

2025年03月28日

证券研究报告·2024年报点评

卫龙美味 (9985.HK) 食品饮料

买入 (维持)

当前价: 14.16 港元

目标价: 17.16 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

多品类全渠道战略落地，高质量发展延续

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报, 全年实现营收 62.7 亿元, 同比+28.6%; 归母净利润 10.7 亿元, 同比+21.4%。2024H2 实现营收 33.3 亿元, 同比+30.8%; 归母净利润 4.5 亿元, 同比+3.2%。派发末期股息每股 0.11 元, 同时派发特别股息 0.18 元, 集团拟全年派息比率高达约 99%。
- **蔬菜制品高速增长, 全渠道建设保驾护航。** 1、分品类看, 全年调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他分别实现营收 26.7/33.7/22.9 亿元, 分别同比 +4.6%/+59.1%/+12.2%, 占比分别为 42.6%/53.8%/3.6%。24H2 调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他分别实现营收 13.2/19.1/21.7 亿元。调味面制品保持稳健增长, 零食量贩和电商渠道推进贡献较多增量。蔬菜制品维持高增主要系公司持续挖掘用户需求实现产品迭代, 叠加产能扩大、全渠道建设以及品牌宣传的推进。豆制品及其他占比持续下降, 主要由于卤蛋产品的规划调整。2、分渠道看, 全年线下/线上渠道收入分别实现营收 55.6/7.0 亿元, 分别同比+27.5%/38.1%, 一方面, 公司已建立起覆盖全国的销售网络, 线下流通渠道布局广度领先, 截至 24 年 12 月底已与 1879 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。另一方面, 公司积极拓展线上业务, 与线下渠道实现有力互补, 不断提高电商团队运营能力, 力求通过新兴电商平台转化更多目标客群。
- **规模效应驱动毛利提升, 非经常性损益影响净利润率。** 1、全年毛利率 48.1%, 同比+0.4pp。其中, 调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他产品毛利率分别为 45.9%/51.3%/32.8%, 同比+6.0pp/+4.5pp/-4.4pp。毛利率改善主要来源于产线优化调整带来的产能利用率提升。公司整体产能利用率高达 77.7%, 去年同期仅为 55.3%。2、公司销售/管理费用率分别为 16.4%/7.8%, 同比-0.2pp/-1.6pp。规模效应之下, 销售费用率和管理费用率均得到进一步优化。3、全年净利率 17.1%, 同比-1.0pp; 24H1 净利率 13.4%, 同比-3.6pp, 主要系购买金融产品亏损约 1.25 亿, 政府补助同比增加约 3000 万。
- **加快上新探寻新增长, 期待后续渠道动能释放。** 产品端, 公司坚持多品类大单品策略, 持续推动产品升级迭代, 延长品牌生命周期, 基于深入的消费者洞察形成高效成熟的研发体系, 不断挖掘大单品品类潜力。围绕表现亮眼的魔芋制品, 公司于上半年相继推出香辣烧烤味素板筋和酸辣火锅味素毛肚, 在产品 and 口味上继续实现创新延伸。渠道端, 随着性价比和理性消费逐渐成为年轻消费者的主流消费观念, O2O、零食量贩、仓储会员店保持快速发展, 为公司带来可观增长。公司积极把握新兴渠道带来的发展机遇, 多维度加强全渠道建设。目前零食量贩渠道每月稳定贡献超千万元收入, 营收占比从个位数提升至双位数。同时针对渠道多元化的发展, 公司根据不同渠道的定位积极提供不同包装规格的差异化产品。
- **盈利预测与评级:** 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.5 亿元、16.6 亿元、19.8 亿元, EPS 分别为 0.57 元、0.71 元、0.84 元。公司处于长坡厚雪的辣味食品黄金赛道, 中短期魔芋制品迎来红利爆发, 未来多品类扩张可期。故给予公司 2025 年 28 倍估值, 对应目标价 15.96 元, 按照港元: 人民币=0.93:1 的汇率, 对应目标价 17.16 港元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、食品安全问题等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	62.66	77.19	93.07	107.38
增长率	28.63%	23.18%	20.58%	15.37%
归属母公司净利润 (亿元)	10.69	13.45	16.60	19.78
增长率	21.37%	25.92%	23.35%	19.16%
每股收益 EPS	0.45	0.57	0.71	0.84
净资产收益率	17.82%	19.45%	20.60%	21.01%
PE	28.75	22.83	18.51	15.53

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@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: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	5.25-14.16
3 个月平均成交量(百万)	4.36
流通股数(亿)	23.51
市值(亿)	332.92

相关研究

1. 卫龙美味 (9985.HK): 辣味故事几时涌, 中华美味飘四海 (2024-10-24)
2. 卫龙美味 (9985.HK): 24H1 业绩超预期, 高质量发展势能延续 (2024-08-20)
3. 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)

盈利预测与估值

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，“麻辣麻辣”的新品贡献助推营收稳健增长，预计 2025-2027 年销量分别同比增长 5%、2%、1%，吨价分别提升 1%、2%、3%，毛利率分别为 49%、49.5%、50%。

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 2025-2027 年销量分别同比增长 45%、30%、25%，吨价分别提升 -5%、-4%、-3%，毛利率分别为 50%、50.5%、51%。

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 2025-2027 年销量分别同比增长 3%、2%、1%，吨价分别提升 5%、5%、5%，毛利率分别为 37%、37%、37%。

表 1：分业务收入及毛利率情况（单位：人民币）

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入（百万元）	6,266.32	7,718.70	9,306.94	10,737.67
	YoY	28.6%	23.2%	20.6%	15.4%
	营业成本（百万元）	3,250.19	3,919.79	4,672.12	5,331.40
	毛利率	48.1%	49.2%	49.8%	50.3%
调味面制品	收入（百万元）	2667.08	2828.44	2942.71	3061.30
	YoY	4.6%	6.1%	4.0%	4.0%
	销量（万吨）	132114	138720	141494	142909
	YoY	6.2%	5.0%	2.0%	1.0%
	吨价（元/吨）	2.02	2.04	2.08	2.14
	YoY	-1.5%	1.0%	2.0%	3.0%
	成本（百万元）	1,401.55	1,442.50	1,486.07	1,530.65
	毛利率	47.5%	49.0%	49.5%	50.0%
蔬菜制品	收入（百万元）	3370.55	4642.93	6099.35	7395.46
	YoY	59.1%	37.8%	31.4%	21.3%
	销量（万吨）	125116	181419	235844	294805
	YoY	75.1%	45.0%	30.0%	25.0%
	吨价（元/吨）	2.69	2.56	2.59	2.51
	YoY	-9.1%	-5.0%	-4.0%	-3.0%
	成本（百万元）	1,701.28	2,321.47	3,019.18	3,623.77
	毛利率	49.5%	50.0%	50.5%	51.0%
豆制品及其他制品	收入（百万元）	228.69	247.33	264.89	280.91
	YoY	12.2%	8.1%	7.1%	6.0%
	销量（万吨）	5440	5603	5715	5772
	YoY	2.3%	3.0%	2.0%	1.0%
	吨价（元/吨）	4.20	4.41	4.64	4.87
	YoY	9.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本（百万元）	147.36	155.82	166.88	176.98
	毛利率	35.6%	37.0%	37.0%	37.0%

数据来源：Wind，西南证券

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劲仔食品、有友食品、桃李面包作为可比公司，这三家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 18 倍、16 倍、15 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。故给予公司 2025 年 28 倍估值，对应目标价 15.96 元，按照港元：人民币=0.93:1 的汇率，对应目标价 17.16 港元，维持“买入”评级。

表 2：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			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
003000.SZ	劲仔食品	11.96	2.91	3.33	3.92	4.39	19	17	14	13
603697.SH	有友食品	9.74	1.57	1.93	2.33	2.73	28	22	18	16
603866.SH	桃李面包	5.80	5.22	5.87	6.34	5.69	20	16	15	17
平均值							22	18	16	15
9955.HK	卫龙美味	14.16	10.69	13.45	16.60	19.78	29	23	19	16

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	62.66	77.19	93.07	107.38	税后经营利润	11.35	14.70	17.84	21.02
销售成本	32.50	39.20	46.72	53.31	折旧与摊销	0.00	2.71	2.71	2.71
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-1.60	0.01	0.00	0.00
销售费用	10.26	11.96	14.89	17.72	其他经营资金	-9.75	-4.86	-3.40	-3.09
管理费用	4.91	4.63	5.58	5.91	经营性现金净流量	0.00	12.63	17.17	20.62
财务费用	-1.60	0.01	0.00	0.00	投资性现金净流量	0.00	-1.24	-1.24	-1.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	0.00	-6.46	-5.25	-6.21
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	0.00	4.93	10.68	13.17
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	16.59	21.30	25.85	30.46					
其他非经营损益	-0.98	-1.80	-1.80	-1.80					
税前利润	15.61	19.50	24.05	28.66					
所得税	4.93	6.04	7.46	8.88					
税后利润	10.69	13.45	16.59	19.77					
归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属于母公司股东利润	10.69	13.45	16.60	19.78					
EBITDA	14.01	22.30	26.78	31.34					
NOPLAT	10.56	15.32	18.41	21.56					
EPS(元)	0.45	0.57	0.71	0.84					
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8.42	13.35	24.03	37.19	成长能力				
应收账款	0.53	0.86	1.04	1.19	营收额增长率	28.63%	23.18%	20.58%	15.37%
预付款项、按金及其他应收款项	0.91	1.44	1.74	2.00	EBIT 增长率	26.94%	39.83%	22.86%	18.97%
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.70%	59.15%	20.09%	17.06%
存货	8.78	8.61	10.27	11.71	税后利润增长率	21.33%	25.95%	23.35%	19.16%
其他流动资产	16.56	21.63	26.08	30.09	盈利能力				
流动资产总计	35.20	45.89	63.15	82.20	毛利率	48.13%	49.22%	49.80%	50.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	17.05%	17.43%	17.83%	18.42%
固定资产	12.05	10.16	8.28	6.39	ROE	17.82%	19.45%	20.60%	21.01%
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.06%	14.98%	15.90%	16.38%
无形资产	4.91	4.09	3.28	2.46	ROIC	18.45%	24.79%	28.15%	31.85%
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	估值倍数				
其他非流动资产	29.66	29.66	29.66	29.66	P/E	28.75	22.83	18.51	15.53
非流动资产合计	46.63	43.92	41.21	38.51	P/S	4.90	3.98	3.30	2.86
资产总计	81.82	89.81	104.36	120.70	P/B	5.12	4.44	3.81	3.26
短期借款	2.13	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	1.38%	1.70%	2.03%
应付账款	2.13	2.61	3.12	3.56	EV/EBIT	0.13	6.48	10.32	12.83
其他流动负债	12.74	13.16	15.83	18.19	EV/EBITDA	0.13	5.69	9.28	11.72
流动负债合计	17.00	15.77	18.95	21.75	EV/NOPLAT	0.18	8.28	13.50	17.04
长期借款	1.76	1.76	1.76	1.76					
其他非流动负债	3.00	3.00	3.00	3.00					
非流动负债合计	4.76	4.76	4.76	4.76					
负债合计	21.76	20.53	23.71	26.51					
股本	0.16	10.00	20.00	30.00					
储备	59.97	49.97	39.97	29.97					
留存收益	0.00	9.22	20.59	34.14					
归属于母公司股东权益	59.97	69.19	80.56	94.11					
归属于非控制股东权益	0.01	0.01	0.01	0.01					
权益合计	60.06	69.28	80.65	94.20					
负债和权益合计	81.82	89.81	104.36	120.70					

数据来源: Wind, 西南证券

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，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。

西南证券研究院

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	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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	资深销售经理	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
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn