

2025 年 08 月 18 日

蔬菜制品高增，盈利持续改善

卫龙美味(9985. HK)

评级:	买入	股票代码:	9985. HK
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	17. 71/5. 96
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	323. 34
最新收盘价(港元):	13. 30	自由流通市值(亿港元)	323. 34
		自由流通股数(百万)	2351. 15

事件概述

公司披露半年报，上半年实现收入 34.83 亿元，同比+18.5%；归母净利润 7.33 亿元，同比+18.0%。
公司宣布派发中期股息 0.18 元人民币/股，派息比率 58%

分析判断:

► 蔬菜制品高增亮眼，线下全渠道建设成效显著

2024 年上半年公司凭借蔬菜制品的爆发式增长与全渠道协同，实现高质量成长。

分产品来看，上半年公司蔬菜制品/调味面制品/豆制品及其他制品收入分别为 21.09/13.10/0.64 亿元，分别同比+44.28%/-3.25%/-47.97%，调味面制品基本盘保持稳定，微降主因公司主动调整资源配置，聚焦高潜力品类；蔬菜制品实现快速增长，收入占比提升至 60.5%，主因公司积极挖掘消费者需求，持续创新，不断丰富产品矩阵，推出麻酱口味魔芋爽，全渠道建设以及品牌建设对销售亦有所助力，同时公司加大了蔬菜制品的产能储备和建设，为蔬菜制品成长奠定基础。

分渠道来看，上半年公司线下/线上收入分别为 31.47/3.35 亿元，分别同比+21.2%/-4.0%，线上渠道微降但结构优化明显，线上直营渠道同比增长 7.3%，线上经销渠道因渠道流量分化下降 21.1%，公司根据线上渠道的发展积极调整运营策略。线下渠道实现高增，公司通过与 1777 家经销商深化合作，重点拓展零食量贩店、仓储会员店等新兴渠道，线下全渠道建设成效显著。

分地区来看，上半年公司在中国华东/华中/华北/华南/西南/西北/海外收入分别为 7.46/4.82/4.21/6.38/4.06/4.01/0.53 亿元，分别同比 +22.9%/+14.8%/+13.5%/+34.7%/+17.3%/+19.0%/+55.9%，国内各地区均衡发展，海外市场得益于公司积极拓展，低基数下实现高速增长。

► 供应链优化应对成本压力，盈利韧性较强

成本端来看，上半年公司毛利率同比下降 2.6pct 至 47.16%，主因部分原材料成本上涨，但公司通过供应链效率提升（如产能利用率从 66.5% 提升至 79.0%）部分抵消成本压力的影响。费用端来看，公司销售费用率同比下降 1.1pct 至 15.1%，费用额同比增加 10.9%，主因推广广告及运输费用增加，支撑品牌渗透与渠道拓展；管理费用率同比下降 2.4pct 至 5.8%，运营效率持续优化。综合来看，虽然成本端有一定压力，但公司通过有效的费用管控能力，使得净利率同比提升 0.32pct 至 21.1%，展现出较强的盈利韧性。

► 产品创新+渠道深化，竞争力进一步提升

上半年虽然公司面临原材料成本压力与品类结构调整的短期调整，但核心品类的市场地位、持续的产品创新与供应链韧性，为长期增长奠定坚实基础。未来随着新产能市场与新口味、新产品落地，公司有望进一步巩固辣味休闲食品龙头地位。

投资建议

参考最新业绩报告，我们上调公司 25-27 年营收 75.49/87.67/99.88 亿元的预测至 75.80/88.02/100.31 亿元，上调 25-27 年 EPS 0.54/0.64/0.73 元的预测至 0.58/0.70/0.82 元。对应公司 2025 年 8 月 15 日收盘价 13.30 港元/股，PE 分别为 21/17/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品市场推广不及预期、行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4871.67	6266.33	7579.54	8801.99	10031.11
YoY (%)	5.17%	28.63%	20.96%	16.13%	13.96%
归母净利润(百万元)	880.35	1068.51	1360.47	1637.69	1918.80
YoY (%)	481.87%	21.37%	27.32%	20.38%	17.17%
毛利率 (%)	47.68%	48.13%	47.00%	47.50%	48.00%
每股收益 (元)	0.38	0.46	0.58	0.70	0.82
ROE	0.15	0.18	0.21	0.23	0.25
市盈率	17.00	14.24	20.92	17.38	14.83

资料来源: wind、华西证券研究所 最新港币兑人民币汇率: 0.9182

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6266.33	7595.54	8819.99	10051.11	净利润	0.00	1360.47	1637.69	1918.80
YoY (%)	28.22%	21.21%	16.12%	13.96%	折旧和摊销	0.00	29.76	30.72	31.77
营业成本	3250.19	4017.15	4621.04	5216.18	营运资金变动	0.00	68.16	129.57	125.59
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	1450.08	1787.48	2063.46
销售费用	1026.31	1220.31	1408.32	1584.92	资本开支	0.00	-110.00	-130.00	-130.00
管理费用	491.01	644.26	730.57	822.55	投资	0.00	-270.00	-270.00	-290.00
财务费用	-160.24	-84.99	-105.92	-110.88	投资活动现金流	0.00	-364.84	-382.40	-399.94
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	13.00	13.00	13.00
营业利润	1498.82	1713.82	2060.06	2427.47	筹资活动现金流	0.00	-875.84	-1044.10	-1203.26
营业外收支					现金净流量	0.00	209.39	360.97	460.26
利润总额	1561.25	1813.97	2183.58	2558.41	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	493.15	453.49	545.90	639.60	成长能力 (%)				
净利润	1068.11	1360.47	1637.69	1918.80	营业收入增长率	28.63%	20.96%	16.13%	13.96%
归属于母公司净利润	1068.51	1360.47	1637.69	1918.80	净利润增长率	21.37%	27.32%	20.38%	17.17%
YoY (%)	21.37%	27.32%	20.38%	17.17%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.46	0.58	0.70	0.82	毛利率	48.13%	47.00%	47.50%	48.00%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	17.05%	17.95%	18.61%	19.13%
货币资金	841.72	1051.11	1412.09	1872.35	总资产收益率 ROA	13.06%	15.77%	17.26%	18.34%
预付款项					净资产收益率 ROE	17.82%	21.01%	23.19%	24.68%
存货	878.26	669.53	744.50	811.41	偿债能力 (%)				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.07	2.23	2.22	2.27
流动资产合计	3519.70	3686.50	4248.82	4922.66	速动比率	1.55	1.82	1.83	1.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.50	0.63	0.74	0.86
固定资产	1205.22	1210.81	1216.30	1221.67	资产负债率	26.59%	24.85%	25.48%	25.62%
无形资产	495.59	570.23	664.03	756.89	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4662.72	4942.95	5242.24	5540.47	总资产周转率	0.82	0.90	0.97	1.01
资产合计	8182.41	8629.46	9491.06	10463.13	每股指标 (元)				
短期借款	212.95	212.95	212.95	212.95	每股收益	0.46	0.58	0.70	0.82
应付账款及票据	212.61	267.81	295.23	347.75	每股净资产	2.55	2.75	3.00	3.31
其他流动负债	1190.48	1061.14	1232.28	1404.36	每股经营现金流	0.00	0.62	0.76	0.88
流动负债合计	1700.01	1655.58	1916.50	2165.67	每股股利	0.45	0.38	0.45	0.51
长期借款	176.02	189.02	202.02	215.02	估值分析				
其他长期负债	299.96	299.96	299.96	299.96	PE	14.24	20.92	17.38	14.83
非流动负债合计	475.97	488.97	501.97	514.97	PB	2.57	4.39	4.03	3.66
负债合计	2175.98	2144.56	2418.47	2680.64					
股本	0.16	0.16	0.16	0.16					
少数股东权益	9.08	9.08	9.08	9.08					
股东权益合计	6006.43	6484.90	7072.59	7782.50					
负债和股东权益合计	8182.41	8629.46	9491.06	10463.13					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。