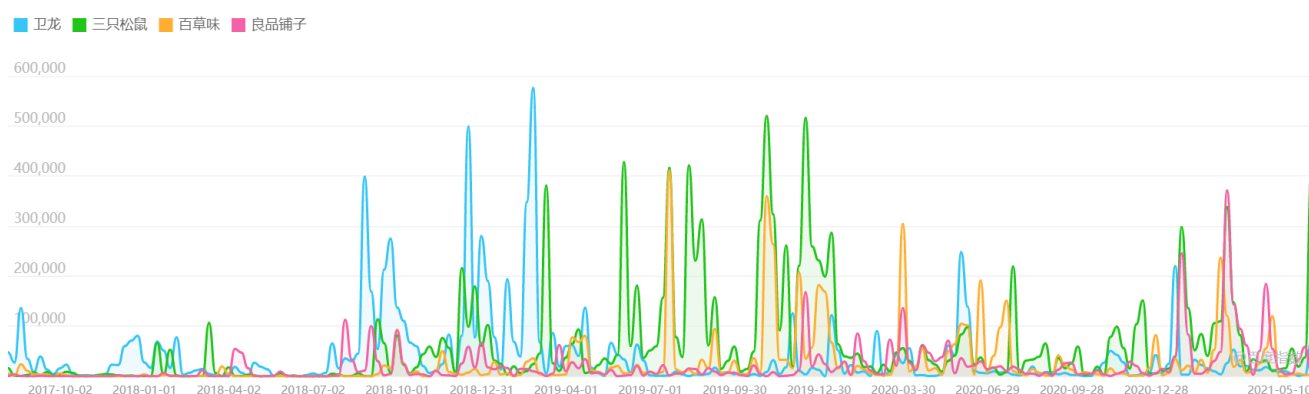
资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

资料来源：淘宝网，卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

3.2. 多渠道营销，瞄准 Z 世代，建立品牌曝光度与忠诚度

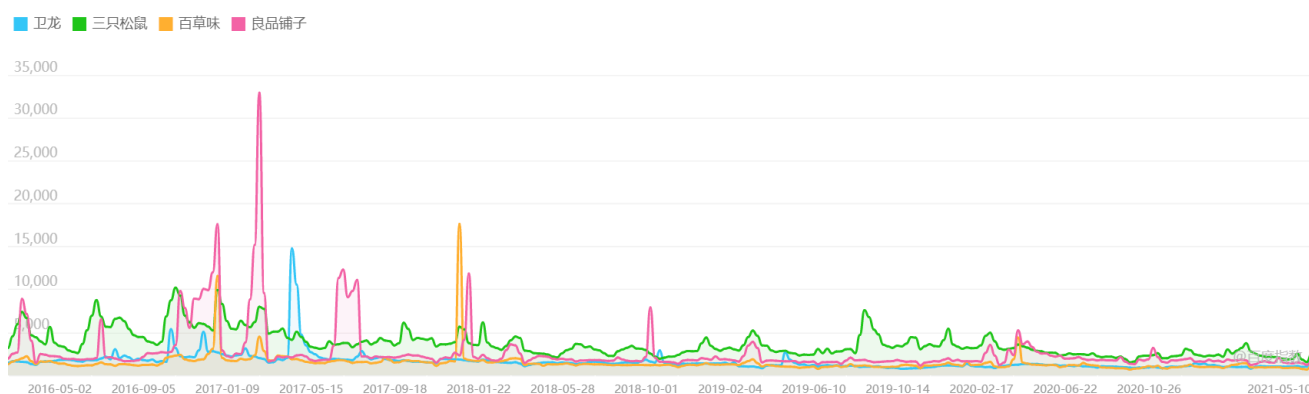
卫龙是中国倍受年轻消费者喜爱的休闲食品品牌。根据弗若斯特沙利文的数据，公司 95.0% 的消费者是 35 岁及以下，55.0% 的消费者是 25 岁及以下的年轻人。同时，公司是中国知名度最高，最受消费者喜爱的辣味休闲食品品牌，在品牌知名度方面，是 25 岁及以下年轻人心目中休闲食品第一品牌。

图 34：卫龙及同业资讯指数情况



资料来源：百度指数，天风证券研究所

图 35：卫龙及同业搜索指数情况



资料来源：百度指数，天风证券研究所

专业团队采取多元化的营销策略，提高品牌知名度和认可度。公司有一支专业及经验丰富的营销团队，结合线上平台、社交媒体平台、线下渠道，战略性地使用多种营销工具。公司线上代表性的营销活动包括开发“万物皆可辣”系列周边产品，贡献了逾 1900 万浏览

量的品牌曝光，“辣条被子”登上微博热搜；春节期间提供卫龙辣条年夜饭，贡献了逾 7000 万浏览量的品牌曝光，“辣条饺子”登上微博热搜；与零售业、体育运动业许多知名品牌建立联名合作关系，例如与安踏推出联名运动鞋。卫龙官方社交媒体账户拥有约 130 万关注者，公司与多位网络名人合作，通过大型社交媒体平台上的直播推广产品，增加对线上消费者的曝光率。线下方面，为推广现有产品和新产品，公司在覆盖的零售终端发起了免费试吃活动，并在零售终端内外的显眼位置发布平面广告和数字广告。

图 36：卫龙效仿 iPhone7 推出“辣条 7”



资料来源：环球人物，天风证券研究所

图 37：赵薇代言卫龙“经典”系列；杨幂代言“亲嘴”系列



资料来源：环球人物，天风证券研究所

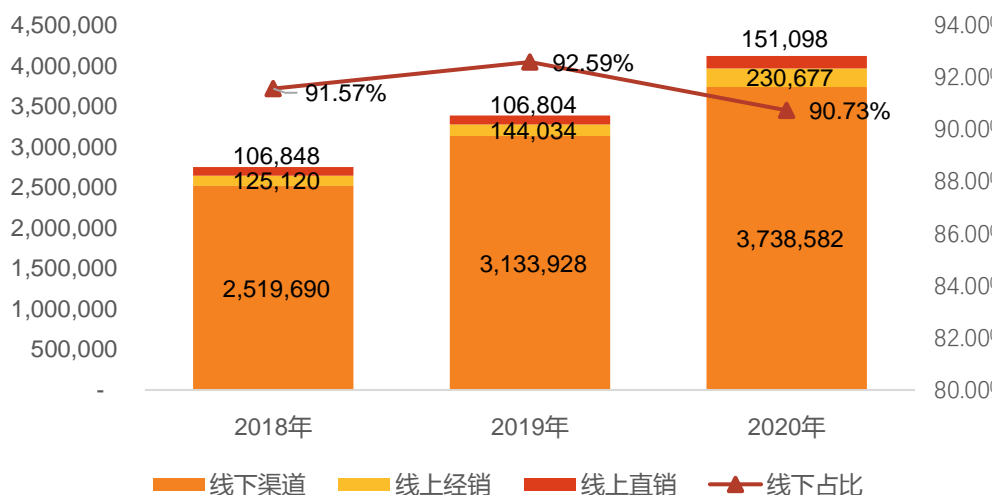
与年轻消费者构筑情感联结，让年轻人自发地成为品牌的传播者。根据弗若斯特沙利文的数据，Z 世代消费者向往消费过程中的趣味性，乐意接纳“好玩”、“有趣”、“新潮”的营销内容。为此，公司的一个主要营销主题是培育消费者的记忆，激发他们对青少年时期味道的渴望，帮助他们回忆过去，延长他们对品牌的依恋情结。公司与知名内容创作者合作并于哔哩哔哩发布吸引人的视频，迎合 Z 时代的媒体偏好，扩大品牌曝光率。在年轻一代的支持下，卫龙大面筋于 2020 年入选 2020 年哔哩哔哩百大为中国年轻人创造的产品榜单“China-Z 100”。

3.3 快速下沉+严格管控，经销网络广度与深度并行

线下渠道与低线城市占据大部分市场份额。根据弗若斯特沙利文报告，中国辣味休闲食品的销售渠道主要分为四类：传统渠道如小型杂货店、非连锁便利店、批发市场及夫妻店，现代渠道如购物中心、超市及连锁便利店，电商渠道，宾馆、机场、火车站等其他渠道。其中，传统与现代渠道占据中国辣味休闲食品市场份额的绝大部分，且低线城市所占市场份额最高，2020 年低线城市辣味休闲食品市场的销售额占整个市场的 63.3%。

公司拥有深入下沉中国市场的全国性经销网络。截至 2020 年 12 月 31 日，共与 1900 多家经销商合作，覆盖了超过 57 万个零售终端网点，拥有巨大的拓展空间。同时，公司于 2018 年起加强对各大电商平台的布局，2020 年疫情期间，线上销售大幅增长，Q1 线上渠道的销量同比增长 51.4%。公司客户主要为线下及线上经销商，其次为从线上自营店购物的个人消费者，线下渠道收入占比始终维持在 90%左右。

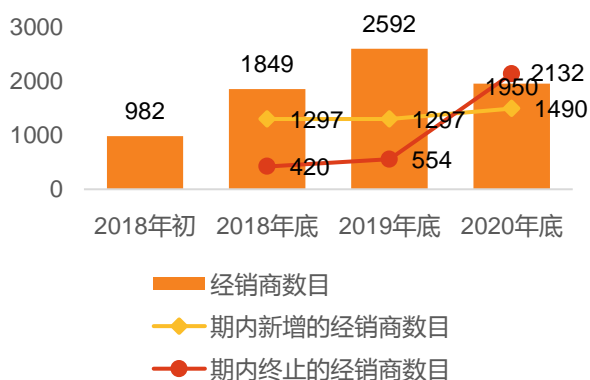
图 38：销售渠道收入明细（单位：千元）



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

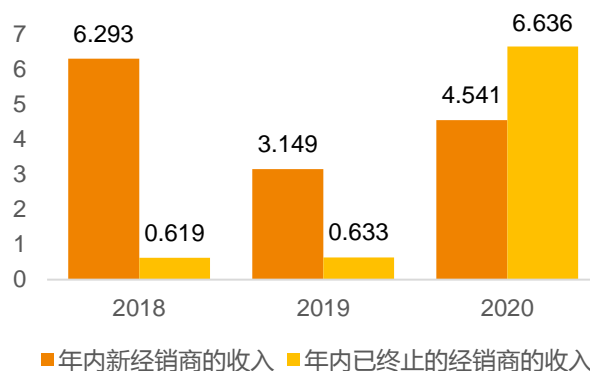
公司主要采用一级经销模式，对经销商管理严格。在各地理区域综合考虑声誉、市场覆盖范围、行业经验、往绩记录、财务状况、仓储及配送能力、管理能力以及渗透零售终端的能力遴选经销商后，不时拜访经销商并审核业绩以维持经销体系的高效运作。同时，公司执行一系列涵盖经销商管理的政策，例如存货周转日数管理及有关经销商定期拜访零售终端的要求，通过严格的经销管理规范淘汰业绩表现不及预期、运营能力欠佳、未能在一定时间内推行活跃交易以及未能严格遵守公司经销制度的经销商。

图 39：线下经销商数目与增减情况



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

图 40：期间新增及已终止经销商的收入贡献（单位：亿元）

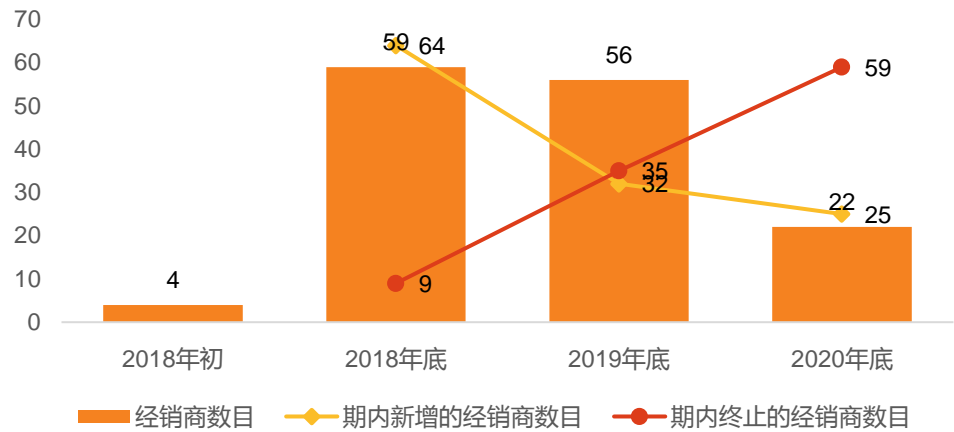


资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

除业绩原因以外，公司紧随发展战略对供应商合作关系进行灵活调整。如 2018 年起，战略性地扩大线上经销渠道的范围，并努力扩大线上经销商的数目。再如某些情况下，一级供应商无法直接覆盖其指定区域内偏远或不熟悉的区域，进一步向次级经销商销售产品，2019 年起，为了进一步增强市场下沉，公司调整了部分经销商的销售区域，并有选择地与原次级经销商建立直接供应及分销关系。2020 年期间，为了优化渠道资源配置，提高对经销商的管理效率，拓展业务进一步推进渠道下沉，公司新增了 1490 名经销商，终止了与 2132 名经销商的业务合作。

通过销售专员加强对零售终端的控制。自 2020 年起，公司鼓励经销商指定各自的销售专员，进一步改善对经销商的管理并增强零售业务。各销售专员负责将产品分销到指定经销区域内的零售终端，并在指定经销区域的零售终端展示产品、提供服务并将产品扩展到新的零售终端，并将拜访零售终端的照片上传至销售管理系统。截至 2020 年底，经销商共有约 800 名销售专员，加强了对零售终端的控制。

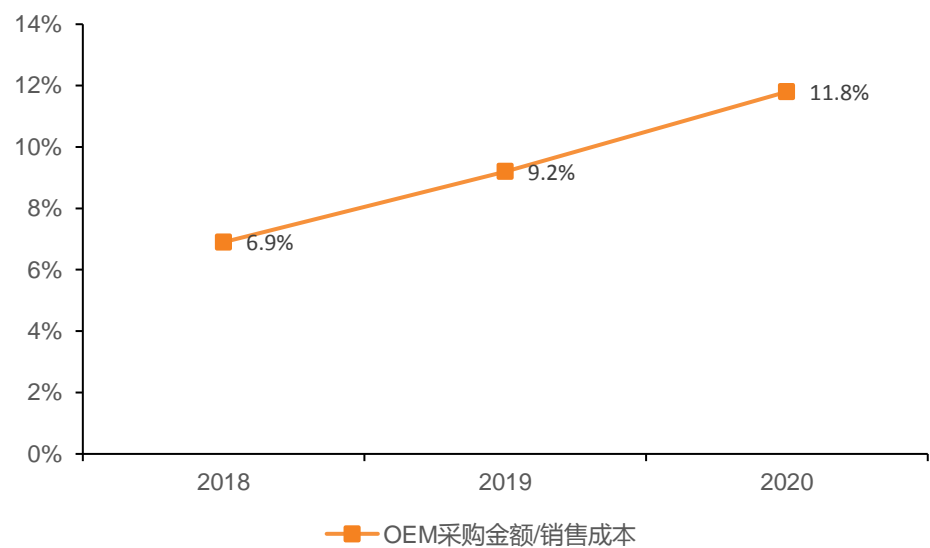
图 41：线上经销商数目与增减情况



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

新品研发稳步推进，采用 OEM 模式实现效率最大化。近年来公司向 OEM 供应商进行采购的金额占该年度商品销售成本的比例逐年上升，2018 年-2020 年分别为 6.9%、9.2%、11.8%。公司与 OEM 供应商进行合作，一方面，是为了提高公司部分处于初始测试阶段的新品生产，或提高部分小批量产品的生产。根据公司品类拓展战略，公司不满足于调味面制品一个品类，将聚焦于蔬菜制品、肉制品、蛋制品等休闲品类中开发更多受欢迎的新产品。另一方面，是为了当公司于旺季的实际需求大于产能时，缓解生产设施的短期压力，实现生产效率最大化。

图 42：向 OEM 供应商采购金额占销售成本比例逐年上涨

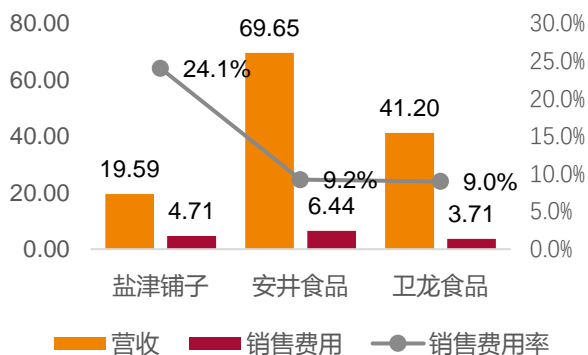


资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

对经销渠道的强管控有效控制了销售费用率，完善的经销渠道是公司营收的保障。与盐津铺子、安井食品对比，卫龙美味的销售费用率维持在较低水准（其中安井食品该年有 1.6 亿元物流费用计入营业成本）。拆分销售费用明细可以发现，卫龙销售费用精简且核心突出，由于卫龙自身强大的品牌力以及与经销商的紧密合作，促销及推广费用占比明显低于同类公司，运往全国经销网络的物流费用占据更大比例。截至 2020 年 12 月 31 日，卫龙共与 1900 多家经销商合作，覆盖了超过 57 万个零售终端网点，与安井食品的 1033 个经销商、盐津铺子的 800 多家经销商相比更为完善，为公司的收入提供强大支撑。

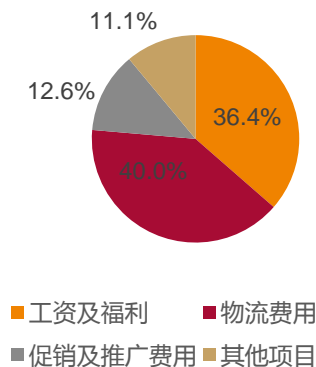
图 43：2020 年销售费用及占比

图 44：卫龙美味 2020 年销售费用拆解



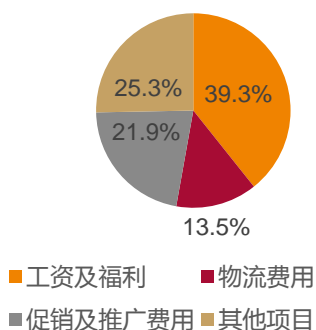
资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

图 45：盐津铺子 2020 年销售费用拆解

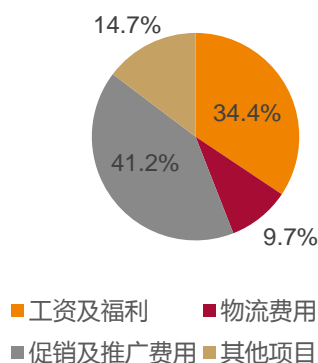


资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

图 46：安井食品 2020 年销售费用拆解



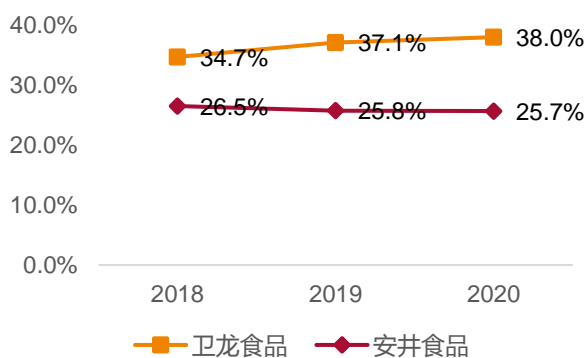
资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

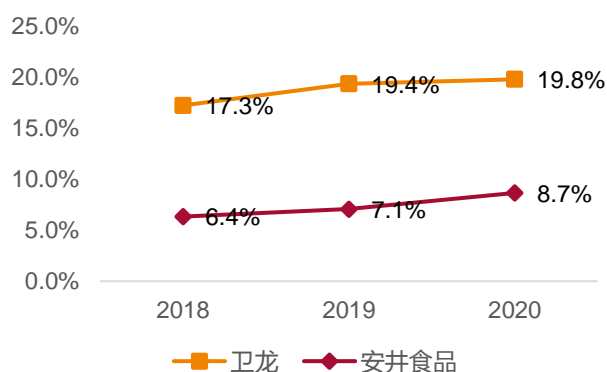
卫龙美味经销渠道产品毛利率与净利率逐年升高，与安井食品对比卫龙美味近年的数据均高出约 10%。两者经销模式类似，得益于产品本身过硬的质量与严格管控的经销系统中各经销商优秀的分销能力，卫龙面对经销商时在定价政策上更有话语权。

图 47：卫龙美味与安井食品毛利率对比



资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

图 48：卫龙美味与安井食品净利率对比



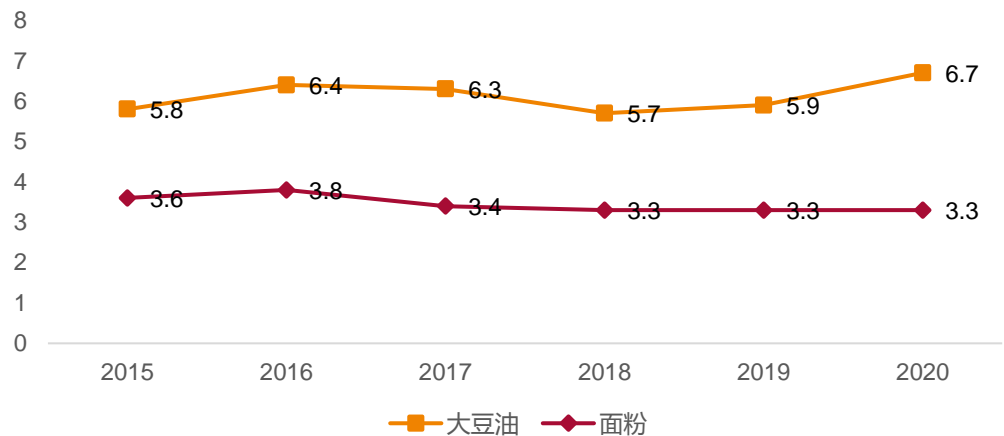
资料来源：卫龙美味招股说明书，天风证券研究所

公司拥有更为完善的经销渠道，未来随着公司渠道进一步下沉以及直营&线上渠道的发掘，盈利水平有望提升，业绩有望进一步放量。

3.4 供应链精准管理保障价格与质量

关注市场与供应商保证原材料供应价格，利用规模优势集中采购保障成本稳定。辣味休闲食品的部分重要原材料包括大豆油、面粉和海带。大豆油与面粉都属于大宗商品，公司利用规模优势进行集中采购。尽管公司暂未参与大宗商品有关的对冲活动，但一直密切监视原材料价格，建立市场数据库，分析原材料成本，并与一些供应商发展长期合作关系，从而为特定大宗商品争取到价格优惠且可靠的供应。2018-2020 年前五大供应商的采购额占总额的 24.5%、34.2%、23.9%。

图 49：2015-2020 年中国大豆油与面粉的平均价格（单位：元/kg）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，天风证券研究所

为保证原材料的质量，公司实施严格的供应商选择政策和程序。在选择和评估供应商时，综合考虑才做环境和条件、供应链能力、产品质量和生产规模、是否通过食品安全体系相关认证等因素。原材料及物料管理人员须定期对供应商设施进行现成检查，并编制检查报告，根据公司内部规定对供应商考核评分。验收人员在原材料运抵仓库后再次检查是否符合采购协议中规定的验收标准。

采取严格的库存管理措施保证产品质量。按照营销团队以滚动方式提供的成品预期需求采购原材料和包装材料，根据不同产品的特点设定不同的产品安全库存水平，并在库存周转天数达阈值时发出预警。就不同类型的原材料、包装材料和成品的储存条件分别制定消息的规则和指导方针，并在收到退回或滞销产品后予以销毁，通过精准的库存管理将库存周转维持在合理的水平，确保产品质量上乘、美味可口，降低原材料和成品变质的相关风险。

4. 盈利能力领先行业，主业造血能力和业务扩张意愿强

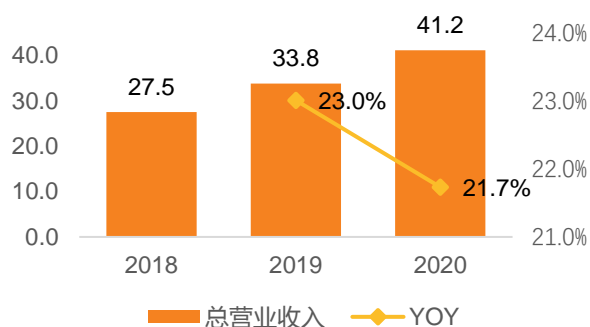
4.1. 收入端：营业收入稳步增长，稳固辣味休闲食品赛道行业地位

2018-2020 年，公司营业收入逐年上升。2020 年受疫情影响，生产工作中断二个月，在需求端、物流等多方面的不利因素下，公司仍创造了 21.7% 的营收增速。

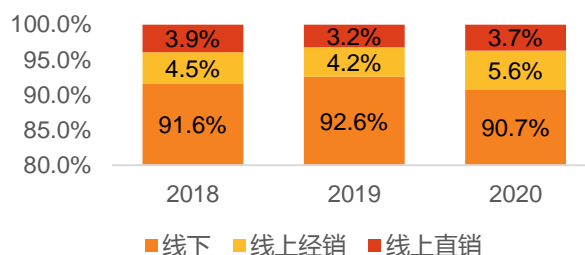
根据弗若斯特沙利文的数据，依据 2020 年零售额计算，公司在中国辣味休闲食品市场排名第一，市场份额达到 5.7%。凭借多样化的辣味休闲食品产品组合和深耕辣味赛道的经验，公司有望进一步提升行业地位。

图 50：公司 2018-2019 营业总收入（单位：亿元）

图 51：2018-2020 主营业收入构成按销售渠道划分



资料来源：卫龙招股说明书、天风证券研究所

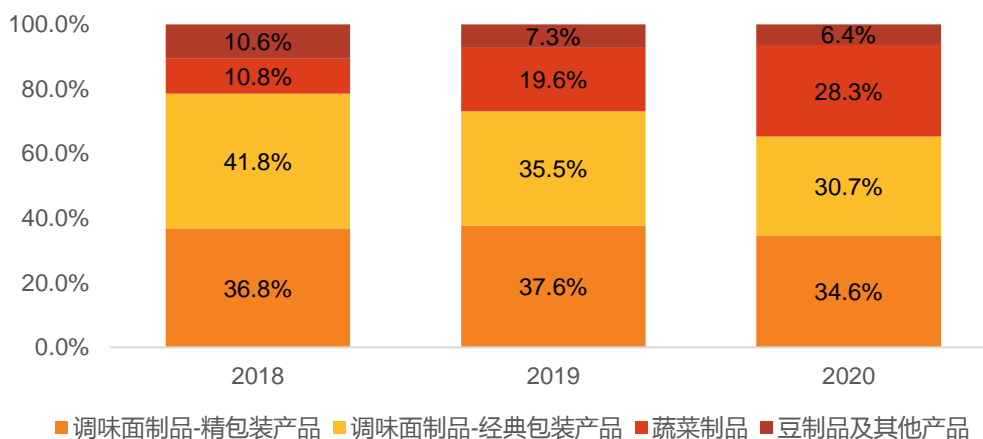


资料来源：卫龙招股说明书、天风证券研究所

按销售渠道划分，公司主营业务收入主要来源于线下渠道，结构占比相对稳定，多年占比在 90% 以上。公司多年来精耕渠道建设，对线下渠道有着一定广度和深度的掌控力。通过全面整合线上及线下渠道资源，建立涵盖全国的销售和经销体系。截至 2020 年 12 月 31 日，公司与 1900 多个经销商合作，销售网络覆盖 570000 多个多层次、多方位的零售终端，为未来的渠道拓展打下了坚实基础。同时，公司不断优化渠道结构，从传统渠道向潜力更大的现代渠道发展，例如商超、连锁便利店。2018 年至 2020 年，线下渠道营收占比分别为 91.6%/92.6%/90.7%。

公司同时注重线上渠道的打造，发挥线上线下渠道的协同作用，在更多的电商平台提供产品。2019 年至 2020 年，线上经销和直销的收益分别从 1.440 亿元、1.068 亿元增长至 2.307 亿元、1.511 亿元。

图 52：2018-2020 年主营业务收入构成按产品类别划分



资料来源：卫龙招股说明书、天风证券研究所

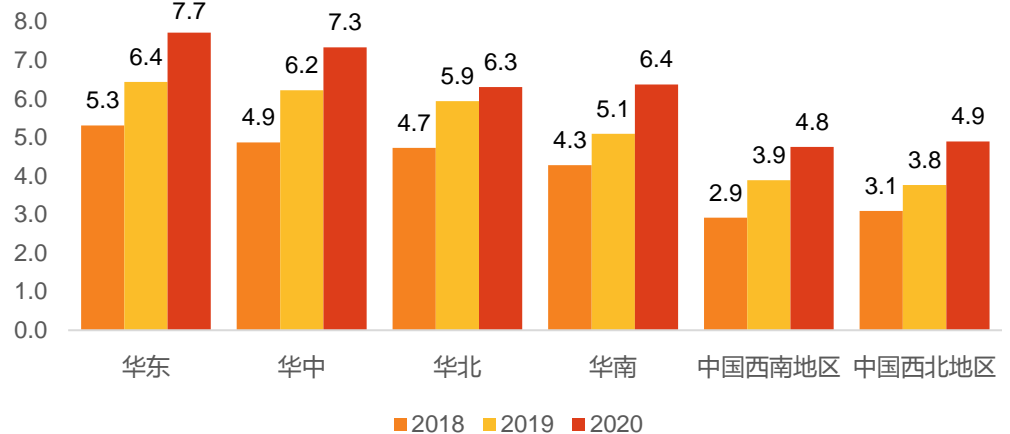
分产品看，调味面制品和蔬菜类制品是公司的主要营业收入来源，其中蔬菜类制品增速迅猛，产品组合更多元化。2018-2020 调味面制品的占比分别为 78.6%/73.1%/65.3%，绝对值分别增加 14.5%/8.7%，精包装产品的销售收益高于经典包装产品的销售收益。随着消费者对品牌认可度的提高、经销网络的扩大，调味面制品的销量的增加和产品平均售价的增加，使得收益增加。

蔬菜制品所得收益从 2019 年的 6.65 亿元增长 75.6% 至 2020 年的 11.675 亿元，主要是得益于消费者对该产品的接受度和需求提高，公司产能的提升、分销覆盖面的扩大以及新包装规格的推出，使得销量的增加和平均售价的提高。

豆制品与其他产品所得收益较为稳定。由于其他产品组合变动，从而使产品销量从 2019 年的 1138 万千克减少 10.7% 至 2020 年的 1016 万千克。同时因为部分豆制品的售价上涨，使得豆制品与其他产品的收益从 2019 年的 2.452 亿元增长 7.1% 至 2020 年的 2.625 亿元，

2018-2020 占总营业收入的 10.6%/7.3%/6.4%。

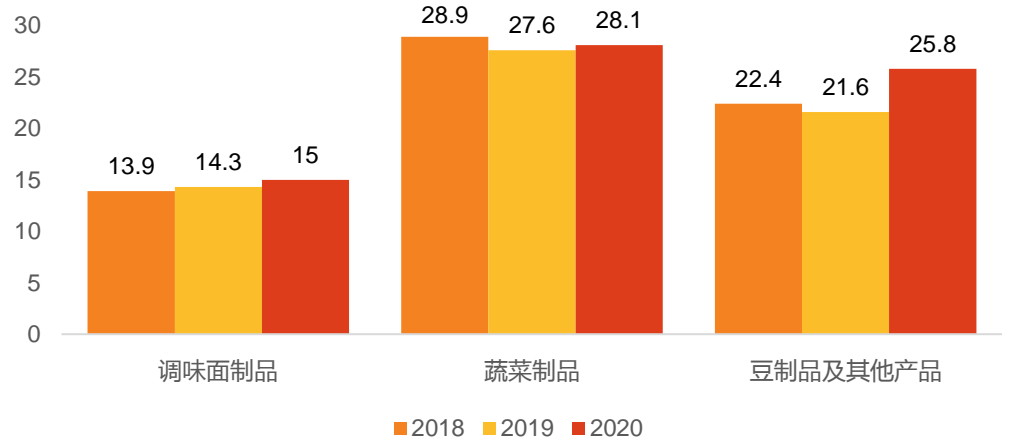
图 53：2018-2020 主营业收入构成按销售区域划分（单位：亿元）



资料来源：卫龙招股说明书、天风证券研究所

分销售区域看，公司销售市场辐射全国，地域性发展均衡。其中，口味相对较淡的华东地区（安徽省、江苏省、浙江省及上海市）占比最高，2018-2020 分别为 21.0%/20.6%/20.7%。不同地区的收益大体与当地经济发展水平及人口相符。

图 54：2018-2020 按产品类别细分的每千克平均销售明细（单位：元/千克）



资料来源：卫龙招股说明书、天风证券研究所

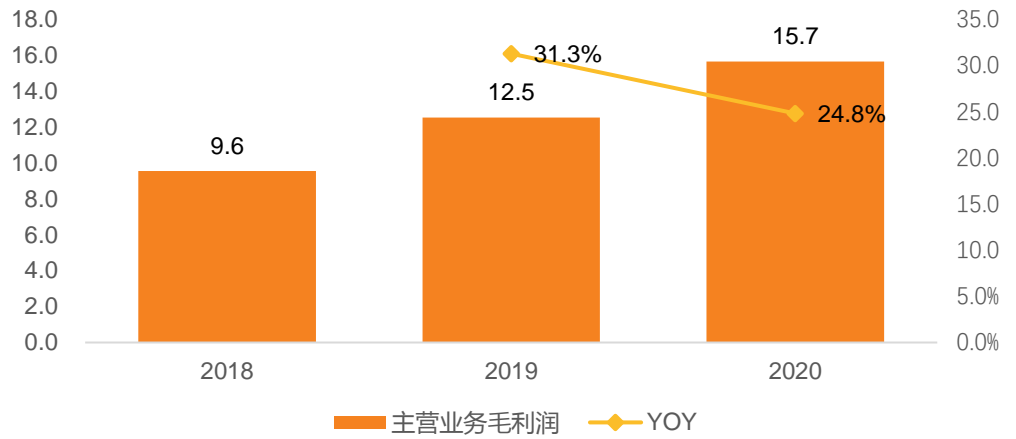
按产品类别细分的每千克平均销售明细显示，销售均价总体上涨。作为主要收入来源的调味面制品 2018-2020 平均售价分别为 13.9/14.3/15 元每千克，上涨趋势较为明显，一定程度上推高了销售收益。蔬菜制品的平均售价较高，大约是调味面制品的 2 倍，同时由于蔬菜面制品的销量增长较快，逐渐提高了营收占比。豆制品及其他产品售价总体上升。

4.2. 毛利率端：主营业务毛利润逐年增长，毛利率与其他赛道龙头公司类似

2018-2020 公司主营业毛利逐步提高，分别为 9.6/12.5/15.7 亿元。2020 年公司主营业务毛利润增速相较于 2019 年的 31.2%下降 20.7%至 24.8%，主要是疫情对生产和物流的影响。

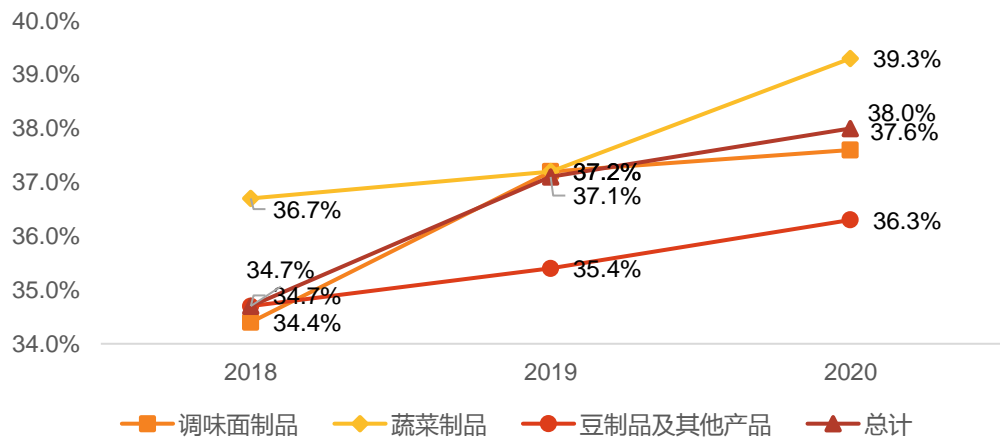
毛利率方面，2018-2020 公司营业毛利率逐年上升，分别为 34.7%/37.1%/38.0%。随着产品组合的优化和完善，高毛利的蔬菜制品比例提升，主营业务毛利率有望进一步提升。

图 55：2018-2020 公司主营业务毛利润（单位：亿元）



资料来源：卫龙招股说明书、天风证券研究所

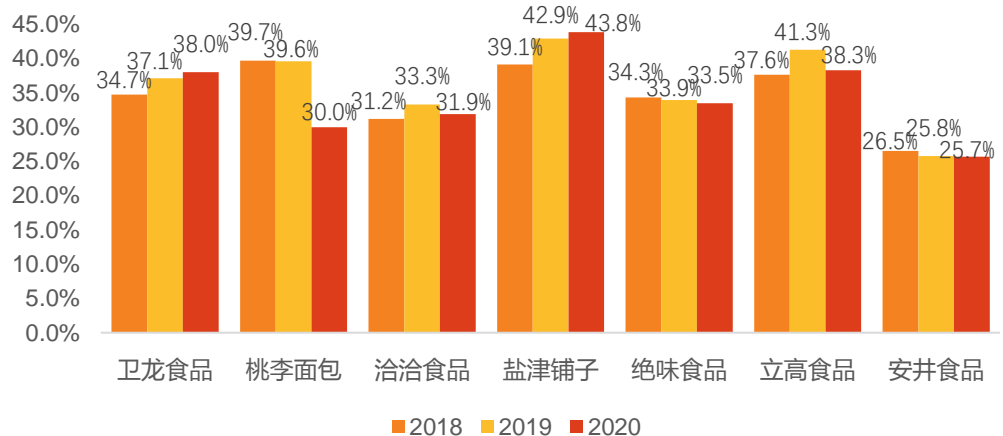
图 56：2018-2020 主营业务毛利率按产品类别划分



资料来源：卫龙招股说明书、天风证券研究所

按产品类型分类，公司各类产品的销售毛利率逐步增长，与可比公司对比并无显著优势。2018-2020 调味面制品毛利率分别为 34.4%/37.2%/37.6%，蔬菜制品毛利率为 36.7%/37.2%/39.3%，豆制品及其他产品为 34.7%/35.4%/36.3%。毛利率的增加主要是由于调味面制品的售价上升、产品组合优化和包材采购价格下降。

图 57：2018-2020 可比公司毛利率对比

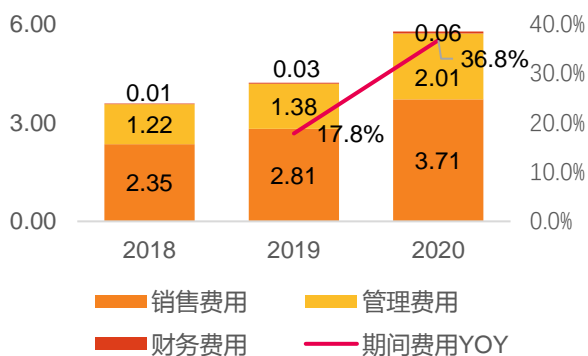


资料来源：卫龙招股说明书、公司官网、天风证券研究所

4.3. 费用端：渠道把控能力行业领先，销售费用率远低于行业水平

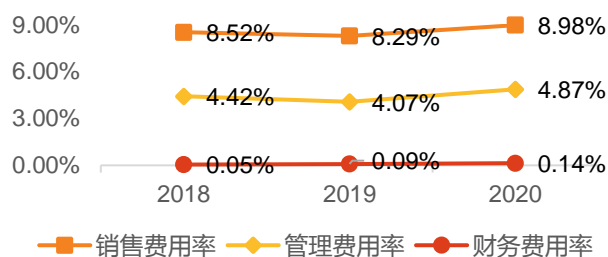
公司期间费用率基本稳定。2018-2020 公司期间费用分别为 3.59/4.23/5.78 亿元，期间费用率分别为 12.99%/12.45%/13.99%，稳定在 13%左右。

图 58：2018-2020 公司各项费用（单位：亿元）及期间费用 YOY



资料来源：wind、天风证券研究所

图 59：2018-2020 公司各项费用率

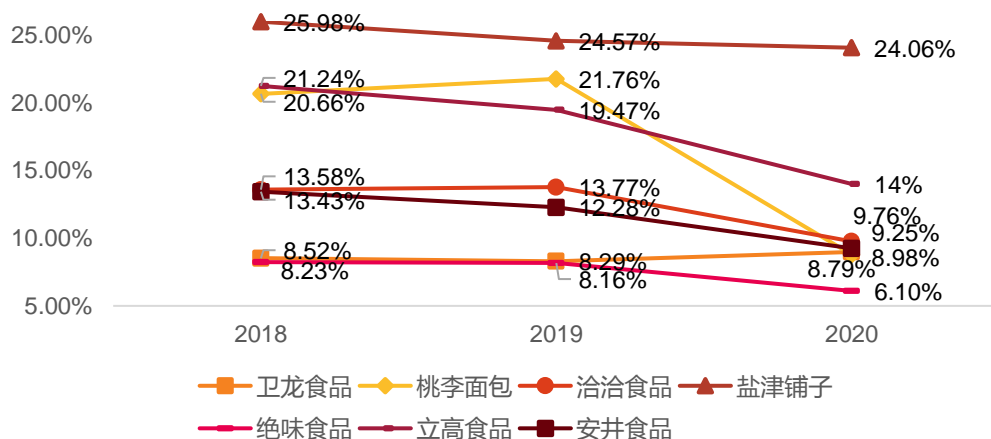


资料来源：wind、天风证券研究所

2018 年以来，公司销售费用逐步增加，主要是由于销售范围的扩大、业绩增长带来的业务提成的增加和物流费用的增加，具体而言是运输费用、雇员福利费用、推广及广告费用等费用的同步增长所致。

2018 年以来，公司管理费用逐步增加，主要是由于业务扩张带来的行政人员数量的增加，基本维持在 4.5%左右。

图 60：2018-2020 公司及同行业上市公司销售费用率

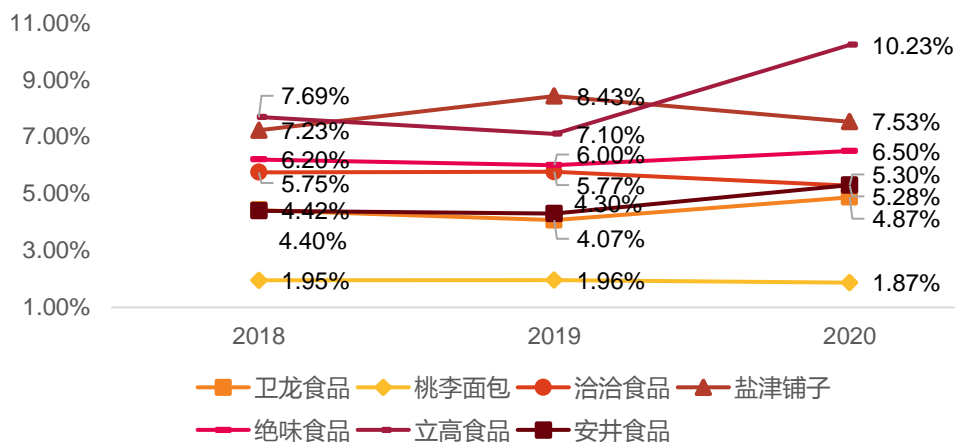


资料来源：wind、天风证券研究所

公司销售费用率低于行业可比公司，拥有极强的渠道分销能力。近年来，公司深耕线下渠道建设，终端覆盖面广而深，拥有遍及全国并快速下沉的销售网络。截至 2020 年 12 月 31 日，公司与 1900 多家经销商合作，覆盖终端超过 57 万个，其中低线城市零售终端网点占比约为 70%。根据弗若斯特沙利文统计，公司在全国范围内的目标销售终端网点超过 300 万个，拥有较大的提升空间。2020 年公司进一步整合优化了经销商团队，加强了经销网络，赋能经销商对终端进行更自主更高效的管理。同时公司通过开发和应用信息系统，加强对

零售终端陈列和促销的管控力，进一步提升网点质量和单店销售。公司也布局各大电商平台，充分利用线上渠道进行新品试水，发挥协同作用。

图 61：2018-2020 公司及同行业上市公司管理费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

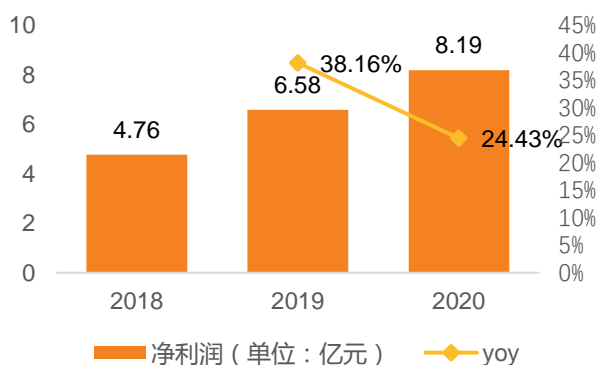
附注：上图管理费用包含研发费用

管理费用率方面，公司的管理费用率低于同行业可比公司平均水平。在行业公司中，经营规模较高的桃李面包有较低的管理费用率，而经营规模相对低的立高食品则具有相对略高的管理费用率。未来，公司上市必将带来经营模式的扩大和管理方式更加合理，期待公司管理费用率进一步降低。

4.4. 盈利端：公司盈利水平一骑绝尘，资产总值增加导致 ROE 下降

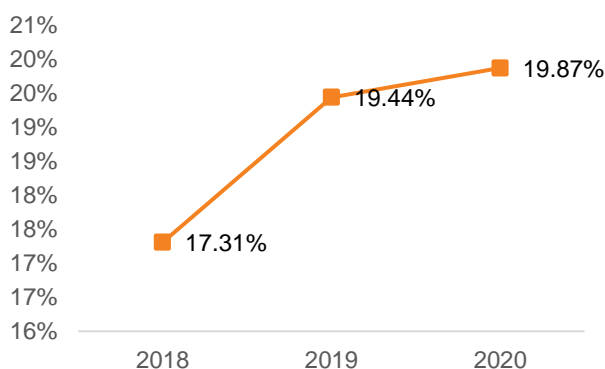
公司于 2018 年、2019 年及 2020 年，收入分别达到 27.5、33.8、41.2 亿元人民币；净利润率分别为 17.3%、19.4%及 19.9%。其中 2020 年公司净利润为 8.19 亿元，同比增长 24.43%；净利率达到 19.9%。净利率 2020 年相较于 2019 年增长主要由于若干产品售价上涨及产品组合增加；2019 相较于 2018 年增长，主要由于公司产品组合优化、包装材料采购价格下降以及税率的调整。

图 62：公司净利润持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

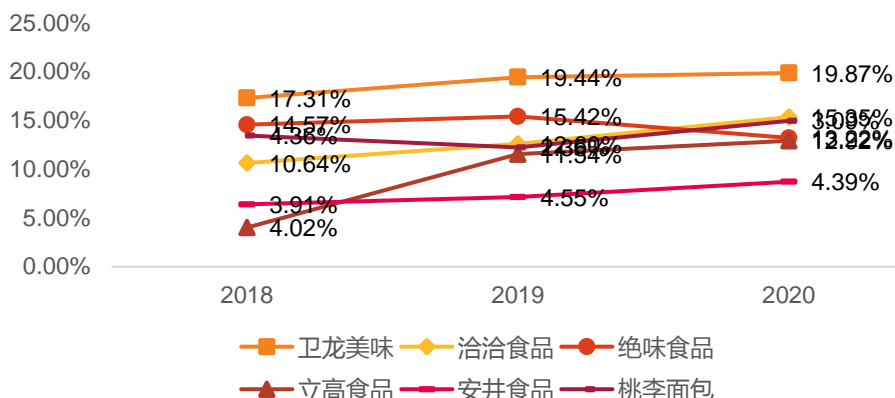
图 63：公司净利率较稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

横向对比，根据弗若斯特沙利文报告，该净利率远高于 2020 年中国休闲食品行业约 10% 的平均净利率。公司净利率领先于行业平均水平和可比公司整体水平，与其良好的渠道管理能力有着密不可分的关系。

图 64：卫龙净利率行业领先



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司净资产收益水平有所下降。主要是资产周转率的驱动由 2018 年的 2.77 下降至 2020 年的 1.40 水平。主要是资产总额的增幅超过了收入增长的幅度导致的下降。资产的增长主要由固定资产（物业、厂房及设备）和存货拉动。

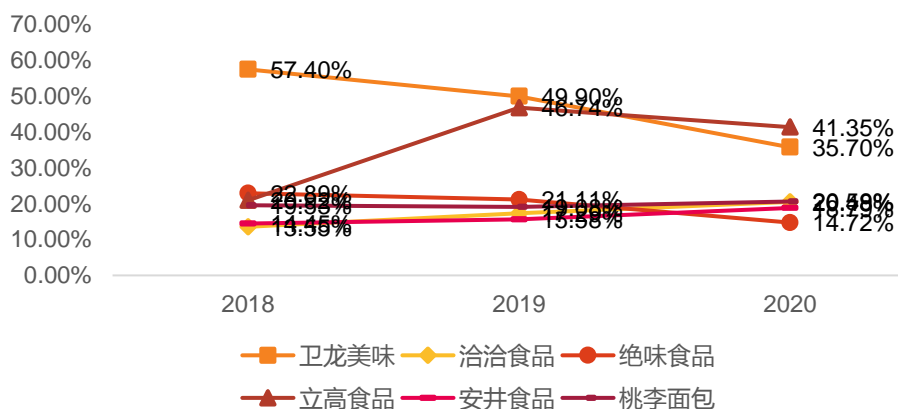
表 7：公司净资产回报水平有所下降

	2018	2019	2020
净资产回报率	57.40%	49.90%	35.70%
杜邦分析：			
净利率	17.31%	19.44%	19.87%
资产周转率	2.77	2.06	1.40
权益乘数	1.20	1.25	1.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司净资产收益水平仍处于行业高位水准。由 2018 年的 57.4% 减至 2019 年的 49.9%，主要是由于 2019 年以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以及设备增加，部分被年内利润增加所抵销；2020 年减至 35.7%，主要是由于以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（包括即期及非即期部分）增加以及设备增加导致资产总值增加，部分被年内利润增加所抵销。

图 65：净资产收益水平有所下降

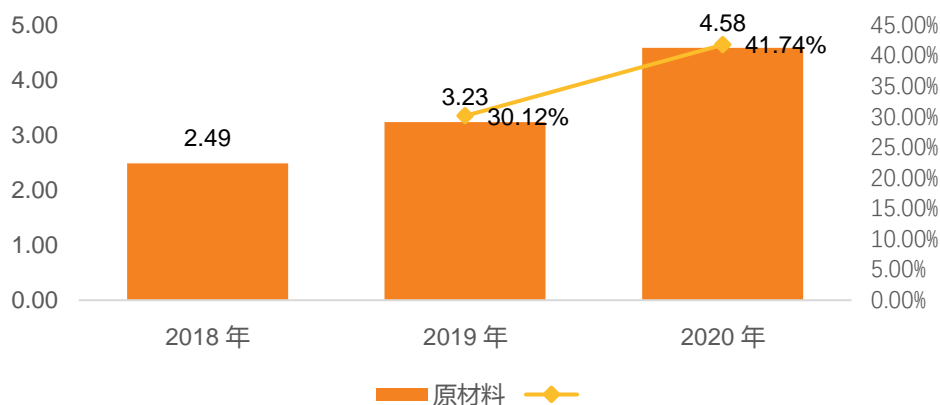


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.5. 存货周转：迎合业务需要存货有所增长

公司存货包括原材料及包装材料、成品和半成品，其中以原材料及包装材料为主。截至 2018 年、2019 年及 2020 年 12 月 31 日，原材料和包装材料在总存货中的占比分别为 91.4%、88.3%及 90.8%。公司原材料存货主要包括大豆油、面粉及魔芋，其中，由于蔬菜类原材料与调味料供给具有季节性，通常会根据预定的生产计划和预期的客户需求，在收获季提前从主要产地采购这些原料。

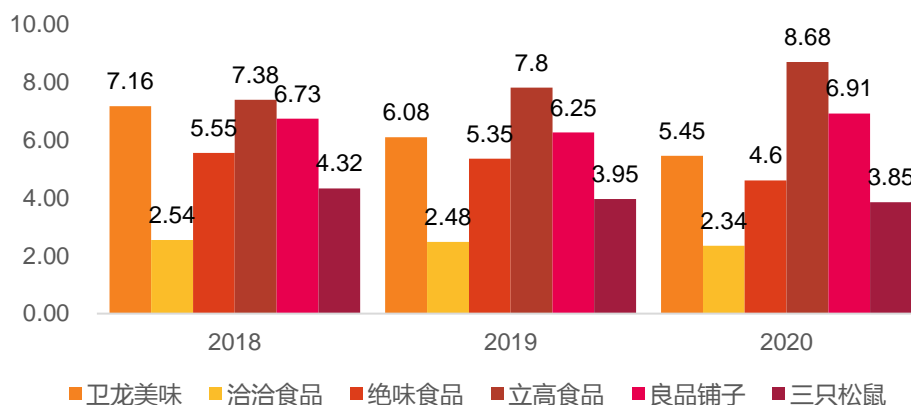
图 66：公司主要存货为原材料且数量不断增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2018 年、2019 年及 2020 年的存货周转天数分别为 51 天、60 天及 67 天。公司存货周转天数由 2018 年的 51 天增至 2019 年的 60 天，主要归因于 2019 年年末对蔬菜原材料进行储备使原材料增加；以及受市场需求增长所驱动，蔬菜产品用于销售的存货有所增加，令成品增加。公司存货周转天数由 2019 年的 60 天增至 2020 年的 67 天，主要是由于为满足对产品日益增长的市场需求，增加了原材料的储备，即蔬菜制品原材料及调味料等。

图 67：公司存货周转与存货数量变化一致，行业领先



资料来源：公司公告，天风证券研究所

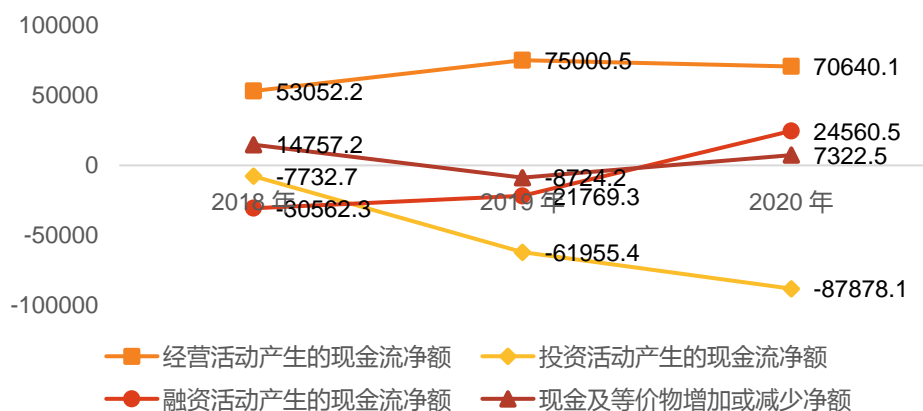
4.6. 现金流：现金流情况良好，具有较强的主业造血能力和业务扩张意愿

从公司的现金流情况来看，公司常年经营活动现金流大于 0，与净利润比值大于 1，这证明公司在主业，也就是食品生产与销售业务具有较强的造血能力；同时企业连续三年投资净现金流为负，证明企业的扩张意愿较为强烈。

2018-2020 年，公司经营活动产生的现金净额为人民币 5.31、7.50、7.06 亿元。主要归因于税前利润，经非现金项目及非经营项目以及各项营运资金负向变动调整；投资活动产生的现金净额为人民币 -0.77、-6.20、-8.79 亿元。主要归因于①购买理财产品及结构性存款的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；②购买卫到工厂、杏林工厂的物

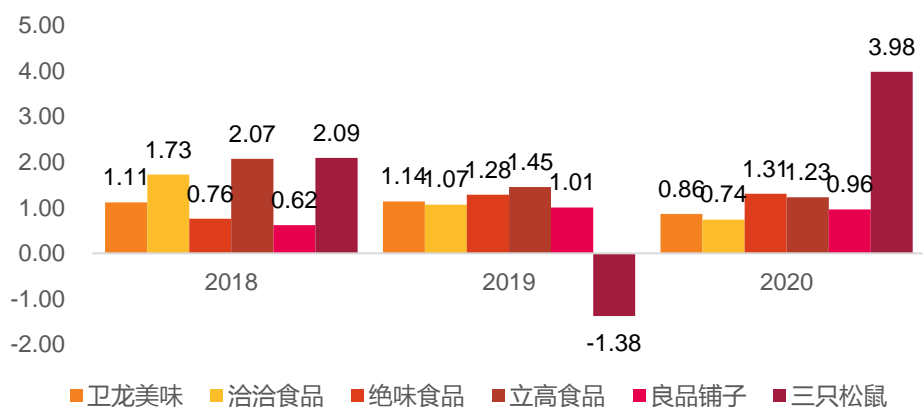
业、厂房及设备；③购买与提高产能和生产自动化有关的物业厂房及设备；筹资活动产生的现金净额为人民币-3.06、-2.18、2.46 亿元。主要归因于与银行和股东间的金融活动，比如借款还款、派付股息等。

图 68：公司现金流情况良好（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 69：与其他公司经营现金流和净利润的对比情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 70：卫龙可比公司估值

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	股价		EPS			PE				CAGR		
			2021-05-15	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E	18-21	19-22
300973.SZ	立高食品	26,671	157.50	0.47	1.43	1.41	1.88	2.44	110	112	84	64	59%	20%
603517.SH	绝味食品	52,141	85.67	1.56	1.38	0.35	1.67	2.11	62	245	51	41	2%	15%
603345.SH	安井食品	56,315	230.40	1.25	1.67	1.30	3.46	4.57	138	177	67	50	40%	40%
002847.SZ	盐津铺子	16,443	127.11	0.57	1.03	1.30	2.66	3.77	123	98	48	34	67%	54%
002557.SZ	洽洽食品	26,800	52.86	0.85	1.19	1.30	1.88	2.21	44	41	28	24	30%	23%
	平均值		157.86	1.09	1.49	1.09	2.42	3.22	108.40	157.87	62.36	47.30	0.34	0.25

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

公司作为调味面制品行业龙头，盈利能力突出且存在稀缺性。公司营销能力及意愿是公司

品牌力长久以来的保障；公司持续打造新品，高毛利的蔬菜制品比例越来越高，各类型产品趋于均衡，渠道把控能力强。调味面制品及辣味蔬菜制品作为实惠而具成瘾性的产品易在下沉市场扩张而不影响毛利，随着未来公司经销渠道进一步下沉、线上渠道进一步完善，规模优势有望进一步扩大，盈利能力有望继续提升。

6. 风险提示

食品安全风险：由于辣条行业流动中间环节较多，可能因人员操作失误、物流操作不当等原因，出现食品安全问题，将对公司声誉和经营业绩产生重大不利影响。

行业竞争加剧风险：当前辣条食品行业仍处于扩张阶段，行业壁垒并不高而利润厚，行业可能面临竞争加剧，利润下降的风险。

原材料价格波动风险：如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，可能会影响公司产品的市场竞争力，公司将面临利润下降的风险。

新冠疫情对经营情况的影响风险：若本次疫情在我国或公司主要销售区域再次大规模爆发，或者因此出现原材料大幅涨价等其他不利衍生状况，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

产品未适应消费需求变化的风险：新口味、新产品的推出同时意味着一定的市场风险，尤其是在国际国内经济形势变化莫测、消费升级与消费降级共存的时代，公司产品定位与定价策略都面临较大挑战。若公司未来无法及时开发出符合客户消费需求的产品，将对公司产品销售、市场开拓产生不利影响。

业绩下降风险：除上述风险外，公司经营还面临招股说明书所述诸多风险因素，相关风险在个别极端情况下或者多个风险叠加发生的情况下，将有可能导致公司上市当年营业利润较上年下降。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com