



Research and  
Development Center

# 辣味长坡厚雪，龙头成长加速

—卫龙美味(9985.HK)公司深度报告

2024年8月18日

程丽丽 食品饮料分析师  
执业编号: S1500523110003  
邮箱: chenglili@cindasc.com

证券研究报告

证券研究报告

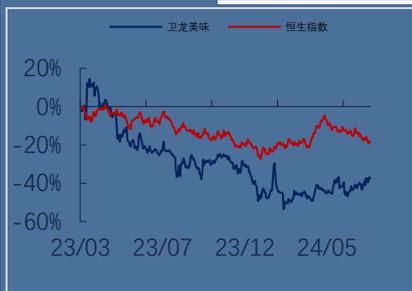
公司研究

公司深度报告

卫龙美味(9985.HK)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(港币)	6.85
52周内股价波动区间(元)	4.65-8.00
最近一月涨跌幅(%)	12.30%
总股本(亿股)	23.51
流通港股比例(%)	100%
总市值(亿港元)	161.1

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
 邮编：100031

# 辣味长坡厚雪，龙头成长加速

2024年8月18日

本期内容提要：

◆**投资建议：**资本市场担忧公司调味面制品和魔芋产品竞争格局恶化，体量提升难以延续，以及国内零售渠道折扣化趋势明显，担忧品牌厂商的盈利能力。我们认为调味面制品及魔芋制品产品特点突出，与其他零食细分品类区隔明显，有望成为零食赛道中的经典品类，公司23年下半年起加快两大核心品类的推新，相比竞争对手，公司具备渠道优势及品牌积淀，核心大单品通过延申口味和形态，提升市占率成长路径清晰。公司核心的单品具备深加工成瘾性等特点，消费者对于此类型产品的品牌粘性和认知度较高，产品在产业链中议价能力强，零售商做自有品牌预计对于公司冲击有限，其次头部品牌收入扩张带来的内部供应链效率提升有望能够覆盖前端消费者对于物美价廉产品的要求。我们预计公司24-26年EPS为0.49、0.61、0.74元，25年目标市值185亿人民币，对应目标价为8.53港币/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**面制品魔芋制品市占率显著领先验证公司优秀的产品力和持续打造大单品的能力，渠道布局全面均衡，势能强劲，具备优秀的渠道和营销基因。**卫龙为典型的大单品型公司，辣条品类起家，2014年在零食行业创新地推出魔芋爽产品，辣条魔芋爽两大核心产品市占率均为细分品类第一，持续的创新验证公司优秀的产品研发能力和打造大单品的能力。公司渠道模式初期以省代为主，15年积极推动渠道变革，成功开拓现代渠道，23年积极拥抱量贩零食渠道，当前渠道布局全面，渠道势能强劲。公司具备较优秀的营销基因，比如2016年与暴走漫画合作、“躺平式”“显眼包”等话题性营销和年轻目标消费群体实现品牌互动，从结果来看，卫龙在发展的过程中逐步消除了消费者对于辣条品类不卫生不规范的固有印象，同时持续保持了品牌的知名度和年轻化。

◆**面制品魔芋制品经典大单品，市占率提升空间大。**辣味零食21年市场规模为1729亿元，“吃辣”在中国饮食习惯中历史悠久，且辣味具备口味普适性和一定的成瘾性，辣味零食有望占比越来越高。面制品和魔芋制品属于大的辣味零食细分品类，面制品21年市场规模为455亿元，蔬菜制品21年市场规模为265亿元（魔芋制品为其中经典的细分品类），面制品对于味道的承载性好，魔芋制品“辣+爽”的口感特点突出，有望成为辣味零食赛道的经典品类。卫龙当前在面制品市占率约为10%+，主要竞争对手麻辣王子、贤哥、佳龙市占率均为5%以下，和公司的市占率差距仍大。其次相比瓜子、薯片等经典品类头部品牌30%+的市占率，公司辣条的市占率提升空间大。近两年随着消费者健康和低热量等消费理念的兴起，魔芋制品处于品类红利期，品类市场空间快速扩容，卫龙作为魔芋制品的先行者，占据领先的市场地位，有望凭借深厚的产品品牌基础加速提升体量。

◆**卫龙产品力、渠道势能、品牌力综合实力强劲，中短期两大核心单品辣条、魔芋制品有望加速提升体量，长期有望成长为多品类零食集团。**从零食公司的发展路径来看，大单品型零食公司往往会经历产品（大单品）驱动-渠道扩张-产品渗透率提升-扩新品（产品驱动）交替螺旋式推动上升的发展路径，卫龙当前正处于推新加快提升两大核心品类市占率的开启阶段，中短期有望进入新一轮快速发展的通道。其次公司在辣味零食赛道上验证过打造大单品的能力，除了辣条、魔芋爽两大核心经典单品，后续新品储备比如溏心蛋等梯队层次有序，长期有望成长为辣味零食多品类的大公司。盈利能力端，公司逐步步入收入扩张周期中，后端供应链效率有望持续提升，推动盈利能力稳中有升。

◆**股价催化剂**：辣条及魔芋新品超预期、溏心蛋等新品超预期。

◆**风险因素**：辣条品类竞争格局恶化、魔芋品类竞争格局恶化、未能积极顺应渠道变革、产品价格竞争力减弱、原材料价格上涨，食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,651	4,887	6,101	7,413	8,815
增长率 YoY %	-3.51%	5.08%	24.84%	21.50%	18.91%
归属母公司净利润(百万元)	151	880	1159	1430	1729
增长率 YoY%	-81.70%	481.87%	31.63%	23.38%	20.91%
毛利率%	42.30%	47.68%	48.96%	48.37%	47.50%
净资产收益率 ROE%	2.74%	15.43%	19.33%	19.26%	18.89%
EPS(摊薄)(元)	0.07	0.38	0.49	0.61	0.74
市盈率 P/E(倍)	138.27	17.12	12.74	10.32	8.54
市净率 P/B(倍)	4.12	2.68	2.46	1.99	1.61

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年08月16日收盘价

## 目录

投资逻辑 .....	6
1. 辣味零食头部品牌，打造辣条魔芋两大单品 .....	7
1.1. 发展历程：辣条起家，成功打造魔芋爽第二品类 .....	7
1.2. 管理团队：年富力强，经验丰富 .....	8
2. 行业：辣味零食成瘾性强，魔芋品类红利正当时 .....	10
2.1. 品类：面制品魔芋经典大单品，市占率提升空间大 .....	10
2.2. 渠道：低线城市增速快，卫龙流通起家有红利 .....	12
3. 竞争优势：大单品打造能力强，渠道营销势能高 .....	13
3.1. 产品历程：辣条起家，魔芋接棒，大单品型公司 .....	13
3.2. 渠道变革：流通起家，15年推出白袋产品，逐步完成全渠道布局 .....	14
3.3. 供应链：产能利用率提升空间大，盈利有望向上 .....	16
3.4. 竞争优势：产品创新研发突出，渠道营销能力见长 .....	19
4. 未来展望：辣味零食龙头再出发，成长路径清晰 .....	20
4.1. 面制品：延展口味推新加快，市占率加速提升 .....	20
4.2. 蔬菜制品：魔芋品类红利正当时，品类先行者发展提速 .....	21
4.3. 长期：溏心蛋等新品已有储备，具备成为多品类大公司基因 .....	22
5. 估值与投资评级 .....	23
6. 风险因素 .....	25

## 表目录

表 1: 公司管理团队年富力强，经验丰富 .....	8
表 2: 调味面制品和辣味休闲蔬菜制品行业复合增速高 .....	10
表 3: 低线城市消费潜力大，卫龙有望受益下沉市场的持续消费升级 .....	12
表 4: 公司产能利用率仍有较大的提升空间 .....	16
表 5: 供应链效率及原材料价格下降有望推动公司毛利率提升 .....	19
表 8: 分产品预测表：面制品有望加速提升市占率，蔬菜制品正当品类红利期 .....	24
表 9: 可比公司估值对比 .....	24

## 图目录

图 1: 卫龙美味发展历程：辣条龙头风雨二十余载，渠道和品牌积淀深厚 .....	7
图 2: 21-23 年，由于提价及渠道变革影响，公司营收整体平稳 .....	8
图 3: 公司 2023 年归母净利润为 8.8 亿元，对应归母净利率为 18.1% .....	8
图 4: 公司创始人为实控人，股权结构相对集中 .....	9
图 5: 得益于辣味零食的成瘾性，辣味零食占比有望持续提升 .....	10
图 6: 相比日本，魔芋制品在中国具备较大的增长空间 .....	10
图 7: 休闲食品大行业竞争格局分散，21 年行业 CR10 为 16.2% .....	11
图 8: 卫龙 21 年辣味零食市占率为 6.2%，排名行业第一 .....	11
图 9: 卫龙 21 年调味面制品市占率为 14.3% .....	11
图 10: 卫龙 21 年休闲蔬菜制品市占率为 14.3% .....	11
图 11: 量贩零食渠道自 21 年起快速崛起 .....	12
图 12: 国内下沉市场消费潜力大 .....	12
图 13: 卫龙美味产品推出历程：辣条起家，成功打造魔芋爽第二增长曲线 .....	13
图 14: 面制品起家，成功打造魔芋爽第二品类 .....	13
图 15: 面制品精装款和流通款 2018 年基本达到 1: 1 的水平 .....	13
图 16: 面制品由于提价及砍掉五毛钱产品，22-23 年销量下降明显 .....	14
图 17: 魔芋品类 23 年起具备显著红利，销量持续提升 .....	14
图 18: 流通起家，15 年推出白袋产品，逐步完成全渠道布局 .....	15
图 19: 通过渠道优化和深耕，公司网点数量持续提升 .....	15
图 20: 2020-2023 年，公司持续深耕和优化渠道布局，经销商人均产出提升 .....	15
图 21: 和康师傅等头部快消品公司相比，公司网点数量仍有较大提升空间 .....	16
图 22: 公司 23 年积极拥抱零食量贩系统，月销快速提升 .....	16
图 23: 提升辅销覆盖门店，辅销门店 SKU 提升明显 .....	16
图 24: 助销 23H1 店均 SKU 为 9.6-9.9 个 .....	16
图 25: 公司生产自动化水平高提升生产效率 .....	17
图 26: 公司自动智能化生产水平高 .....	17
图 27: 公司主要原材料大豆油、面粉 21-22 年价格大幅上涨 .....	18
图 28: 公司重要原材料 22-23 年海带价格大幅上涨 .....	18
图 29: 22 年由于原材料价格上涨，吨成本上涨 10% .....	18

图 30: 公司 23H1 原材料占比营业成本 49.2% .....	18
图 31: 公司区域销售分布较为均衡 .....	19
图 32: 公司线上线下布局均衡 .....	19
图 33: 公司擅长品牌和渠道营销, 注重与年轻消费群体的互动 .....	20
图 34: 卫龙辣条甜辣口味突出, 麻辣口味上升趋势明显 .....	21
图 35: 辣条消费群体以年轻人为主 .....	21
图 36: 公司 23 年加速推出麻辣麻辣霸道熊猫等辣条新品 .....	21
图 37: 洽洽食品 15 年推出蓝袋瓜子推动瓜子大单品体量提升 .....	21
图 38: 魔芋胶在食用应用渐受欢迎, 市场销量快速提升 .....	22
图 39: 公司 23 年下半年推出小魔女, 从丝状魔芋爽延申至片状素毛肚 .....	22
图 40: 公司魔芋制品市场份额 60-70% .....	22
图 41: 相比薯片等品类, 卫龙辣条和魔芋爽产品市场份额均有较大提升空间 .....	22
图 42: 公司费用率过去三年整体呈现提升趋势 .....	23
图 43: 销售费用中, 雇员福利及推广费用占比高 .....	23
图 44: 公司毛销差近年整体稳中有升 .....	23

## 投资逻辑

公司处于辣味黄金赛道，面制品有望进入市占率提升通道中。吃“辣”在我国饮食习惯中历史悠久，并且辣味具备口味普适性和成瘾性，公司为辣味零食龙头公司，处休闲食品行业黄金赛道。细分品类来看，面制品对于味道的承载性好，魔芋制品的“辣+爽”口感特点突出，面制品和魔芋制品有望成为类似于薯片、瓜子等经典品类。公司目前在面制品上市占率约为 10%+，相比瓜子、薯片等经典品类头部品牌 30%+的市占率，公司辣条的市占率提升空间大。从提升市占率的路径上来看，公司的辣条以甜辣口味著称，在麻辣等其他口味上仍有较大的延申空间，对标瓜子龙头品牌洽洽，15 年推出蓝袋瓜子延展口味驱动瓜子体量进一步提升。23 年下半年开始，公司加速推出霸道熊猫、脆火火、榴莲辣条等新品，同品类产品通过口味延申可以吸引新的消费群体并且同产品延申口味渠道协同性好，我们认为不论从渠道和品牌的积淀上来讲，还是从公司面制品的战略打法上来看，公司的面制品有望进入市占率提升的通道中。

魔芋制品红利正当时，有望快速提升体量。魔芋制品凭借着低脂低热量等特性近两年处于品类红利阶段，品类市场空间快速扩容，魔芋产品“辣+爽”特点显著区别于别的零食品类，有望成为面制品一样的大赛道。公司为魔芋爽产品的开拓者，单一魔芋品类公司目前市占率 60-70%，占据领先的行业地位，且公司渠道布局全面均衡，渠道势能强劲，魔芋制品和面制品渠道协同性预计好，公司自 23 年下半年加速推新，延展魔芋制品的形态，相继推出小魔女素毛肚、素板筋，推新显著加快。往后展望，魔芋制品有望借助近年行业红利快速提升体量。整体来讲，公司两大核心品类特点突出，处于辣味零食黄金赛道，有望成为两大经典品类，短期公司推新加快，面制品魔芋制品体量加速成长路径清晰，未来可期。

卫龙具备持续的产品创新能力、强劲的渠道势能、优秀的营销基因，长期有望成长为多品类零食集团。公司为典型的大单品型公司，辣条品类起家，2014 年开创性地推出魔芋爽产品，两大核心单品目前市占率均为行业第一，公司成功打造两大核心单品辣条和魔芋制品验证公司优秀的创新能力和大单品打造能力。公司亦具备优秀的营销基因，历史上有过多次经典的营销打法，比如 2016 年与暴走漫画合作、“显眼包”等话题性营销持续保持品牌的年轻化和趣味化，发展的过程中逐步消除了消费者对于辣条行业“小作坊”的刻板印象。公司自 2015 年起持续优化和深耕零食渠道，目前渠道势能强劲，往后去看，零食多品类在渠道上协同性好，公司后续新品储备比如溏心蛋等层次有序，长期有望成长为辣味零食多品类的大公司。

公司后端供应链效率持续提升，有望推动盈利能力稳步向上。国内零售渠道折扣化趋势持续演进，市场担忧公司作为厂商的盈利能力，我们认为公司核心单品面制品魔芋制品具备深加工成瘾性等特点，消费者对于该类型的产品品牌粘性较高，品类在产业链中议价能力较强。其次公司逐步进入收入扩张周期中，有望推动后端供应链效率持续提升，前端渠道规模效应亦有望逐步呈现，推动公司盈利能力稳中有升。

# 1. 辣味零食头部品牌，打造辣条魔芋两大单品

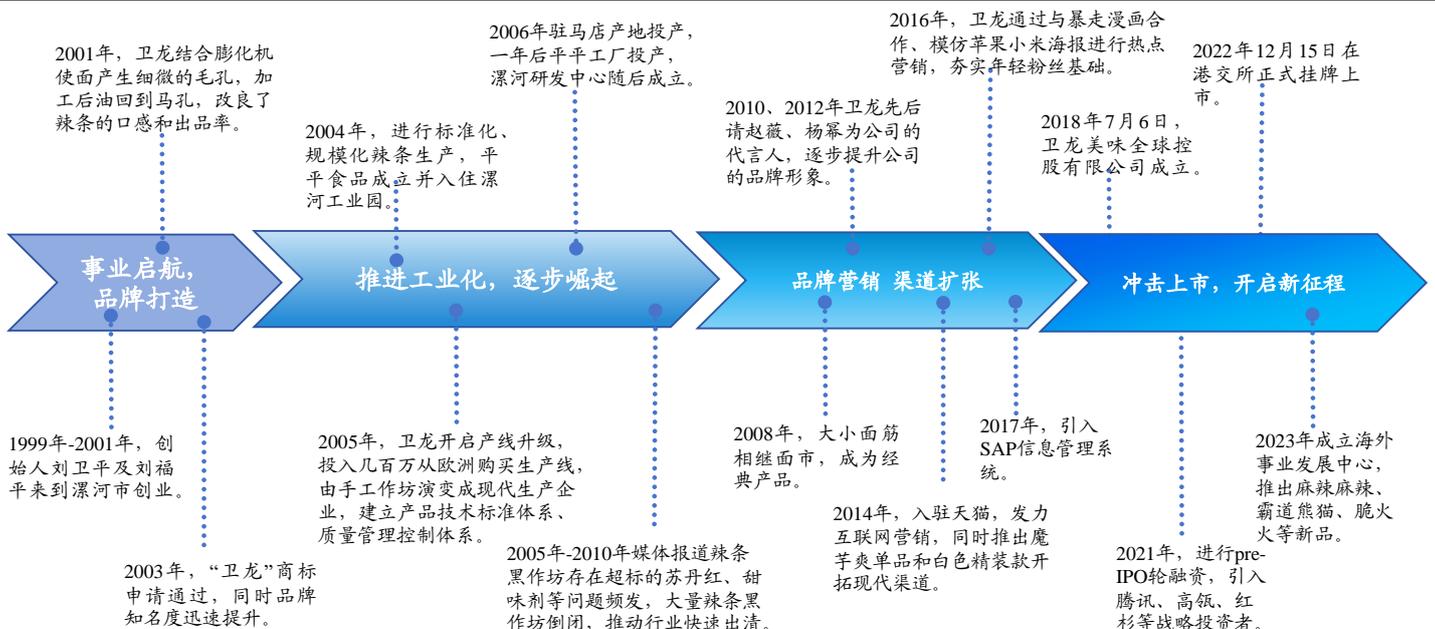
## 1.1. 发展历程：辣条起家，成功打造魔芋爽第二品类

**2001年-2003年：事业启航，改良辣条。**辣条产品起源于湖南平江（创始人的家乡），1998年湖南省发生特大洪水灾害，导致平江县酱干产业的主要原料大豆产量短缺，传统酱干产业遭遇重大打击，当地人尝试使用面粉代替豆粉，并且加入辣椒、花椒等佐料，成功发明辣条产品。地处平原地带的河南是小麦的主要产地，2001年卫龙的创始人刘卫平先生从湖南老家奔赴河南创业。传统的辣条是油和面分离出来的，口感不佳，受到牛筋面的启发，卫龙结合膨化机使面产生细微的毛孔，加工后油回到毛孔，改良了辣条的口感和出品率。这一阶段，刘卫平先生在河南开启辣条创业。

**2004年-2009年：推进工业化，行业出清中逐步崛起。**卫龙早期能够突围的核心在于公司的工业化思维，相比很多当时还在使用手工制作，生产成本高的厂商而言，公司在2004年进驻了漯河的工业园区设立工厂。2005年卫龙开启产线升级，投入几百万从欧洲购买生产线，由手工作坊逐步演变成现代生产企业，并建立产品技术标准体系和质量管理体系。由于辣条行业早期发展非常不规范，媒体报道辣条黑作坊存在超标的苏丹红、甜味剂等问题频发，大量辣条黑作坊倒闭，卫龙通过工业化的思维在大浪淘沙中逐步崛起。公司发展早期就很注重品牌营销，雇佣了大量农民搞地推、贴海报，逐步推动卫龙品牌从漯河向全国市场扩张。

**2010年-2019年：提升品牌形象，渠道扩张，20年营收突破40亿元。**2010年卫龙邀请赵薇代言，2012年邀请杨幂为公司的代言人，逐步提升公司的品牌形象。2015年公司推出白色精装款进入KA/BC等现代渠道，从包装上传递产品干净卫生的体验，同步配合透明工厂参观的营销的活动，逐步消除消费者对于辣条产品不干净不卫生的担心。2016年，卫龙通过与暴走漫画合作、模仿苹果小米海报进行热点营销，夯实年轻粉丝基础。2010-2020年这一阶段，公司通过优秀的品牌营销和渠道开拓能力体量快速提升，2015年公司营收近10亿，到2020年营收已突破40亿。

图 1：卫龙美味发展历程：辣条龙头风雨二十余载，渠道和品牌积淀深厚



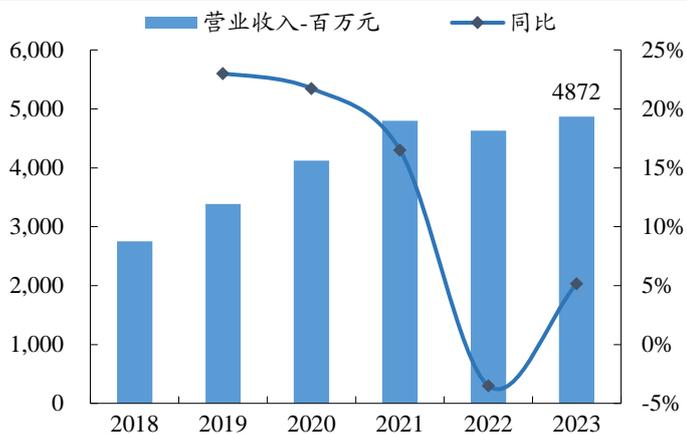
资料来源：公司公告，公司官网，互联网品牌商，澎湃新闻，钛媒体，新晚报，信达证券研发中心

**2020年-至今：冲击上市，提价影响销量，营收体量整体平稳。**21年5月公司完成35.6亿人民币的A轮战略融资（出让5.85%股权），此轮融资由CPE源峰、高瓴资本领投，厚生

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

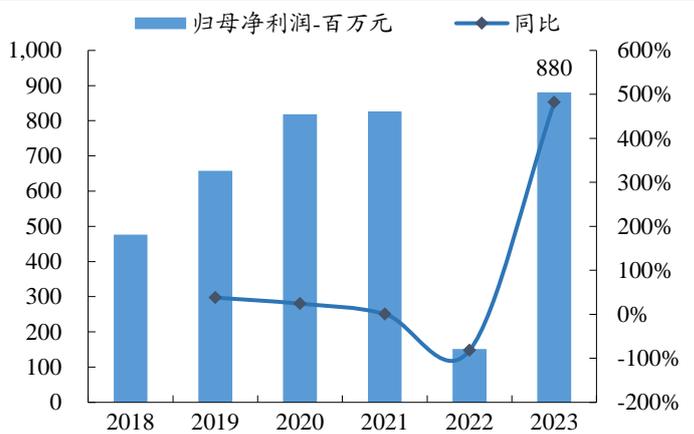
投资、腾讯投资、云锋基金、红杉资本、海松资本等机构联合入股。22 年由于大豆油等原材料价格上涨，公司对辣条等产品进行提价，由于 22-23 年外部消费环境变化大，提价对于短期销量造成较大的影响。22 年底，公司成功在香港上市。23 年考虑到渠道利润问题，公司逐步停掉 5 毛钱的产品。这一阶段，整个消费环境发生巨大变化，零食渠道变革，量贩零食崛起，经营上存在一些挑战，23 年公司整体营收规模和 21 年基本持平，往后展望，随着公司成功上市，聚焦经营，未来可期。

图 2: 21-23 年，由于提价及渠道变革影响，公司营收整体平稳



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 3: 公司 2023 年归母净利润为 8.8 亿元，对应归母净利率为 18.1%



资料来源: ifind, 信达证券研发中心 备注: 2022 年公司归母净利润较少主要系当年产生股权支付 6.29 亿元。

## 1.2. 管理团队：年富力强，经验丰富

**创始人为公司实控人，管理团队经验丰富。**公司实控人为创始人刘卫平和刘福平先生，通过和全球资本持有公司 80.99% 的股权，公司 IPO 前仅于 2021 年进行过一轮 pre-IPO 轮融资，引入了高瓴、CPE 等一级投资人，目前 CPE、高瓴等一级投资人合计持股 12.95%，其他公众股东持股 4.1%，卫龙未来发展有限公司为员工激励计划平台，持股比例为 1.95%。公司创始人 2001 年开始创业，休闲食品行业经验丰富，发展前期重视工业化思维，逐步带领卫龙成为辣条行业知名品牌，目前创始人主要负责公司战略管理。CEO 孙总于 2021 年加入公司，现任公司首席执行官，具备丰富的外资快消品操盘经历。公司其他高管刘忠思、彭宏志、余风先生行业经验丰富，在公司工作多年，熟悉公司内部情况。

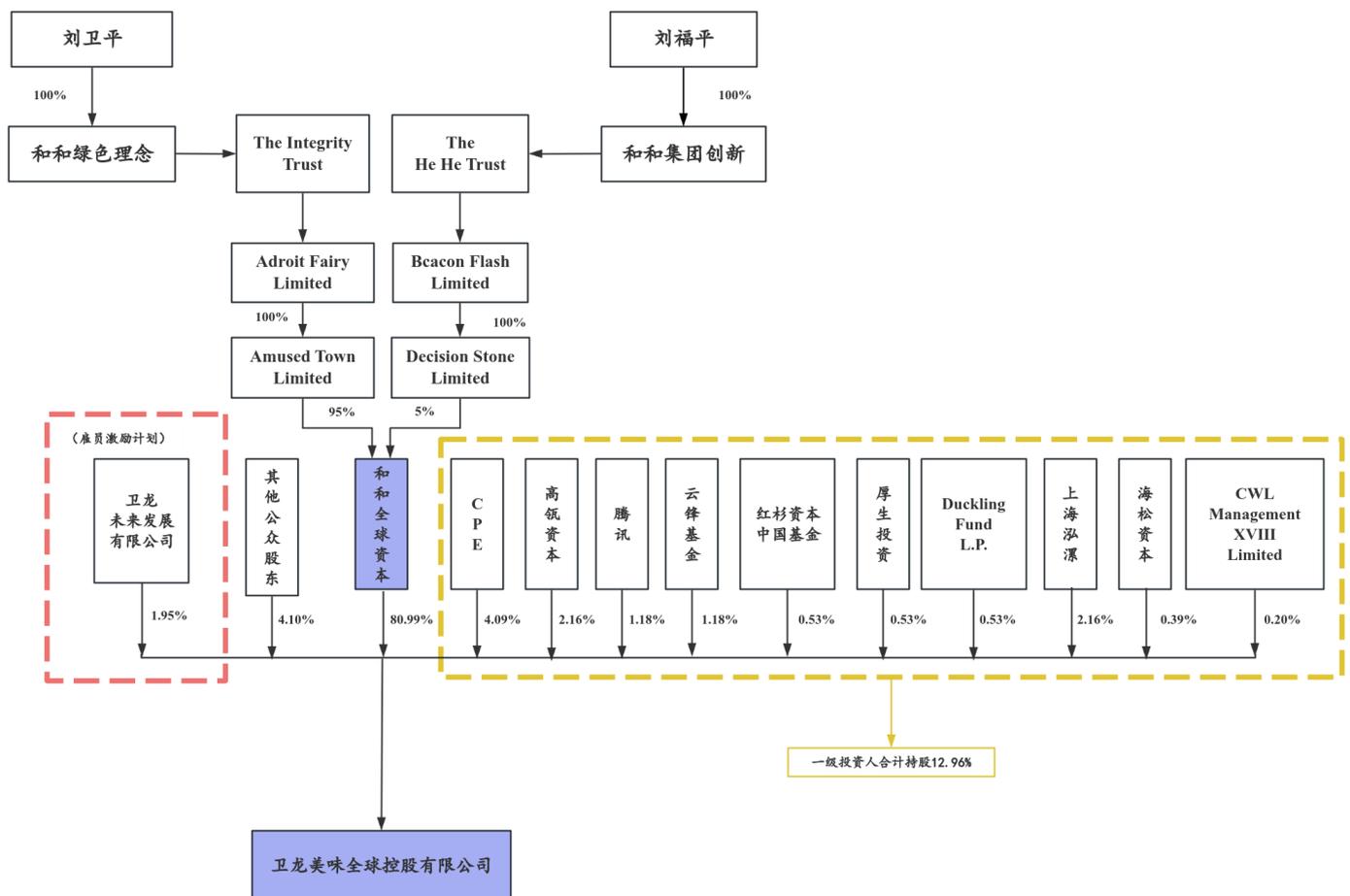
表 1: 公司管理团队年富力强，经验丰富

姓名	出生年份	职务	个人履历
刘卫平	1978	董事长兼执行董事	公司创始人，出生于湖南平江，2017 年毕业于西南大学行政管理专业（线上教育）。刘卫平先生于 2001 年开始创业，建立漯河市平平食品厂（现为平平食品），在休闲食品行业拥有逾 23 年的经验。
刘福平	1981	执行董事兼副董事长	与创始人为兄弟关系，2017 年毕业于西南大学行政管理专业（线上教育），与刘卫平先生共同建立漯河市平平食品厂（现为平平食品），休闲食品行业经验丰富。
孙亦农	1969	执行董事兼首席执行官	于 1991 年 7 月获得浙江大学电子工程学及自动化学士学位，2008 年 9 月获得中欧国际工商学院工商管理硕士学位，于食品及饮料行业拥有逾 24 年的经验。1999 年 7 月-2016 年 4 月，在可口可乐担任包括区域总经理经理在内的多个职位，2016 年 5 月加入厦门银鹭食品，截至 2021 年 5 月，历任首席商务官、首席运营官及首席执行官。2021 年 6 月-2021 年 9 月，其在苏州爱知汇管理咨询有限公司担任管理顾问，于 2021 年 9 月加入本集团，担任首席执行官。

刘忠思	1985	执行董事兼高级副总裁	与创始人堂兄弟关系。于2007年6月获得湖南学院体育教育学士学位，在休闲食品行业拥有17年经验。2007年7月-2008年10月，于平平食品担任食品技术员，2008年10月-2009年12月，担任驻马店卫来食品有限公司厂长。2009年12月-2013年12月，担任平平食品厂长。2013年12月-2020年6月，担任平平食品技术研发总处长。自2020年6月起，担任漯河市卫龙生物技术股份有限公司技术研发总处长。
彭宏志	1982	执行董事、首席财务官兼高级副总裁	与刘忠思先生为表兄弟关系。于2005年6月获得湖南科技大学地理科学学士学位，于2008年7月获得东北师范大学地图学与地理信息系统硕士学位。2007年3月-2008年6月曾在北京奥实体育计时服务和广东省数字广东研究院任工程师。气候担任平平食品总经理助理和北京德麦特健康科技发展副总经理。2016年起，担任深圳市前海翔明股权投资司董事兼总经理，并负责集团的财务、数字化等管理工作。自2023年3月起，主要负责集团的财务中心和海外事业发展中心的管理工作。
余风	1991	执行董事兼高级副总裁	与创始人表兄弟关系。2011年6月毕业于湖南科技职业学院动漫设计专业，目前中欧国际工商学院总经理课程在读，同时任上海闵行区青年企业家协会会员。自2011年10月加入集团至2023年5月，其在本集团内担任过多个职位，历任助理设计师、研发工程师、研发经理、电商中心总经理、媒体中心负责人；于2023年8月被董事会任命为市场中心副总裁，自2023年11月起，同时兼任人力资源中心负责人；自2024年3月起，被任命为本公司高级副总裁。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图4：公司创始人为实控人，股权结构相对集中



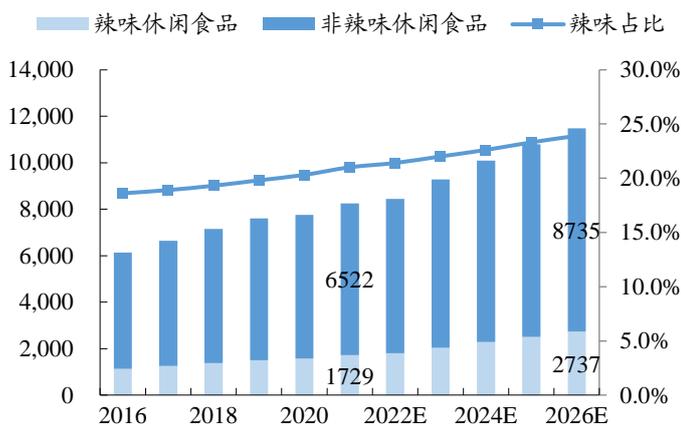
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2. 行业：辣味零食成瘾性强，魔芋品类红利正当时

### 2.1. 品类：面制品魔芋经典大单品，市占率提升空间大

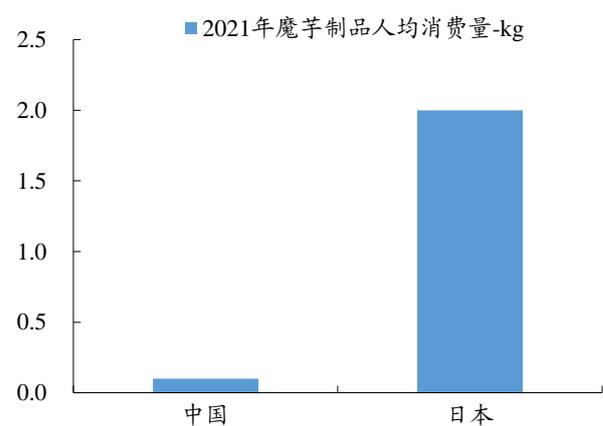
调味面制品为市场规模500亿左右的大品类，魔芋制品“辣+爽”的产品特点突出，有望和面制品一样成为休闲食品行业的经典大单品。根据弗若斯特沙利文报告，2021年中国休闲食品行业的市场规模为8251亿元（零售额口径），2016-2021年行业保持6.1%的年复合增长率。划分辣味和非辣味休闲食品来看，2021年非辣味休闲食品市场规模为6522亿元，2016-2021年复合增长率为5.5%，辣味休闲食品市场规模为1729亿元，2016-2021年复合增长率为8.7%，辣味零食的复合增速显著高于非辣味零食。“吃辣”在中国饮食习惯中历史悠久，且辣味具备口味普适性和一定的成瘾性，有望推动辣味零食占比持续提升。辣味零食细分品类来看，肉制品及水产动物制品、调味面制品、休闲蔬菜制品为市场规模前三的细分品类。卫龙目前的产品涉及到调味面制品、休闲蔬菜制品、休闲豆制品三个细分赛道：调味面制品作为我国广受年轻消费者喜爱的美食，2021年市场规模为455亿元，属于休闲食品行业的大品类赛道，2016-2021年品类实现9.4%的年复合增长；包装类的休闲蔬菜制品于上世纪90年代逐步推出并持续受到消费者的欢迎，2021年市场规模为265亿元，2016-2021年保持14.8%的高速增长。魔芋制品为蔬菜制品下的细分品类，具备高膳食纤维、低碳水化合物、低脂肪等属性，切合消费者对于健康生活的追求。并且魔芋制品和面制品一样本身对于味道的承载性强，“辣+爽”的产品特点突出，有望和面制品一样成为休闲食品行业的大单品；豆干作为我国的传统美食，历史悠久，2021年休闲豆制品市场规模为92亿元。

图5：得益于辣味零食的成瘾性，辣味零食占比有望持续提升



资料来源：卫龙美味招股说明书，信达证券研发中心 单位：亿元

图6：相比日本，魔芋制品在中国具备较大的增长空间



资料来源：卫龙美味招股说明书，信达证券研发中心

表2：调味面制品和辣味休闲蔬菜制品行业复合增速高

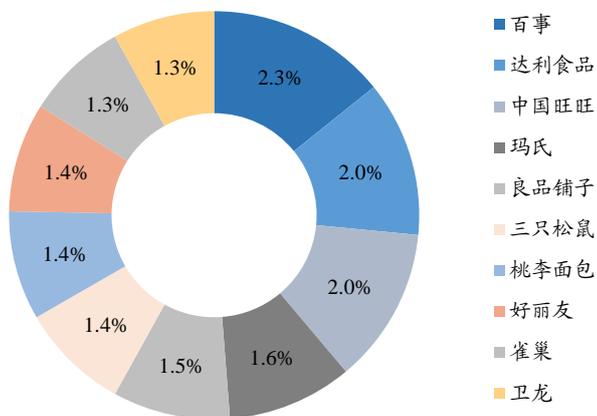
市场规模, 单位: 亿元	2016年	2021年	2026年E	2016-2021年 CAGR	2021-2026年 CAGR
辣味休闲肉制以及水产动物制品	339	476	692	7.0%	7.8%
调味面制品	291	455	697	9.4%	8.9%
辣味休闲蔬菜制品	133	265	587	14.8%	17.2%
辣味香脆休闲食品	144	204	293	7.2%	7.5%
辣味种子及坚果炒货	128	181	261	7.2%	7.6%
辣味休闲豆干制品	63	92	135	7.9%	8.0%
其他辣味休闲食品	41	56	72	6.4%	5.2%
<b>辣味休闲食品合计</b>	<b>1139</b>	<b>1729</b>	<b>2737</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.6%</b>

资料来源：卫龙美味招股说明书，信达证券研发中心 备注：“淡蓝”底色为卫龙所涉及的子赛道

对标巧克力、薯片、瓜子等零食行业经典品类发现，头部品牌的市占率往往都为30%以上，卫龙目前辣条10%+的市占率仍有较大的提升空间。休闲食品大行业竞争格局分散，21年CR5市占率不足10%，卫龙在整个休闲食品行业中市占率为1.3%。卫龙为辣味零食市占率

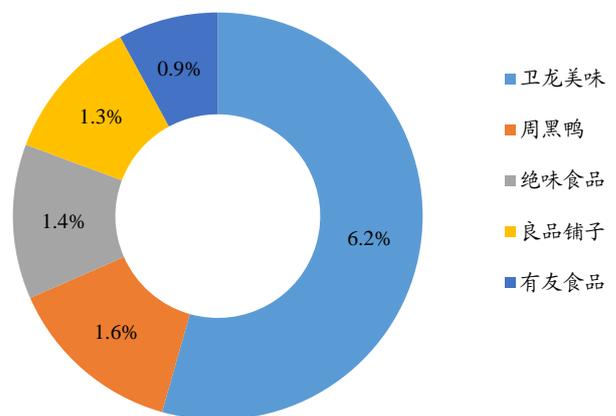
排名第一的品牌，21年在辣味零食赛道中市占率6.2%。细分品类来看，21年卫龙在调味面制品市场份额占比14.3%，排名行业第一，面制品销量较为靠前的厂商还包括麻辣王子（麻辣口味为主）、佳龙、贤哥等。近年由于提价等影响，我们预计22-23年公司面制品市占率有所下降，竞争对手麻辣近年凭借麻辣口味迅速崛起，23年销售体量约为10亿元，在麻辣口味面制品市场占比超过50%，对应整体面制品的市占率我们预计不到5%。相比竞争对手，卫龙在整体面制品赛道的市占率目前仍大幅靠前。21年公司在休闲蔬菜制品市场份额为14.3%，排名行业第一，主要产品为魔芋爽及风吃海带，蔬菜制品销量靠前的公司还包括金大洲（主营金针菇等产品）、盐津铺子等（主要为魔芋制品，23年盐津铺子魔芋制品为4.76亿元），若单一品类来看，卫龙在魔芋品类的市占率约为60-70%，处于行业的领先地位。对标国外多品类大单品生意模式的休闲食品行业集团，国内零食在发展阶段相对靠后，大部分公司仍处于大单品向第二增长曲线及多品类产品集团发展的阶段，卫龙目前已经具备两大核心单品，有望持续扩充产品品类提升公司体量。其次，公司两大核心品类有望成为经典品类，面粉+调味对于口味的承载性较好，魔芋制品“辣+爽”的口感特点突出，我们复盘巧克力、薯片、瓜子等零食行业经典品类发现，头部品牌的市占率往往都为30%以上，对应卫龙目前辣条10%+的市占率仍有较大的提升空间。

图7：休闲食品大行业竞争格局分散，21年行业CR10为16.2%



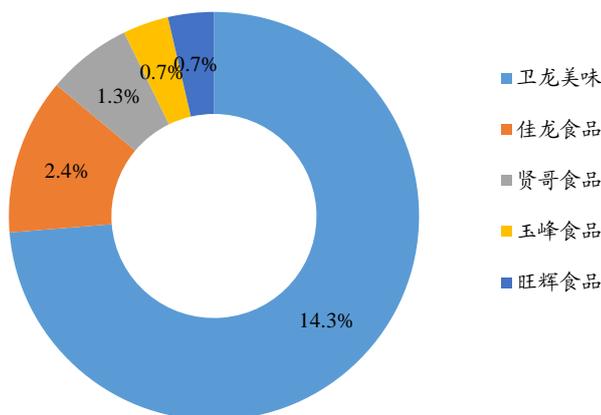
资料来源：卫龙美味招股说明书，信达证券研发中心

图8：卫龙21年辣味零食市占率为6.2%，排名行业第一



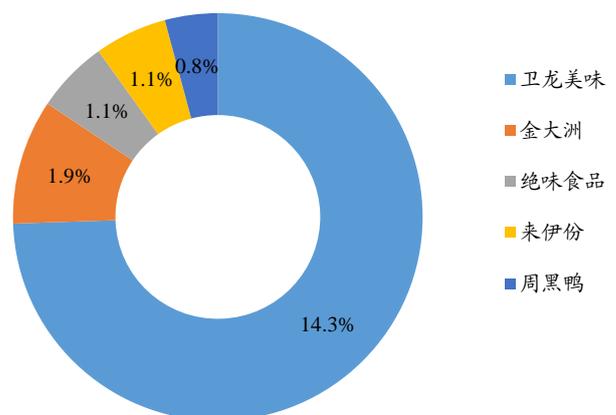
资料来源：卫龙美味招股说明书，信达证券研发中心 备注：口径为包装产品的零售额

图9：卫龙21年调味面制品市占率为14.3%



资料来源：卫龙美味招股说明书，信达证券研发中心 备注：玉峰食品含品牌“麻辣王子”辣条，旺辉食品含品牌“飞旺”辣条

图10：卫龙21年休闲蔬菜制品市占率为14.3%

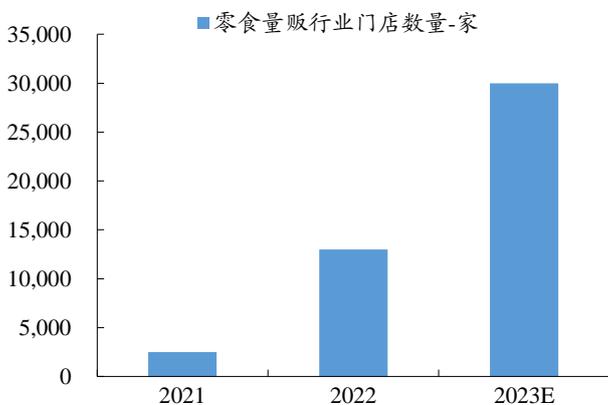


资料来源：卫龙美味招股说明书，信达证券研发中心 备注：口径为包装产品的零售额

## 2.2. 渠道：低线城市增速快，卫龙流通起家有红利

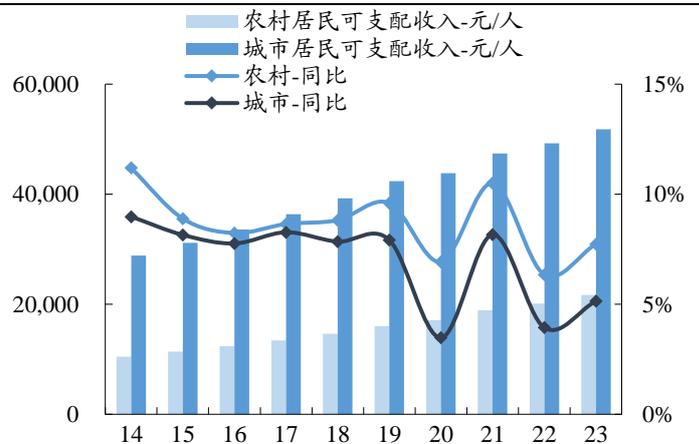
卫龙渠道布局均衡全面发展，下沉市场消费潜力大，卫龙流通渠道起家有红利。传统渠道、现代渠道、电商、量贩零食是目前辣味休闲食品的主要销售渠道，根据弗若斯特沙利文的数据显示，21年传统渠道、现代渠道、电商渠道的市场份额分别为43.1%、31.3%、12.4%。22年起量贩零食行业快速跑马圈地，22年底行业门店数量预计为1.3万家，23年底行业门店数量预计达到3万家，目前行业单店平均零售额水平约为400-500万/家，根据对应的门店数量和单店水平估算，量贩零食渠道目前在零食行业的渠道渗透率约为15%，其渗透率快速提升主要迭代了线下传统和现代渠道的市场份额。对标行业来看，卫龙2023年全面拥抱量贩零食渠道，目前主要零食渠道布局较为全面均衡。分不同层级城市来看，21年辣味零食在一线城市、二线城市、低线城市销售占比分别为12.6%、23.8%、63.6%，往后展望，农村居民可支配收入增速更高，低线城市消费活力有支撑，辣味零食有望在低线城市获得更高的增速。卫龙低线城市起家，有望受益于下沉市场的消费升级持续提升市占率。

图 11：量贩零食渠道自 21 年起快速崛起



资料来源：三联周刊生活，信达证券研发中心

图 12：国内下沉市场消费潜力大



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心 备注：横轴为时间轴。

表 3：低线城市消费潜力大，卫龙有望受益下沉市场的持续消费升级

零售额，单位：亿元	2016年	2021年	2026年E	2016-2021年 CAGR	2021-2026年 ECAGR
<b>分渠道类型</b>					
传统渠道	489	746	1183	8.8%	9.7%
现代渠道	390	542	789	6.8%	7.8%
电商渠道	88	214	438	19.5%	15.4%
其他渠道	172	227	327	5.7%	7.6%
<b>合计</b>	<b>1139</b>	<b>1729.0</b>	<b>2737.0</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.6%</b>
<b>分线城市城市</b>					
一线城市	159	217	295	6.4%	6.3%
二线城市	285	412	586	7.6%	7.3%
低线城市	695	1100	1856	9.6%	11.0%
<b>合计</b>	<b>1139</b>	<b>1729.0</b>	<b>2737.0</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.6%</b>

资料来源：卫龙美味招股说明书，信达证券研发中心

### 3. 竞争优势：大单品打造能力强，渠道营销势能高

#### 3.1. 产品历程：辣条起家，魔芋接棒，大单品型公司

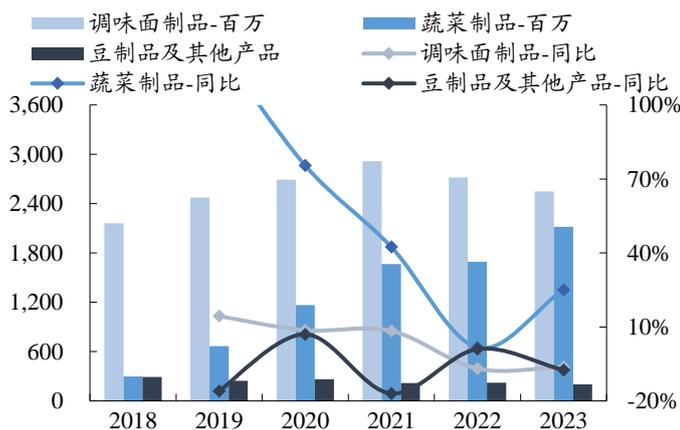
**辣条起家，成功打造魔芋爽第二品类。**公司辣条起家，发展早期凭借工业化思维和品牌营销，产品逐步从河南市场走向全国市场。辣条为草根型产品，2014 年之前公司的销售渠道主要在大流通市场，2014-2018 年期间，公司通过白色精装款产品成功开拓 KA/BC 等现代渠道，2018 年公司面制品经典包装款和精装款体量约为 1: 1，营收体量达到 27.5 亿元，渠道终端覆盖相比 14 年之前更为全面。

图 13：卫龙美味产品推出历程：辣条起家，成功打造魔芋爽第二增长曲线



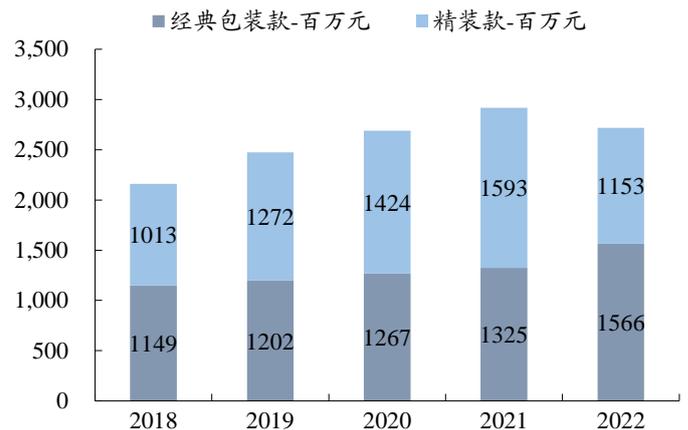
资料来源：公司官网，信达证券研发中心 备注：白色精装款于 2015 年推出，2008 年推出大面筋和小面筋产品对应的图片为升级后的产品包装。

图 14：面制品起家，成功打造魔芋爽第二品类



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：面制品精装款和流通款 2018 年基本达到 1: 1 的水平



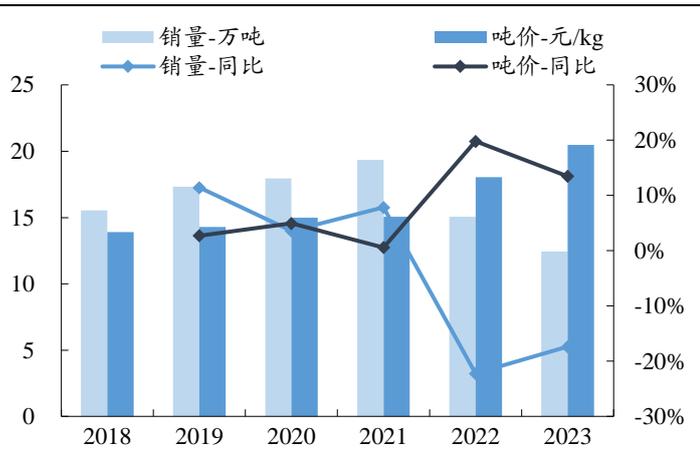
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**2018 年公司开始多产品矩阵战略，魔芋制品接棒高增长。**魔芋制品起源于 2009 年，公司研发人员于火锅中发现的商业机会，经过五年对于产品的打磨，公司于 2014 年 7 月正式推出魔芋爽产品，通过领先的冷冻工艺，魔芋爽产品品质口感上乘。但 15 年前后公司经营重心在于渠道变革，2018 年魔芋制品销售体量仅为 3 亿左右，2018 年公司加强对于魔芋制品的投入，同步加大了销售人员的工资和魔芋产品销售情况的挂钩，开启了第二品类魔芋产品的快速增长，2020 年魔芋制品成为了公司十亿级别大单品。为进一步丰富蔬菜制品的产品

矩阵，2019 年，公司在现有产品基础上推出风吃海带，借助冷冻技术保留了海带的脆鲜口感。

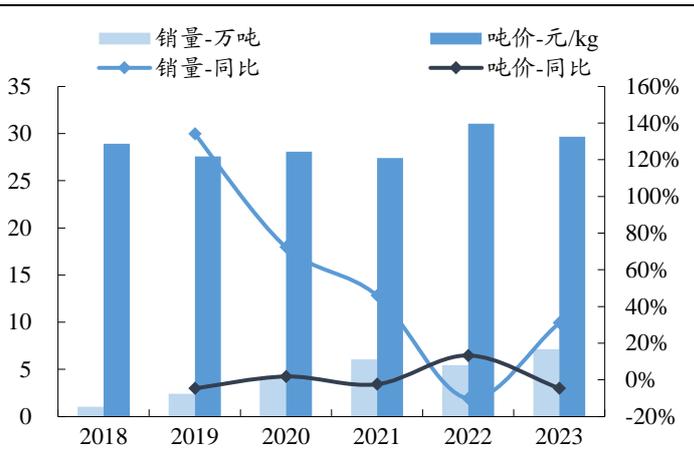
**推新慎重，打造大单品的能力强。**2020-2022 年，公司的重心在于渠道深耕和优化，新品类上仅 2020 年重磅推出 78°溏心蛋，区别于传统的卤蛋，溏心蛋采用低温慢卤技术，尽可能保留鸡蛋的营养价值且口感嫩滑。22 年，由于大豆油等原材料价格上涨，公司对产品进行提价，考虑到渠道利润的问题，公司 23 年逐步砍掉 5 毛钱的产品，导致 22-23 年面制品吨价提升的同时销量下滑明显。魔芋制品近年处于品类红利期，卫龙作为魔芋产品的开创者，品牌声量和市占率上具备领先优势，销量持续提升。回顾公司产品的发展历程，公司为典型的大单品型公司，对于推新品类慎重，且对于新品的品质和市场空间均有较高要求，保障了公司打造大单品的成功率。

图 16: 面制品由于提价及砍掉五毛钱产品，22-23 年销量下降明显



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17: 魔芋品类 23 年起具备显著红利，销量持续提升

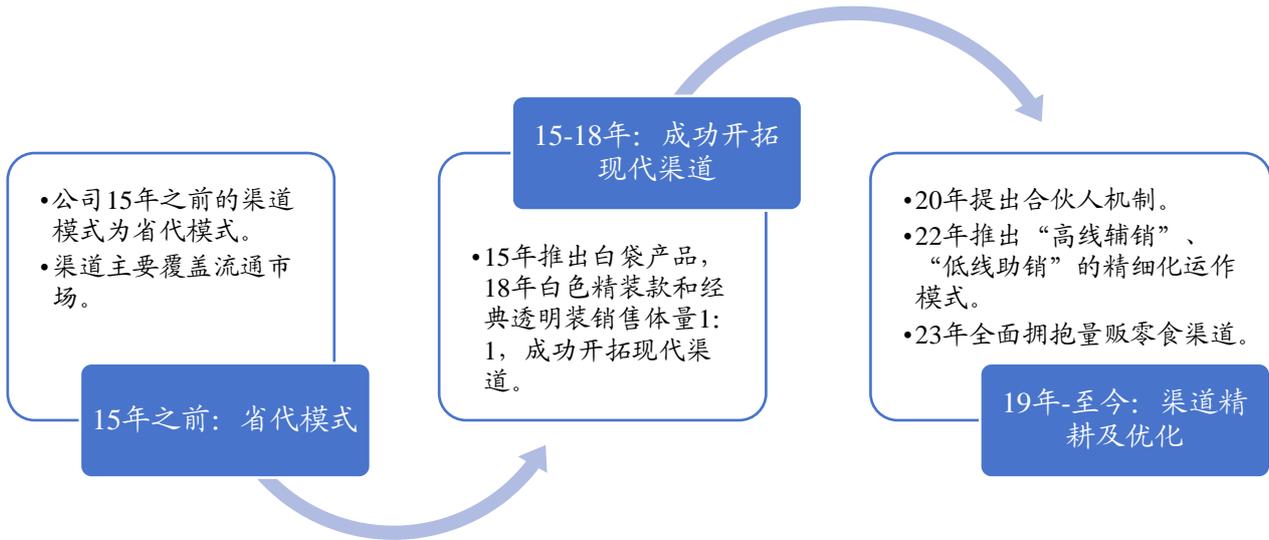


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2. 渠道变革：流通起家，15 年推出白袋产品，逐步完成全渠道布局

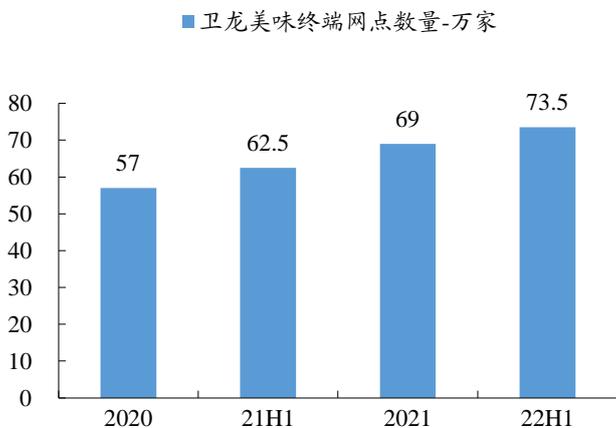
**流通渠道起家，2015 年进行渠道变革。**辣条偏草根型产品，早期更是被冠以不健康的形象，所以发展前期公司产品主要集中在下沉流通市场销售。15 年之前公司的渠道模式为省代模式，全国只有十几个大客户，业务人员也很少。省代模式的好处在于大商制发展平稳支撑性强，但缺点在于卫龙当时渠道主要集中在下沉市场并且管理粗放，销售体量向上突破需要开拓新的渠道终端，而省代模式下公司对于终端触达能力弱且客户资源辐射有限，因而公司于 2015 年组建经销团队进行渠道变革。

**推出白袋产品渠道变革，2017 年成功开拓现代渠道。**公司在 2015 年开始进行渠道变革，人员上引入了有经销渠道操盘经验的团队，新的操盘负责人希望将卫龙的产品从零售 1 元左右的产品价格带提高到定量装挂件 3-5 元左右的主流价格带，从而销售场景和渠道可以更为丰富，但这个颠覆了辣条行业传统的价格带，并且公司内部的销售人员一开始并不熟悉相应的打法操作。因而公司在组织架构上新成立休闲营销中心，将经典 102g 的透明装产品换为白色包装的 106g 产品。同时，公司在全国招聘大区总监和省区经理搭建经销渠道，前期由于公司销售人员仍然按照之前的大流通模式进行渠道运营和开拓，白袋产品主要流入了传统的大流通市场，新老产品渠道重合，导致 15-16 年渠道变革成效并不显著。17 年，公司渠道团队逐步熟悉了现代渠道的运作，并且公司白色包装的产品看起来更为干净上档次，其次公司也同步进行了透明工厂参观、乐天撤场等营销动作，公司逐步成功开拓商超渠道，销量大幅提升，2018 年公司营收体量达到 27.5 亿元，调味面制品白色精装款和经典透明装销售比例基本达到 1:1，标志着公司成功实现了流通渠道包围现代渠道的渠道扩张。

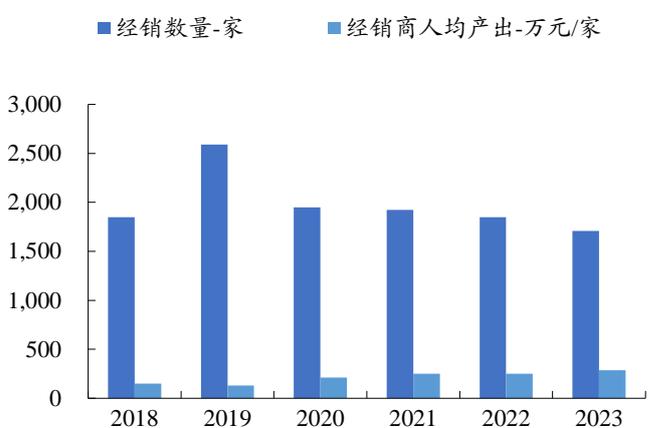
**图 18: 流通起家, 15 年推出白袋产品, 逐步完成全渠道布局**


资料来源: 消费界、今日都市报、投资者网、蓝鲸财经、栈道资本, 信达证券研发中心

**渠道深耕, 优化经销商结构。**随着 2017-2018 年成功开拓现代渠道, 公司经销商数量快速扩张, 2019 年底经销商数量达到 2592 家。为了更好地掌握和服务终端网点, 2020 年公司进行经销商审评, 优化区域经销商, 并且效仿今麦郎的模式推出合伙人机制。但由于达成效果一般且合伙人模式下公司承担的费用高, 2022 年公司暂停合伙人机制, 对于线下渠道模式进一步优化, 推出“高线辅销”、“低线助销”(在高线城市招聘城市经理和业务代表, 低线城市不再提供业务人员, 但会给予优质经销商和业务人员激励)的精细化运作模式, 截至 23H1, 公司辅销门店覆盖数量为 37078 个, 助销门店覆盖数量为 172388 个。网点数量和经销商来看, 2020 年公司网点数量约为 57 万家, 到 22H1 公司覆盖的零售终端扩大到了 73.5 万个, 经销商的人均产出也显著提升, 由 2018 年的 149 万元/家提升到 2023 年 285 万元/家, 经销商优化和渠道深耕成效显著。近年零食渠道变革显著, 量贩零食零食兴起逐步成为零食销售的重要渠道之一, 公司于 2023 年全面拥抱量贩零食渠道, 量贩零食渠道销售占比持续提升, 渠道布局更为全面。

**图 19: 通过渠道优化和深耕, 公司网点数量持续提升**


资料来源: 卫龙美味招股说明书, 信达证券研发中心

**图 20: 2020-2023 年公司持续深耕和优化渠道布局, 经销商人均产出提升**


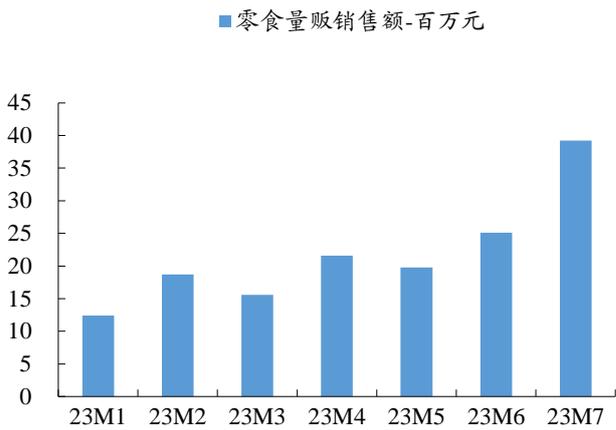
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 和康师傅等头部快消品公司相比, 公司网点数量仍有较大提升空间

	覆盖网点数-万家	数据对应年份
国内终端总数	617	2021 年
可口可乐	467	2021 年
康师傅	≈400	2020 年
农夫山泉	243+	2020 年
今麦郎	≈300	2023 年
东鹏饮料	340	2023 年
达利食品	≈200	2022 年
卫龙美味	<b>73.5</b>	<b>2022H1</b>
洽洽食品	≈60	2022 年

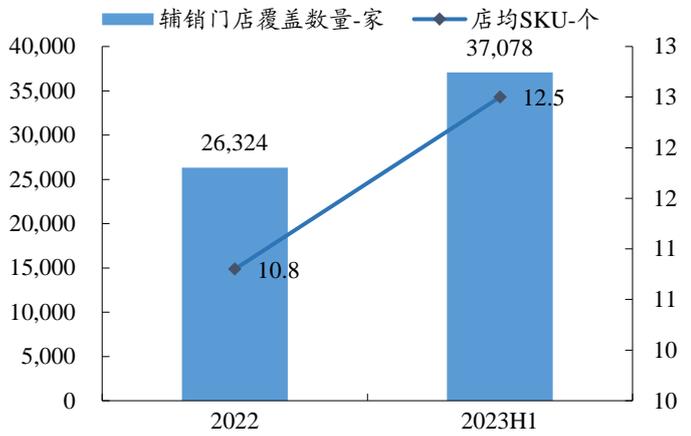
资料来源: 销售与市场微信公众号, 农夫山泉、东鹏饮料、洽洽食品、达利食品公司公告, 36 氪, 今麦郎官网, 豹变, 企业管理杂志, 信达证券研发中心

图 22: 公司 23 年积极拥抱零食量贩系统, 月销快速提升



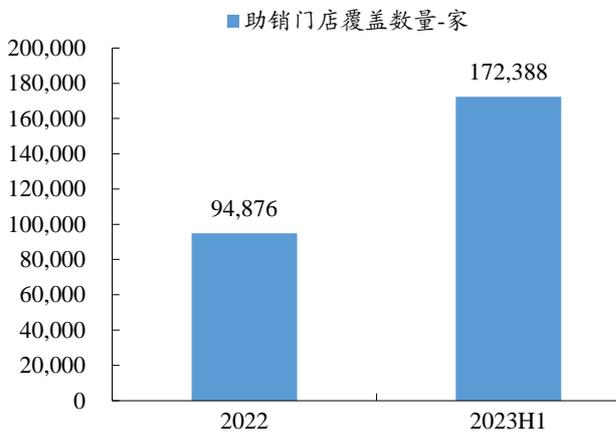
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 23: 提升辅销覆盖门店, 辅销门店 SKU 提升明显



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 24: 助销 23H1 店均 SKU 为 9.6-9.9 个



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

### 3.3. 供应链: 产能利用率提升空间大, 盈利有望向上

五大工厂, 产能利用率当前位置较低, 销售体量进入扩张期有望持续推动供应率效率进一步提升。公司目前拥有漯河平平工厂、漯河卫来工厂、驻马店卫来工厂、漯河卫到工厂及漯河杏林工厂五大生产基地, 并且在河南和上海设立应用研发中心, 工厂自动化和智能化水平高, 23 年公司整体的产能利用率为 55.3%, 产能利用率仍有较大的提升空间。随着销售体量进入上升通道, 规模效应下供应链效率有望持续向上, 推动盈利能力提升。

表 4: 公司产能利用率仍有较大的提升空间

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	<b>产量-吨</b>					
总产量	169107	195898	211830	244897	195413	187994
按产品分类						
调味面制品	146993	166580	168855	179654	138447	114792
蔬菜制品	9820	21760	39332	60599	54357	69309
豆制品及其他产品	12295	7559	3643	4644	2609	3893
按工厂分类						
平平工厂	76215	97198	97033	86365	60011	46708
漯河卫来工厂	34058	32412	39030	38281	37114	31985
驻马店卫来工厂	58834	65761	55391	55387	23020	24503

漯河卫到工厂		527	20376	64864	65073	56788
漯河杏林工厂					10194	28012
<b>产能-吨</b>						
总产能	222672.0	226265.2	286768.6	346610.3	330071.3	339884.9
按产品分类						
调味面制品	195184	190407	235972	261308	242422	237722
蔬菜制品	13492	24756	45636	79992	84392	96228
豆制品及其他制品	13996	11102	4861	5310	3257	5935
按工厂分类						
平平工厂	113638	117437	123620	113485	107245	95168
漯河卫来工厂	40663	38003	60359	64035	57647	57462
驻马店卫来工厂	68371	70121	71254	70849	57665	67435
漯河卫到工厂		704	31536	98243	96205	89892
漯河杏林工厂					11310	29927
<b>产能利用率</b>						
整体产能利用率	75.9%	86.6%	73.9%	70.7%	59.2%	55.3%
按产品分类						
调味面制品	75.3%	87.5%	71.6%	68.8%	57.1%	48.3%
蔬菜制品	72.8%	87.9%	86.2%	75.8%	64.4%	72.0%
豆制品及其他制品	87.8%	68.1%	74.9%	87.5%	80.1%	65.6%
按工厂分类						
平平工厂	67.1%	82.8%	78.5%	76.1%	56.0%	49.1%
漯河卫来工厂	83.8%	85.3%	64.7%	59.8%	64.4%	55.7%
驻马店卫来工厂	86.1%	93.8%	77.7%	78.2%	39.9%	36.3%
漯河卫到工厂		74.8%	64.6%	66.0%	67.6%	63.2%
漯河杏林工厂					90.1%	93.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：公司生产自动化水平高提升生产效率



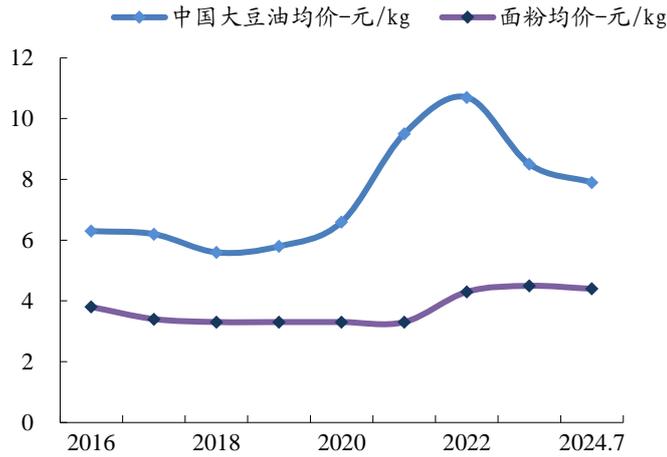
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 26：公司自动智能化生产水平高

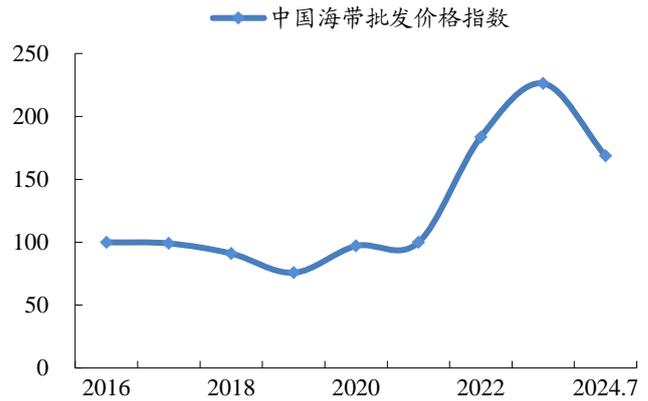


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

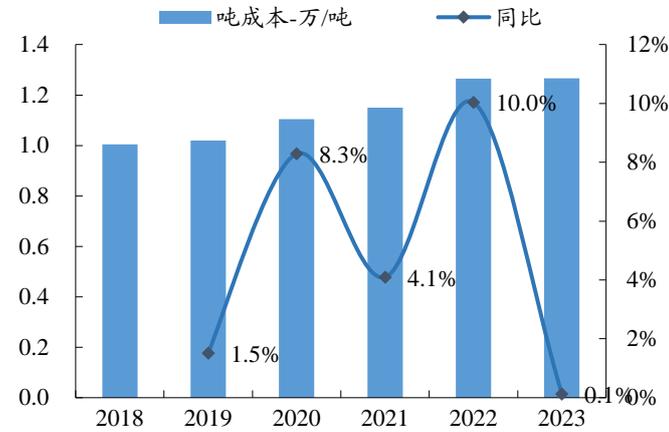
21-22 年原材料上涨明显，24 年以来原材料走势整体趋势向下。公司主要原材料包括大豆油、面粉、魔芋以及海带等，在营业成本中占比约为 50%。大豆油、面粉等原材料为大宗商品，供给丰富易得，下游用途广泛，价格波动受到纯辣味零食行业的需求扰动较小，公司目前与中联储、中粮等供应链建立了稳定的合作。复盘主要原材料历史价格，2016-2020 年大豆油和面粉的价格相对稳定，2021-2022 年受到俄乌冲突等国际形势变化的影响，大豆油和面粉等粮油价格上涨明显，受到原材料涨价影响，公司 2022 年对于调味面制品等产品进行提价，2022 年吨价整体上涨 20%，吨成本平均上涨 10%。23 年大豆油、面粉价格均有所回落，今年年初至今来看，大豆油、面粉、海带价格同比亦呈现回落态势。

**图 27: 公司主要原材料大豆油、面粉 21-22 年价格大幅上涨**


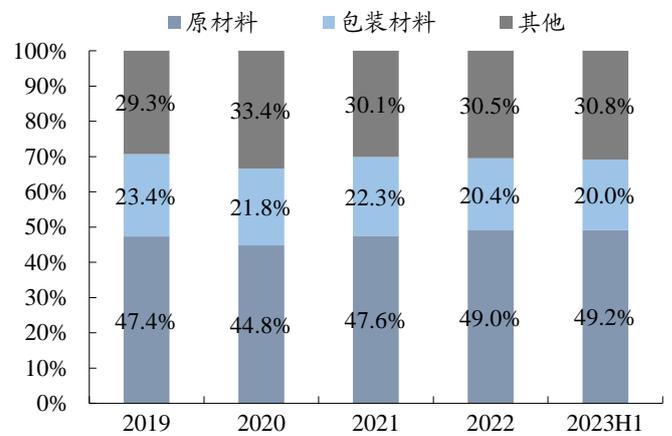
资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

**图 28: 公司重要原材料 22-23 年海带价格大幅上涨**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 29: 22 年由于原材料价格上涨, 吨成本上涨 10%**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 30: 公司 23H1 原材料占比营业成本 49.2%**

 资料来源: 卫龙美味招股说明书, 公司官网, 信达证券研发中心  
 备注: 其他包括雇员福利费用、OEM、生产费用、附加税及其他税项。

**供应链效率提升及原材料价格下降有望推动公司毛利率提升。**公司营业成本主要包括原材料、包装材料、雇员福利费用、OEM、生产费用等项目, 23H1 分别占比营业成本为 49.2%、20.0%、12.6%、8.6%、8.0%。我们粗略测算原材料成本和供应链效率提升对于公司毛利率的影响, 其中豆油、面粉、魔芋等主要原材料 (23H1 占比营业成本 49.2%) 的价格变动综合以原材料价格波动体现, 雇员福利费用、OEM、生产费用等制造类成本 (23H1 占比营业成本 29.16%) 综合以供应链效率的变化体现, 同时假设包装材料及税收项占比营业成本不变 (总占比营业成本为 21.73%), 根据原材料成本和供应链效率不同幅度的变化测算最终对于毛利率的影响。根据下表的敏感性分析, 若 24 年全年原材料成本下降 0-10%, 供应链效率提升 10%, 则这两项有望带来毛利率 2-4pct 的提升。往后展望, 目前大豆油和面粉仍处于历年行业较高价格水位, 不论从原材料端来看, 还是产能利用率提升角度来看, 公司后续的毛利率持续向上均有较好的支撑。

**表 5: 供应链效率及原材料价格下降有望推动公司毛利率提升**

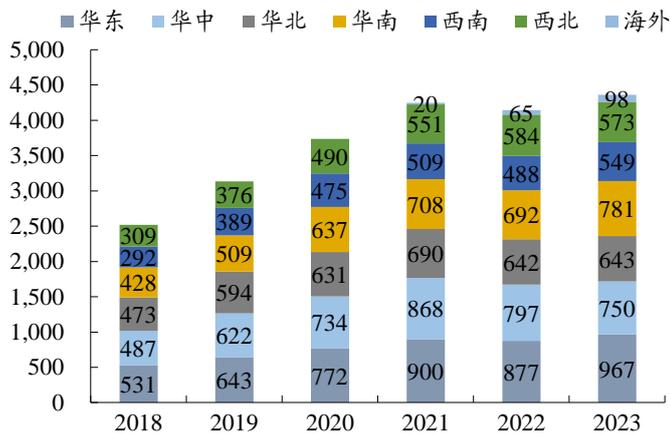
原材料价格波动及供应链效率提升对于毛利率影响		供应链效率提升						
		5%	0%	-5%	10%	15%	20%	30%
原材料价格波动	-30%	8%	8%	7%	9%	10%	11%	12%
	-20%	6%	5%	4%	7%	7%	8%	10%
	-10%	3%	3%	2%	<b>4%</b>	5%	6%	7%
	0%	1%	0%	-1%	<b>2%</b>	2%	3%	5%
	10%	-2%	-3%	-3%	-1%	0%	0%	2%
	20%	-4%	-5%	-6%	-4%	-3%	-2%	-1%
	30%	-7%	-8%	-9%	-6%	-5%	-5%	-3%

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心 备注：本表测算使用的基底数据为 23H1 的财务指标，其次对于毛利率的影响，比如 2%指的是毛利率提升 2pct。

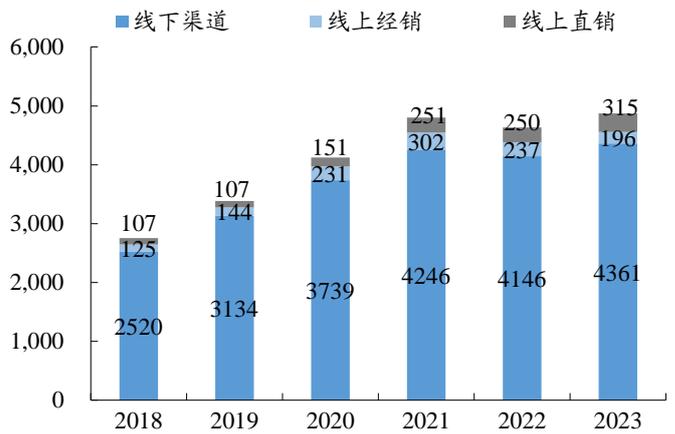
### 3.4. 竞争优势：产品创新研发突出，渠道营销能力见长

**面制品魔芋制品市占率显著领先验证公司优秀的产品力和持续打造大单品的能力。**公司早期改良辣条工艺，使得辣条口感软糯味道好，前期渠道以省代模式为主，靠产品力驱动实现了较好的动销回转，均侧面验证消费者对于公司产品的高度认可。2009 年研发人员受到火锅中魔芋产品的启发，历经五年于 2014 年魔芋爽产品正式推出，凭借突出的“辣+爽”口感快速抢占了消费者的心智，以及 2019 年公司推出的风吃海带产品和 2021 年推出的塘心蛋新品，品质均突出，持续的产品创新充分验证公司优秀的产品研发能力和打造大单品的能力。

**渠道布局均衡全面，势能强劲。**复盘公司的渠道变革历程，公司渠道从流通起家，15 年积极入驻电商平台，15-18 年成功开拓现代渠道，20 年和 22 年相继推出合伙人机制和辅销助销模式持续优化经销渠道结构，推动经销商质量和网点数量持续向上，23 年积极拥抱量贩零食渠道，新兴渠道占比不断提升，公司也于 2023 年成立海外事业发展中心，积极布局海外市场。公司目前渠道布局和辣味零食行业渠道分布对比相对均衡，是国内为数不多渠道布局相对全面的零食公司，渠道势能对于后续推新品的赋能预计好。

**图 31: 公司区域销售分布较为均衡**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心 单位：百万元

**图 32: 公司线上线下布局均衡**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心 单位：百万元

**持续与年轻消费群体互动，具备优秀的营销基因。**复盘公司历史上的营销策略，2016 年与暴走漫画合作、2017 年进行乐天撤场、2022 年贴近年轻消费群体心态营销“躺平式”运营、2023 年发布“显眼包”，公司持续推出生动有趣的营销话题，在年轻消费群体中广泛传播，持续提升卫龙在消费者心中的品牌形象。从结果来看，卫龙在发展的过程中逐步消除了消费者对于辣条行业不卫生不规范的固有印象，强化了年轻化、个性化的形象，营销手段丰富成熟，趣味性和效率兼具。

图 33: 公司擅长品牌和渠道营销, 注重与年轻消费群体的互动



资料来源: 公司官网, 创研院, 智慧零售与餐饮, 中国青年网, 娱乐资本论, 新浪新闻, 互联网品牌官, 纳食, 信达证券研发中心

## 4. 未来展望: 辣味零食龙头再出发, 成长路径清晰

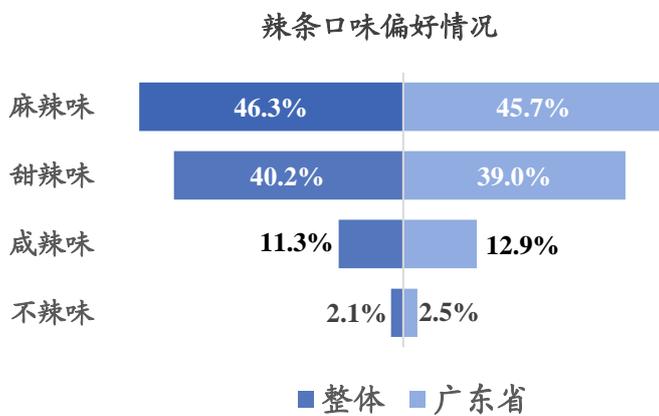
卫龙产品力、渠道势能、品牌力综合实力强劲, 中短期两大核心单品辣条、魔芋制品有望加速提升体量, 长期有望成长为多品类零食集团。以上(本文第二部分)我们总结了公司的核心竞争优势, 那么如何看待公司未来的发展? 从零食公司的发展路径来看, 大部分零食公司会经历产品(大单品)驱动-扩张渠道-产品渗透率持续提升-扩新品(产品驱动)交替螺旋式推动上升的发展路径, 比如对于卫龙来说, 15年之前主要是靠辣条的产品驱动去实现营收体量的提升, 这个阶段公司往往是在一个共性/单一/区域内的渠道持续提升渗透率, 比如卫龙15年之前主要是在流通渠道, 那么在辣条这个大单品站稳一个核心渠道之后, 比如卫龙15-18年成功开拓现代渠道, 包括线上公司也续顺应渠道趋势进入, 这个阶段扩张渠道或者网点带来的增长曲线陡峭。那么在渠道布局已经相对全面均衡时, 这个时候对于零食公司来说要再进一步提升销售体量, 提升单点卖力是效率更高的一个方式, 那么提升单点卖力往往需要配合拓宽产品矩阵来完成, 不论是通过推新品还是补充原有核心大单品的口味/形态。但由于核心大单品往往已经具备一定的市场教育和消费基础, 强化原有核心大单品的市占率往往达成效率更高。此时通过单点卖力提升的同时强化渠道深耕和加密是推动体量提升效率更高的方式, 因为如果在产品矩阵宽度不够的情况下, 一些“难啃”的网点往往面临投入产出不对等的情况, 从而难以沉淀下来成为有效网点。那么卫龙当前正处于推新加快提升两大核心品类市占率的开启阶段, 中短期有望进入新一轮快速发展的通道。其次公司在辣味零食赛道上验证过打造大单品的能力, 除了辣条、魔芋爽两大核心经典单品, 后续新品储备比如糖心蛋等梯队层次有序, 长期有望成长为辣味零食多品类的大公司。盈利能力端, 随着公司收入进入扩张周期中, 后端供应链效率有望持续提升, 盈利能力有望稳中有升。

### 4.1. 面制品: 延展口味推新加快, 市占率加速提升

公司面制品当前市占率仍低, 23年起公司辣条品类推新速度显著加快, 面制品市占率有望加速提升。那么对于卫龙而言, 公司当前正处于渠道布局相对均衡的阶段, 并且核心大单品辣条目前10%多的市占率相对其他经典大单品头部品牌30%+的市占率仍有较大的提升空间。从路径上来看, 乐事和洽洽在核心大单品上均进行过口味的延申来更好地满足不同区域和细分人群的需求。对于卫龙而言, 公司辣条“甜辣”口味深入消费者的心智, 但是近两年快速崛起的麻辣王子(目前销售体量10亿级别)则是以麻辣口味迅速抢占目标消费群体

的认知，这表明其他口味的辣条的市场空间也是非常可观的。我们看到公司自 23 年持续推出麻辣麻辣、霸道熊猫、脆火火以及今年新推的榴莲辣条等新品，辣条口味延申推新速度显著加快。相比竞争对手，公司渠道布局更为全面，具备更好的渠道势能，且消费者以品类认知品牌，同品类口味延申消费者有认知基础且渠道协同性好，往后展望，我们预计公司面制品品类延申口味推新加快有望加速提升市占率。

图 34: 卫龙辣条甜辣口味突出，麻辣口味上升趋势明显



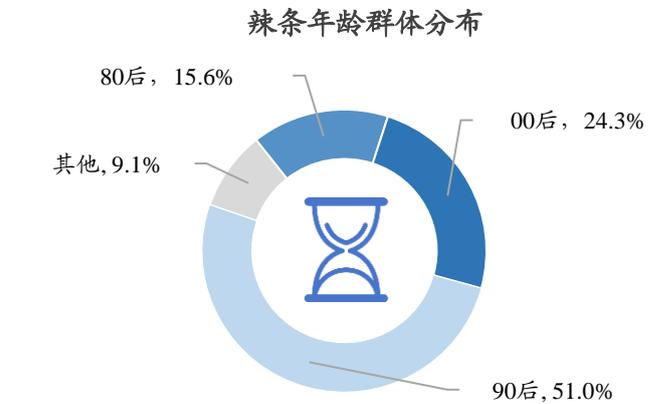
资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 36: 公司 23 年加速推出麻辣麻辣霸道熊猫等辣条新品



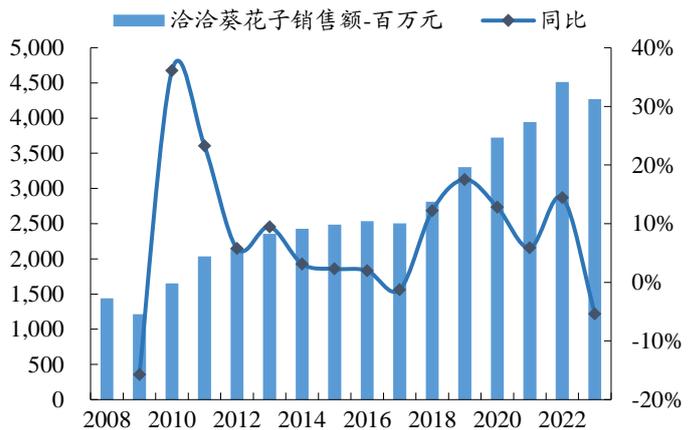
资料来源: 食品板, 信达证券研发中心

图 35: 辣条消费群体以年轻人为主



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 37: 洽洽食品 15 年推出蓝袋瓜子推动瓜子大单品体量提升



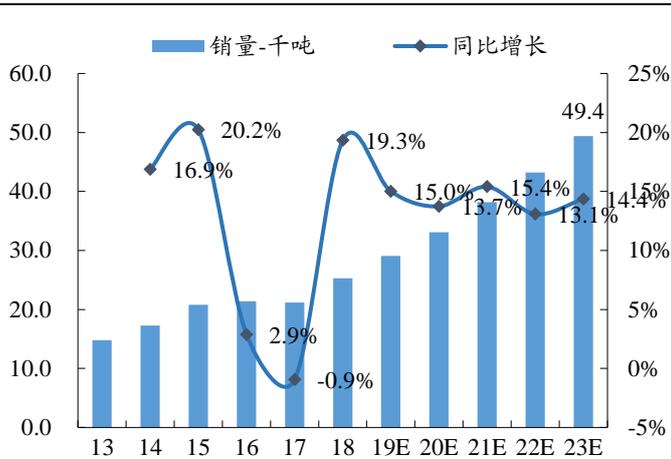
资料来源: 洽洽食品公司公告, 信达证券研发中心

#### 4.2. 蔬菜制品: 魔芋品类红利正当时, 品类先行者发展提速

魔芋制品有望成为经典大品类, 近年魔芋品类依托健康的原料属性有红利, 公司魔芋品类销售体量有望持续快速提升。从产品的属性来说, 魔芋制品原材料具备低热量、低脂、高纤维素、无胆固醇等特点, 消费受众广, 其次公司的魔芋制品在调味承载能力好的基础上, 还具备爽滑 Q 弹的口感, “辣+爽”的口感特点突出, 口感明显与其他休闲食品品类区隔开来, 有望成为零食赛道中像面制品、薯片一样的经典大品类。由于魔芋原材料本身突出的属性, 魔芋近年在零食界掀起了一阵风潮, 比如近年大热的蒟蒻果冻, 不论是上游原材料加工环节的成熟度还是下游消费者的认知度, 都呈现显著提升趋势。回到辣味魔芋制品上来看, 由于产品本身突出的口感特点, 魔芋爽等品类市场规模有望快速扩容。卫龙为魔芋爽产品的先行者, 14 年正式推出魔芋爽产品, 不论是在渠道上的势能亦或是品牌上的沉淀, 均存在显著的竞争优势 (公司目前在辣味魔芋制品的市占率达到 60-70%)。23 年下半年起公司显著加快魔芋新品的推出, 包括小魔女素毛肚、小魔女素板筋等, 同时针对当前消费较为疲软的市场环境下, 公司在 2024 年也加大了魔芋产品加量促销的活动, 更加突出产品的性价比。在品类具备红利及公司强化魔芋产品竞争优势的背景下, 卫龙的魔芋制品有望加速

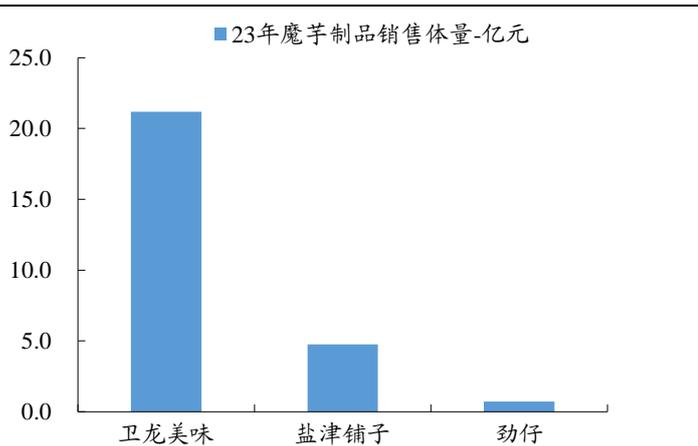
增长。

图 38: 魔芋胶在食用应用渐受欢迎, 市场销量快速提升



资料来源: 绿新亲水胶体海洋科技招股说明书, 信达证券研发中心

图 40: 公司魔芋制品市场份额 60-70%



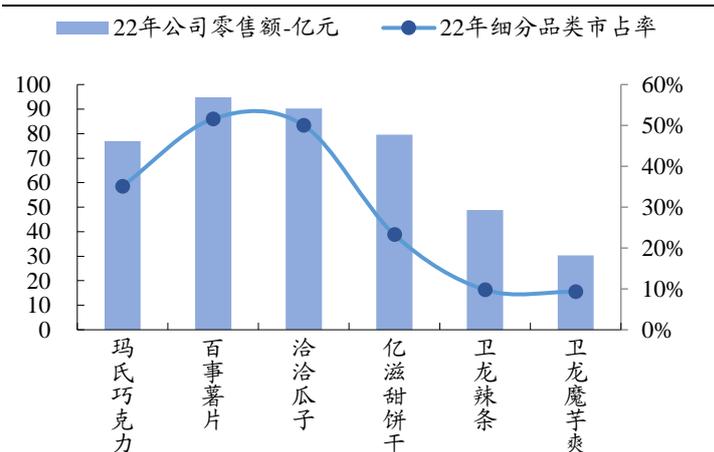
资料来源: 公司公告, 盐津铺子 2023 年年报, 劲仔食品 2023 年年报, 信达证券研发中心 备注: 卫龙美味和劲仔食品为蔬菜制品口径, 但两者蔬菜制品主要为魔芋制品。

图 39: 公司 23 年下半年推出小魔女, 从丝状魔芋爽延伸至片状素毛肚



资料来源: Foodaily 每日食品, 信达证券研发中心

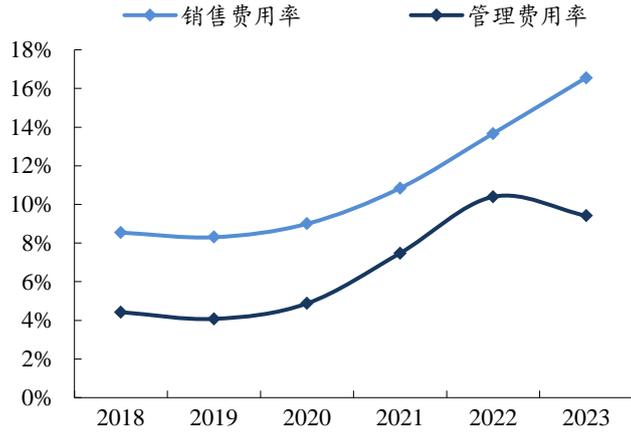
图 41: 相比薯片等品类, 卫龙辣条和魔芋爽产品市场份额均有较大提升空间



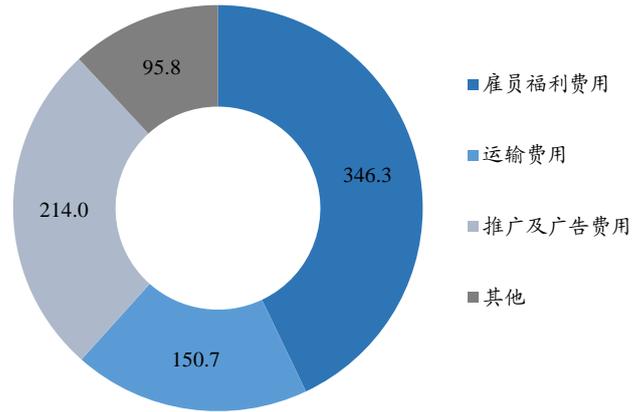
资料来源: 公司官网, 创业最前线, 信达证券研发中心 备注: 洽洽瓜子零售额按照报表收入口径\*2估算。

#### 4.3. 长期: 溏心蛋等新品已有储备, 具备成为多品类大公司基因

卫龙打造大单品能力强, 长期具备成为多品类大公司的基因。卫龙推新能力在辣条、魔芋爽等产品持续得到验证, 公司也储备了溏心蛋等核心单品, 并且在持续提升溏心蛋等品类的竞争优势。公司经过几轮渠道变革和升级, 当前渠道布局较为全面和均衡, 渠道势能较高。往后展望, 公司具备较好的推新和品牌营销的基因, 渠道持续深耕和优化, 长期有望成为多品类的零食大公司。盈利能力来看, 公司当前产能利用率较低(详细见本文 2.4)。随着公司收入进入扩张期, 供应链效率有望提升。费用端来看, 公司过去三年费用率整体呈现扩张趋势, 尤其是销售费用率。往后去看, 随着公司规模效应不断体现, 公司费用率有望平稳向下, 盈利能力有望稳中有升。

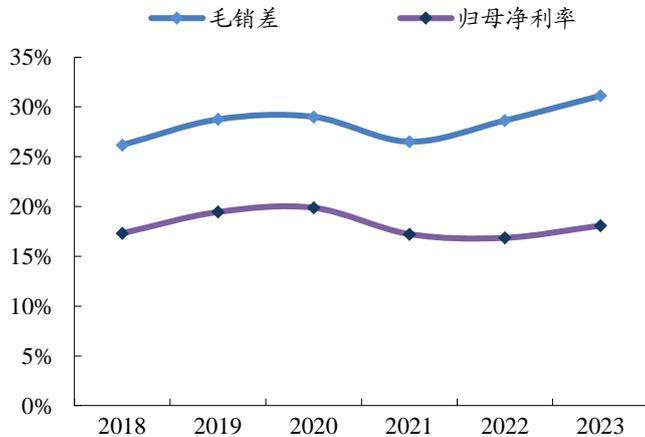
**图 42: 公司费用率过去三年整体呈现提升趋势**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 43: 销售费用中, 雇员福利及推广费用占比高**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 备注: 2023 年销售费用细项构成, 单位-百万元

**零售渠道大变革浪潮有望加速卫龙市占率的提升, 不必过分担忧对于厂商盈利能力的影响。**零售渠道近年处于大变革中, 资本市场担忧零售渠道折扣化趋势下, 零售渠道话语权强化会对厂商的盈利能力造成影响。收入端, 我们认为零售变革下积极拥抱渠道浪潮的品牌将加速提升市占率。卫龙两大单品属于深加工且消费者品牌认知度高, 资本市场担忧的自有品牌短期预计很难对卫龙形成冲击, 下沉市场辣味零食的长尾效应相比一二线城市会更为明显, 在零售渠道大变革的浪潮下, 下沉市场的零售渠道有望加速整合和集中, 对于卫龙等头部品牌有望加速市占率的提升。盈利端, 卫龙作为深加工产品, 产品品质口感差异化较为明显, 在产业链中卫龙的议价权仍较高, 其次我们认为头部品牌内部的供应链效率提升有望能够覆盖前端消费者对于物美价廉产品的要求。

**图 44: 公司毛销差近年整体稳中有升**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心 备注: 22 年归母净利率为加回了股权激励费用后的归母净利率

## 5. 估值与投资评级

**收入端:** 我们预计公司 24-26 年分别实现营业收入 61.0、74.1、88.2 亿元, 同比增长 25.2%、21.5%、18.9%。公司自 23 年下半年起推新加速, 经营全面向上, 24 年起有望开启新一轮的高增长。

**分品类收入预测:** 公司自 23 年下半年起推新加速, 且积极拥抱量贩零食等新兴渠道, 两大核心品类市占率有望加速提升。调味面制品业务, 公司去年以来持续推出麻辣麻辣、霸道熊猫、脆火火、榴莲辣条等辣条新品, 此前 22 年提价及 23 年砍掉五毛钱产品对于面制品业务的影响逐渐消除, 24 年及往后看, 辣条延展新品叠加公司渠道高势能, 面制品将重新

进入加速提升市占率的通道中，因而假设 24-26 年公司调味面制品业务分别同比增长 7%、9%、10%；蔬菜制品业务，公司 23 年下半年推出小魔女素毛肚，延展魔芋品类，往后展望，魔芋品类红利正当时，卫龙作为魔芋制品的先行者，渠道与面制品协同性好，有望推动蔬菜制品体量加速提升，因而假设 24-26 年公司蔬菜制品分别同比增长 48%、32%、25%；豆制品及其他产品，公司 21 年新推出溏心蛋产品，当前持续优化该品类，新品储备丰富，我们预计该品类有望小基数下保持稳步增长，假设 24-26 豆制品及其他产品分别同比增长 17%、20%、23%。

表 6：分产品预测表：面制品有望加速提升市占率，蔬菜制品正当品类红利期

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4800	4632	4872	6101	7413	8815
同比	16.50%	-3.50%	5.17%	25.24%	21.50%	18.91%
调味面制品	2918	2719	2549	2728	2973	3271
同比	8.5%	-6.8%	-6.2%	7%	9%	10%
蔬菜制品	1664	1693	2119	3135	4154	5193
同比	-14.1%	-10.1%	-26.1%	48%	32%	25%
豆制品及其他产品	218	220	204	238	286	352
同比	-16.9%	1.0%	-7.4%	17%	20%	23%
归母净利润	827	151	880	1159	1430	1729
同比	1.0%	-81.7%	481.9%	31.6%	23.4%	20.9%
归母净利率	17.2%	3.3%	18.1%	19.0%	19.3%	19.6%

资料来源：ifind，信达证券研发中心

**利润端：**公司当前产能利用率低，随着收入进入扩张周期，后端供应链效率有望提升，22 年原材料高位，往后看原材料价格整体预计平稳向下，前端价格由于消费疲软、渠道变革，往后看预计整体提价效应有限，综合考虑供应链效率、原材料价格、渠道变革及结构等因素，我们预计公司 24-26 年整体毛利率保持略微向下，假设 24-26 年公司整体毛利率为 49.0%、48.4%、47.5%。费用率来看，随着公司规模效应进一步体现，预计整体费用率呈现稳中下降的趋势，我们假设 24-26 年公司销售费用率分别为 15.0%、14.3%、13.7%，管理费用率分别为 8.7%、8.4%、8.0%。那么整体来看，随着公司供应链效率持续提升，我们预计公司归母净利率稳中有升，24-26 年归母净利率预计分别为 19.0%、19.3%、19.6%，对应归母净利润为 11.6、14.3、17.3 亿元。

**投资评级：**我们选取业务模式、品类赛道和公司相近的 5 家 A 股上市公司作为相对估值的参考，25 年行业平均 PE 为 12X。但考虑公司当前处于两大核心品类加速提升市占率的新一轮增长开启阶段，业绩预计保持较高增长，且公司占据强势市场地位的两大核心品类均为零食赛道经典大单品，业绩长期确定性强，结合公司短期有望开启新一轮高增长及长期品类强确定性，给予公司 25 年略高于行业平均的估值 13XPE，对应市值 186 亿元。公司具备核心大单品且盈利能力处于行业前列，23 年数据来看，卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠归母净利率分别为 18.0%、11.8%、12.3%、17.8%、10.2%、3.1%，卫龙归母净利率水平高，因而给予公司 25 年高于行业平均的市销率 2.5XPS，对应市值 185 亿元。综合 PE 和 PS 的估值，给予 25 年 185 亿人民币的目标市值，对应目标价为 8.53 港币/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值对比

2024/8/16	总市值-亿元	EPS-元			CAGR		PE			PEG		PS	
		24E	25E	26E	2024-26	24E	25E	26E	26E	24E	25E	26E	
洽洽食品	131.6	1.9	2.3	2.5	15%	13.4	11.3	10.2	0.7	1.8	1.6	1.5	
盐津铺子	105.9	2.4	3.0	3.5	22%	16.2	13.0	11.0	0.5	2.1	1.7	1.4	
甘源食品	46.2	4.1	4.9	5.6	17%	12.1	10.2	8.8	0.5	2.0	1.7	1.4	

劲仔食品	48.3	0.7	0.8	1.1	26%	16.0	12.6	10.1	0.4	1.9	1.5	1.3
三只松鼠	68.5	1.0	1.5	2.1	46%	17.0	11.3	8.0	0.2	0.7	0.5	0.4
平均					25%	14.9	11.7	9.6	0.5	1.7	1.4	1.2
卫龙美味	147.6	0.49	0.61	0.74	22%	12.7	10.3	8.5	0.4	2.4	2.0	1.7

资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 更新于 2024 年 8 月 16 日

资本市场担忧公司调味面制品和魔芋产品竞争格局恶化, 体量提升难以延续, 以及国内零食渠道折扣化趋势明显, 担忧品牌厂商的盈利能力。我们认为调味面制品及魔芋制品产品特点突出, 与其他零食品类区隔明显, 有望成为零食赛道中的经典品类, 公司 23 年下半年起加快两大核心品类的推新, 相比竞争对手, 公司具备渠道优势及品牌积淀, 核心大单品通过延申口味和形态提升市占率成长路径清晰。渠道折扣化趋势有望加速头部品牌市占率的提升, 加速行业出清一些低效的产能, 尤其是长尾品牌较多的下沉市场。公司核心的单品具备深加工成瘾性等特点, 消费者对于此类型产品的品牌粘性和认知度较高, 产品在产业链中议价能力强, 零售商做自有品牌预计对于公司冲击有限, 其次头部品牌收入扩张带来的内部供应链效率提升有望能够覆盖前端消费者对于物美价廉产品的要求。我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 0.49、0.61、0.74 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6. 风险因素

**辣条品类竞争格局恶化。**公司以辣条起家, 消费者目前对于公司甜辣口味认知较深, 但对于麻辣等其他口味认知较弱, 若竞争对手以口味和公司差异化竞争, 将会导致公司在辣条品类上的竞争格局变差。

**魔芋品类竞争格局恶化。**公司作为魔芋爽产品的先行者, 不论在品牌认知或是渠道势能上均存在显著竞争优势, 近年魔芋品类处于渗透率加速提升的红利期, 但若竞争对手在产品形态、产品口味上与公司进行差异化竞争, 则可能影响魔芋品类的发展进度。

**未能积极顺应渠道变革。**当前零售渠道正经历大变革, 渠道折扣化趋势明显, 比如近年兴起的零食量贩渠道, 通常以价格杀手的形式出现, 对于公司的渠道及价盘管理均产生一定压力, 尤其是若公司未能及时顺应新兴渠道趋势, 对于公司收入的达成及触达消费群体将产生不利影响。

**产品价格竞争力减弱。**公司于 2022 年由于原材料价格上涨进行提价, 但国内当前整体消费表现疲软, 消费者变得更为理性, 价格敏感度提升, 对于性价比接受度更高, 若竞争对手以性价比为突破点与公司竞争, 将影响公司核心单品的市占率提升。

**原材料价格上涨。**若豆油、面粉、魔芋等原材料价格上涨, 将稀释公司的盈利能力。

**食品安全问题。**

**附:公司财务预测表**

<b>资产负债表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>流动资产</b>	2,875	3,187	4,734	6,684
现金	526	538	1,812	3,477
应收账款及票据	52	61	72	83
存货	420	502	595	707
其他	1,877	2,086	2,255	2,417
<b>非流动资产</b>	4,179	4,391	4,508	4,531
固定资产	1,101	1,013	932	857
无形资产	33	31	29	27
其他	3,044	3,347	3,547	3,647
<b>资产总计</b>	7,054	7,578	9,242	11,215
<b>流动负债</b>	908	1,089	1,304	1,529
短期借款	2	4	6	8
应付账款及票据	165	195	234	278
其他	741	891	1,064	1,243
<b>非流动负债</b>	440	494	514	534
长期债务	179	199	219	239
其他	261	295	295	295
<b>负债合计</b>	1,348	1,583	1,817	2,062
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,605	5,893	7,323	9,052
<b>归属母公司股东权益</b>				
益	5,706	5,995	7,424	9,153
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	5,706	5,995	7,424	9,153
<b>负债和股东权益</b>	7,054	7,578	9,242	11,215
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>经营活动现金流</b>	1,156	1,316	1,596	1,890
净利润	880	1,159	1,430	1,729
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	128	90	83	77
营运资金变动及其他	147	66	83	85
<b>投资活动现金流</b>	-1,131	-448	-335	-238
资本支出	-122	0	0	0
其他投资	-1,009	-448	-335	-238
<b>筹资活动现金流</b>	-829	-856	14	13
借款增加	15	22	22	22
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-832	-878	-8	-9
其他	-12	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-788	12	1,274	1,665

<b>利润表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>营业收入</b>	4,872	6,101	7,413	8,815
其他收入	16	0	0	0
<b>营业成本</b>	2,549	3,114	3,827	4,628
销售费用	807	915	1,060	1,208
管理费用	459	531	623	705
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-176	-4	-3	-31
<b>除税前溢利</b>	1,279	1,545	1,906	2,305
所得税	399	386	477	576
<b>净利润</b>	880	1,159	1,430	1,729
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	880	1,159	1,430	1,729
<b>EBIT</b>	1,104	1,541	1,903	2,274
<b>EBITDA</b>	1,232	1,632	1,986	2,351
<b>EPS (元)</b>	0.38	0.49	0.61	0.74

<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.17%	25.24%	21.50%	18.91%
归属母公司净利润	481.87%	31.63%	23.38%	20.91%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.68%	48.96%	48.37%	47.50%
销售净利率	18.07%	18.99%	19.29%	19.61%
ROE	15.43%	19.33%	19.26%	18.89%
ROIC	12.90%	18.65%	18.66%	18.15%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.11%	20.89%	19.67%	18.39%
净负债比率	-6.05%	-5.59%	21.38%	35.29%
流动比率	3.17	2.93	3.63	4.37
速动比率	2.70	2.46	3.17	3.91
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.70	0.83	0.88	0.86
应收账款周转率	82.54	108.34	111.40	113.50
应付账款周转率	14.48	17.33	17.86	18.09
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.38	0.49	0.61	0.74
每股经营现金流	0.49	0.56	0.68	0.80
每股净资产	2.43	2.55	3.16	3.89
<b>估值比率</b>				
P/E	17.12	12.74	10.32	8.54
P/B	2.68	2.46	1.99	1.61
EV/EBITDA	12.14	8.84	6.63	4.91

## 研究团队简介

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 15%以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~15%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5% 之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。