

2025年04月04日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 品类与渠道红利释放，魔芋势能充足

## —卫龙美味（9985.HK）公司事件点评报告

### 买入（首次）

### 事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

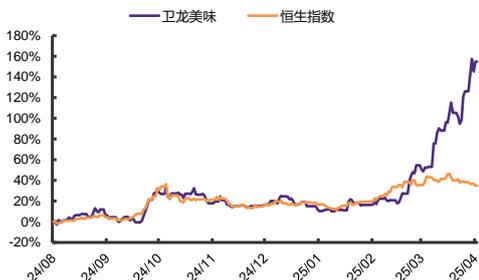
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

#### 基本数据

当前股价（港元）	15.96
总市值（亿港元）	375.2
总股本（百万股）	2,351.1
流通股本（百万股）	2,351.1
52周价格区间（港元）	5.13-16.92
日均成交额（百万港元）	21.3

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

2025年3月27日，卫龙美味发布2024年业绩报告，2024年实现营收62.66亿元（同增28%），归母净利润10.69亿元（同增21%）。其中2024H2公司营收32.83亿元（同增30%），归母净利润4.47亿元（同增3%）。2024年公司累计分红率为99%，分红比例创新高。

### 投资要点

#### 原料成本高位企稳，供应链效率持续提升

2024年毛利率同增0.5pct至48.13%，主要系产能利用率提升、产品结构优化所致，目前原料价格边际企稳，后续规模效应释放有望持续抵消成本上行压力；2024年销售/管理费用率分别同减0.1/2pct，归母净利率同减1pct至17.05%。

#### 辣条口味持续推新，魔芋铺市率仍有渗透空间

2024年调味面制品营收26.67亿元（同增5%），主要系公司推出麻辣麻辣、脆火火等新品，推进全渠道布局所致，2025年新品储备充足，随着产品矩阵完善，辣条品类仍有挖掘空间。2024年蔬菜制品营收33.71亿元（同增59%），魔芋制品市场需求快速提升，品类进入红利期，一方面公司终端铺市率仍有较大提升空间，且持续开发新口味/新规格，另一方面公司在国内外推进供应链前端布局，产能供应充足，有望持续受益于行业扩容。

#### 积极挖掘线下新渠道，探索海外市场空间

2024年线下/线上渠道营收分别为55.62/7.05亿元，分别同增28%/38%，线上线下全渠道实现均衡发展。零食渠道SKU/铺货率仍有空间，同时公司积极拥抱会员店、推进与永辉/胖东来等商超的合作，完善全渠道布局。此外，公司积极探索出海新模式，叠加海外供应链提前布局，有望挖掘海外市场新增量。

#### 盈利预测

卫龙作为辣味休闲食品龙头企业，积极加强品牌建设，作为魔芋首创者，持续享受品类发展红利，目前产品铺市率仍有渗透空间，伴随零食量贩、会员制商超等高势能渠道快速发展，外部环境持续向上；此外，公司加强自动化产线布局，

产能利用率持续提升，盈利能力有望持续释放。根据 2024 年业绩，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.55/0.66/0.79 元，当前股价对应 PE 分别为 27/22/19 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、新品拓展不及预期等。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6266.33	7628.91	9064.46	10685.27
YoY	28.63%	21.74%	18.82%	17.88%
净利润(百万元)	1068.51	1291.38	1562.62	1857.55
YoY	21.37%	20.86%	21.00%	18.87%
每股收益(元)	0.45	0.55	0.66	0.79
EBIT Margin	23.92%	22.42%	23.52%	24.18%
净资产收益率 (ROE)	17.82%	18.37%	18.87%	19.02%
市盈率 (PE)	32.73	27.08	22.38	18.83
EV/EBITDA	26.49	19.87	16.58	14.14
市净率 (PB)	5.83	4.97	4.22	3.58

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	842	1047	1632	2416
应收款	253	308	366	432
存货	878	829	973	1236
其他流动资产	0	76	91	107
<b>流动资产合计</b>	<b>3520</b>	<b>4117</b>	<b>5289</b>	<b>6864</b>
固定资产	1205	1071	937	803
无形资产及其他	496	330	165	0
投资性房地产	82	82	82	82
长期股权投资	2879	3839	4584	5256
<b>资产总计</b>	<b>8182</b>	<b>9440</b>	<b>11058</b>	<b>13005</b>
短期借款及交易性金融负债	213	72	96	127
应付款项	297	370	420	495
其他流动负债	1190	1403	1656	1948
<b>流动负债合计</b>	<b>1700</b>	<b>1845</b>	<b>2172</b>	<b>2570</b>
长期借款及应付债券	176	156	146	146
其他长期负债	300	400	452	515
<b>长期负债合计</b>	<b>476</b>	<b>556</b>	<b>598</b>	<b>661</b>
<b>负债合计</b>	<b>2176</b>	<b>2401</b>	<b>2770</b>	<b>3232</b>
<b>所有者权益</b>				
少数股东权益	9	9	8	7
股东权益	5997	7030	8281	9767
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8182</b>	<b>9440</b>	<b>11058</b>	<b>13005</b>

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.45	0.55	0.66	0.79
每股红利	0.12	0.11	0.13	0.16
每股净资产	2.55	2.99	3.52	4.15
ROIC	57%	77%	142%	280%
ROE	18%	18%	19%	19%
毛利率	48%	49%	49%	50%
EBIT Margin	24%	22%	24%	24%
EBITDA Margin	24%	26%	27%	27%
收入增长	29%	22%	19%	18%
净利润增长率	21%	21%	21%	19%
资产负债率	27%	26%	25%	25%
息率	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%
P/E	32.7	27.1	22.4	18.8
P/B	5.8	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA	26	20	17	14

资料来源: Wind、华鑫证券研究

注: PE 换算对应汇率为: 港元兑人民币: 0.932

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>6266</b>	<b>7629</b>	<b>9064</b>	<b>10685</b>
营业成本	3250	3907	4592	5371
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	1026	1251	1478	1742
管理费用	491	760	863	988
财务费用	(160)	66	80	91
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	(98)	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1561</b>	<b>1644</b>	<b>2051</b>	<b>2493</b>
营业外净收支	0	200	180	160
<b>利润总额</b>	<b>1561</b>	<b>1844</b>	<b>2231</b>	<b>2653</b>
所得税费用	493	553	669	796
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1069</b>	<b>1291</b>	<b>1563</b>	<b>1858</b>

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>1069</b>	<b>1291</b>	<b>1563</b>	<b>1858</b>
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	299	299	299
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-160	66	80	91
营运资本变动	512	304	139	85
其它	0	0	-1	-1
<b>经营活动现金流</b>	<b>1580</b>	<b>1894</b>	<b>2000</b>	<b>2241</b>
资本开支	-104	0	0	0
其它投资现金流	171	-309	-371	-445
<b>投资活动现金流</b>	<b>-243</b>	<b>-1269</b>	<b>-1116</b>	<b>-1117</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	-3	-20	-10	0
支付股利、利息	0	-258	-313	-372
其它融资现金流	-1016	-141	24	31
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1022</b>	<b>-420</b>	<b>-299</b>	<b>-340</b>
<b>现金净变动</b>	<b>316</b>	<b>206</b>	<b>585</b>	<b>784</b>
货币资金的期初余额	526	842	1047	1632
货币资金的期末余额	842	1047	1632	2416
企业自由现金流	1433	1800	1930	2193
权益自由现金流	524	1593	1888	2161

## 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**张倩：**厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。