

魔芋开启新纪元，辣味王者再启航

华泰研究

2025 年 4 月 28 日 | 中国香港

首次覆盖

食品

首次覆盖卫龙美味并给予“买入”，目标价 19.96 港元（基于 25 年 32xPE）。中国零食行业在较长时间内呈现多品类、弱品牌的特点，辣味零食成瘾性更强、复购率更高，有效延长产品生命周期。卫龙已成功打造国民辣条品牌形象、领先优势明显，并作为魔芋赛道的先行者、有望率先享受品类高速扩张的红利。卫龙根基稳固，品牌力构成竞争力的核心，并具备开创新品类的定力与能力，敢为人先、勇于求变，后续或仍将聚焦打造大单品+拥抱新渠道，有望突破零食行业产品生命周期短、渠道结构多变两大痛点。

行业层面：辣条品类规模稳定，魔芋品类蓬勃发展

辣味零食赛道高景气、强粘性。1) 辣条品类：据尼尔森，品类销售体量~100 亿，市场规模稳定，头部品牌显露，据马路上赢，23 年卫龙市占率达 28%。2) 魔芋品类：公众健康意识崛起、独特的口感与高性价比之下，魔芋品类蓬勃发展，中国 24 年魔芋食品出厂口径市场规模~70 亿（据盐津铺子公众号），年增长 20%+，考虑魔芋的受众较辣条更广、消费频次可以较辣条更高（低脂&富含膳食纤维/带给人体的负担较小），我们认为魔芋的市场空间或可超越辣条的百亿规模，我们测算得 24 年卫龙的市占率为 42%。

公司层面：根基稳固，品牌为核，构筑综合壁垒

1) 壁垒构建：卫龙有望依托优质基因（勇于求变，积极开创辣条/魔芋等创新品类）及强劲品牌力（一代人的童年回忆+持续的年轻化/品牌化运营）构建竞争壁垒；2) 增长前景：产品端，公司研发管理体系成熟，技术积累可实现模块化复用，公司现已成功打造第二曲线，24 年蔬菜制品的收入（33.7 亿）已超过调味面制品（26.7 亿），公司将持续进行产品创新与迭代；渠道端，公司 2015 年后多次推动渠道变革匹配发展需求，深入渗透线下渠道，并积极拥抱零食量贩、内容电商等新渠道，实现全渠道发力。

我们与市场观点不同之处

市场对魔芋品类的市场空间还没有充分认知，我们认为魔芋以其多变的形态、独特的口味和健康的属性，充分迎合了消费者偏好，市场空间或可超越辣条的百亿规模；对比邻国日本，我国人均魔芋消费水平提升空间充足。

盈利预测与估值

预计 25-27 年归母净利 13.5/16.5/19.7 亿，同比+26.6%/+22.2%/+19.0%，对应 EPS 0.58/0.70/0.84 元，参考可比公司 25 年 PE 均值 25x（Wind 一致预期），考虑公司盈利能力明显强于可比公司（24 年公司归母净利率 17.1% vs 24E 可比公司 10.3%），给予其 25 年 32x PE，目标价 19.96 港元。

风险提示：行业竞争加剧、原料成本波动、食品安全风险、未来健康饮食趋势对于辣味零食的影响。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	4,872	6,266	7,951	9,501	11,009
+/-%	5.17	28.63	26.88	19.49	15.87
归属母公司净利润 (人民币百万)	880.35	1,069	1,353	1,653	1,968
+/-%	481.87	21.37	26.64	22.16	19.05
EPS (人民币，最新摊薄)	0.37	0.45	0.58	0.70	0.84
ROE (%)	15.68	18.26	21.66	24.38	26.64
PE (倍)	41.77	34.42	27.18	22.25	18.69
PB (倍)	6.45	6.13	5.66	5.21	4.77
EV EBITDA (倍)	28.68	23.69	18.43	15.00	12.29

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

19.96

研究员

龚源月

SAC No. S0570520100001

gongyuanyue@htsc.com

SFC No. BQL737

+(86) 21 2897 2228

研究员

王可欣

SAC No. S0570524020001

wangkexin019215@htsc.com

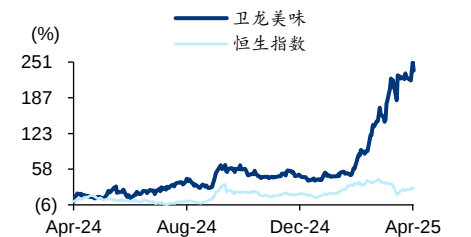
SFC No. BVO215

+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	19.96
收盘价 (港币 截至 4 月 25 日)	16.84
市值 (港币百万)	39,593
6 个月平均日成交额 (港币百万)	73.40
52 周价格范围 (港币)	5.25-18.10
BVPS (人民币)	2.55

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,872	6,266	7,951	9,501	11,009
销售成本	(2,549)	(3,250)	(4,270)	(5,011)	(5,682)
毛利润	2,323	3,016	3,680	4,490	5,327
销售及分销成本	(806.71)	(1,026)	(1,326)	(1,594)	(1,847)
管理费用	(458.93)	(491.01)	(622.99)	(734.94)	(851.61)
其他收入/支出	46.67	(97.80)	74.96	89.57	103.79
财务成本净额	175.56	160.24	170.95	165.08	143.46
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,279	1,561	1,977	2,415	2,875
税费开支	(398.92)	(493.15)	(624.52)	(762.90)	(908.23)
少数股东损益	0.00	(0.41)	(0.51)	(0.63)	(0.75)
归母净利润	880.35	1,069	1,353	1,653	1,968
折旧和摊销	(128.45)	(107.90)	(108.85)	(83.17)	(89.09)
EBITDA	1,232	1,509	1,915	2,333	2,821
EPS (人民币, 基本)	0.37	0.45	0.58	0.70	0.84

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	419.89	878.26	852.84	1,001	1,135
应收账款和票据	211.53	253.35	294.92	352.42	408.36
现金及现金等价物	2,120	2,388	2,697	2,875	3,126
其他流动资产	122.99	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动资产	2,875	3,520	3,845	4,228	4,669
固定资产	1,101	1,205	1,339	1,517	1,709
无形资产	19.98	17.22	16.94	16.46	15.99
其他长期资产	3,058	3,440	3,497	3,561	3,625
总长期资产	4,179	4,663	4,853	5,094	5,350
总资产	7,054	8,182	8,698	9,322	10,019
应付账款	662.74	826.63	978.46	1,148	1,302
短期借款	5.67	222.56	158.68	113.96	73.04
其他负债	239.60	650.82	620.16	589.50	558.84
总流动负债	908.02	1,700	1,757	1,852	1,934
长期债务	8.93	19.83	10.21	0.59	0.59
其他长期债务	430.73	456.15	425.99	395.83	365.67
总长期负债	439.66	475.97	436.19	396.41	366.25
股本	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
储备/其他项目	5,706	5,997	6,494	7,064	7,708
股东权益	5,706	5,997	6,495	7,064	7,708
少数股东权益	0.00	9.08	9.59	10.22	10.96
总权益	5,706	6,006	6,504	7,074	7,719

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	41.77	34.42	27.18	22.25	18.69
PB	6.45	6.13	5.66	5.21	4.77
EV EBITDA	28.68	23.69	18.43	15.00	12.29
股息率 (%)	2.26	2.33	2.95	3.60	4.29
自由现金流收益率 (%)	2.58	1.96	3.21	3.43	4.29

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,232	1,509	1,915	2,333	2,821
融资成本	(175.56)	(160.24)	(170.95)	(165.08)	(143.46)
营运资本变动	184.46	(326.57)	135.68	(35.71)	(36.21)
税费	(398.92)	(493.15)	(624.52)	(762.90)	(908.23)
其他	313.57	779.78	141.32	135.67	114.29
经营活动现金流	1,156	1,309	1,397	1,505	1,847
CAPEX	(122.26)	(17.82)	(299.14)	(324.14)	(345.14)
其他投资活动	(1,009)	(324.98)	201.73	186.29	157.55
投资活动现金流	(1,131)	(342.80)	(97.40)	(137.84)	(187.59)
债务增加量	19.64	208.02	(73.50)	(54.34)	(40.92)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(831.60)	(855.86)	(855.86)	(1,084)	(1,324)
其他融资活动现金流	(16.65)	(2.33)	(60.94)	(51.37)	(44.24)
融资活动现金流	(828.61)	(650.17)	(990.30)	(1,190)	(1,409)
现金变动	(803.68)	315.79	308.89	177.94	250.61
年初现金	1,314	526.19	2,388	2,697	2,875
汇率波动影响	15.42	0.26	0.00	0.00	0.00
年末现金	526.19	841.72	2,697	2,875	3,126

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	5.17	28.63	26.88	19.49	15.87
毛利润	18.53	29.86	22.02	21.99	18.65
营业利润	211.18	26.94	28.92	24.58	21.41
净利润	481.87	21.37	26.64	22.16	19.05
EPS	481.87	21.37	26.64	22.16	19.05
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	47.68	48.13	46.29	47.26	48.39
EBITDA	25.29	24.08	24.09	24.56	25.62
净利润率	18.07	17.05	17.02	17.40	17.88
ROE	15.68	18.26	21.66	24.38	26.64
ROA	12.59	14.03	16.03	18.35	20.35
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(36.90)	(35.78)	(38.93)	(39.08)	(39.60)
流动比率	3.17	2.07	2.19	2.28	2.41
速动比率	2.70	1.55	1.70	1.74	1.83
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.70	0.82	0.94	1.05	1.14
应收账款周转天数	16.69	13.35	12.41	12.26	12.44
应付账款周转天数	95.51	82.48	76.08	76.39	77.61
存货周转天数	71.97	71.89	72.97	66.58	67.65
现金转换周期	(6.85)	2.76	9.29	2.46	2.47
每股指标 (人民币)					
EPS	0.37	0.45	0.58	0.70	0.84
每股净资产	2.43	2.55	2.76	3.00	3.28

正文目录

核心观点	5
如何理解辣味零食的产品本质及商业属性?	6
解码行业: 辣味食品赛道高景气、强粘性	6
调味面制品: 辣条品类销售体量~100 亿元, 市场规模稳定, 头部品牌显露	9
蔬菜制品: 魔芋品类市场规模~70 亿元, 增长势头强劲, 空间或超百亿	10
卫龙概况: 辣味休闲食品先行者, 龙头地位稳固	13
根基稳固, 品牌为核, 构筑综合壁垒	15
基因: 敢为人先, 勇于求变, 成就辣味零食行业龙头	15
品牌: 年轻化、品牌化运营, 打造辣条国民品牌形象	17
如何展望未来卫龙的成长空间和发展演绎?	19
产品迭代, 开拓增量新空间	19
渠道多元, 有效触达消费者	20
盈利预测与估值	23
风险提示	25

图表目录

图表 1: 中国零食行业市场规模及增速	6
图表 2: 中国零食品类成长性及集中度对比	6
图表 3: 中国辣味零食/非辣味零食市场规模及增速	7
图表 4: 全球消费者尝试新的辛辣食物的可能性	7
图表 5: 中国辣味零食细分品类收入占比 (2023 年)	7
图表 6: 中国辣味零食分品类市场规模及增速	7
图表 7: 2021 年中国辣味零食及细分品类调味面&辣味蔬菜的竞争格局	8
图表 8: 辣条国家标准逐渐规范	8
图表 9: 辣条品类的历史发展进程	9
图表 10: 中国麻辣辣条行业市场规模	9
图表 11: 2024 年中国消费者辣条口味偏好情况	9
图表 12: 辣条消费群体画像	10
图表 13: 2023 年辣条类目线下竞争格局	10
图表 14: 中国辣味蔬菜制品市场规模	11
图表 15: 2024 年魔芋食品行业竞争格局	11
图表 16: 中国魔芋产业链	11
图表 17: 辣味蔬菜制品相对低脂	12
图表 18: 各类零食产品在天猫旗舰店的销售均价对比 (元/100g)	12
图表 19: 公司业务发展历史复盘	13
图表 20: 公司股权集中, 管理层经验丰富	13

图表 21: 公司收入分业务拆分	14
图表 22: 公司主要产品毛利率	14
图表 23: 公司产品矩阵	14
图表 24: 卫龙股价复盘 (前复权, 港元)	14
图表 25: 卫龙的发展历程复盘: 伴随行业逐步走向规范, 卫龙的领先优势逐步扩大	15
图表 26: 卫龙历次渠道模式变革梳理	16
图表 27: 卫龙营销总处模式 vs 合伙人模式 vs 业代模式	16
图表 28: 卫龙经销商数量及经销商平均销售收入变化	17
图表 29: 卫龙门店覆盖数量及增速	17
图表 30: 卫龙各个年龄段消费者占比	18
图表 31: 23-24 年辣条十大品牌排行榜 (消费者喜爱度)	18
图表 32: 卫龙代表性营销事件梳理	18
图表 33: 卫龙销售费用率对比同行	18
图表 34: 卫龙产品矩阵打造进程	19
图表 35: 卫龙研发体系布局	19
图表 36: 卫龙研发支出及其占营收比重	19
图表 37: 中国零食销售渠道占比变化	21
图表 38: 电商、专卖店 (零食量贩)、便利店的占比提升较快	21
图表 39: 中国量贩零食店行业市场规模: 19-23 年 CAGR=104.0%	21
图表 40: 直播电商市场规模: 19-23 年 CAGR=82.4%	21
图表 41: 制造型零食上市企业渠道结构对比	21
图表 42: 2024 年中国辣味休闲食品分渠道规模占比	22
图表 43: 2024 年中国辣味休闲食品分城市规模占比	22
图表 44: 低线城市对于辣味零食的消费潜力较大, 卫龙有望受益于下沉市场的持续深耕	22
图表 45: 近三年零食电商平台份额占比	22
图表 46: 2024 年卫龙抖音月度销售额数据及同比增速	22
图表 47: 卫龙美味收入预测 (单位: 百万元)	23
图表 48: 魔芋粉价格上涨对于公司毛利率影响大小的敏感性测算	24
图表 49: 卫龙美味毛利预测 (单位: 百万元)	24
图表 50: 卫龙美味费用率&归母净利润预测明细 (单位: 百万元)	24
图表 51: 可比公司估值表	24
图表 52: 卫龙美味 PE-Bands	25
图表 53: 卫龙美味 PB-Bands	25

核心观点

中国零食市场体量庞大，以冲动消费、少量多次、消费者尝鲜偏好高为主要特征，新玩家进入门槛较低，因此在较长时间内呈现出多品类、弱品牌的特点。相比于发展更为成熟的西式零食品类（如糖果/薯片/甜饼干等），中式零食品类仍处于不断创新阶段。随着国内人均消费水平提升，众多主打地方特色的中式零食企业应运而生。辣味零食迎合了年轻消费群体的吃辣潮流，成瘾性更强、复购率更高，有效延长产品生命周期，卫龙已成功打造国民辣条品牌形象、领先优势明显，并作为魔芋赛道的先行者、有望率先享受品类高速扩张的红利。卫龙根基稳固，品牌力构成竞争力的核心，并具备开创创新品类的魄力与能力，敢为人先、勇于求变，后续仍将持续聚焦打造大单品+拥抱新渠道。本文将深度解码辣味零食龙头卫龙的品类创新与渠道裂变之路，看好公司聚焦大单品，夯实供应链，发力全渠道，积极顺应行业发展新常态新趋势，成长势能向上。

行业层面：辣味食品赛道高景气、强粘性

辣味零食迎合了年轻消费群体的吃辣潮流，辣味能够刺激多巴胺分泌，带来生理和心理上的愉悦感，消费者粘性较强。据弗若斯特沙利文，辣味零食 2023 年的市场规模约 2045 亿元，对应 17-23 年 CAGR 为 8.7%，我们看好辣味零食凭借成瘾性特征维系较高成长动能，预计 24-26 年行业零售额 CAGR 为 10.2%。

1) 辣条品类：销售体量~100 亿元，市场规模稳定，头部品牌显露。辣条品类作为辣味零食中体量较大的细分品类，2023 年销售体量~100 亿元（根据尼尔森《2023 辣条行业研究报告》），市场规模稳定，其不断向规范化、成熟化发展，行业整治后逐渐摆脱“有品类、无品牌”的困境，当前呈现品牌规模化趋势。据马上赢数据，2023 年卫龙在辣条类目中市占率达 28%，呈现断层领先。

2) 魔芋品类：销售体量~70 亿元，增长势头强劲，空间或超百亿。公众健康意识崛起、独特的口感与高性价比共驱魔芋品类蓬勃发展，据盐津铺子公众号，2024 年我国魔芋零食的零售额突破 120 亿元，年增长 20%+，对应出厂口径市场规模达 70 亿元。对比日本的人均魔芋消费量（~2.0kg/年），中国不足 0.1kg/年，后续提升空间充足。考虑魔芋的受众较辣条更广、消费频次可以较辣条更高（低脂&富含膳食纤维/带给人体的负担较小），我们认为魔芋的市场空间或可超越辣条的百亿规模。我们以报表端收入体量为依据、测算得卫龙 2024 年的市占率在 42%。

公司层面：根基稳固，品牌为核，构筑综合壁垒

1) 基因：敢为人先，勇于求变，成就辣味零食行业龙头。辣条行业在发展初期因缺少行业规范、小作坊遍布，曾数次陷入食品安全危机，行业发展几经起伏。与之对应的是，卫龙自诞生伊始便志存高远，在行业内率先开启工业化生产并转变为现代化企业，并在发展各个阶段勇于探索、主动求变，积极开拓辣条、魔芋等创新品类，并完成了白袋产品升级等具备重要意义的产业变革，最终铸就辣味零食行业龙头。

2) 品牌：年轻化、品牌化运营，打造辣条国民品牌形象。卫龙的辣条产品作为一代人的童年回忆，依靠过去的积累，已成功打造辣条国民品牌形象，构成竞争力的核心。在具备深厚的品牌基础之后，公司持续契合消费者需求、精准定位营销风格，线下开展直播厂区参观、“卫龙辣条节”、限定快闪等活动，线上通过一系列特色品宣活动塑造了公司幽默风趣、充满活力的网红形象，从多个维度打造强势的品牌知名度。

如何展望未来卫龙的成长空间和发展演绎？

1) 产品端：公司研发管理体系成熟，技术积累可模块化复用，自 2016 年后不断推出新品，扩容产品品类，当前已成功打造除辣条以外的第二成长曲线，2024 年蔬菜制品的收入体量（33.7 亿元）已超过调味面制品（26.7 亿元），后续公司仍将持续进行产品创新与迭代，充分受益于辣味零食行业扩容。

2) 渠道端：一方面，公司于流通渠道起家，近年来经销商数量稳健，截至 2024 年末，公司与 1879 家线下经销商合作，坚持“客户第一，服务及赋能好经销商”的理念，下沉市场消费潜力充足；另一方面，公司积极拥抱零食量贩/内容电商等新渠道（2024 年零食量贩渠道的收入占比已达到 20%+），实现全渠道发力，更好地应对潜在渠道变革冲击。

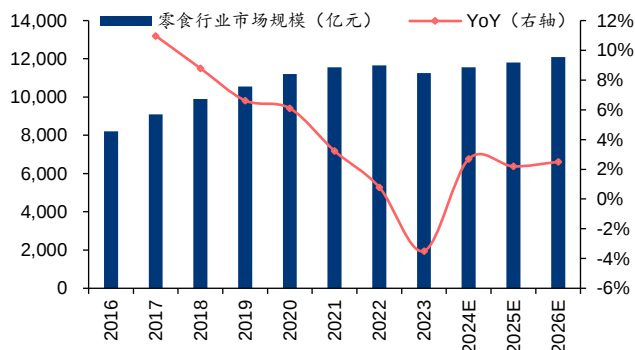
如何理解辣味零食的产品本质及商业属性？

解码行业：辣味食品赛道高景气、强粘性

餐饮休闲化及健康化趋势正劲，驱动休闲食品行业快速扩容。据弗若斯特沙利文统计，2023 年中国零食市场规模为 1.1 万亿元，对应 17-23 年 CAGR 为 4.6%，预计 24-26 年零食市场有望持续扩容，对应期间 CAGR 为 2.5%。我们认为餐饮休闲化趋势是国内休闲食品行业快速扩容的核心驱动力，原因系：1) 经济社会发展及收入水平提升驱动饮食消费多元化、健康化需求，消费者有动机在主食之外寻觅其他休闲食品品类丰富饮食结构，这一现象在美国为代表的发达国家更为明显，据欧睿，2021 年休闲食品在美国居民饮食结构中占比 26.2%，远高于国内的 8.9%；2) 随着生活节奏加快、家庭规模减小，正餐（主食）摄入的时间被不断压缩，休闲食品的代餐需求不断增加。此外，消费升级趋势下消费者对品质及健康的追求有望拉动价格端上行，亦将驱动休闲零食行业不断发展。

风味零食成长性较优，西式零食品类发展更为成熟，中式零食品类仍处不断创新阶段。据欧睿，风味零食约占整个中国零食市场规模的 2/3，海鲜、肉干、其他风味零食（调味面/蔬菜等）成长性相对领先。**1) 西式零食：**在中国市场，典型的西式零食如糖果/薯片/甜饼干集中度较高，2024 年 CR3 合计市占率分别为 35%/70%/43%，外资巨头玛氏、亿滋国际、百事等品牌优势明显，行业竞争格局趋于稳定。**2) 中式零食：**相比之下，中式零食市场仍处于品类创新阶段。发源于地方小吃的中式零食承载了中华经典的饮食文化，又根据现代消费者的口味进行创新。相较于西式零食，餐饮零食化打造的中式零食本身具备一定的市场基础，因而生命力更为绵长。在基地市场验证产品力后，中式零食企业通过积极响应行业标准制定、提升包装规格等，进行产品的全国化推广，并向饮食文化具备共性的海外地区出口，以求收入的增量贡献。

图表1：中国零食行业市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表2：中国零食品类成长性及集中度对比

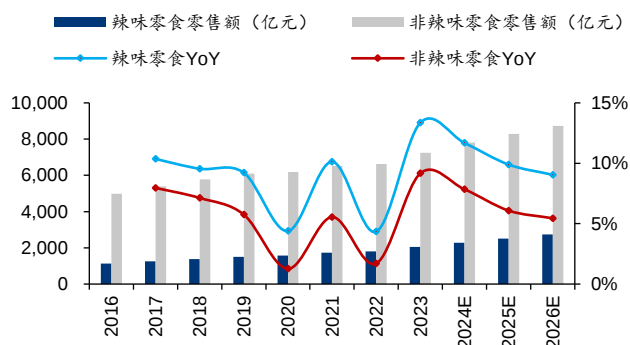
一级品类	二级品类	销售额占比	销售额CAGR	价CAGR	量CAGR	24年CR3	头部企业
糖果	巧克力	5%	2%	3%	-1%	72%	玛氏
	口香糖	3%	-3%	3%	-6%	91%	玛氏
	糖制糖果	14%	1%	3%	-2%	23%	雀巢
	坚果、种子	7%	5%	3%	2%	40%	洽洽
	薯片	4%	5%	2%	3%	70%	上好佳
	膨化零食	5%	4%	2%	1%	21%	旺旺
	米饼	6%	1%	2%	-1%	42%	旺旺
	威饼干	3%	3%	2%	0%	15%	亿滋国际
	肉干	17%	7%	3%	4%	8%	周黑鸭
	海鲜	4%	8%	3%	5%	22%	劲仔
风味零食	其它（调味面/蔬菜）	18%	6%	3%	3%	13%	卫龙
	果干	3%	3%	2%	1%	41%	溜溜果园
	其他	2%	4%	3%	1%	11%	怡达
	夹心	3%	2%	2%	0%	79%	亿滋国际
	普通	3%	1%	2%	-1%	35%	雀巢
水果零食	甜饼干	3%	2%	2%	0%	0%	
	夹心	3%	2%	2%	0%	0%	
	普通	3%	1%	2%	-1%	35%	雀巢
	果干	3%	3%	2%	1%	41%	溜溜果园
	其他	2%	4%	3%	1%	11%	怡达
	夹心	3%	2%	2%	0%	79%	亿滋国际
	普通	3%	1%	2%	-1%	35%	雀巢
	果干	3%	3%	2%	1%	41%	溜溜果园
	其他	2%	4%	3%	1%	11%	怡达
	夹心	3%	2%	2%	0%	79%	亿滋国际

注：销售额/价/量 CAGR 为 13-24 年 CAGR；

资料来源：欧睿，华泰研究

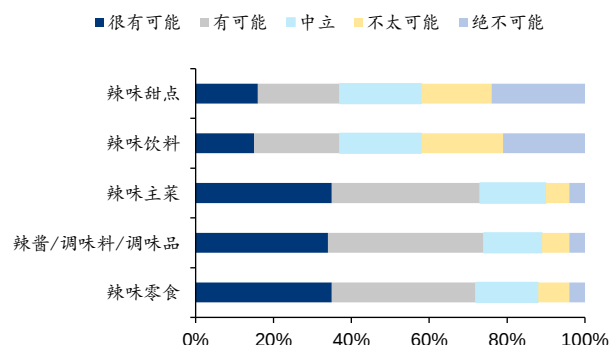
辣味零食迎合了年轻消费群体的吃辣潮流，成瘾性更强、复购率更高，有效延长产品生命周期，铸就千亿级高景气赛道，其中辣味面制品空间与景气度兼具，成长势能有望延续。当前，吃辣已成为全球饮食习惯中的流行趋势之一，据全球调味品供应商 Kalsec，全球超过一半的消费者在用餐时倾向于选择辛辣口味，消费者尝试辣味零食、辣味主菜及调味品的意愿较高。据弗若斯特沙利文调研数据，中国吃辣人群超过 6 亿人，并覆盖~60% 的 45 岁以下群体。据餐里眼大数据，2023 年辣味是最受中国消费者喜爱的餐饮口味，辣味又可细分为甜辣、麻辣、香辣、酸辣等，过瘾的味觉表达满足了嗜辣群体的个性化需求，刺激的口感亦可提供充分的情绪价值。据弗若斯特沙利文统计，辣味零食 2023 年的市场规模约 2045 亿元，对应 17-23 年 CAGR 为 8.7%，成长性强于休闲零食行业整体，支撑辣味零食占休闲零食销售额的比重从 2016 年的 18.6% 提升至 2023 年的 22.0%。辣味零食的刺激性感官具备一定成瘾性，带来更高的复购率，进而有效延长产品生命周期，我们看好在良好消费基础下，辣味零食凭借成瘾性特征维系较高成长动能，据弗若斯特沙利文，预计 24-26 年行业零售额 CAGR 为 10.2%。

图表3：中国辣味零食/非辣味零食市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

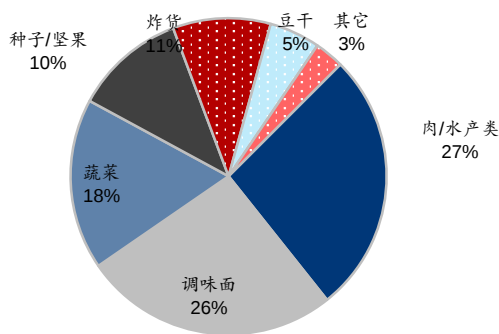
图表4：全球消费者尝试新的辛辣食物的可能性



资料来源：Kalsec，第一食品资讯，华泰研究

辣味零食赛道具备高景气，此前已培育出多款爆款单品。辣味零食细分品类中，肉和水产类/调味面制品/辣味蔬菜市场规模较大，2023年市场规模分别为549/534/357亿元，在辣味零食中占比27%/26%/18%，对应21-23年CAGR分别为7%/8%/16%（据弗若斯特沙利文）。辣味零食赛道景气度较高，其中辣味蔬菜/调味面制品/豆干有望持续领跑，23-26年市场规模CAGR预计分别为18%/9%/8%，细分赛道中已培育出了多款零食爆品，如卫龙辣条、卫龙魔芋爽、麻辣王子辣条、劲仔深海小鱼、有友凤爪等。辣味零食的成瘾性和刺激感使其吸引了广泛的消费者，从年轻学生到都市白领，再到追求刺激感的消费者，消费基础较好，随着各线级市场的开拓以及产品的更新升级，我们认为，以调味面制品和蔬菜制品为代表的辣味零食行业成长空间仍然广阔。

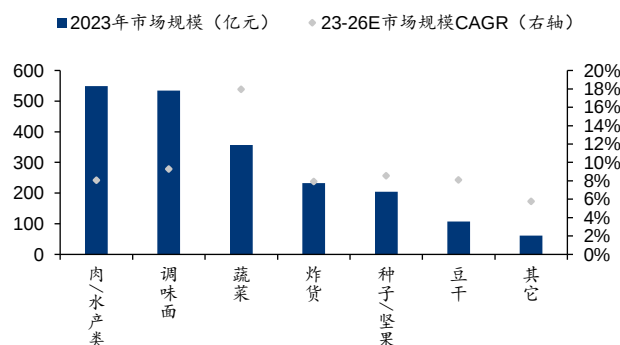
图表5：中国辣味零食细分品类收入占比（2023年）



注：肉制品及水产制品包括鱼干、牛肉干、猪肉脯、卤制品等；调味面品类包括辣条、辣味方便面等；蔬菜制品包括海苔、魔芋、海带、藕制品等；香脆休闲食品包括薯条、薯片、锅巴等；种子及坚果炒货包括花生米、瓜子、腰果等；休闲豆干制品包括豆皮、豆制品肉与鸡蛋干；

资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

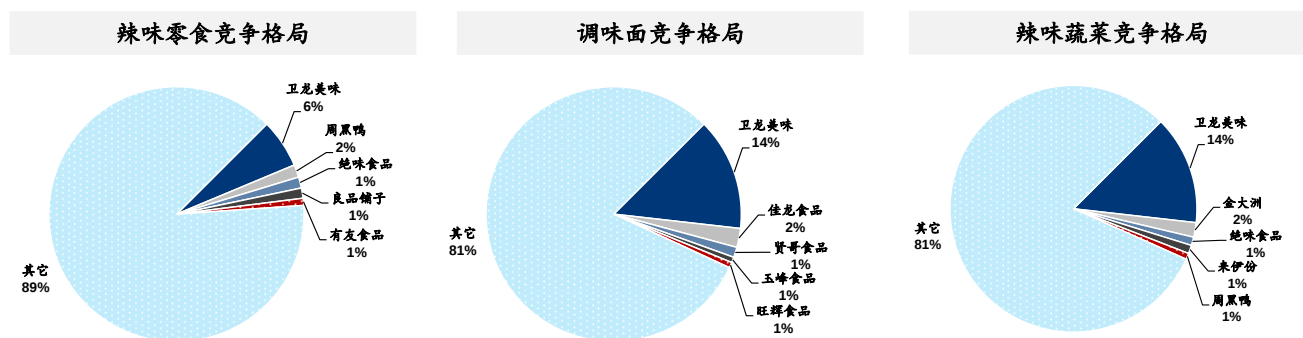
图表6：中国辣味零食分品类市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

辣味零食竞争格局分散，卫龙凭借大单品辣条与魔芋爽位列第一，行业集中度呈现不断提升态势。据弗若斯特沙利文统计，辣味零食2021年CR5为11.4%，其中卫龙市占率~6.2%，超过另外四家（周黑鸭、绝味食品、良品铺子、有友食品）的市占率之和；细分品类中，调味面/辣味蔬菜2021年CR5分别为19.4%/19.2%，卫龙的市占率分别为14.3%/14.3%、位居第一，且均与其它头部玩家拉开较大差距。近年来，行业集中度呈现提升，据公司招股书，调味面制品CR5从2020年的18.4%提升至2021年的19.4%，我们认为后续集中化仍为主线，主要系：

图表7：2021年中国辣味零食及细分品类调味面&辣味蔬菜的竞争格局



注：玉峰食品旗下有麻辣王子辣条，旺辉食品旗下有飞旺辣条；

资料来源：S&P 华泰研究

1) 生产流程标准化。过去辣条多由家庭小作坊生产，部分作坊生产环境脏乱差，引发食品质量问题，部分产品大肠杆菌超标。2009年半成品工艺机械初具雏形，15-16年工艺实现跨阶段发展，引进自动化及半自动化设备，基本实现了行业半自动化或者全自动化生产。头部企业调味面制品自动化&标准化生产增加了消费者对于辣条食品安全的信心，提升了头部集中度。

2) 行业标准清晰化。行业发展初期监管不明确，地方标准不统一，地方辣条品牌在异地抽检中时有食品添加剂不合格问题。据新京报，2015年到2017年6月，全国有15个省份共计131家辣条生产企业的195批次辣条上了食药监局的“黑名单”。在通报的180起食品安全问题中，食品添加剂不合格是主要原因，而且这些通报多存在于异地抽检中。公司于2023年联合政府及协会出台辣条新国标，明确提出了“减盐减油”的新目标，行业标准出台后，规范了添加剂的使用，地方辣条品牌走向全国，助力行业集中度提升。

图表8：辣条国家标准逐渐规范

时间	法律法规	对添加剂的规定
2015	《食品安全法》	尚无国标，仍支持地方标准，但是有国标后立即废止
2015	《关于严格加强调味面制品等休闲食品监管工作的通知》	尚无国标，辣条纳入“方便食品”实施许可，地方标准在此基础上完善
2016	《食品生产许可分类目录》	尚无国标，辣条纳入“方便食品”下“调味面制品”目录，地方标准在此基础上完善
2018	《食品安全国家标准调味面制品（征求意见稿）》	被认为是国标雏形，添加剂参考GB2760方便米面类
2019	《关于进一步加强食品安全地方标准管理通知》	地方标准与法律和食品安全国标相矛盾的应该及时废止
2019	《市场监管总局关于加强调味面制品质量安全监管的公告》	按“方便食品（调味面制品）”生产许可类别进行管理，凡与此不一致的，应当于2020年1月31日前调整到位
2022	《调味面制品》行业标准（QB/T 5729—2022）	2022年10月1日实施，明确添加剂使用减少70%+，盐含量下降17.7%，脂肪含量下降10%

资料来源：公开资讯，华泰研究

3) 产品定位高端化。中国经济网数据显示，调味面制品行业逐步升级转型，市面上“五毛”包装的调味面制品由2010年的81%锐减到2016年的8%，而2-5元产品的市场份额提至55%，从中可以看出行业的产品结构与主要消费群体发生了巨变。2015年春节前卫龙推出定位偏高端的白袋产品，打入KA渠道，高端产品推出进一步提升了行业集中度。

调味面制品：辣条品类销售体量~100 亿元，市场规模稳定，头部品牌显露

辣条品类作为辣味零食中体量较大的细分品类，市场规模稳定，其不断向规范化、成熟化发展，行业整治后逐渐摆脱“有品类、无品牌”的困境，当前呈现品牌规模化趋势，我们将辣条品类的发展分为四个阶段：①萌芽期（1998-2006 年）：辣条起源于湖南省平江县，1998 年湖南平江洪涝灾害严重，大豆减产，平江农民在面筋中加入调味料制成辣条，作为风味小吃豆干的替代品，随后辣条品类在消费者中迅速流行。辣条制作门槛低，吸引了大量湖南、河南的地方小厂进入市场。家庭作坊式的生产模式埋下了一定的食品安全隐患，2005 年对于平江小作坊非法添加防腐剂的报道让行业遭受冲击。②规范期（2007-2014 年）：南派辣条大省（湖南）、北派辣条大省（河南）纷纷出手整治行业，大量不符合标准的辣条企业被淘汰，全国生产企业数量显著下降。与此同时，两省的添加剂标准存在差异（差异主要体现在着色剂的标准上），对于跨省销售产生一定影响。③爆发期（2015-2019 年）：乘电商渠道之东风，辣条企业借助电商流量红利、实现加速扩张，头部企业致力于现代化生产，升级包装，摆脱负面标签。此阶段调味面制品国标出台，倡导减油、减盐，监管要求引导行业规范发展。④品牌化（2020 年至今）：头部企业卫龙、麻辣王子等品牌企业凭借品牌文化、新兴渠道、花样营销等，在辣条行业占据较大的市场份额。

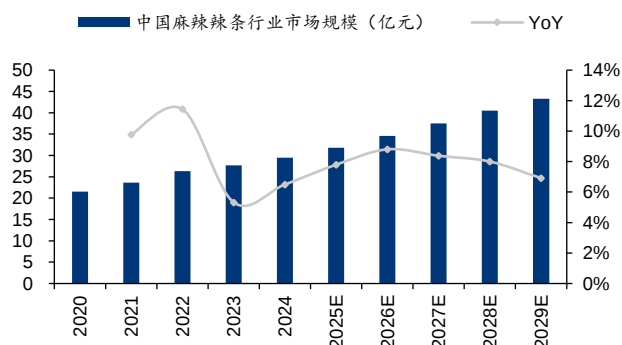
图表9：辣条品类的历史发展进程



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

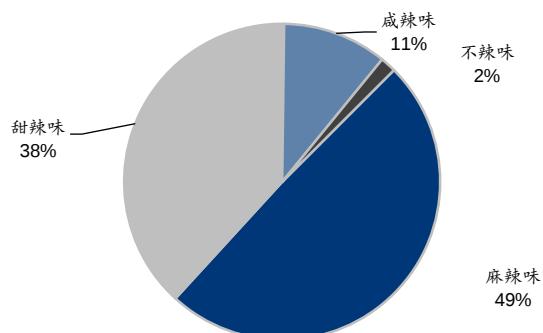
从细分口味来看，麻辣口味辣条势头兴起。辣条行业存在“南麻辣、北甜辣”的口味差别，“南派”主打麻辣，代表性企业为玉峰食品（旗下有麻辣王子辣条）；“北派”主打甜辣，代表性企业为卫龙，考虑到学生消费群体的接受度对口味进行改良，当前产品已衍生出多种口味可供选择。据弗若斯特沙利文，辣条品类中麻辣口味增速领先，2024 年中国消费者辣条口味偏好中，49%的消费者表示偏好麻辣口味，38%的消费者表示更加偏好甜辣口味，2024 年中国麻辣辣条行业市场规模达 29.5 亿元，对应 21-24 年 CAGR 为 8.2%，预计 26 年行业规模有望达 43.3 亿元，对应 25-29 年 CAGR 为 8.0%。

图表10：中国麻辣辣条行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表11：2024 年中国消费者辣条口味偏好情况

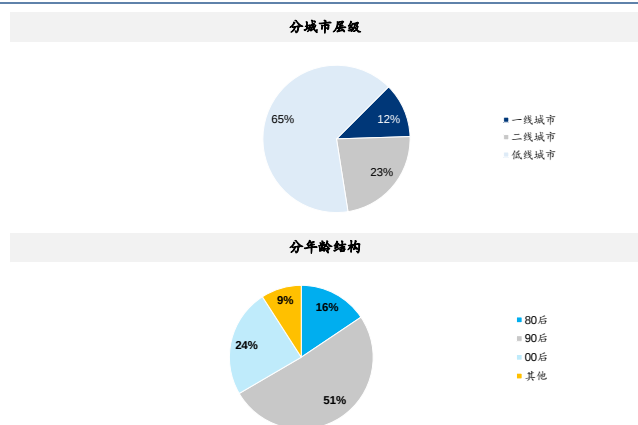


资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

从目标人群来看，当前以年轻消费者为主，低线城市占比较高。辣味休闲食品的目标群体主要包括年轻消费者，90后和00后占据辣味休闲食品的绝大部分消费群体（据艾瑞咨询，90后和00后在辣条消费群体中合计占比75%），在学生群体中广受欢迎。此外，辣条的价格带主要集中在5元以内，适合更追求性价比的低线城市消费者。据弗若斯特沙利文数据，2023年65%的消费者位于低线城市，另有12%/23%的消费者位于一线城市/二线城市。

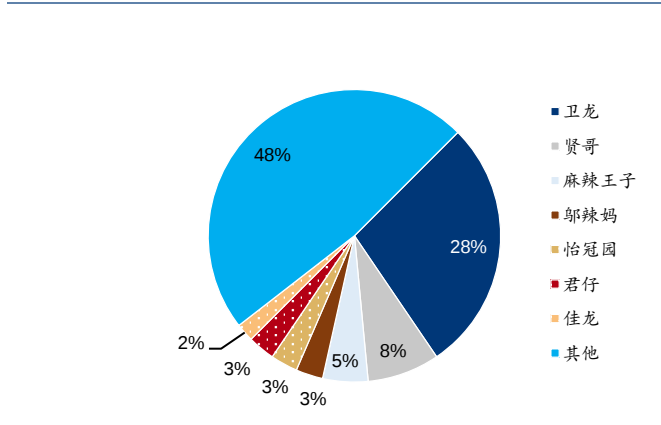
从竞争格局来看，卫龙仍处于断层领先位置，麻辣王子增长势头较好。除了主营辣条的企业卫龙&麻辣王子等，很多综合零售品牌亦窥到了辣条品类的机会。但据马上赢数据，2023年卫龙在辣条类目中市占率达28%，呈现断层领先。近两年，后起之秀麻辣王子增长强劲，以产品口味正宗、“不做甜条”为营销噱头，专注于麻辣口味，据食品内参，2024年麻辣王子辣条的销售额突破15亿元，同比+50%。据弗若斯特沙利文，在麻辣口味辣条市场中，2024年麻辣王子市占率达51.2%，卫龙市占率为13.6%。

图表12：辣条消费群体画像



资料来源：弗若斯特沙利文，艾瑞咨询，华泰研究

图表13：2023年辣条类目线下竞争格局



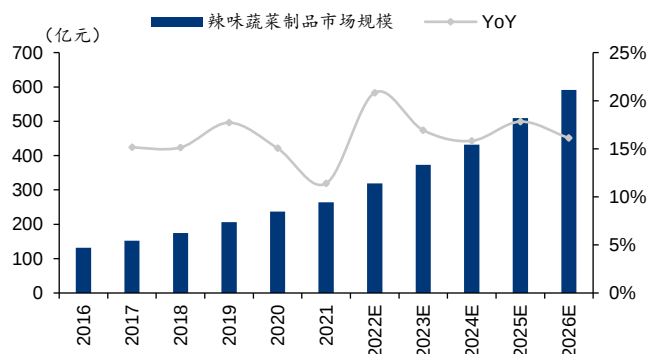
资料来源：马上赢，华泰研究

蔬菜制品：魔芋品类市场规模~70亿元，增长势头强劲，空间或超百亿

在辣味蔬菜品类中，2024年辣味魔芋零食出厂口径市场规模有望达70亿元。据汤臣杰逊品牌研究院，2021年中国蔬菜制品市场规模为264亿元，对应17-21年CAGR为14.9%，预计2026年市场规模有望达591亿元，对应22-26年CAGR为17.5%，其中魔芋品类的蓬勃发展给予辣味蔬菜品类强劲的增长抓手。据盐津铺子公众号，2024年我国魔芋零食的零售额突破120亿元，年增长超20%，我们按照70%的渠道价差还原终端计算得2024年辣味魔芋零食出厂口径市场规模有望达70亿元。

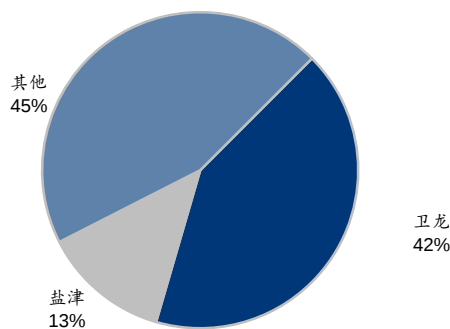
竞争格局：当前卫龙领先优势明显，参与者逐步增加。从竞争格局来看，我们以报表口径按照70%的渠道价差还原终端计算得2024年卫龙的市占率为42%，盐津的市占率为13%，处于明显的行业领先地位，此外，劲仔食品/良品铺子/三只松鼠等综合零食企业、亲零嘴/伟龙/缺牙齿/贤哥也纷纷布局魔芋品类，参与者逐步增加。

图表14：中国辣味蔬菜制品市场规模



资料来源：汤臣杰逊品牌研究院，华泰研究

图表15：2024年魔芋食品行业竞争格局



注：卫龙和盐津以报表口径按照70%的渠道价差还原终端计算；

资料来源：盐津铺子公众号，华泰研究

空间展望：预计魔芋品类未来发展空间或可超百亿。1) 对比邻国日本，我国人均魔芋消费水平提升空间充足。日本2020年人均魔芋消费金额约70元，而中国人均魔芋产品消费金额仅为7.6元，未来增长潜力充足；日本2024年人均魔芋消费量约为2.0kg，而中国仅0.3kg，且其中~70%为蒟蒻等传统凝胶食品，与邻国日本差异较大（据中国魔芋协会&日本魔芋协会），但日本的魔芋品类主食化进程领先，未见与我国现状较为可比的魔芋零食。2) 对比辣条品类，魔芋品类消费群体更为广泛，后续增长空间或超辣条品类的百亿空间。考虑魔芋的受众较辣条更广（可额外覆盖部分减脂人群）、消费频次可以较辣条更高（魔芋品类低脂&富含膳食纤维/带给人体的负担较小），我们认为魔芋品类的市场空间或可超越辣条的百亿规模。3) 对比鹌鹑蛋品类，魔芋品类形态更加多元，且辣味本身具有一定的成瘾性，后续增长空间或超鹌鹑蛋品类的潜在百亿空间。据FBIF食品饮料创新论坛，2023年C端鹌鹑蛋零食的市场规模~30亿元，潜在空间或达百亿元。我们认为，鹌鹑蛋的形态难以变化，但魔芋可以制作成片状、丝状、魔芋干等多种形态，且口感更加独特，辣味本身也具备更强的成瘾性，因此我们认为魔芋品类的市场空间或可超越鹌鹑蛋品类的潜在百亿空间。

从魔芋食品产业来看，中国魔芋产业链仍处于发展初期，后续产品矩阵有望持续丰富。据中国魔芋协会，从全球范围来看，我国已成为全球魔芋产量第一的国家，2020年中国魔芋产量占全世界的63%（日本占22%/其他国家合计占15%），但主要用于出口。日本是最早开始魔芋工业化、自动化的国家，产业链条完善，深加工品类多元。据君屹资本，中国魔芋产业在2015年前以原料种植和初加工为主，2015年后伴随着下游应用逐渐丰富，魔芋深加工产业迅速成长，但总体上看，中国魔芋产业链还处于初级阶段，以食品加工为主，产品形态多样性不足，代表大单品为卫龙魔芋爽、素毛肚等。展望未来，健康化的消费趋势或将倒逼魔芋产业链升级，打造更加多元的产品矩阵。

图表16：中国魔芋产业链



资料来源：一致魔芋招股书，华经产业研究院，华泰研究

我们将魔芋品类成功出圈、实现快速增长的原因归纳为以下三个方面：

1) 魔芋品类口感独特，区别于其他辣味零食产品，使得消费者印象深刻。魔芋品类富含膳食纤维，尤其是可溶性纤维，这种纤维在遇到水分时能形成一种特殊的凝胶状物质，赋予了魔芋食品独特的口感和质地，与其他辣味零食产品形成明显的差异化。

2) 魔芋品类热量较低，顺应了健康化消费浪潮，备受减脂人群喜爱。我国近年相继出台《健康中国 2030 规划纲要》、《国民营养计划（2017-2030 年）》等发展战略，促进了国民健康意识和营养建设的提高。当前，消费者在选购零食时更加关注食品的健康特质，据《2021 中国食品消费趋势白皮书》，有 71% 的消费者会查看食品成分表，尤其是其中糖、脂肪和钠的占比。而且消费者对于本身营养价值强、有健康创新提升空间且美味的零食类别有更强的支付意愿，据丁香医生调研，有 42% 的消费者愿意为熟卤零食增值的健康属性买单，有 40% 的消费者愿意为更加健康的海味零食支付溢价。因此，绿色化、健康化成为休闲食品行业未来发展的必然趋势。魔芋作为健康零食的典型代表，可应用于代餐、减脂等场景。据卫龙旗舰店，每 100g “小魔女”魔芋素毛肚含 6g 膳食纤维，热量≈1/6 个苹果（~25.3 千卡），满足了消费者对于“好吃+健康”的更高期待，消费群体较辣条品类更为丰富。

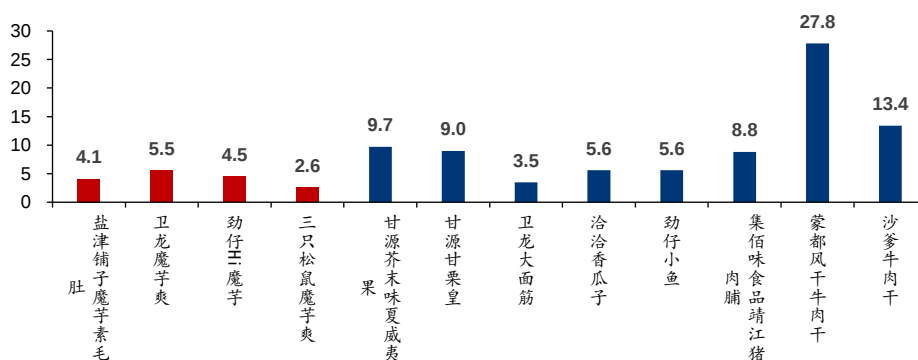
图表17：辣味蔬菜制品相对低脂

每百克营养信息		热量(大卡)	碳水化合物(克)	脂肪(克)	蛋白质(克)	纤维素(克)
辣味面制品	卫龙大面筋	435.23	45.50	25.00	7.20	0.00
	福亨鑫豆卷	374.34	34.20	18.00	18.80	0.00
	吴远城大辣片	375.54	49.40	15.60	9.10	0.00
	笑辣辣香辣棒	360.42	46.90	14.70	9.70	0.00
	均值	386.38	44.00	18.33	11.20	0.00
辣味肉制品及水产制品	劲仔小鱼干	352.29	11.30	21.40	28.80	0.00
	荷美尔牛肉干	288.35	23.80	4.50	37.40	0.00
	靖江猪肉脯	179.51	1.73	11.66	16.93	0.02
	RICHO 香辣鱿鱼片	350.00	60.00	0.00	20.00	0.00
	均值	292.54	24.21	9.39	25.78	0.01
辣味蔬菜制品	薄荷健康魔芋爽	43.00	6.40	0.00	1.20	0.00
	比比赞海带结	37.70	5.10	1.20	1.60	0.00
	湘传奇辣卤藕片	75.49	14.20	1.10	1.60	0.00
	酸辣土豆片	113.50	17.67	3.94	2.69	1.63
	锦外婆泡山椒笋尖	25.80	3.70	0.00	2.20	0.00
	均值	59.10	9.41	1.25	1.86	0.33

资料来源：薄荷食物库，华泰研究

3) 横向对比其余休闲食品品类，魔芋产品性价比突出。对比各类零食产品在天猫旗舰店的销售均价，肉类零食每 100g 的平均售价普遍在 8 元以上，牛肉类产品售价更高，但魔芋零食每 100g 的平均售价普遍在 6 元以内，性价比突出，更加适应当前的市场环境。

图表18：各类零食产品在天猫旗舰店的销售均价对比（元/100g）



注：统计时间为 2025 年 4 月；

资料来源：天猫旗舰店，华泰研究

卫龙概况：辣味休闲食品先行者，龙头地位稳固

深耕辣味休闲零食领域 20 余年，卫龙的业务发展可以分为三个阶段：①**初创期（2001-2008 年）**：创办人刘卫平先生及刘福平先生于 2001 年来到河南省漯河市创业，生产出第一根辣条，并在 2003 年成功申请“卫龙商标”，次年成立平平食品进驻漯河工业园，平平食品驻马店工厂于 2007 年建成投产，专门从事面制品及休闲蔬菜制品的生产；②**快速发展期（2008-2015 年）**：此阶段大面筋、小面筋、亲嘴烧等产品相继问世，调味面制品及豆制品产能扩张。同时，公司引入多位知名明星代言，提升品牌知名度。③**成熟期（2015 年至今）**：此阶段公司实施了一系列品牌及营销策略，升级品牌形象。卫来食品、卫到食品先后成立，大幅提升自动化水平及产能。此外，公司建立起 22 个销售区域，并通过线上及线下资源建立起全渠道销售及经销网络。

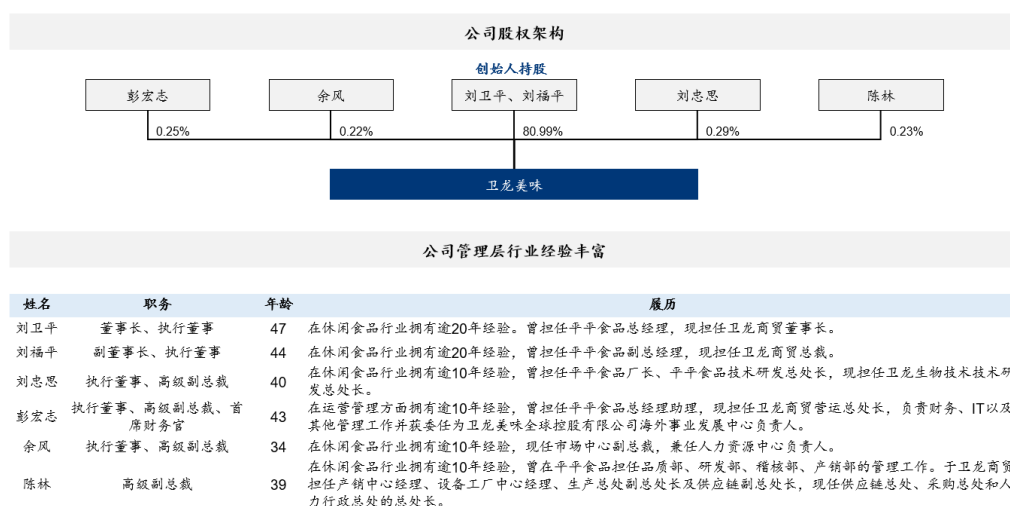
图表19：公司业务历史发展复盘



资料来源：公司招股书，公司官网，华泰研究

股权结构稳定，家族企业管理模式。截至 24 年末，和和全球资本持有公司 80.99% 的股份，和和全球资本为控股股东刘卫平（董事长兼执行董事）、刘福平（执行董事兼副董事长）兄弟通过信托计划共同持有的一家投资公司。公司是所有权与经营权高度集中的家族企业，有助于公司坚定贯彻发展方向，以员工为本，构建了一支开放、创新、高效、协作的人才梯队，为业务赋能。

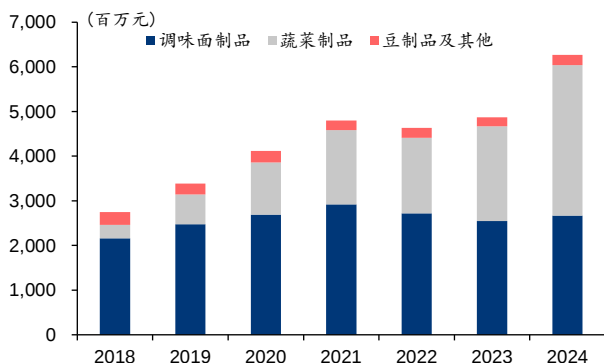
图表20：公司股权集中，管理层经验丰富



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

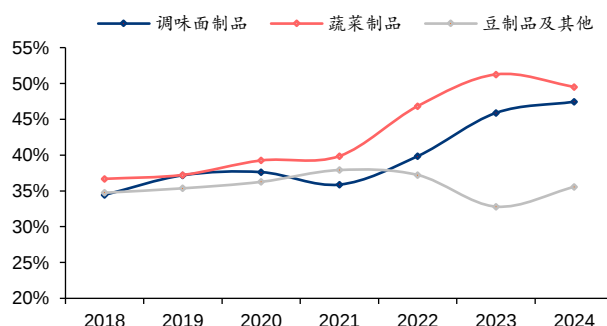
公司聚焦辣味零食，产品品类包括调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他产品，当前第二曲线蔬菜制品已支撑超过一半的收入体量，盈利贡献亦非常突出。24 年公司实现收入 62.7 亿元，19-24 年 CAGR 为 14.7%，分品类看，24 年调味面制品实现收入 26.7 亿元，19-24 年 CAGR 为 3.6%，24 年蔬菜制品实现收入 33.7 亿元，19-24 年 CAGR 为 49.8%，增长势能强劲，24 年豆制品及其他产品实现收入 2.3 亿元，19-24 年 CAGR 为 -4.0%，24 年蔬菜制品的收入体量已超过调味面制品，成为第一大品类，收入占比 53.8%。蔬菜制品的盈利能力强于调味面制品、豆制品及其他产品，24 年调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他产品的毛利率分别为 47.4%/49.5%/35.6%。

图表21：公司收入分业务拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表22：公司主要产品毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

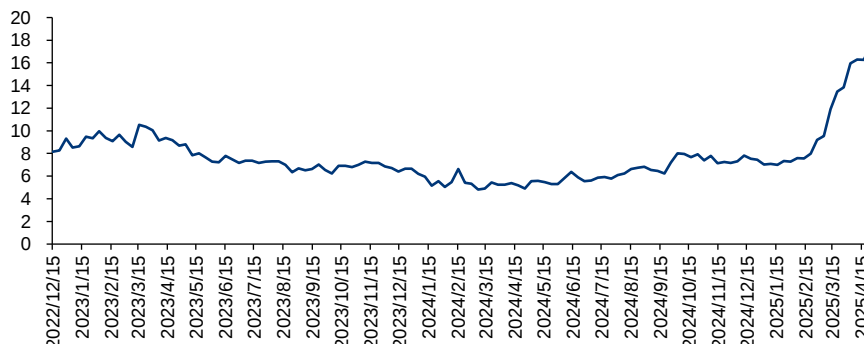
图表23：公司产品矩阵



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

股价复盘：入通后流动性问题得到缓解，叠加魔芋品类掀起辣味零食革命，25 年 3 月以来，公司股价明显上涨。此前由于流动性桎梏，公司股价基本保持平稳，25 年 3 月 10 日起，公司再获调入港股通，流动性得到明显改善，叠加魔芋品类蓬勃发展，公司股价快速上涨。

图表24：卫龙股价复盘（前复权，港元）



资料来源：Wind，华泰研究

根基稳固，品牌为核，构筑综合壁垒

基因：敢为人先，勇于求变，成就辣味零食行业龙头

我们认为，敢为人先、勇于求变的基因是卫龙得以在辣味零食行业不断发展壮大，并最终成长为细分赛道龙头的底层支撑。辣条行业在发展初期因缺少行业规范、小作坊遍布，曾多次陷入食品安全危机，行业发展几经起伏。与之对应的是，卫龙自诞生伊始便志存高远，在行业内率先开启工业化生产并转变为现代化企业，并在发展各个阶段勇于探索、积极求变，完成了白袋产品升级等具备重要意义的产业变革，最终铸就辣味零食行业龙头。我们将展现其敢为人先、勇于求变的重要案例梳理如下：

1) 首创辣条产品，开创行业先河。1998年的洪涝灾害导致酱干重要原材料大豆产量减少、价格快速上涨，为降低成本，当地作坊开始使用面筋代替大豆制作酱干，诞生辣条的雏形。1999年卫龙创始人刘卫平、刘福平兄弟前往河南，并进一步改良生产工艺，研发出第一根辣条，开创行业先河。

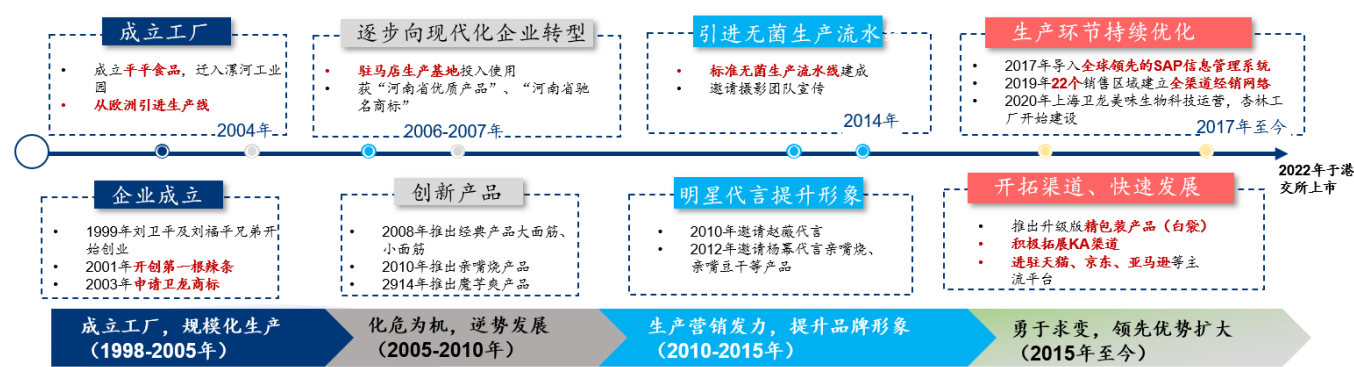
2) 率先成立工厂，开启规模化生产。刘卫平于2004年成立平平食品有限公司并迁入漯河工业园，率先开启规模化、工业化生产，并通过多样化地推手段（雇佣大量农民做地推，张贴海报、写推广文章、发放街头广告等）完成早期的辣条消费习惯培育工作。

3) 化危为机，升级产线，率先转化为现代化生产企业。2005年12月央视曝光平江县一家食品厂使用违禁添加剂富马酸二甲酯（俗称霉克星），叠加当时辣条生产企业多为小作坊，导致行业陷入舆论风波。面对危机，卫龙主动推进产线升级，将包装机从半自动升级至全自动化，逐步建立起产品技术标准体系、质量管理控制体系，稳步转化为现代化生产企业，2014年进一步建成标准无菌生产流水线，进一步拉开与竞品的差距。

4) 白袋产品升级配合创意营销活动，开启辣条新一轮增长。2015年前辣条主要销售渠道仍为夫妻店、街边店等流通渠道，2015年公司前瞻性推出升级版精包装辣条（白袋辣条），并配合颇具创意性的营销活动（如2016年9月借势iphone7上市，通过“苹果风”营销推广白袋产品，将官网、产品展示页面、文案及包装都改成苹果风格），有效提升辣条品牌格调，为辣条顺利打入KA等渠道奠定良好基础。

5) 率先推出魔芋产品，再次成为细分品类先行者。休闲零食类的选择较为关键，若可以提前推出优势品类，或将取得一定的发展先机。2009年卫龙团队在成都涮锅时获得灵感，经过5年时间的研发与打磨，公司于2014年7月正式推出魔芋爽，再次成为细分品类先行者，此后，公司不断扩充产品矩阵，并推出子品牌“小魔女”，新增不同的产品形态（丝状/片状等）&产品口味（麻辣口味/香辣口味/酸辣口味/麻酱口味等）。发展至今，魔芋爽产品已率先占据了一部分消费者的心智，当前我们测算得卫龙的市占率在42%，领先优势明显。

图表25：卫龙的发展历程复盘：伴随行业逐步走向规范，卫龙的领先优势逐步扩大



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

6) 2015 年后多次推动渠道变革匹配发展需求。2015 年前公司产品主要在流通渠道售卖，并依托大商制（一个省一个经销商）实现自然动销下的快速铺货。2015 年白袋产品升级后基于开拓 KA 渠道需求开始自建渠道，此后公司勇于求变、顺势而为，多次推进渠道模式变革，渠道模式积极匹配业务需求，为营收的增长奠定良好的基础。

契合行业特征实行线上线下全渠道布局，多次进行渠道改革以更好地匹配不同阶段的发展要求。此前公司渠道管理相对粗放，2021 年之前更多是依靠大商去做，叠加公司本身具备的强品牌力实现动销。20H2 以来，公司开始合伙人模式改革，精简经销商数量、进一步打开渠道下沉空间，但合伙人机制的推行遇到了执行和管理不到位、经销商和合伙人的利润分配不均、合伙人的稳定性不足、区域之间差异较大等问题，最终宣告失败。由于此前改革效果不及预期，2022 年后，公司暂停合伙人模式，23H1 公司开始渠道纠偏，推动高线城市辅销模式，在一二线城市设立销售办事处并招揽业代辅助经销商去做渠道精耕，提供更多终端服务，提高门店拜访频次，优化单店产出，助销模式主要针对低线城市，给优质经销商提供扶持政策和费用支持，帮助经销商拓展网点，提高单店产出和货品覆盖率。此外，公司开始积极拥抱新渠道，公司 2024 年在零食量贩渠道预计实现销售额 17 亿（2023 年实现销售额 6-7 亿），2024 年在线上渠道实现销售额 7 亿（2023 年实现销售额 5 亿）。

图表26：卫龙历次渠道模式变革梳理

时间	渠道改革概况	具体介绍	改革目的
2015 年前	大经销商制	省代模式，每个省一个经销商，推进透明包装产品在流通渠道的销售	
2015	经销商扩容	白袋产品及新品类推出，招募新经销商拓展休闲渠道	解决原有经销商新品推广配合度不高的困境
2017	渠道下沉	一个城市配备 1-2 个城市经理，管理 5-6 个经销商，要求 70 万人口以上的市场必须布局	加强渠道下沉力度，同时配合经销商完成终端拜访、陈列，提高产品曝光度
19H1	专属经销商开发	进一步强化经销商管理，要求经销商不得代理其他品牌产品	央视曝光了不符合标准的辣条企业，行业进入洗牌期，公司顺势强化市场话语权
19H2	自建网络	逐步取消省代模式，搭建自有网络，要求每个标准市场配备经销商	进一步提升经销商掌控能力
20H1	部门改制	原先的流通事业部和休闲事业部，改为一部（面制品），二部（蔬菜制品），三部（KA）	减少经销商内耗，进一步推进渠道下沉
20H2	合伙人模式改革	精简经销商数量，同时扩充经销和业务人员团队辅助经销商开拓市场	进一步降低内耗，提升渠道精耕下沉力度和积极性
2022	业代模式	暂停合伙人模式，推动高线城市辅销模式，在一二线城市设立办事处并招揽业代辅助经销商去做渠道精耕，在低线城市给优质经销商费用支持，帮助经销商拓展网点	提升渠道响应效率，满足新兴渠道的严苛要求；构建渠道生态壁垒，力争实现 200 万终端目标

注：合伙人模式失败的原因：1) 合伙人模式需要较高的成本投入，包括支付合伙人的底薪和提成，但辣条的销量不足以支撑这样的高成本，导致公司和经销商的利润未能显著增加；2) 合伙人模式在不同区域推行的效果不一，如沿海地区消费水平高、成本高，但公司的标准“一刀切”，导致沿海地区的人员工资难以满足要求；3) 合伙人模式对于经销商的利润空间和销售策略产生了一定影响，部分经销商对此持抵触态度，影响了模式的推广；

资料来源：公司公告，华泰研究

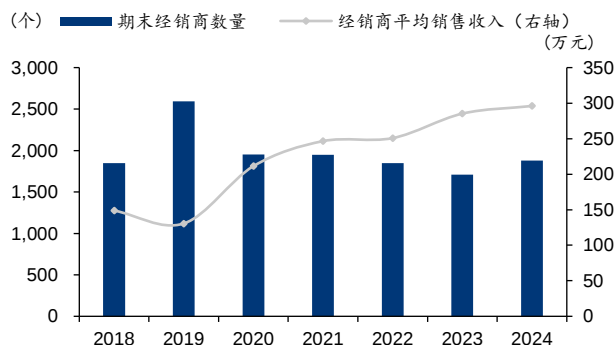
图表27：卫龙营销总处模式 vs 合伙人模式 vs 业代模式

	营销总处模式	合伙人模式	业代模式
时间	2020年前	20H2开始推行，2021年起全国推广	2022年以来
经销商布局	一个市场不同渠道存在多个经销商	每个市场基本只保留1个经销商，有效缓解经销商内耗问题，同时对经销商资质（要求不能经营竞品）、动销、陈列等多维度提出更高要求，经过调整后的经销商团队更加精干	高线城市（32个核心城市）由公司业代直控终端（辅销），业代主攻KA、CVS等现代渠道；低线城市由经销商团队执行（助销），聚焦中大商，淘汰低效经销商
渠道利润	相对偏低	相对较高	相对较高，新品（如魔芋爽）利润更高
薪酬结构	销售人员薪酬为底薪+提成	销售人员为合伙人身份，收入为底薪+利润分成及奖励	业代的薪酬为基础工资+绩效，前三个月有额外奖励；助销模式下经销商业务员由经销商支付费用，公司核销返利
优势	给予重点产品（如15年白袋辣条）、重点渠道重点支持	减少市场内耗、利润分成模式充分调动业务员积极性，推动渠道下沉	高线城市由业代直接服务核心门店，提升终端掌控力；扫码溯源（一包一码）减少窜货，费用核销较快（要求48小时内核销）
弊端	1) 不同经销商之间可能互相抢夺资源形成内耗；2) 提成制难以充分调动积极性	需要有一定的销售体量、利润空间和品牌市场影响力作为支撑	1) 业代人力成本高；2) 部分传统经销商抵触精细化管理，低线城市覆盖深度不足；3) 需平衡辅销（直控）与助销（经销商主导）的协同，管理难度大

资料来源：公司公告，华泰研究

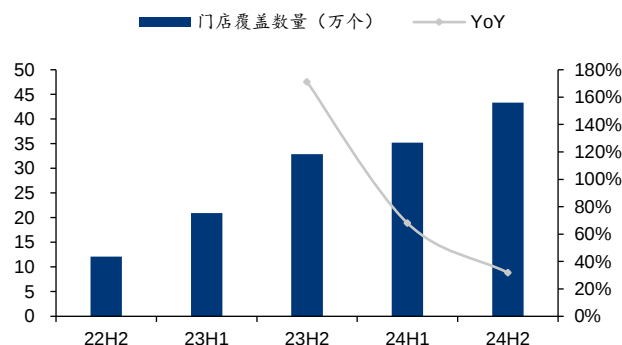
业代模式改革成效：稳步提升的经销商平均收入&门店覆盖数量，终端执行和市场渗透持续改善。从经营指标上看，我们观察到在业代模式推行后公司取得了明显的改革成效：**1) 经销商平均产出：**截至 2024 年末，公司与 1879 家线下经销商合作，经销商数量维持稳健，2024 年公司经销商平均收入同比+4%至 296 万元，实现稳步提升，公司持续加强与经销商的合作，我们预计此后经销商平均产出亦将保持稳健增长趋势；**2) 覆盖门店数量：**22H2 以来，公司覆盖门店的数量保持良性增长趋势，截止 2024 年末，公司覆盖门店数量合计已达到 43.3 万家，公司持续加强销售团队服务终端门店的执行能力，通过优化门店管理和执行策略，更好地提升每个终端门店的产品铺市及销售势能。

图表 28：卫龙经销商数量及经销商平均销售收入变化



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 29：卫龙门店覆盖数量及增速



注：截至 2024 年末，公司销售管理系统中选取最近 6 个月有业务人员拜访记录的售点数，不含公司无法统计的部分流通渠道分销的售点数；

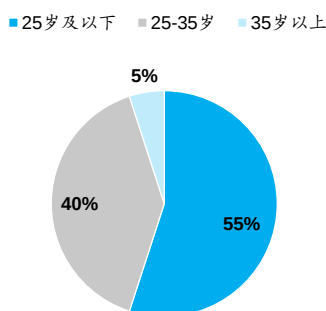
资料来源：公司推介材料，华泰研究

渠道下沉空间探讨：24 年卫龙门店覆盖数量为 43 万个，预计其潜在零售终端数量超过 300 万个，仍有较大提升空间。中国本土休闲零食企业由于发展较晚，行业整体发展阶段及渠道布局密度仍然处于初级阶段，截止 2024 年末，卫龙门店覆盖数量为 43 万个，瓜子坚果龙头洽洽食品覆盖的终端网点数量为 75 万个，相较发展阶段更加成熟、渠道布局更密的软饮料企业，休闲零食企业的终端网点仍有进一步加密的空间。一方面，软饮料巨头康师傅、可口可乐 2024 年覆盖终端网点数量均达~500 万个，另一方面，据卫龙招股书援引弗若斯特沙利文的数据显示，全国范围内卫龙的潜在目标零售终端超过 300 万个，在当前基础上零售终端仍有较大的加密空间。

品牌：年轻化、品牌化运营，打造辣条国民品牌形象

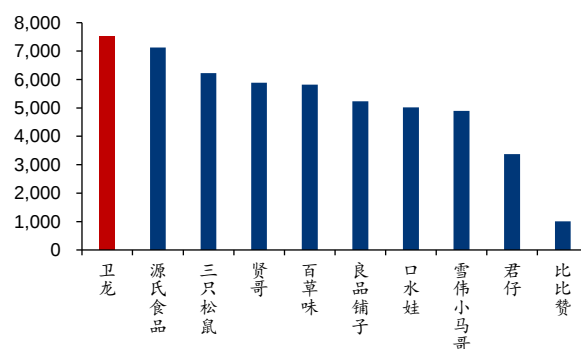
成功打造辣条国民品牌形象，当前公司在辣条品类品牌力处行业领先地位，构成竞争力的核心。卫龙的辣条产品作为一代人的童年回忆，据公司公告，卫龙 95%的消费者都在 35 岁及以下。据 CN10 排排榜技术研究院，23-24 年卫龙在辣条品牌排行榜中位居榜首。据公司推介材料，2024 年公司品牌位列胡润国潮品牌百强榜、2024 食品饮料行业创新力榜“Z 世代”喜爱品牌 TOP10、2024 大消费最具成长公司、世界食品品质评鉴大奖金奖等，公司已成功打造辣条国民品牌形象，构成其竞争力的核心。

图表30：卫龙各个年龄段消费者占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表31：23-24年辣条十大品牌排行榜（消费者喜爱度）



资料来源：CN10 排排榜技术研究院，华泰研究

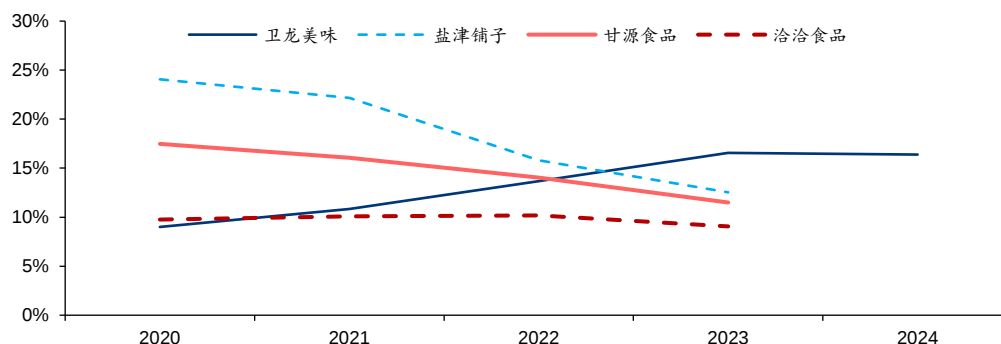
创意营销层出不穷，持续输出品牌价值。在具备深厚的品牌基础之后，公司又通过契合消费者、精准定位营销风格，从多个维度打造强势的品牌知名度。**1) 线下活动：**透明工厂、直播厂区参观等活动塑造了公司安全健康、品质优秀从而值得消费者信赖的品牌形象；“开学季进校园”活动以年轻消费者为核心，加速校园渠道拓展；“卫龙辣条节”持续进行品牌拉动，推动6城限定口味，另外还有限定快闪活动，以主题快闪的形式空降上海、长沙的核心商圈；**2) 品牌营销：**一系列特色品宣活动塑造了公司幽默风趣、充满活力的网红形象，与消费者建立了深厚的情感共鸣；**3) 媒介传播：**全年覆盖剧综场景和线下场景，在腾讯、爱奇艺、优酷、分众等平台齐发力，全年曝光300亿次；**4) 品牌内容：**公司提供多样化的品牌内容，紧贴社会热点、打造质优形象，聚焦公益、体现社会责任感，从多个维度提升品牌形象和消费者喜爱度。

图表32：卫龙代表性营销事件梳理

类别	时间	营销事件	类别	时间	营销事件
明星代言	2011	邀请赵薇代言	电商节企划	2015.1	天猫旗舰店自黑事件
	2012	邀请杨幂代言		2016.11.11	社会主义风电商页面
IP联名	2016.6	暴走漫画联名包装		2017.12.12	时尚碎花风电商页面
	2020.4	与安踏联名推出魔鬼时尚礼包		2019.12.12	Excel风格电商页面
特色品宣	2016.7	模仿iPhone7发布Hotstrip 7.0辣条		2021.6.18	卫龙摸底考试赠送优惠券
	2017.2	模仿小米发布Hotstrip 8.0辣条		2022.11.11	佛系电商页面
	2016.10	伪苹果风格线下展厅		2022.12.12	打工人的电商页面
	2023.9	赠华为秋季新品发布会热度，抢先召开“显眼包”发布会，发布周边	品牌日活动	2024.9	小魔女疯狂777品牌日0.7元，消费者可在特定点0.7元购小魔女产品
产品创新	2017.8	七夕推出辣条花	直播厂区参观	2015.1	微博宣传洁净生产车间
	2018.5	端午推出辣条粽子		2016.6	邀请网红张全蛋直播厂区
	2019.6	推出万物皆可辣周边产品		2022.8	央视网《超级工厂》走进卫龙放心工厂
	2021.1	推出辣条包包艺术展			

资料来源：公司招股书，公司官网，华泰研究

图表33：卫龙销售费用率对比同行



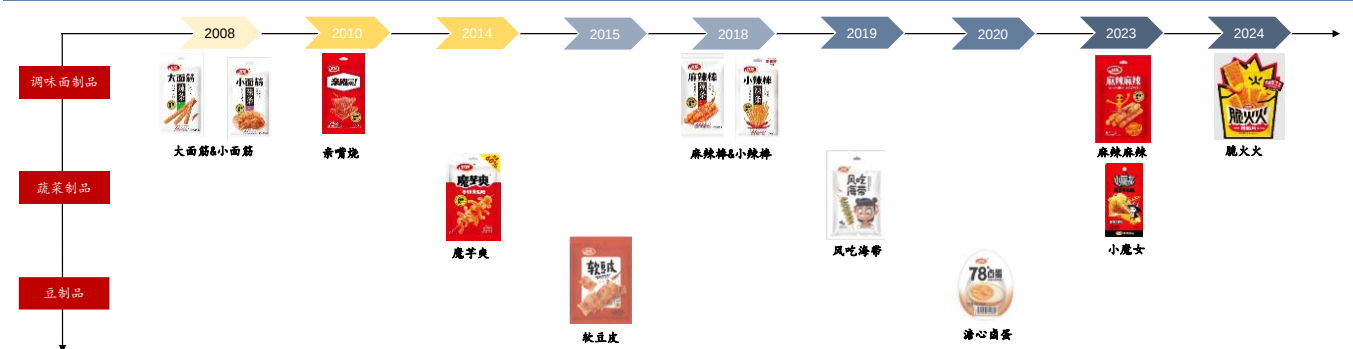
资料来源：各公司公告，华泰研究

如何展望未来卫龙的成长空间和发展演绎？

产品迭代，开拓增量新空间

新品不断扩张，挖掘第二增长曲线。公司自 2016 年后不断推出新品，扩容产品品类。2018 年公司推出大（小）辣棒、辣条粽子与火锅；2019 年进一步推出风吃海带，上市一年零售额就达 1 亿元，2024 年收入~3 亿元；2020 年成功拓展第四大品类“溏心卤蛋”系列，同时副推魔芋饼干产品；2023 年公司推出“麻辣麻辣”麻辣辣条，从甜辣拓展至麻辣，也代表着公司向竞争对手的腹地进军，同年 10 月，公司再次推出新品“小魔女”魔芋素毛肚，持续丰富魔芋制品的产品矩阵，并于 2024 年 2 月正式宣布上市麻酱火锅味魔芋素毛肚新品。公司平均每年推出 2-3 款新品，其中一款作为主推，其他作为副推，确保稳定一个推一个、推一个活一个。此外，公司通过设立单独事业部、考核发货机制、费用扶持等措施，全方位保障新品的推出和动销，打开品类增长空间。

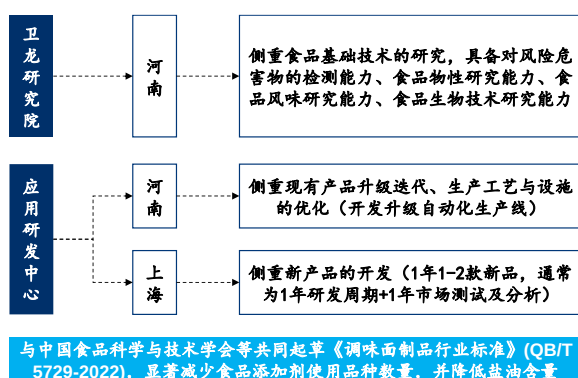
图表 34：卫龙产品矩阵打造进程



资料来源：公司公告，华泰研究

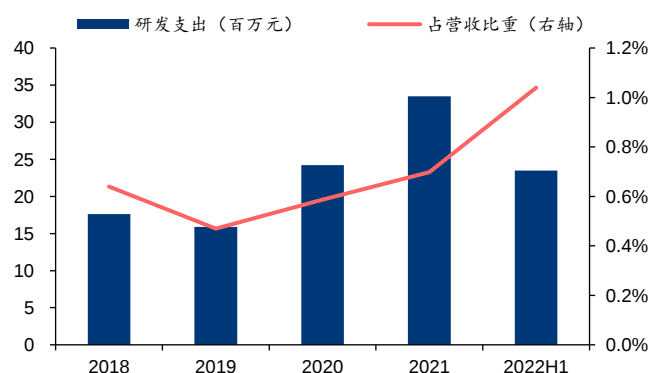
研发：公司研发管理体系成熟，技术积累可模块化复用。公司建立从概念设计、计划分解、开发实施、验证测试、产品上线、市场跟踪的全生命周期研发管理体系，在食品的基础研究、风味研究、工艺技术、工业化生产工艺、包装锁鲜技术等领域设立研发团队，支撑产品力持续提升。公司技术可模块化复用，提升产出效率。公司研发团队专业度较高，截至 2024 年 12 月 31 日，公司于上海建立了基础及应用研发中心，专业覆盖食品工程、食品安全与营养、高分子化学、生物学、检验检测学等领域。凭借多种多样的研发活动，通过不断地升级、革新和研发新兴技术，以满足不断变化的消费者偏好并推动销售的可持续增长。

图表 35：卫龙研发体系布局



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 36：卫龙研发支出及其占营收比重



资料来源：Wind，华泰研究

生产：全自动化产线有利于质量控制与成本下降，构建全生命周期食品安全质量保障体系及快速响应的供应链。据公司公告，当前公司已建立了严格的保障体系，具备从采购到销售的溯源能力。公司制定了严格的供应商筛选和评估机制，并建立了完善的管理体系，对采购和储存过程进行检查，以确保原材料的高质量和安全性。生产的标准化和自动化以及生产监控系统极大地提高了公司生产和产品质量的稳定性。在生产和物流运输过程中，公司针对不同产品建立质量监督管理体系，实现了整个供应链食品安全风险管理的无缝整合。

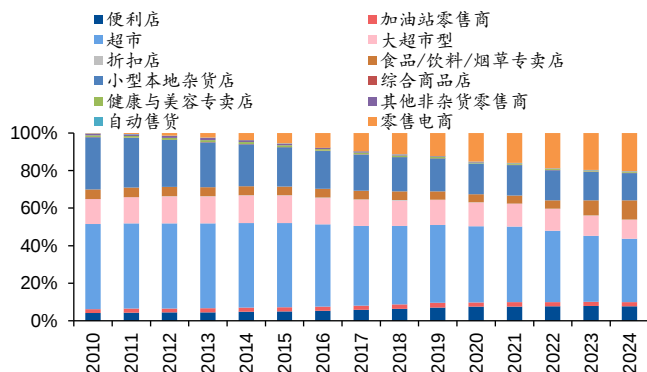
创新：产品口味是消费者在零食行业的首要关注因素，公司专注于以工业化思维，让美食的原点价值最大化释放。消费者不再满足于传统单一的零食种类，不同人群对零食的口味偏好呈现出多元化和个性化的特点，尤其是“Z世代”人群口味多元化，对零食新口味接受度高。公司在现有产品持续深耕和升级的基础上，通过创新产品持续丰富产品矩阵。**1) 产品品类上**，公司坚持多品类策略，在调味面制品的基础上持续推出蔬菜制品、豆制品等多元化品类，据公司推介材料，单点 SKU 已从 2022 年末的 9.6-12.5 个提升至 2024 年末的 16.0-22.8 个，产品矩阵不断完善。**2) 产品形态上**，调味面制品具有面筋（条状）、亲嘴烧（块状）、麻辣棒（棒状）、脆火火（片状）等多种形态；魔芋品类中，公司亦在“魔芋爽”大单品的基础上新增“小魔女”魔芋素毛肚，较“魔芋爽”更大片，加强满足感。**3) 产品口味上**，公司观察到消费者对于新奇、有趣且具有地域特色的食品越来越感兴趣，如公司的麻辣小龙虾与辣椒炒肉口味的魔芋爽，用创新的口味满足了消费者对新奇体验的需求。

典型案例：公司在蔬菜制品（尤其是魔芋品类）的统治力较强，是其品类创新能力的集中体现，后续或将持续受益于行业扩容与提速。公司蔬菜制品业务 2024 年贡献营收 33.7 亿元，对应 18-24 年收入占比从 10.8% 提升至 53.8%。公司蔬菜制品业务的核心产品为魔芋制品，2009 年卫龙团队在成都涮锅时意外发现了锅里魔芋的惊艳口味，据此得到灵感的卫龙研发组以此为契机，耗时 5 年、最终于 2014 年 7 月正式推出魔芋爽，5 年时间多花了对于魔芋的加工上。公司开发出的加工方法主要系利用离心机将魔芋脱水，再运用急冻蒸煮工艺——将魔芋浸泡 3 次、5 小时以上的 -25 度冷冻加上 90 度高温蒸煮，最终成功打造出爽脆 Q 弹的卫龙“魔芋爽”。据公司公告，2024 年公司魔芋品类已实现 ~30 亿的销售收入，预计对应市占率在 42%。据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国辣味休闲蔬菜制品市场零售额已达 265 亿元，对应 16-21 年 CAGR 为 14.8%，是增速第一的辣味休闲零食品类，预计 2026 年市场零售额将进一步达到 587 亿元，对应未来五年 CAGR 将达到 17.2%。因此，公司未来有望持续受益于品类扩容与提速，叠加自身的强统治力，获得快于行业的成长速度。

渠道多元，有效触达消费者

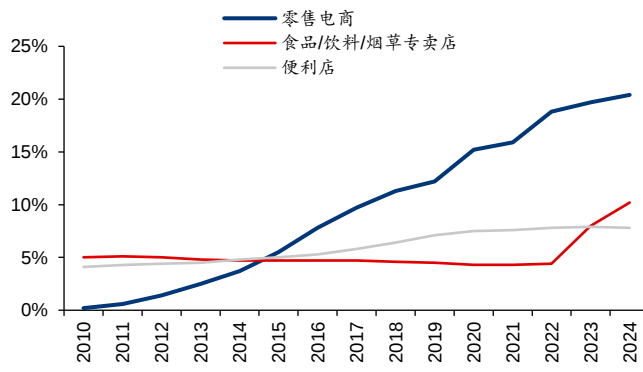
中国零食市场呈现渠道变革与品牌崛起共生的状态，年轻人休闲聚会场景催生量贩零食渠道快速兴起，内容电商成为品牌触达消费者的新途径，渠道流量迭代的本质是零售效率提升。据欧睿，当前零食行业的渠道结构中，呈现出电商、专卖店（零食量贩）、便利店占比提升较快的趋势，而渠道效率偏低的商超、传统流通渠道流量则出现下滑。**1) 量贩零食渠道：**与传统零售模式相比，量贩零食渠道对供应环节进行革新，缩短了中间的流通环节。据头豹研究院，中国量贩零食 2023 年行业规模已达 706.7 亿元，未来仍有望保持高速增长，预计 23-28 年 CAGR 为 27.2%，增长动力主要来源于开店空间广阔和承接零食消费者从其他渠道的消费转移；**2) 内容电商：**通过短视频和直播快速触达消费者，创造新的消费场景，实现品牌扩展和品类教育，推动食品饮料市场供需协同发展，据弗若斯特沙利文，内容电商 2023 年市场规模已达 4.9 万亿元，预计 23-28 年 CAGR 为 21.4%。

图表37：中国零食销售渠道占比变化



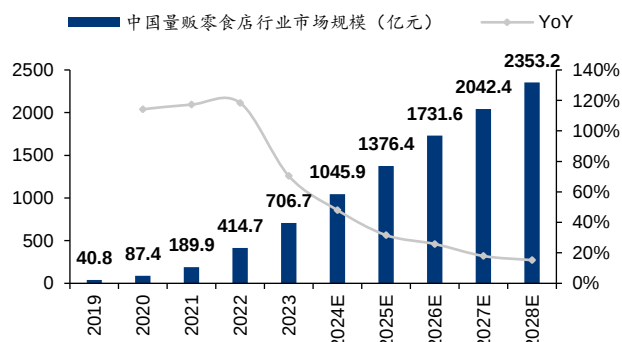
资料来源：欧睿，华泰研究

图表38：电商、专卖店（零食量贩）、便利店的占比提升较快



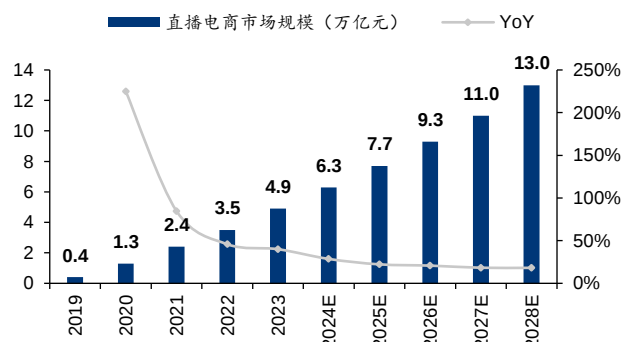
资料来源：欧睿，华泰研究

图表39：中国量贩零食店行业市场规模：19-23年CAGR=104.0%



资料来源：公司推介材料，头豹研究院，华泰研究

图表40：直播电商市场规模：19-23年CAGR=82.4%



资料来源：公司推介材料，商务部，弗若斯特沙利文，华泰研究

公司在深度洞察消费者需求的基础上，抢抓新渠道下的结构性机会，当前渠道布局均衡发展。量贩零食渠道&内容电商快速发展，线下商超渠道客流加速下滑导致的业绩滑坡是近年来公司谋求渠道转型的推动器，当前公司积极把握时代潮流，一面深入渗透线下销售网络，一面全域覆盖线上营销网络，2024年线下/线上渠道的收入占比分别为88.8%/11.2%。

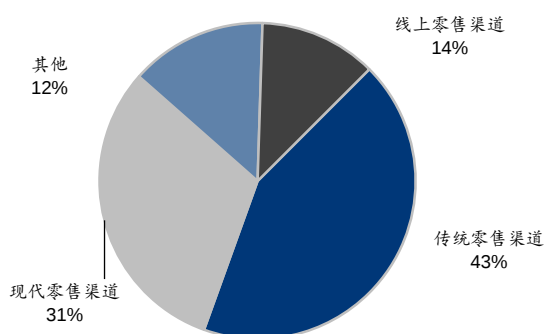
图表41：制造型零食上市企业渠道结构对比

	2024Q1-3财务数据（劲仔/有友/卫龙为2024年数据）				2024年渠道结构				
	收入（亿元）	收入增速	毛利率	扣非净利率	会员超市	零食量贩	电商	传统渠道	海外
洽洽食品	47.58	6.20%	30.20%	11.70%	2%	8%	11%	71%	8%
盐津铺子	38.61	28.50%	31.80%	11.00%	2%	28%	22%	47%	1%
劲仔食品	24.12	16.79%	30.47%	10.82%	0%	10%	16%	73%	1%
甘源食品	16.06	22.20%	35.60%	15.40%	10%	24%	11%	46%	9%
西麦食品	14.33	26.50%	42.60%	6.20%	0%	7%	30%	60%	3%
好想你	11.77	7.90%	24.30%	-5.40%	2%	8%	28%	61%	1%
有友食品	11.82	22.37%	28.97%	10.66%	8%	5%	6%	80%	1%
卫龙美味	62.66	28.22%	48.13%	17.06%	3%	22%	11%	63%	1%

资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

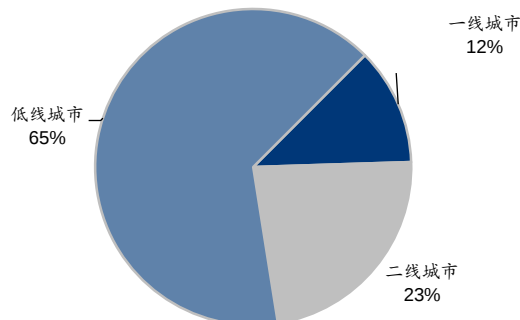
线下渠道：传统渠道持续深耕，下沉市场消费潜力充足；新兴渠道积极拥抱，把握新的增长机遇。1) **传统渠道中**，公司于流通渠道起家，近年来经销商数量稳健，截至2024年末，公司与1879家线下经销商合作，坚持“客户第一，服务及赋能好经销商”的理念，下沉市场消费潜力充足，据弗若斯特沙利文，中国辣味休闲食品分城市规模占比中，低线城市占比65%，低线城市人口基数大，或为未来市场下沉的主要方向。2) **新兴渠道中**，公司2023年全面拥抱零食量贩渠道，2024年已与各主流零食量贩系统达成合作，覆盖几乎所有的主要门店及产品品类，2024年零食量贩渠道在公司的收入占比中已超过20%；此外，公司持续布局会员仓储店及其他新兴渠道，为把握新的增长机遇奠定坚实基础。

图表42：2024 年中国辣味休闲食品分渠道规模占比



资料来源：弗若斯特沙利文《2024 中国辣味人群分析报告》，华泰研究

图表43：2024 年中国辣味休闲食品分城市规模占比



资料来源：弗若斯特沙利文《2024 中国辣味人群分析报告》，华泰研究

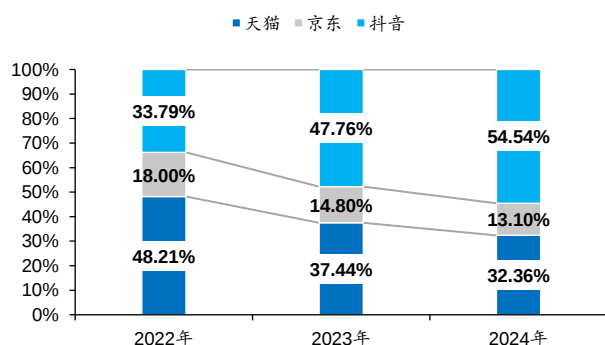
图表44：低线城市对于辣味零食的消费潜力较大，卫龙有望受益于下沉市场的持续深耕

辣味零食零售额（亿元）	2016 年	2021 年	2026E	16-21 年 CAGR	21-26E CAGR
一线城市	159	217	295	6.4%	6.3%
二线城市	285	412	586	7.6%	7.3%
低线城市	695	1100	1856	9.6%	11.0%

资料来源：公司招股书，华泰研究

线上渠道：22-24 年抖音平台的零食销售增长强劲，公司在抖音平台的月度动销数据持续亮眼。就零食销售而言，抖音平台强势增长，销售额的份额占比由 2022 年的 33.8% 提升至 2024 年的 54.5%，淘系下滑到不及三分之一，综合来看，电商整体增速仍然高于线下渠道，2024 年增长 7.8%。公司持续深化主流电商平台的精细化运营，并结合不同平台的用户特征实行差异化策略；此外，公司通过短视频、直播等形式吸引年轻消费者，增强品牌互动，提升市场影响力，据蝉妈妈，公司 2024 年每个月的抖音销售额同比增速均在 70% 以上，增长势能强劲。

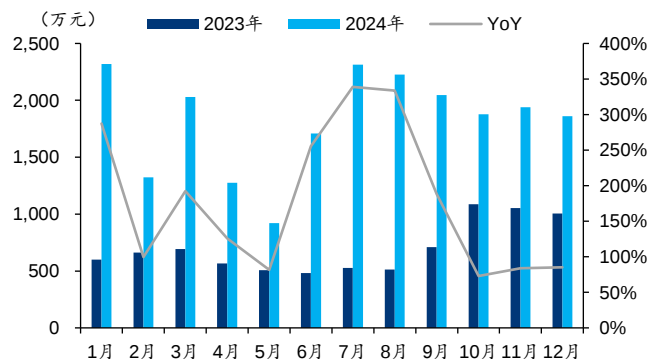
图表45：近三年零食电商平台份额占比



注：以上为各平台销售额的份额占比；

资料来源：知行战略咨询，华泰研究

图表46：2024 年卫龙抖音月度销售额数据及同比增速



资料来源：公司推介材料，蝉妈妈，华泰研究

盈利预测与估值

收入预测：

1) 调味面制品：以辣条为主的调味面制品业务在 2024 年销量恢复较好，2023 年起，公司辣条品类推新速度显著加快，麻辣麻辣、霸道熊猫、脆火火及榴莲辣条等新品相继面市，辣条口味不断延申，助推公司调味面制品业务营收实现稳健增长，预计 25-27 年调味面制品业务收入达 28.1/29.3/30.4 亿，同比+5.2%/+4.5%/+3.5%。

2) 蔬菜制品：以魔芋+海带为主的蔬菜制品业务在 2024 年实现高增（收入同比+59.1%），公司 23H2 推出小魔女素毛肚，延展魔芋品类的产品形态；2024 年 2 月公司正式官宣上市麻酱火锅味新品，扩充魔芋品类的产品口味。往后展望，休闲食品健康化消费趋势之下、魔芋品类红利正当时，考虑魔芋的受众较辣条更广、消费频次可以较辣条更高（低脂&富含膳食纤维/带给人体的负担较小），我们认为魔芋的市场空间或可超越辣条的百亿规模。公司作为魔芋制品的先行者，有望持续保持行业领先地位，此外，蔬菜制品与调味面制品的渠道协同性较好，有望推动蔬菜制品体量加速提升。我们判断未来公司将持续聚焦大单品打造，完善产品矩阵，并积极推动全渠道布局，驱动 25-27 年蔬菜制品业务实现收入 48.9/62.9/76.7 亿元，同比+45.0%/+28.6%/+22.0%。

3) 豆制品及其他：新品类尚处于培育期，潜在的成长性亦值得期待，预计 25-27 年豆制品及其他业务收入 2.6/2.8/3.0 亿元，同比+12.2%/+9.1%/+8.0%。

图表47：卫龙美味收入预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	4,632.2	4,871.7	6,266.3	7,950.8	9,500.7	11,008.9
YOY	-3.5%	5.2%	28.6%	26.9%	19.5%	15.9%
调味面制品	2,718.6	2,549.2	2,667.1	2,806.9	2,933.8	3,036.4
YOY	-6.8%	-6.2%	4.6%	5.2%	4.5%	3.5%
蔬菜制品	1,693.3	2,118.5	3,370.6	4,887.3	6,287.0	7,670.2
YOY	1.8%	25.1%	59.1%	45.0%	28.6%	22.0%
豆制品及其他	220.3	203.9	228.7	256.6	279.9	302.3
YOY	1.0%	-7.4%	12.2%	12.2%	9.1%	8.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

毛利率预测：

据公司招股书，23H1 公司生产成本中原材料/包装材料/其他成本占比 49.2%/20.0%/30.8%，公司主要原材料包括大豆油、面粉、魔芋粉以及海带等，大豆油、面粉等原材料为大宗商品，公司目前与中联储、中粮等供应链建立了稳定的合作。虽然受到美国关税措施的影响，大豆油价格或有一定涨幅，但预计整体对于成本端的影响不大。2024 年以来，面粉、海带等价格同比呈现回落态势，魔芋粉价格则上涨明显，主要系国内魔芋种植面积受自然因素和产业特性影响、呈现下降，2024 年的高温干旱天气导致单产减少，而下游需求高景气，进一步使得魔芋粉的价格涨势明显。我们预计在公司的成本结构中占比~10%，我们以 2024 年的公司毛利率 48.1%为基数进行敏感性测算，若魔芋粉价格上涨 30%，则对应公司毛利率较 2024 年同比-1.6pct，若魔芋粉价格上涨 40%，则对应公司毛利率较 2024 年同比-2.1pct。此外，伴随收入高速扩张，蔬菜制品业务产能利用率有望持续提振，或可对冲部分成本压力。展望未来，我们认为短期内魔芋粉价格上涨仍会对公司成本端形成一定压力，但我们看好公司供应链进一步精益完善压缩原料采购/生产等环节的费用，中长期看大单品战略下规模效应不断释放有望进一步增厚公司盈利能力，产品/渠道结构亦有望进一步优化，带动毛利率维持稳定上行趋势。我们预计 25-27 年总体毛利率为 46.3%/47.3%/48.4%，同比-1.8/+1.0/+1.1pct，其中 25-27 年调味面制品业务毛利率为 48.5%/49.0%/49.3%，同比+1.0/+0.5/+0.3pct，25-27 年蔬菜制品业务毛利率为 45.5%/46.8%/48.4%，同比-4.0/+1.4/+1.6pct，25-27 年豆制品及其他业务毛利率为 37.5%/38.2%/38.3%，同比+1.9/+0.7/+0.1pct。

图表48：魔芋粉价格上涨对于公司毛利率影响大小的敏感性测算

魔芋粉价格上涨幅度	10%	20%	30%	40%	50%	60%
我们预计的 25 年公司毛利率	47.6%	47.1%	46.5%	46.0%	45.5%	45.0%
较 24 年公司毛利率的变动幅度	-0.5%	-1.0%	-1.6%	-2.1%	-2.6%	-3.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表49：卫龙美味毛利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利	1,960	2,323	3,016	3,680	4,490	5,327
调味面制品	1,084	1,170	1,266	1,361	1,438	1,496
蔬菜制品	793	1,086	1,669	2,223	2,945	3,713
豆制品及其他	82	67	81	96	107	116
毛利率	42.3%	47.7%	48.1%	46.3%	47.3%	48.4%
调味面制品	39.9%	45.9%	47.4%	48.5%	49.0%	49.3%
蔬菜制品	46.8%	51.3%	49.5%	45.5%	46.8%	48.4%
豆制品及其他	37.2%	32.8%	35.6%	37.5%	38.2%	38.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率预测：

我们预计 25-27 年销售费用率 16.7%/16.8%/16.8%，同比+0.3pct/+0.1pct/持平，考虑近年行业竞争或趋于激烈，我们预计 25-26 年公司销售费用率存在小幅波动；预计 25-27 年管理费用率 7.8%/7.7%/7.7%，同比持平/-0.1%/持平；总体上看，公司费用投放有望更加精准高效，同时规模效应不断释放，我们预计整体销售费用率波动不大。

综上，我们预计 25-27 年营收 79.5/95.0/110.1 亿，同比+26.9%/+19.5%/+15.9%，归母净利 13.5/16.5/19.7 亿，同比+26.6%/+22.2%/+19.0%，净利率 17.0%/17.4%/17.9%。

图表50：卫龙美味费用率&归母净利预测明细（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.7%	16.6%	16.4%	16.7%	16.8%	16.8%
管理费用率	10.4%	9.4%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%
归母净利润	151	880	1069	1353	1653	1968
净利率	3.3%	18.1%	17.1%	17.0%	17.4%	17.9%
归母净利同比	-81.7%	481.9%	21.4%	26.6%	22.2%	19.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

看好公司自上而下引领，聚焦大单品，夯实供应链，发力全渠道，顺应行业发展新常态新趋势，成长性有望延续；此外，公司 23-24 年分红比例分别为 88%/99%，积极回馈股东，从公司资产负债结构来看，公司账面现金充裕，负债端压力较小，且盈利状况较优，具备持续维持高分红的基础。我们预计其 25-27 年归母净利 13.5/16.5/19.7 亿，同比+26.6%/+22.2%/+19.0%，对应 EPS 0.58/0.70/0.84 元，我们选取了零食品类的主要上市公司作为可比公司，参考可比公司 25 年 PE 均值 25x（Wind 一致预期），考虑公司作为辣条&魔芋品类的龙头企业，大单品优势凸显、盈利能力明显强于可比公司（24 年公司归母净利率 17.1% vs 24E 可比公司均值 10.3%），认可估值溢价，给予其 25 年 32x PE，目标价 19.96 港元（1 港元≈0.93 元人民币），首次覆盖“买入”。

图表51：可比公司估值表

公司简称	股票代码	股价(元)	PE (倍)				EPS (元)				24E 归母
		2025/04/25	23A	24A/E	25E	26E	23A	24A/E	25E	26E	净利率
盐津铺子	002847 CH	90.50	35	39	31	25	2.58	2.35	2.93	3.65	12.1%
劲仔食品	003000 CH	13.53	29	21	18	15	0.46	0.65	0.74	0.89	12.1%
三只松鼠	300783 CH	29.75	54	29	23	17	0.55	1.02	1.32	1.76	3.8%
有友食品	603697 CH	13.50	50	36	30	25	0.27	0.37	0.45	0.54	13.3%
平均值			42	31	25	20	0.97	1.10	1.36	1.71	10.3%
中间值			43	33	26	21	0.51	0.84	1.03	1.32	12.1%

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；

资料来源：Wind、华泰研究预测

风险提示

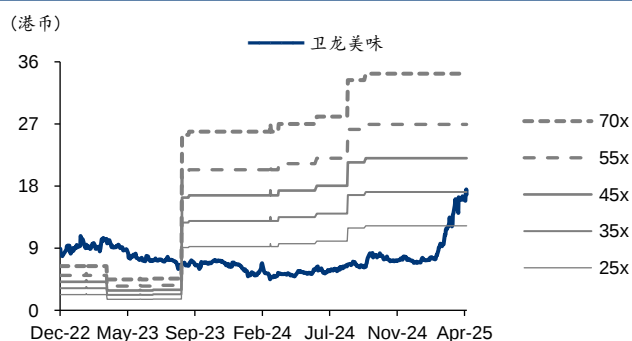
行业竞争加剧风险。辣味零食行业细分赛道众多，竞争格局分散，竞争激烈程度可能加剧；当前魔芋品类的新进入者明显增加，公司市占率存在下行的风险。

原料成本波动。公司核心原材料包括大豆油、面粉、魔芋等，美国关税措施或对大豆油的价格造成负面影响，短期供应紧张导致魔芋采购成本上涨。若原材料价格剧烈波动，公司毛利率或将受到一定的影响，进而影响公司业绩。

食品安全风险。若公司对供应链各环节管理不善，导致出现食品安全问题，公司销售也将受到影响。

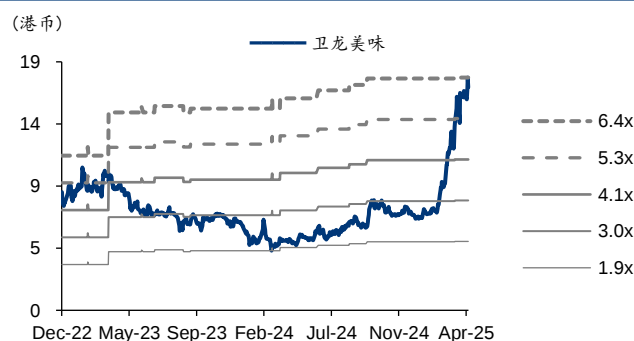
未来健康饮食趋势对于辣味零食的影响。当前公众健康意识崛起，未来的健康饮食趋势或对于辣味零食存在一定的负面影响。辣条品类作为公司的基本盘，若出现降速、将影响公司的经营稳定性。

图表52：卫龙美味 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表53：卫龙美味 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司