



辣味故事儿时诵，中华美味飘四海

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、调味面制品的行业标准规范化使小作坊纷纷出清，1元以下的低价产品占比已从十年前的81%下降至8%，公司市占率有望提升至30%以上。2、魔芋制品处于爆发增长期，公司作为龙头首先享有行业扩容带来的红利，魔芋爽超20亿元体量。3、线下终端朝100万家迈进，网点覆盖率有望继续提升，同时SKU导入数进一步增加，零食量贩和抖音渠道较去年翻倍增长提供更多增量。
- 辣味零食长坡厚雪，高景气子品类快速发展。** 辣味零食符合年轻人消费需求，产品性价比高，下沉市场前景广阔。调味面制品及辣味蔬菜制品在消费推力和市场培育的双重作用下赛道扩容动力十足，与其他零食细分品类区隔明显，增速领跑行业，2026年市场规模有望达到697/587亿元。调味面制品行业存在众多白牌/小作坊的竞争，行业标准规范的推出有望加速集中度的提升。魔芋制品处于品类红利期，近6年CAGR为9.6%，未来体量有望超100亿元。
- 大单品型公司，围绕核心品类强化品牌，持续推动渠道扩张提质。** 产品端：辣条基本盘稳固，蔬菜制品成为近年来快速增长的第二曲线。公司围绕辣味零食进行品类扩张，以两大拳头产品辣条和魔芋爽为核心延伸口味和形态，短期推新加快，面制品魔芋制品体量加速成长路径清晰。渠道端：公司坚定全渠道发展战略，高线辅销+低线助销取得积极成效，积极布局线上平台和零食量贩连锁等新兴渠道。品牌端：作为赋有童年记忆的国民零食品牌，公司积极开展多元营销活动，持续触达年轻消费者，塑造年轻化品牌形象。
- 未来路径：经营质量显著提升，品牌振兴路径清晰。** 1、公司聚焦中式辣味零食，深耕两大核心品类提升市占率，同品类产品口味不断延展，大单品和新品共同驱动规模提升。2、公司深化改革持续加强网点控制，自下而上进入高势能现代渠道，零食量贩在新消费趋势下亦贡献增益。3、公司逐步进入收入扩张周期，升级优化产线提高产能利用率，叠加原料成本持续改善，规模效应下利润弹性十足。
- 盈利预测与评级:** 预计公司2024-2026年归母净利润复合增速在22.6%左右。公司处于长坡厚雪的辣味食品黄金赛道，中短期调味面制品市占率加速提升，魔芋制品迎来红利爆发，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，作为多品类发展的休闲食品龙头步入成熟扩张期。给予公司2024年18倍估值，按照0.92:1的汇率，对应目标价9.78港元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、原材料价格波动、食品安全问题等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	48.72	58.92	68.27	77.04
增长率	5.17%	20.94%	15.87%	12.85%
归属母公司净利润(亿元)	8.80	11.86	14.06	16.23
增长率	481.87%	34.70%	18.60%	15.40%
每股收益EPS	0.37	0.50	0.60	0.69
净资产收益率	15.43%	19.02%	20.50%	21.41%
PE	20.51	15.23	12.84	11.13

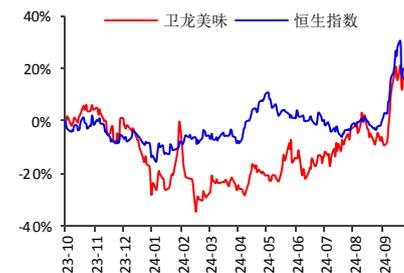
数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

52周区间(港元)	4.81-8.32
3个月平均成交量(百万)	1.01
流通股数(亿)	23.51
市值(亿)	180.57

相关研究

- 卫龙美味(9985.HK): 24H1业绩超预期,高质量发展势能延续 (2024-08-20)
- 卫龙美味(9985.HK): 蔬菜制品增长亮眼,量贩渠道开拓可期 (2024-04-07)

投资要件

关键假设

1) 调味面制品：以辣条为主的调味面制品在今年销量恢复较好，销量恢复和霸道熊猫的新品贡献助推营收稳健增长，预计 2024-2026 年销量分别同比增长 4%、2%、1%，吨价分别提升 2%、1.5%、1%，毛利率分别为 48%、48.5%、49%。

2) 蔬菜制品：以魔芋爽和风吃海带为代表的蔬菜制品业务仍处于快速爆发期，预计 2024-2026 年销量分别同比增长 35%、25%、20%，吨价分别提升 3%、2%、1%，毛利率分别为 53%、53.5%、54%。

3) 豆制品及其他制品：新品类尚处于培育期，成长值得期待，预计 2024-2026 年销量分别同比增长 15%、10%、8%，吨价分别提升 3%、2%、1%，毛利率分别为 37.5%、38%、38.5%。

我们区别于市场的观点

市场认为：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。

我们的观点：1) 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。2) 公司从 2023 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，核心大单品通过延伸口味和形态，提升市占率成长路径清晰。3) 公司核心单品为辣味食品，产品复购率高，消费者对于此类型产品的品牌粘性和认知度较强，产品在产业链中议价能力高，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。

股价上涨的催化因素

1) 面制品市占率提升；2) 辣条及魔芋新品超预期。

估值和目标价格

预计 2024-2026 年归母净利润复合增长 22.6%。公司在辣味零食赛道头部地位稳固，优势品类推新提速，渠道开拓进展顺利，生产效率持续优化，规模效应逐渐凸显，中短期调味面制品市占率加速提升，魔芋制品迎来红利爆发，业绩弹性十足。给予公司 2024 年 18 倍估值，按照 0.92:1 的汇率，对应目标价 9.78 港元，维持“买入”评级。

投资风险

1) 行业竞争加剧风险；1) 原材料价格波动风险；3) 食品安全问题等。

目 录

1 战略布局领先，成就辣味零食头部品牌	1
2 辣味零食长坡厚雪，渠道机遇助推高增	4
2.1 辣味市场快速扩容，品类红利正当时	4
2.2 龙头优势显著，市占率提升空间仍存	8
2.3 调味面制品方兴未艾，标准规范驱动品质升级	9
2.4 蔬菜制品势能强劲，爆款单品体量加速提升	11
3 围绕核心单品打造品牌，渠道扩张提质势能强劲	14
3.1 大单品打造能力强，强研发和供应链构筑产品力	14
3.2 渠道精耕发力，积极拥抱量贩新渠道	20
3.3 多维升级品牌宣传渠道，巩固品牌黏性	24
3.4 生产质控体系领先，产能利用率仍有上行空间	26
4 港股食品饮料高股息思考	29
4.1 食品饮料新周期：行业量减价增，企业收缩经营	29
4.2 自由现金流：低速增长下的食品饮料价值挖掘	30
5 财务分析	32
6 盈利预测与估值	34
6.1 盈利预测	34
6.2 绝对估值	35
6.3 相对估值	36
7 风险提示	37

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 31 日)	1
图 3: 2018-2024H1 公司营收及同比增速	2
图 4: 2018-2024H1 公司扣非归母净利润及同比增速	2
图 5: 2018-2024H1 公司主营业务收入结构	3
图 6: 2018-2024H1 公司主营业务毛利结构	3
图 7: 2018-2024H1 公司分品类营收 (亿元)	3
图 8: 2018-2024H1 公司分品类营收增速	3
图 9: 2018-2024H1 公司分区域营收 (亿元)	3
图 10: 2018-2024H1 公司分区域营收占比	3
图 11: 2019-2024H1 公司各渠道收入 (亿元)	4
图 12: 2020-2024H1 公司各渠道收入增速	4
图 13: 2015-2026E 中国休闲食品行业零售额及同比增速	5
图 14: 中国休闲食品行业发展概览	5
图 15: 中国休闲食品行业按口味划分的零售额 (亿元)	6
图 16: 辣味、非辣味、卤制品及休闲食品零售额增速	6
图 17: 中国辣味休闲食品复购率及性价比	7
图 18: 辣味零食消费市场各线城市占比	7
图 19: 2021 年休闲食品竞争格局	8
图 20: 2021 年辣味休闲食品市场集中度	8
图 21: 2021 年调味面制品市场集中度	8
图 22: 2021 年辣味蔬菜制品市场集中度	8
图 23: 2017-2026E 调味面制品市场规模及增速	9
图 24: 行业发展和监管标准演变历程	10
图 25: 2012 年调味面制品 (辣条) 各类型包装份额	11
图 26: 2022 年调味面制品 (辣条) 各类型包装份额	11
图 27: 2017-2022 年全球魔芋市场规模及增速	11
图 28: 2017-2022 年全球魔芋销量及增速	11
图 29: 2017-2022 年中国魔芋市场规模及增速	12
图 30: 2017-2022 年中国魔芋销量及增速	12
图 31: 卫龙产品发展历史	16
图 32: 霸道熊猫辣条	18
图 33: 小魔女魔芋素毛肚	18
图 34: 脆火火新品	18
图 35: 脆火火广告联名	18
图 36: 卫龙白袋产品及魔芋爽大单品推出过程	19
图 37: 卫龙 108g 精装版白袋包装大辣棒渠道价格分布 (元)	19
图 38: 公司收入按渠道划分	20
图 39: 线下经销商数量变动情况	20

图 40: 公司渠道改革发展历程.....	21
图 41: 卫龙线下经销商数量 (家)	22
图 42: 卫龙线上经销商数量 (家)	22
图 43: 休闲食品公司渠道结构对比.....	22
图 44: 公司线上渠道销售收入 (亿元)	23
图 45: 公司线上直销和经销收入及对应增速.....	23
图 46: 零食专营店产品价格梯队.....	24
图 47: 卫龙零食量贩渠道月销量 (千箱)	24
图 48: 消费者第一次吃辣条的时间.....	24
图 49: 购买辣条的理由.....	24
图 50: 卫龙营销活动时间轴.....	25
图 51: 2019-2024H1 卫龙总设计产能 (万吨)	26
图 52: 2024H1 卫龙工厂设计产能占比.....	26
图 53: 2019-2024H1 各工厂产能利用率.....	27
图 54: 2019-2024H1 各品类设计产能及产能利用率.....	27
图 55: 公司生产成本中原材料和包装材料占比.....	27
图 56: 2019-2024 年小麦现货价格与郑州面粉出厂价格 (元/吨)	28
图 57: 2019-2024 年豆油价格 (元/吨)	28
图 58: 2019-2024 年豆油港口库存量 (万吨)	28
图 59: 2004-2024 年食品饮料和万得全 A 行业 ROE	29
图 60: 食品饮料和万得全 A 相对 ROE 和相对股价指数.....	29
图 61: 2023 年食品饮料细分行业 FCFF 占 EBITDA 的分配比例	30
图 62: 2023 年各行业分红率前十排名.....	30
图 63: 2023 年食品饮料子行业分红率.....	30
图 64: 2023 年 A 股食品饮料公司分红率前十排名.....	31
图 65: 2023 年港股食品饮料公司分红率前十排名.....	31
图 66: 2018-2024H1 公司毛利率及净利率.....	32
图 67: 2018-2024H1 公司分品类毛利率.....	32
图 68: 2018-2024H1 公司各项费用 (亿元)	33
图 69: 2018-2024H1 公司费用率变动情况.....	33
图 70: 2020 年以来休闲食品可比公司销售费用率.....	33
图 71: 2020 年以来休闲食品可比公司净利率.....	33
图 72: 2019 年以来可比上市公司权益净利率 (摊薄)	34
图 73: 公司 2019 年以来 ROE 拆分.....	34

表 目 录

表 1: 中国休闲食品行业按类别划分.....	6
表 2: 中国辣味休闲食品行业按类别划分.....	7
表 3: 调味面制品行业主要企业.....	9
表 4: 各品牌不同规格魔芋制品铺市率.....	12
表 5: 各品牌魔芋制品月销量.....	13
表 6: 公司主要单品和推出时间.....	15
表 7: 2021-2022 年公司产品价格及包装变化对比.....	17
表 8: 2018-2022H1 公司经销商变化情况.....	21
表 9: 卫龙代表性营销事件.....	25
表 10: 公司现有工厂.....	26
表 11: 原材料价格与供应链效率对毛利率影响的敏感性分析.....	29
表 12: 中国食品饮料子行业代表公司分红率和股息率.....	31
表 13: 分业务收入及毛利率情况 (单位: 人民币).....	34
表 14: 绝对估值假设条件.....	35
表 15: FCFF 估值结果.....	36
表 16: FCFF 估值敏感性分析.....	36
表 17: 可比公司一致性预期.....	36
附表: 财务预测与估值.....	38

1 战略布局领先，成就辣味零食头部品牌

卫龙成立于 2001 年，公司深耕辣味休闲食品赛道二十余年，穿越多次行业变革，逐步成长为集研发、生产、加工和销售为一体的现代辣味休闲食品企业，成功打造具有高国民度的辣味零食品牌。

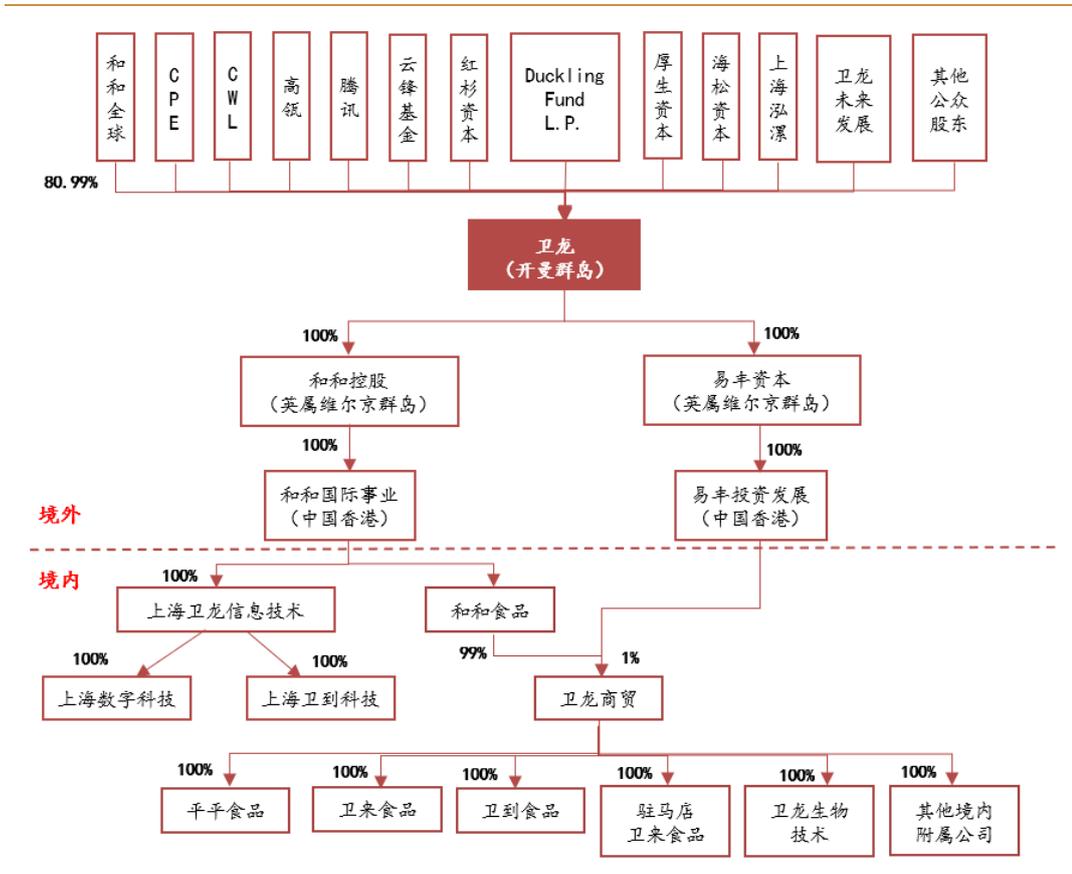
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

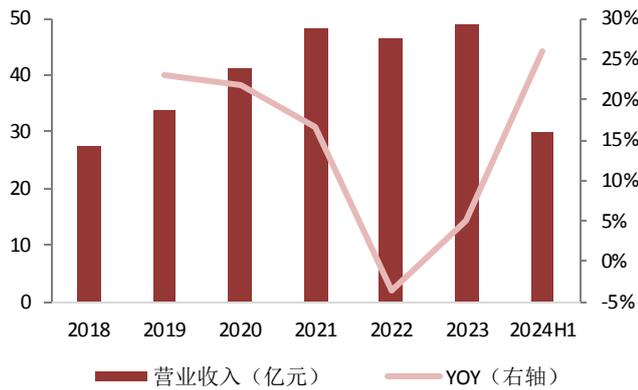
股权结构集中，创始人实际控制。公司创始人刘卫平家族通过和和全球资本进行控股，共持股 80.99%。刘卫平先生兼任董事长及总经理，负责公司整体业务战略和管理。创始人刘卫平先生和刘福平先生从业年限超 20 年，公司管理团队平均年龄 43 岁，均在食品饮料行业深耕多年，经验丰富。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 31 日）

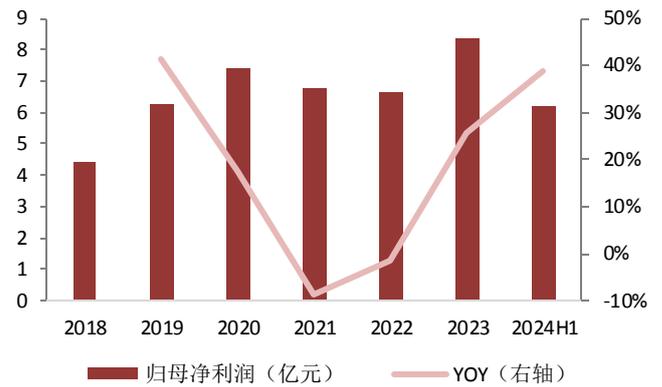


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收稳健增长,盈利提升显著。2018-2023 年公司营业收入从 27.6 亿元增长至 48.9 亿元, CAGR 为 12.1%, 2023 年同比增长 5.1%; 扣非归母净利润从 4.5 亿元增长至 8.4 亿元, CAGR 为 13.4%, 2023 年同比增长 25.4%。2023 年, 收入表现依然较弱, 主因调味面制品需求仍较疲软; 利润表现较好, 主要受益于成本下行。24H1 公司实现营收 29.4 亿元, 同比增长 26.3%; 扣非归母净利润 6.2 亿元, 同比增长 38.9%。今年上半年收入端加速增长的同时盈利提升, 主要来自于调味面制品销量回暖, 蔬菜制品发力高增以及新兴渠道带来的增长新机遇, 成本及产能利用率优化增厚利润。

图 3: 2018-2024H1 公司营收及同比增速


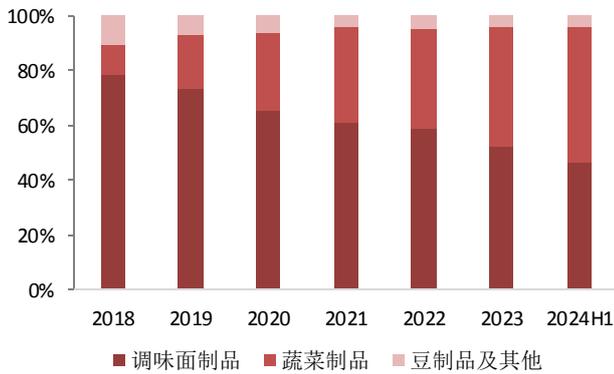
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 2018-2024H1 公司扣非归母净利润及同比增速


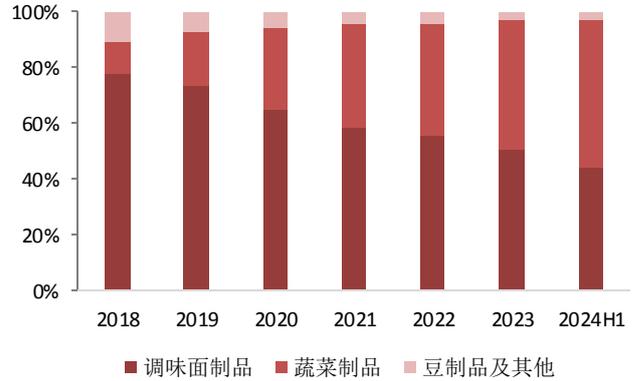
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

调味面制品市占率提升, 蔬菜制品增长提速。公司主营业务收入主要来自调味面制品和蔬菜制品, 蔬菜制品迎来红利爆发期, 快速发展的第二曲线已经跑出。24H1 调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他分别实现营收 13.5/14.6/1.2 亿元, 同比+5.0%/+56.6%/+17.5%。调味面制品方面, 辣条业务基本盘稳固, 去年因提价而导致销量承压, 今年上半年销量恢复和霸道熊猫的新品贡献助推营收稳健增长。蔬菜制品方面, 近年来以热量低和口感脆爽的特点风靡市场, 魔芋爽已成为继大面筋以来的第二款爆款单品, 2023 年含税年销售额达到 19 亿元, 风吃海带销售额约 2 亿元。

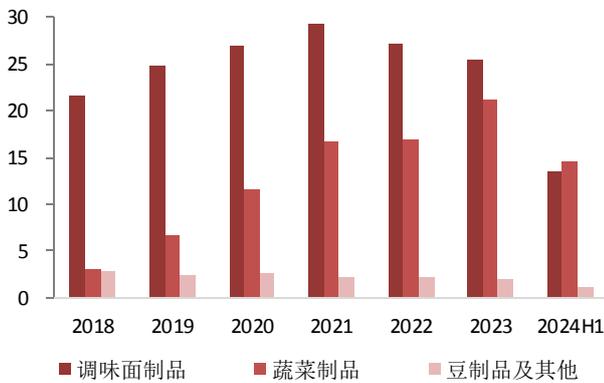
拆分量价来看: 2023 年, 调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他销量分别为 12.4/7.1/0.5 万吨, 同比-17.4%/+31.1%/-12.7%; 吨价分别为 2.1/3.0/3.8 万元, 同比+13.3%/-4.8%/+6.1%。调味面制品通过调整产品结构均价有所提升, 但因淘汰 5 毛钱的小面筋透明包装产品, 销量下滑明显。蔬菜制品在公司迭代升级包装及扩充产能保障产品供应下销量高速增长, 收入占比持续提升, 吨价及毛利率均显著高于公司整体水平。豆制品及其他因公司优化营销资源配置, 减少营销活动而销量承压。公司在 2024 年暂无提价计划, 希望通过优化供应链和工艺持续提高性价比。

图 5：2018-2024H1 公司主营业务收入结构


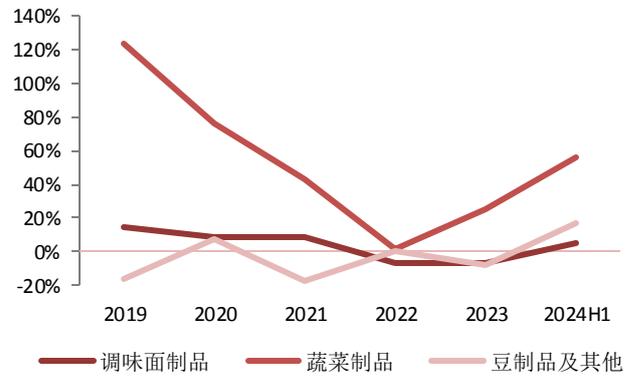
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2018-2024H1 公司主营业务毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

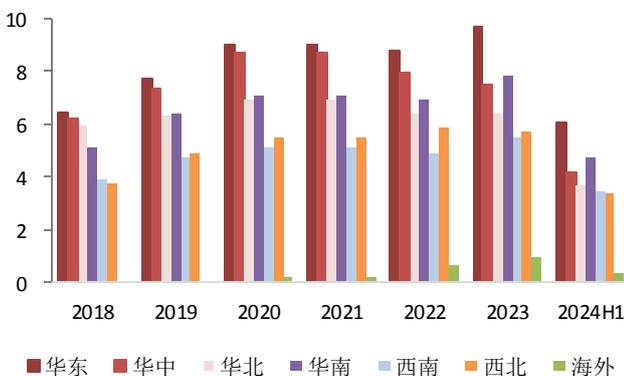
图 7：2018-2024H1 公司分品类营收 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

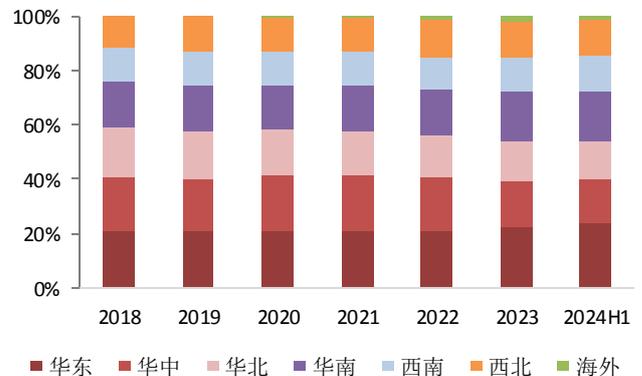
图 8：2018-2024H1 公司分品类营收增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

国内市场均衡发展，海外市场加速推广。分地区看，24H1 华东/华中/华北/华南/西南/西北/海外分别实现收入 6.1/4.2/3.7/4.7/3.5/3.4/0.3 亿元，分别同比 +32.0%/+12.6%/+21.2%/+33.1%/+34.6%/+26.2%/-22.2%，收入占比分别为 23.4%/16.2%/14.3%/18.3%/13.4%/13.0%/1.4%。今年上半年国内各地区均衡发展，海外增速下滑主因去年同期公司在东南亚和美国等地积极开拓市场导致基数较高。

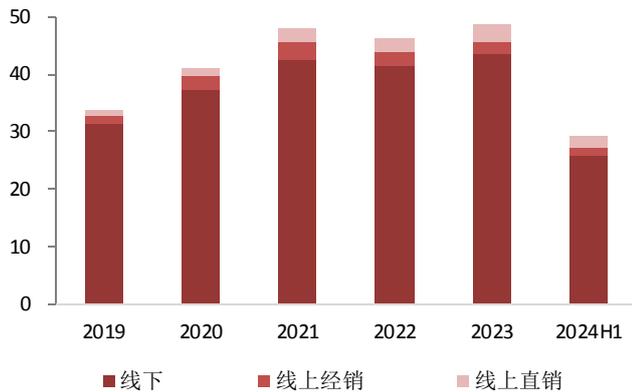
图 9：2018-2024H1 公司分区域营收 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

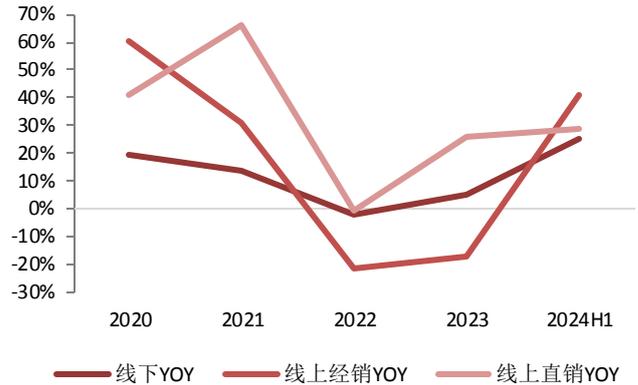
图 10：2018-2024H1 公司分区域营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

渠道精耕注入活力，新兴渠道贡献增量。分渠道看，24H1 公司线下/线上渠道分别实现营收 25.9/3.5 亿元，分别同比+25.4%/+33.2%；其中线上经销/线上直销分别实现收入 1.4/2.1 亿元，分别同比+41.2%/+28.5%。一方面，公司在线下已建立起覆盖全国的销售网络，流通渠道布局广度领先，截至 24 年 6 月底已与 1822 家线下经销商达成合作，通过增强与有能力覆盖更多零售终端的经销商合作进一步把握低线市场机会，同时 O2O、零食量贩等新兴渠道增量更为明显。另一方面，公司积极拓展线上业务，不断加大对各大电商平台的布局，实现主流线上平台多渠道覆盖，与线下渠道形成有利互补，力求通过新兴电商平台转化更多目标客群。

图 11：2019-2024H1 公司各渠道收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2020-2024H1 公司各渠道收入增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

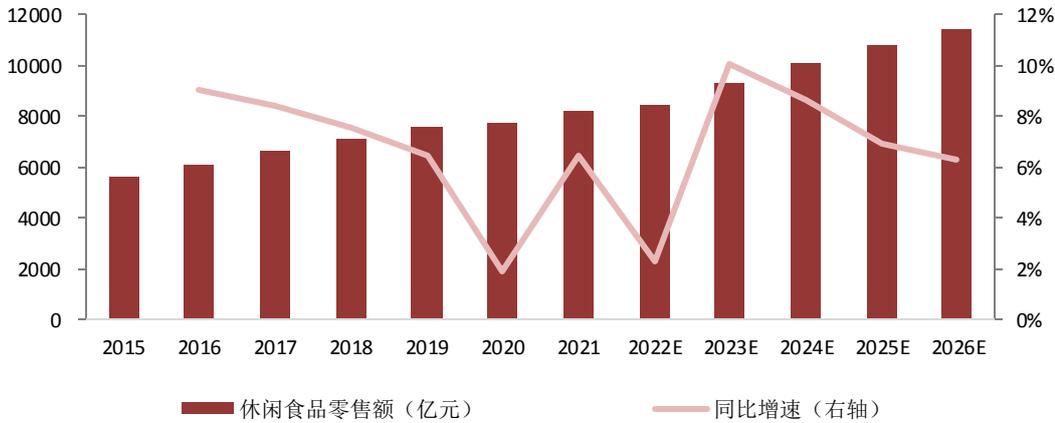
2 辣味零食长坡厚雪，渠道机遇助推高增

2.1 辣味市场快速扩容，品类红利正当时

2.1.1 休闲食品景气延续，新业态涌现多元化趋势

休闲食品方兴未艾，万亿市场蓄势待发。休闲食品是指在正餐以外的时间里或休闲时间食用的包装食品，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，2017-2021 年 CAGR 为 6.1%。中国休闲食品行业经历二十余年发展，受益于居民可支配收入增长、城镇化率提升、消费场景不断丰富、产品创新以及渠道多元化，中国休闲食品市场持续增长，2022-2026 年 CAGR 为 6.8%，预计 2024 年整体规模将突破万亿元。

图 13: 2015-2026E 中国休闲食品行业零售额及同比增速



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

图 14: 中国休闲食品行业发展概览



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

各品类百花齐放，调味面制品和蔬菜制品潜力较大。从零售额看，糖果蜜饯、坚果炒货、香脆零食、面包糕点和肉制品为前五大休闲零食细分市场。年复合增长率最高的两个类别为蔬菜制品和调味面制品，2017-2021年CAGR分别为14.4%、9.4%，预计2026年市场规模分别达到697亿元、626亿元。总体来看，调味面制品和蔬菜制品赛道处于高速扩容期，虽然市场规模尚小但保持高增长，未来成长空间广阔，具备较大潜力。

表 1：中国休闲食品行业按类别划分

类别	零售额 (亿元)			年复合增长率	
	2016 年	2021 年	2026 年 (预计)	2017-2021	2022-2026 (预计)
糖果蜜饯	1595	1922	2293	3.8%	3.6%
坚果炒货	1042	1512	2220	7.7%	8.0%
香脆零食	673	941	1333	6.9%	7.2%
面包糕点	682	888	1218	5.4%	6.5%
饼干	635	823	1105	5.3%	6.1%
肉制品水产	614	852	1223	6.8%	7.5%
其他	322	390	500	3.9%	5.1%
调味面制品	291	455	697	9.4%	8.9%
蔬菜制品	146	286	626	14.4%	17.0%
豆干制品	128	182	257	7.3%	7.1%
合计	6128	8251	11472	6.1%	6.8%

数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

2.1.2 辣味食品成瘾性强，细分赛道高速增长

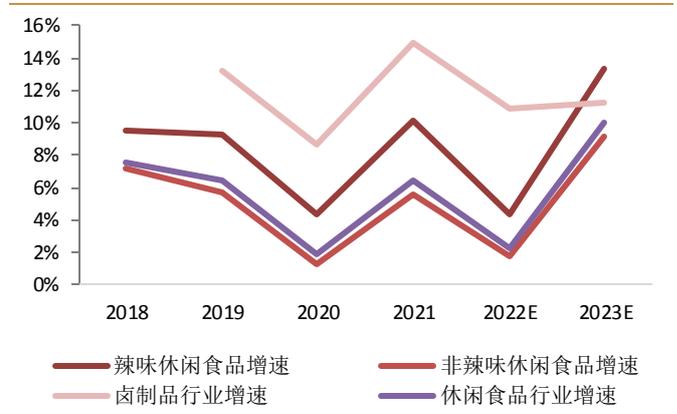
辣味零食为高景气子品类，增速高于行业。中国辣味休闲食品 2021 年实现零售额 1729 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 8.7%，而同期非辣味休闲食品 CAGR 为 5.5%，休闲食品行业 CAGR 为 6.1%。2022-2026 年辣味销售额 CAGR 进一步提升至 9.6%，高于行业整体 6.8% 的 CAGR。辣味休闲食品的份额占比持续提升，由 2016 年的 18.6% 提高至 2021 年的 21.0%。近年来众多食品生产商持续推陈出新，推动辣味零食行业较快增长，预计 2026 年将达到 2737 亿元规模，占休闲食品零售总额的 23.9%。

图 15：中国休闲食品行业按口味划分的零售额 (亿元)



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

图 16：辣味、非辣味、卤制品及休闲食品零售额增速



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

辣味休闲零食中的蔬菜制品、调味面制品、休闲豆干增速领跑，占比持续提高。辣味休闲食品包括七大品类，细分赛道中，调味面制品、辣味蔬菜制品和辣味豆干制品增速位列前三。除调味面制品全都属于辣味零食以外，辣味蔬菜制品占蔬菜制品的 92.7%，辣味豆干制品占豆干制品的 50.5%，辣味是这两类休闲食品的主要口味。从增速来看，辣味蔬菜制品和辣味豆干制品的增速也高于蔬菜制品和豆干制品，对消费者而言，辣味零食的复购率更高。

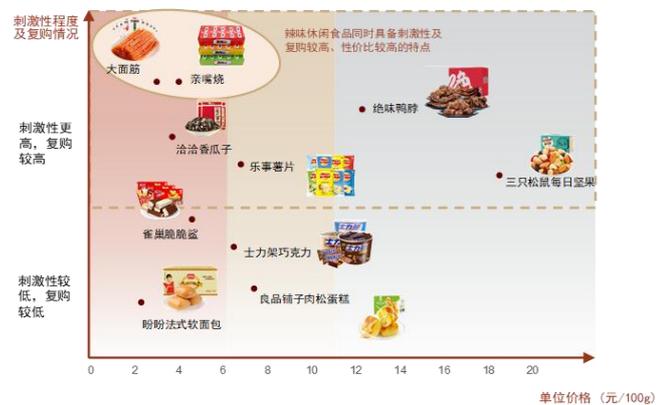
表 2：中国辣味休闲食品行业按类别划分

类别	零售额 (亿元)			年复合增长率	
	2016 年	2021 年	2026 年 (预计)	2017-2021	2022-2026 (预计)
辣味肉制品水产	339	476	692	7.0%	7.8%
辣味香脆零食	144	204	293	7.2%	7.5%
辣味坚果炒货	128	181	261	7.2%	7.6%
其他	41	56	72	6.4%	5.2%
调味面制品	291	455	697	9.4%	8.9%
辣味蔬菜制品	133	265	587	14.8%	17.2%
辣味豆干制品	63	92	135	7.9%	8.0%
合计	1139	1729	2737	8.7%	9.6%

数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

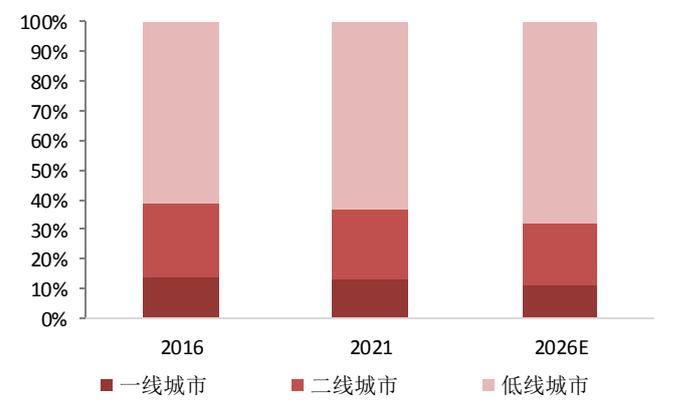
辣味零食高性价比和广泛消费者基础保证产品高复购率，渠道下沉市场前景广阔。辣味具有自然成瘾性，符合年轻人的口味需求。对比甜味零食（巧克力、烘焙食品）和咸味零食（坚果、炒货），辣味零食（辣条、卤鸭脖）复购率更高，且由于对调料的依赖性强、对原料的依赖性弱（原料多为廉价的面粉制品、豆制品），产品定价相对较低，潜在消费群体基数大，高复购率具有保障。辣味零食普遍价格实惠，随着渠道不断下沉，能最大程度享受到低线城市的市场增量。2021 年辣味零食消费市场中低线城市（三线及以下城市）占比 63.6%，2022-2026 年低线城市零售额 CAGR 为 11.0%，至 2026 年低线城市占比将提升至 67.8%。往后展望，低线城市消费活力有支撑，辣味零食有望受益于下沉市场的消费升级持续提升市占率。

图 17：中国辣味休闲食品复购率及性价比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18：辣味零食消费市场各线城市占比

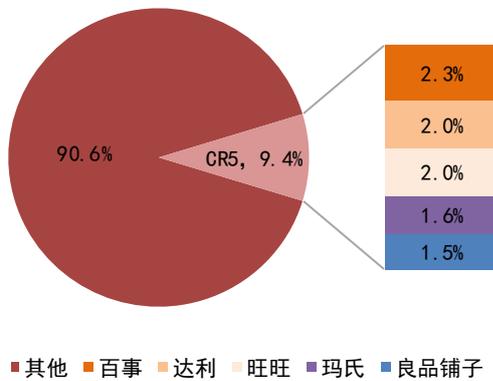


数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

2.2 龙头优势显著，市占率提升空间仍存

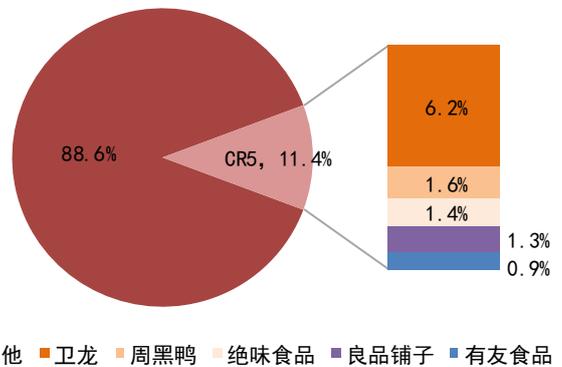
休闲食品格局分散，集中度有待提高。由于细分品类众多、产品单价不高并且进入壁垒有限，中国休闲食品行业集中度较低，CR5为9.4%，CR15为22.4%。目前行业内共有约3000家年营收额超过2000万元的本土及跨国休闲食品公司，按零售额计，前五大企业分别为百事、达利、旺旺、玛氏和良品铺子，市占率分别为2.3%、2.0%、2.0%、1.6%和1.5%，占比较为接近，龙头优势较弱。卫龙占整体市场份额的1.3%，排名第十。辣味休闲食品较总体休闲食品市场更集中，但整体集中度仍较低，CR5为11.4%，行业内细分赛道众多，各大企业均有通过细分赛道突围以提升市占率和行业集中度的机会。卫龙以6.2%的市占率稳居第一，是第二大企业的3.9倍，超过第二至第五名企业的市占率之和。除卫龙外，行业前五大企业分别为周黑鸭、绝味食品、良品铺子和有友食品，市占率分别为1.6%、1.4%、1.3%和0.9%。

图 19：2021 年休闲食品竞争格局



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

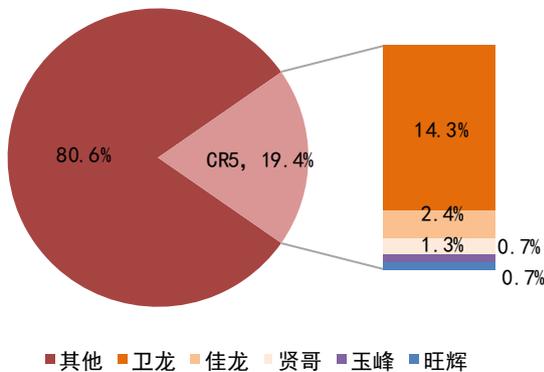
图 20：2021 年辣味休闲食品市场集中度



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

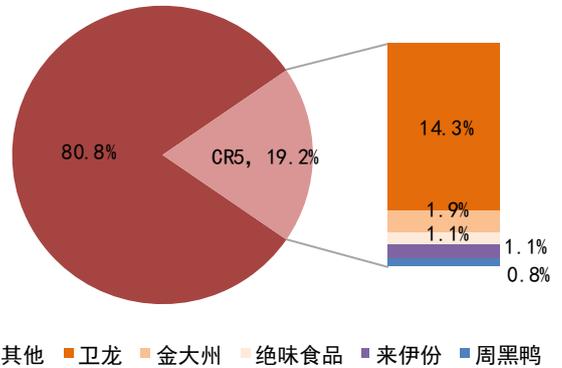
细分赛道集中度更高，龙头市场份额显著。当前卫龙在中国辣味休闲食品行业中市场份额排名第一。在细分领域的调味面制品赛道中，CR5为19.4%，卫龙市场份额达到14.3%，是第二名市场份额的近6倍。在辣味蔬菜制品赛道中，CR5为19.2%，卫龙市场份额为14.3%，与二至五名拉开较大差距。

图 21：2021 年调味面制品市场集中度



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

图 22：2021 年辣味蔬菜制品市场集中度



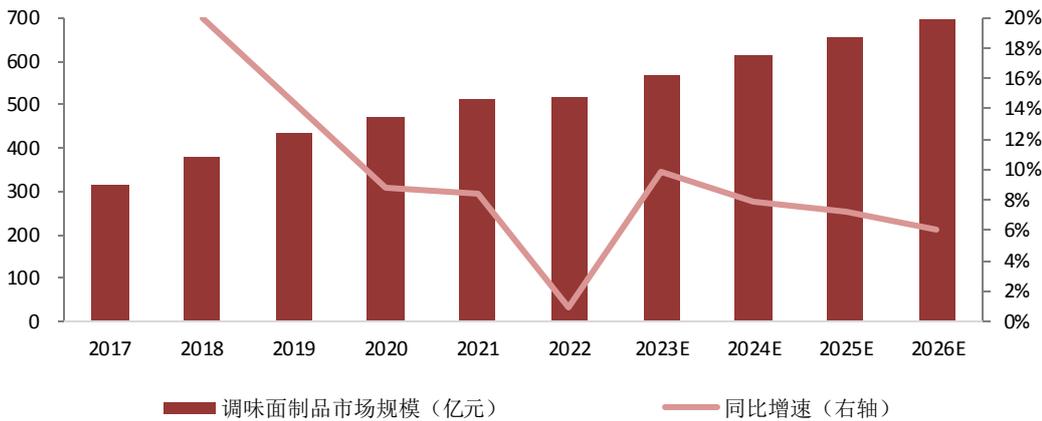
数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

2.3 调味面制品方兴未艾，标准规范驱动品质升级

2.3.1 行业挤压式增长，市场向头部集中

行业规模持续增长，市场向头部集中。随着居民人均食品支出增长、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，中国调味面制品行业市场规模持续增长。中国调味面制品市场规模从 2017 年的 316 亿元增长至 2022 年的 517 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 10.3%，预计 2026 年将达到 697 亿元。

图 23：2017-2026E 调味面制品市场规模及增速



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

企业数量众多，全国性品牌较少。中国调味面制品企业数量较多，市场分布相对分散，包括全国性及地区性生产厂商、地方独立运营商等众多参与者，竞争较为激烈。截止 2023 年 3 月，中国现存 2569 家相关企业，区域分布上呈现“北多南少”的格局。其中陕西、河南、宁夏较为集中，分别为 913、399 和 371 家，陕西企业数量多主要系手工辣条、个体户比较盛行，而河南以工业化的企业为主。相对而言，辣条垂直品牌卫龙、麻辣王子在国内知名度较高，是较受消费者喜爱的品牌，休闲食品品牌如贤哥食品旗下的辣条品类也有不俗的市场表现。

表 3：调味面制品行业主要企业

品牌	地区	成立时间	主要产品	简介
卫龙	河南漯河	1999 年	调味面制品、蔬菜制品、豆制品等	主要产品包括大、小面筋，亲嘴烧，麻辣麻辣，魔芋爽，风吃海带和 78° 卤蛋。2023 年实现营收 48.87 亿元，行业龙头。
麻辣王子	湖南岳阳	2000 年	调味面制品	2002 年起专注于辣条生产，2009 年推出麻辣王子，年销量突破 100 万件，2016 年推出很麻很辣口味，2017 年 10 万级 GMP 洁净车间投产，2019 年推出微麻微辣口味，2022 年辣条发明人加入麻辣王子。
佳龙	河南郑州	1999 年	调味面制品、魔芋制品、豆制品、蔬菜制品、鱼制品	2010 年销售网络遍布全国，2017 年进驻线上渠道，现有员工 2000+ 人，3262 个销售专柜、2000+ 全国代理，畅销 57 国
贤哥	广东广州	2003 年	调味面制品、蛋制品、魔芋制品、海带制品、豆制品、肉制品	2010 年完成广东省内渠道建设，2014 年成立省外营销中心向省外突破，同时发力电商渠道，2018 年整合成立广东省、全国、电商三个事业部，2020 年成立全国散装部。
飞旺	湖南岳阳	2007 年	面制品、豆制品、调味品	现有员工 1800 人，年产值达 2.8 亿元，是湖南省较大的食品生产基地。

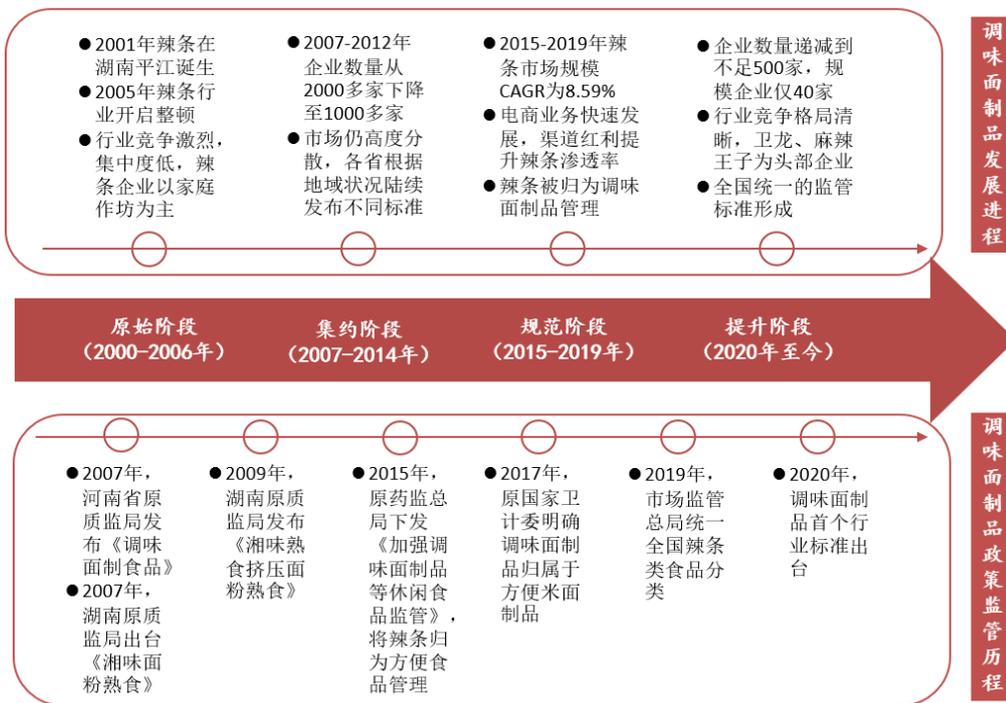
品牌	地区	成立时间	主要产品	简介
鸽鸽	江西鹰潭	2006年	豆角干、豆制品、辣条、肉制品等30多种产品	拥有员工300多人, 60000平方米的现代标准化食品生产车间。
翻天娃	湖南长沙	2003年	调味面制品、豆皮等	现有员工300多人, 年生产近200万件。产品销售覆盖了国内三十多个省市, 同时远销马来西亚、新加坡、加拿大、印度、澳大利亚等国家和地区。

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2.3.2 监管标准不断完善, 全国化加速推进

标准统一降低全国化拓展难度, 市场发展更加良性。2007年之后, 中国各个省市根据地域特性发布了不同的调味面制品地方标准。然而在行业迅速发展的背景下, 地方标准的内容不统一, 导致企业需要满足不同区域的产品要求, 增加了跨省流通的难度。2019年, 市场监管总局发布关于加强调味面制品质量安全监管的公告, 对辣条类食品统一按照调味面制品生产许可类别进行管理。2022年, 调味面制品首个行业标准出台, 市场走向标准化、统一化, 降低了品牌的全国化拓展难度。生产流程不正规、产品质量不符合标准的企业有望加速出清, 行业存在整合机遇, 龙头有望抢夺小型经营者的份额持续提升市占率。

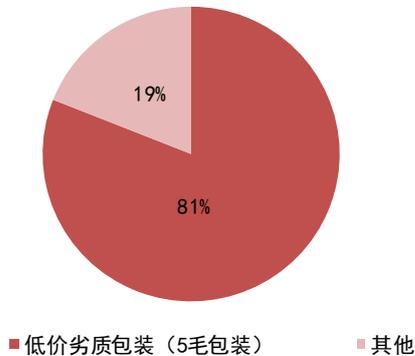
图 24: 行业发展和监管标准演变历程



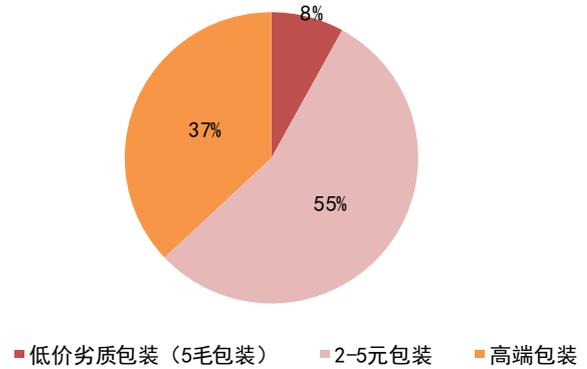
数据来源: 智研咨询, 中国质量检验协会官网, 西南证券整理

市场规范逐步形成, 驱动价格中枢上移。调味面制品即辣条, 由于价格实惠以及成瘾性风靡全国。早期曾因营养和卫生问题频受质疑, 随着监管规范逐步形成, 行业当前呈现爆款化、高端化、健康化的趋势。市面上5毛包装的低价产品由2012年的81%锐减到2022年的8%, 而2-5元产品的市场份额已占到了总量的55%, 产品结构与主要消费群体发生重大转变。同时, 目前行业已强制规定产品降盐23%、降糖40%、并探索在产品中加入山药粉、

青稞、膳食纤维等健康元素。这个转变有望减少消费者关于垃圾食品的刻板印象，进一步扩大调味面制品市场规模。

图 25：2012 年调味面制品（辣条）各类型包装份额


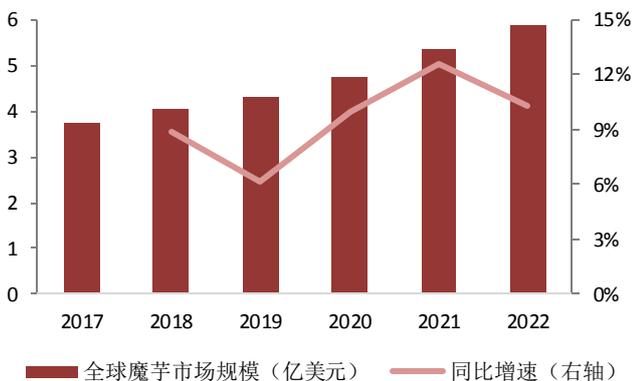
数据来源：每日食品，西南证券整理

图 26：2022 年调味面制品（辣条）各类型包装份额


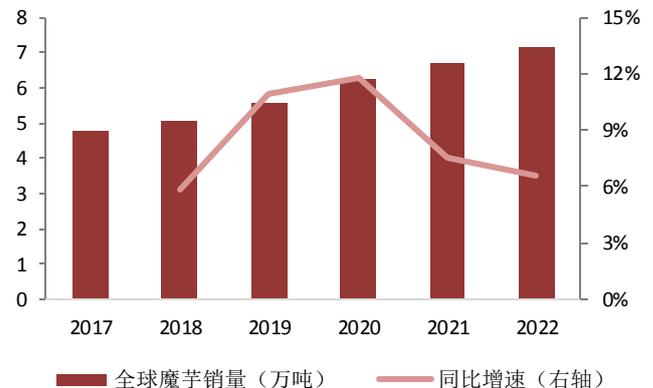
数据来源：每日食品，西南证券整理

2.4 蔬菜制品势能强劲，爆款单品体量加速提升

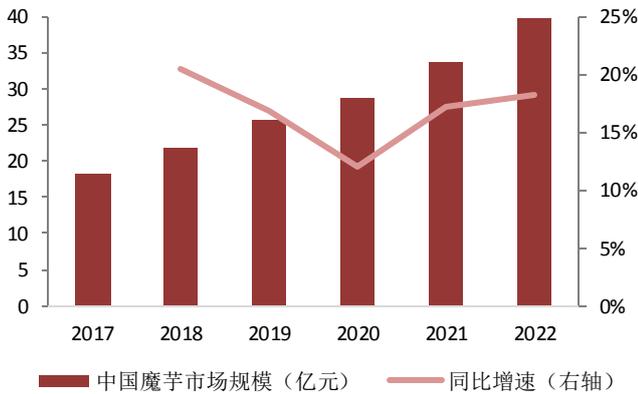
健康消费趋势显露，市场需求持续增长。休闲蔬菜制品于上世纪 90 年代末才得以面世，得益于优异的口感、健康的食材受到消费者欢迎。魔芋、海带等爆款产品的推出进一步推动辣味蔬菜制品成为中国辣味休闲食品行业中增长最快的类别。魔芋具备高膳食纤维、低碳水化合物、低脂肪等属性，在近年健康风潮推动下，魔芋的功效性被消费者所普遍认知，逐渐成为健康食品的代表。2022 年全球魔芋市场规模为 5.9 亿美元，2018-2022 年 CAGR 为 9.5%；销量从 2017 年的 4.8 万吨增长至 2022 年销量为 7.2 万吨。中国是全球最大的魔芋生产国，工农业总产值达数百亿元，产量占全球的 63%，种植面积达 150 多万亩，近年来保持 10% 的速度快速扩张。但 2022 年中国人均魔芋年消费量不足 0.1kg，相比日本人均年消费量（约 2.0kg），国内魔芋制品成长潜力巨大。

图 27：2017-2022 年全球魔芋市场规模及增速


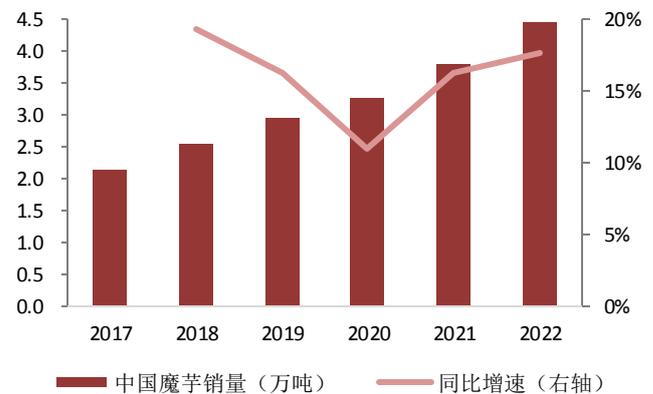
数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 28：2017-2022 年全球魔芋销量及增速


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 29：2017-2022 年中国魔芋市场规模及增速


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 30：2017-2022 年中国魔芋销量及增速


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

健康属性突显竞争优势，品牌研发助推赛道扩容。蔬菜制品自带健康美味属性，叠加独特的辣味调配，魔芋爽、风吃海带等单品一经上市便受到消费者喜爱。蔬菜制品目前仍处于爆发期，一方面作为健康低脂食品，市场规模持续扩张，迎合当下减肥减脂的消费趋势，受到年轻消费者的追捧；另一方面各家公司不断探索新口味，丰富产品组合，同时对消费者认知进行培育，带动蔬菜制品的快速成长。例如魔芋爽的布局玩家基本为全国知名零食品牌，其中卫龙为绝对龙头，品牌曝光度高达 90%，盐津为第二梯队。卫龙魔芋爽的定量装均价高于其他品牌，但品牌形象深入人心且曝光度较高，仍是消费者首选。2023 年 10 月，卫龙推出新品小魔女素毛肚，新品铺市率达 20%，铺货于二三线城市。为推动小魔女快速打开市场，卫龙推出 50g 搭赠 30g 的促销活动，均价降低至 31 元/500g，较盐津的新品大魔王更具价格优势。在消费推力和市场培育的双重作用下，蔬菜制品赛道扩容动力十足。

表 4：各品牌不同规格魔芋制品铺市率

品牌	规格	上海	重庆	四川成都	江苏一线	江苏二线	江苏三线	山东三线	安徽四线	海南四线	云南五线	品牌曝光度
卫龙	魔芋爽 15g			33.3%	53.3%		33.3%				33.3%	
	魔芋爽 50g		59.0%	55.0%		40.0%	59.0%	51.0%			49.0%	
	魔芋爽 50+30g				31.3%					31.3%		
	魔芋爽 150g		56.3%		40.0%		53.0%	59.7%	56.3%		46.3%	90%
	小魔女素毛肚 50+30g				31.3%			36.9%				
	魔芋爽散称		29.9%	26.9%		29.8%		29.9%			32.8%	
盐津	大片素毛肚 18g							35.6%				
	魔芋丝 90g				27.2%							
	魔芋丝 230g							30.0%			21.5%	
	大魔王 50g				49.0%							50%
	大魔王 200g							34.5%				
	散称	27.9%							29.9%			
劲仔	Hi 魔芋 18g										27.8%	30%
	Hi 魔芋 62g				39.5%					54.8		
盼盼	魔芋爽 360g				26.3%							20%
	魔芋爽 120g							45.4%				

品牌	规格	上海	重庆	四川 成都	江苏 一线	江苏 二线	江苏 三线	山东 三线	安徽 四线	海南 四线	云南 五线	品牌 曝光度
三只松鼠	香辣素毛肚 108g									36.6		10%
良品铺子	火锅素毛肚 105g									42.4		10%

数据来源：渠道调研，西南证券整理

品牌定位精准，前瞻性布局尽享先发优势。自 2020 年起，各大零食品牌陆续推出“素毛肚”、“魔芋丝”等辣味魔芋零食以响应零食健康化趋势，彼时卫龙“魔芋爽”已在市场推广多年，先发优势尽显。根据对消费者喜好的捕捉，公司推出“麻辣”、“酸辣泡椒”、“香辣”三种不同口味的产品。品牌声量高，产品口味佳，卫龙魔芋爽线上销量显著高于同业。

表 5：各品牌魔芋制品月销量

产品	品牌	推出时间	示例	线上店铺月销量
魔芋爽	卫龙	2014 年		7 万+
魔芋爽	盐津铺子	2021 年		4 万+
低脂魔芋	良品铺子	2020 年		0.6 万+
魔芋素毛肚	百草味	2020 年		0.5 万+
香辣魔芋	三只松鼠	2020 年		0.3 万+

数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

3 围绕核心单品打造品牌，渠道扩张提质势能强劲

3.1 大单品打造能力强，强研发和供应链构筑产品力

3.1.1 核心品类稳健成长，开辟第二增长曲线

卫龙为典型的大单品公司，通过辣条起家，魔芋接棒成长。回顾公司的发展历程，卫龙为典型的大单品型公司，发展早期凭借工业化思维和品牌营销，把辣条产品从河南销往全国市场。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。公司对于推新品类考虑慎重，对于新品的品质和市场空间均有较高要求，综合保障单品胜率较高。

调味面制品：主要包括大面筋、小面筋、麻辣棒、小辣棒及亲嘴烧，由于其他品类的快速发展，调味面制品占比由 2018 年的 78.6% 下滑至 24H1 的 46.1%。调味面制品是卫龙品牌最经典的产品，为迎合不同市场和消费者的需求，公司分成经典包装产品和精装产品来销售。经典包装产品通常采用透明包装，从小型杂货店、非连锁便利店、批发市场及零售小店等传统渠道打入市场；精装产品通常采用非透明包装，从商超和连锁便利店等现代渠道打入市场。辣条为草根型产品，2014 年之前公司的销售渠道主要集中于大流通市场，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，渠道终端覆盖更为全面。

蔬菜制品：主要包括魔芋爽和风吃海带，热量低且口感爽脆。蔬菜制品处于快速成长期，过去 4 年的 CAGR 为 54.4%，占比由 2018 年的 10.8% 提升至 24H1 的 49.7%。2014 年，公司开始布局蔬菜制品赛道，率先推出第一款辣味魔芋制品“魔芋爽”。魔芋爽富含膳食纤维，口感多汁、脆嫩、热量低，新品上市后，公司对魔芋爽进行了重点推广及大力营销。2017 年，公司开展“魔海行动”，筛选魔海客户进行针对性扶持，在公司内部划分魔芋省区进行销量竞赛；2019 年，“战魔行动”开启，以铺市陈列作为考核指标，不断扩大魔海客户数量；2020 年，公司分立“面制品事业部”和“蔬菜事业部”，提高蔬菜制品战略地位。2021 年，继辣条之后，魔芋制品成为 10 亿元体量级别的大单品，成功开辟第二增长曲线。

豆制品及其他：主要包括软豆皮、78° 卤蛋及肉制品，增速于 2020 年达到顶峰后回落，占比由 2018 年的 10.6% 下滑至 24H1 的 4.2%，主要由于 2021 年公司进行产品优化，部分产品停产，同时豆制品包装有所更换，消费者存在适应时间。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。

单袋产品定价为 1-5 元价格带，便于实现消费者高覆盖、高复购。卫龙主要规格的产品销售价格带主要在 5 元以下，覆盖范围广泛。2021 年公司小包装产品（指适于直接消费的最小产品包装）达到 110 亿次消费频次。

表 6：公司主要单品和推出时间

产品类别	主要产品	上市时间	保质期	图片	每个独立包装建议零售价	每个独立包装净重
调味面制品	大面筋	2008 年	120 天		1.0 元-18.8 元	28 克、65 克、100 克、102 克、106 克、312 克、散装
	小面筋	2008 年	120 天		1.0 元-18.8 元	24 克、26 克、60 克、280 克、312 克、散装
	亲嘴烧	2010 年	150 天		1.0 元-18.8 元	24 克、90 克、260 克、300 克、散装
	麻辣棒	2018 年	120 天		3.0 元-29.9 元	52 克、78 克、100 克、540 克、散装
	小辣棒	2018 年	150 天		5.0 元	50 克
	霸道熊猫	2023 年	120 天		9.9-29.9 元	56 克、192 克、320 克、576 克
	脆火火	2024 年	180 天		1.0 元-39.8 元	16 克、160 克、320 克
蔬菜制品	魔芋爽	2014 年	180 天		1.5 元-29.8 元	24 克、50 克、150 克、350 克、散装
	风吃海带	2019 年	180 天		1.5 元-29.8 元	26 克、50 克、180 克、350 克、散装
	小魔女	2023 年	180 天		9.9 元-49.9 元	150 克、360 克、765 克、780 克
豆制品及其他	软豆皮	2015 年	180 天		1.5 元-29.8 元	16 克、30 克、60 克、220 克、散装
	78° 卤蛋	2021 年	120 天		3.0 元	35 克

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.1.2 老品升级延长生命周期，新品创新拓宽品类边界

公司产品策略为纵向升级爆款单品，同时多品类横向拓宽产品矩阵。卫龙对已有品类持续进行口感、包装、形态、消费场景等方面的升级迭代，维持大单品的产品活力及领先地位；同时积极推出新品类新产品，不断丰富产品矩阵，多方位多层次满足消费者需求。

图 31：卫龙产品发展历史



数据来源：公司公告，西南证券整理

渠道议价能力强，老品升级增厚利润。2021 年卫龙在辣味调味面制品行业和辣味蔬菜制品中市占率均为 14.3%，处于市占率第一的品牌。2022 年 5 月，公司对辣条和蔬菜制品进行了产品升级，具体体现为包装升级、含量增加、价格提高。具体包括：**1) 配方升级。**主要表现为突出辣条的产品安全性，增加产品中的膳食纤维。辣条产品减少添加剂使用，实现 0 反式脂肪酸、0 甜蜜素，并且采用挤压熟制，非油炸工艺制成。**2) 加大包装规格，提高价格。**辣条包装突出“辣条”名称，同时加大产品的最小包装规格并提高价格。亲嘴烧的最小包装提高到 24 克，最低零售价提高到 1 元；魔芋爽的最小包装提高到 24 克，最低零售价提高到 1.5 元；风吃海带最小包装提高到 26 克，最低零售价提高到 1.5 元。

表 7：2021-2022 年公司产品价格及包装变化对比

分类	产品	2021 年 售价 (元)	2022 年 售价 (元)	2021 年每包净重	2022 年每包净重	2021 年产品图	2022 年产品图
调味 面制 品	大辣条	1.0-12.8	1.0-18.8	28g、65g、102g、 106g、312g、散装	28g、65g、102g、 106g、312g、散装		
	小辣条	0.5-12.8	1.0-18.8	18g、26g、30g、 散装	24g、60g、280g、 312g、散装		
	亲嘴烧	0.5-12.8	1.0-18.8	20g、28g、90g、 150g、散装	24g、90g、300g、 散装		
	大辣棒	1.0-12.8	3.0-18.8	24g、52g、78g、 82g、散装	52g、78g、散装		
	小辣棒	1.0-4.0	5.0	18g、50g	50g		
蔬菜 制品	魔芋爽	1.0-23.8	1.5-29.8	18g、50g、150g、 350g、散装	24g、50g、150g、 350g、散装		
	风吃海带	1.0-23.8	1.5-29.8	20g、50g、180g、 350g、散装	26g、50g、180g、 350g、散装		
豆制品 及其他	软豆皮	2.5-23.8	1.5-29.8	30g、42g、60g、 220g、散装	16g、30g、60g、 220g、散装		
	78° 卤蛋		3.0		35g		

数据来源：公司公告，西南证券整理

新品霸道熊猫（川味辣条）和小魔女（川味片状魔芋）市场反馈积极。霸道熊猫于 2023 年 9 月上新，上市后单月平均出货量超千万，此前公司调味面制品多为甜辣口味，霸道熊猫为迎合川渝地带需求推出的特色麻辣口味。包装上卡通熊猫眼睛冒火抱着辣椒，辨识度高，瞄准 18-26 岁的 Z 世代学生和年轻上班族群体，品牌主张为“中国麻辣有担当”。主要卖点包括：川菜大师研发，正宗川菜提炼，特添加川式麻辣红油，使用国家标准一级花椒和优质辣椒。魔女目标人群为 18-25 岁女性大学生和上班族，基础定位为魔芋辣味休闲零食，品牌调性为活力俏皮、鬼马精灵，品牌口号为真大片才过瘾。卖点为①大片；②低热量，轻负担；③低速急冻工艺，Q 弹。小魔女上线 10 天销售连翻 6 倍，双十一首日爆突破万，爆发日转化率达 24.5%，远高于店铺平均转化率 15%。

图 32: 霸道熊猫辣条



数据来源: 天猫旗舰店, 西南证券整理

图 33: 小魔女魔芋素毛肚



数据来源: 天猫旗舰店, 西南证券整理

切入膨化脆片领域, 脆火火打开想象空间。公司于 2024 年初开发川味薯片新品脆火火, 口味为香辣味和青柠味, 在产品定位上瞄准追求新鲜、热衷尝试、注重口感层次的年轻消费群体。不同于传统的调味面制品, 脆火火创新切入辣味膨化食品赛道, 结合酥脆质感与香辣风味, 打破常规零食界限, 市场上暂无直接对标竞品。

图 34: 脆火火新品



数据来源: 天猫旗舰店, 西南证券整理

图 35: 脆火火广告联名



数据来源: 天猫旗舰店, 西南证券整理

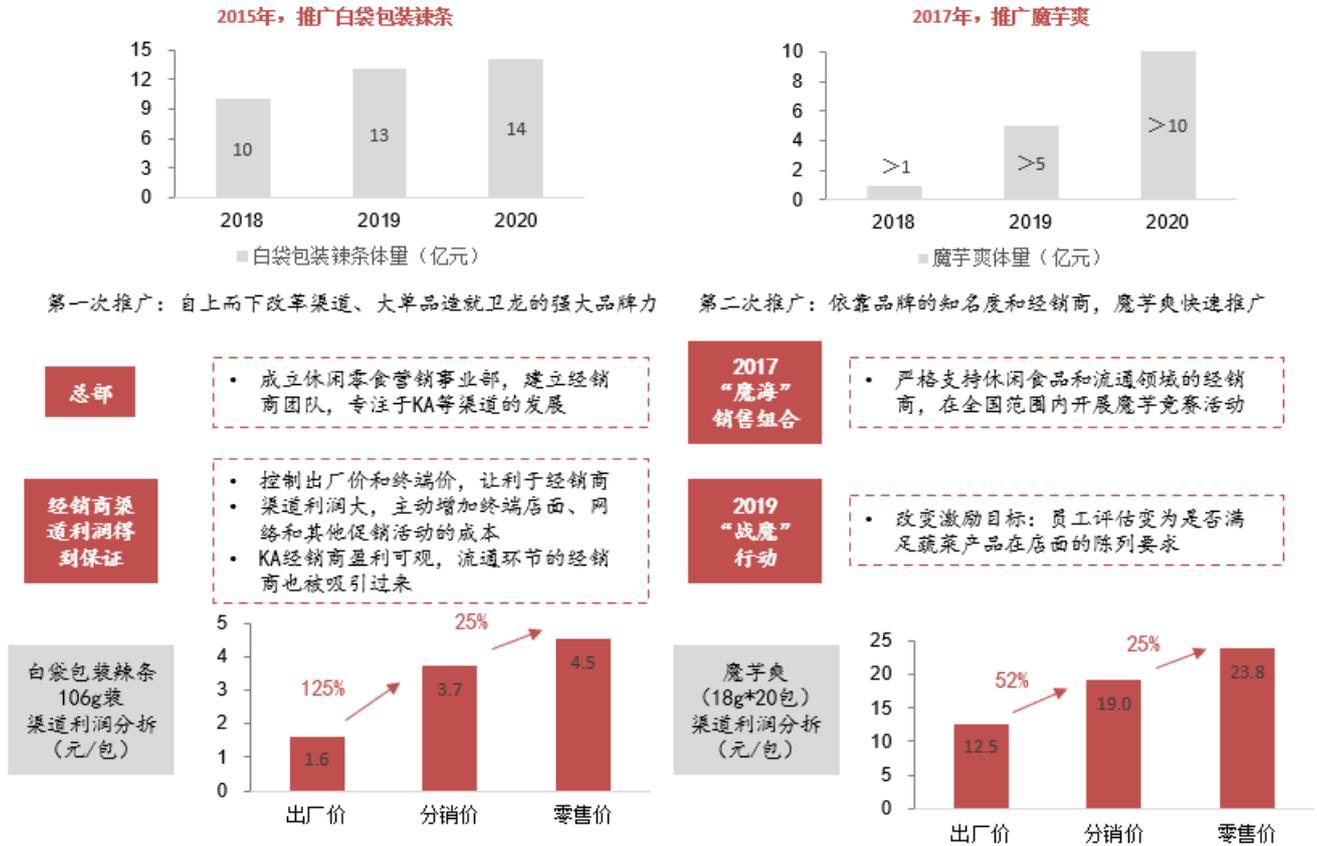
3.1.3 经销商动力充足, 渠道利润空间丰厚

借力经销商强势推广, 增强终端动销。卫龙在 2015 年重点推广升级产品白袋包装辣条及 2019 年重点推广蔬菜制品大单品魔芋爽时, 具备强势的自上而下战略调整能力、较强的品牌认可度以及强大的渠道推广力。

1) 2015 年白袋包装辣条推广: 公司将出厂价定为 1.6 元/袋, 零售价定为 4.5 元/袋, 激励经销商进行线下和线上的促销活动。

2) 2019 年魔芋爽推广: 凭借其白袋包装的强品牌力和众多经销商, 魔芋爽的销售快速增长, 2019 年销售额超过 5 亿元, 2020 年销售额超过 10 亿元。

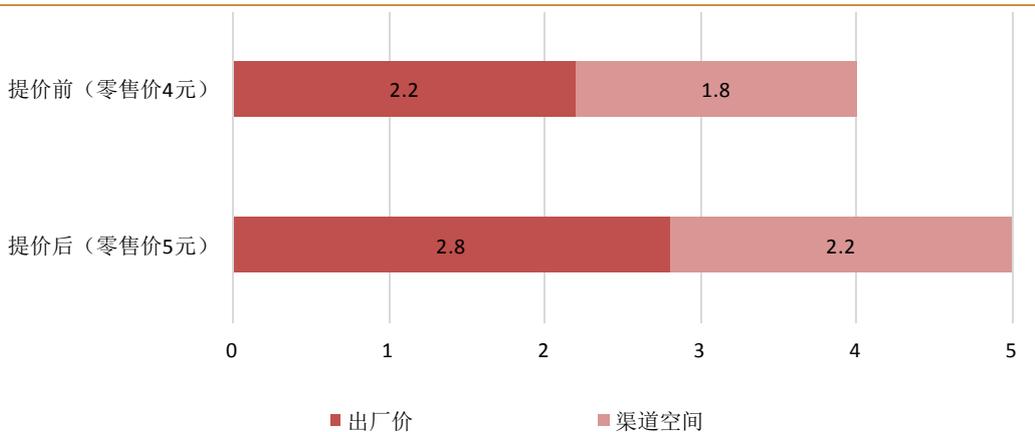
图 36：卫龙白袋产品及魔芋爽大单品推出过程



数据来源：公司公告，西南证券整理

产品渠道利润空间较大，周转率较高。卫龙给渠道预留的利润空间较足，出厂价和零售价之间基本翻倍，经销商和终端的毛利率基本在 30-50%左右。同时相较于竞品，卫龙虽然价格更高，但周转也更快。往往经销商更乐于做卫龙的经销代理。

图 37：卫龙 108g 精装版白袋包装大辣棒渠道价格分布 (元)



数据来源：渠道调研，西南证券整理

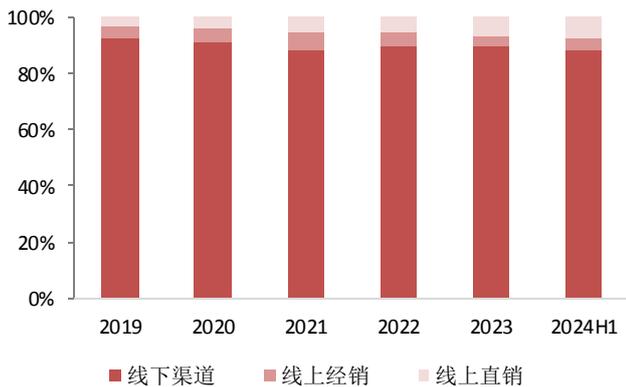
3.2 渠道精耕发力，积极拥抱量贩新渠道

3.2.1 线下布局广度领先，深化改革提升网点效率

公司逐步建立起覆盖全国全渠道的销售网络。24H1 线下/线上直销/线上经销渠道分别占总营收的 88.1%/4.6%/7.2%。公司销售端从依赖线下传统渠道逐步向多元化发展，2015 年前主要依靠省代模式开发传统渠道，后续通过一系列改革，逐步做大现代渠道，并持续优化经销网络、推行精细化运营，通过辅销、助销等形式加强渠道合作，不断提升渠道覆盖范围和效率。目前公司整体渠道分布较平均，流通渠道占比约 50%，传统电商约 10%，零食量贩渠道占比 10%-20%，剩余 20%+为 CVS、商超等现代渠道。

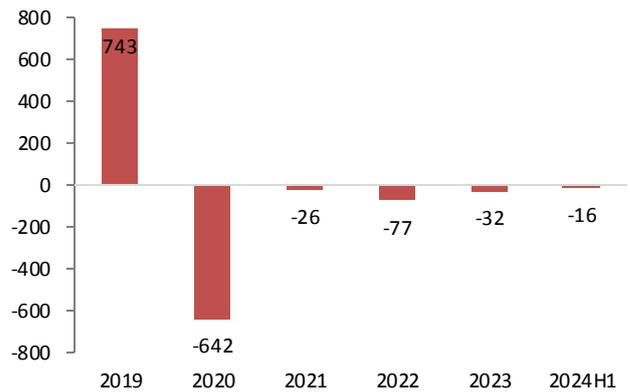
线下渠道方面，公司主要采用一级经销商模式，线下流通渠道布局广度领先。2021 年底拥有经销商超 1900 名，覆盖 69 万终端（77%在下沉市场）。2022 年 9 月底，覆盖终端达到 78 万（其中一二线 18 万，三四线及以下区域 60 万）。2024 年 6 月底，已与 1822 家线下经销商达成合作，通过增强与有能力覆盖更多零售终端的经销商合作进一步把握低线市场机会。

图 38：公司收入按渠道划分



数据来源：公司公告，西南证券整理

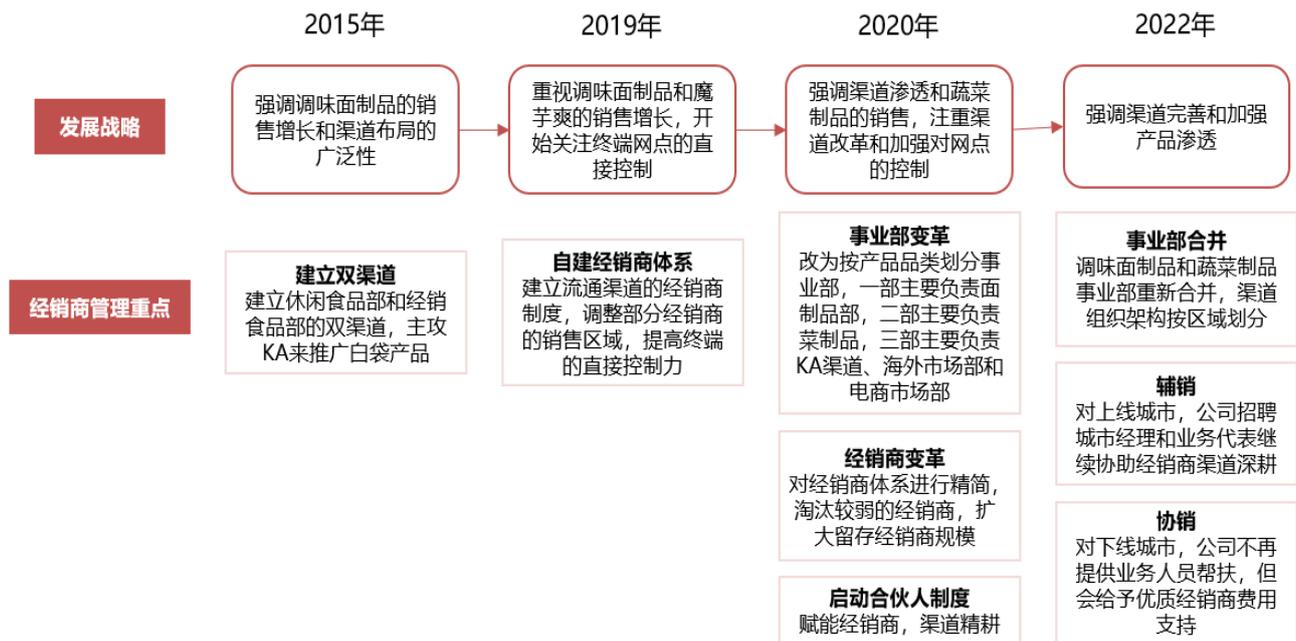
图 39：线下经销商数量变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

传统渠道持续改革，精细化管理提升效率。公司不断优化经销商体系，强调经销控制。发展初期，公司销售依赖线下传统渠道的省代模式。传统渠道的售价天花板较低，逐步向现代渠道分流，省代模式下公司难以掌握次级经销商及零售商，渠道管理相对粗放。2015 年，公司在经典包装款的基础上推出高价位的非透明精装款产品，而原有经销商主要销售透明包装产品，因此对新品的推广意愿较弱。为推广白袋升级产品，公司成立休闲零食营销事业部，主攻 KA 渠道推广白袋产品。2019 年，公司提出做渠道下沉，此时的销售组织架构分为休闲营销总处和流通营销总处，流通营销总处为省代模式，但省代模式难以开展渠道下沉。公司自建流通渠道的经销商体系，调整部分经销商的销售区域，提高对终端的直控力度。2020 年，为了适应渠道下沉的动作，公司采取战略调整，具体分为：①事业部变革：由产品品类划分事业部，分别进行绩效考核，一部主要负责调味面制品，二部主要负责蔬菜制品，后续增加三部负责 KA 渠道以及海外市场部和电商市场部。②经销商变革：对经销商体系进行精简，淘汰相对较弱的经销商，扩大剩余经销商规模。之前一个产品由 3-4 个经销商分别负责定量、流通、散称、大流通，公司梳理县级市、地级市、省区的经销商网络，一个标准市场由一位经销商负责，借此培养大客户。③启动合伙人制度，合伙人主要负责上门拜访网点，

进行一对一信息采集, 维护客情。**2021年**, 由于事业部之间存在利益冲突, 公司将调味面制品和蔬菜制品事业部重新整合, 后续渠道组织架构按区域划分。**2022年**, 公司转向上线城市辅销、下线城市助销的策略。由于下线城市经销商体量较小, 实行合伙人模式的费效比较低, 公司进行新一轮渠道改革。在上线城市建立销售办事处和内部销售团队, 公司直接派出销售人员对接终端, 辅助经销商扩大覆盖网点数和更好服务零售点。在下线城市增加对经销商服务终端的考核和奖励, 给经销商下达拓展网点、渠道拜访、销售监察、货品陈列等任务, 不再提供业务人员帮扶, 但对终端服务能力强的优质经销商给予价格补贴和费用支持。

图 40: 公司渠道改革发展历程


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

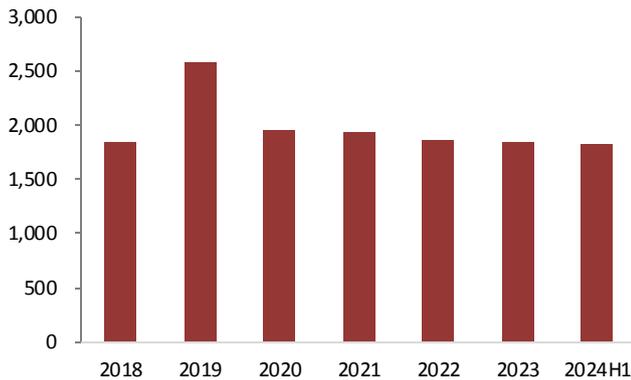
表 8: 2018-2022H1 公司经销商变化情况

指标	2018	2019	2020	2021	2022H1
销售人员数量 (个)	-	-	8446	1105	967
服务于经销商的内部团队人数 (个)	-	423	732	675	737
内部服务团队每人每月的平均访问量 (次)	-	-	7-15	6-17	经销商 10-23 次 零售网点 72-148 次
期末线下经销商数量 (个)	1849	2592	1950	1947	1870
一、二线城市的线下经销商数量 (个)	462	554	449	440	433
低线城市的线下经销商数量 (个)	1387	2038	1501	1484	1399
线下经销商中的企业比例	56.0%	48.5%	49.9%	49.7%	51.1%
来自企业经销商的收入占线下收入的比例	49.8%	51.9%	56.9%	61.4%	62.8%
单个线下经销商的平均年收入 (百万元)	1.4	1.2	1.6	2.2	1
零售网点的数量 (千家)	-	-	570	690	735
单个零售网点的平均年收入 (百万元)	-	-	7.2	7.0	-

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

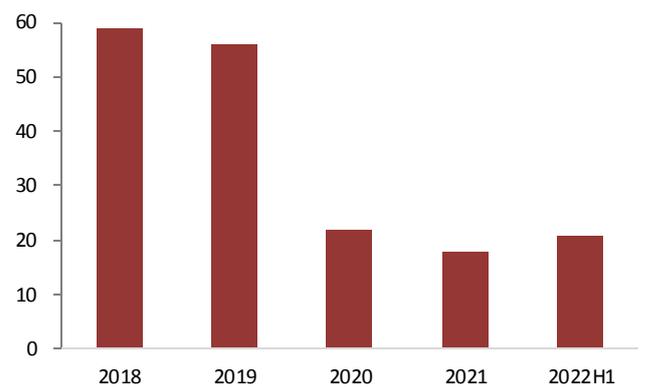
经销商优化调整，完善渠道管理。2019年前公司经销商数量大幅增加，2020年开始逐步优化，主要系公司采取更为严格的经销商管理制度，在进一步扩大和升级线下经销网络的同时，也淘汰一部分业绩增长速度不及公司预期、销售业绩下滑和长期交易不活跃的市场潜力有限的经销商。线上经销商总数自2020年减少，原因为线上经销可能与公司线上直营店形成竞争。随着改革进行，终端数量从2020年的57万家扩大至2022H1的73.5万家。经销商人均收入明显上升，从2018年的136万元提升至2021年的218万元。合伙人制度+货源溯码管理，2020年推动了一包一码，窜货情况明显改善。

图 41：卫龙线下经销商数量（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

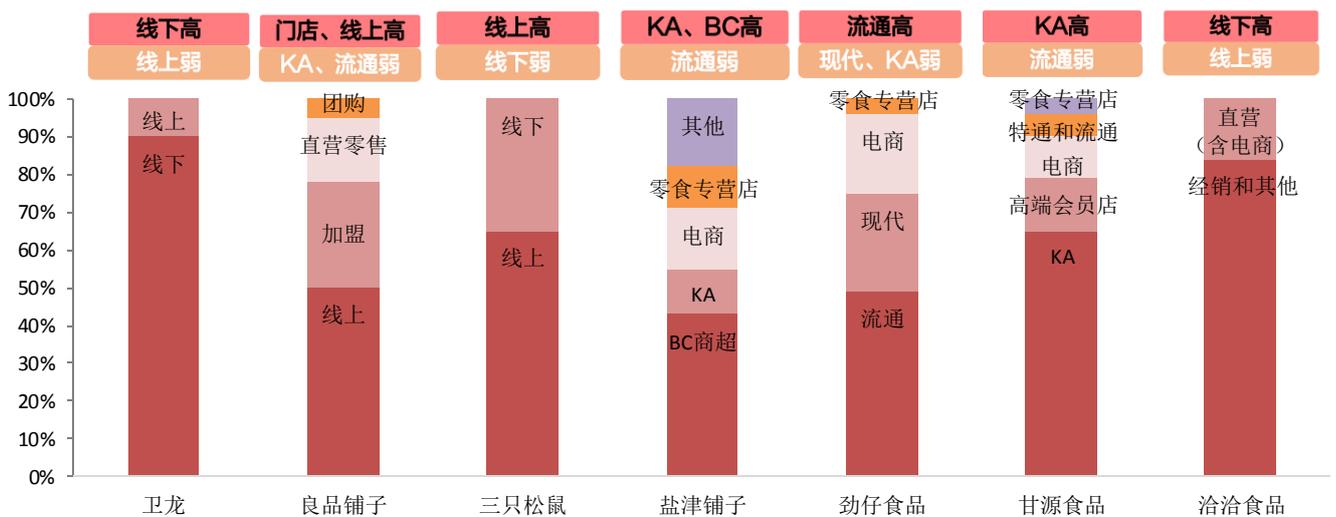
图 42：卫龙线上经销商数量（家）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

全国分区域收入贡献均匀，渠道覆盖广度仍有提升空间。对比同业，目前公司本身渠道覆盖率还未达到天花板，仅卫龙与洽洽线下渠道布局广泛。从网点覆盖广度来看，卫龙在零食企业中遥遥领先，但距离优秀快消品公司仍有差距。公司通过增强与有能力覆盖更多零售终端的经销商合作进一步把握低线市场机会，积极拓展餐饮、住宿、娱乐场所、自动贩卖机等销售渠道满足不同消费场景下的需求，全国范围内公司近期目标为100万个销售终端网点。

图 43：休闲食品公司渠道结构对比

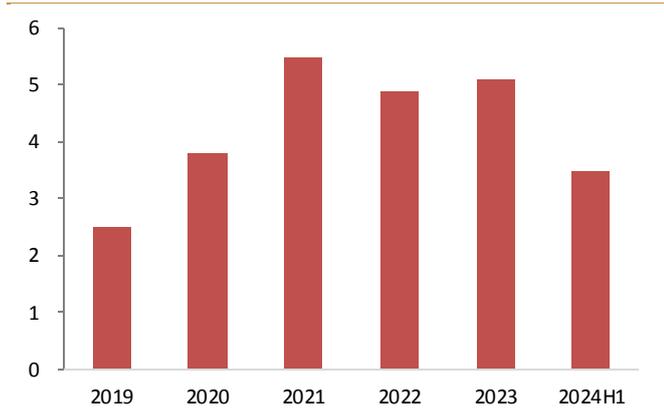


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.2 持续开拓线上渠道，加大电商平台布局

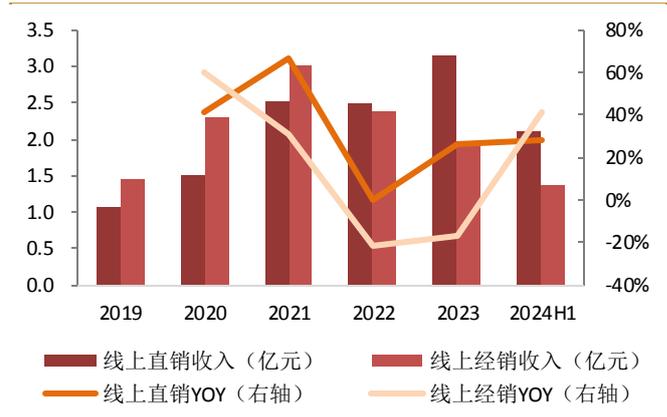
公司加大电商平台布局，实现主流线上平台多渠道覆盖，与线下渠道形成有利互补。传统渠道更倾向于销售流转快的产品，对前期周转率不确定的新品接受度有限。线上渠道对新品接受高，外加电商与内容平台主要用户与公司目标客户均为年轻消费群体，为公司带来巨大的有效流量红利，促进新品曝光。2019年-2023年，公司线上渠道销售收入从2.5亿元，CAGR为19.5%。线上直销的模式为公司于多家主流线上平台（如天猫、京东、拼多多、抖音、快手等）开设直营店直接向消费者销售产品，公司负责订单物流、履约和售后服务。公司线上直销销售收入从2019年的1.1亿元提升至2023年的3.2亿元，CAGR达31.0%。公司借助新兴平台的流量优势，以直播带货等方式直接触达消费者，拉近与消费者的距离，增加品牌曝光量，持续提升消费者粘性。线上经销的模式为公司通过天猫超市和京东商城等在线零售商和经销商向消费者销售产品。公司线上经销收入从2019年的1.4亿元提升至2023年的2.0亿元，CAGR为8.0%。消费者于疫情期间消费习惯开始发生转变，公司于2020年针对线上自营店的广告及促销力度增加，同时与抖音和快手等新电商平台合作，产品种类大大丰富。

图 44：公司线上渠道销售收入（亿元）



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

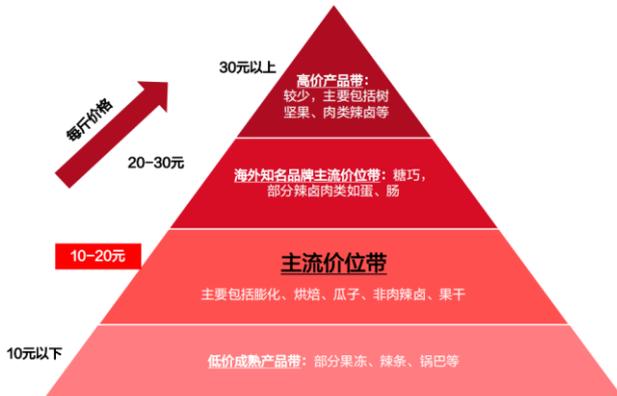
图 45：公司线上直销和经销收入及对应增速



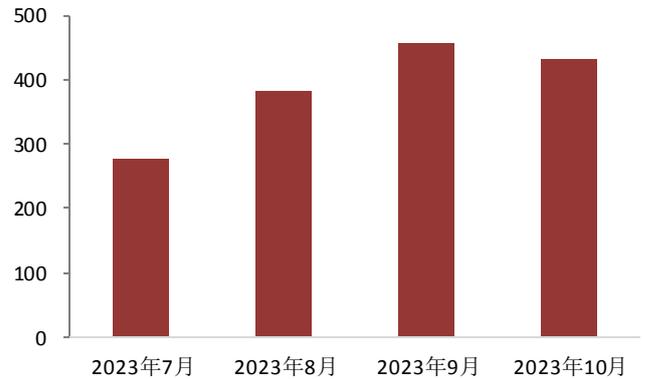
数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

3.2.3 量贩零食重组市场，把握线下发展新机遇

积极拥抱新渠道，门店开拓进展顺利。公司从2023年5月开始通过定制包装和规格，兴建零食量贩渠道。9月已与头部零食量贩系统达成合作，并针对渠道定制产品规格、差异化定价。目前全国近27000家门店中，公司覆盖门店超七成，逐月发展越来越好。对于新渠道的发展要求，公司采取优化供应链，引进在线系统检测包装封口、压短生产周期、推进柔性生产、针对特定客户提供直营直配等措施，同时实行端到端协同机制，联合客户做备货计划，确保在需求突增的情况下及时履约。公司零食量贩渠道每月可实现约5000万人次的品牌曝光。公司目标为未来100%完成量贩订单履约，货龄控制在8天以内，1-3天准时送达，以供应链效率为隐形竞争力，加强量贩渠道的深化覆盖。2024年上半年公司在零食量贩渠道完成4亿元+的销售目标，渠道占比达到15%。

图 46：零食专营店产品价格梯队


数据来源：公司官网，西南证券整理

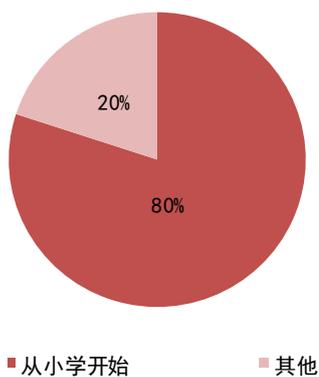
图 47：卫龙零食量贩渠道月销量（千箱）


数据来源：渠道调研，西南证券整理

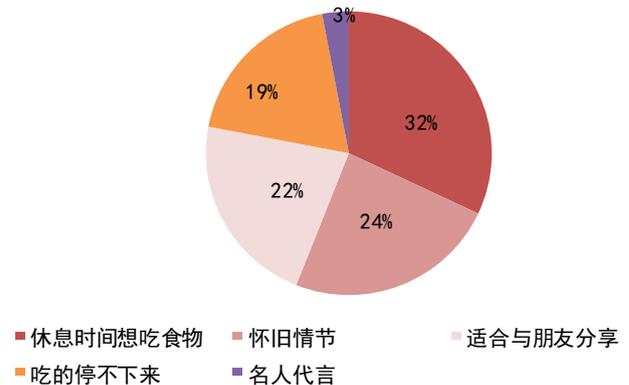
3.3 多维升级品牌宣传渠道，巩固品牌黏性

3.3.1 经典国民零食，巩固品牌黏性

80、90 后童年记忆，品牌知名度高。卫龙为中国知名度最高、最受消费者喜爱的辣味休闲食品品牌。卫龙产品 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。卫龙产品 80%的消费者从小学开始就消费辣条，53%的消费者是因为怀旧而购买。作为代表性的国民零食，卫龙产品早期流通于学校周边小卖部、夫妻便利店等传统渠道，以味道独特、辣度适中、价格便宜等特点在消费者青少年时期形成有效触达和情感联结。

图 48：消费者第一次吃辣条的时间


数据来源：Bilibili，西南证券整理

图 49：购买辣条的理由


数据来源：Bilibili，西南证券整理

3.3.2 强化年轻调性，紧跟热点精准营销

公司持续延伸产品及渠道组合、配合多元营销活动，持续触达年轻消费者，塑造年轻化品牌形象。1) 产品及包装升级，满足多元化需求。2022 年，公司对产品进行升级，着力打造令消费者放心的安全品牌形象。2) 渠道组合延伸，增强年轻消费者触达。公司将零售渠道从小商店拓展到超市、便利店、电商和社交媒体等。3) 多元营销活动，提高品牌曝光度。

近年来公司继续加大品牌投入。2022 年，卫龙不仅升级了产品的配方和包装，还通过各种活动宣传其产品的食品安全，展示原材料采购、食品生产、质量控制和包装等。

图 50：卫龙营销活动时间轴



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 9：卫龙代表性营销事件

营销类型	营销活动		
主题营销	 2018.11 双十一卫你凑单	 2021.6 辣条摸底考试	 2022.11 躺平与卷入
主题产品	 2019.6 万物皆可辣	 2021.6 卫龙耳机壳	 2022.1 卫龙口罩
店铺营销	 2016.9 苹果风格	 2019.12 EXCEL 风格	 2020.11 迪斯科风格
节日营销	 2020.1 辣条年夜饭	 2022.6 龙粽登场	 2023.2 情人节辣条花束
联名产品	 2020.3 安踏联名辣条鞋	 2021.1 盒马联名辣条包子	 2023.4 周大生联名黄金

数据来源：公司官网，天猫旗舰店，西南证券整理

3.4 生产质控体系领先，产能利用率仍有上行空间

3.4.1 自建产能保障供给，升级产线降本增效

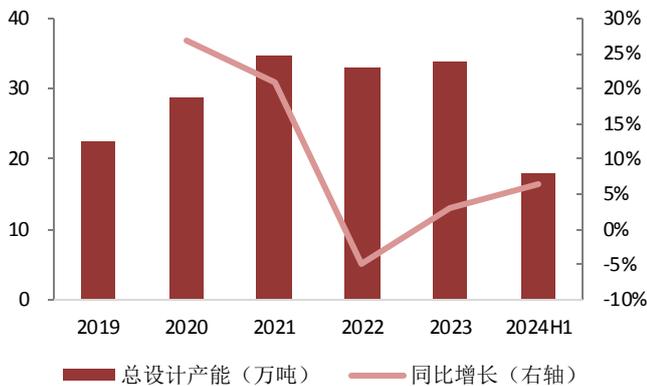
现有产能匹配销量，在建产能支持增长。公司主要依赖自有产能，目前公司在河南省拥有 5 个工厂。2019-2021 年，公司总设计产能随销量增长逐步提升；2021-2023 年，产能略有波动，主要系调味面制品相关生产设备升级及部分产线规划调整；2023 年总设计产能达 34 万吨；24H1 总设计产能为 17.9 万吨。24H1 漯河平平工厂/漯河卫来工厂/驻马店卫来工厂/漯河卫到工厂/漯河杏林工厂的产能占比分别为 23.6%/17.4%/18.0%/29.0%/12.1%，其中平平工厂和卫到工厂贡献主要产能。目前漯河杏林工厂正在扩产建设中，包括卤蛋产线在内的部分产线已投产，后续产能有望进一步释放。

表 10：公司现有工厂

生产工厂	2023 年			2024H1		
	设计产能 (万吨)	实际产量 (万吨)	产能利用率	设计产能 (吨)	实际产量 (吨)	产能利用率
漯河平平工厂	9.52	4.67	49.1%	4.23	2.80	66.1%
漯河卫来工厂	5.75	3.20	55.7%	3.12	2.04	65.3%
驻马店卫来工厂	6.74	2.45	36.3%	3.22	1.54	48.0%
漯河卫到工厂	8.99	5.68	63.2%	5.19	3.63	70.1%
漯河杏林工厂	2.99	2.80	93.6%	2.17	1.91	87.7%
合计	33.99	18.80	55.3%	17.92	11.92	66.5%

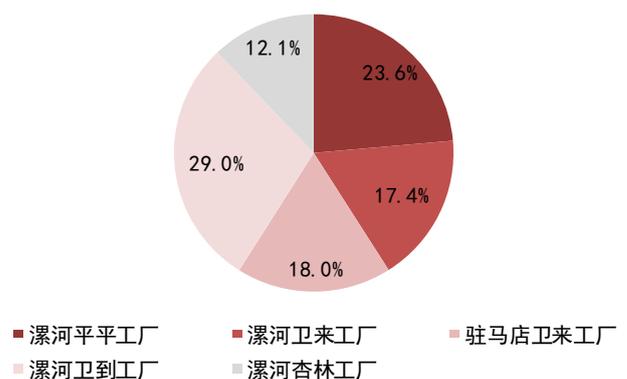
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51：2019-2024H1 卫龙总设计产能（万吨）



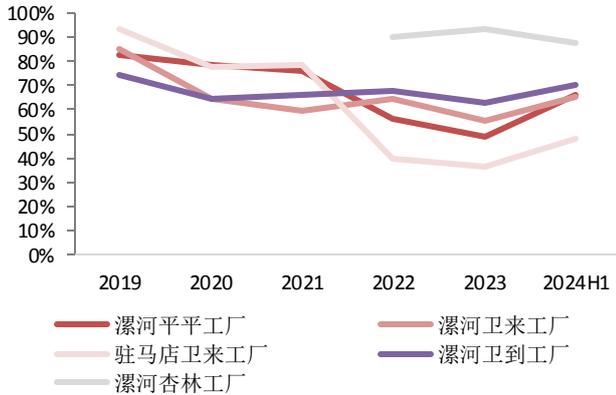
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 52：2024H1 卫龙工厂设计产能占比

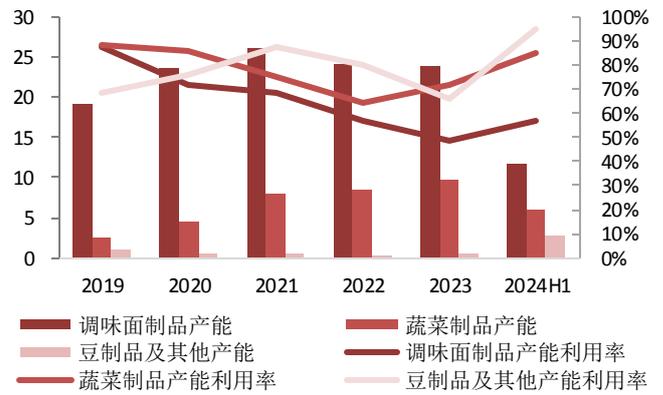


数据来源：公司公告，西南证券整理

生产效率持续优化，产能利用率有望提升。24H1 调味面制品、蔬菜制品及豆制品的产能利用率分别为 56.5%、84.9%、95.0%，同比分别提升 9.0pp、29.7pp、35.4pp，除面制品的设计产能较去年同期基本持平以外，蔬菜产品和豆制品及其他的设计产能均有较大提升，蔬菜制品主要源于魔芋制品的新产线投产，豆制品及其他主要源于新增了礼包产品。各工厂产能利用率迎来明显改善，主要由于部分产线转移到效率更高的工厂，同时部分产品的规格调整和面制品的销量回暖也促进产能利用率提升。

图 53：2019-2024H1 各工厂产能利用率


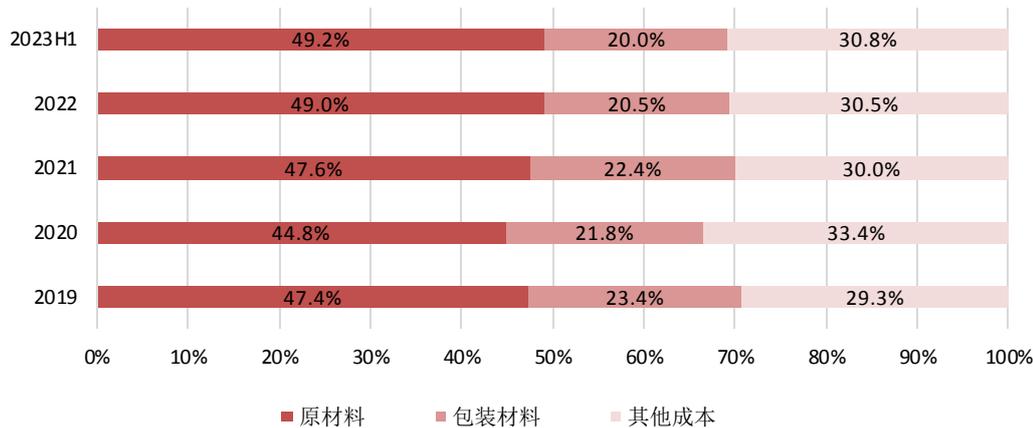
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：2019-2024H1 各品类设计产能及产能利用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4.2 原料端把控较强，成本下行释放利润空间

21-22 年原材料上涨明显，24 年以来价格趋势向下。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、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%。2023 年大豆油、面粉价格均有所回落，2024 年以来，大豆油、面粉、海带价格同比亦呈现回落态势。

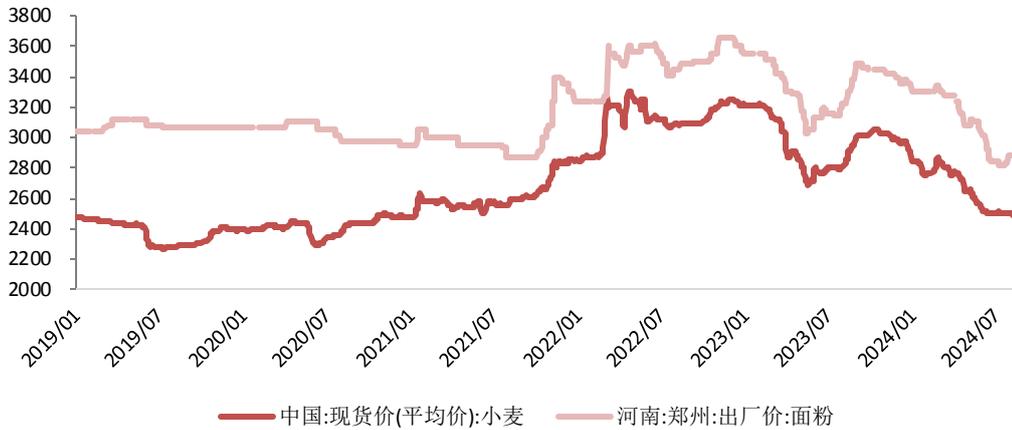
图 55：公司生产成本中原材料和包装材料占比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

面粉价格复盘及展望：小麦为面粉主要原材料，2021 年下半年以来，受小麦价格持续上涨影响，面粉价格从 2021 年 9 月的 2870 元/吨上升至 2022 年 11 月的 3640 元/吨。2023 年春节后受整体售粮进度同比偏慢影响，市场散粮余量较去年同期相对偏多，市场整体供应宽裕，2 月后小麦价格持续走低，拖累面粉价格回落。5 月新麦上市后，河南安徽等产区受不利降雨影响品质下降，用于生产面粉的质优粮源数量减少，小麦价格上升带动面粉价格反弹。中秋国庆旺季带动食品厂提前采购补库，Q3 小麦和面粉价格延续上涨趋势，Q4 受高价

库存影响，短期内面粉价格维持高位，小麦价格已开始下降。2022-2023 年小麦和面粉价格处于相对高位，下游企业库存充裕且采购谨慎，小麦与面粉于 2024 年年初均开始进入下行通道。

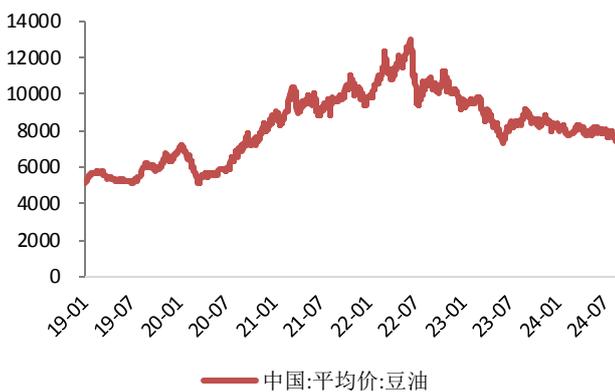
图 56：2019-2024 年小麦现货价格与郑州面粉出厂价格（元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

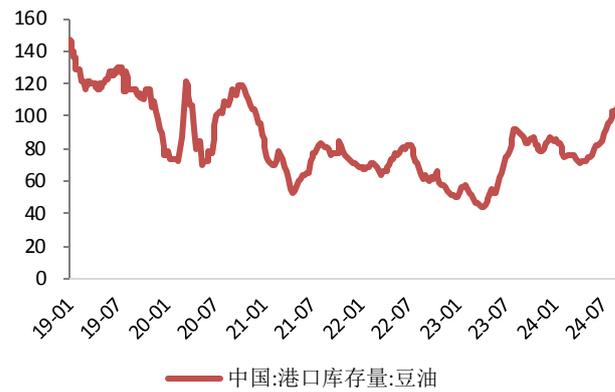
豆油价格复盘及展望：2019 年开始豆油价格进入上行通道，2022 年 6 月达到峰值后进入下行通道，2023 年豆油价格整体走弱，先跌后涨，上半年下跌主要系美联储加息导致美元升值，大宗商品价格下跌。下半年干旱天气引发大豆产量担忧导致价格上涨，但 9 月美豆上市后压力显现，国内秋季备货结束，豆油价格转弱。2023 年整体消费增幅不及供应增幅，港口豆油库存较年初库存增长较多。消费缓慢复苏及大豆供应未出现大幅下降的背景下，豆油价格呈现持续走弱趋势。

图 57：2019-2024 年豆油价格（元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

图 58：2019-2024 年豆油港口库存量（万吨）



数据来源：wind，西南证券整理

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、包装材料、雇员福利费用、OEM、生产费用等项目，23H1 在营业成本中的占比分别为 49.2%、20.0%、12.6%、8.6%、8.0%。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（成本占比为 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（成本占比为 29.2%）以供应链效率的变化体现，包装材料及税收项成本占比假设保持稳定而忽略不计（成本占比

21.7%)。截至 2024 年 8 月，面粉均价约为 2800 元/吨，豆油均价约为 7700 元/吨，往后展望，目前面粉已经回归相对较低的价格水位，仍处于豆油处于历年价格区间中游，相较于行业最低价格水位仍有 20%-30% 的下降空间。无论从原材料端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 11：原材料价格与供应链效率对毛利率影响的敏感性分析

原材料价格波动及供应链效率提升 对毛利率的影响		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%	4%	5%	6%	7%
	0%	1%	0%	-1%	2%	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%

数据来源：wind，西南证券整理

4 港股食品饮料高股息思考

4.1 食品饮料新周期：行业量减价增，企业收缩经营

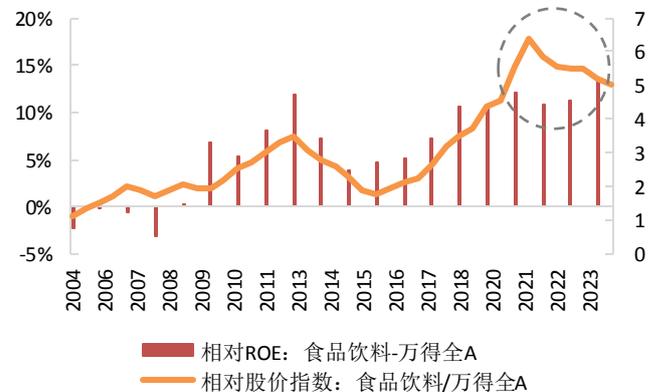
食品饮料板块分红率持续提升，高 ROE 价值有望凸显。近年来社会总需求偏弱，全行业 ROE 进入整体下行趋势。由于净利润提升较为困难，市场关注度更多转向净资产的降低。高股息率带来的高分红或注销式回购都有助于提升股东回报，降低净资产。2021 年以来，食品饮料行业 ROE 相对于全部 A 股仍在提升，但股价相对表现并未随之提升，存在一定背离。未来在需求回暖后，净利润预期得到修正，市场风格有望向重视 ROE 的作用转变。低速增长背景下自由现金流改善，未来将催生更多高分红公司。一方面企业顺势收缩经营，自由现金流改善，带来分红空间；另一方面净利润增速长期放缓背景下，企业通过提高分红率以维持 ROE 水平。食品饮料板块龙头具备一定成长性，未来分红率持续提升，高 ROE 价值有望充分凸显。

图 59：2004-2024 年食品饮料和万得全 A 行业 ROE



数据来源：wind，西南证券整理

图 60：食品饮料和万得全 A 相对 ROE 和相对股价指数

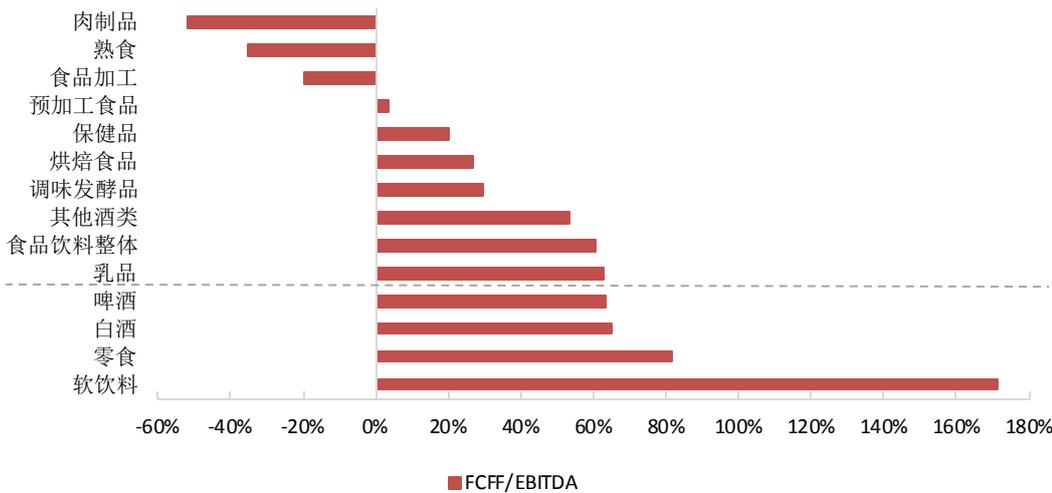


数据来源：wind，西南证券整理

4.2 自由现金流：低速增长下的食品饮料价值挖掘

食品饮料行业商业模式优异，自由现金流创造能力长期强。食品饮料公司具备品牌溢价，对上游原材料和下游渠道占款能力强，且多数子行业走向低速增长时期，营运资本和资本开支同时减少，因此自由现金流占 EBITDA 比例较高。细分来看，软饮料、零食、白酒、啤酒、乳品的自由现金流创造能力较强，主要由于盈利能力改善导致现金留存增加，品牌议价能力更强，营运资本负增长增厚现金，以及资本开支占比低于偏向制造类的其他子行业。

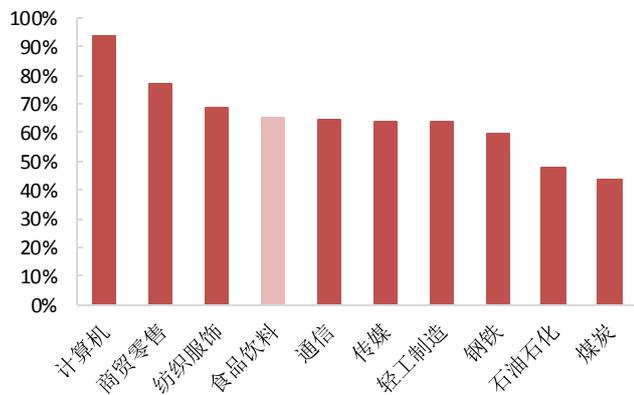
图 61：2023 年食品饮料细分行业 FCFF 占 EBITDA 的分配比例



数据来源：wind，西南证券整理

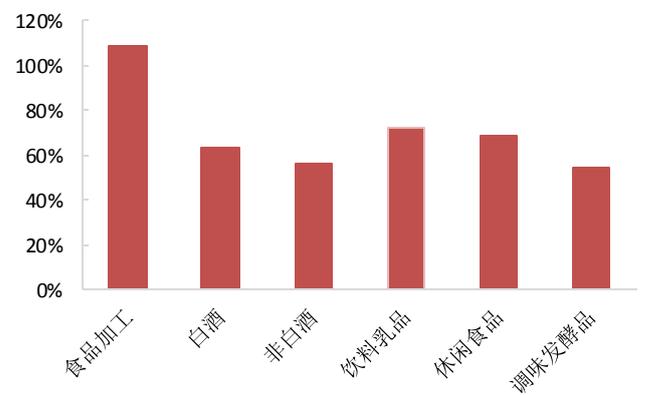
对比其他行业，食品饮料板块分红率处于较高水平。自由现金流创造能力强的行业集中在上下游占款能力强，营运资本变动增厚现金的消费板块，以及经营趋于稳定、资本开支减少的传统板块。2023 年食品饮料板块分红率为 65.2%，处于行业第 4 位，远高于全行业平均水平。板块内子行业中，白酒、非白酒、调味品子行业的分红率分别为 63.5%、56.6%、54.8%，其中的行业龙头分红率仍有较大提升空间。

图 62：2023 年各行业分红率前十名



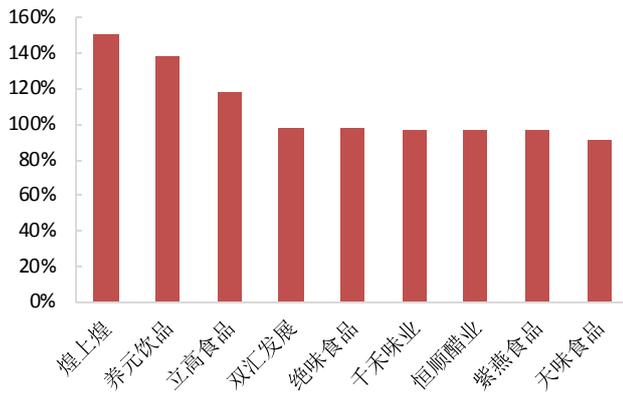
数据来源：wind，西南证券整理

图 63：2023 年食品饮料子行业分红率

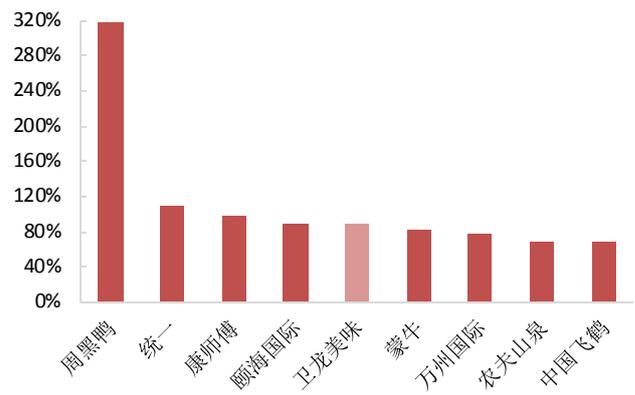


数据来源：wind，西南证券整理

高自由现金流潜在走向高分红，头部公司股息率处于5%以上。2023年以后，随着消费场景修复，需求迎来弱复苏；同时众多食品饮料子行业已处于成熟期，竞争格局相对稳定；企业在增长预期减弱的背景下收缩经营减少资本开支，自由现金流改善明显。高自由现金流为给予股东更多回报提供基础，同时公司分红意愿有所提升，较多食品饮料公司于2023年主动提高高分红率。港股公司外资占比高，食品饮料龙头重视分红且现金流充裕，更趋于重视股东回报，分红率持续高位，股息率更具优势。2023年食品饮料行业股息率前十的公司分别为周黑鸭、中国飞鹤、养元饮品、元祖股份、康师傅、汤臣倍健、卫龙美味、中国旺旺、双汇发展等，股息率位于5.6-10.0%的区间。

图 64：2023 年 A 股食品饮料公司分红率前十排名


数据来源：wind，西南证券整理

图 65：2023 年港股食品饮料公司分红率前十排名


数据来源：wind，西南证券整理

休闲食品核心逻辑延续，估值待修复，个股机会凸显。港股市场本身注重分红和回报，而港股食品饮料龙头在手现金流充裕，回购和分红可以更好回报投资者，是增长降速后估值维护的有效策略。卫龙所在的零食板块天然具备大市场和多品类，且当下零食公司营收体量较小，渠道红利、品类红利和成本红利延续，卫龙逆周期实现业绩修复表明零食公司仍有个股层面超额收益可能，随着市场流动性改善及对消费预期逐步回暖，板块估值有望修复。在此期间，高分红率和高股息率为投资者提供投资收益的保障。

表 12：中国食品饮料子行业代表公司分红率和股息率

子行业	股票代码	公司	分红率		股息率	
			2022	2023	2022	2023
白酒	600519.SH	贵州茅台	95.8%	84.0%	2.8%	3.3%
	000858.SZ	五粮液	55.0%	60.0%	2.1%	3.6%
	000568.SZ	泸州老窖	60.0%	60.0%	1.9%	3.8%
	002304.SZ	洋河股份	60.1%	70.1%	2.3%	5.6%
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	47.8%	63.9%	3.4%	4.0%
	600132.SH	重庆啤酒	99.6%	101.4%	4.6%	5.0%
	0291.HK	华润啤酒	40.6%	58.9%	3.7%	3.7%
	1876.HK	百威亚太	54.8%	82.2%	4.1%	4.1%
软饮料	605499.SH	东鹏饮料	55.5%	49.0%	1.1%	1.4%
	603156.SH	养元饮品	154.5%	137.8%	8.1%	7.5%
	9633.HK	农夫山泉	101.94%	76.35%	1.7%	1.8%
	0220.HK	统一企业中国	120.4%	110.0%	4.8%	8.4%

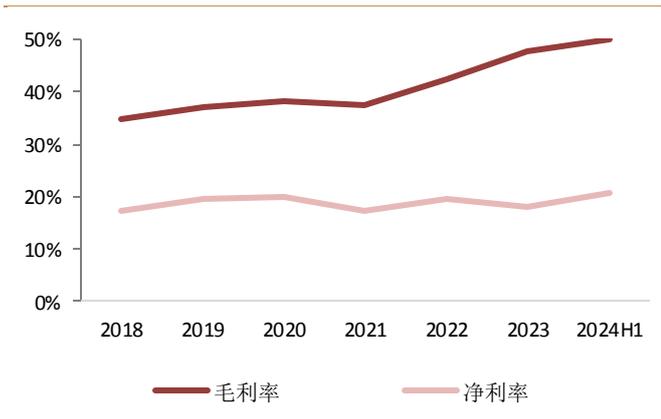
子行业	股票代码	公司	分红率		股息率	
			2022	2023	2022	2023
	0322.HK	康师傅	202.9%	98.0%	7.7%	6.1%
	0151.HK	中国旺旺	112.7%	81.2%	9.4%	5.6%
乳制品	600887.SH	伊利股份	70.2%	73.3%	3.3%	4.6%
	02319.HK	蒙牛乳业	30.0%	40.0%	1.3%	3.6%
	6186.HK	中国飞鹤	47.5%	69.3%	4.4%	8.0%
调味品	603027.SH	天味食品	71.0%	92.6%	1.2%	3.7%
	603317.SH	千禾味业	30.3%	96.9%	0.5%	3.6%
	1579.HK	颐海国际	25.6%	90.2%	0.7%	6.7%
休闲零食	002557.SH	洽洽食品	51.8%	62.5%	2.0%	3.7%
	002991.SZ	甘源食品	63.2%	61.1%	1.4%	3.9%
	603697.SH	有友食品	91.5%	92.1%	3.7%	4.4%
	603866.SH	桃李面包	83.3%	50.2%	2.6%	3.4%
	9985.HK	卫龙美味	372.5%	88.2%	2.5%	5.9%

数据来源: wind, 西南证券整理

5 财务分析

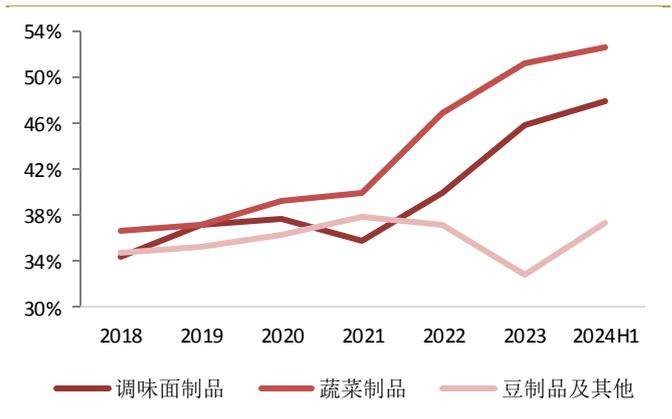
产能利用率优化叠加成本下降驱动毛利提升, 盈利能力整体改善。24H1 整体毛利率 49.8%, 同比+2.3pp; 净利率 21.2%, 同比+1.9pp。毛利率上升主要得益于产能利用率的提升以及面粉等原材料价格回落, 收入和毛利率的改善驱动净利率随之提升。24H1 公司整体产能利用率高达 66.5%, 去年同期仅为 49.9%。分产品看, 24H1 调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他产品毛利率分别为 47.9%/52.6%/37.3%, 同比+2.5pp/+0.9pp/+0.5pp。

图 66: 2018-2024H1 公司毛利率及净利率



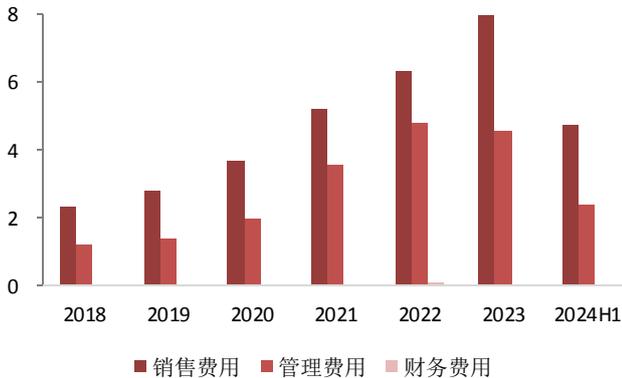
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 67: 2018-2024H1 公司分品类毛利率

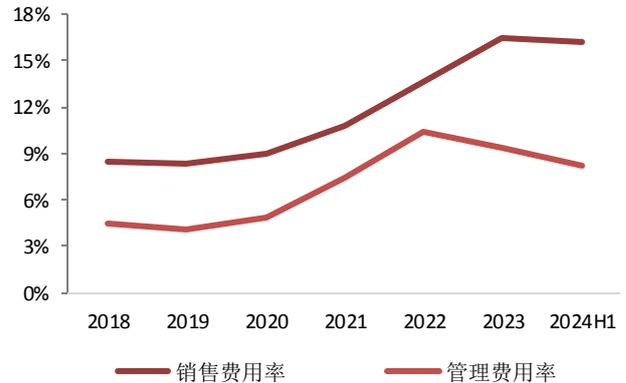


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

费用投放增加, 效率持续改善。24H1 销售费用率为 16.2%, 同比+0.4pp; 销售费用率同比与环比均有提升, 一方面源于公司继续推进辅销及助销模式增聘销售人员, 销售人员福利费用大幅增长; 另一方面来自于公司加强品牌宣传, 在户外媒体和电商平台投放的广告增加。管理费用率为 8.2%, 同比-1.2pp, 主要源于公司持续提升组织效率, 管理费用率持续改善。

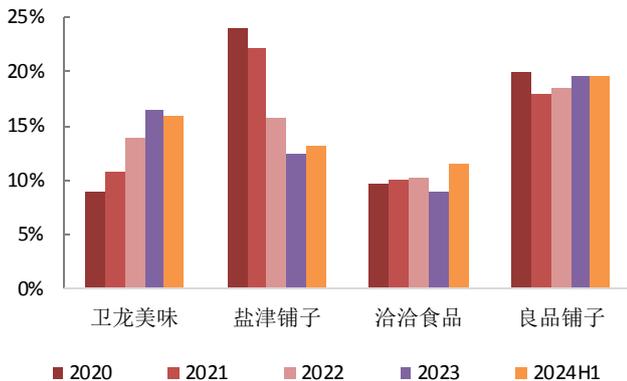
图 68：2018-2024H1 公司各项费用（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

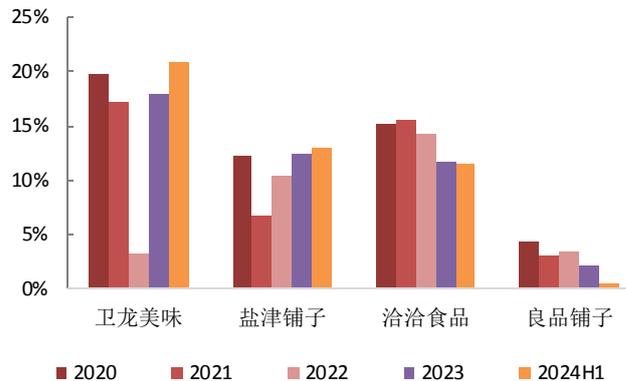
图 69：2018-2024H1 公司费用率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

经营势能逐渐增强，降费增利空间大。公司持续推进产品结构升级，砍掉价格较低的透明包装，产品结构不断优化，毛利率得到进一步提升。公司近年来加大广告费用投入，但销售费用支出科学高效，有效实现销售费用支出和营收增长的良性互动，销售费用率逐年提升的同时净利率保持稳定。随着公司毛利率的提升，叠加积聚起的经营势能不断释放，规模效应下费用率有望持续边际递减，净利率提升弹性十足。

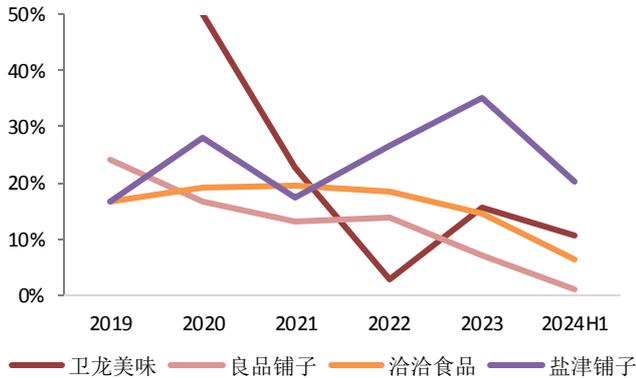
图 70：2020 年以来休闲食品可比公司销售费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

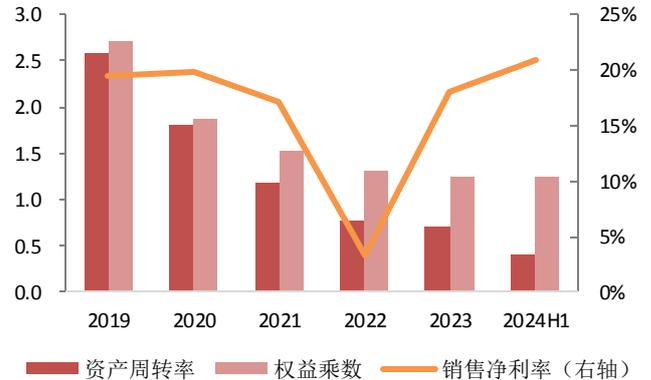
图 71：2020 年以来休闲食品可比公司净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

ROE 拐点向上，经营状况持续向好。卫龙近年来费用率整体呈现扩张趋势，2019-2022 年 ROE 呈持续下降趋势。2023 年，产品结构优化叠加成本改善驱动 ROE 从 2.7% 稳步修复至 15.4%，公司的经营质量拐点向上。通过分拆 ROE 可以看出，公司 ROE 的回升主要得益于销售净利率的提升。公司成本的改善，以及产品结构的持续优化、产品竞争力的持续增强，有效推动 ROE 的稳步提升，公司品牌复兴势头正强，改革成效逐步释放，随品牌形象的逐步强化，公司有望在品牌势能、渠道推力的催化下，业绩弹性持续释放。

图 72：2019 年以来可比上市公司权益净利率（摊薄）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 73：公司 2019 年以来 ROE 拆分


数据来源：公司公告，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

关键假设：

1) 调味面制品：以辣条为主的调味面制品在今年销量恢复较好，销量恢复和霸道熊猫的新品贡献助推营收稳健增长，预计 2024-2026 年销量分别同比增长 4%、2%、1%，吨价分别提升 2%、1.5%、1%，毛利率分别为 48%、48.5%、49%。

2) 蔬菜制品：以魔芋爽和风吃海带为代表的蔬菜制品业务仍处于快速爆发期，预计 2024-2026 年销量分别同比增长 35%、25%、20%，吨价分别提升 3%、2%、1%，毛利率分别为 53%、53.5%、54%。

3) 豆制品及其他制品：新品类尚处于培育期，成长值得期待，预计 2024-2026 年销量分别同比增长 15%、10%、8%，吨价分别提升 3%、2%、1%，毛利率分别为 37.5%、38%、38.5%。

表 13：分业务收入及毛利率情况（单位：人民币）

分业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（亿元）	48.7	58.9	68.3	77.0
	YoY	5.2%	20.9%	15.9%	12.8%
	营业成本（亿元）	25.5	29.4	33.6	37.3
	毛利率	47.7%	50.1%	50.8%	51.6%
调味面制品	收入（亿元）	25.5	27.0	28.0	28.6
	YoY	-6.2%	6.1%	3.5%	2.0%
	销量（万吨）	12.4	12.9	13.2	13.3
	YoY	-17.2%	4.0%	2.0%	1.0%
	吨价（元/吨）	2.0	2.1	2.1	2.1
	YoY	13.2%	2.0%	1.5%	1.0%

分业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
	成本 (亿元)	13.8	14.1	14.4	14.6
	毛利率	45.9%	48.0%	48.5%	49.0%
蔬菜制品	收入 (亿元)	21.2	29.5	37.6	45.5
	YoY	25.1%	39.1%	27.5%	21.2%
	销量 (万吨)	7.1	9.6	12.1	14.5
	YoY	31.2%	35.0%	25.0%	20.0%
	吨价 (元/吨)	2.96	3.1	3.1	3.2
	YoY	-4.7%	3.0%	2.0%	1.0%
	成本 (亿元)	10.3	13.8	17.5	20.9
	毛利率	51.3%	53.0%	53.5%	54.0%
豆制品 及其他制品	收入 (亿元)	2.0	2.4	2.7	3.0
	YoY	-7.4%	18.5%	12.2%	9.1%
	销量 (万吨)	0.5	0.6	0.7	0.7
	YoY	-12.7%	15.0%	10.0%	8.0%
	吨价 (元/吨)	3.84	4.0	4.0	4.1
	YoY	6.0%	3.0%	2.0%	1.0%
	成本 (亿元)	1.4	1.5	1.7	1.8
	毛利率	32.8%	37.5%	38.0%	38.5%

数据来源: Wind, 西南证券

6.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 永续期增长率为 3.0%;
- 2) 无杠杆 β 系数为 1.0;
- 3) 保持 25% 稳定税率。

表 14: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3.0%
无风险利率 R_f	2.0%
市场组合报酬率 R_m	12.0%
有效税率 T_x	25.0%
过渡期增长率	5.0%
β 系数	0.7325
债务资本比重 W_d	3.16%
股权资本成本 Ke	9.58%
WACC	9.40%

数据来源: 西南证券

表 15: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	23907.60
净债务价值	(180.94)
股票价值	24088.54
每股价值	10.24

数据来源: 西南证券

表 16: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 WACC	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%
7.07%	14.03	14.30	14.61	14.98	15.42	15.95	16.58
7.77%	12.43	12.63	12.87	13.14	13.46	13.84	14.30
8.55%	11.05	11.20	11.38	11.58	11.81	12.09	12.42
9.40%	9.85	9.96	10.09	10.24	10.41	10.61	10.85
10.34%	8.79	8.88	8.97	9.08	9.21	9.36	9.53
11.38%	7.87	7.93	8.00	8.09	8.18	8.29	8.41
12.52%	7.05	7.10	7.15	7.21	7.28	7.36	7.46

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约为 10.24 元人民币, 按 0.92: 1 的汇率对应为 11.13 港元。

6.3 相对估值

公司在辣味零食赛道头部地位稳固, 处于休闲零食黄金赛道, 此处选取休闲食品行业中产品结构相近的良品铺子、洽洽食品、盐津铺子作为可比估值对象, 这三家公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 21 倍、17 倍、14 倍。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。参考可比公司估值, 给予公司 2024 年 18 倍估值, 按照 0.92:1 的汇率, 对应目标价 9.78 港元, 维持“买入”评级。

表 17: 可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价 (元/港元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603719.SH	良品铺子	11.35	1.8	1.7	2.1	2.5	48	27	22	18
002557.SZ	洽洽食品	29.33	8.0	9.7	11.5	13.2	22	15	13	11
002847.SZ	盐津铺子	53.48	5.1	6.6	8.5	10.7	27	22	17	14
平均值							32	21	17	14
9985.HK	卫龙美味	7.68	8.8	11.9	14.1	16.2	21	15	13	11

数据来源: Wind, 西南证券整理

7 风险提示

行业竞争加剧风险：辣味零食行业细分赛道众多，竞争格局分散，竞争激烈程度可能加剧。

原材料价格波动风险：公司产品原材料主要包括大豆油、面粉、魔芋，原材料价格波动可能影响公司利润水平。

食品安全问题：若公司生产环节出现食品安全问题，将严重损坏品牌形象，对其生产经营、产品销售产生不利影响，影响公司业绩。

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn