

港股公司|公司深度|卫龙美味 (09985)

辣条龙头，焕新启航



| 报告要点

新消费+新渠道孕育着休闲零食行业的结构性机会，我们持续看好辣味调味面、蔬菜制品的成长空间，以及零食量贩、电商等新兴渠道所蕴藏的蓬勃生机。卫龙作为辣条行业先行者，善于精准洞察、悉于爆品打造，先后培育出大小面筋、亲嘴烧、魔芋爽、风吃海带及78°卤蛋等单品，产品迭代顺利；同时，公司敏锐地捕捉每一轮渠道变革，精细管理、深挖增量：从传统零售走向新兴渠道，从河南漯河走向世界市场。期待后续的新品孵化、渠道赋能，锻造内功，基业长青。

| 分析师及联系人



刘景瑜



邓洁

SAC: S0590524030005 SAC: S0590524040002

卫龙美味(09985)

辣条龙头，焕新启航

行业：食品饮料/食品加工
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：6.42 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,351/2,351
 流通市值(百万港元) 15,094.35
 每股净资产(元) 2.74
 资产负债率(%) 19.67
 一年内最高/最低(港元) 8.00/4.65

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 辣条龙头，焕新启航

1999年创始人刘卫平在河南漯河开始了辣条生意，2001年卫龙美味成立，王牌产品大小面筋相继问世，并先后推出亲嘴烧、魔芋爽及风吃海带等产品，积极布局现代渠道、挖潜新兴渠道，营收及利润虽有小幅波动，但均已步入上行周期。

➤ 新消费+新渠道，孕育结构性机会

据F&S预测，未来三年我国辣味休闲食品/零食行业整体CAGR分别约9.6%/6.8%，辣味休闲零食景气度高于行业整体：(1)分品类：辣味休闲蔬菜制品、调味面制品及辣味休闲豆干制品为增速最快的三个子类目，未来三年CAGR预计分别为17.2%/8.9%/8.0%。(2)分渠道：零食量贩、电商渠道占比快速增加，2023年分别达9.4%/17.4%。新品迭代+渠道精耕，看好卫龙的市占率提升、夯实龙头地位。

➤ 善于精准洞察，立于常胜风口

(1)产品：作为辣条行业先行者，公司坚持“多品类、大单品”策略，大单品面筋增长稳健、第二曲线魔芋爽繁育成功，带动蔬菜制品实现高双位数增长。产品布局完备、迭代顺利。(2)渠道：公司积极拥抱每一轮的行业变化，从传统渠道走向现代渠道以及零食量贩、电商等新兴渠道，并逐步布局海外市场。搭建一级经销模式+引入个人经销商+助销、辅销相结合，精细化管理、深挖增量。(3)营销：卫龙始终和年轻人“站在一起”，精准把握每一轮宣传窗口，树立安全、健康的优质形象。

➤ 新品放量+渠道精耕，给予“买入”评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为59.35/69.39/78.06亿元，同比增速分别为21.83%/16.91%/12.50%，归母净利润分别为11.06/13.13/15.05亿元，同比增速分别为25.62%/18.76%/14.60%，EPS分别为0.47/0.56/0.64元/股。鉴于公司第二成长曲线魔芋爽仍处放量期，新品储备丰富、产品迭代顺利，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品质量和食品安全风险、原料价格上涨风险、市场竞争加剧的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4632.22	4871.67	5935.17	6938.59	7805.95
增长率(%)	-3.50%	5.17%	21.83%	16.91%	12.50%
EBITDA(百万元)	489.96	1232.16	1718.47	2026.15	2308.11
归母净利润(百万元)	151.30	880.35	1105.93	1313.42	1505.23
增长率(%)	-81.70%	481.87%	25.62%	18.76%	14.60%
EPS(元/股)	0.06	0.37	0.47	0.56	0.64
市盈率(P/E)	99.77	17.15	13.65	11.49	10.03
市净率(P/B)	2.73	2.65	2.44	2.23	2.03
EV/EBITDA	-2.19	0.02	-0.24	-0.35	-0.50

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年09月10日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

新消费+新渠道，孕育着休闲零食的结构性机会，行业格局分散，看好辣味休闲零食发展空间及龙头卫龙市占率进一步抬升。公司善于精准洞察，前瞻性的把握每一轮产品、渠道以及营销风口，乘势而上：(1) 产品：作为辣条行业先行者，公司坚持“多品类、大单品”策略，大单品面筋增长稳健、第二成长曲线魔芋爽繁育成功，带动蔬菜制品实现高双位数增长。产品布局完备、迭代顺利。

(2) 渠道：公司积极拥抱行业变化，从传统渠道走向现代渠道以及零食量贩、电商等新兴渠道，并逐步布局海外市场。搭建一级经销模式+引入个人经销商+助销、辅销相结合，精细化管理、深挖增量。(3) 营销：卫龙始终和年轻人“站在一起”，精准把握每一轮宣传窗口，树立安全、健康的优质形象。我们看好公司敏锐且精准的市场洞察力，期待后续的新品孵化、渠道赋能，锻造内功，基业长青。

核心假设

- 收入预测：卫龙作为辣条行业先行者，产品硬实力突出，期待后续产品迭代、爆品打造，同时看好公司渠道精细化管理的能力，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 59.35/69.39/78.06 亿元，同比增速分别为 21.83%/16.91%/12.50%。
- 业绩预测：随着高毛利的魔芋爽放量，带动蔬菜制品占比提升、公司产品结构升级，我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 49.34%/49.50%/49.74%，归母净利润分别为 11.06/13.13/15.05 亿元，同比增速分别为 25.62%/18.76%/14.60%，EPS 分别为 0.47/0.56/0.64 元/股，3 年 CAGR 为 19.58%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 59.35/69.39/78.06 亿元，同比增速分别为 21.83%/16.91%/12.50%，归母净利润分别为 11.06/13.13/15.05 亿元，同比增速分别为 25.62%/18.76%/14.60%，EPS 分别为 0.47/0.56/0.64 元/股。可比公司 2024 年平均 PE 为 15.17 倍，鉴于公司第二成长曲线魔芋爽仍处放量期，新品储备丰富、产品迭代顺利，我们给予公司 2024 年 PE 目标值 17 倍，对应公司整体市值 188 亿元，目标价 7.99 元/股，按照 2024 年 9 月 11 日汇率，对应目标价 8.76 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，公司第二大单品魔芋爽仍处放量期，叠加量贩零食、电商等新兴渠道逐步拓展，有望为公司贡献收入端增量。
- 长期来看，看好公司敏锐且精准的市场洞察力，期待后续的新品孵化、爆品打造，锻造内功，基业长青。

正文目录

1. 辣条龙头，焕新启航	6
1.1 笃行二十载，成就辣味龙头	6
1.2 股权集中，结构稳定	7
1.3 业绩稳健增长，渠道开拓可期	8
2. 新消费+新渠道，孕育结构性机会	11
2.1 辣味休闲食品增速领先于行业	11
2.2 新兴渠道崛起，加速行业重塑	13
2.3 市场格局分散，卫龙位居第一	14
3. 产品实力突出，升级迭代成功	15
3.1 辣条行业先行者，产品实力突出	15
3.2 产品迭代成功，擅长爆款打造	17
4. 拥抱行业变化，渠道精细化管理	20
4.1 拥抱行业变化，深挖渠道增量	20
4.2 “助销+辅销”结合，渠道精细化管理	23
5. 情怀营销，提升形象	25
5.1 唤醒味觉记忆，夯实情感基础	25
5.2 把握宣传窗口，树立安全形象	26
6. 盈利预测、估值与投资建议	26
6.1 盈利预测	26
6.2 估值与投资建议	27
7. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 卫龙美味历史复盘	7
图表 2: 公司股权结构（截至 2023 年报）	7
图表 3: 董事会及高管介绍	8
图表 4: 营收整体保持稳步增长	9
图表 5: 第二曲线蔬菜制品保持高速增长	9
图表 6: 蔬菜制品收入占比持续提升	9
图表 7: 境内收入占比高达 98%，海外业务高速增长	10
图表 8: 公司毛利率持续提升	10
图表 9: 为加强品牌建设，销售费用率略有抬升	10
图表 10: 2018-2023 年公司归母净利润及同比增速	11
图表 11: 2018-2023 年公司归母净利润率	11
图表 12: 我国休闲零食行业规模及增速	12
图表 13: 辣味休闲食品零售额及占比持续提升	12
图表 14: 辣味休闲食品增速领先于行业	12
图表 15: 辣味休闲食品子类目的市场规模及增速	13
图表 16: 新兴渠道崛起，加速行业格局重塑	14
图表 17: 辣味休闲食品格局相对分散（图为 CR5）	14

图表 18:	辣味休闲食品、调味面制品、辣味蔬菜行业竞争格局.....	15
图表 19:	卫龙产品矩阵.....	16
图表 20:	香辣口味受众广.....	16
图表 21:	消费者偏好辣条“有嚼劲”.....	16
图表 22:	卫龙包装及规格多样、灵活.....	17
图表 23:	休闲零食健康化.....	18
图表 24:	魔芋产品风潮正盛.....	18
图表 25:	大单品增长稳健、新品孵育成功，产品迭代明确.....	19
图表 26:	产品升级+直接提价，产品单价持续提升.....	20
图表 27:	卫龙渠道策略灵活，渠道变化实则是中国休闲零食行业发展的缩影..	21
图表 28:	虽经销商数量减少，但单位创收持续提升.....	22
图表 29:	门店数量以及单点 SKU 持续增长.....	22
图表 30:	线上渠道占比持续增长.....	22
图表 31:	海外市场占比进一步提升.....	23
图表 32:	低线城市辣味休闲食品增速领先于一二线城市，下沉市场潜力较大..	23
图表 33:	个人经销商收入逐步提升.....	24
图表 34:	助销 vs 辅销模式.....	24
图表 35:	“人类猫条”及“卫龙显眼包”营销活动.....	25
图表 36:	Hotstrip7.0 系列宣传图.....	25
图表 37:	公司抓住机遇，树立品牌高质量、安全的形象.....	26
图表 38:	公司营收测算汇总（百万元）.....	27
图表 39:	可比公司估值一致预测(EPS 单位：元/股).....	28

1. 辣条龙头，焕新启航

1.1 笃行二十载，成就辣味龙头

1999-2010 年：第一根辣条问世，卫龙品牌初创。1998 年湖南平江发生洪涝灾害致使酱干的原材料价格攀升，于是平江人改用面粉做原料，研制出一种新型调味面筋食品——辣条。创始人刘卫平、刘福平将辣条的生产及经营带到了河南漯河市，2001 年卫龙美味成立，2004 年“卫龙”商标注册成功，2006-2010 年平平食品的第二个工厂建成投产、卫龙的经典王牌产品大小面筋相继问世。

2010-2022 年：迅速扩张，跑马圈地。该阶段公司的新品研发加速，2010-2015 年先后推出亲嘴烧、魔芋爽等新品，2019 年推出风吃海带、2020 年 78° 卤蛋上市，至 2021 年卫龙产品年累计销量达到 100 亿包。同时该阶段公司开始搭建渠道网络，主攻 KA，并在天猫开设自营店，2022 年渠道战略定调为“高线城市辅销，低线城市助销”。同时段卫到食品生产设施及漯河杏林工厂部分投产，叠加自动化设备引入、信息管理系统上线，公司产能迎来迅速扩张。特殊时期生产交付受阻，叠加产品升级下销量短期受损，2022 年公司营收略有退坡。

2022 年底至今：经营修复，焕新启航。一方面大单品魔芋爽持续放量，另一方面公司持续拓宽产品线：2023 年推出正宗麻辣辣条霸道熊猫、全新魔芋辣味休闲零食“小魔女”及全新品类“脆火火”辣脆片，2024 年“小魔女”上市麻酱火锅味，同时榴莲辣条正式上市。公司持续加强线上线下全渠道建设，积极拥抱零食量贩以及内容电商等新兴渠道、积极拓展海外市场。此外，产能建设基本完备：截至 2023 年末，公司在河南省拥有五个工厂：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，老牌龙头，焕新启航。

图表1：卫龙美味历史复盘

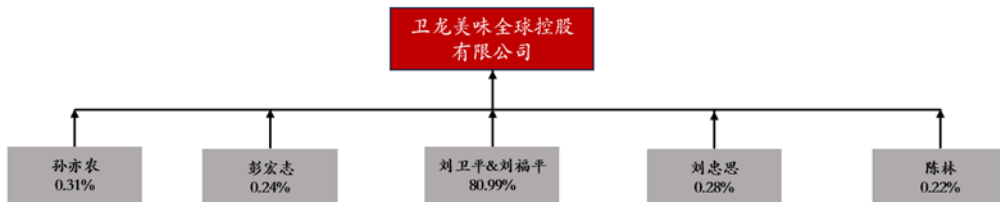


资料来源：公司官网，招股说明书，公司公告，国联证券研究所

1.2 股权集中，结构稳定

股权集中，结构稳定。截至2023年12月31日，公司实控人刘卫平先生和刘福平先生共同持有80.99%的股份，股权结构较为稳定。

图表2：公司股权结构（截至2023年报）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

核心管理层消费品运作经验丰富，有望赋能主业发展。公司董事及管理层在休闲零食及快消品行业均有逾十年的经验，且在公司任职时间较长，熟悉公司情况以及内部运作范式，分营集团研发、财务、供应链等部门，人员结构稳定。

图表3：董事会及高管介绍

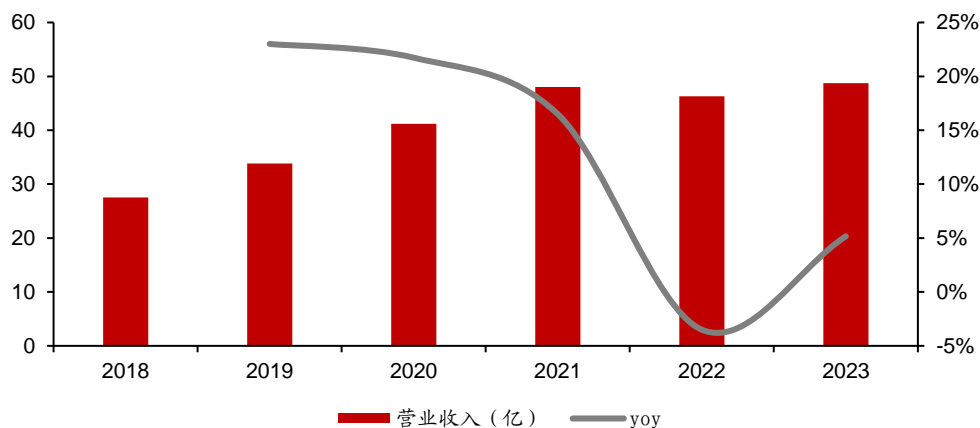
姓名	职务	年龄	履历
刘卫平	董事长、执行董事	46	在休闲食品行业拥有逾20年经验。曾担任平平食品总经理，现担任卫龙商贸董事长。
刘福平	副董事长、执行董事	43	在休闲食品行业拥有逾20年经验，曾担任平平食品副总经理，现担任卫龙商贸总裁。
刘忠思	执行董事、高级副总裁	39	在休闲食品行业拥有逾10年经验，曾担任平平食品厂长、平平食品技术研发总处长、现担任卫龙生物技术技术研发总处长。
彭宏志	执行董事、高级副总裁、首席财务官	42	在运营管理方面拥有逾10年经验，曾担任平平食品总经理助理、现担任卫龙商贸营运总处长，负责财务、IT以及其他管理工作并获委任为卫龙美味全球控股有限公司海外事业发展中心负责人。
孙亦农	执行董事、首席执行官	55	在食品及饮料行业拥有逾20年经验，曾在可口可乐（中国）饮料有限公司及可口可乐企业管理（上海）有限公司担任营销总经理和区域总经理，于厦门银鹭食品集团有限公司任首席商务官、首席运营官及首席执行官，在苏州爱知汇管理咨询有限公司担任管理顾问。现任本公司首席执行官。
陈林	执行董事、高级副总裁	38	在休闲食品行业拥有逾10年经验，曾在平平食品担任品质部、研发部、稽核部、产销部的管理工作。于卫龙商贸担任产销中心经理、设备工厂中心经理、生产总处副总处长及供应链副总处长，现任供应链总处、采购总处和人力行政总处的总处长。

资料来源：招股说明书，公司公告，国联证券研究所

1.3 业绩稳健增长，渠道开拓可期

营收增长稳健。随着产品布局日益完善，亲嘴烧、魔芋爽等大单品陆续上市，以及渠道加密成效初显，2018-2023 年公司营业收入由 27.5 亿元增长至 48.7 亿元，CAGR 为 12.1%。其中 2018-2021 年 CAGR 为 20.38%，2022 年增速略有退坡主要源于特殊时期生产交付受阻及产品升级下销量短期受损。2023 年公司经营已呈恢复性增长，收入同增 5.2% 至 48.7 亿元。展望未来，新兴渠道逐步拓展、第二曲线产品稳定放量，公司收入端弹性可期。

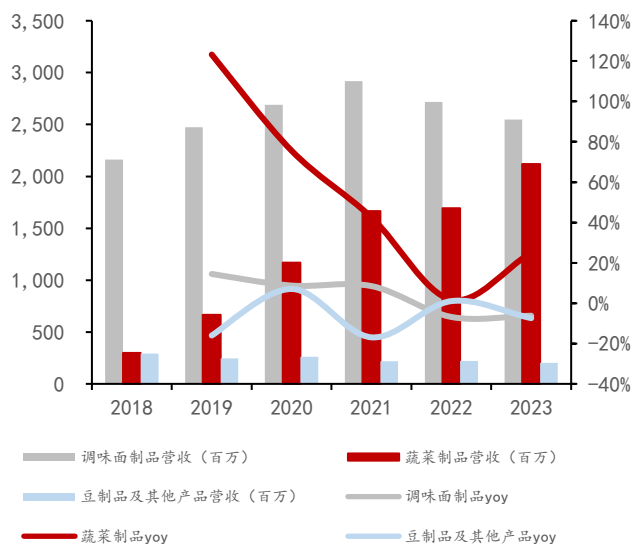
图表4：营收整体保持稳步增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

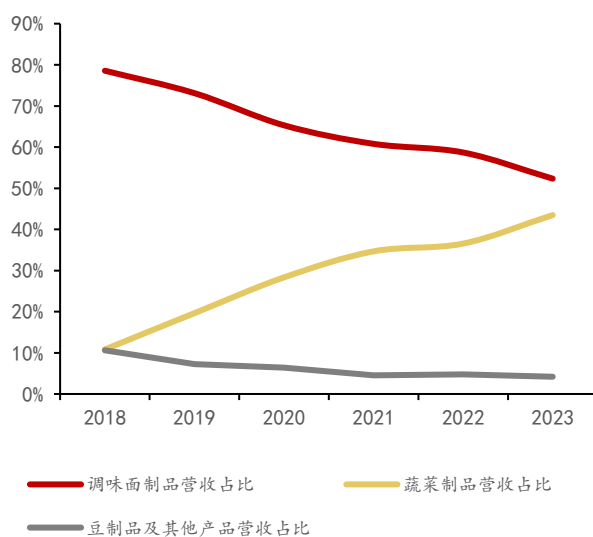
分品类来看，蔬菜制品加速放量，成功打造第二成长曲线。品类渗透率提升、叠加大单品魔芋爽的带动，2018-2023年蔬菜制品表现亮眼，收入占比由2018年的10.8%增至2023年的43.5%，2023年录得营收21.2亿元，同比增长25.11%。受线下传统渠道下滑的影响，豆制品及调味面制品略有承压。

图表5：第二曲线蔬菜制品保持高速增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

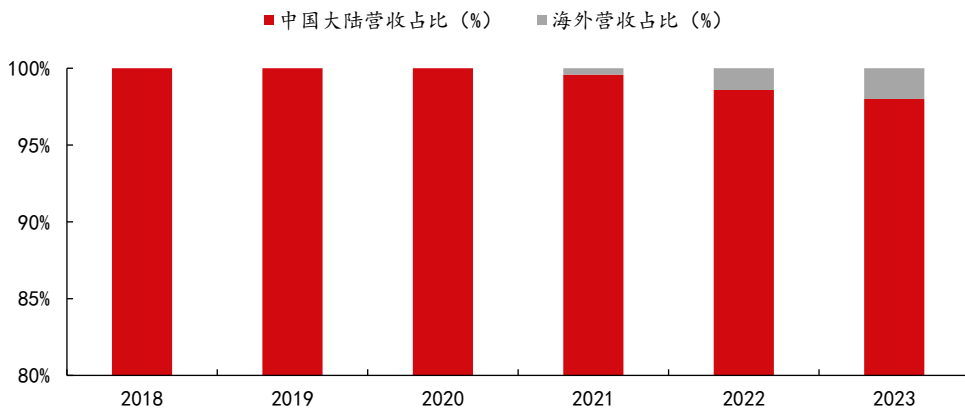
图表6：蔬菜制品收入占比持续提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

分地区来看，中国大陆贡献主要营收，海外市场维持高速增长。境内业务贡献公司营收基本盘，2023年中国大陆营收达47.7亿元，同比增长4.54%，占总收入的98%。2023年公司成立海外事业发展中心，积极拓展海外市场，同年海外市场录得营收0.98亿元，同比增长49.11%，海外市场有望成为公司新的增长极。

图表7：境内收入占比高达98%，海外业务高速增长

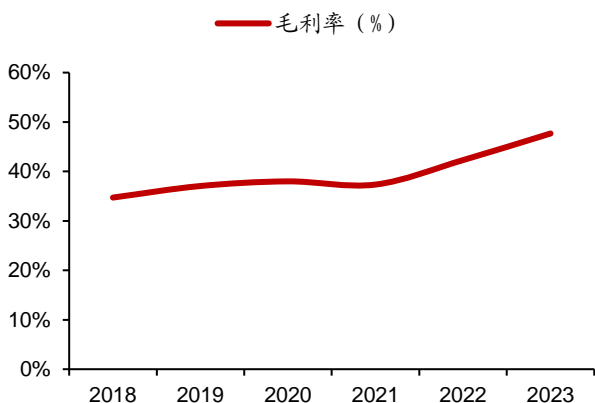


资料来源：公司公告（注：由于数值较小，坐标轴起始数值为80%），国联证券研究所

产品结构升级+原材料价格红利+成本精益管控，公司毛利率进一步提升。随着高毛利的蔬菜制品（魔芋爽等）占比提升、原材料大豆油等价格回调以及优化生产工艺流程带来的成本精益管控，2018-2023年公司毛利率由34.72%增至47.68%，盈利能力进入上升通道。

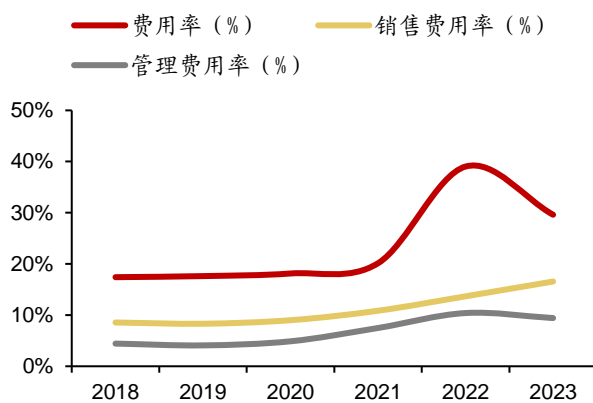
短期费投略有加大，为品牌塑造奠基。短期广宣费投有所增加，致销售费用率由2022年的13.67%上升至2023年的16.56%，但我们认为此乃品牌打造的必经之路，有望加码未来的成长系数。公司降本不辍，2023年管理费用率同比下滑1.00pct至9.42%。

图表8：公司毛利率持续提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表9：为加强品牌建设，销售费用率略有抬升

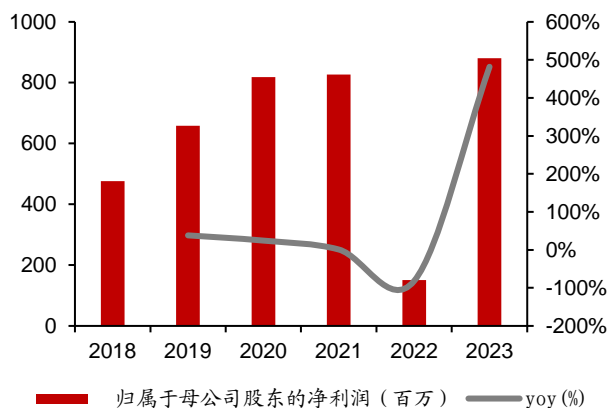


资料来源：公司公告，国联证券研究所

业绩稳健，韧性充足。公司归母净利润保持稳健增长，由2018年的4.76亿元增长至2023年的8.8亿元，CAGR为13.1%。2023年归母净利润率达18.07%，较2018年同期提升4.39pct。2022年受一次性计提项目（包括一级市场投资人一次性股份补偿

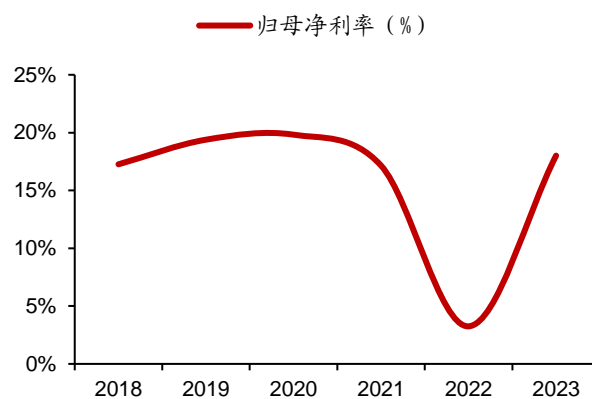
6.3 亿元、股权激励 1.0 亿元、上市费用 0.3 亿元) 的影响存在波动, 若还原该部分项目, 2022 年实现经调整可比净利润 9.1 亿元, 同比+0.6%, 业绩增长整体偏稳健。

图表10: 2018-2023 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表11: 2018-2023 年公司归母净利率



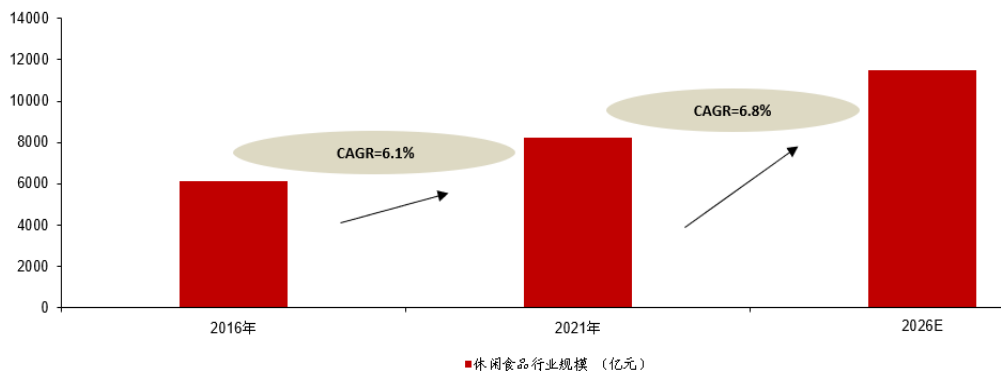
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2. 新消费+新渠道, 孕育结构性机会

2.1 辣味休闲食品增速领先于行业

我国休闲零食行业增长稳健, 未来三年 CAGR 约在 6.8% 左右。根据 F&S, 按零售额计算, 2021 年中国休闲食品行业的市场规模为 8251 亿元, 2016-2021 年 CAGR 为 6.1%, 受居民可支配收入增长、城镇化加速、消费场景日益丰富的影响, 预计未来三年行业 CAGR 有望维持在 6.8% 左右, 2026 年市场规模预计达 1.15 万亿元。

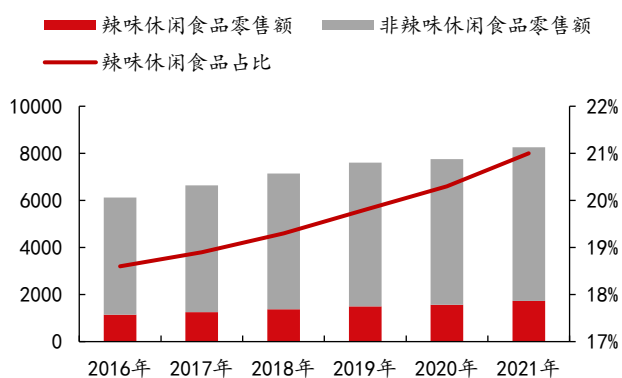
图表12：我国休闲零食行业规模及增速



资料来源：F&S，国联证券研究所

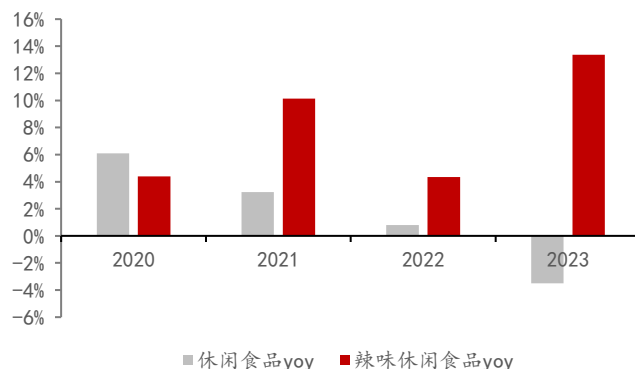
其中，辣味休闲零食景气度较高，增速领先于行业。根据F&S报告，辣味休闲食品市场规模由2016年的1139亿元增长至2021年的1729亿元，CAGR为8.7%，高于同期休闲食品行业的整体增速。考虑到消费场景修复、品类渗透率提升以及渠道网络完善，未来三年辣味休闲零食增速有望维持在9.6%左右（同期休闲食品整体、非辣味休闲食品增速分别为6.8%、6.0%），景气度领先。

图表13：辣味休闲食品零售额及占比持续提升



资料来源：F&S，招股说明书，国联证券研究所

图表14：辣味休闲食品增速领先于行业



资料来源：F&S，招股说明书，艾媒咨询，国联证券研究所

具体来看，辣味休闲食品中，蔬菜制品以及调味面制品景气度较高。调味面制品、辣味休闲蔬菜制品及辣味休闲豆干制品为辣味休闲食品的三个重要品类，2021年占比分别为26.3%、15.3%、5.3%，行业规模分别为455/265/92亿元，2016-2021年CAGR分别为9.35%/14.78%/7.87%，蔬菜制品增速领先，其次是调味面制品。

展望未来，得益于消费健康化趋势，辣味休闲蔬菜制品/调味面制品/辣味休闲豆干

制品未来三年增速有望在 17.24%/8.90%/7.97%。

图表15：辣味休闲食品子类目的市场规模及增速

亿元	2016年	2021年	2026E	2016-2021年 CAGR	2021-2026E CAGR
辣味休闲肉制品及水产动物制品	339	476	692	7.02%	7.77%
调味面制品	291	455	697	9.35%	8.90%
辣味休闲蔬菜制品	133	265	587	14.78%	17.24%
辣味香脆休闲食品	144	204	293	7.21%	7.51%
辣味种子及坚果炒货	128	181	261	7.18%	7.60%
辣味休闲豆干制品	63	92	135	7.87%	7.97%
其他辣味休闲食品	41	56	72	6.43%	5.15%

资料来源：招股说明书，F&S，国联证券研究所

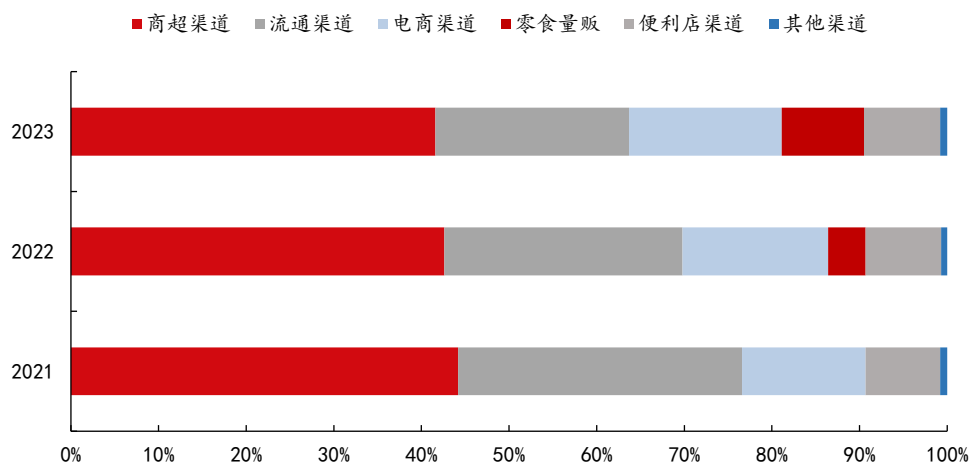
2.2 新兴渠道崛起，加速行业重塑

线上及线下的新兴渠道崛起，加速驱动行业格局重塑。据 F&S 数据，2021-2023 年传统商超以及流通渠道的占比持续下滑，零食量贩、电商渠道占比加速增长，便利店渠道则呈微幅增长态势。

同时，线下仍是中国休闲食品销售的主要渠道，整体向着多元化、细分化方向发展。

线上销售模式则不断创新，O2O、内容电商、直播电商等新业态发展迅速，渠道变迁孕育着行业结构性的机会。

图表16：新兴渠道崛起，加速行业格局重塑

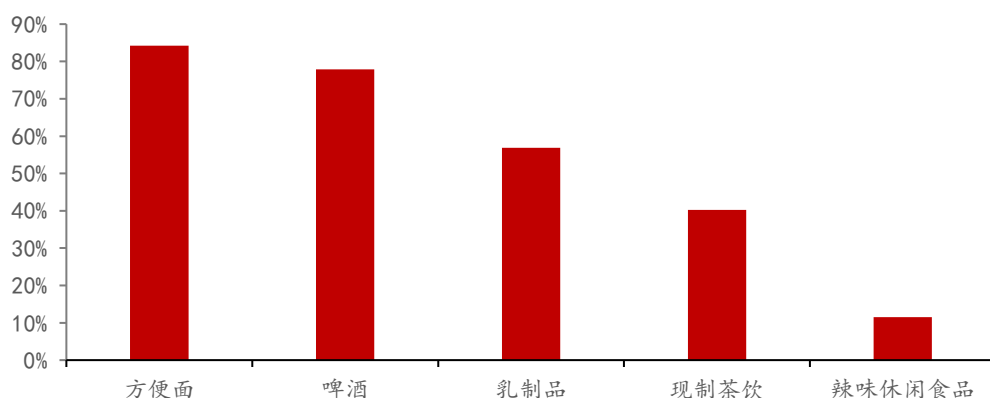


资料来源：招股说明书，F&S，国联证券研究所

2.3 市场格局分散，卫龙位居第一

辣味休闲零食格局分散，卫龙稳居龙头。按零售额计算，2021年中国辣味休闲食品行业CR5仅11.5%，对比其他消费子类目，我国辣味休闲食品市场仍旧高度分散。

图表17：辣味休闲食品格局相对分散（图为CR5）



资料来源：卫龙招股说明书，《2022年中国乳制品行业全景图谱》，澎湃新闻，茶百道招股说明书，国联证券研究所

卫龙作为辣味休闲零食的领军者，凭借单品大面筋和魔芋爽，行业市占率稳居第一，达6.2%，在子类目调味面制品/辣味蔬菜制品细分市场中的市占率均为14.3%，断层领先于下一梯队公司。展望未来，随着新品推出+渠道精耕，期待公司的市场份额提升、进一步夯实龙头地位。

图表18：辣味休闲食品、调味面制品、辣味蔬菜行业竞争格局

辣味休闲食品							
CR5		市占率第一		市占率第二		市占率第三	
12%		卫龙		同行A		同行B	
		6.20%		1.60%		1.40%	
调味面制品				辣味蔬菜			
CR5	市占率第一	市占率第二	市占率第三	CR5	市占率第一	市占率第二	市占率第三
19.30%	卫龙	同行C	同行D	19.20%	卫龙	同行E	同行B
	14.30%	2.40%	1.30%		14.30%	1.90%	1.10%











资料来源：招股说明书，F&S，国联证券研究所（按零售额计的市场份额）

3. 产品实力突出，升级迭代成功

3.1 辣条行业先行者，产品实力突出

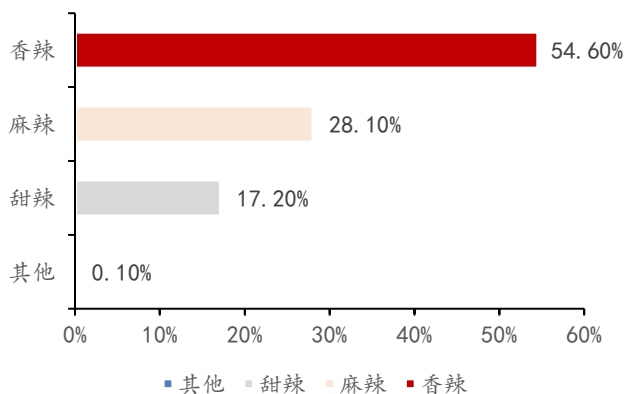
公司作为辣条行业先行者，在辣味食品领域的产品布局较为完备。传统主业调味面制品包括大小面筋、亲嘴烧、麻辣棒、小辣棒等，2023 年收入规模达 25.49 亿元，收入占比为 52%；公司把握健康消费的风口，采用优质且健康的原料，2014、2019 年先后上市蔬菜制品魔芋爽、风吃海带，魔芋爽凭借香辣爽口的风味以及健康低脂的属性实现快速放量，成长为公司第二个年销售额突破 10 亿元的大单品，带动蔬菜制品 2018-2023 年收入 CAGR 高达 48.05%，截至 2024H1，蔬菜制品收入占比超越传统调味面制品，达 49.7%。

图表19：卫龙产品矩阵

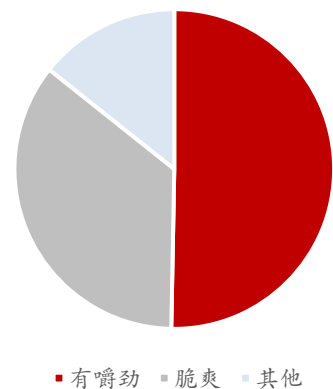
	调味面制品						蔬菜制品		豆制品及其他	
2023年收入规模	25.49						21.19		2.04	
2023年收入占比	52%						43%		4%	
2018-2023年收入CAGR	3.35%						48.05%		-6.93%	
2023年毛利率	45.89%						51.26%		32.81%	
产品	大面筋（经典包装）	大面筋（精装）	小面筋	亲嘴烧	麻辣棒	小辣棒	魔芋爽	风吃海带	软豆皮	78°卤蛋
图片										
上市时间	2008年	2015年	2008年	2010年	2018年	2018年	2014年	2019年	2015年	2021年
保质期	120天	120天	120天	150天	120天	150天	180天	180天	180天	120天
产品卖点	油润入味，甜辣劲道；经典红黑透明包装充满怀旧意味	精选小麦粉、大豆油；0反式脂肪酸、0甜蜜素；挤压熟制非油炸技术	精选小麦粉、大豆油；0反式脂肪酸、0甜蜜素；挤压熟制非油炸技术；小而韧	精选小麦、0反式脂肪酸、0甜蜜素；独立小片、多孔构造；辣味醇厚、筋道耐嚼	精选小麦非油炸；0反式脂肪酸、0甜蜜素；辣度更高、蓬松多孔	0反式脂肪酸、0甜蜜素；纤细干硬、鲜辣耐嚼	香辣爽口、轻负担、热量更低（133.6-144.4kcal）	优质原料、巴氏杀菌；口感丰富、香辣开胃	香辣香脆、椒香四溢；充氮包装、易于保鲜	溏心口感、蛋白质丰富、NRV23%；秘制配方3小时卤制、低温杀菌
建议零售价	1.0元-18.8元	1.0元-18.8元	1.0元-18.8元	1.0元-18.8元	3.0元-18.8元	5.0元	1.5元-29.8元	1.5元-29.8元	1.5元-29.8元	3.0元

资料来源：公司公告，招股说明书，公司官网，国联证券研究所

公司的产品多属香辣口味，富有嚼劲，受众广、具备较强成瘾性。辣椒中的辣椒素会刺激口腔和咽喉部位的痛觉受体，导致心跳加速、唾液和汗液分泌增加，同时大脑释放内啡肽，产生较强的愉悦感及成瘾性。据艾媒咨询数据，细分来看，2023年中国超半成的消费者更偏爱香辣风味，且过半成的消费者更偏好富有嚼劲的辣条产品。卫龙的产品以传统香辣口味为主，大小面筋富有嚼劲，具备较强的成瘾性。

图表20：香辣口味受众广


资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

图表21：消费者偏好辣条“有嚼劲”


资料来源：招股说明书，国联证券研究所

包装规格调整灵活，散装便于流通，小包装化成功实现产品的高频消费。公司产品规

格齐全，兼具大小包装等规格，适用的消费场景多元：大包装适配电商渠道消费者的需求，小包装便携、易储存，迎合传统 KA、BC 超、便利店以及零食量贩渠道的销售模式，刺激购买冲动、实现高频消费。

图表22：卫龙包装及规格多样、灵活

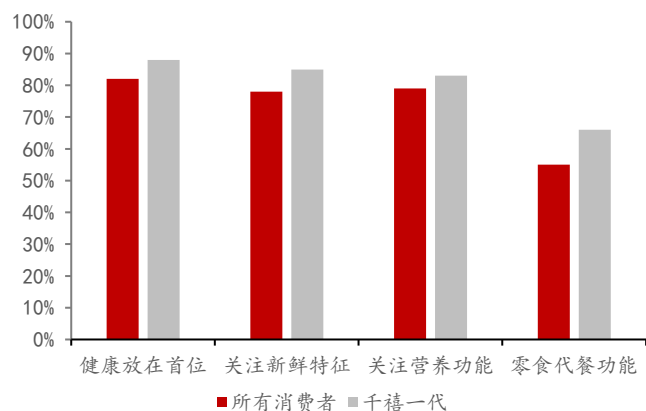
产品	规格				
	散装	小包装 (20g-35g)	中包装 (50g-100g)	大包装 (>150g)	
大面筋	✓	28g	65g	106g	312g
小面筋	✓	24g	60g		312g
麻辣棒	✓		52g	78g	
小辣棒			50g		
亲嘴烧	✓	24g	90g		300g
魔芋爽	✓	24g		150g	
风吃海带	✓	26g		180g	350g
软豆皮	✓		60g	220g	
78° 卤蛋		35g			525g

资料来源：招股说明书，国联证券研究所

3.2 产品迭代成功，擅长爆款打造

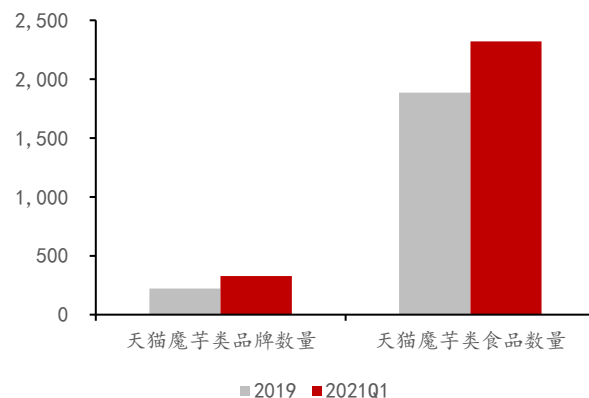
公司坚持“多品类、大单品”策略，品类延展、品牌推新、产品升级：(1) 品类延展：公司精准把握休闲零食健康化的浪潮，以及魔芋产品的风口，由初代大单品面筋，逐步切换到二代单品魔芋爽，蔬菜制品收入占比由 2018 年的 10.8% 提升至 2024H1 的 49.7%，超越传统调味面制品成为公司的主营业务。以 2023 年为例，调味面制品、蔬菜制品毛利率分别为 45.89%、51.26%，高毛利的蔬菜制品占比提升带动公司整体盈利中枢上移。

图表23: 休闲零食健康化



资料来源: 丁香医生《零食行业健康趋势洞察》, 国联证券研究所

图表24: 魔芋产品风潮正盛



资料来源: 君屹资本《魔芋研究报告》, 国联证券研究所

(2) 品牌推新: 2006-2010 年间卫龙的经典王牌产品大小面筋相继问世, 2010-2015 年亲嘴烧、魔芋爽上市, 2019 年风吃海带、2020 年 78° 卤蛋、2023 年霸道熊猫、小魔女以及脆火火成功面市, 公司坚持推新, 完善产品矩阵、迎合多元的消费场景以及多样的终端需求。

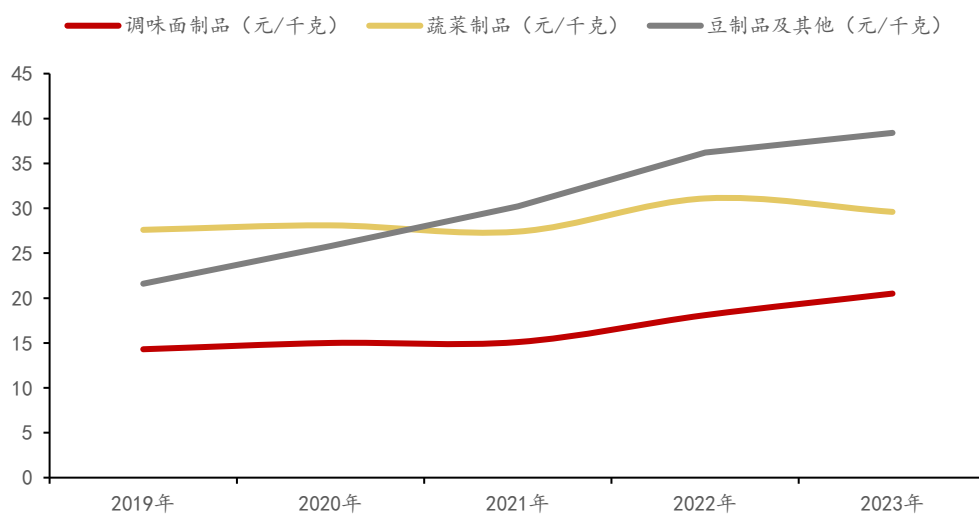
图表25：大单品增长稳健、新品孵育成功，产品迭代明确



资料来源：公司公告，国联证券研究所

(3) 产品升级及提价：2015年起卫龙的辣条分为透明的经典包装款和精装款两种规格销售，经典包装款主要定位小型杂货店、非连锁便利店、批发市场等传统渠道，精装款则以更高端的形象定位进入流通市场。此外，公司于2022年4-5月两次提价，分别针对定量装提价20%以上、散装提价30%。由于产品升级及提价措施，公司调味面制品单价由2019年的14.3元/千克提升至2023年的20.5元/千克，蔬菜制品的单价由2019年的27.6元/千克提升至2023年的29.6元/千克，CAGR分别为9.42%/1.76%。

图表26：产品升级+直接提价，产品单价持续提升



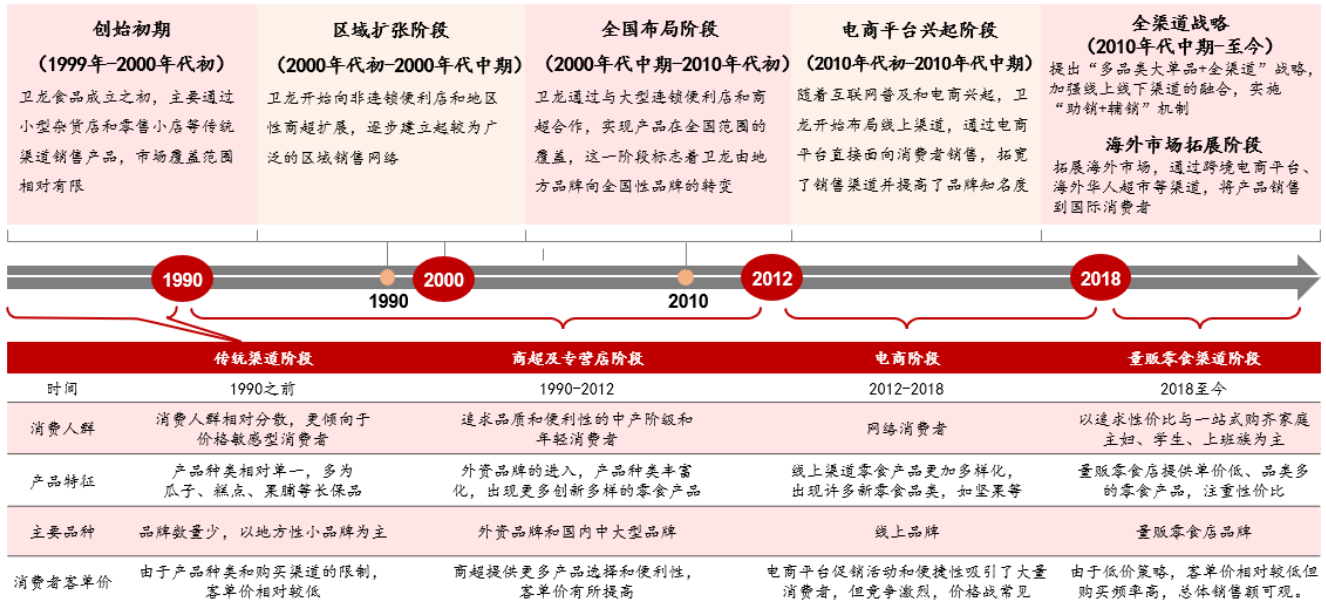
资料来源：招股说明书，公司公告，国联证券研究所

4. 拥抱行业变化，渠道精细化管理

4.1 拥抱行业变化，深挖渠道增量

卫龙的渠道策略灵活，踩准每一轮变革时点，深挖渠道增量、享受增长红利。卫龙的渠道变化实则中国休闲零食行业发展的缩影，随着零食行业由地摊集市等传统渠道向商超及专营店切换，2010年后向电商渠道过渡、再到零食量贩兴起，卫龙“随行就市”把握每一轮变革时机，灵活调整渠道策略：

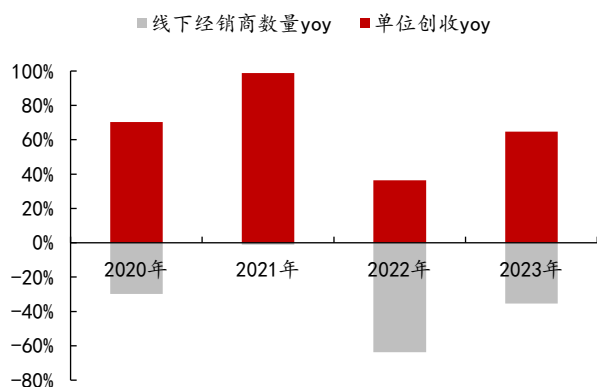
图表27：卫龙渠道策略灵活，渠道变化实则是中国休闲零食行业发展的缩影



资料来源：公司公告，国联证券研究所

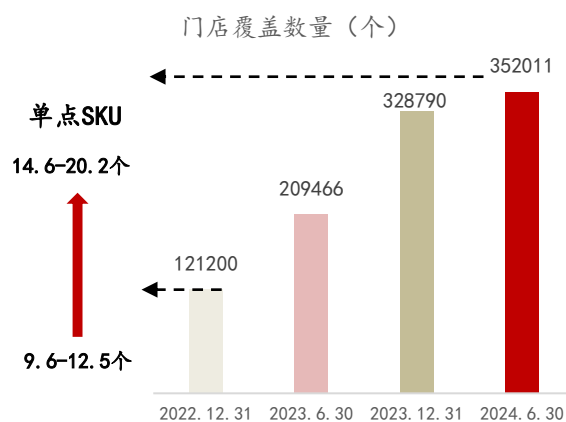
(1) 创始初期 (1999 年-2000 年代初)：卫龙食品成立之初，主要通过小型杂货店和零售小店等传统渠道销售产品，覆盖范围相对有限。(2) 区域扩张阶段 (2000 年代初-2000 年代中期)：卫龙开始向非连锁便利店和地区性商超扩展，逐步建立起较为广泛的区域销售网络。(3) 全国布局阶段 (2000 年代中期-2010 年代初)：卫龙通过与大型连锁便利店和商超合作，实现产品在全国范围的覆盖，这一阶段标志着卫龙由地方品牌向全国性品牌的转变。(4) 电商平台兴起阶段 (2010 年代初-2010 年代中期)：随着互联网的普及和电商平台的兴起，卫龙开始布局线上渠道，通过电商平台如天猫、京东等直接面向消费者销售，拓宽了销售渠道并提高了品牌知名度。(5) 全渠道战略，拥抱新兴业态 (2010 年代中期-至今)：卫龙明确提出“多品类大单品+全渠道”战略，加强线上线下渠道的融合：①新兴渠道：积极布局零食量贩店、O2O、社区团购等新兴渠道，目前已与主要零食量贩系统建立了紧密的合作关系，同时持续布局会员仓储店及其他特通渠道；②传统渠道：实施“助销+辅销”机制，2019 年开始主动进行经销商优化，重视评估及淘汰，2020-2023 年线下经销商虽数量下滑，但人均创收持续提升。同时，公司的渠道加密工作稳步推进中，终端网点数量由 2021 年的 69 万增至 2022 年的 73.5 万家。

图表28: 虽经销商数量减少, 但单位创收持续提升



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

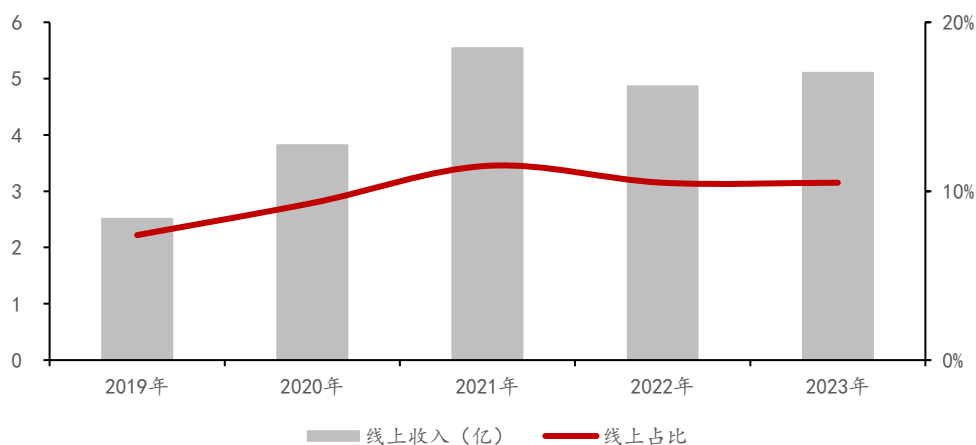
图表29: 门店数量以及单点SKU持续增长



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

③线上渠道: 公司积极拥抱新兴的电商渠道, 如内容电商、直播带货等, 有效提升了线上销售比例, 开展创新营销活动, 如社交媒体推广、KOL合作等, 增强品牌的市场影响力。

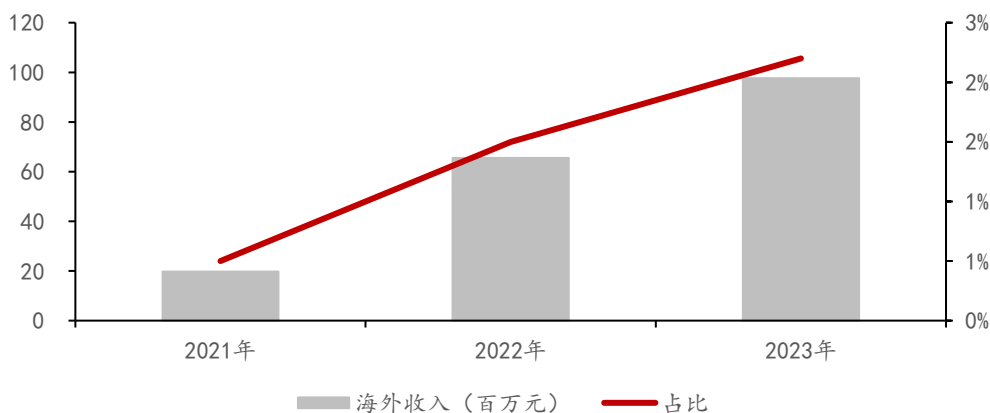
图表30: 线上渠道占比持续增长



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国联证券研究所

(6) 海外市场拓展阶段: 随着品牌国际化战略的推进, 卫龙开始拓展海外市场, 2023年成立海外事业发展中心, 通过跨境电商平台、海外华人超市等渠道, 将产品销售到海外市场, 海外收入由2021年的0.20亿增至2023年的0.98亿, CAGR达122%。

图表31：海外市场占比进一步提升



资料来源：招股说明书，公司公告，国联证券研究所

4.2 “助销+辅销”结合，渠道精细化管理

特点一：一级经销模式，架构精简、扁平管理。在各地理区域，公司选择一定数量的关键一级经销商，通过划定地理区域+建立追溯系统防止内部窜货，提升运营效率。

特点二：战略性地引入个人经销商以开拓新市场、特别是提升县级市场的覆盖效率。低线城市占辣味休闲食品的市场份额最高，2021年比重高达63.6%，2016-2021年低线城市辣味休闲市场CAGR达9.6%，预计2021-2026年CAGR将达11%，增速领先于一二线城市，下沉市场潜力较大。公司流通渠道起家，赋能下沉市场开拓。

图表32：低线城市辣味休闲食品增速领先于一二线城市，下沉市场潜力较大

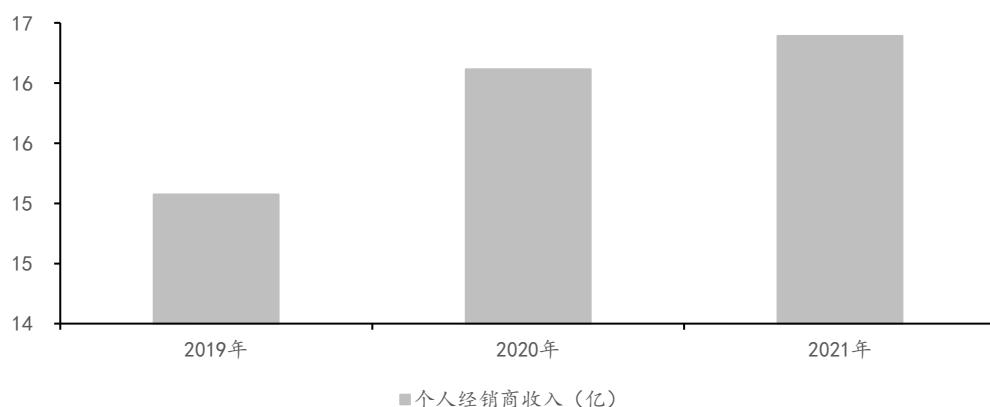
	零售额 (亿元)			年复合增长率	
	2016年	2021年	2026E	2016-2021年	2021-2026E
一线城市	159	217	295	6.40%	6.30%
二线城市	285	412	586	7.60%	7.30%
低线城市	695	1100	1856	9.60%	11.00%
合计	1139	1729	2737	8.70%	9.60%

资料来源：公司公告，F&S，国联证券研究所

由于个人经销商在下沉市场的本地资源储备丰富，公司战略性的引入个人经销商有

效地加速了渠道下沉、以及产品的终端触达：(1) 个人经销商：每人覆盖 300-850 个零售终端，拥有 3-7 辆车，3-9 名员工；(2) 企业经销商：覆盖 200-1000 个零售终端，拥有 2-8 辆车，3-12 名员工。个人经销商收入由 2019 年的 15.07 亿元提升至 2021 年的 16.39 亿元，CAGR 为 4.07%。

图表33：个人经销商收入逐步提升



资料来源：招股说明书，国联证券研究所

特点三：搭建内部销售团队配合渠道管理，2022 年进一步明确助销+辅销结合的策略。

助销+辅销结合，敦促经销商能够更好的服务零售终端，提升单点卖力。

图表34：助销 vs 辅销模式

	助销	辅销	
定义	给予经销商账号，并规定每月的渠道拜访任务，包括陈列和品相进店。每完成一个任务就会得到相应的奖励	公司销售人员直接负责完成终端市场动作，人员的底薪、奖金和保险都由公司承担，从而加强公司对终端的控制力	
相同之处	服务于渠道建设，加强公司对终端的控制		
不同之处	覆盖范围	主要针对经销商，通过激励经销商来增加产品市场覆盖率，不直接涉及终端市场	主要覆盖省会和核心城市，覆盖直接面向消费者最后一公里
	适用场景	经销商网络较成熟和广泛的地区，在需要快速扩大市场覆盖面使用	公司希望直接控制的地区如省会和城市；当公司需要直接影响消费者、加强品牌形象时
	执行主体	经销商	公司销售团队
	市场层级	中间层级	终端层级
	控制力度	间接控制，力度相对较小	直接控制，力度相对更强
	成本和投资	利用激励机制和经销商资源	更多直接投资
奖励机制	任务激励	薪酬奖励	

资料来源：招股说明书，公司公告，国联证券研究所

5. 情怀营销，提升形象

5.1 唤醒味觉记忆，夯实情感基础

卫龙产品香辣劲道、口感独特，唤醒消费者青少年时期的味觉记忆，具备天然的情感禀赋。2015 年起，公司的调味面制品更进一步分为经典和精装，经典包装主打情怀营销，与 Z 世代的“童年”记忆形成强绑定，进一步放大品牌声量。

做年轻人喜欢的广告，做年轻人喜欢的品牌。F&S 数据显示，Z 世代以及千禧一代消费者是中国休闲食品的主力消费族群，38%的人口占比贡献了 68.8%的休闲食品消费。据统计，卫龙 55%的消费者年龄正是在 25 岁以下，复盘公司近二十年的历史，无论是产品推新还是渠道变革，卫龙始终坚持与年轻消费群体“站在一起”，与优质消费客群的强绑定成为公司长远发展的稳定内核。公司不断尝试大胆、创新的营销方法，实现频繁“破圈”：2016 年 9 月在 iPhone7 发布会当天，卫龙发布了“Hotstrip7.0”，模仿苹果的文案和设计风格，让卫龙辣条的品牌形象瞬间提升，赢得了极大的流量和关注度；2023 年 9 月卫龙发布了一款名为“显眼包”的周边产品，通过模仿 3C 产品发布会的形式进行营销，成功吸引了年轻消费者的注意，产品上线后迅速售罄；2024 年 7 月官宣发售魔芋爽“人类猫条”限定包装+周边组合，该产品组合不仅涵盖了三种口味的“人类猫条”魔芋爽，还特别搭配卫龙魔芋爽猫窝、小鱼造型猫薄荷玩具等萌宠周边，进一步拉近了品牌与年轻消费者之间的距离。

图表35：“人类猫条”及“卫龙显眼包”营销活动



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表36：Hotstrip7.0 系列宣传图



资料来源：公司官网，国联证券研究所

5.2 把握宣传窗口，树立安全形象

辣条行业历经几轮整顿，卫龙抓住机遇，成功树立安全、高质量的形象。辣条行业发展初期鱼龙混杂、负面舆情频繁：2005年的“霉克星”事件、2015-2018年131家辣条生产商、195批次辣条陆续登上食药监局黑名单、2019年3·15晚会曝光的多地辣条生产环境恶劣等情况。频发的负面事件催生了多轮整顿潮，行业朝着规范化、健康化的方向发展。卫龙精准把握了每一轮行业低谷期，引进海外生产线、上线全自动机器，同时主动曝光生产线照片、直播辣条生产全过程，有效回应了公众对食品安全的疑虑，树立品牌高质量、安全专业的形象。

图表37：公司抓住机遇，树立品牌高质量、安全的形象

行业发展初期负面舆情频繁	行业规范化、健康化发展	卫龙抓住机遇，树立安全、高质量形象
2005年 辣条行业由于使用违禁添加剂“霉克星”事件引发行业大整顿	2007年 国家质检总局将平江列为全国食品安全重点整治县	2005年 卫龙开始对工厂进行升级，引进欧洲生产线，包装机由半自动转为全自动，通过现代化流程确保质量管控
2015-2018年 全国15个省份的131家辣条生产企业有195批次辣条登上食药监局的黑名单	2015年 《关于严格加强调味品等休闲食品监管工作的通知》发布 2018年 《食品安全国家标准调味品（征求意见稿）》发布	2014年 卫龙发布生产车间照片至社交媒体，引发广泛关注，随后公司开始主动进行网络营销，与暴走漫画、微博段子手合作，制造热点话题，成功树立起品牌形象 2018年 卫龙通过淘宝直播邀请网红张全蛋到车间直播，展示辣条生产全过程，有效回应了公众对食品安全的疑虑
2019年 央视3.15晚会曝光多地多家辣条制造商生产环境脏乱差情况	2019年 《关于加强调味品质量安全监管的公告》发布 2022年 《调味品（QB/T5729-2022）》标准发布	2021年 设立卫龙研究院，全年累计卖出一百亿包产品，卫龙的研发和市场影响力达到了新的高度 2022年 卫龙正式在香港联交所主板挂牌上市，品牌实力提升，开启全球化

资料来源：公司公告，国联证券研究所

6. 盈利预测、估值与投资建议

6.1 盈利预测

辣味休闲食品景气度领先于休闲零食行业整体，2016年-2021年CAGR为8.7%，随着消费场景修复、品类渗透率提升以及渠道网络日益完善，未来三年辣味休闲零食增速有望维持在9.6%左右，其中辣味休闲蔬菜制品/调味面制品/辣味休闲豆干制品为辣味休闲食品增速最快的三大子赛道，未来三年CAGR预计分别为17.24%/8.90%/7.97%。

辣味休闲零食格局分散，卫龙作为行业的领军者，凭借单品大面筋和魔芋爽，在子类目调味面制品/辣味蔬菜制品细分市场中的市占率均为 14.3%，断层领先。展望未来，随着新品推出+渠道精耕，公司的市场份额有望进一步提升、夯实龙头地位。

收入预测：卫龙作为辣条行业先行者，产品硬实力突出，期待后续产品迭代、期待更多爆品出现，同时看好公司渠道精细化管理的能力，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 59.35/69.39/78.06 亿元，同比增速分别为 21.83%/16.91%/12.50%。

业绩预测：随着高毛利的魔芋爽放量，带动蔬菜制品占比提升、公司产品结构持续升级，提升整体盈利空间，我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 49.34%/49.50%/49.74%，归母净利润分别为 11.06/13.13/15.05 亿元，同比增速分别为 25.62%/18.76%/14.60%，EPS 分别为 0.47/0.56/0.64 元/股，3 年 CAGR 为 19.58%。

图表38：公司营收测算汇总（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	4632.22	4871.67	5935.17	6938.59	7805.95
yoy	-3.50%	5.17%	21.83%	16.91%	12.50%
毛利率	42.30%	47.68%	49.34%	49.50%	49.74%
调味面制品					
收入	2,719	2,549	2638.22	2704.17	2758.25
YOY	-7%	-6%	3.50%	2.50%	2.00%
蔬菜制品					
收入	1,693	2,119	3072.55	3994.32	4793.18
YOY	2%	25%	45%	30%	20%
豆制品及其他产品					
收入	220	204	224.40	240.11	254.51
YOY	1%	-7%	10%	7%	6%

资料来源：iFinD、公司公告、国联证券研究所

6.2 估值与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 59.35/69.39/78.06 亿元，同比增速分别为 21.83%/16.91%/12.50%，归母净利润分别为 11.06/13.13/15.05 亿元，同比增速分别为 25.62%/18.76%/14.60%，EPS 分别为 0.47/0.56/0.64 元/股，3 年 CAGR 为 19.58%。

相对估值：我们选取与公司经营模式相近的洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食

品以及三只松鼠作为可比公司，2024年平均PE约为15.17倍。鉴于公司第二成长曲线魔芋爽仍处放量期，新品储备丰富、产品迭代顺利，我们给予公司2024年PE目标值17倍。

图表39：可比公司估值一致预测 (EPS 单位：元/股)

可比公司	市值 (亿元)	股价	EPS			PE (X)		
			2024	2025	2026 ⁺	2024	2025	2026 ⁺
洽洽食品	127.51	25.15	1.94	2.28	2.60	12.95	11.03	9.66
盐津铺子	109.34	39.85	2.43	3.10	3.89	16.43	12.84	10.24
甘源食品	48.29	51.80	4.18	5.16	6.19	12.38	10.04	8.37
劲仔食品	48.75	10.81	0.66	0.85	1.05	16.27	12.75	10.31
三只松鼠	67.29	16.78	0.94	1.33	1.81	17.83	12.63	9.28
平均值						15.17	11.86	9.57

资料来源：iFinD、国联证券研究所。注：股价为2024年9月10日收盘价，可比公司盈利预测为iFinD一致预期

投资建议：可比公司2024年平均PE为15.17倍，公司第二成长曲线魔芋爽仍处放量期，新品储备丰富、产品迭代顺利，我们给予公司2024年PE目标值17倍，对应公司整体市值188亿元，目标价7.99元/股，按照2024年9月11日汇率，对应目标价8.76港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

产品质量和食品安全风险。公司产品众多，涉及原材料采购、生产、运输等多个环节，如若原材料采购或生产等环节出现质量不稳定等问题，或对公司商誉、终端销售造成负面影响。

原料价格上涨风险。如若公司上游原材料价格上涨，或带来成本端压力，对公司业绩造成负面影响。

市场竞争加剧的风险。如若辣味休闲赛道竞争加剧，或对公司消费者造成分流，影响公司销售及收入水平。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1314.45	526.36	1055.84	1455.30	2003.13	营业收入	4632.22	4871.67	5935.17	6938.59	7805.95
应收账款	66.43	51.62	72.46	84.72	95.31	营业成本	2672.62	2548.98	3006.94	3503.82	3923.24
预付款项、按金及其他应收款项	104.36	92.33	122.69	143.43	161.36	销售费用	633.30	806.71	807.18	943.65	1053.80
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	481.69	458.93	415.46	485.70	546.42
存货	599.26	419.89	591.26	688.96	771.43	财务费用	-57.69	-175.56	5.45	3.78	2.13
其他流动资产	1472.69	1784.49	1646.83	1904.48	2127.20	营业利润	902.30	1232.61	1700.13	2001.64	2280.36
流动资产总计	3557.19	2874.69	3489.07	4276.89	5158.42	其他非经营损益	-489.93	46.67	-93.06	-93.06	-93.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	412.38	1279.27	1607.07	1908.58	2187.30
固定资产	1127.56	1101.00	1055.44	1022.37	972.73	所得税	261.08	398.92	501.13	595.16	682.07
在建工程	0.00	0.00	25.00	15.00	10.00	税后利润	151.30	880.35	1105.93	1313.42	1505.23
无形资产	555.15	480.81	495.42	534.70	540.65	归属于母公司股东利润	151.30	880.35	1105.93	1313.42	1505.23
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	489.96	1232.16	1718.47	2026.15	2308.11
其他非流动资产	1690.44	2597.05	2647.05	2627.05	2617.05	NOPLAT	620.06	727.43	1202.74	1409.09	1599.75
非流动资产合计	3373.15	4178.86	4222.91	4199.12	4140.43	EPS (元)	0.06	0.37	0.47	0.56	0.64
资产总计	6930.34	7053.55	7711.98	8476.01	9298.85	财务比率					
短期借款	0.12	1.98	0.00	0.00	0.00		2022	2023	2024E	2025E	2026E
应付账款	187.25	164.73	200.96	234.17	262.20	成长能力					
其他流动负债	812.87	741.31	873.55	1020.12	1145.36	营业收入增长率	-3.50%	5.17%	21.83%	16.91%	12.50%
流动负债合计	1000.25	908.02	1074.50	1254.28	1407.56	EBIT 增长率	-67.08%	211.18%	46.10%	18.59%	14.49%
长期借款	161.18	178.96	178.96	178.96	178.96	EBITDA 增长率	-58.61%	151.48%	39.47%	17.90%	13.92%
其他非流动负债	244.50	260.70	260.70	260.70	260.70	税后利润增长率	-81.70%	481.87%	25.62%	18.76%	14.60%
非流动负债合计	405.68	439.66	439.66	439.66	439.66	盈利能力					
负债合计	1405.92	1347.68	1514.16	1693.94	1847.22	毛利率	42.30%	47.68%	49.34%	49.50%	49.74%
股本	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	净利率	3.27%	18.07%	18.63%	18.93%	19.28%
资本公积与留存收益	5524.26	5705.72	6194.72	6780.72	7486.72	ROE	0.03	0.15	0.18	0.19	0.20
归属于母公司股东权益	5524.41	5705.87	6197.82	6782.06	7451.63	ROA	0.02	0.12	0.14	0.15	0.16
权益合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.19	0.16	0.21	0.24	0.26
负债和权益合计	5524.41	5705.87	6197.82	6782.06	7451.63	估值倍数					
现金流量表						P/E	99.77	17.15	13.65	11.49	10.03
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	P/S	3.26	3.10	2.54	2.18	1.93
税后经营利润	331.05	848.24	1169.97	1377.46	1569.27	P/B	2.73	2.65	2.44	2.23	2.03
折旧与摊销	135.27	128.45	105.95	113.79	118.69	股息率	0.00%	5.51%	4.07%	4.83%	5.54%
财务费用	-57.69	-175.56	5.45	3.78	2.13	EV/EBIT	-3.02	0.02	-0.25	-0.37	-0.53
其他经营资金	794.32	354.58	83.56	-208.57	-180.43	EV/NOPLAT	-1.73	0.03	-0.34	-0.50	-0.73
经营性现金净流量	1202.94	1155.72	1364.94	1286.47	1509.66						
投资性现金净流量	-996.14	-1130.78	-214.04	-154.04	-124.04						
筹资性现金净流量	584.69	-828.61	-621.42	-732.96	-837.79						
现金流量净额	791.50	-803.68	529.48	399.46	547.83						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 9 月 10 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼