



魔芋延续高增，降本增效显著

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年中报, 报告期内实现营收 34.8 亿元, 同比+18.5%; 实现归母净利润 7.4 亿元, 同比+18.5%。公司宣派中期股息每股人民币 0.18 元, 派息金额约占净利润的 60%。
- **蔬菜制品延续高增, 产品结构持续优化。** 1、分品类看, 25H1 调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他分别实现营收 13.1/21.1/0.6 亿元, 分别同比 -3.2%/+44.3%/-48.1%, 营收占比分别为 37.6%/60.5%/1.9%。蔬菜制品已超越面制品成为第一大收入来源, 其高速增长主要得益于公司持续挖掘消费需求、创新产品矩阵 (如推出麻酱口味魔芋爽)、扩大产能及加强全渠道与品牌建设。调味面制品收入小幅下滑, 主要系公司主动调整资源配置、优化产品矩阵所致, 但随着新品“麻辣牛肉口味亲嘴烧”的推出, 产品线得到进一步丰富。2、分渠道看, 2025H1 线下/线上渠道分别实现营收 31.5/3.4 亿元, 分别同比+21.5%/-3.8%。线下渠道保持稳健增长, 公司全渠道建设和品牌推广成效显著。线上渠道收入下滑主要系各平台流量分化, 公司正积极调整运营策略应对。
- **成本上涨拖累毛利, 费用优化稳定净利率。** 1、2025H1 毛利率为 47.2%, 同比 -2.6pp。其中, 调味面制品毛利率为 48.4%, 同比+0.6pp; 蔬菜制品毛利率为 46.6%, 同比-6.0pp。蔬菜制品毛利率下滑主要受原材料魔芋精粉成本上涨影响, 但公司提升供应链效率部分抵消该影响。2、销售/管理费用率分别为 15.1%/5.8%, 同比分别-1.1pp/-2.4pp, 费用端的有效管控对冲了毛利率下滑的压力。3、2025H1 公司净利率为 21.1%, 与去年同期持平, 盈利能力保持稳定。
- **魔芋大单品势能强劲, 渠道拓展与新品储备构筑未来增长。** 产品端, 公司坚持多品类大单品策略, 核心单品魔芋爽凭借其健康属性和先发优势, 正处于渠道加速渗透和品类红利爆发期, 带动蔬菜制品成为公司核心增长引擎。公司亦积极储备新品, 计划推出“爆汁臭豆腐”等, 有望培育新增长点。渠道端, 公司在巩固传统渠道优势的同时, 积极拥抱零食量贩、仓储会员店等新兴业态, 并针对山姆等渠道推出定制化产品。产能方面, 公司整体产能利用率已提升至 79.0%, 并规划在广西南宁建设新工厂以支撑未来扩张。
- **盈利预测与评级:** 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 14.0 亿元、17.1 亿元、20.0 亿元, EPS 分别为 0.58 元、0.70 元、0.82 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、原材料价格波动、食品安全问题等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	62.66	75.81	87.98	99.69
增长率	28.63%	20.98%	16.05%	13.32%
归属母公司净利润 (亿元)	10.69	14.04	17.06	19.96
增长率	21.37%	31.41%	21.53%	16.94%
每股收益 EPS	0.44	0.58	0.70	0.82
净资产收益率	17.82%	21.33%	23.38%	24.54%
PE	29.64	22.56	18.56	15.87

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	6.32-17.82
3 个月平均成交量(百万)	9.79
流通股数(亿)	24.31
市值(亿)	334.04

相关研究

- 1. 卫龙美味 (9985.HK) 多品类全渠道战略落地, 高质量发展延续 (2025-04-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62.66	75.81	87.98	99.69	经营活动现金流	13.09	13.74	18.98	22.12
营业成本	32.50	39.54	45.19	50.71	净利润	0.11	0.14	0.17	0.20
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	1.42	2.79	2.93	3.03
销售费用	10.26	11.37	13.37	15.25	财务费用	-1.60	0.20	0.29	0.33
管理费用	4.91	4.17	4.57	4.98	其他经营现金流	0.13	0.11	0.16	0.19
研发费用	-1.60	0.20	0.29	0.33	投资活动现金流	-3.43	-2.35	-2.15	-1.85
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	1.06	2.66	1.00	0.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	其他投资现金流	-0.04	-0.05	-0.03	-0.03
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	-6.50	-5.37	-8.22	-19.08
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.02	2.11	3.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.18	-0.03	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他筹资现金流	-0.07	-0.07	-0.11	-0.21
营业利润	16.59	20.52	24.55	28.41	现金净增加额	3.16	6.01	8.61	1.19
其他非经营损益	-0.98	-1.80	-1.80	-1.80					
利润总额	15.61	18.72	22.75	26.60					
所得税	4.93	4.68	5.69	6.65					
净利润	10.68	14.04	17.06	19.95					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属母公司净利润	10.69	14.04	17.06	19.96					
EBITDA	15.43	21.71	25.96	29.97					
EPS (元)	0.44	0.58	0.70	0.82					
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35.20	46.62	60.25	66.28	成长能力				
现金	8.42	14.43	23.04	24.23	营业收入(%)	28.63	20.98	16.05	13.32
应收票据及应收账款合计	0.53	0.84	0.98	1.11	净利润(%)	21.33	31.44	21.53	16.94
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
预付账款	0.91	1.41	1.64	1.86	毛利率(%)	48.13	47.84	48.63	49.13
存货	8.78	8.69	9.93	11.14	净利率(%)	17.05	18.52	19.39	20.02
其他流动资产	0.17	0.21	0.25	0.28	ROE(%)	17.82	21.33	23.38	24.54
非流动资产	46.63	44.84	42.72	40.19	ROIC(%)	18.45	25.88	28.92	32.50
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
固定资产	12.05	10.59	9.38	7.82	资产负债率(%)	26.59	27.91	29.04	23.54
无形资产	4.91	4.09	3.28	2.46	净负债比率(%)	-6.05	-7.54	-11.44	-19.37
其他非流动资产	0.30	0.30	0.30	0.30	流动比率	2.07	2.24	2.40	3.26
资产总计	81.82	91.46	102.96	106.47	速动比率	0.58	0.80	1.02	1.34
流动负债	17.00	20.77	25.14	20.30	营运能力				
短期借款	2.13	5.13	7.13	0.00	总资产周转率	0.77	0.83	0.85	0.94
应付票据及应付账款合计	2.13	2.64	3.01	3.38	应收账款周转率	118.60	89.91	89.91	89.91
其他流动负债	0.13	0.13	0.15	0.17	每股指标 (元)				
非流动负债	4.76	4.76	4.76	4.76	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.58	0.70	0.82
长期借款	1.76	1.76	1.76	1.76	每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.57	0.78	0.91
其他非流动负债	0.03	0.03	0.03	0.03	每股净资产(最新摊薄)	2.47	2.71	3.00	3.35
负债合计	21.76	25.53	29.90	25.06	估值比率				
少数股东权益	0.09	0.09	0.09	0.08	P/E	29.64	22.56	18.56	15.87
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	5.28	4.81	4.34	3.89
资本公积	59.97	59.97	59.97	59.97	EV/EBITDA	0.12	0.01	-0.20	-0.41
留存收益	0.00	5.87	13.01	21.35					
归属母公司股东权益	59.97	65.84	72.98	81.32					
负债和股东权益	81.82	91.46	102.96	106.47					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn