卫龙美味（09985.HK）

蔬菜制品延续高增速，费率下降有效对冲成本压力

优于大市

核心观点

卫龙美味公布2025年半年度业绩：1H25实现营业总收入34.8亿元，同比+18.5%；实现归母净利润7.4亿元，同比+18.5%。公司同时宣布拟派发中期股息每股0.18元，分红比率约60%。

收入端：蔬菜制品延续高增速，线上渠道收入略有下滑。1H25收入同比+18.5%。分品类看，面制品收入同比-3.2%，收入下滑主要系受到公司主动调整sku、面制品行业竞争加剧的影响；蔬菜制品收入同比+44.3%，延续高增速的主要原因为年初以来公司加强蔬菜制品的铺市、优化终端陈列、推出麻酱素毛肚新品，同时也受益于魔芋细分品类扩容红利。豆制品及其他产品收入同比-48.1%，主因公司主动退市卤蛋等产品。分渠道看，线下渠道同比+21.5%；线上渠道同比-3.8%，主要系电商渠道团队人员和策略调整。

毛利率：魔芋精粉价格同比涨幅明显，供应链提效部分对冲成本压力。1H25毛利率47.2%，同比-2.6pt。分品类看，面制品/蔬菜制品/豆制品及其他毛利率分别同比+0.5/-6.0/+5.0pt，蔬菜制品毛利率下滑较多主因魔芋精粉采购价格上涨明显，但公司通过供应链提效部分对冲成本压力，故毛利率虽同比下滑，但环比2H24毛利率（46.7%）有所改善。

盈利能力：降本增效叠加规模效益放大，费用率显著下降。虽毛利率承压，1H25公司费用控制效果突出，销售费用/管理费用率分别同比-1.0/-2.5pt，主要系内部实施降本增效举措（包括人员优化等）以及规模效益放大，完全对冲了成本端压力。1H25净利率21.1%，大幅好于前期公司指引，且环比2H24扣非净利率提升明显。

盈利预测及投资建议：因上半年魔芋产品推新进度加快且多渠道渗透进展顺利，且内部降本增效成果显著、净利率表现好于公司前期指引及我们此前的预期，故上调2025-2026年盈利预测、新增2027年盈利预测：预计2025-2027年公司实现营业总收入75.3/90.6/107.8亿元（2025-2026年前预测值71.0/81.7亿元），同比+20.1%/+20.4%/+18.9%；实现归母净利润14.7/18.0/21.8亿元（2025-2026年前预测值13.2/15.2亿元），同比+38.0%/+22.2%/+20.9%；EPS分别为0.61/0.74/0.90元；当前股价对应PE分别为20/17/14倍。卫龙美味利用品类品牌模式构筑了一定高度的壁垒、经营久期较多数零食公司更长，且当下魔芋品类红利确定，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；魔芋行业价格竞争加剧；公司新品上市节奏偏慢；原料、辅料成本大幅上涨。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,872	6,266	7,527	9,063	10,779
(+/-%)	5.2%	28.6%	20.1%	20.4%	18.9%
归母净利润(百万元)	880	1069	1472	1799	2175
(+/-%)	482.8%	21.5%	37.7%	22.2%	20.9%
每股收益（元）	0.37	0.45	0.61	0.74	0.90
EBIT Margin	22.6%	22.4%	26.4%	26.8%	27.4%
净资产收益率（ROE）	15.4%	17.8%	23.4%	27.1%	30.7%
市盈率（PE）	33.1	27.3	20.4	16.7	13.8
EV/EBITDA	26.5	21.7	16.6	13.8	11.5
市净率（PB）	5.11	4.86	4.79	4.53	4.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

食品饮料·休闲食品

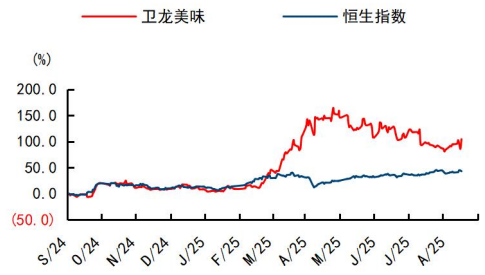
证券分析师：张向伟
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：杨苑
021-60933124
yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.30港元
总市值/流通市值	32334/32334百万港元
52周最高价/最低价	17.71/5.96港元
近3个月日均成交额	135.00百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《卫龙美味（09985.HK）-辣味休闲食品龙头，品类品牌模式强化发展动能》——2025-02-27

卫龙美味公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 34.8 亿元，同比+18.5%；实现归母净利润 7.4 亿元，同比+18.5%。公司同时宣布拟派发中期股息每股 0.18 元，分红比率约 60%。

收入端：蔬菜制品延续高增速，线上渠道收入略有下滑。1H25 收入同比+18.5%。分品类看，面制品收入同比-3.2%，收入下滑主要系受到公司主动调整 sku、面制品行业竞争加剧的影响；蔬菜制品收入同比+44.3%，延续高增速的主要原因为年初以来公司加强蔬菜制品的铺市、优化终端陈列、推出麻酱素毛肚新品，同时也受益于魔芋细分品类扩容红利。豆制品及其他产品收入同比-48.1%，主因公司主动退市卤蛋等产品。分渠道看，线下渠道同比+21.5%；线上渠道同比-3.8%，主要系电商渠道团队人员和策略调整。

毛利率：魔芋精粉价格同比涨幅明显，供应链提效部分对冲成本压力。1H25 毛利率 47.2%，同比-2.6pt。分品类看，面制品/蔬菜制品/豆制品及其他毛利率分别同比+0.5/-6.0/+5.0pt，蔬菜制品毛利率下滑较多主因魔芋精粉采购价格上涨明显，但公司通过供应链提效部分对冲成本压力，故毛利率虽同比下滑，但环比 2H24 毛利率（46.7%）有所改善。

盈利能力：降本增效叠加规模效益放大，费用率显著下降。虽毛利率承压，1H25 公司费用控制效果突出，销售费用/管理费用率分别同比-1.0/-2.5pt，主要系内部实施降本增效举措（包括人员优化等）以及规模效益放大，完全对冲了成本端压力。1H25 净利率 21.1%，大幅好于前期公司指引，且环比 2H24 扣非净利率提升明显。

盈利预测及投资建议：年内来看，随着公司魔芋产品持续加强渠道渗透、新品有序推出，预计魔芋品类还将持续兑现高增速；面制品 Q2 开始实施聚焦核心单品策略，并推动创新口味产品（烤肉味、小龙虾味）上市，下半年有望逐渐恢复增长。利润端，魔芋精粉价格较为坚挺，但降本增效举措能有效对冲成本压力，全年利润率有望同比提升。因上半年魔芋产品推新进度加快且多渠道渗透进展顺利，且内部降本增效成果显著、净利率表现好于公司前期指引及我们此前的预期，故上调 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 75.3/90.6/107.8 亿元（2025-2026 年前预测值 71.0/81.7 亿元），同比+20.1%/+20.4%/+18.9%；实现归母净利润 14.7/18.0/21.8 亿元（2025-2026 年前预测值 13.2/15.2 亿元），同比+38.0%/+22.2%/+20.9%；EPS 分别为 0.61/0.74/0.90 元；当前股价对应 PE 分别为 20/17/14 倍。卫龙美味利用品类品牌模式构筑了一定高度的壁垒、经营久期较多数零食公司更长，且当下魔芋品类红利确定，维持“优于大市”评级。

风险提示

公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；魔芋行业价格竞争加剧；公司新品上市节奏偏慢；原料、辅料成本大幅上涨。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,103	8,166	-	7,527	9,063	10,779	423	898	-
收入同比增速%	16.2%	15.0%	-	20.1%	20.4%	18.9%	3.9%	5.5%	-
毛利率%	48.0%	47.7%	-	47.2%	47.3%	47.5%	-0.8%	-0.5%	-
销售费用率%	16.3%	16.1%	-	15.7%	15.5%	15.2%	-0.6%	-0.6%	-
归母净利率%	18.6%	18.6%	-	19.6%	19.9%	20.2%	0.9%	1.3%	-
归母净利润（百万元）	1,324	1,518	-	1,472	1,799	2,175	149	281	-

归母净利润同比增速%	16.2%	14.7%	-	38.0%	22.2%	20.9%	21.8%	7.5%	-
EPS（元）	0.56	0.65	-	0.61	0.74	0.90	0.05	0.10	-

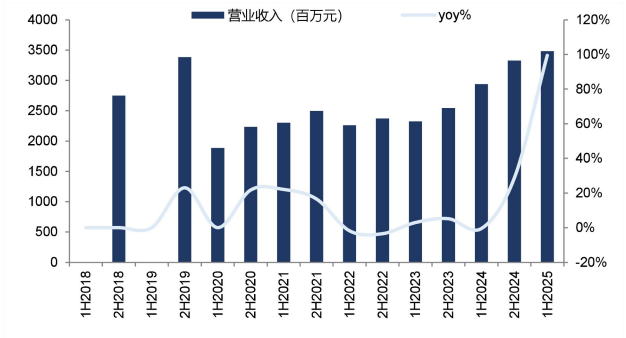
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2025 年 8 月 17 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E	亿元	
9985.HK	**卫龙美味**	**25.0**	**12.40**	**0.61**	**0.74**	**20.5**	**16.7**	**301**	**优于大市**
002557.SZ	洽洽食品	16.8	22.84	0.74	1.07	31.0	21.4	116	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	30.4	73.40	3.05	3.82	24.1	19.2	200	优于大市
002991.SZ	甘源食品	18.8	57.32	2.59	3.30	22.1	17.4	53	优于大市

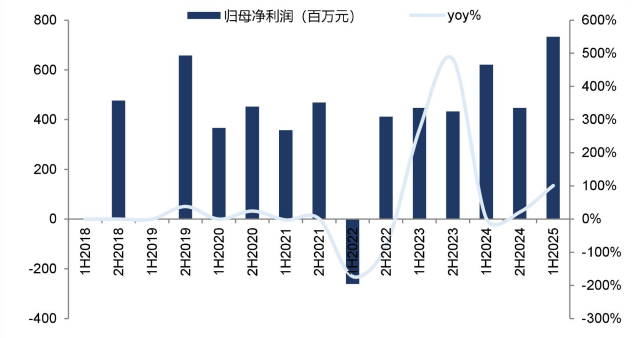
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1：半年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



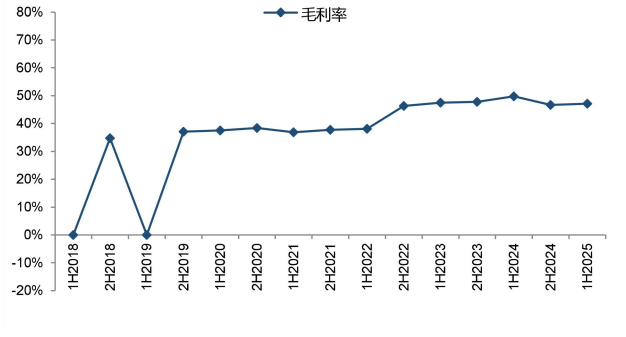
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：半年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



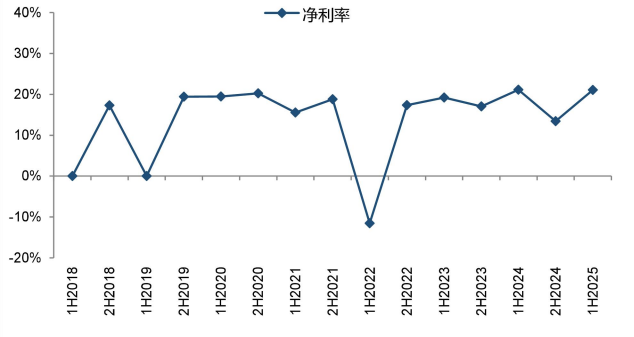
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：半年度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：半年度净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2120	2388	3302	3553	4053
应收款项	212	253	303	365	434
存货净额	420	878	1057	1244	1396
其他流动资产	0	(0)	(0)	(0)	(0)
流动资产合计	**2875**	**3520**	**4661**	**5161**	**5883**
固定资产	1101	1205	1612	1702	1704
无形资产及商誉	20	17	18	18	19
长期股权投资	23	22	22	23	23
其他非流动资产	2574	2940	1969	2072	2145
资产总计	**7054**	**8182**	**8761**	**9455**	**10252**
短期借款	2	213	223	228	233
应付款项	869	1424	1699	2030	2388
其他流动负债	37	63	63	63	63
流动负债合计	**908**	**1700**	**1985**	**2321**	**2685**
长期借款及应付债券	179	176	176	176	176
其他长期负债	167	174	174	174	174
长期负债合计	**440**	**476**	**476**	**476**	**476**
负债合计	**1348**	**2176**	**2461**	**2797**	**3161**
少数股东权益	0	9	8	6	5
股东权益	5706	5997	6292	6652	7087
负债和股东权益总计	**7054**	**8182**	**8761**	**9455**	**10252**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.37	0.45	0.61	0.74	0.90
每股红利	0.36	0.50	0.48	0.59	0.72
每股净资产	2.43	2.55	2.59	2.74	2.92
ROIC	14%	15%	21%	24%	27%
ROE	15%	18%	23%	27%	31%
毛利率	48%	48%	47%	47%	47%
EBIT Margin	23%	22%	26%	27%	27%
EBITDA Margin	25%	25%	28%	28%	29%
收入增长	5%	29%	20%	20%	19%
净利润增长率	483%	21%	38%	22%	21%
资产负债率	19%	27%	28%	30%	31%
息率	2.7%	3.8%	3.8%	4.6%	5.6%
P/E	33.1	27.3	20.4	16.7	13.8
P/B	5.1	4.9	4.8	4.5	4.3
EV/EBITDA	26	22	17	14	12

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**4872**	**6266**	**7527**	**9063**	**10779**
营业成本	2549	3250	3976	4779	5661
毛利	2323	3016	3551	4284	5118
销售费用	807	1026	1182	1405	1638
管理费用	459	491	437	517	614
财务费用	(176)	(160)	(158)	(193)	(215)
其他经营收入	47	(98)	52	63	85
其他收益	(1)	(1)	0	0	0
利润总额	1279	1561	2142	2618	3165
所得税费用	399	493	664	812	981
少数股东损益	0	1	(6)	(7)	(9)
归属于母公司净利润	**880**	**1069**	**1472**	**1799**	**2175**

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	880	1069	1472	1799	2175
折旧摊销	128	142	106	123	131
营运资本变动	83	88	69	96	154
其它	64	10	54	110	144
经营活动现金流	**1156**	**1309**	**1701**	**2128**	**2604**
资本开支	(121)	(304)	(500)	(200)	(120)
其它投资现金流	(1010)	(39)	(20)	(20)	(20)
投资活动现金流	**(1131)**	**(343)**	**(520)**	**(220)**	**(140)**
权益性融资	0	0	900	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
短期借款	20	208	10	5	5
支付股利	(832)	(856)	(1178)	(1439)	(1740)
融资活动现金流	**(829)**	**(650)**	**(268)**	**(1434)**	**(1735)**
现金净变动	**(788)**	**1862**	**913**	**474**	**729**
货币资金的期初余额	1314	526	2388	3302	3553
货币资金的期末余额	526	2388	3302	3775	4281
企业自由现金流	849	884	1044	1692	2200
权益自由现金流	954	992	1271	1967	2506

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032