



# 卫龙美味 (09985.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 魔芋高增长引领，利润弹性释放

### 业绩简评

8月15日公司发布半年度业绩，24H1实现营收29.4亿元，同比+26.3%；实现归母净利润6.2亿元，同比+38.9%。

### 经营分析

**全品类恢复增长，提价影响逐步消化。**1)分产品看，24H1面制品/菜制品/豆制品及其他销售额分别为13.5/14.6/1.2亿元，同比+5.0%/+56.6%/+17.5%。受益于新规格补充及新品上市，面制品提价约2年后恢复增长。菜制品延续高增，系魔芋爽老品稳健、小魔女新品上市表现强劲。2)24H1线下/线上渠道销售额同比+25.4%/+33.2%。线下合作头部零食专营店、O2O、会员电商等新兴渠道，且传统渠道单点卖力持续提升，助销辅销模式发挥成效。24H1公司经销商数量为1822家，较23年底增长6.7%。3)分区域来看，华东/华中/华北/华南/西南/西北/海外实现收入同比+31.88%/+12.50%/+20.89%/+33.06%/+34.09%/+26.10%/-23.05%。华中增速略慢，我们推测主要系零食量贩渠道竞争较为激烈，海外下滑系同期高基数。

**成本下行+产品结构优化+供应链完善，盈利能力持续向好。**24H1公司毛利率/净利率分别为49.8%/21.1%，分别同比+2.3pct/+1.9pct。毛利率改善系1)产品结构变化，蔬菜制品毛利率较高，收入占比提升至49.7%。2)核心原材料如面粉、大豆油等价格下行。3)公司主动优化供应链，提升生产效率，24H1总产能利用率同比提升17.5%。24H1销售费率/管理费率分别同比+0.4pct/-1.2pct，销售费率同比上涨系员工福利与广告推广费增加，其中推广及广告费1.2亿元，同比+34%；管理费率优化系规模效应摊薄。另公司宣布分派中期股息约0.16元/股(含税)，分红比率约60%，折合股息率约5%。

**公司积极拥抱新渠道、加快产品上新速度，24年企稳修复。**公司深耕传统渠道，采用辅销助销模式精细化管理，稳固大单品优势地位。近年来公司积极拥抱新渠道，并在新品方面持续发力，看好公司作为龙头积累的先发优势，未来多品类扩张可期。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司魔芋产品高速增长、新渠道开发顺利，我们上调24-26年盈利预测9%/10%/8%，预计24-26年归母净利润分别为11.2/13.0/14.7亿元，同比增长+28%/16%/13%，对应PE分别为13x/11x/10x，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

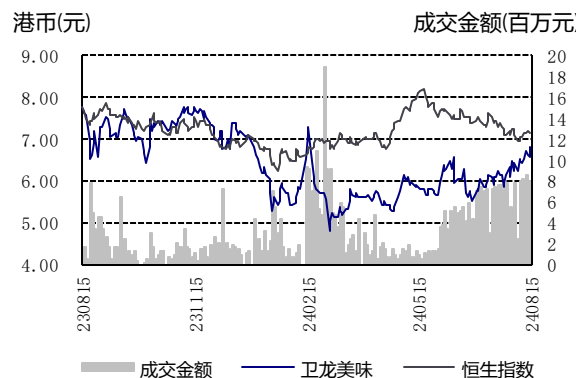
分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (港币)：6.800元

### 相关报告：

- 《卫龙美味港股公司点评：关注新渠道变化，全品类有望恢复增长》，2024.3.23
- 《卫龙港股公司点评：提价压力尚存，利润加速改善》，2023.8.30



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,632	4,872	5,897	6,773	7,647
营业收入增长率	-3.50%	5.17%	21.04%	14.86%	12.90%
归母净利润(百万元)	151	880	1,123	1,303	1,467
归母净利润增长率	-81.70%	481.87%	27.52%	16.08%	12.57%
摊薄每股收益(元)	0.06	0.37	0.48	0.55	0.62
每股经营性现金流净额	0.51	0.49	0.55	0.71	0.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.74%	15.43%	18.38%	19.77%	20.55%
P/E	151.68	17.53	13.16	11.34	10.07
P/B	4.15	2.70	2.42	2.24	2.07

来源：公司年报、国金证券研究所 (注：汇率采用 1HKD=0.92CNY)



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,800	4,632	4,872	5,897	6,773	7,647
增长率	16.5%	-3.5%	5.2%	21.0%	14.9%	12.9%
主营业务成本	3,007	2,673	2,549	2,987	3,449	3,894
%销售收入	62.6%	57.7%	52.3%	50.7%	50.9%	50.9%
毛利	1,793	1,960	2,323	2,909	3,325	3,753
%销售收入	37.4%	42.3%	47.7%	49.3%	49.1%	49.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	521	633	807	1,032	1,118	1,231
%销售收入	10.8%	13.7%	16.6%	17.5%	16.5%	16.1%
管理费用	359	482	459	501	562	619
%销售收入	7.5%	10.4%	9.4%	8.5%	8.3%	8.1%
研发费用	5	0	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	928	864	1,073	1,392	1,661	1,918
%销售收入	19.3%	18.6%	22.0%	23.6%	24.5%	25.1%
财务费用	-19	-58	-176	-150	-135	-107
%销售收入	-0.4%	-1.2%	-3.6%	-2.5%	-2.0%	-1.4%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	947	921	1,248	1,542	1,795	2,025
营业利润率	19.7%	19.9%	25.6%	26.1%	26.5%	26.5%
营业外收支						
税前利润	1,097	412	1,279	1,577	1,830	2,060
利润率	22.8%	8.9%	26.3%	26.7%	27.0%	26.9%
所得税	270	261	399	454	527	593
所得税率	24.6%	63.3%	31.2%	28.8%	28.8%	28.8%
净利润	827	151	880	1,123	1,303	1,467
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	827	151	880	1,123	1,303	1,467
净利率	17.2%	3.3%	18.1%	19.0%	19.2%	19.2%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	827	151	880	1,123	1,303	1,467
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-3	643	-10	-11	-9	-8
非经营收益						
营运资金变动	-41	274	165	62	263	-49
经营活动现金净流	889	1,203	1,156	1,292	1,679	1,533
资本开支	-398	-666	-122	-170	-160	-110
投资	-1,435	-329	-1,099	-180	-180	-230
其他	53	-1	91	61	35	35
投资活动现金净流	-1,781	-996	-1,131	-289	-305	-305
股权募资	1,794	893	0	0	0	0
债权募资	63	-308	15	20	20	20
其他	-597	0	-843	-744	-846	-947
筹资活动现金净流	1,260	585	-829	-724	-826	-927
现金净流量	333	820	-788	280	549	301

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	494	1,314	526	806	1,354	1,655
应收款项	319	240	212	282	290	355
存货	604	599	420	576	485	713
其他流动资产	1,569	1,403	1,717	1,198	978	858
流动资产	2,986	3,557	2,875	2,861	3,108	3,582
%总资产	57.5%	51.3%	40.8%	36.7%	36.7%	38.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	964	1,128	1,101	1,105	1,137	1,118
%总资产	18.6%	16.3%	15.6%	14.2%	13.4%	12.0%
无形资产	25	27	33	80	86	92
非流动资产	2,204	3,373	4,179	4,933	5,371	5,707
%总资产	42.5%	48.7%	59.2%	63.3%	63.3%	61.4%
资产总计	5,191	6,930	7,054	7,794	8,479	9,290
短期借款	396	0	2	2	2	2
应付款项	198	187	165	234	198	289
其他流动负债	662	813	741	961	1,179	1,331
流动负债	1,256	1,000	908	1,197	1,378	1,622
长期贷款	64	161	179	199	219	239
其他长期负债	201	244	261	290	290	290
负债	1,521	1,406	1,348	1,686	1,887	2,151
普通股股东权益	3,670	5,524	5,706	6,109	6,592	7,139
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	3,711	5,466	5,605	6,007	6,490	7,037
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,191	6,930	7,054	7,794	8,479	9,290

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	—	0.06	0.37	0.48	0.55	0.62
每股净资产	—	2.35	2.43	2.60	2.80	3.04
每股经营现金净流	—	0.51	0.49	0.55	0.71	0.65
每股股利	0.00	0.24	0.33	0.32	0.32	0.32
回报率						
净资产收益率	22.53%	2.74%	15.43%	18.38%	19.77%	20.55%
总资产收益率	15.93%	2.18%	12.48%	14.40%	15.37%	15.79%
投入资本收益率	16.94%	5.57%	12.54%	15.71%	17.36%	18.51%
增长率						
主营业务收入增长率	16.50%	-3.50%	5.17%	21.04%	14.86%	12.90%
EBIT 增长率	-7.30%	-6.93%	24.22%	29.80%	19.29%	15.50%
净利润增长率	0.97%	-81.70%	481.87%	27.52%	16.08%	12.57%
总资产增长率	76.52%	33.52%	1.78%	10.50%	8.78%	9.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	4.8	4.4	4.2	4.1	4.0
存货周转天数	68.6	81.1	72.0	60.0	55.4	55.4
应付账款周转天数	21.2	25.9	24.9	24.0	22.5	22.5
固定资产周转天数	61.0	81.3	82.3	67.3	59.6	53.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.31%	-23.37%	-3.63%	-6.84%	-14.05%	-16.63%
EBIT 利息保障倍数	-48.2	-15.0	-6.1	-9.3	-12.3	-17.9
资产负债率	29.30%	20.29%	19.11%	21.63%	22.26%	23.15%

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究