




# 一根辣条 撬动千亿辣味食品市场

## ——辣味食品行业纵览及卫龙上市前瞻

2021年6月1日

 作者：陈彦彤

 证券研究报告

-  **引领年轻潮流的辣味休闲食品行业。**我国休闲食品行业空间广阔，2020年市场规模达7749亿元，根据弗若斯特沙利文，预计2025年将突破万亿。其中辣味食品行业增速快于行业整体，未来5年CAGR有望达到10%。竞争格局方面，辣味休闲食品市场较为分散，2020年卫龙市占率约5.7%，位列第一。渠道方面，辣味休闲食品以线下销售为主，同时电商渠道增长迅速。城市分布方面，低线城市占比更高且增速更快，预计未来仍将保持较快增长。辣味食品消费者多为年轻一代，偏好重口味，热爱怀旧风，追求趣味性体验和情感价值互动。
-  **让世界爱上中国味——卫龙掀起的休闲食品革命。**公司以辣条起家，深耕辣味休闲食品近20年，已成为最具知名度的辣味休闲龙头企业。探究背后的原因：1) 品牌端：公司已构筑较强品牌力，在细分品类中优势明显；2) 产品端：稳固基本盘的同时积极推行多元化。分产品看：大单品辣条顺应包装化&品牌化趋势；新产品符合消费趋势，配合创意营销，延展顺利。3) 渠道端：积极布局电商平台，实现线上与线下有力互补。此外，公司产能效率逐步提高，费用成本有望进一步降低。
-  **风险提示：食品安全风险；消费者需求变化的风险；原材料价格波动的风险；行业竞争加剧的风险**

## ■ 引领年轻潮流的辣味休闲食品行业

### ■ 让世界爱上中国味 ——卫龙掀起的休闲食品革命

## ■ 风险提示

- ❑ 1.1 行业概览：辣味休闲食品市场增长迅速
- ❑ 1.2 竞争格局：卫龙占据辣味休闲食品市场龙头地位
- ❑ 1.3 渠道及城市：线下渠道为主，低线城市占比高
- ❑ 1.4 原材料价格：总体平稳，偶有波动
- ❑ 1.5 消费者画像：偏好重口味、热爱怀旧风的年轻一代

# 1.1 行业概览：辣味休闲食品市场增长迅速

- **休闲食品万亿市场，空间广阔。**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7,749亿元，2015年至2020年年复合增长率为6.6%，预计2025年市场规模将达到11,014亿元，对应2020年至2025年年复合增长率约7.3%。
- **多因素推动中国休闲食品市场持续增长。**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。

表1：中国休闲食品行业按类别划分的零售额明细

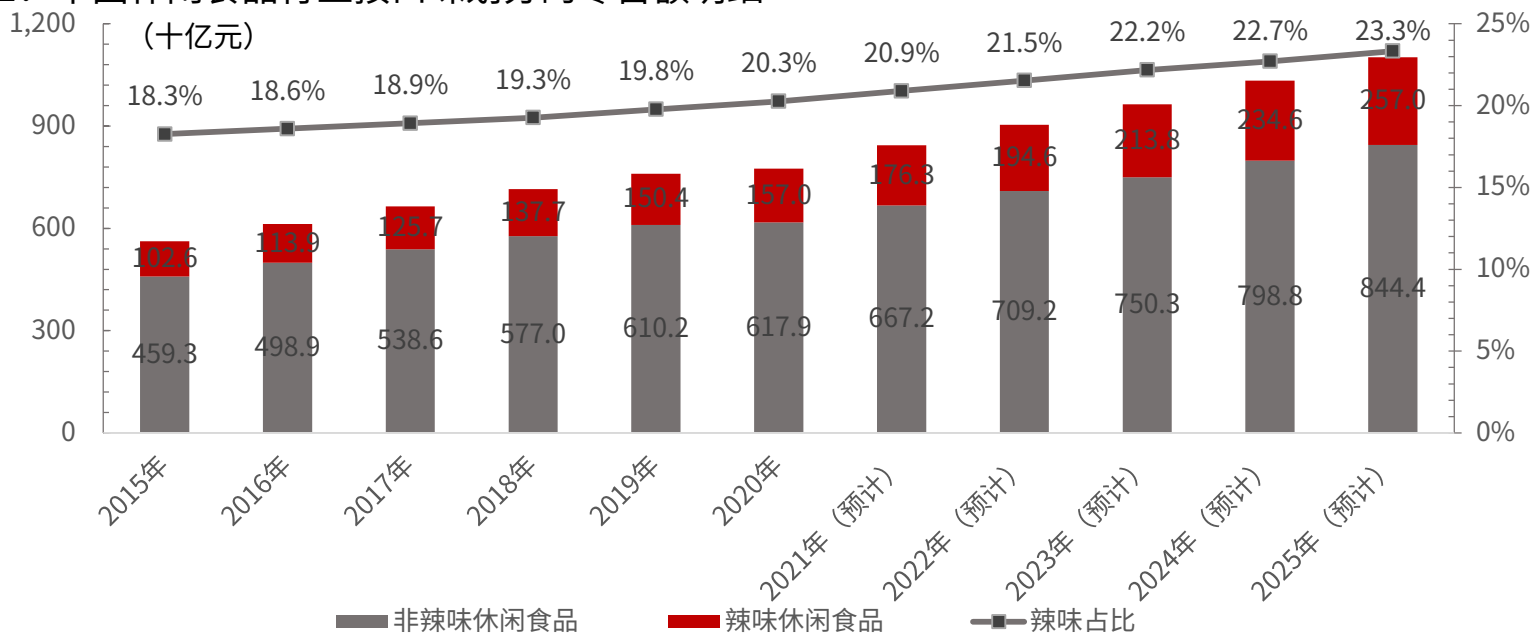
	零售额			年复合增长率	
	2015年 (人民币十亿元)	2020年 (人民币十亿元)	2025年(预计) (人民币十亿元)	2015-2020年	2020-2025年(预计)
糖果、巧克力级蜜饯	151.0	187.2	221.6	4.4%	3.4%
种子及坚果炒货	95.4	141.5	217.3	8.2%	9.0%
香脆休闲食品	60.7	87.6	127.4	7.6%	7.8%
面包、蛋糕与糕点	60.9	82.9	117.6	6.4%	7.2%
饼干	57.6	77.8	106.9	6.2%	6.6%
肉质以及水产动物制品	55.9	78.7	115.6	7.1%	8.0%
调味面制品	25.8	41.2	67.2	9.8%	10.3%
休闲蔬菜制品	12.7	24.2	54.7	13.8%	17.7%
休闲豆干制品	11.7	16.8	24.6	7.5%	7.9%
其他休闲食品	30.2	37.0	48.5	4.1%	5.6%
合计	561.9	774.9	1101.4	6.6%	7.3%

资料来源：弗若斯特沙利文报告注：其他休闲食品包括果冻、鸡蛋等产品

# 1.1 行业概览：辣味休闲食品市场增长迅速

- **辣味食品市场增速更快。**按口味分，休闲食品可分为辣味休闲食品和非辣味休闲食品两大类。2020年中国辣味休闲食品行业的零售额为1,570亿元，2015至2020年年复合增长率为8.9%，高于休闲食品行业同期年复合增长率。
- **有望实现双位数增长，占比持续提升。**按零售额计，辣味休闲食品在整体休闲食品行业中的份额，从2015年的18.3%扩张至2020年的20.3%。预计2020-2025年复合增速CAGR将达到10.4%，2025年辣味食品的零售额将达到2,570亿元，占比将进一步提升至23.3%。

图1：中国休闲食品行业按口味划分的零售额明细



资料来源：弗若斯特沙利文报告

请务必参阅正文之后的重要声明

# 1.1 行业概览：辣味休闲食品市场增长迅速

- 辣味休闲食品细分赛道较多，卫龙产品涵盖其中3类。根据弗若斯特沙利文报告，按销售额排序，辣味休闲食品可分为辣味休闲肉制以及水产动物制品、调味面制品、辣味休闲蔬菜制品等。卫龙的主要产品涉及调味面制品、辣味蔬菜制品和辣味休闲豆干制品三个细分。
- 辣味蔬菜制品、调味面制品、辣味休闲豆干制品位列增速前三。按零售额计，2020年辣味蔬菜制品市场规模为223亿元，2015-2020年年复合增长率为14.2%，预计2025年达到512亿元。2020年调味面制品市场规模为412亿元，2015-2020年年复合增长率为9.8%，预计2025年达到672亿元。2020年辣味休闲豆干制品市场规模为85亿元，2015-2020年年复合增长率为8.3%，预计2025年达到128亿元。

表2：中国辣味休闲食品行业分类零售额与增长率

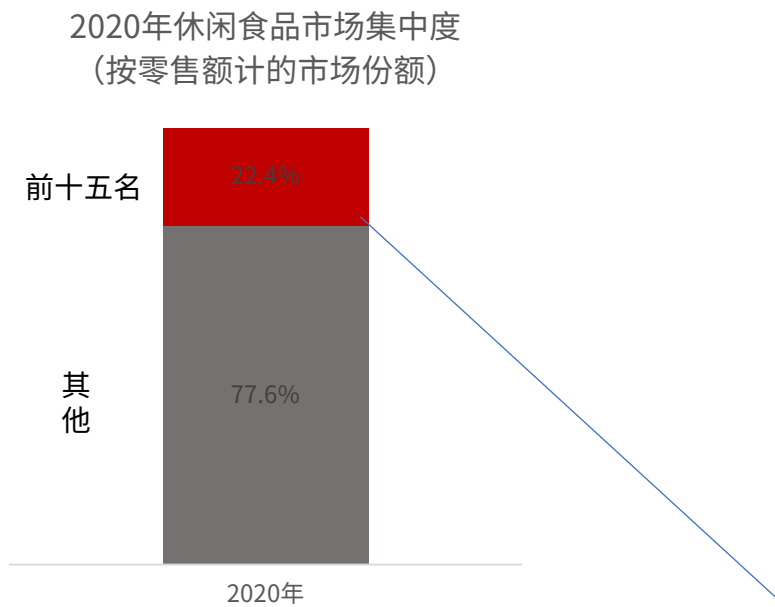
	零售额			年复合增长率		卫龙的产品
	2015年	2020年	2025年（预计）	2015年-2020年	2020年-2025年（预计）	2020年
	（人民币十亿元）	（人民币十亿元）	（人民币十亿元）			（人民币十亿元）
辣味休闲肉制以及水产动物制品	30.8	43.9	65.3	7.3%	8.3%	
调味面制品	25.8	41.2	67.2	9.8%	10.3%	2.7
辣味休闲蔬菜制品	11.5	22.3	51.2	14.2%	18.1%	1.2
辣味香脆休闲食品	13.1	19.0	27.9	7.7%	8.0%	
辣味种子及坚果炒货	11.7	17.1	25.6	7.9%	8.4%	
辣味休闲豆干制品	5.7	8.5	12.8	8.3%	8.5%	0.3
其他辣味休闲食品	4.0	5.0	7.0	4.6%	7.0%	
辣味休闲食品合计	102.6	157.0	257.0	8.9%	10.4%	

资料来源：弗若斯特沙利文报告

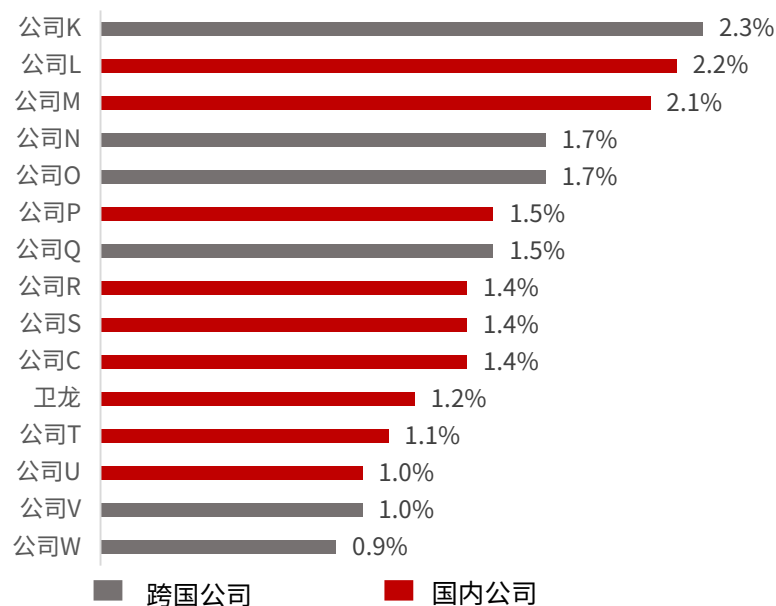
# 1.2 竞争格局：卫龙占据辣味休闲食品市场龙头地位

- 中国休闲食品市场较为分散。根据弗若斯特沙利文报告，按零售额计算，2020年中国前十五大休闲食品公司的市场份额为22.4%。
- 卫龙市占率约1.2%，排名第11位。2020年，中国休闲食品市场中营收额超过人民币20.0百万元的本土及跨国休闲食品公司约3000家，卫龙在其中排名第11位，并在所有本土公司中排名第7位。按零售额计，2020年卫龙占据休闲食品整体市场份额的1.2%。

图2：2020年休闲食品市场集中度



2020年前十五大企业的市场份额（按零售额计）



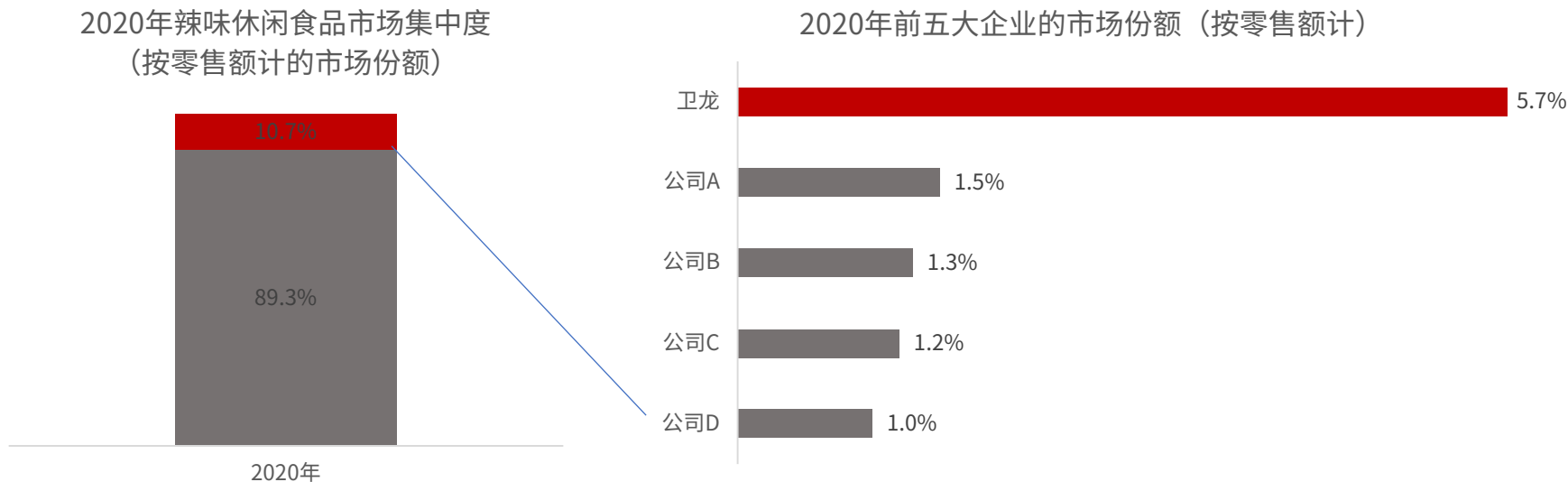


## 1.2 竞争格局：卫龙占据辣味休闲食品市场龙头地位



- 中国辣味休闲食品的市场格局同样较为分散。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份额为10.7%。
- 卫龙在辣味休闲食品行业具备领先优势。2020年，卫龙在中国辣味休闲食品行业中市场份额排名第一，市占率为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。

图3：2020年辣味休闲食品市场集中度



资料来源：弗若斯特沙利文报告

请务必参阅正文之后的重要声明

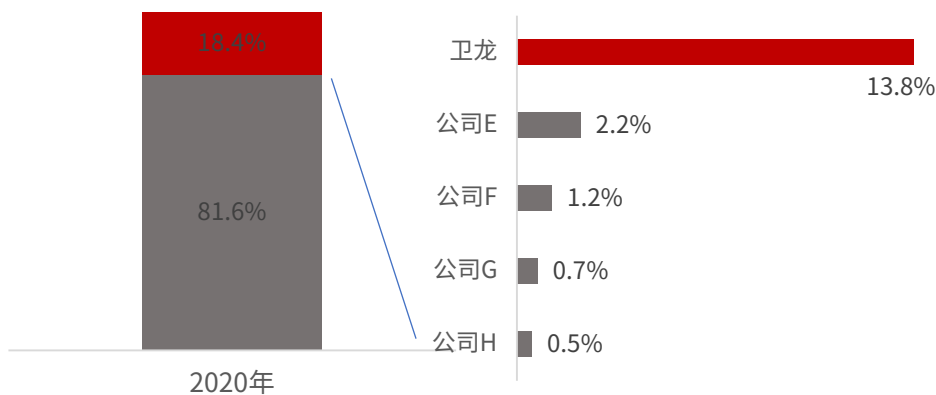
# 1.2 竞争格局：卫龙占据辣味休闲食品市场龙头地位

- 从营收占比来看，调味面制品和蔬菜制品是卫龙的主要产品。2020年卫龙调味面制品的营收占总营收之比达到65.3%，蔬菜制品占比达28.3%，两者合计超过90%，而豆制品及其他制品仅占6.4%。
- 卫龙在其主要产品市场中市占率排名第一。按零售额计算，2020年卫龙在中国调味面制品市场及辣味休闲蔬菜制品市场中的市场份额均排名第一，分别为13.8%和10.8%。

图4：2020年调味面制品市场集中度

2020年调味面制品市场集中度  
(按零售额计的市场份额)

2020年前五大企业的市场份额  
(按零售额计)

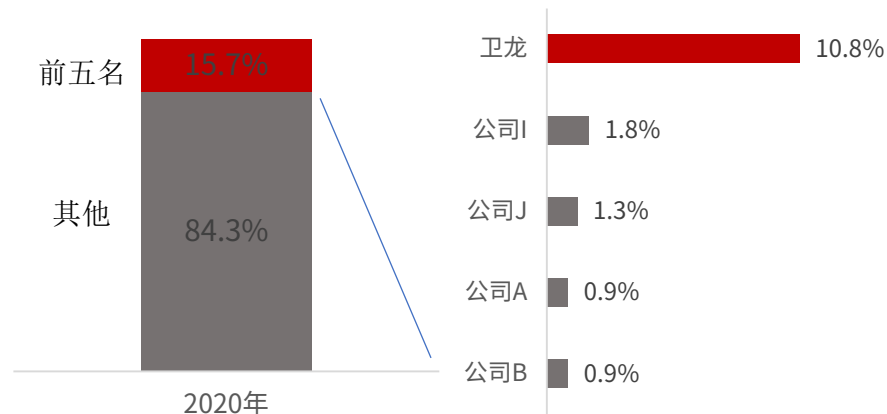


资料来源：弗若斯特沙利文报告

图5：2020年辣味休闲蔬菜制品市场集中度

2020年辣味休闲蔬菜制品市场集中度  
(按零售额计的市场份额)

2020年前五大企业的市场份额  
(按零售额计)



资料来源：弗若斯特沙利文报告

# 1.3 渠道及城市：线下渠道为主，低线城市占比高

- **线下渠道是休闲食品的主要销售渠道。**中国辣味休闲食品市场中，线下渠道占据市场份额的绝大部分。按零售额计，2020年线下渠道的整体市场份额达到74.9%，其中传统渠道占43.1%，现代渠道占31.8%。
- **电商渠道增长迅速。**2020年电商渠道的整体市场份额为11.5%，随着网购需求的不断普及+年轻消费者的在线购物需求上升，预计2020-2025年电商渠道年复合增长率将达到17.4%。

表3：中国辣味休闲食品市场按渠道划分的零售额明细

	零售额			年复合增长率	
	2015年	2020年	2025年（预计）	2015年至2020年	2020年至2025年（预计）
	（人民币十亿元）	（人民币十亿元）	（人民币十亿元）		
传统渠道	44.0	67.7	111.3	9.0%	10.5%
现代渠道	35.8	50.0	75.3	6.9%	8.5%
电商渠道	7.0	18.0	40.2	20.8%	17.4%
其他渠道	15.8	21.3	30.2	6.2%	7.2%
合计	102.6	157.0	257.0	8.9%	10.4%

资料来源：弗若斯特沙利文报告

# 1.3 渠道及城市：线下渠道为主，低线城市占比高

- 低线城市占整体辣味休闲食品市场的份额最高。按零售额计算，2020年低线城市辣味休闲食品市场的销售额占整体市场的63.3%。
- 低线城市增速最快，预计未来仍将保持较快增长。2015至2020年低线城市辣味休闲食品市场的年复合增长率为9.8%，预计2020至2025年的年复合增长率将进一步提高至11.8%，高于一线城市和二线城市辣味休闲食品的增长率。

表4：中国辣味休闲食品市场按城市等级划分的零售额明细

	人口结构		零售额			年复合增长率	
	2019年	2015年	2020年	2020年占比	2025年（预计）	2015年至2020年	2020年至2025年（预计）
	(%)	(人民币十亿元)	(人民币十亿元)	(%)	(人民币十亿元)		
一线城市	5.3%	14.7	20.1	12.8%	28.1	6.5%	6.9%
二线城市	17.3%	25.5	37.5	23.9%	55.4	8.0%	8.1%
低线城市	77.3%	62.4	99.4	63.3%	173.5	9.8%	11.8%
合计	100%	102.6	157.0	100.0%	257.0	8.9%	10.4%

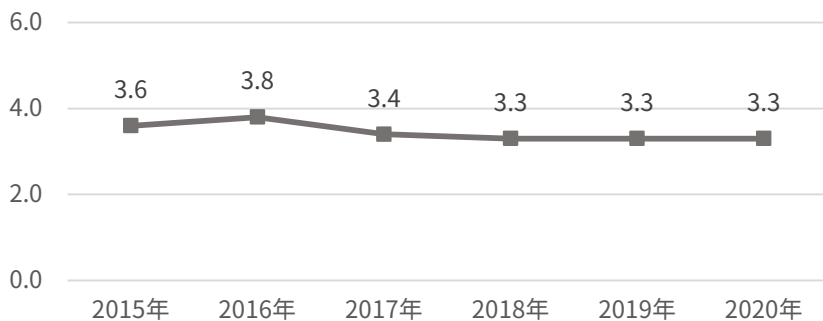
资料来源：弗若斯特沙利文报告；注：一线城市指北上广深；二线城市指天津市、重庆市及除广州市以外的所有省会城市；低线城市指中国内地除一、二线城市以外的所有其他地区

# 1.4 原材料价格：总体平稳，偶有波动

- 原材料价格总体稳定，略有变动。辣味休闲食品的部分重要原材料包括大豆油、面粉和海带，各原料变化不一。
- 具体看：2016-2018年大豆油价格呈下降趋势，2019-2020年，大豆油价格有所回升。面粉平均批发价格在2015-2020年内保持相对平稳。海带价格指数在2015-2019年下跌，随后于2020年反弹。

图7：2015-2020年中国面粉平均批发价

2015年至2020年中国面粉的平均批发价格  
(单位：人民币元/千克)

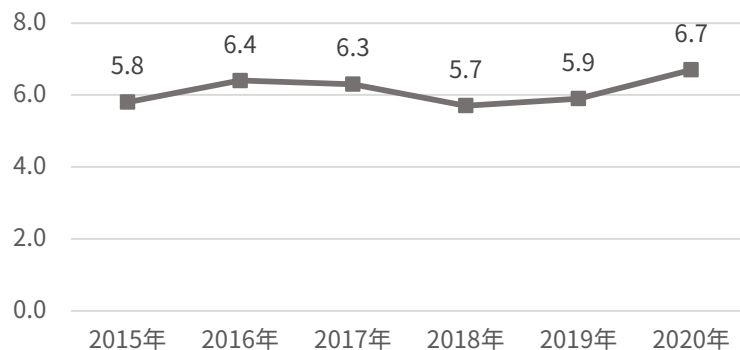


资料来源：卫龙招股说明书

请务必参阅正文之后的重要声明

图6：2015-2020年中国大豆油平均价格

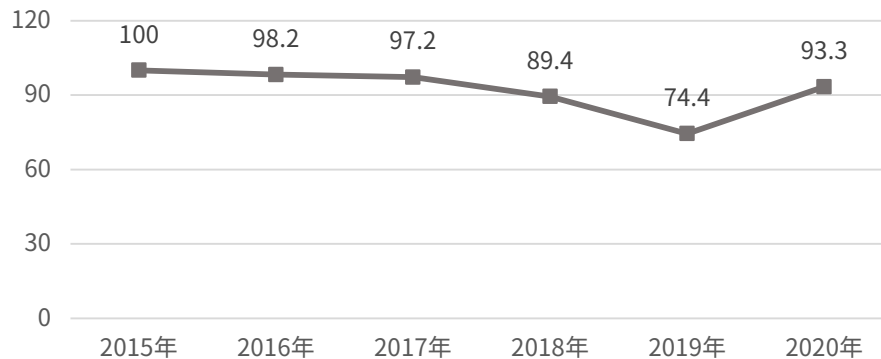
2015年至2020年中国大豆油的平均价格  
(单位：人民币元/千克)



资料来源：卫龙招股说明书

图8：2015-2020年中国海带批发价格指数

2015年至2020年中国海带批发价格指数  
(单位：以2015年价格水平为基准 (100))

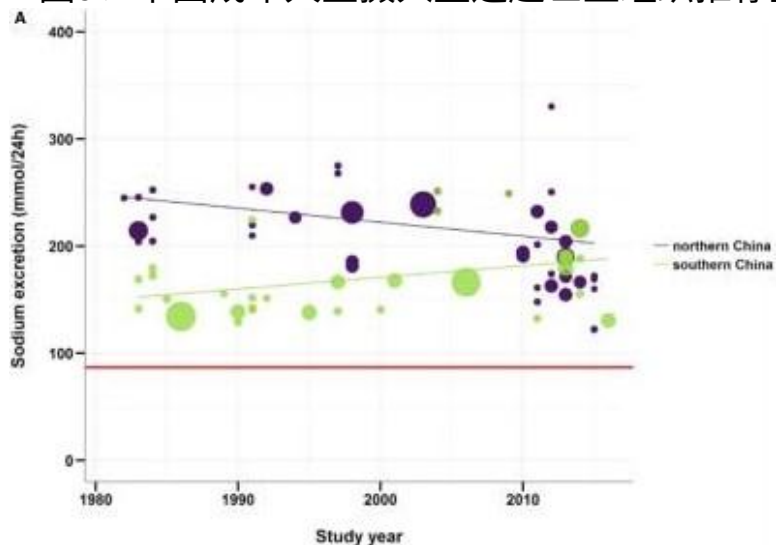


资料来源：卫龙招股说明书

# 1.5 消费者画像：偏好重口味、热爱怀旧风的年轻一代

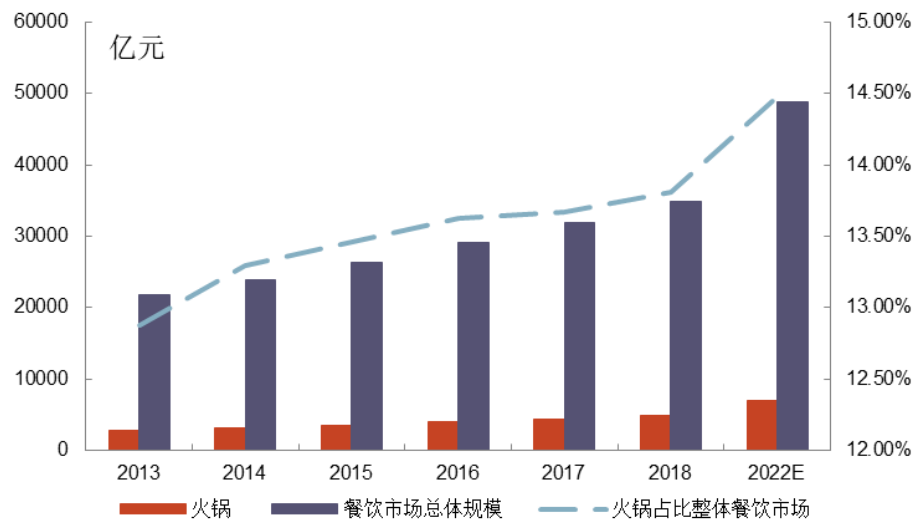
- 消费者偏爱重口味，年轻人尤甚。过去40年期间，中国成年人平均每天吃10.5克盐，超过世卫组织推荐量的两倍。一方面，中式烹饪习惯用盐来调味；另一方面，吃重口味的食物能够缓解快节奏的生活带来的压力。因此国人越来越喜欢重口味，其中年轻人更是对火锅、小龙虾、卤制品、零食等抱有持续的热情。以火锅为例，火锅所占整体餐饮市场份额自2013年以来逐年增加，并会在未来延续这种趋势。
- 辣味休闲食品兼具重油重盐重辣，符合国人喜好。根据弗若斯特沙利文报告，消费者在购买休闲食品时，辣味是首选口味之一。辣味休闲食品符合消费者偏好，能够带来愉悦的食用体验，因此受到不同年龄层次消费者的喜爱，消费客群日益壮大。

图9：中国成年人盐摄入量远超世卫组织推荐量



资料来源：美国心脏协会期刊，光大研究所整理

图10：火锅所占市场份额不断提升



资料来源：CBNData，光大研究所整理

# 1.5 消费者画像：偏好重口味、热爱怀旧风的年轻一代

- 从口味上看，休闲零食无辣不欢。根据CBNData，2020年线上咸口零食礼盒（包含肉类、豆干类和海味即食等）的细分风味中，香辣口味的销售金额遥遥领先，咸口零食目前仍是“辣味当道”。
- 从品类上看，蔬菜干和面筋制品增长速度位列所有咸口零食前列。根据CBNData，蔬菜干和面筋制品分别在2020年线上咸口零食礼盒细分品类增速中排名第二及第三，广受消费者欢迎。

图11：香辣风味零食礼盒消费占比遥遥领先



资料来源：CBNData，光大研究所整理

表5：2020年线上咸口零食礼盒细分品类增长Top 10

消费占比提升度排名	叶子类目名称
1	鸭肉零食
2	蔬菜干
3	面筋制品
4	鸡肉零食
5	羊肉类
6	即食鱼零食
7	卤味素食
8	海带零食
9	贝系列
10	兔肉干/兔丁

资料来源：CBNData，光大研究所整理

# 1.5 消费者画像：偏好重口味、热爱怀旧风的年轻一代

- 卫龙的消费者以年轻人为主。根据弗若斯特沙利文报告，2020年卫龙95%的消费者年龄在35岁及以下，55%的消费者年龄在25岁及以下，95后是卫龙最大的消费客群。2016年卫龙将消费人群更加细分，转向二次元市场。因为二次元人群以00后为主，覆盖率广、忠诚度高，且由于共同的爱好和话题组成的小圈子，传播力极强，极易形成口碑传播。卫龙也借此实现其产品的年轻化，成功打入00后群体。
- 辣条承载着一代人的童年回忆。对于辣条的需求，不仅是味道，更有情感上的怀旧。通过在消费者的青少年时期培养味觉记忆，卫龙建立起了品牌和消费者之间的情感基础。怀旧食品风潮的兴起让当年吃过辣条的小学生现在长大后也成为卫龙的消费者。
- 年轻人追求趣味性体验和情感价值互动。据CBNDData，2018-2020年线上跨界联名礼盒的销售增幅达到12.3倍，参与跨界的商家和商品也迅速增长。卫龙也顺应时代潮流，将网络热词印在产品包装袋上，不断和时下热门概念联名，推出周边产品等。

图12：2020年卫龙消费者画像

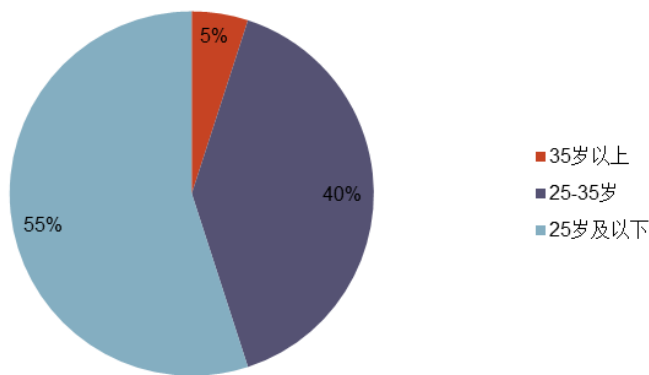


图13：卫龙推出周边



资料来源：弗若斯特沙利文，光大研究所整理

资料来源：CBNDData，光大研究所整理





- ❑ 2.1 公司历史+股权结构
- ❑ 2.2 公司规模迅速扩张
- ❑ 2.3 产能效率逐步提高，费用成本有望进一步降低
- ❑ 2.4 募集资金投向

## 2.1 公司历史+股权结构

- **辣条起家，深耕辣味休闲食品20年。**卫龙成立于2001年，2003年申请卫龙商标，2004年成立平平食品迁入漯河工业园。2006年至2010年平平食品建设第二个工厂，开发卫龙大面筋、小面筋等产品。2010年至2016年，公司引入多位明星为产品代言并升级品牌形象，产品产能扩张；引入自动化设备改善生产工艺，并在线上平台开设自营店铺，实现线上品牌推广。2019年整合线上和线下资源建立了全渠道销售及经销网络。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。
- **股权集中度高。**截至招股说明书签署日，公司的第一大股东为和和全球资本，持股92.17%，CPE源峰持股2.32%，高瓴持股1.17%，腾讯持股0.64%，云锋基金持股0.64%，红杉资本中国基金持股0.29%，Duckling Fund, L.P.持股0.29%，厚生投资持股0.29%，海松资本持股0.21%，雷德未来发展有限公司持股1.98%。

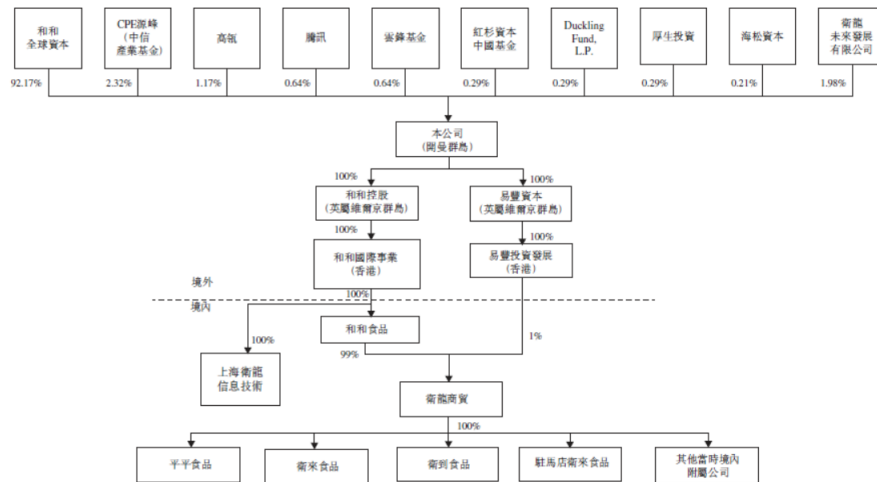
图14：公司历程

2001年	创办人刘卫平先生及刘福平先生来到漯河市创业 开创出第一根辣条
2003年	申请卫龙商标
2004年	成立平平食品，迁入漯河工业园
2006年至2010年	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
2010年至2016年	引入多位知名明星为产品代言，提升产品知名度；实施一系列其他品牌及营销策略，以升级品牌形象 调味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 在中国主要电商平台之一的天猫开设自营线上店铺，实现线上品牌推广
2017年	产能迅速扩大；成功导入全球领先的SAP信息管理系统；在京东开设自营线上店铺以进一步提升线上销售
2019年	建立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
2020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 上海卫龙美味生物科技开始运营；杏林食品工厂开始建设

资料来源：卫龙招股说明书

请务必参阅正文之后的重要声明

图15：截至招股说明书签署日卫龙股权结构图

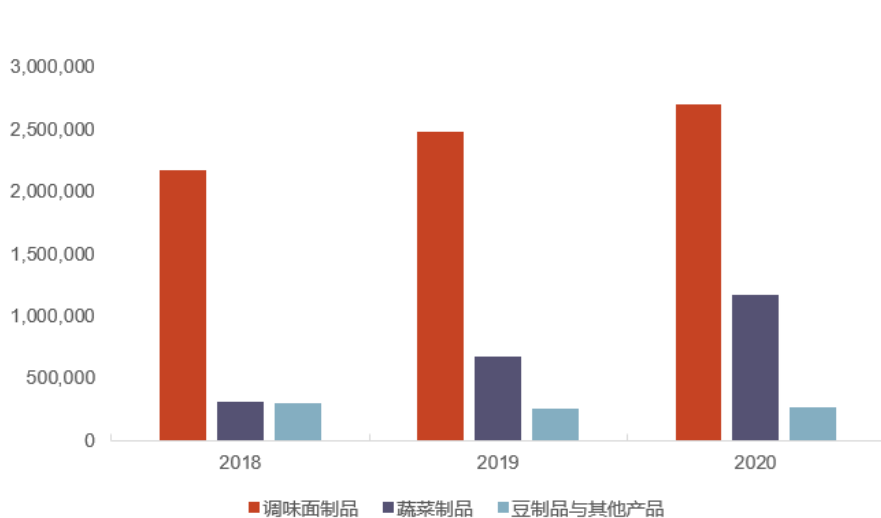


资料来源：卫龙招股说明书

## 2.2 公司规模迅速扩张

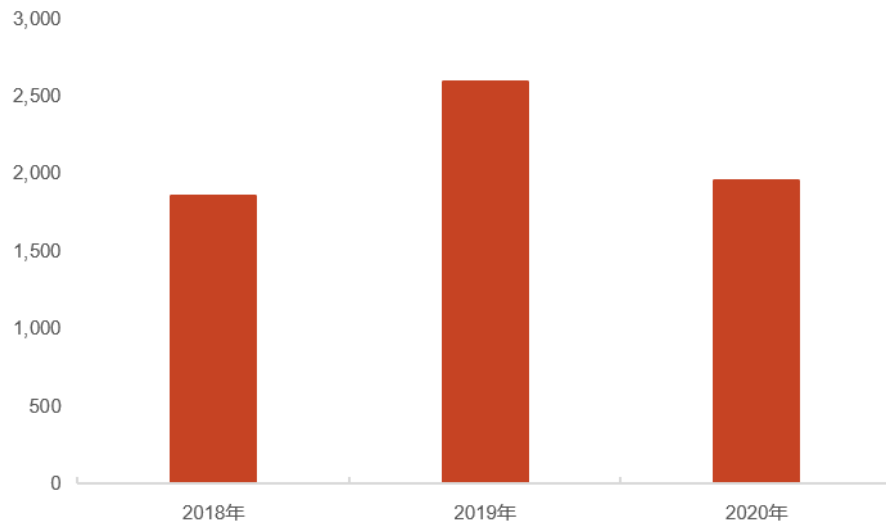
- **中国最大的辣味休闲食品企业。**2018-2020年，公司分别实现营业收入27.5/33.8/41.2亿元，2019和2020年分别同增23%/22%。根据弗若斯特沙利文的数据，2020年卫龙在中国辣味休闲食品市场排名第一，市场份额5.7%，且在调味面制品及辣味休闲蔬菜制品细分品类的市场份额均排名第一。
- **中国知名度最高、最受消费者喜爱的辣味休闲食品品牌。**弗若斯特沙利文的调研结果显示，就品牌意识而言，卫龙是25岁及以下年轻人心目中休闲食品第一品牌。2020年，调味面制品和蔬菜制品这两个品类的年度零售额超过人民币10亿元，其中4个单品的年度零售额超过人民币500百万元。

图16：卫龙品牌收入按产品划分（单位：千元）



资料来源：卫龙招股说明书

图17：2018-2020年截至年末经销商数量



资料来源：卫龙招股说明书

## 2.2.1 品牌力突出，细分品类优势明显

- 卫龙已构筑较强的品牌力，在各细分板块中优势明显。根据第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，2021年4月，卫龙品牌面筋制品全网销售额达203.83万元，约为第2名的2.4倍；卫龙品牌素肉（如魔芋爽）全网销售额达838.72万元，约为第2名的2倍。公司专注辣味休闲食品多年，深受消费者认可，品牌力突出，在调味面制品市场及辣味休闲蔬菜制品占据领先地位。

图18：2021年4月面筋制品线上销售额前五大品牌

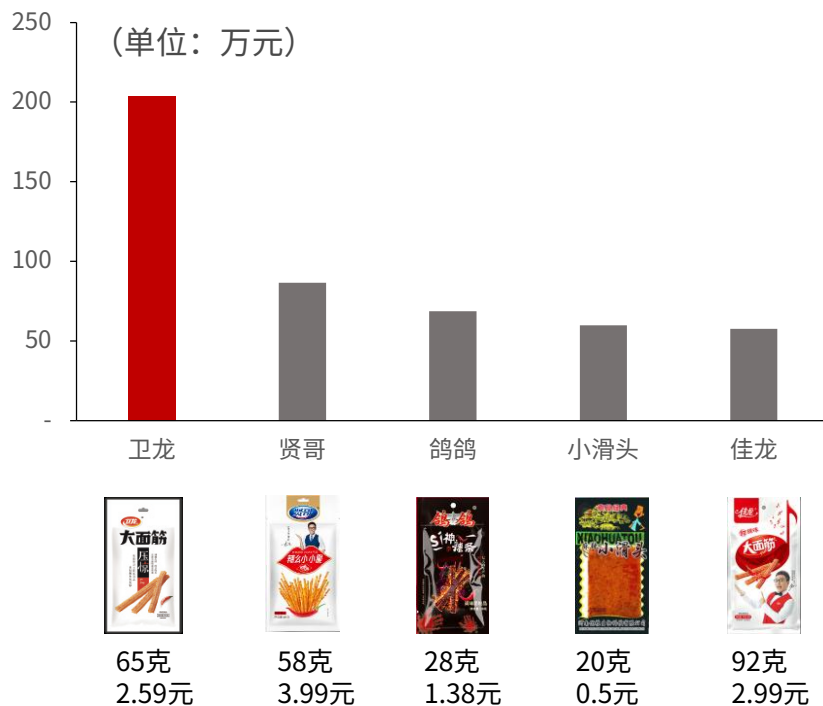
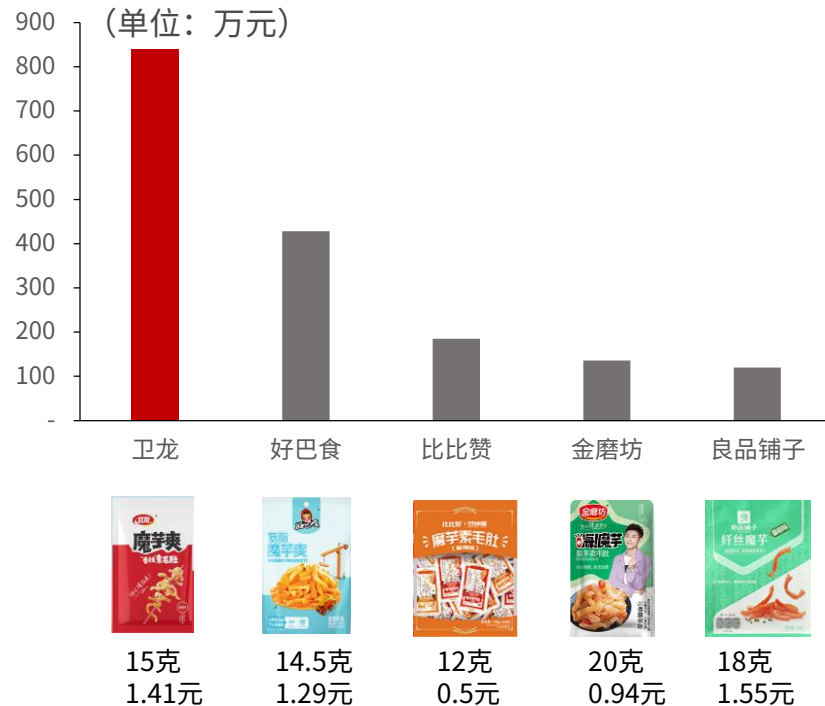


图19：2021年4月素肉线上销售额前五大品牌



资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，各品牌天猫旗舰店

## 2.2.2 产品：经典大单品+创新产品组合

- 以面制品为核心，逐步拓展至蔬菜制品和豆制品。公司致力于使用大豆油、面粉及海带等大众食材为主，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。凭借出众的拓展品类的能力，近年来已成功拓展到蔬菜制品和豆制品，推出了包括“风吃”和“亲嘴烧”系列等品牌。公司不断创新，创造出深受消费者青睐的产品，满足了一代又一代人的味蕾，积累了横跨多个年龄段的广泛且忠诚的粉丝。

图20：卫龙各类产品示例



资料来源：卫龙招股说明书

请务必参阅正文之后的重要声明

## 2.2.2 产品：经典大单品+创新产品组合

- 早期辣条生产以作坊模式为主，存在大量杂牌。由于辣条制作工艺简单，生产门槛较低，市场上存在着大量生产作坊和散装产品。其中不少作坊环境脏乱、违规添加各种添加剂。2005年央视就曾曝光辣条地下黑作坊乱象。据新京报统计，2015年至2017年中旬，全国有超过百家辣条生产企业的195批次辣条登上食药监局黑名单。
- 当前包装化和品牌化趋势明显。随着健康风潮的持续，消费者对食品安全关注度不断提升。相较于小作坊，卫龙等大型企业拥有先进的全自动设备，能够实现无菌生产，消费者对其信任程度更高。包装化、品牌化成为当下辣条发展的重要趋势，这也是区别于休闲食品其他赛道的趋势之一。

图21：央视315晚会曝光辣条行业乱象



资料来源：央视财经

图22：卫龙采用全自动化的无菌生产车间



资料来源：卫龙招股说明书

## 2.2.2 产品：经典大单品+创新产品组合

- **把握消费趋势，创意营销出圈，助力新品延展。**公司积极把握健康消费趋势，推出辣味蔬菜等新产品，得益于其健康的属性、优异的口感，对消费者产生了极大的吸引力。同时配合以有趣且新潮的营销内容，迎合年轻一代的媒体偏好，增加产品记忆点，扩大品牌曝光度。2018-2020年公司蔬菜制品收入由3亿快增至12亿，年复合增长率超95%，在营收中的占比由11%快速提高至28%。
- **以2014年推出的魔芋爽为例：**从产品本身看，魔芋口感爽脆、富有特点，同时具有高膳食纤维、低碳水化合物、低脂肪的健康属性，符合消费趋势。从营销模式看，卫龙推出了一则以“爽”为主题的创意广告，以3个情绪不爽的小故事反衬“要爽就吃卫龙魔芋爽”，令人印象深刻。该产品一经推出，便广受欢迎。

图23：魔芋爽热量仅相当于半个苹果



图24：魔芋爽创意广告



资料来源：卫龙招股说明书

资料来源：卫龙招股说明书

## 2.2.2 产品：经典大单品+创新产品组合

- 2018-2020年，公司调味面制品及蔬菜制品的销量呈增长趋势。具体看：调味面制品的销量持续增长归因于以下因素的共同作用：(i)消费者对卫龙产品和品牌的认可度提升；及(ii)公司于中国扩大经销网络及进一步向低线城市市场下沉。蔬菜制品销量的稳步增长是由于：(i)公司努力扩大并更新产品组合；(ii)经销网络扩大；及(iii)公司此类产品的产能提升（尤其是2020年）。
- 2020年，蔬菜及调味面制品销量增速有所缩减。主要系：(i)受疫情影响，公司生产工厂的营运于2020年首两个月一度中止；及(ii)为优化经销网络，公司于2020年第四季度，召开了经销商评审大会，短期内导致了经销商数量的暂时减少。
- 2018-2020年，公司的豆制品及其他产品销量逐年下降。主要原因是由于为优化产品组合，若干此类产品停产。

表6：2018-2020年按产品划分的销量及每千克售价

按产品划分的销量及每千克平均售价（截至12月31日止年度）				
		2018年	2019年	2020年
调味面制品	千克	155,521,242	173,295,953	179,511,376
	人民币元/千克	13.9	14.3	15.0
蔬菜制品	千克	10,304,070	24,130,137	41,585,398
	人民币元/千克	28.9	27.6	28.1
豆制品与其他产品	千克	13,031,717	11,377,910	10,160,980
	人民币元/千克	22.4	21.6	25.8

资料来源：卫龙招股说明书



## 2.2.3 渠道：积极布局电商，线上业务蓬勃发展

- **积极布局电商平台，拓展线上业务。**2018-2020年公司的线上业务年复合增长率达到28.3%。2020年疫情期间，公司的电商业务呈增长趋势，2020年全年线上渠道收入占总收入的9.3%。公司拥有专责的电商团队，通过对线上用户及销售数据分析，创造更契合消费者消费习惯的产品组合，并不断提升公司线上用户互动以及后端服务能力。
- **线上业务与线下渠道形成有力互补。**公司通过线上渠道引入辣味肉松饼、辣条火锅、礼盒等诸多新款产品进行市场测试，对公司的新品研发与大规模生产及线下分销起到重要的指导作用。

表7：2018-2020年卫龙收入按渠道划分

按销售渠道划分						
	2018		2019		2020	
	人民币千元	占比%	人民币千元	占比%	人民币千元	占比%
线下渠道	2,519,690	91.6	3,133,928	92.6	3,738,582	90.7
线上渠道	231,968	8.4	250,838	7.4	381,775	9.3
——线上经销	125,120	4.5	144,034	4.2	230,677	5.6
——线上直销	106,848	3.9	106,804	3.2	151,098	3.7
合计	2,751,658	100	3,384,766	100	4,120,357	100

资料来源：卫龙招股说明书

## 2.3 产能效率逐步提高，费用成本有望进一步降低



- **致力于自动化设备研发，不断提高生产效率。**公司与设备生产商合作，开发和升级了自动化生产线。公司还有一支致力于自动化设备研究的团队，截至2020年12月31日，该团队有12位主要成员。公司有五大类设备和机器，所有该等设备及机器提高了公司的生产效率。例如，公司的自动上料、自动调味和自动包装设备减少了人工劳动并节省了人工成本。
- **各品类产能利用率变化存在差异。**具体来看：调味面制品、蔬菜制品2019年的产能利用率高于2018年，主要原因是设计产能增加及实际产量的增幅更大；2020年的产能利用率低于2019年，原因是实际产量温和增加，但产能扩张步伐更大。豆制品及其他产品2019年的产能利用率低于2018年，原因是调整产能配置；2020年的产能利用率高于2019年，原因是生产线数量大幅减少。

表8：2018-2020年公司产能利用情况

单位：吨；%	2018年			2019年			2020年		
	设计产能	实际产量	产能利用率	设计产能	实际产量	产能利用率	设计产能	实际产量	产能利用率
产品分部									
调味面制品	195,184	146,993	75.3%	190,407	166,580	87.5%	235,972	168,855	71.6%
蔬菜制品	13,492	9,820	72.8%	24,756	21,760	87.9%	45,936	39,332	85.6%
豆制品及其他产品	13,996	12,295	87.8%	11,102	7,559	68.1%	4,861	3,643	74.9%
总计	222,672	169,107	75.9%	226,265	195,898	86.6%	286,769	211,830	73.9%

资料来源：卫龙招股说明书

## 2.3 产能效率逐步提高，费用成本有望进一步降低

- 原材料为主要成本支出项目，毛利率逐年提升。从成本结构看，2018-2020年，原材料、包装材料和人员福利费用为三大主要成本支出项，分别占营业收入比重约30%、15%和8%。卫龙三大品类毛利率水平基本在34%-39%之间。
- 公司产品成本结构有望进一步优化。原材料方面，随着业务增加，在规模效应下，公司采购成本有可能出现下降，特别是公司的核心大单品占比较高，有规模采购空间；包装材料方面，与原材料同理，公司在大规模采购的前提下可能进一步降低包装材料成本。

表9：2018-2020年销货成本组成明细及占比

	2018		2019		2020	
	人民币千元	占总收益比%	人民币千元	占总收益比%	人民币千元	占总收益比%
原材料	860,395	31.3	1,008,995	29.8	1,145,423	27.8
包装材料	442,946	16.1	496,801	14.7	557,517	13.5
雇员福利费用	232,059	8.4	283,290	8.4	358,489	8.7
采购代工产品成本	124,550	4.5	195,307	5.8	302,574	7.3
生产费用	89,045	3.2	99,086	2.9	138,587	3.4
附加税及其他税项	47,355	1.8	46,984	1.3	52,102	1.3
<b>合计</b>	<b>1,796,350</b>	<b>65.3</b>	<b>2,130,463</b>	<b>62.9</b>	<b>2,554,692</b>	<b>62</b>

资料来源：卫龙招股说明书

表10：2018-2020年卫龙各品类毛利及毛利率

	2018		2019		2020	
	人民币千元	毛利率%	人民币千元	毛利率%	人民币千元	毛利率%
调味面制品	744,599	34.4	920,009	37.2	1,012,162	37.6
蔬菜制品	109,260	36.7	247,574	37.2	458,302	39.3
豆制品与其他产品	101,449	34.7	86,720	35.4	95,201	36.3
<b>合计</b>	<b>955,308</b>	<b>34.7</b>	<b>1,254,303</b>	<b>37.1</b>	<b>1,565,665</b>	<b>38</b>

资料来源：卫龙招股说明书





## 2.4 募集资金投向

- 募投项目涵盖生产、渠道、品牌、研发等方面，多措并举助力业务发展。公司本次公开发行所募资金的用途包括：1) 产能端：扩大和升级生产设施与供应链体系；2) 产品端：推进新品开发和现有产品升级迭代，提升研发能力；3) 渠道端：拓展销售和经销网络；4) 品牌端：开展各类线上营销活动；5) 投资及收购具备协同作用的企业；6) 推进数字化建设。募投项目涵盖生产经营各个方面，有助于公司业务持续向好发展，增强公司的竞争实力。

表11：本次募集资金投向

资金用途	具体项目
扩大和升级生产设施与供应链体系	1) 新建及升级工厂：在华南或华东地区增设2家工厂；在云南曲靖市增设1家工厂；扩大杏林工厂。2) 升级设备：引进调味面制品与蔬菜制品的自动化设备，例如自动拌料系统及自动包装系统。3) 完善配送网络：于关键城市设立仓库以缩短配送时间。
投资及收购具备协同作用的企业	1) 战略性投资或并购休闲食品行业上下游价值链中持续运营的其他企业，如原材料供应商及加工商。2) 投资或并购休闲食品行业其他企业。
拓展销售和经销网络	1) 完善和拓展分销渠道：与更多的线下经销商合作，在低线城市设立更多的联络办事处，加大该地区广告及营销力度；并通过短视频&直播平台等新兴线上渠道开展营销及推广活动。2) 完善未来五年自有的销售管理系统。
开展品牌建设	1) 开展线上品牌营销活动，如品牌及产品推广文案、音频及视频内容营销、娱乐营销。2) 通过线上平台或网站实现社交媒体互动。
加大产品研发与提升研发能力	1) 推进新品开发和现有产品的升级迭代。2) 引进高端科技人才。3) 建立卫龙研究院，与科研院所合作。4) 购置仪器设备。5) 提高产品质量控制和安全管理检测技术。
推进数字化建设	1) 推进生产、供应链、营销、研发、财务及人力资源等的数字化和用户运营数字化。2) 建设各类IT基础设施，引进IT人才。

资料来源：卫龙招股说明书

-  **食品安全风险：**食品在原料采购、生产流通过程中需要经历较多中间环节，若质量控制不达标或操作不规范，可能导致不合格产品面世并诱发食品安全事故，将对行业持续发展产生重大不利影响。
-  **消费者需求变化的风险：**我国休闲食品行业呈现出产品种类繁多、产品更新迭代速度较快的特点。若消费者偏好或市场潮流趋势发生较大改变，将对辣味食品行业发展前景造成一定影响。
-  **原材料价格波动的风险：**辣味休闲食品主要原材料包括大豆油、面粉和魔芋，以及纸箱等包装材料。若原材料价格出现大幅波动，将对卫龙的盈利水平造成不利影响。
-  **行业竞争加剧的风险：**休闲食品行业参与者众多，预计未来辣味休闲食品延续景气，或将吸引更多企业进入该领域，可能导致市场竞争加剧的风险。

# 衷心 感谢

---

光大证券研究所



食品饮料研究团队

陈彦彤

📄 执业证书编号: S0930518070002

☎ 电话: 021-52523689

✉ 邮件: chenyt@ebscn.com

叶倩瑜

📄 执业证书编号: S0930517100003

☎ 电话: 021-52523657

✉ 邮件: yeqianyu@ebscn.com

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**