

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

卫龙美味(9985.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料分析师
执业编号: S1500523110003
邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

经营高质量，盈利亮眼

2025 年 08 月 18 日

事件: 公司发布 2025H1 业绩, 25H1 公司实现收入 34.8 亿元, 同比+18.5%; 实现归母净利润 7.36 亿元, 同比+18.5%。

点评:

- **面制品+蔬菜制品 25H1 同比增长 21%，核心两大单品 25H1 增速超 20%，经营质量高。** 25H1 公司实现收入增长 18.5%，面制品/蔬菜制品/其他产品分别同比-3.2%/+44.3%/-48.1%，Q2 公司主动调整一些低效 SKU+渠道经销商整合导致面制品短期有所下滑，扩口味提升体量长逻辑持续演绎；蔬菜制品延续高增，魔芋超级单品持续兑现成长性；其他产品下降较多我们预计主要系公司 24Q4 砍掉溏心蛋，公司近期推出臭豆腐等新品有望弥补产品短期调整的影响。公司在渠道上持续推进全渠道的策略，面临渠道变革积极调整顺应新的发展形式。上半年来看，零售量贩渠道等新兴渠道增速较快，传统渠道公司持续推进单店质量和网点数量的提升，线上 25H1 同比略微下降。
- **25H1 公司实现净利率 21.1%，在魔芋原材料成本高位下净利率同比仍保持稳定超出市场预期。** 25H1 公司实现毛利率 47.2%，同比-2.6pct，面制品/蔬菜制品毛利率分别为 48.4%/46.6%，同比+0.5pct/-6.0pct，蔬菜制品毛利率下降较多主要系魔芋原材料成本价格高位。25H1 销售费用率/管理费用率分别为 15.1%/5.8%，同比-1.0pct/-2.5pct，增质提效成效显著。
- **盈利预测与投资评级:** 展望后续，辣条上半年短期调整不影响长期扩口味提升体量的逻辑，我们预计辣条业务 25H2 环比有望逐步企稳；魔芋产品麻酱口味环比逐步爬坡，海带产品新推清爽酸辣味口味，有望助力下半年蔬菜制品增长。中期来看，魔芋制品可塑性+调味性好，“辣+爽”特点显著区别于别的零食品类，有望成为类似薯片、奥利奥等经典品类，看好魔芋超级品类红利持续兑现。长期来看，公司具备较好的产品创新能力、强劲的渠道势能、优秀的营销基因，打造大单品的能力在辣条、魔芋品类上持续被验证，后续公司有望推出新大单品，在公司布局更为全面的渠道网络支撑下，大单品打造速度有望提升。面制品、魔芋均为零食赛道长周期品类，公司基本盘稳健，行稳致远。我们预计 25-27 年公司营收为 75.2/90.5/106.2 亿，归母净利润为 14.5/18.0/21.5 亿。公司 25 年中期分红率 60%，账上现金充分，属于典型的消费品公司，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 魔芋原材料价格进一步上涨、面制品品类周期向下、大单品竞争应对不足、食品安全问题。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,887	6,266	7,515	9,049	10,618
增长率 YoY %	5.08%	28.22%	19.92%	20.41%	17.35%
归属母公司净利润(百万元)	880	1069	1454	1802	2152
增长率 YoY%	481.87%	21.37%	36.05%	23.95%	19.40%
毛利率%	42.30%	47.68%	46.95%	47.35%	47.51%
净资产收益率 ROE%	15.43%	17.82%	19.51%	19.47%	18.87%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.46	0.60	0.74	0.88
市盈率 P/E(倍)	17.01	14.25	20.25	16.34	13.69
市净率 P/B(倍)	2.66	2.57	3.95	3.18	2.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2025年8月15日收盘价

附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,520	4,684	6,724	9,166
现金	842	2,069	3,811	5,920
应收账款及票据	53	73	85	100
存货	878	620	728	852
其他	1,747	1,922	2,100	2,294
非流动资产	4,663	4,778	4,802	4,781
固定资产	1,205	1,124	1,050	981
无形资产	58	56	54	52
其他	3,399	3,598	3,698	3,748
资产总计	8,182	9,463	11,526	13,947
流动负债	1,700	1,537	1,779	2,049
短期借款	213	215	217	217
应付账款及票据	213	244	286	334
其他	1,274	1,078	1,276	1,497
非流动负债	476	466	486	486
长期债务	176	196	216	216
其他	300	270	270	270
负债合计	2,176	2,003	2,264	2,534
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,853	7,307	9,109	11,260
归属母公司股东权益	5,997	7,451	9,253	11,404
少数股东权益	9	9	9	9
股东权益合计	6,006	7,460	9,262	11,413
负债和股东权益	8,182	9,463	11,526	13,947

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,309	1,597	1,984	2,323
净利润	1,069	1,454	1,802	2,151
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	142	83	77	70
营运资金变动及其他	99	60	105	101
投资活动现金流	-343	-379	-250	-200
资本支出	-305	0	0	0
其他投资	-38	-379	-250	-200
筹资活动现金流	-650	9	8	-14
借款增加	196	22	22	0
普通股增加	10	0	0	0
已付股利	-856	-13	-14	-14
其他	0	0	0	0
现金净增加额	316	1,227	1,742	2,109

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,266	7,515	9,049	10,618
其他收入	0	0	0	0
营业成本	3,250	3,987	4,764	5,574
销售费用	1,026	1,152	1,384	1,625
管理费用	491	443	529	621
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-160	-6	-32	-70
除税前溢利	1,561	1,938	2,402	2,868
所得税	493	485	601	717
净利润	1,068	1,454	1,802	2,151
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,069	1,454	1,802	2,151

EBIT	1,401	1,933	2,370	2,798
EBITDA	1,543	2,016	2,447	2,869
EPS（元）	0.46	0.60	0.74	0.88

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	28.63%	19.92%	20.41%	17.35%
归属母公司净利润	21.37%	36.05%	23.94%	19.39%
获利能力				
毛利率	48.13%	46.95%	47.35%	47.51%
销售净利率	17.05%	19.34%	19.91%	20.26%
ROE	17.82%	19.51%	19.47%	18.86%
ROIC	14.99%	18.41%	18.34%	17.72%
偿债能力				
资产负债率	26.59%	21.16%	19.64%	18.17%
净负债比率	-7.54%	-22.23%	-36.47%	-48.08%
流动比率	2.07	3.05	3.78	4.47
速动比率	1.55	2.64	3.37	4.06
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.85	0.86	0.83
应收账款周转率	119.98	119.38	114.16	114.33
应付账款周转率	17.23	17.48	18.00	17.97
每股指标（元）				
每股收益	0.46	0.60	0.74	0.88
每股经营现金流	0.56	0.66	0.82	0.96
每股净资产	2.55	3.06	3.81	4.69
估值比率				
P/E	14.25	20.25	16.34	13.69
P/B	2.57	3.95	3.18	2.58
EV/EBITDA	9.70	13.78	10.65	8.35



研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2 年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。