



卫龙美味 (09985.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

魔芋高增长牵引,规模效应超预期释放

业绩简评

8 月 14 日公司发布半年度业绩, 25H1 实现营收 34.8 亿元, 同比+18.5%; 实现归母净利润 7.4 亿元, 同比+18.5%。

经营分析

辣条短期调整承压, 魔芋持续引领高增长。1) 分产品看, 25H1 面制品/菜制品/豆制品及其他销售额分别为 13.1/21.1/0.6 亿元, 同比-3.2%/+44.3%/-48.1%。受内部 sku 调整影响, 面制品略有下滑。菜制品延续高增, 系魔芋爽持续铺货提升复购, 麻酱味上新表现强劲。2) 分渠道看, 25H1 线下/线上渠道销售额同比+21.5%/-3.8%。线下合作头部零食专营店、O2O、会员电商等新兴渠道, 且传统渠道单点卖力持续提升, 助销辅销模式发挥成效。线上渠道流量分化, 公司主动调整战略。3) 分区域看, 25H1 华东/华中/华北/华南/西南/西北/海外实现收入同比+22.9%/+14.7%/+13.5%/+34.6%/+17.3%/+18.9%/+54.4%。公司加快海外经销渠道布局, 海外增速超 50%, 全年有望破亿。

魔芋成本扰动利润, 内部优化对冲压力。25H1 公司毛利率/净利率分别为 47.2%/21.1%, 分别同比-2.6pct/-0.1pct。魔芋原料价格大幅上行, 25H1 面制品/蔬菜制品毛利率分别为 48.4%/46.6%, 同比+0.5/-6.0pct。但公司主动优化供应链, 提升生产效率, 25H1 总产能利用率 79%, 同比+12.5%。25H1 销售费率/管理费率分别同比-1.0pct/-2.5pct, 费率优化系大单品规模效应体现。另公司宣布分派中期股息约 0.18 元/股 (含税), 分红比率约 60%。

看好魔芋成长空间及新渠道合作效率。魔芋有望受益于新口味和新形态等推出, 持续提升单点卖力。渠道方面, 公司传统渠道持续提效, 新兴渠道加速合作进展。看好公司新渠道和新品类共振, 有望持续驱动业绩高增。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司内部效率提升超预期, 我们上调 25-27 年盈利预测 10%/8%/5%, 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 14.3/17.3/20.7 亿元, 分别增长 34%/21%/20%, 对应 PE 为 19x/16x/13x, 维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险; 新品放量不及预期; 市场竞争加剧等风险

食品饮料组

分析师: 陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

分析师: 刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (港币): 12.110 元

相关报告:

1.《卫龙美味港股公司点评: 魔芋势能强劲, 业绩大超预期》, 2025.3.28

2.《卫龙美味港股公司点评: 魔芋高增长引领, 利润弹性释放》, 2024.8.17



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,872	6,266	7,530	9,071	10,662
营业收入增长率	5.17%	28.63%	20.16%	20.46%	17.54%
归母净利润(百万元)	880	1,069	1,428	1,728	2,067
归母净利润增长率	481.87%	21.37%	33.65%	21.03%	19.60%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.44	0.59	0.71	0.85
每股经营性现金流净额	0.49	0.56	0.66	0.81	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.43%	17.82%	21.62%	23.31%	21.80%
P/E	17.84	14.91	18.76	15.50	12.96
P/B	2.66	2.57	4.06	3.61	2.83

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,632	4,872	6,266	7,530	9,071	10,662
增长率	-3.5%	5.2%	28.6%	20.2%	20.5%	17.5%
主营业务成本	2,673	2,549	3,250	3,939	4,718	5,537
%销售收入	57.7%	52.3%	51.9%	52.3%	52.0%	51.9%
毛利	1,960	2,323	3,016	3,591	4,352	5,125
%销售收入	42.3%	47.7%	48.1%	47.7%	48.0%	48.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	633	807	1,026	1,190	1,433	1,685
%销售收入	13.7%	16.6%	16.4%	15.8%	15.8%	15.8%
管理费用	482	459	491	489	544	640
%销售收入	10.4%	9.4%	7.8%	6.5%	6.0%	6.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	355	1,104	1,401	1,966	2,436	2,870
%销售收入	7.7%	22.7%	22.4%	26.1%	26.9%	26.9%
财务费用	-58	-176	-160	-128	-98	-161
%销售收入	-1.2%	-3.6%	-2.6%	-1.7%	-1.1%	-1.5%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	864	1,072	1,499	1,928	2,391	2,817
营业利润率	18.6%	22.0%	23.9%	25.6%	26.4%	26.4%
营业外收支						
税前利润	412	1,279	1,561	2,094	2,534	3,031
利润率	8.9%	26.3%	24.9%	27.8%	27.9%	28.4%
所得税	261	399	493	666	806	964
所得税率	63.3%	31.2%	31.6%	31.8%	31.8%	31.8%
净利润	151	880	1,068	1,428	1,728	2,067
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	151	880	1,069	1,428	1,728	2,067
净利率	3.3%	18.1%	17.1%	19.0%	19.1%	19.4%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	151	880	1,069	1,428	1,728	2,067
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	643	-18	63	-5	-12	-34
非经营收益						
营运资金变动	274	165	35	49	134	82
经营活动现金净流	1,203	1,156	1,309	1,594	1,974	2,220
资本开支	-666	-122	-305	-160	-110	-110
投资	-329	-1,099	-87	-180	-230	-230
其他	-1	91	49	8	45	53
投资活动现金净流	-996	-1,131	-343	-332	-295	-287
股权募资	893	0	10	0	0	0
债权募资	-308	15	196	20	20	0
其他	0	-843	-856	-853	-954	-19
筹资活动现金净流	585	-829	-650	-833	-934	-19
现金净流量	820	-788	316	430	745	1,914

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,314	526	842	1,272	2,017	3,930
应收账款	240	212	253	334	400	470
存货	599	420	878	656	734	877
其他流动资产	1,403	1,717	1,546	1,328	1,208	1,086
流动资产	3,557	2,875	3,520	3,590	4,359	6,364
%总资产	51.3%	40.8%	43.0%	41.3%	44.5%	52.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,128	1,101	1,205	1,237	1,219	1,219
%总资产	16.3%	15.6%	14.7%	14.2%	12.4%	10.0%
无形资产	27	33	58	64	69	75
非流动资产	3,373	4,179	4,663	5,099	5,436	5,791
%总资产	48.7%	59.2%	57.0%	58.7%	55.5%	47.6%
资产总计	6,930	7,054	8,182	8,689	9,795	12,155
短期借款	0	2	213	213	213	213
应付款项	187	165	213	252	295	346
其他流动负债	813	741	1,274	1,145	1,379	1,621
流动负债	1,000	908	1,700	1,609	1,887	2,180
长期贷款	161	179	176	196	216	216
其他长期负债	244	261	300	270	270	270
负债	1,406	1,348	2,176	2,075	2,372	2,665
普通股股东权益	5,524	5,706	5,997	6,605	7,414	9,481
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	5,466	5,605	5,853	6,462	7,270	9,337
少数股东权益	0	0	9	9	9	9
负债股东权益合计	6,930	7,054	8,182	8,689	9,795	12,155

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.07	0.38	0.46	0.59	0.71	0.85
每股净资产	2.35	2.43	2.55	2.72	3.05	3.90
每股经营现金净流	0.51	0.49	0.56	0.66	0.81	0.91
每股股利	0.24	0.33	0.45	0.28	0.30	0.15
回报率						
净资产收益率	2.74%	15.43%	17.82%	21.62%	23.31%	21.80%
总资产收益率	2.18%	12.48%	13.06%	16.44%	17.65%	17.01%
投入资本收益率	2.29%	12.90%	14.99%	19.09%	21.16%	19.73%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.50%	5.17%	28.63%	20.16%	20.46%	17.54%
EBIT 增长率	-67.08%	211.18%	26.94%	40.31%	23.94%	17.80%
净利润增长率	-81.70%	481.87%	21.37%	33.65%	21.03%	19.60%
总资产增长率	33.52%	1.78%	16.00%	6.19%	12.73%	24.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.8	4.4	3.0	3.3	3.7	3.7
存货周转天数	81.1	72.0	71.9	70.1	53.0	52.4
应付账款周转天数	25.9	24.9	20.9	21.2	20.8	20.8
固定资产周转天数	81.3	82.3	66.2	58.4	48.7	41.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.37%	-3.63%	-2.54%	-8.66%	-17.22%	-33.42%
EBIT 利息保障倍数	26.5	51.3	72.8	59.9	72.0	148.6
资产负债率	20.29%	19.11%	26.59%	23.88%	24.22%	21.93%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究