

卫龙美味（09985.HK）

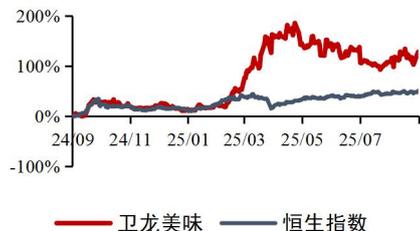
增持-A(首次)

魔芋制品促增长，高效控费显成效

2025年9月10日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025年9月9日

收盘价(港元)：	13.940
年内最高/最低(元)：	18.100/6.150
流通A股/总股本(亿)：	24.31/24.31
流通A股市值(亿)：	338.90
总市值(亿)：	338.90

基础数据：

基本每股收益(元)：	0.31
摊薄每股收益(元)：	0.31
每股净资产(元)：	2.90
净资产收益率(%)：	11.23

资料来源：最闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

➢ 2025年上半年，卫龙美味实现总营收34.83亿元，同比增长18.5%；实现净利润7.36亿元，同比增长18.5%；实现毛利16.42亿元，同比增长12.3%。董事会决议中期派发每股0.18元。

事件点评

➢ **蔬菜制品贡献最大增量，产品结构优化。**蔬菜制品H1收入占比提升10.8个百分点至60.5%，其受益于魔芋产品高速扩张和健康零食趋势，公司新推麻酱味魔芋爽受到市场广泛关注。调味面制品部分sku被淘汰导致H1营收下滑，但产能再调整和生产效率的优化，促使调味面制品毛利率同比提升0.5%至48.4%。公司已储备并计划推出臭豆腐等新品，结合旺季推动收入增量。

➢ **线下渠道驱动增长，新兴渠道渗透。**线下渠道H1实现营收31.47亿元，同比增长21.5%，占比达90.4%。截止2025年上半年，公司与1,777家线下经销商合作，新兴渠道如零食量贩店和会员店贡献了新增门店。而线上渠道H1实现收入3.36亿元，同比下滑3.8%，传统电商平台承压，抖音、快手正加速布局，短期内尚未明显发力，公司已积极调整策略。

➢ **成本上行拖累毛利，高效控费维稳净利。**公司H1毛利率同比下滑2.6个百分点至47.2%，主因魔芋粉原材料价格上涨，拖累蔬菜制品毛利。公司同步进行费用优化，其经销及销售费用率同比下降1.1个百分点至15.1%，管理费用率同比下降2.4个百分点至5.8%，使得净利率维持在21.1%的水平，一定程度抵消了原材料的影响。

投资建议

➢ 预计公司2025-2027年EPS分别为0.51\0.62\0.79，对应公司2025年9月9日收盘价13.94港元，2025-2027年PE分别为21.5\17.6\13.8。公司2025-2027年营业收入为75.87、91.90、111.32亿元，同比增长21.1%、21.1%、21.1%，作为辣味休闲食品行业的龙头企业，全渠道布局同时新兴渠道贡献增量，盈利能力优越，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示

➢ 经济增速不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上升超预期；食品安全问题。



财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,872	6,266	7,587	9,190	11,132
YoY(%)	5.2	28.6	21.1	21.1	21.1
净利润(百万元)	880	1,069	1,228	1,500	1,910
YoY(%)	481.9	21.4	14.9	22.2	27.3
毛利率(%)	47.7	48.1	47.1	47.8	49.2
EPS(摊薄/元)	0.36	0.44	0.51	0.62	0.79
ROE(%)	15.4	17.8	19.8	22.4	25.2
P/E(倍)	35.0	28.9	21.5	17.6	13.8
P/B(倍)	5.4	5.1	4.3	4.0	3.5
净利率(%)	18.1	17.1	16.2	16.3	17.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2875	3520	3189	3813	4224
现金	526	842	759	919	1113
应收票据及应收账款	52	53	97	69	141
预付账款	0	0	0	0	0
存货	420	878	728	1191	1072
其他流动资产	1877	1747	1606	1633	1898
非流动资产	4179	4663	5418	6258	7086
长期投资	2570	2879	3559	4210	4862
固定资产	1101	1205	1339	1495	1685
无形资产	20	17	14	10	6
其他非流动资产	488	561	506	542	533
资产总计	7054	8182	8607	10070	11310
流动负债	908	1700	2017	3041	3440
短期借款	2	213	527	1522	1623
应付票据及应付账款	165	213	323	317	437
其他流动负债	741	1274	1167	1202	1380
非流动负债	440	476	376	336	287
长期借款	179	176	124	72	18
其他非流动负债	261	300	252	264	269
负债合计	1348	2176	2393	3377	3727
少数股东权益	0	9	9	9	9
股本	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
资本公积	5605	5853	5853	5853	5853
留存收益	0	0	368	818	1391
归属母公司股东权益	5706	5997	6205	6685	7574
负债和股东权益	7054	8182	8607	10070	11310

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1156	1309	1531	1278	2253
净利润	880	1068	1228	1500	1910
折旧摊销	0	0	137	167	203
财务费用	2	1	3	40	66
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	188	-439	75
其他经营现金流	273	239	-26	10	-2
投资活动现金流	-1131	-343	-866	-1017	-1030
筹资活动现金流	-829	-650	-1168	-1078	-1120
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.44	0.51	0.62	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.54	0.63	0.53	0.93
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.47	2.55	2.75	3.12

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4872	6266	7587	9190	11132
营业成本	2549	3250	4015	4798	5658
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	807	1026	1214	1470	1781
管理费用	459	491	569	689	835
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	2	1	3	40	66
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-30	16	10	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	2323	3016	1795	2193	2792
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1279	1561	1795	2193	2792
所得税	399	493	567	693	882
税后利润	880	1068	1228	1500	1910
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	880	1069	1228	1500	1910
EBITDA	1404	1703	1935	2400	3062

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.2	28.6	21.1	21.1	21.1
营业利润(%)	18.5	29.9	-40.5	22.2	27.3
归属于母公司净利润(%)	481.9	21.4	14.9	22.2	27.3
获利能力					
毛利率(%)	47.7	48.1	47.1	47.8	49.2
净利率(%)	18.1	17.1	16.2	16.3	17.2
ROE(%)	15.4	17.8	19.8	22.4	25.2
ROIC(%)	14.3	16.0	17.2	17.7	20.5
偿债能力					
资产负债率(%)	19.1	26.6	27.8	33.5	32.9
流动比率	3.2	2.1	1.6	1.3	1.2
速动比率	0.9	0.6	0.6	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	82.5	120.0	101.3	110.6	105.9
应付账款周转率	14.5	17.2	15.0	15.0	15.0
估值比率					
P/E	35.0	28.9	21.5	17.6	13.8
P/B	5.4	5.1	4.3	4.0	3.5
EV/EBITDA	23.5	19.4	14.8	12.3	9.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

