

2025 年 09 月 23 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

辣味零食第一股，魔芋品类乘势扩张

—卫龙美味（9985.HK）公司深度报告 买入（维持）

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

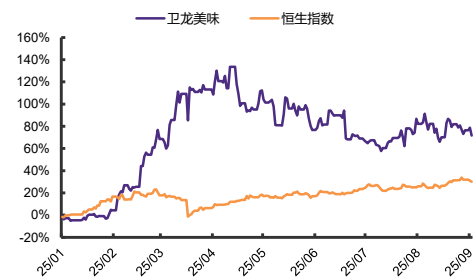
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	12.63
总市值（亿港元）	307.1
总股本（百万股）	2,431.1
流通股本（百万股）	2,431.1
52 周价格范围（港元）	6.15-18.1
日均成交额（百万港元）	98.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《卫龙美味（9985）：盈利表现亮眼，主业高质量增长》2025-08-17
- 2、《卫龙美味（9985）：品类与渠道红利释放，魔芋势能充足》2025-04-05

国内“辣条第一股”，大单品体量遥遥领先

公司 2001 年成立于河南漯河，以辣条起家，2014 年全新打造魔芋爽并迅速成为现象级爆款。2024 年营收 62.66 亿元，蔬菜制品首次超越辣条成为第一增长曲线。

口味创新释放辣条需求，魔芋仍处行业红利期

2024 年我国辣味零食行业规模达 2284 亿元，7 年 CAGR 达 9%，以近 2 倍优势领跑休闲食品大盘，辣味成瘾性形成天然高复购优势。**辣条**：2023 年卫龙市占率 28% 位居第一，2024 年市场规模为 615 亿元，行业步入成熟期后增速放缓，近年来麻辣风味崛起，口味创新成为核心驱动。**魔芋**：2025 年魔芋休闲食品行业规模约 164 亿元（卫龙市占率 56% 位居第一），行业红利期需求快速释放。上游魔芋种植面积萎缩，原料价格高企，抬高行业进入壁垒，进一步利好龙头跑马圈地。对标日本，我国魔芋人均消费为日本的 15%，国民认知水平亟待提升，随着产品形态高延展性形成下游多场景渗透，中期预计魔芋行业规模达 342 亿元（有翻倍空间）。

品牌效应稳固护城河，品类与渠道为核心驱动

品牌端：卫龙为中国辣味零食领军者，通过产线升级打造安全可靠品牌形象，形成品牌品类强绑定效应。**产品端**：调味面制品提价保障毛利空间，销量较提价前尚存缺口，随着品类扩充贡献增量，谨慎展望中期修复至 40 亿元体量；魔芋制品跃居主位，供应链前端布局有效平抑原料成本上涨冲击，需求旺盛叠加产能托底助推产品强势上探，中期向上看百亿空间。**渠道端**：传统渠道根基深厚，单商体量优势明显，虽 2023 年才布局零食量贩渠道，但凭借品牌效应与产品力补齐后发短板，叠加山姆/抖音等高势能渠道渗透率提升，充分享受行业渠道迭代红利。**展望**：新兴渠道拓展叠加品类红利释放增长动能，规模效应扩大推动降本增效，公司业绩有望维持高速增长。

盈利预测

公司作为辣味零食行业龙头，坐拥两 25 亿级核心大单品，品牌心智成熟，市占率位居榜首，随着渠道拓展不断推进和品类红利进一步释放，未来业绩有望快速增长。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.57/0.68/0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/15 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、原料价格上涨风险、渠道拓展不及预期、新品推广不及预期等。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6266.33	7523.07	8914.80	10260.95
YoY	28.63%	20.06%	18.50%	15.10%
净利润(百万元)	1068.51	1386.12	1649.46	1905.14
YoY	21.37%	29.72%	19.00%	15.50%
每股收益(元)	0.44	0.57	0.68	0.78
EBIT Margin	23.92%	24.55%	25.29%	25.84%
净资产收益率(ROE)	17.82%	19.51%	19.58%	19.15%
市盈率(PE)	26.78	20.65	17.35	15.02
EV/EBITDA	21.94	16.52	13.86	12.04
市净率(PB)	4.77	4.03	3.40	2.88

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、辣味休食龙头，魔芋构筑第二增长极..... 6

1.1、历史沿革：辣条第一股，全国化布局 6

1.2、股权架构：家族企业股权集中，管理团队经验丰富 6

1.3、主营业务：大单品、全渠道发展战略，魔芋产品迎来爆发..... 8

1.4、财务分析：营收稳步增长，利润同步提升 10

2、辣味休食欣欣向荣，魔芋高景气迎来爆发..... 12

2.1、辣味休食欣欣向荣，渠道变革贡献增量 12

2.2、辣条行业方兴未艾，麻辣口味风头正劲 14

2.3、魔芋食品正处成长期，中期看翻倍增长空间 15

3、品牌化、大单品、全渠道战略纵深，多维拓宽护城河..... 20

3.1、品牌端：塑造高端安全品牌形象，年轻化营销拥抱热点 20

3.2、产品端：深挖魔芋增长潜力，降本增效释放利润空间 22

3.3、渠道端：全渠道建设推进，新兴渠道贡献增量 26

4、盈利预测..... 29

5、风险提示..... 30

图表目录

图表 1：公司历史沿革..... 6

图表 2：公司股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）..... 7

图表 3：公司管理层架构..... 7

图表 4：公司产品矩阵..... 8

图表 5：公司分产品结构占比..... 9

图表 6：公司蔬菜制品营收增速大幅提升..... 9

图表 7：公司分渠道结构占比..... 9

图表 8：公司渠道增速显著提升..... 9

图表 9：公司分区域结构占比..... 10

图表 10：公司分区域营收与增速..... 10

图表 11：公司 2018-2025H1 营收规模与增速..... 10

图表 12：公司 2018-2025H1 利润规模与增速..... 10

图表 13：公司 2018-2025H1 毛利率..... 11

图表 14：公司 2018-2025H1 销售/管理费用率..... 11

图表 15：中国辣味休闲食品市场规模与占比持续增长..... 12

图表 16：消费者食用辣味零食的原因..... 12

图表 17：2024 年辣味休食品类销量、规模与增速对比..... 13

图表 18：2021 年辣味休食行业格局..... 13

图表 19: 2024 年休闲食品行业渠道结构.....	13
图表 20: 零食店与商超产品价值链对比.....	13
图表 21: 消费者购买零食趋于健康+悦己.....	14
图表 22: 中国辣条行业市场规模.....	14
图表 23: 2023 年辣条类目 CR10 市场份额.....	14
图表 24: 2024 年麻辣口味最受喜爱, 麻辣王子市占领先.....	15
图表 25: 中国麻辣辣条市场规模及增速.....	15
图表 26: 魔芋食品发展进程.....	15
图表 27: 中国魔芋消耗量.....	16
图表 28: 代表企业魔芋休食营收体量.....	16
图表 29: 魔芋产业链.....	17
图表 30: 全球魔芋精粉产量占比.....	17
图表 31: 2017-2024 年我国花魔芋种植面积.....	17
图表 32: 2017-2024 年我国魔芋精粉价格.....	17
图表 33: 魔芋食品应用领域.....	18
图表 34: 常见主食热量对比.....	18
图表 35: 市面主流魔芋产品.....	18
图表 36: 魔芋休食行业规模测算.....	19
图表 37: 公司着力打造高端安全的品牌形象.....	20
图表 38: 公司典型营销案例.....	21
图表 39: 2023 -2025H1 抖音品牌综合指数.....	21
图表 40: 2024 财年中国休闲食品企业单品体量对比.....	22
图表 41: 2023 年中国辣条消费者品牌偏好 TOP10.....	23
图表 42: 2024 年公司调味面制品收入与毛利率均正增长.....	23
图表 43: 2025 年 3-5 月魔芋爽各品牌销售额占比.....	23
图表 44: 公司蔬菜制品恢复高增.....	23
图表 45: 公司产能利用率显著提升.....	24
图表 46: 公司第七代魔芋产线.....	24
图表 47: 公司产能利用率仍有一定提升空间.....	25
图表 48: 2019-2024 年公司销货成本构成.....	26
图表 49: 公司核心原料价格及产品毛利率.....	26
图表 50: 卫龙美味渠道变革历程.....	27
图表 51: 公司线下经销商数量与增速.....	27
图表 52: 公司线下经销商平均创收与增速.....	27
图表 53: 公司门店覆盖数与单点 SKU 提升.....	28
图表 54: 公司携新品正式登陆山姆会员店.....	28

图表 55：公司 2023-2024 年抖音月度动销数据

28

图表 56：公司盈利预测

29

1、辣味休闲食品龙头，魔芋构筑第二增长极

1.1、历史沿革：辣条第一股，全国化布局

国内“辣条第一股”，辣味休闲食品强势品牌。卫龙成立于 2001 年，位于河南漯河，主要从事辣味休闲食品的研发、生产和销售，2022 年于港交所上市，为港股“辣条第一股”。公司率先推进现代化生产，2006 年起漯河一期园区平平工厂建成投产，并设立研发中心，后续漯河卫来工厂、驻马店卫来工厂相继投产，支持公司走出河南，向全国市场迅速扩张。2019 年公司二期园区卫到工厂投产，极大提高了自动化水平与产能，并于 2021 年突破产品年销售 100 亿包大关。

图表 1：公司历史沿革

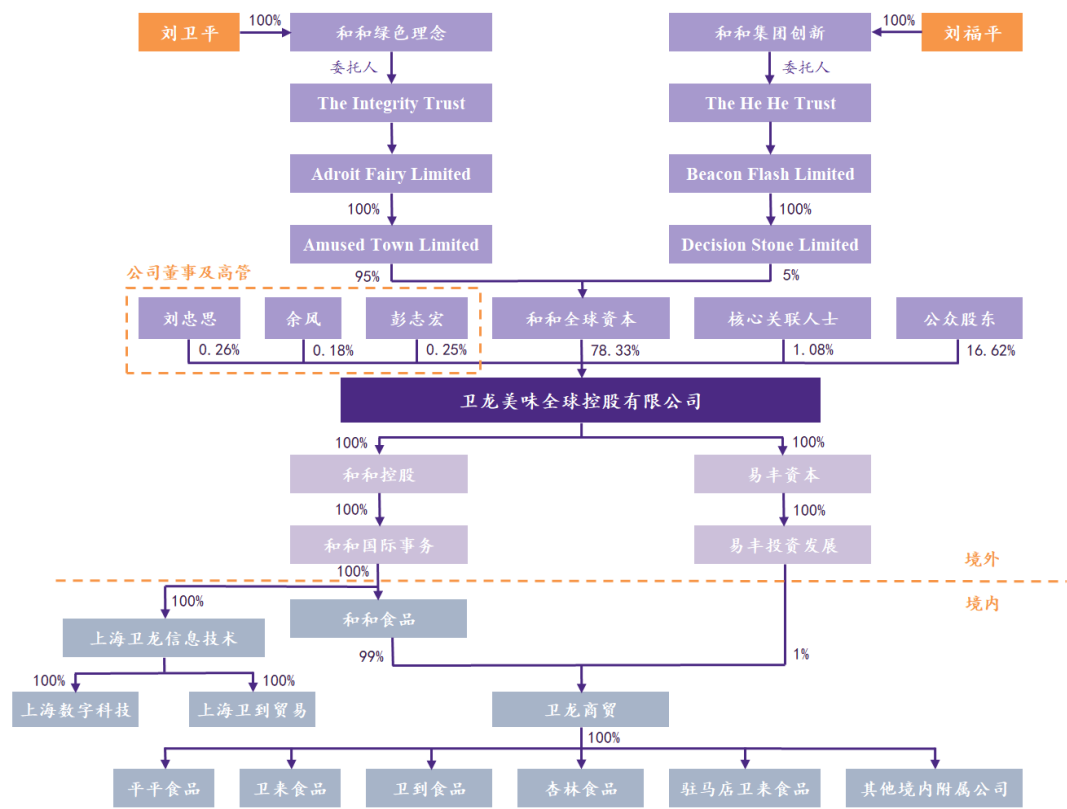


资料来源：WIND，公司官网，华鑫证券研究

1.2、股权架构：家族企业股权集中，管理团队经验丰富

典型家族企业，股权高度集中。公司实际控制人刘卫平与刘福平两兄弟通过和和全球资本间接持有公司约 78.33%的股份，彭宏志、刘忠思、余风均为家族内人士，董事会中刘氏家族共计持股 79.02%。2025 年 5 月 8 日，公司宣布将按每股 14.72 港元的价格配售 8000 万股，配售与认购已于 5 月 15 日全部完成，认购股份占经认购后公司已发行股本约 3.29%，所得款项净额共计 11.67 亿港元，计划将用于扩大升级公司产线与供应链体系（50%）、拓展销售和经销网络（20%）、加强品牌建设（20%）以及其他一般企业用途（10%）。

图表 2：公司股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，卫龙招股书，华鑫证券研究

管理团队经验丰富，创始人接任首席执行官。创始人两兄弟在休闲食品行业拥有逾 20 年经验，其他管理人员行业经验均不少于 10 年，其中彭宏志、刘忠思、余风、陈林在集团工作超 14 年，并于本集团内各附属公司担任多个职务，对公司内部情况十分熟悉。2025 年 3 月/7 月公司分别发布公告，孙亦农/彭宏志因个人事务及其他业务安排，辞任执行董事及首席执行官/执行董事及首席财务官职务，首席执行官/首席财务官将分别由刘福平/余风接任，于 2025 年 4 月 30 日/9 月 1 日正式生效。

图表 3：公司管理层架构

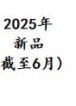
姓名	职务	加入集团时间	年龄	持股数(万股)
刘卫平	董事长，执行董事	2001	47	190,424.32
刘福平	副董事长，执行董事，首席执行官	2001	44	190,424.32
彭宏志	部门总监，高级副总裁	2019	43	598.04
刘忠思	执行董事，高级副总裁	2007	40	690.08
余风	执行董事，首席财务官，高级副总裁	2011	34	523.98
陈林	高级副总裁，处长	2009	39	550.11
洪星容	副总裁	2022	50	0.00
李卫洪	副总裁	2022	51	0.00
李健威	公司秘书	2021	37	0.00
沈晓春	公司秘书	2020	39	0.00

资料来源：wind，华鑫证券研究

1.3、主营业务：大单品、全渠道发展战略，魔芋产品 迎来爆发

深耕辣味零食黄金赛道，大单品体量一骑绝尘。公司早期以调味面制品起家，近年蔬菜制品飞速发展，尤其魔芋因其独有的健康低脂属性在市场得到大规模推广，构筑出公司第二增长曲线，同时辅以豆制品及其他产品作为补充。随着国内消费者的消费观念趋于理性、需求更多元化、品牌意识逐步增强，公司结合当下新兴口味偏好、消费场景及消费习惯，围绕核心单品持续进行口味创新与品类迭代，进一步丰富产品矩阵。

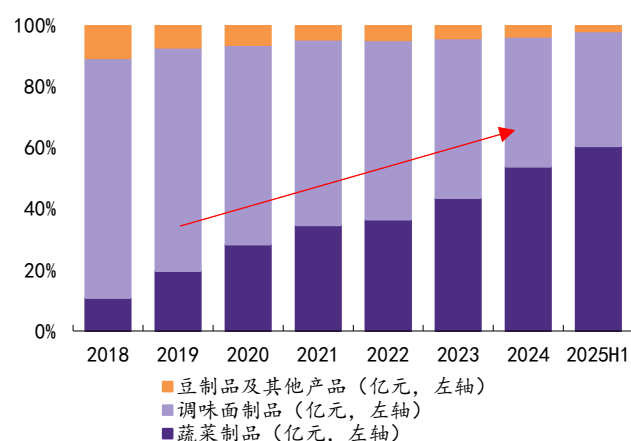
图表 4：公司产品矩阵

	调味面制品										蔬菜制品				豆制品及其他	
																
2024年以前产品	素食大面筋	大面筋	小面筋	亲嘴烧	麻辣棒	小辣棒	麻辣麻辣	霸道熊猫	脆火火	魔芋爽	魔芋爽	魔芋爽	风吃海带	小魔女	软豆皮	78°卤蛋
产品上市时间	2008前	2008	2008	2010	2018	2018	2022	2023	2023	2014			2019	2023	2015	2021
	调味面制品					蔬菜制品					豆制品及其他		调味面制品		蔬菜制品	
																
2024年新品	青柠味	榴莲味	吮指烤肉味	麻酱火锅味	素板筋	劲爽香辣味	湘味混合	酸辣火锅味	香辣豆皮	溏心蛋	2025年新品 (截至6月)		爆麻辣辣味	麻辣牛肉味	麻辣小龙虾味	麻酱味
产品上市时间	2月	6月	10月	2月	4月	5月	8月	9月	3月	H1			2月	4月	6月	1月

资料来源：公司官网，公司公告，华鑫证券研究

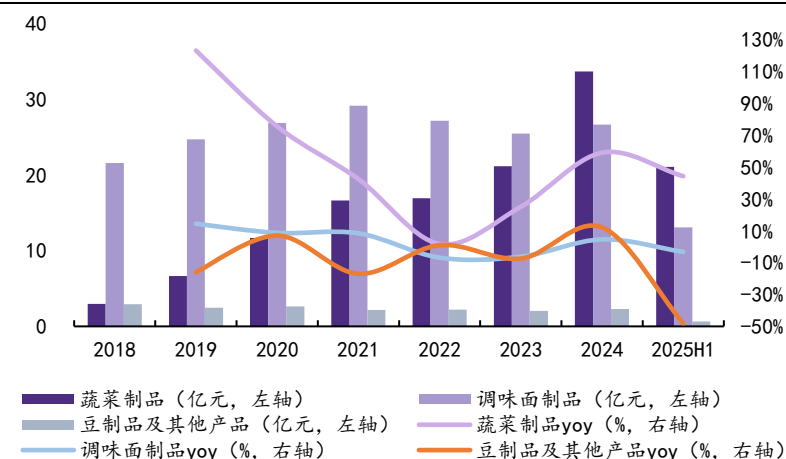
蔬菜制品首超传统辣条，魔芋系列迎来潜能爆发。早期公司主要依赖调味面制品即传统辣条产品创造收入，品类相对单一，市场竞争激烈；2014 年，公司紧抓辣味成瘾的属性优势与健康养生的消费趋势，首创单品魔芋爽，随后分别于 2019 年推出风吃海带、2023 年推出小魔女魔芋素毛肚系列产品，逐步完善蔬菜制品布局，并通过推新与改良并行实现快速放量，稳居行业领先地位。2018-2024 年蔬菜制品营收 CAGR 达 50%，2024 年蔬菜制品营收占比为 54%，首次超越调味面制品（2024 年营收占比 43%）成为公司第一增长引擎，2025H1 进一步攀升至 60.55%，后续叠加魔芋市场高景气与产能扩张，预计产品势能将持续释放。豆制品及其他产品作为公司补充性边缘产品，营收规模较小，出于产品结构优化、聚焦主业的考虑，卤蛋等产品业务逐步关停。

图表 5：公司分产品结构占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

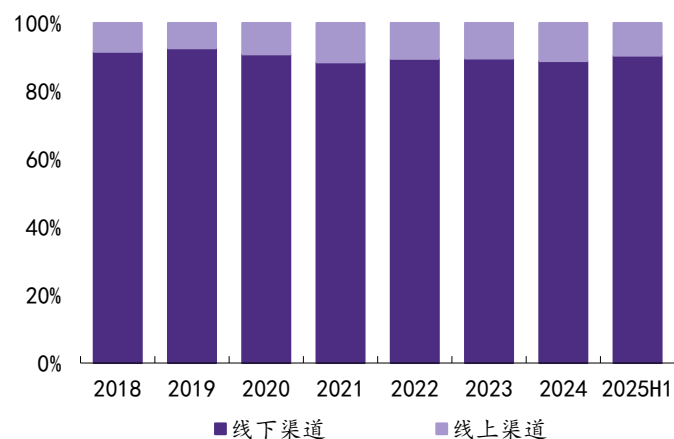
图表 6：公司蔬菜制品营收增速大幅提升



资料来源：WIND，华鑫证券研究

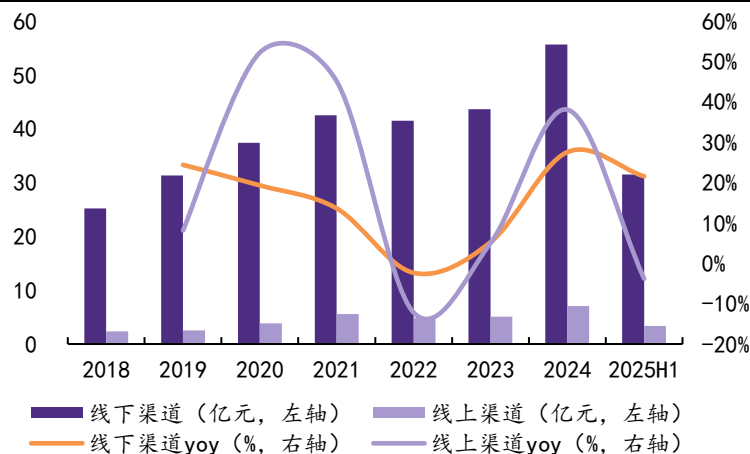
夯实传统线下商超渠道，积极开拓新兴渠道增量。2025H1 公司线下/线上渠道营收占比分别为 90%/10%。线下，公司积极推进全渠道建设和品牌建设，在巩固与连锁商超、便利店、社区超市等渠道合作的同时，加速拓展新兴渠道，以更好贴合消费者需求，2025H1 线下营收实现同增 22%。线上，公司进一步加强与主流电商平台的合作，通过短视频、直播、快闪以及跨界联名等新潮营销方式，紧追时事热点，吸引年轻消费群体，增强品牌互动，2024 年线上渠道营收同增 38%，营销推广效果显著，2025H1 因线上流量持续分化叠加高基数影响，收入微降。

图表 7：公司分渠道结构占比



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

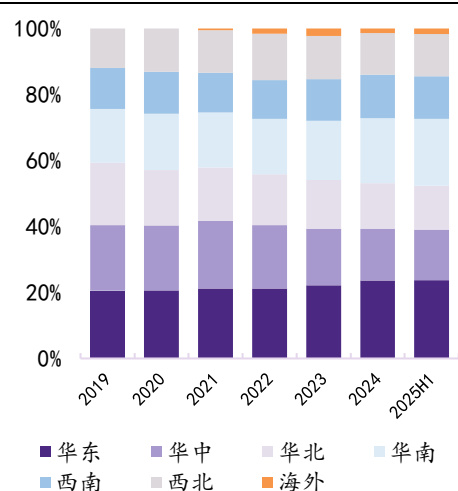
图表 8：公司渠道增速显著提升



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

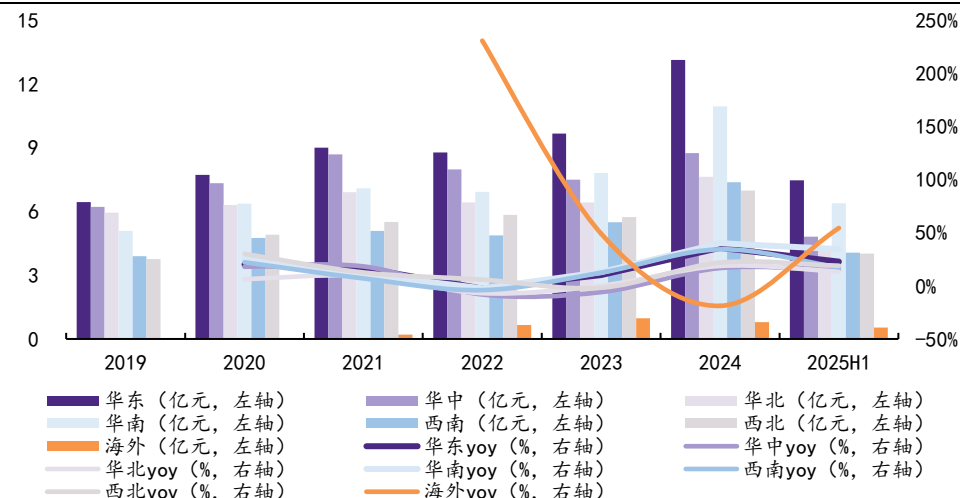
区域市场分布均衡，华东华南长势优异。公司业务覆盖全国，各地区收入占比相对均衡，大体与当地经济发展水平及人口相符。公司在华东、华南地区市场渗透率较高，2024 年营收分别同增 36%/40%至 13.13/10.95 亿元，实现单地区收入首次突破双位数，2019-2024 年 CAGR 分别达 15%/17%，2025H1 延续高增态势；此外，海外业务实现企稳回升，2025H1 同增 54%至 0.53 亿元，2021-2024 年 CAGR 达 59%。

图表 9：公司分区域结构占比



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 10：公司分区域营收与增速

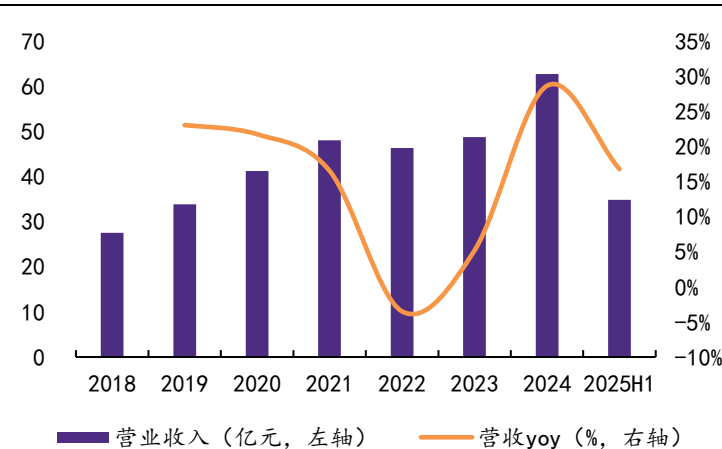


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.4、财务分析：营收稳步增长，利润同步提升

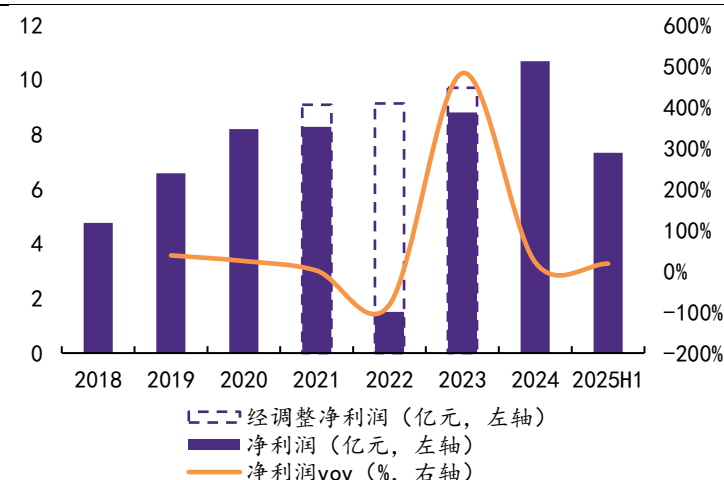
公司营收稳健增长，利润同步提升。营收端来看，总体保持稳健增长，其中 2022 年营收略有下滑主要系原料价格上涨对产品提价导致销量承压，叠加疫情反复影响公司销售所致，随后公司通过开拓零食量贩渠道和品类推新扩产迅速修复收入，2025H1 营收同增 17% 至 34.84 亿元。**利润端来看**，基本随营收同步变动，2022 年因于港交所主板上市，产生上市开支、雇员报酬（以股份为基础）及 Pre IPO 相关一次性付款（以股份为基础）共计 7.62 亿元，剔除该影响后经调整净利润约 9.13 亿元，同增 0.6%，跑赢同年营收增速；2025H1 净利润同增 18% 至 7.33 亿元，2018-2024 年 CAGR 为 14%。整体来看，公司基本盘扎实，业绩具有较强韧性，随着渠道拓展推进和蔬菜制品进一步放量，有望保持稳健增长。

图表 11：公司 2018-2025H1 营收规模与增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

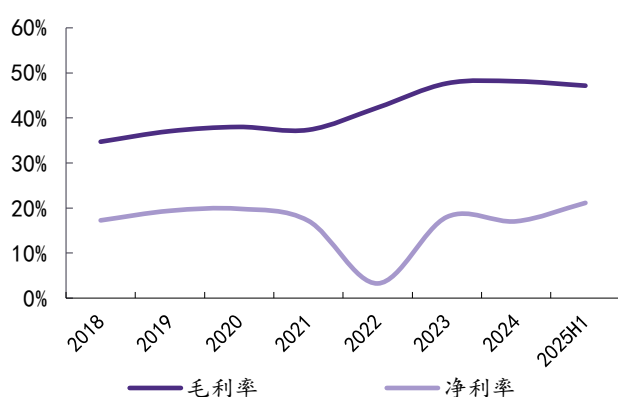
图表 12：公司 2018-2025H1 利润规模与增速



资料来源：WIND，公司业绩演示材料，华鑫证券研究

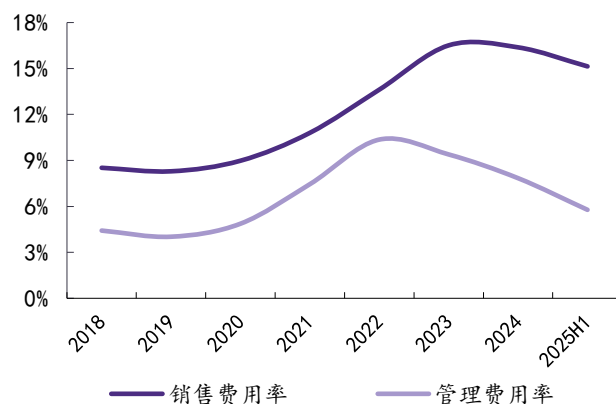
毛净利率水平维稳，费用率有所下滑。毛净利率端来看，2018-2024 年公司毛利率稳步上升，2022 年公司全品类提价对冲原材料成本上涨影响，引导毛利率上行，并在后续年份持续增长，2025H1 稳定在 47%；除 2022 年上市导致高额一次性其他经营支出外，公司净利率总体保持稳定，2025H1 提升至 21.14%。费用率方面，2018-2025H1 公司费用率整体呈先增后降态势，前期管理/销售费用率因上市开支、业务拓展与员工绩效激励增加而迅速提升，随后因规模效应释放及有效费控而回落。公司通过设备自动化升级持续推进降本增效，目前杏林工厂第七代魔芋产线已实现占地面积减半而产能翻倍、效率跃升 80%，预计盈利能力将进一步增强。

图表 13：公司 2018-2025H1 毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 14：公司 2018-2025H1 销售/管理费用率



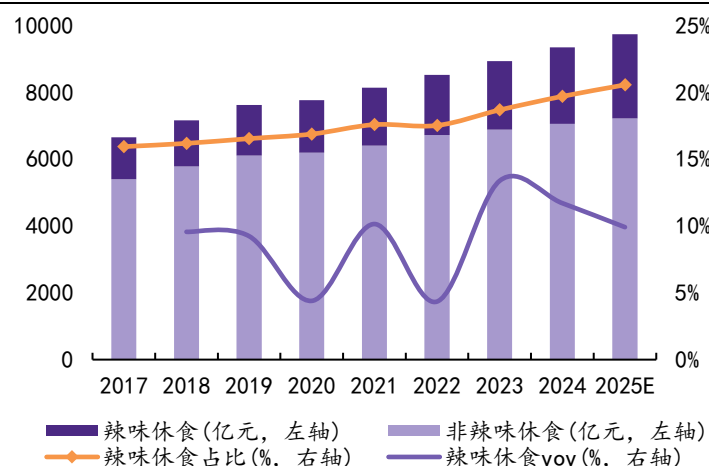
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2、辣味休食欣欣向荣，魔芋高景气迎来爆发

2.1、辣味休食欣欣向荣，渠道变革贡献增量

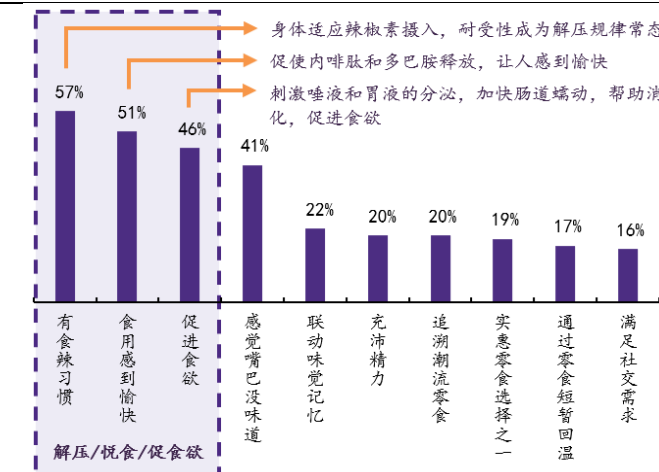
辣味休闲食品势能强劲，构筑天然高复购壁垒。辣味休闲食品作为休闲食品行业的高景气子赛道，市场规模及占比持续增长，2024 年市场规模达 2284 亿元，2017-2024 年 CAGR 为 9%，以近 2 倍优势领跑休食行业大盘，板块占比从 2017 年的 16% 提升到 2024 年的 20%。辣味集功能和情绪双重价值，一方面通过刺激唾液与胃液分泌，加快肠道蠕动提振食欲；另一方面通过促进内啡肽与多巴胺释放，给予食者愉悦乃至成瘾体验，构筑天然高复购壁垒。

图表 15：中国辣味休闲食品市场规模与占比持续增长



资料来源：中商产业研究院，卫龙招股书，观研报告网，华鑫证券研究

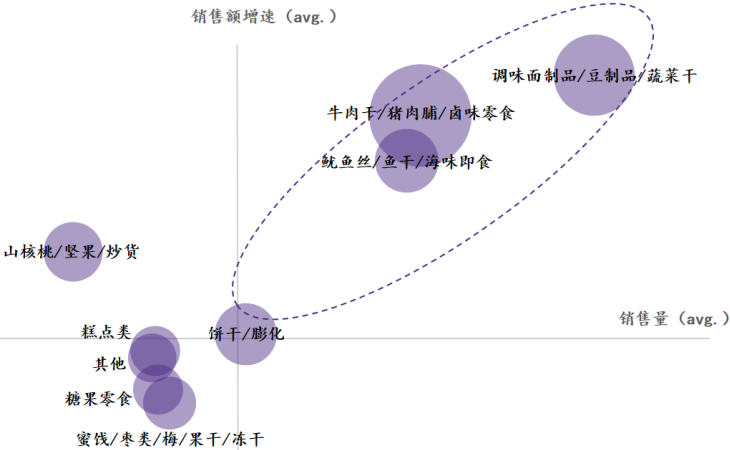
图表 16：消费者食用辣味零食的原因



资料来源：第一财经商业数据中心，华鑫证券研究

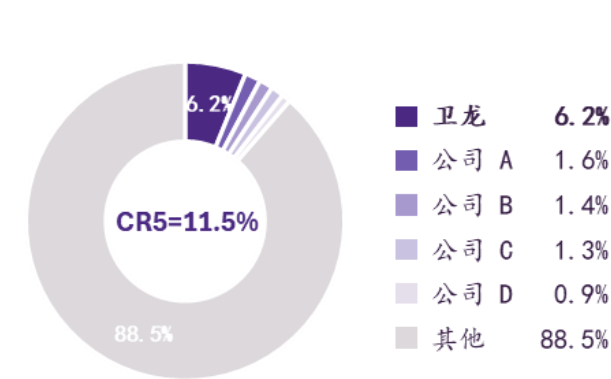
辣味休食品类丰富，行业格局较为分散。分品类来看，调味面制品、豆制品、蔬菜干以及肉制品表现显著优于其他品类，品类红利持续释放。从竞争格局来看，我国辣味休闲食品行业集中度较低，多品牌竞争激烈，2021 年前五名市场份额合计为 11.5%，其中卫龙依托调味面制品+蔬菜制品双 25 亿级大单品位列榜首。

图表 17： 2024 年辣味休食品类销量、规模与增速对比



资料来源：第一财经商业数据中心，华鑫证券研究

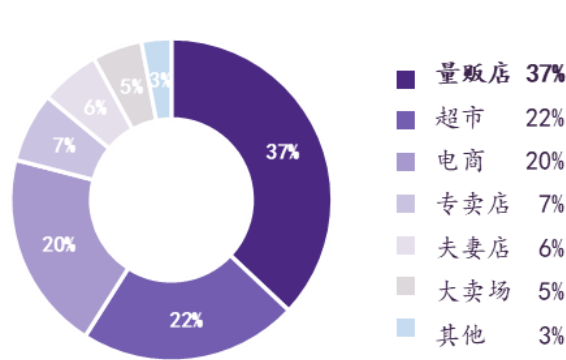
图表 18： 2021 年辣味休食行业格局



资料来源：卫龙招股书，华鑫证券研究

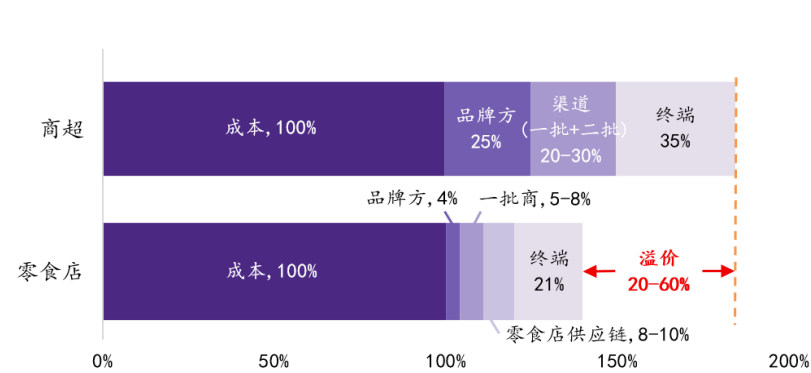
行业渠道结构性变革，新兴渠道贡献增量。目前休闲食品行业渠道呈现线下为主、全域融合的特征。线下，传统 KA 衰退，零食量贩快速崛起并加速下沉，以“高频+低价+高周转”特性重构终端，相较商超终端价格压缩 20-60%，2024 年渠道结构占比提升至 37%。线上，渠道逐渐从货架陈列转向情感联结，抖音、快手等内容电商和以微信“送礼物”功能为代表的社交电商进一步拓宽消费场景，催化消费裂变，提供增长新动能。整体来看，渠道竞争核心已由流量争夺升维至全域效率比拼，场景创新、供应链响应以及下沉渗透将成为市场竞争关键要素，能够及时跟进调改的企业将持续享受渠道红利。

图表 19： 2024 年休闲食品行业渠道结构



资料来源：勤策消费研究，华鑫证券研究

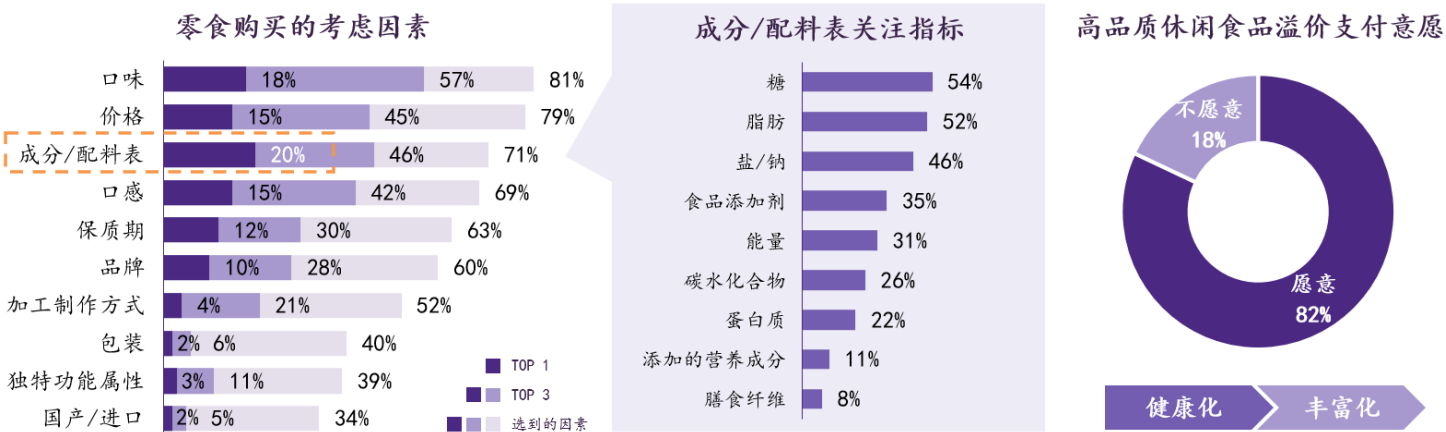
图表 20： 零食店与商超产品价值链对比



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究（注：假设同一物品，成本标准化为1，横轴代表各个渠道的加价，图中百分比为毛利率）

健康升级势在必行，悦己消费破局而生。Z 世代逐渐接替消费主力，休闲食品行业正从“吃饱”向“吃好”升维，健康转为刚性需求，悦己成为溢价核心。近年来，魔芋（低脂低卡、高膳食纤维）、鹌鹑蛋（优质蛋白）等健康食材备受欢迎。据统计，成分/配料表和口味是消费者购买零食的首要考虑因素，共计 81%/71%的消费者关注食品口味/安全健康属性，而高达 82%的消费者愿意为高品质食品支付溢价。随着消费者认知加速转变，健康化转型倒逼企业配方与工艺升级，悦己风潮推动品类延展，风味创新、情感共鸣及场景化设计也将成为产品增长不可或缺的驱动力。

图表 21：消费者购买零食趋于健康+悦己

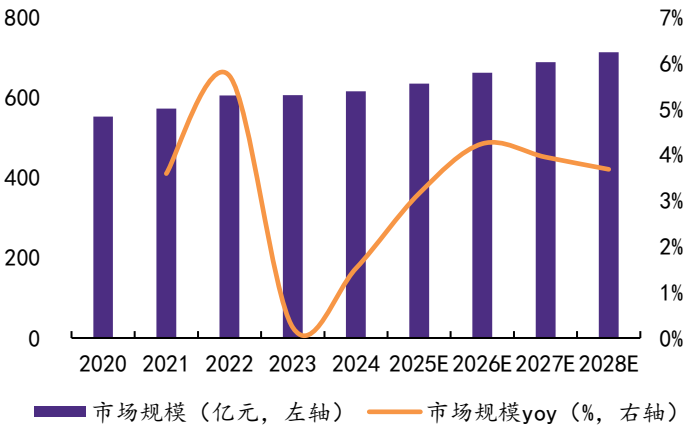


资料来源：数英，丁香医生，嘉世咨询，华鑫证券研究

2.2、辣条行业方兴未艾，麻辣口味风头正劲

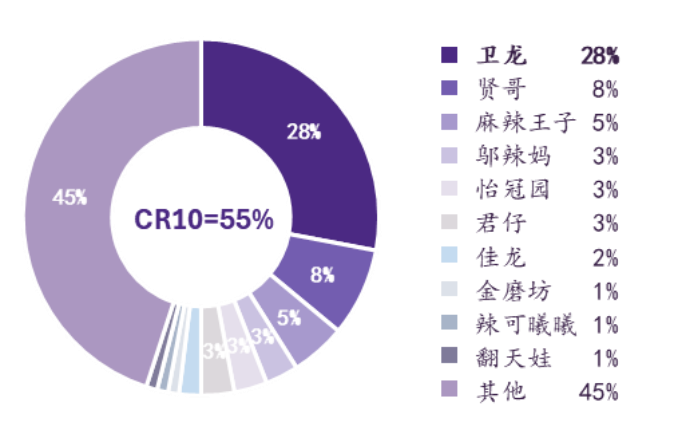
辣条市场增速放缓，卫龙保持领先地位。2024 年中国辣条行业市场规模达 615 亿元，行业进入成熟期，2020-2024 年 CAGR 为 3%，预计 2028 年将突破 700 亿元。行业格局相对分散，头部 10 家企业市占率合计 55%，其中卫龙以 28% 的优势位居榜首，相较于第二名贤哥 8%、第三名麻辣王子 5% 的市占率，卫龙领先优势明显。

图表 22：中国辣条行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

图表 23：2023 年辣条类目 CR10 市场份额

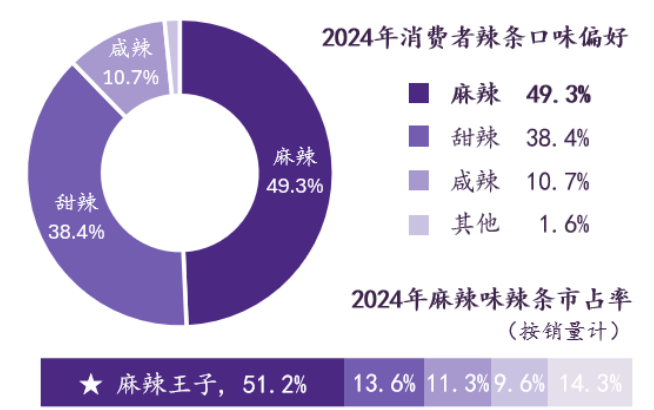


资料来源：马上赢，华鑫证券研究

麻辣口味喜爱度快速攀升，麻辣王子占据品类心智。2024 年，麻辣味辣条以近五成消费者偏好成为最大细分品类，2020-2024 年市场规模 CAGR 达 8%（2024 年 29.5 亿元），显著高于辣条行业整体增速，预计未来几年将持续高增。分品牌看，麻辣王子精准卡位麻辣赛道，以 51.2% 的绝对优势占据品类心智；而行业龙头卫龙产品线长期以甜辣味为主打，麻

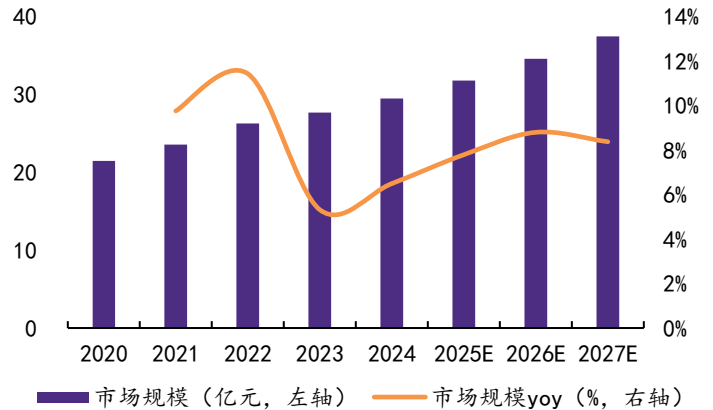
辣味产品布局较晚，分别于 2022 年推出麻辣麻辣（小麻小辣+很麻很辣）、2023 年推出霸道熊猫两款麻辣口味新品，并于 2025 年进一步推出爆麻爆辣口味，以满足消费者多元需求，抢占麻辣市场。

图表 24：2024 年麻辣口味最受喜爱，麻辣王子市占领先



资料来源：弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

图表 25：中国麻辣辣条市场规模及增速

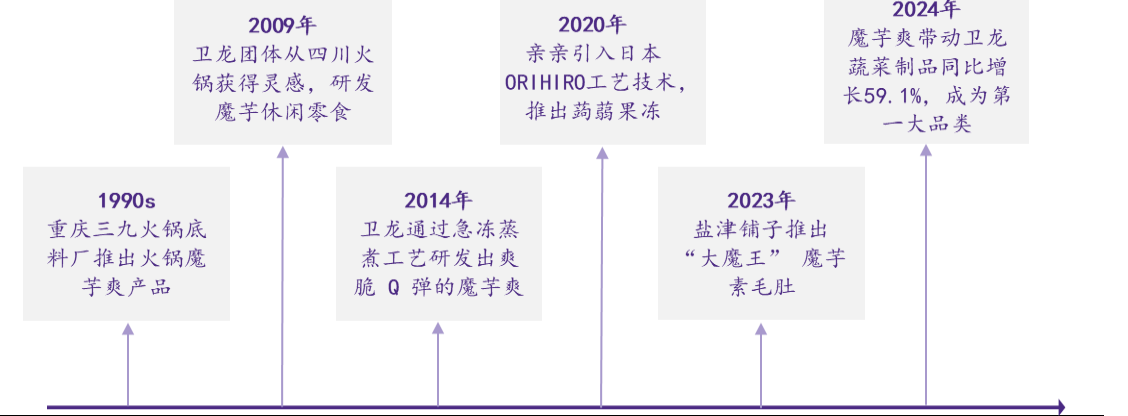


资料来源：弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

2.3、魔芋食品正处成长期，中期看翻倍增长空间

卫龙推动魔芋食材从火锅食材到全民零食的蜕变。中国魔芋食品的商业化进程始于 20 世纪 90 年代，重庆三九火锅底料厂推出火锅魔芋爽产品，魔芋作为火锅食材出现在大众视野；2009 年，卫龙团队从四川火锅的魔芋食材获得灵感，经 5 年打磨，2014 年通过急冻蒸煮工艺研发出魔芋爽，开启魔芋零食化的先河；2020 年，亲亲引入日本 ORIHIRO 工艺技术，推出蒟蒻果冻，随后喜之郎等品牌相继布局，推动蒟蒻果冻品类的爆发式增长；2023 年，盐津铺子推出“大魔王”魔芋素毛肚，各品牌纷纷进军魔芋食品领域，行业正式进入品牌化竞争阶段。

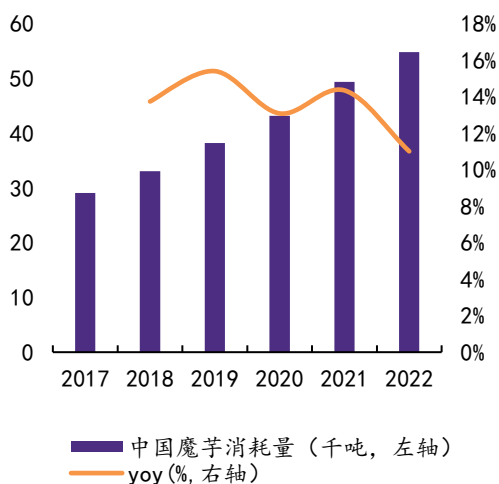
图表 26：魔芋食品发展进程



资料来源：界面新闻，Foodaily，华鑫证券研究

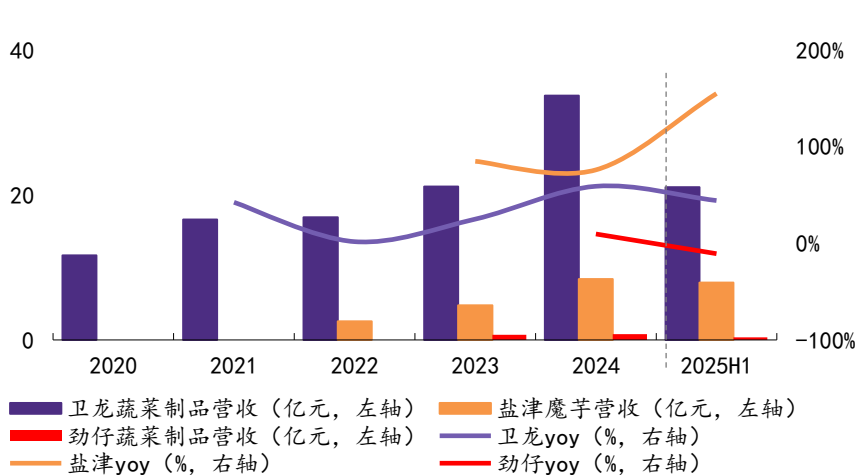
行业规模逾百亿，复合增长率超 20%。得益于健康消费趋势，我国魔芋产业迎来爆发式增长。根据中国魔芋协会数据统计，2020 年魔芋整体市场规模突破 400 亿元，2010-2020 年 CAGR 为 26%，但 2020 年农业端种植及出口规模占比 70%，对应魔芋食品规模不足 120 亿元，但近年来魔芋休闲零食规模近年来逐渐贡献核心增量。2022 年以来，以卫龙/盐津/劲仔为代表的休闲食品企业加速发力魔芋食品，2025H1 卫龙蔬菜制品/盐津魔芋食品营收分别同增 44%/155%至 21/8 亿元，引领行业势头向上，未来随着魔芋全产业链布局逐渐完善，行业规模有望延续高速增长。

图表 27：中国魔芋消耗量



资料来源：中国魔芋科技示范园，华鑫证券研究

图表 28：代表企业魔芋休闲食品营收体量



资料来源：WIND，华鑫证券研究
卫龙、劲仔蔬菜制品主要包括魔芋

2.2.1、原料端：中国主导全球产能，供需错配拉升魔芋精粉价格

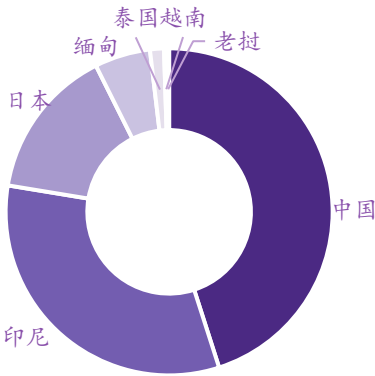
中国产能占据半壁江山，出口结构偏重初级产品。产业链端来看，上游魔芋种植范围窄且未实现标准化种植，中国作为全球最大的魔芋生产国，2024 年魔芋精粉产量占全球总量的 45%，远超印尼（33%）、日本（15%）等国家，主产区集中在云贵川渝地区。中国虽为魔芋出口大国，但产品结构以原材料和初级加工品为主，附加值较低；尽管近年魔芋保健食品、美容产品等深加工品类的出口量有所增长，但整体占比仍较小，产业在高端化、精细化发展上仍有提升空间。**中游**以初加工企业为主，精加工企业数量稀缺且格局分散，一致魔芋一家独大；**下游**市场竞争激烈，终端市场集中度高，卫龙、盐津铺子奠定头部品牌位置。

图表 29：魔芋产业链



资料来源：FOODAILY，一致魔芋，华鑫证券研究

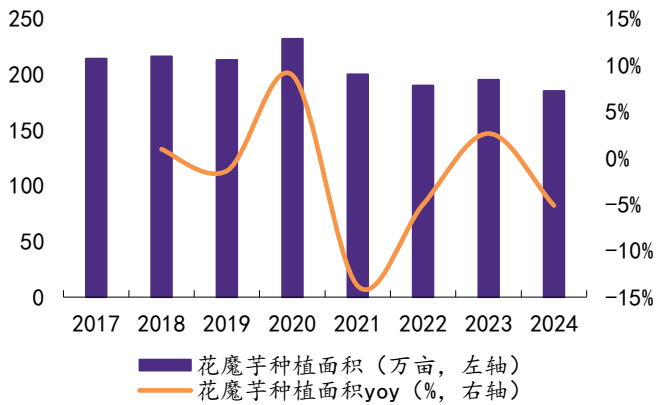
图表 30：全球魔芋精粉产量占比



资料来源：中国魔芋科技示范园，华鑫证券研究

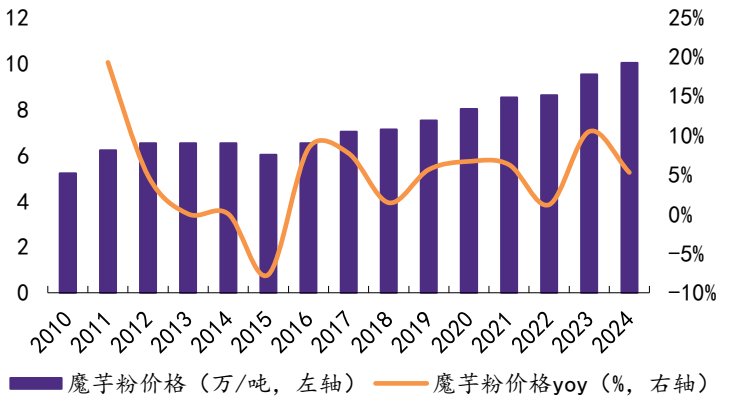
供需错配/天气等因素致使前期种植面积收窄，终端需求爆发大幅拉升魔芋精粉价格，预计短期原料价格仍处高位。魔芋品类较多，其中花魔芋由于分布广泛、单产高，成为我国主要栽培品种，占比魔芋种植面积的 95%左右。2017-2020 年间我国花魔芋种植面积稳中有升，2020 年后疫情压制市场需求，农民种植积极性下滑，导致魔芋种植面积由 2020 年的 232 万亩下滑至 2024 年的 185 万亩，叠加 2024 年干旱导致减产 15%，而魔芋休闲食品爆火，原料供不应求，5-10 月鲜魔芋价格由 4 元/公斤涨至 7.2 元/公斤，涨幅约 80%；海外魔芋价格同样大幅上涨，2024 年印尼进口珠芽魔芋价格翻三倍至 1 万元/吨。尽管协会和各地农业部门积极协作推进扩大魔芋种植面积，但由于魔芋为多年生草本植物，且当年种植受去年价格影响（农民将种芋当商品芋售卖），亩产难以短期快速提升，预计短期内魔芋精粉价格仍处高位。

图表 31：2017-2024 年我国花魔芋种植面积



资料来源：中国魔芋科技示范园，华鑫证券研究

图表 32：2017-2024 年我国魔芋精粉价格



资料来源：中国魔芋科技示范园，华鑫证券研究

2.2.2、需求端：消费升级驱动多元应用，魔芋市场潜力待深挖

魔芋食品下游应用广泛，全场景覆盖多领域渗透。魔芋下游应用主要有三种方向：1) 休闲食品：卫龙魔芋爽与盐津铺子大魔王为双爆品，劲仔、良品铺子等品牌跟随布局，目前市场集中度高，卫龙为龙头企业市占率约 54%；2) 餐饮配料：魔芋丝、魔芋结已成为火

锅刚需食材；魔芋晶球作为茶饮配料在茶饮门店渗透率逐渐上升，由于无需蒸煮，开袋即用，近年来在茶饮门店颇受欢迎，市场潜力较大；3) 健康食品：以 Keep、薄荷健康等品牌推出的代餐魔芋面和野人日记的魔芋蒸饺为代表的魔芋主食，凭借其低卡路里、高饱腹感特性，成为代餐市场的新兴力量。

图表 33：魔芋食品应用领域

应用领域	主要应用产品	魔芋在相关产品中的主要功能
凝胶食品	果冻、布丁、茶冻、白凉粉、冰粉、椰果、晶球、皮冻、水晶皮、软糖等	魔芋粉是优质的天然胶体，可单独或与其他胶体复配形成凝胶，具备丰富的口感和稳定性
仿生素食	素毛肚、植物肉、素鲍鱼、素海参、素虾仁等	利用膳食纤维含量高、热量低、纯天然的特性，在保证食品口感的同时，改善现代人膳食结构
肉制品	火腿肠、午餐肉、肉丸、牛肉卷、羊肉卷等	粘结、增加弹性、增加体积、增加吸水量、改善结构的作用；替代部分脂肪，降低食品热量，提高膳食纤维含量；改善口感
保健及功能性食品	营养补充剂、代餐粉、酵素果冻、能量棒、代餐棒等	补充天然膳食纤维，清理肠道；增加饱腹感；超低热量
面制品	面包、挂面、湿面、饺子皮、汤圆等	增加食品气孔率、膨大率，食品质构均匀，增加弹性；延长食品保质期；增加食品耐煮性；延缓焙烤制品制作过程的老化、防止水分过快散失
其他食品	冰淇淋、乳制品、调味品、果酱、罐头等	魔芋粉与瓜尔胶复配作为乳制品稳定剂，防止凝结和沉淀；魔芋粉和卡拉胶或黄原胶复配后，提升冰淇淋粘度、浓稠感、预防结晶、提升产出率

资料来源：一致魔芋招股书，华鑫证券研究

魔芋食品爆火背后系健康属性与美味体验的双重驱动。健康属性来看，魔芋的主要成分是葡甘聚糖，属于高分子量的水溶性膳食纤维，约占魔芋干重的 50%-60%，具有较强吸水性，该特性使魔芋食品实现低热量摄入的同时形成高饱腹感，100g 魔芋制品热量仅 6.5 千卡，为同等重量苹果的 1/8，满足人们对饮食摄入和体重控制的双重追求。此外，魔芋本身不具备明显味道，但可以充分吸收其他食材味道，品牌端多通过重度调味赋予魔芋食品酸辣或香辣风味，使其兼具食材特色口感与辣食成瘾优势，代表性产品包括卫龙魔芋爽、盐津铺子麻酱素毛肚等。

图表 34：常见主食热量对比

图例			
种类	魔芋豆腐/魔芋丝	魔芋面/凉皮	白粥
热量(千卡/100g)	6-13	16-17	59

图例			
种类	紫薯	面条	玉米
热量(千卡/100g)	106	110	112

图例			
种类	米饭	馒头	包子
热量(千卡/100g)	116	223	227

资料来源：郑州长江中医院，湖南日报，华鑫证券研究

图表 35：市面主流魔芋产品

卫龙美味	图例		
	产品	魔芋爽	小魔女
	价格	39.9元/880g	25.9元/1kg
	折算单位价格	45.3元/kg	25.9元/kg

盐津铺子	图例		
	产品	大魔王	火爆魔芋
	价格	21.9元/392g	22.3元/560g
	折算单位价格	55.9元/kg	39.8元/kg

一致魔芋	图例	
	产品	魔乐奇
	价格	24.9元/360g
	折算单位价格	69.2元/kg

资料来源：京东，卫龙美味官网，盐津铺子官网，一致魔芋官

网，华鑫证券研究

2025 年魔芋休闲食品规模约 164 亿元，测算得中期仍存翻倍以上空间。根据马上赢数据显示，2025H1 卫龙魔芋产品市占率 56%，2025H1 卫龙蔬菜制品营收约 23 亿元，假设终端加价率 100%，测算可得 2025H1 中国魔芋休闲食品规模约为 82 亿元，线性外推 2025 全年魔芋行业规模约 164 亿元（2020-2025 年 CAGR 为 35%）。我国魔芋深加工产业发展起步较晚，当前我国魔芋休闲零食仅覆盖 15%的潜在消费群体，对比海外来看，日本是最早开始对魔芋工业化、自动化开发的国家，2020 年日本魔芋深加工规模约 70 亿元，人均魔芋消费规模为 55.63 元，而 2020 年中国魔芋食品规模不足 120 亿元，人均魔芋消费规模约 8.31 元，约为日本的 15%。国内消费者对魔芋的认知水平亟待提升，假设中国魔芋人均消费持平日本，测算得中期我国魔芋休食市场规模有望达到 342 亿元，预计存在翻倍以上空间。

图表 36：魔芋休食行业规模测算

日本		中国		备注
魔芋食品规模（亿元）	70	魔芋食品规模（亿元）	120	中国魔芋食品规模数据为 2020 年魔芋总市场规模减农业种植及出口规模
总人数（亿人）	1.3	总人数（亿人）	14.4	
人均魔芋消费（元/人）	55.63	人均魔芋消费（元/人）	8.31	中国魔芋食品人均消费为日本的 15%，但中日魔芋食品结构存在差异
中国魔芋行业预测				备注
2020 年魔芋休食行业规模（亿元）	36.57	占比魔芋食品	30%	1) 假设卫龙市占率 70%，渠道加价率 100%，2020 年蔬菜制品营收 12.8 亿元； 2) 全年魔芋食品规模 120 亿元
2025 年魔芋休食行业规模（亿元）	164.29	占比魔芋食品	55%	1) 假设卫龙市占率 54.3%，渠道加价率 100%，2025H1 蔬菜制品营收 23 亿元，线性外推 2025 年魔芋休食规模 169 亿元； 2) 全年魔芋食品规模 300 亿元
2020-2025 年 CAGR	35%			
中期中国魔芋食品体量（亿元）	803	假设中日魔芋人均消费相同		
中期中国魔芋休食体量（亿元）	245-440	1) 假设魔芋休食占比魔芋食品比例为 30%-56%； 2) 中期魔芋休食规模中位数为 342 亿元		

资料来源：wind，36 氪，君屹研究院，华经产业研究院，中国政府网，中华网财经，勤策消费研究，快消八谈，华鑫证券研究

3、品牌化、大单品、全渠道战略纵深，多维拓宽护城河

3.1、品牌端：塑造高端安全品牌形象，年轻化营销拥抱热点

公司着力打造高端安全的品牌形象，完成品牌与辣条品类的深度捆绑。公司发家于辣条行业，早期行业发展极不规范，负面报道频出，“脏乱差”、“垃圾食品”等负面评价多年萦绕辣条行业。立足于长期发展，公司自 2005 年行业丑闻后意识到食品安全与品牌形象的重要性，在生产端积极推进“工业化转型”，投入生产设施自动化升级；在营销端将产品原透明包装更换为白色铝箔精装包装打入 KA 渠道，以安全生产为核心增加品牌曝光，成功扭转消费者对辣条行业的负面印象，并完成“卫龙”品牌与辣条类产品的深度捆绑。

图表 37：公司着力打造高端安全的品牌印象



资料来源：公司官网，澎湃新闻，腾讯新闻，界面新闻，数英，Foodaily，华鑫证券研究

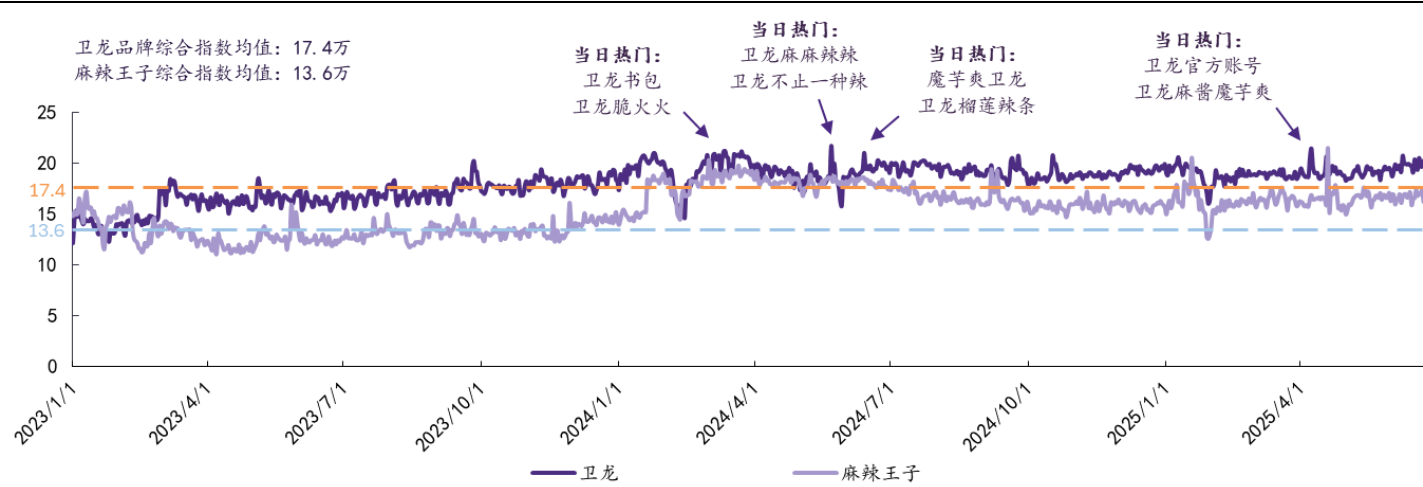
聚焦年轻客群追踪热点，精准营销提升话题度。公司早期主要通过明星代言和广告投放的传统营销方式快速积累知名度，后期随着社媒文化飞速迭新、Z世代消费势起，公司针对年轻客群喜好进行精准营销，贴合当下“悦己”消费风向，以“有趣好玩”为核心，实时追逐热点，营销方案频频出圈。2016 年，卫龙以“天猫官网被黑”开展自黑式营销，借机宣传上新并为 618 活动造势，当天店铺访问量达日常的 20 倍，进店流量超过天猫超市成为行业第一；2024 年，公司推出榴莲辣条，话题曝光超 2 亿、互动量超 242 万，登上抖音当日热门词条。

图表 38：公司典型营销案例

营销类型		营销活动			
主题营销	图例				
	时间主题	2019 双十一卫你凑单	2021 辣条摸底考	2022 躺平与卷入	2024 上头榴莲辣条
主题产品	图例				
	时间主题	2018 土酷零食包	2019 万物皆可辣	2021 秋冬高定	2023 显眼包
店铺界面营销	图例				
	时间主题	2016 官网"被黑"	2017 东北花袄	2019 Excel	2020 迪斯科
节日营销	图例				
	时间活动	2018 端午辣条粽子	2020 辣条年夜饭	2022 三八节卤蛋包	2023 情人节花束
联名产品	图例				
	时间联名品牌	2019 晨光文具(文创)	2020 安踏(体育)	2023 周大生(金饰)	2024 蛋仔派对(游戏)
明星代言	图例				
	时间明星	2010 赵薇	2012 杨幂	2014 文章	2025 王安宇

资料来源：公司官网，公司公众号，澎湃新闻，数英，搜狐，Foodaily，华鑫证券研究

图表 39：2023 -2025H1 抖音品牌综合指数



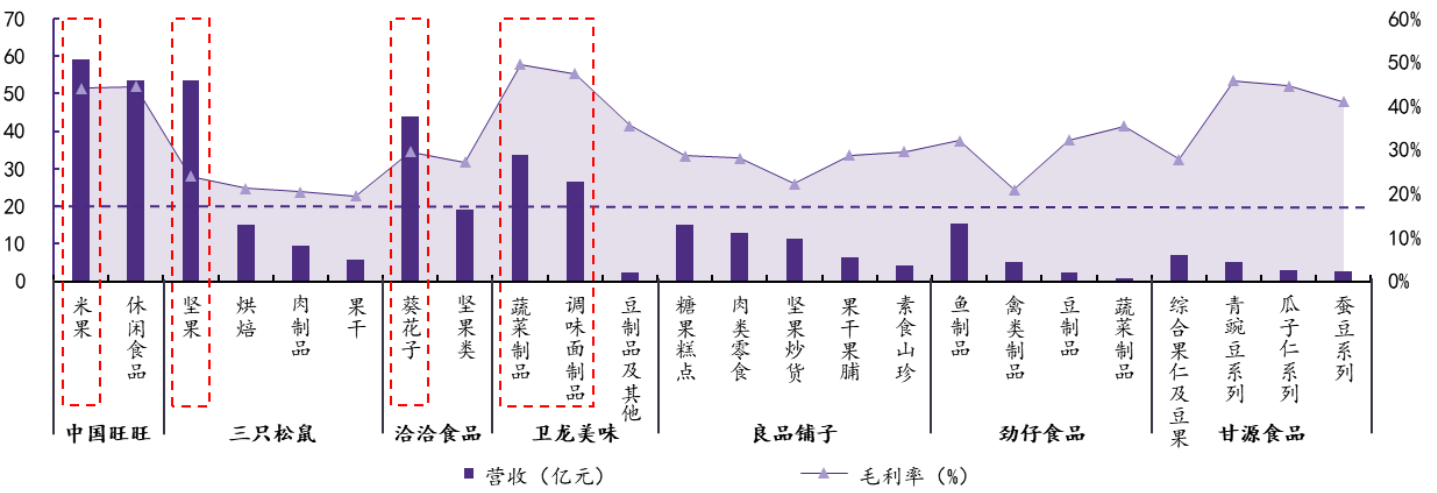
资料来源：巨量算数，华鑫证券研究

3.2、产品端：深挖魔芋增长潜力，降本增效释放利润空间

3.2.1 核心单品体量雄厚，魔芋放量有望大幅增厚业绩

大单品战略成效显著，体量远超同类竞品。公司为典型大单品企业，调味面制品与蔬菜制品两大核心单品 2024 年营收体量均超过 25 亿元，毛利率超过 45%，为中国休闲食品上市企业中鲜少存在。在辣条行业中，卫龙作为唯一的上市公司稳坐头把交椅，2024 年收入体量约为行业第二名的 4 倍（2024 年麻辣王子销售额突破 15 亿元），品牌力深入人心。

图表 40：2024 财年中国休闲食品企业单品体量对比



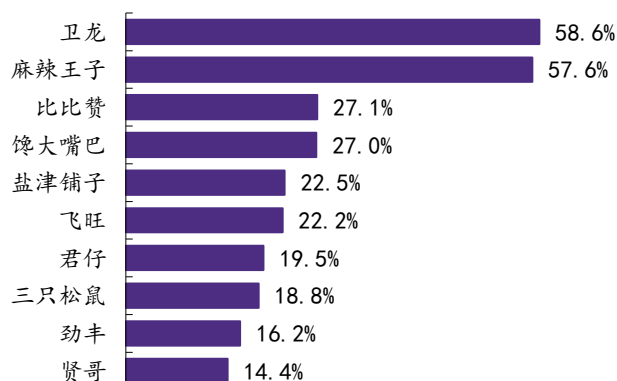
资料来源：各公司 2024 财年年报，华鑫证券研究

调味面制品持续修复，品类扩充贡献增量。公司作为辣条龙头，经多年发展已形成品牌与品类强绑定，行业市占率多年以较大优势领先，2023 年位列辣条消费者品牌偏好榜首。

- 量价拆分来看，2022 年因原材料价格上涨，公司淘汰在流通渠道占比较高的低价格带产品，并对其他产品进行不同程度的提价，对短期销量与收入造成较大冲击；2023 年公司接入零食量贩渠道并迅速拓展，逐步弥补流通渠道的流失；2024 年营收增速转正，销量恢复增长，但相较提价前仍有进一步修复空间，若以 2021 年销量、2023 年均价计算，公司调味面制品销售额修复目标约为 40 亿元。
- 毛利率来看，得益于 2022 年提价，产品毛利率由 2021 年增长 12pct 至 2024 年的 47.45%，且逐渐企稳。
- 细分品类来看，近年麻辣口味市场需求高涨，公司过往产品均以甜辣为主，2022 年起陆续推出麻辣麻辣、霸道熊猫等品类，补充麻辣、酸辣、爆麻爆辣等多元口味，但因布局较晚，目前细分市场份额与麻辣王子相比有较大提升空间。

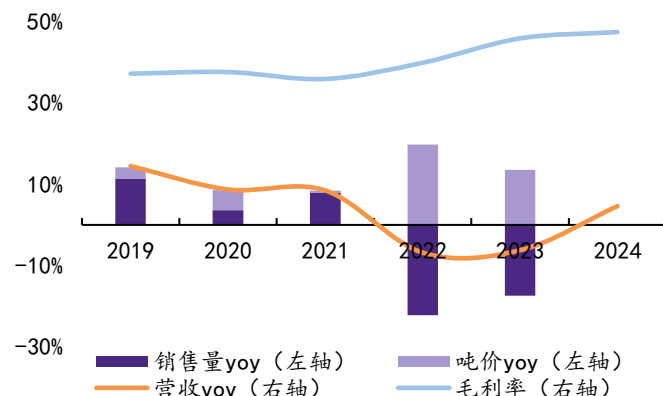
随着全渠道建设深入推进、产品矩阵不断丰富，公司调味面制品销量与份额有望逐步修复。

图表 41：2023 年中国辣条消费者品牌偏好 TOP10



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 42：2024 年公司调味面制品收入与毛利率均正增长



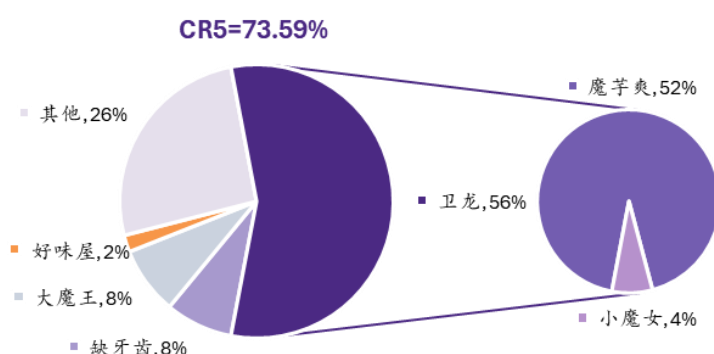
资料来源：公司公告，卫龙招股书，华鑫证券研究

蔬菜制品保持高增，魔芋高景气迎来爆发。公司 2014 年创新性打造魔芋爽，凭借龙头品牌影响力与成熟经销网络共享迅速推向全国，抢占品牌心智，2018-2024 年公司蔬菜制品营收 CAGR 高达 50%，2025 年 3-5 月零售市占率达 56%，断层领先同业。

- **量价拆分来看**，2018 年以来魔芋产品销量持续高增；2022 年产品提价施压销量，并同步传导至营收端；2023 年下半年公司通过加量不加价促销带动销量回升，营收增速同步修复；2024 年产品迎来爆发，营收同增 59%，产品体量首次超越调味面制品成为公司增量第一主力。
- **毛利率来看**，2022 年提价引导产品毛利率由 2021 年的 40%增长 10pct 至 2024 年的 50%，尽管受原材料高价影响，但毛利水平仍优于调味面制品。
- **细分品类来看**，2023 年公司推出新品小魔女魔芋素毛肚，采用独特片状产品形态，在电商平台上线 10 天即实现销售额 6 倍增长；2024 年补充小魔女素板筋产品，进一步丰富产品矩阵；2025 年 3-5 月小魔女单品市占率已达 4%，发展势头强劲。

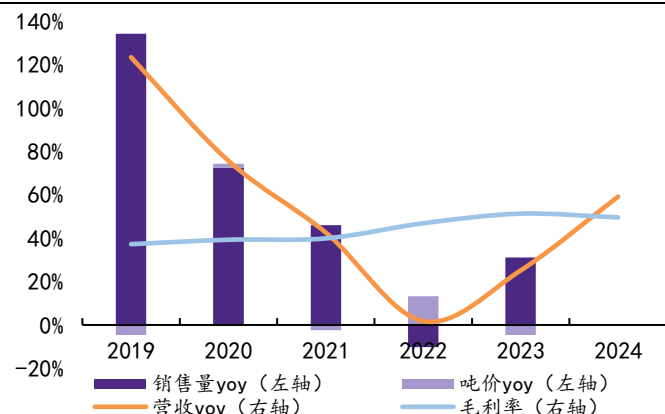
当前我国魔芋市场处于快速扩容阶段，公司作为赛道领军者可充分享受品类红利，根据前文测算得魔芋休食体量空间充足，假设公司魔芋制品市占率保持 56%，2025 年线性外推 46 亿元体量，**中期可看百亿空间**，叠加强品牌心智与渠道拓展，市占率有望进一步优化。

图表 43：2025 年 3-5 月魔芋爽各品牌销售额占比



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

图表 44：公司蔬菜制品恢复高增

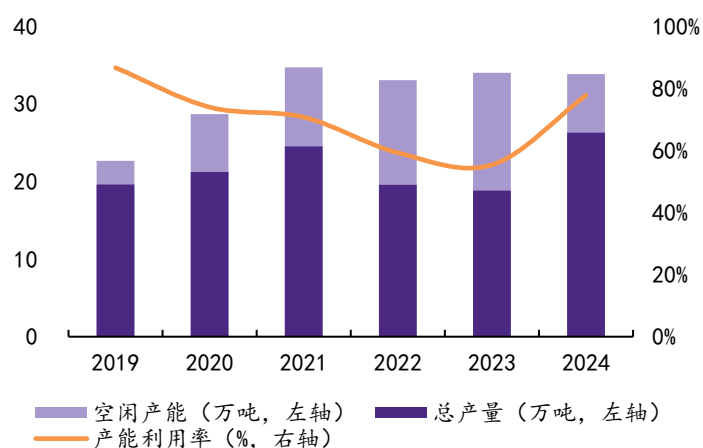


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.2.2 生产质控严格把关，产线升级降本增效

产能利用率企稳回升，产线升级释放利润空间。公司目前拥有漯河平平、漯河卫来、驻马店卫来、漯河卫到及漯河杏林共计五大工厂，并计划将在广西南宁建设新生产基地，进一步扩充产能以匹配销售增长。产能利用率方面，公司自 2022 年起通过产线升级推动降本增效，并随产品结构变化同步优化产能设计，2024 年产线升级完成叠加产品销量大幅增长，产能利用率同增 22pct 至 77.67%，杏林工厂第七代魔芋产线在占地面积缩减一半的同时实现产能翻倍、效率跃升 80%。公司当前产能利用率仍处于较低水平，随着生产设施自动化升级推进叠加未来销售扩张规模效应，产能利用率有望进一步优化。

图表 45：公司产能利用率显著提升



资料来源：公司公告，卫龙招股书，华鑫证券研究

图表 46：公司第七代魔芋产线



资料来源：新华网

图表 47：公司产能利用率仍有一定提升空间

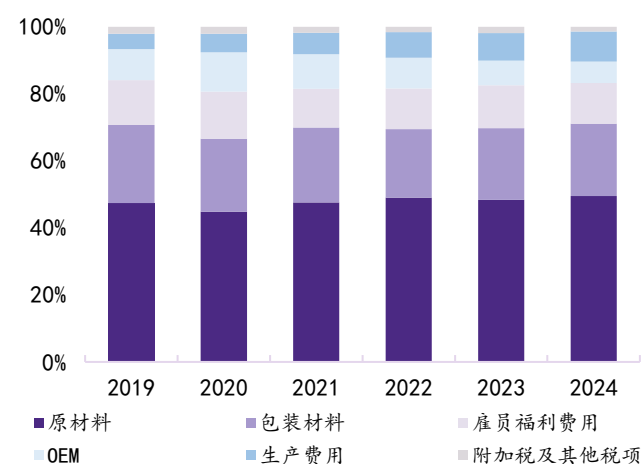
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
产量（万吨）						
总产量	19.59	21.18	24.49	19.54	18.80	26.27
按产品分						
调味面制品	16.66	16.89	17.97	13.84	11.48	13.21
蔬菜制品	2.18	3.93	6.06	5.44	6.93	12.51
豆制品及其他	0.76	0.36	0.46	0.26	0.39	0.54
按工厂分						
漯河平平工厂	9.72	9.70	8.64	6.00	4.67	5.67
漯河卫来工厂	3.24	3.90	3.83	3.71	3.20	4.19
驻马店卫来工厂	6.58	5.54	5.54	2.30	2.45	3.14
漯河卫到工厂	0.05	2.04	6.49	6.51	5.68	8.35
漯河杏林工厂				1.02	2.80	4.91
产能（万吨）						
总产能	22.63	28.68	34.66	33.01	33.99	33.82
按产品分						
调味面制品	19.04	23.60	26.13	24.24	23.77	20.21
蔬菜制品	2.48	4.59	8.00	8.44	9.62	13.00
豆制品及其他	1.11	0.49	0.53	0.33	0.59	0.61
按工厂分						
漯河平平工厂	11.74	12.36	11.35	10.72	9.52	7.18
漯河卫来工厂	3.80	6.04	6.40	5.76	5.75	6.10
驻马店卫来工厂	7.01	7.13	7.08	5.77	6.74	4.81
漯河卫到工厂	0.07	3.15	9.82	9.62	8.99	10.55
漯河杏林工厂				1.13	2.99	5.18
产能利用率						
总产能利用率	86.58%	73.87%	70.65%	59.20%	55.31%	77.67%
按产品分						
调味面制品	87.49%	71.56%	68.75%	57.11%	48.29%	65.38%
蔬菜制品	87.90%	85.62%	75.76%	64.41%	72.03%	96.25%
豆制品及其他	68.08%	74.93%	87.46%	80.10%	65.61%	88.82%
按工厂分						
漯河平平工厂	82.77%	78.49%	76.10%	55.96%	49.08%	78.96%
漯河卫来工厂	85.29%	64.66%	59.78%	64.38%	55.66%	68.76%
驻马店卫来工厂	93.78%	77.74%	78.18%	39.92%	36.33%	65.34%
漯河卫到工厂	74.84%	64.61%	66.02%	67.64%	63.17%	79.22%
漯河杏林工厂				90.13%	93.60%	94.67%

资料来源：公司公告，卫龙招股书，华鑫证券研究

原料成本占比近半，供应链前端布局保障盈利空间。公司产品原材料主要为豆油、面粉、海带与魔芋，2024 年成本占比高达 50%。细分来看，大豆油、海带价格均经历先涨后跌的过程，目前价格稳定在相对高位；面粉价格 2022 年上调约 30%，公司相应上调面制品售价，导致当年吨价上涨 20%；魔芋因种植难度大、种植面积小导致市场连年供不应求，2024 年鲜魔芋均价相较 2018 年上涨 132%，2025H1 维持高位，导致近期蔬菜制品毛利率略有下滑。整体来看，公司核心原料市场价在 5 年内均出现大幅上调，而对应产品毛利率始终保持稳定，核心单品甚至受提价加持有所上行，一方面系品牌效应加持下保障产品盈利

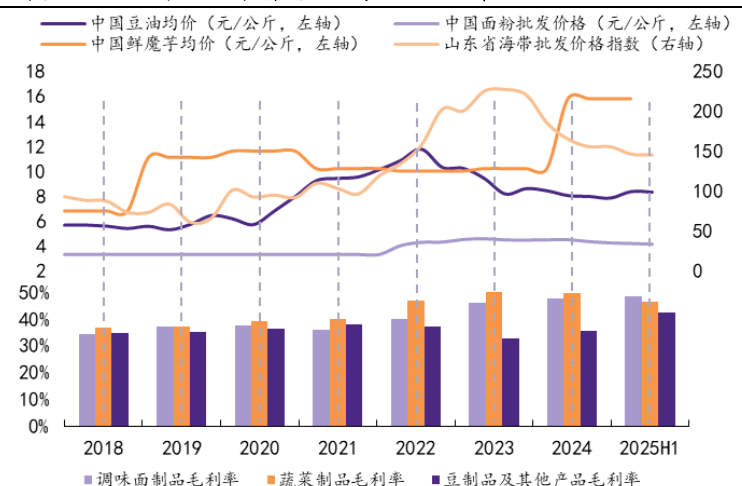
空间，此外也得益于公司与中粮、益海嘉里、中储粮等知名供应商建立起长期合作关系，同时在印尼与国内魔芋主产地积极布局，降低直接采购成本并保证关键原料稳定供应。

图表 48：2019–2024 年公司销货成本构成



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

图表 49：公司核心原料价格及产品毛利率

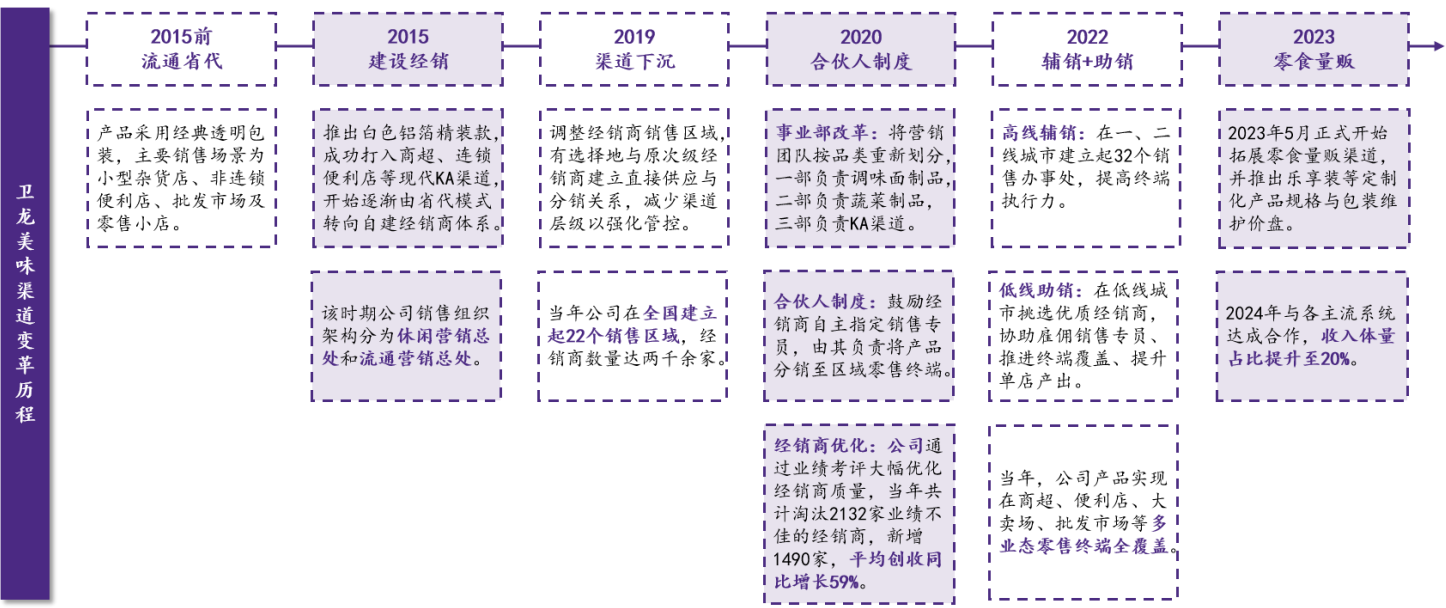


资料来源：WIND，中国魔芋科技示范园，华鑫证券研究

3.3、渠道端：全渠道建设推进，新兴渠道贡献增量

十年历经多轮改革，渠道模式由粗放转为精耕。早期大流通时代，公司销售采取省代模式，销售链条层层传导，致使渠道管控力度与终端触达能力不足，随着销售体量逐步增大，传统粗放模式已无法支撑公司快速发展，因而公司 2015 年起在渠道端开始积极求变，历经多轮改革，目前采用辅销+助销模式，即高线城市建立销售办事处，低线城市辅助销售专员的方式赋能经销商进行终端门店开发，全国经销网络体系趋于成熟。

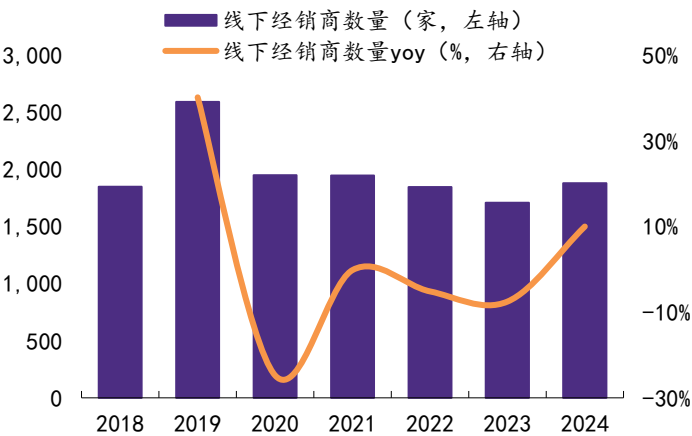
图表 50：卫龙美味渠道变革历程



资料来源：公司招股书，公司业绩演示材料，公司官网，华鑫证券研究

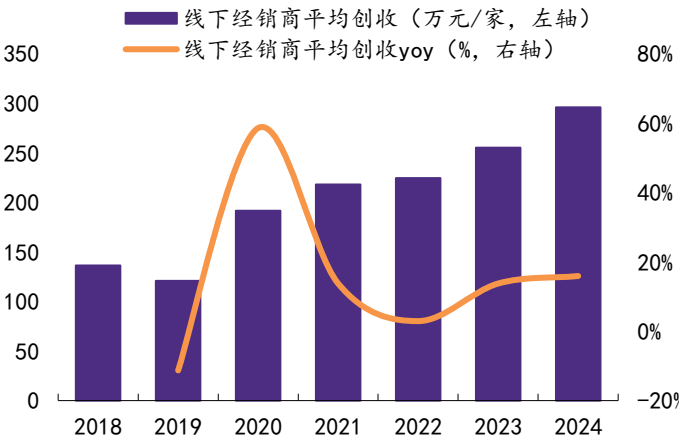
全渠道建设纵深推进，加速新兴渠道拓展以谋增量。在传统渠道和现代渠道，公司改革初具成效，2024 年公司线下经销商共 1879 家，平均创收 295.99 万元/家，2018-2024 年 CAGR 为 14%；覆盖终端门店数量 43 万家，较 2022 年增加 31 万家；单点 SKU 从 2022 年的 9.6-12.5 个提升至 16.0-22.8 个。在新兴渠道，公司自 2023 年接入量贩系统后快速发展，现量贩渠道占收入总量已提升至 20%，但因布局相对较晚，低线城市单店 sku 渗透以及柜面铺货上仍待优化，2025 年山姆会员仓储店进入新品牛肝菌魔芋，且后续定制产品研发持续跟进，预计未来高势能渠道仍有较大渗透与增长空间。

图表 51：公司线下经销商数量与增速



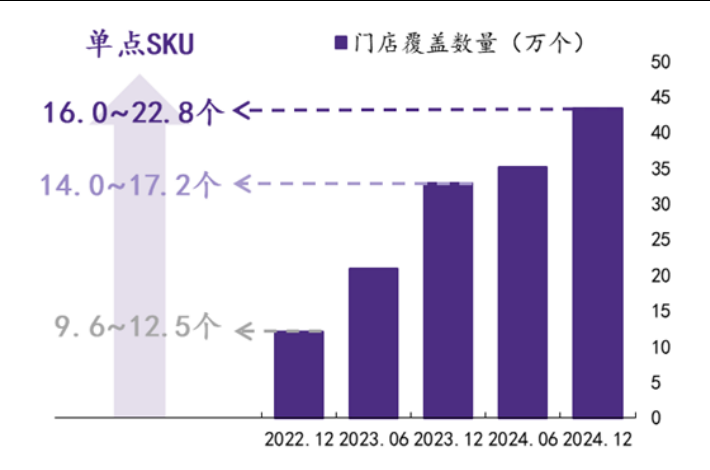
资料来源：公司公告，卫龙招股书，华鑫证券研究

图表 52：公司线下经销商平均创收与增速



资料来源：公司公告，卫龙招股书，华鑫证券研究

图表 53：公司门店覆盖数与单点 SKU 提升



资料来源：公司公告，华鑫证券研究（注：该门店数为6个月内业务人员拜访记录的门店数）

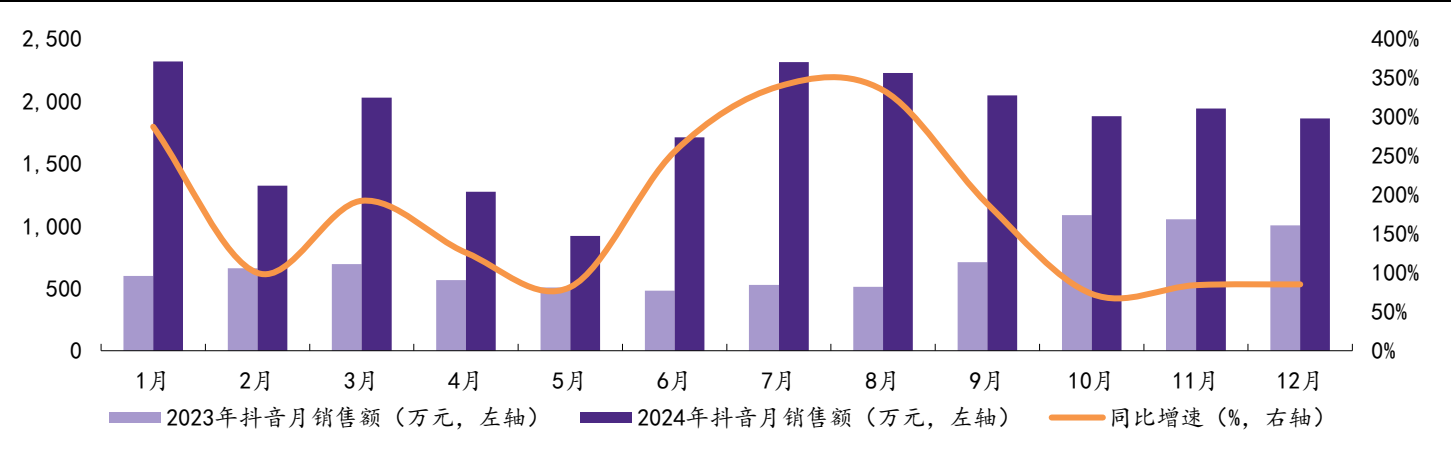
图表 54：公司携新品正式登陆山姆会员店



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

线上精细化运营强化品牌互动，引流线下形成有利互补。公司建立专门电商运营团队，全面布局各大电商平台，一方面作为新品测试平台指引产品研发，另一方面通过增强互动进一步链接消费者，促进品牌与产品曝光，为线下渠道引流，形成有利互补。2024 年公司线上渠道收入同增 38%至 7.05 亿元，其中抖音月销售额同比增长 73%-339%不等，快速攀升。

图表 55：公司 2023-2024 年抖音月度动销数据



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

4、盈利预测

公司是辣味休闲零食行业多年龙头，已形成坚实的品牌认知与领先的产品研发实力，成功打造两大 25 亿级大单品。随着全渠道建设推进、产品矩阵不断完善，渠道红利与品类红利贡献增量，规模效应助力降本增效，公司核心竞争力有望持续提升。

- **调味面制品：**我们预计将保持品牌龙头优势恢复性增长，原因：1) 辣条行业稳健增长，集中度趋于归拢，卫龙作为市占率第一的企业，规模将随市场扩容而保持增长，同时仍具有进一步扩张空间；2) 麻辣口味热度高涨，麻辣王子细分市占率超 50%，营收规模连年高增，卫龙相继推新补足麻辣产品矩阵，存在结构性机会；3) 2022-2023 年提价影响逐步消化，2024 年营收销量恢复正增长，以 2021 年销量估算营收可初步修复至 40 亿元；4) 新兴渠道红利尤在，随着公司深入拓展将持续贡献增量。
- **蔬菜制品：**我们预计魔芋系列产品规模有翻倍空间，原因：1) 魔芋行业快速成长，健康消费趋势叠加辣味成瘾优势，品类红利持续释放，驱动公司产品进一步放量；2) 公司作为魔芋爽大单品缔造者，品牌心智成熟，市占率第一，强大的品牌效应与深度绑定的品类情结巩固公司护城河；3) 魔芋原料成本上扬抬高进入壁垒，有效抑制低价竞争；4) 公司 2023 年进入零食量贩系统，2025 年 7 月魔芋新品上架山姆会员店，强研发力加持新兴渠道布局深化激活增量。

公司作为辣味零食行业龙头，品牌心智成熟，市占率位居榜首，随着渠道拓展不断推进和品类红利进一步释放，未来业绩有望快速增长。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.57/0.68/0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/15 倍，维持“买入”投资评级。

图表 56：公司盈利预测

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6266.33	7523.07	8914.80	10260.95
YoY	28.63%	20.06%	18.50%	15.10%
净利润(百万元)	1068.51	1386.12	1649.46	1905.14
YoY	21.37%	29.72%	19.00%	15.50%
每股收益(元)	0.44	0.57	0.68	0.78
EBIT Margin	23.92%	24.55%	25.29%	25.84%
净资产收益率 (ROE)	17.82%	19.51%	19.58%	19.15%
市盈率 (PE)	26.78	20.65	17.35	15.02
EV/EBITDA	21.94	16.52	13.86	12.04
市净率 (PB)	4.77	4.03	3.40	2.88

资料来源：华鑫证券研究

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 原料价格上涨风险；
- 3) 渠道拓展不及预期；
- 4) 新品推广不及预期。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	842	894	1377	2039	营业收入	6266	7523	8915	10261
应收款	253	304	360	415	营业成本	3250	3919	4599	5261
存货	878	831	974	1210	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	75	89	103	销售费用	1026	1181	1391	1590
流动资产合计	3520	3960	5027	6438	管理费用	491	576	670	758
固定资产	1205	1120	983	846	财务费用	-160	67	79	91
无形资产及其他	58	39	19	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	520	520	520	520	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	2879	3839	4584	5256	其他收入	-98	0	0	0
资产总计	8182	9478	11134	13059	营业利润	1561	1779	2176	2561
短期借款及交易性金融负债	213	96	96	127	营业外净收支	0	200	180	160
应付款项	347	391	451	531	利润总额	1561	1979	2356	2721
其他流动负债	1140	1321	1556	1783	所得税费用	493	594	707	816
流动负债合计	1700	1807	2102	2441	少数股东损益	0	-1	-1	-1
长期借款及应付债券	176	156	146	146	归属于母公司净利润	1069	1386	1649	1905
其他长期负债	300	400	452	515					
长期负债合计	476	556	598	661					
负债合计	2176	2363	2700	3102					
所有者权益									
少数股东权益	9	9	8	7					
股东权益	5997	7106	8426	9950					
负债和股东权益总计	8182	9478	11134	13059					
关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.44	0.57	0.68	0.78	净利润	1069	1386	1649	1905
每股红利	0.12	0.11	0.14	0.16	资产减值准备	0	0	0	0
每股净资产	2.47	2.92	3.47	4.09	折旧摊销	0	155	156	157
ROIC	57%	72%	109%	160%	公允价值变动损失	0	0	0	0
ROE	18%	20%	20%	19%	财务费用	-160	67	79	91
毛利率	48%	48%	48%	49%	营运资本变动	75	245	134	67
EBIT Margin	24%	25%	25%	26%	其它	0	-1	-1	-1
EBITDA Margin	24%	27%	27%	27%	经营活动现金流	1143	1786	1940	2128
收入增长	29%	20%	18%	15%	资本开支	-104	-50	0	0
净利润增长率	21%	30%	19%	16%	其它投资现金流	171	-309	-371	-445
资产负债率	27%	25%	24%	24%	投资活动现金流	-243	-1319	-1116	-1117
息率	0.0%	0.9%	1.1%	1.2%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	26.8	20.6	17.3	15.0	负债净变化	-3	-20	-10	0
P/B	4.8	4.0	3.4	2.9	支付股利、利息	0	-277	-330	-381
EV/EBITDA	22	17	14	12	其它融资现金流	-579	-117	0	31
					融资活动现金流	-584	-414	-340	-350
					现金净变动	316	52	483	662
					货币资金的期初余额	526	842	894	1377
					货币资金的期末余额	842	894	1377	2039
					企业自由现金流	996	1643	1869	2080
					权益自由现金流	524	1459	1803	2048

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。