

食品饮料

2025年03月29日

卫龙美味 (09985)

——蔬菜制品实现高增 2025 聚焦渠道精耕和控费提效

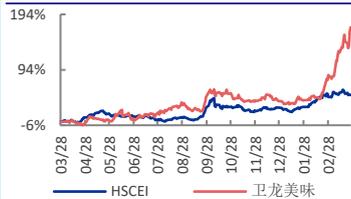
报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025年03月28日

收盘价 (港币)	14.16
恒生中国企业指数	8606.51
52 周最高/最低 (港币)	14.76/5.13
H 股市值 (亿港元)	332.92
流通 H 股 (百万股)	2,351.15
汇率 (人民币/港币)	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 事件：**卫龙美味发布 2024 年年度业绩。根据公司公告，2024 年公司实现营业收入 62.66 亿，同比增长 29%；归母净利润 10.69 亿，同比增长 21%；其中 2024H2 实现营收 33.28 亿，同比增长 31%；实现归母净利润 4.47 亿元，同比增长 3%。公司业绩符合预期。
- 公司建议派发末期股息每股普通股人民币 0.11 元，派发特别股息每股普通股人民币 0.18 元，加上 2024 中期股息每股 0.16 元，公司 2024 年度合计派发股息每股 0.45 元，派息率 98.6%。
- 投资分析意见：**考虑到公司蔬菜制品依然处于快速放量期，略上调盈利预测，新增 2027 年预测。预计 2025~2027 年公司分别实现归母净利润 12.3/13.99/15.64 亿（前次 2025~2026 年为 11.85/13.54 亿），分别同比增长 15%/14%/12%，最新收盘价对应 PE 分别为 25/22/20x。公司作为行业领先企业，品牌知名度高，调味面制品有望保持稳健增长，蔬菜制品有望凭借渠道优势继续放量，中长期成长潜力良好，维持增持评级。
- 调味面制品表现稳定，蔬菜制品延续高增。**根据公司公告，分业务看，2024 年公司调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他产品实现营业收入 26.67/33.71/2.29 亿，分别同比增长 4.6%/59.1%/12.2%。其中，24H2 三项业务分别实现营业收入 13.1/19.1/1.05 亿，分别同比增长 4.20%/61.1%/6.5%。分销售渠道看，2024 年公司线下渠道/线上渠道分别实现营业收入 55.6/7.05 亿，分别同比增长 27.5%/38.1%。24H2 公司线下/线上渠道分别实现收入 29.7/3.56 亿，同比增长 29.44%/43.24%。2024 年，公司产品端持续推动产品口味多元化，榴莲辣条、小魔女等产品取得较好成绩；渠道端得益于全渠道运营策略，积极拓展新渠道，并提升终端服务与执行能力，实现单店 SKU 数量的提升，产品渠道双轮驱动收入实现良好的增长。展望 2025 年，一方面公司持续做好产品创新，另一方面在渠道端扎实推进产品陈列工作，强化终端曝光度，并积极拥抱新渠道，预计蔬菜制品有望延续高增，调味面制品亦有望实现稳健增长。
- 成本扰动拖累毛利率表现，通过控费提效有望稳定净利率。**2024 年公司实现毛利率 48.13%，同比提升 0.45pct，其中 24H2 毛利率 46.69%，同比下降 1.12pct。分业务看，24H2 调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他产品毛利率分别为 47.04%/47.19%/33.48%，同比 +0.6/-3.7pct/+5pct。H2 毛利率下降主因魔芋原材料涨价，公司通过向上游布局提升供应链稳定性，同时提升内部自动化水平实现控费提效，积极对冲原材料成本的不利影响。费用端，24H2 公司实现经销及销售费用/管理费用率为 16.55%/7.47%，同比 -0.72pct/-1.95pct。24H2 公司实现归母净利率 13.44%，同比下降 3.59pct，除毛利率影响外，金融资产公允价值亏损亦拖累了报表业绩表现。
- 风险提示：**原材料成本波动；渠道拓张不及预期；食品安全问题。

财务数据及盈利预测

人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,872	6,266	7,101	7,972	8,810
同比增长率 (%)	5	29	13	12	11
归母净利润 (百万元)	880	1,069	1,232	1,399	1,564
同比增长率 (%)	482	21	15	14	12
每股收益 (元/股)	0.37	0.45	0.52	0.60	0.67
净资产收益率 (%)	15.43	17.82	19.95	21.24	22.23
市盈率					
市净率	5.3	5.1	5.0	4.7	4.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

利润表 (单位：百万元，CNY)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,872	6,266	7,101	7,972	8,810
营业成本	-2,549	-3,250	-3,828	-4,305	-4,759
毛利	2,323	3,016	3,274	3,667	4,050
销售费用	-807	-1,026	-1,221	-1,339	-1,454
管理费用	-459	-491	-533	-582	-617
金融资产减值	0	0	0	0	0
其他收入-其他	43	77	62	69	66
其他经营净收益	3	-175	-49	-49	-49
营业利润	1,104	1,401	1,533	1,767	1,997
财务收入/(费用)净额	176	160	203	205	206
财务收入	197	179	179	179	179
财务费用	-22	-19	-24	-25	-27
权益法下应占联营公司利润/损失					
除税前溢利	1,279	1,561	1,736	1,972	2,203
所得税	-399	-493	-503	-572	-639
净利润(含少数股东权益)	880	1,068	1,233	1,400	1,564
净利润(不含少数股东权益)	880	1,069	1,232	1,399	1,564
少数股东损益	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。