

2025 年 08 月 17 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

盈利表现亮眼，主业高质量增长

—卫龙美味（9985.HK）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

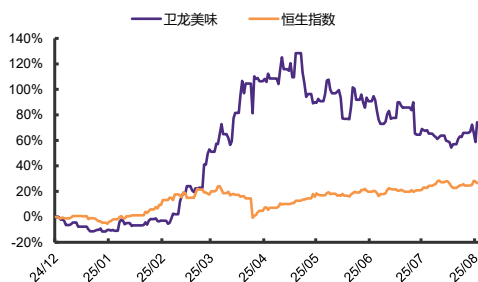
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	13.30
总市值（亿港元）	323.3
总股本（百万股）	2,431.1
流通股本（百万股）	2,431.1
52 周价格范围（港元）	6.15-18.1
日均成交额（百万港元）	88.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《卫龙美味（9985）：品类与渠道红利释放，魔芋势能充足》2025-04-05

2025 年 8 月 14 日，卫龙美味发布 2025 年半年度业绩公告。2025H1 总营收 34.83 亿元（同增 19%），归母净利润 7.33 亿元（同增 18%），并决议派发中期股息每股 0.18 元。业绩增长主要系集团持续加强全渠道建设与品牌建设，并优化渠道结构所致。

投资要点

■ 业绩延续稳健增长，费控消化成本压力

2025H1 毛利率同减 3pct 至 47.16%，主要系魔芋粉价格上涨扰动魔芋产品毛利；销售/管理费用率分别同减 1pct/2pct 至 15.14%/5.77%，净利率同减 0.1pct 至 21.05%，主要系公司积极开展费用管控，有效平滑毛利下滑压力，释放潜在利润空间，实现净利率同比持平。

■ 调味面制品优化聚焦，魔芋红利持续释放

产品端，2025H1 调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他产品营收分别同比-3%/+44%/-48%至 13.10/21.09/0.64 亿元，调味面制品收入略有下滑，主要系公司优化 sku、进行经销商汰换所致，后续公司继续延伸新口味，提高渠道陈列质量，下半年销售有望企稳；蔬菜制品保持高增，主要系公司主动调整资源配置，优化产品矩阵所致；豆制品及其他产品收入下降主要系公司聚焦主业，关停卤蛋等边缘品线。公司充分受益魔芋赛道高景气，品类扩充叠加产能扩建助推产品强势上探，牢筑品牌心智。

■ 全渠道建设稳步推进，新品登陆山姆会员店

渠道端，2025H1 线下/线上渠道收入分别同比+22%/-4%至 31.47/3.36 亿元，线下渠道得益于公司落实全渠道建设与品牌建设，收入实现较高增长，7 月，卫龙高纤牛肝菌魔芋新品正式登陆山姆会员店，新兴渠道布局稳步推进，叠加零食量贩渠道铺货加密，线下渠道仍有充足渗透空间；线上渠道流量持续分化，公司动态调整运营策略，传统电商精细化运营，兴趣电商坚持品牌营销扩大声量，通过差异化运作提高投入产出效率。

盈利预测

公司辣条大单品通过优化尾部 sku、汰换经销商实现战略聚焦，短期调整阵痛后，随着全渠道建设推进与新口味培育，有望实现销售企稳，魔芋充分受益行业高景气，下半年有望延续高质量稳健增长。根据 2025 年半年度报告，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 0.57/0.68/0.78 元（前值为 0.55/0.66/0.79），当前股价对应 PE 分别为 22/18/16 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，市场竞争加剧风险，食品安全风险，原材料价格波动风险。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6266.33	7523.07	8914.80	10260.95
YoY	28.63%	20.06%	18.50%	15.10%
净利润(百万元)	1068.51	1386.12	1649.46	1905.14
YoY	21.37%	29.72%	19.00%	15.50%
每股收益(元)	0.44	0.57	0.68	0.78
EBIT Margin	23.92%	24.55%	25.29%	25.84%
净资产收益率 (ROE)	17.82%	19.51%	19.58%	19.15%
市盈率 (PE)	28.20	21.74	18.27	15.82
EV/EBITDA	23.02	17.33	14.53	12.62
市净率 (PB)	5.02	4.24	3.58	3.03

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	894	1377	2039
应收款	253	304	360	415
存货	878	831	974	1210
其他流动资产	0	75	89	103
流动资产合计	3520	3960	5027	6438
固定资产	1205	1120	983	846
无形资产及其他	58	39	19	0
投资性房地产	520	520	520	520
长期股权投资	2879	3839	4584	5256
资产总计	8182	9478	11134	13059
短期借款及交易性金融负债	213	96	96	127
应付款项	347	391	451	531
其他流动负债	1140	1321	1556	1783
流动负债合计	1700	1807	2102	2441
长期借款及应付债券	176	156	146	146
其他长期负债	300	400	452	515
长期负债合计	476	556	598	661
负债合计	2176	2363	2700	3102
所有者权益				
少数股东权益	9	9	8	7
股东权益	5997	7106	8426	9950
负债和股东权益总计	8182	9478	11134	13059

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.44	0.57	0.68	0.78
每股红利	0.12	0.11	0.14	0.16
每股净资产	2.47	2.92	3.47	4.09
ROIC	57%	72%	109%	160%
ROE	18%	20%	20%	19%
毛利率	48%	48%	48%	49%
EBIT Margin	24%	25%	25%	26%
EBITDA Margin	24%	27%	27%	27%
收入增长	29%	20%	18%	15%
净利润增长率	21%	30%	19%	16%
资产负债率	27%	25%	24%	24%
息率	0.0%	0.9%	1.0%	1.2%
P/E	28.2	21.7	18.3	15.8
P/B	5.0	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	23	17	15	13

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
营业收入	6266	7523	8915	10261
营业成本	3250	3919	4599	5261
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	1026	1181	1391	1590
管理费用	491	576	670	758
财务费用	-160	67	79	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
营业利润	1561	1779	2176	2561
营业外净收支	0	200	180	160
利润总额	1561	1979	2356	2721
所得税费用	493	594	707	816
少数股东损益	0	-1	-1	-1
归属于母公司净利润	1069	1386	1649	1905

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1069	1386	1649	1905
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	155	156	157
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-160	67	79	91
营运资本变动	75	245	134	67
其它	0	-1	-1	-1
经营活动现金流	1143	1786	1940	2128
资本开支	-104	-50	0	0
其它投资现金流	171	-309	-371	-445
投资活动现金流	-243	-1319	-1116	-1117
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	-277	-330	-381
其它融资现金流	-579	-117	0	31
融资活动现金流	-584	-414	-340	-350
现金净变动	316	52	483	662
货币资金的期初余额	526	842	894	1377
货币资金的期末余额	842	894	1377	2039
企业自由现金流	996	1643	1869	2080
权益自由现金流	524	1459	1803	2048

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 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。

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、速冻品以及休闲食品。

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。