

今日焦點:

► 衛龍美味(9985 HK, 股價HK\$13.30, 市值320億港元) 1H25魔芋爽保持高增

1H25淨利潤超預期。衛龍為中國辣味休閒食品的知名品牌，1H25業績表現亮眼。營收同比增長19%至35億元人民幣，淨利潤同比增長18%至7.33億元人民幣。營收基本符合預期，而淨利潤較市場預期高出7%。毛利率同比收窄2.6個百分點至47.2%，主要受蔬菜製品原材料成本上升拖累。得益於嚴格的成本控制，銷售及管理費用佔營收比例分別同比下降1個和2.5個百分點，因此淨利率維持在21%。公司宣派中期股息每股0.18元人民幣，派息率達58%。

蔬菜製品仍是核心增長引擎。自2023年下半年以來，受益於旗艦產品魔芋爽的強勁需求及產能持續提升，蔬菜製品持續保持高雙位數同比增長。管理層指出新推出的芝麻醬口味魔芋爽具有顯著增長潛力。調味麵製品表現基本持平，而豆製品業務表現相對遜色，主要是由於公司持續精簡產品SKU並將資源著重配置至蔬菜製品板塊。蔬菜製品/調味麵製品/豆製品營收分別為21.08億/13.09億/0.64億元人民幣，同比增長44%/-3%/-48%，佔總營收比例約61%/38%/1%。

多元化營銷策略吸引年輕客群。期內線下/線上營收分別為31.47億/3.35億元人民幣，同比增長22%/-4%。截至2025年6月30日，衛龍擁有1,777家線下經銷商網絡，覆蓋大型超市、零食連鎖店及便利店等渠道。公司已於2025年7月成功進駐山姆會員店。同時，衛龍正與肯德基、Linlee等知名品牌合作開展聯名活動以提升品牌知名度。在線上渠道方面，衛龍已在天貓、京東和拼多多等傳統電商平臺佈局，並積極拓展抖音、微信等新興渠道以增強對年輕群體的滲透。

香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升
恒生指數		25,270	-1.0%	26.0%
中資企業指數		9,039	-1.0%	24.0%
紅籌指數		4,391	-0.2%	16.2%
滬深300指數		4,202	0.7%	6.8%
上海A股		3,875	0.8%	-0.0%
上海B股		267	0.7%	-0.0%
深圳A股		2,406	1.7%	17.6%
深圳B股		1,321	0.7%	8.9%

主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升
美國道指		44,946	0.1%	5.6%
標普500		6,449	-0.3%	9.7%
美國納斯達克指數		21,622	-0.4%	12.0%
日經平均指數		43,528	0.3%	9.1%
英國富時指數		9,138	-0.4%	11.8%
法國證券公會指數		7,923	0.7%	7.4%
德國法蘭克福指數		24,359	-0.1%	22.4%

商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	(美元/盎司)	3,336	0.0%	27.3%
銅價	(美元/盎司)	2,087	-2.8%	16.9%
銀價	(美元/盎司)	38	-0.0%	31.7%
原油	(美元/桶)	62	-1.8%	-12.5%
銅價	(美元/盎司)	9,773	-0.3%	11.5%
鋁價	(美元/盎司)	2,607	-0.3%	2.2%
鉛價	(美元/盎司)	1,341	-1.3%	48.4%
錫價	(美元/盎司)	2,795	-1.2%	-6.2%
小麥	(美分/蒲式耳)	506	0.6%	-8.5%
玉米	(美分/蒲式耳)	405	2.0%	-9.4%
糖	(美分/磅)	N/A	N/A	
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,042	1.4%	1.2%
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%
CRB 指數		295	0.2%	3.0%
BDI				105.0%

匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.2	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.8	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.2		172.2	1.1	8.4
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	182.5		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.5	0.1	

市場情緒		目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期			
希臘		N/A	N/A
愛爾蘭		83	-2.4%
義大利		139	-0.6%
葡萄牙		207	-0.0%
西班牙		108	0.3%
波動率指數		15	-0.4%

圖 1：1H25 業績回顧

	1H24		1H25			Results comments
	RMB mn	% of Rev	RMB mn	% of Rev	YoY chg	
Revenue	2,939		3,483		19%	Vegetables 44%, Seasoned Flour 31%, Bean-Based 48%
Cost of sales	(1,476)		(1,841)		25%	
Gross profit	1,462	49.8%	1,642	47.2%	12%	Higher raw material cost of Vegetable products
Selling and distribution expenses	(475)	-16.2%	(527)	-15.1%	11%	S&M ratio -1pppts
Administrative expenses	(242)	-8.2%	(201)	-5.8%	-17%	Admin. ratio -2.5pppts
Operating profit	785	26.7%	919	27.2%	21%	
Finance costs	88		80		-9%	
Profit before income taxes	873		1,028		18%	
Income tax expense	(251)		(292)		16%	
Net profit	621	21.1%	733	21.0%	18%	Strict cost control
Revenue Breakdown						
Vegetable	1,461	49.7%	2,109	60.5%	44%	Strong demand of Konjac, Shuang and improved capacity
Seasoned Flour	1,354	46.1%	1,310	37.6%	-3%	
Bean-Based	124	4.2%	64	1.8%	-48%	The company optimises the product SKUs

資料來源：公司數據，新華滙富研究

我們觀點：在魔芋爽產品強勁需求及辣味休閒食品領域主導地位的雙重驅動下，公司短期內有望保持強勁增長勢頭。雖然原材料成本上漲對毛利潤構成挑戰，但憑藉供應鏈效率提升及嚴格的費用控制，公司仍有望實現穩健盈利。該股當前2025年預測市盈率為21倍，顯著優於旺旺中國(14倍)，因其展現出更佳的增長前景。

圖 2：衛龍旗艦產品



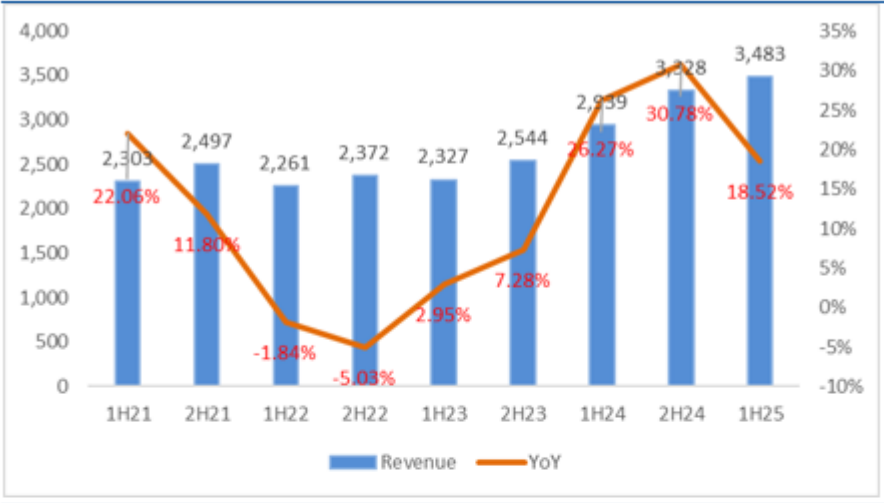
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：營收結構分析

	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25
Seasoned Flour Products									
Revenue(RMB mn)	1,401.13	1,516.91	1,341.42	1,377.19	1,288.89	1,280.39	1,353.83	1,313.26	1,309.36
As % of Revenue	81%	81%	59%	59%	59%	59%	48%	39%	38%
Gross Profit	494.20	552.77	487.01	617.43	584.87	585.10	647.80	617.73	633.45
Gross Margin (%)	35%	36%	36%	45%	46%	46%	47.85%	47.04%	48.36%
Vegetable Products(RMB mn)									
Revenue	792.98	871.16	817.82	875.72	933.20	1,185.32	1,481.26	1,909.30	2,108.79
As % of Revenue	34%	35%	38%	37%	40%	47%	50%	57%	61%
Gross Profit	311.24	352.17	353.56	439.82	482.76	603.26	768.34	900.93	981.78
Gross Margin (%)	39%	40%	43%	50%	52%	51%	52.56%	47.18%	46.56%
Bean-based & Other Products(RMB mn)									
Revenue	108.75	109.29	101.46	118.79	105.19	98.71	123.57	105.33	84.19
As % of Revenue	5%	4%	4%	9%	9%	4%	4%	3%	2%
Gross Profit	44.27	36.40	40.97	41.07	38.78	28.12	46.14	35.20	27.19
Gross Margin (%)	41%	35%	40%	35%	37%	28%	37.34%	33.48%	42.36%

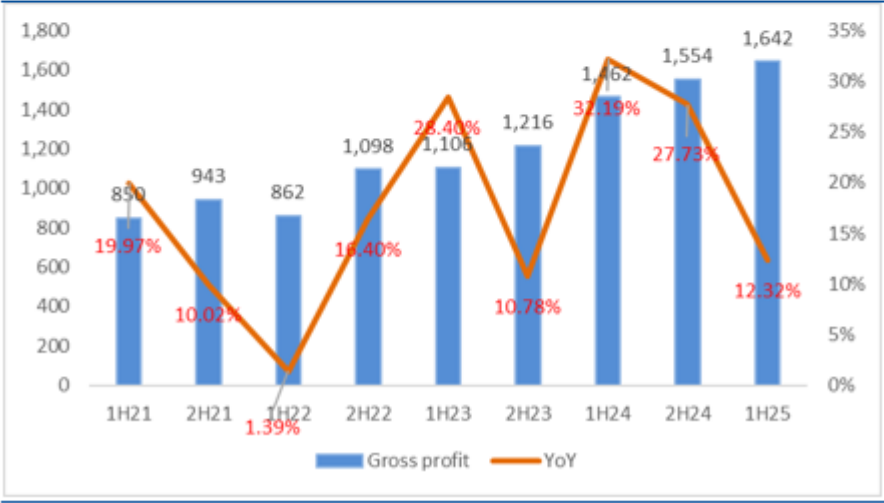
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：收入（百萬人民幣）及同比增長



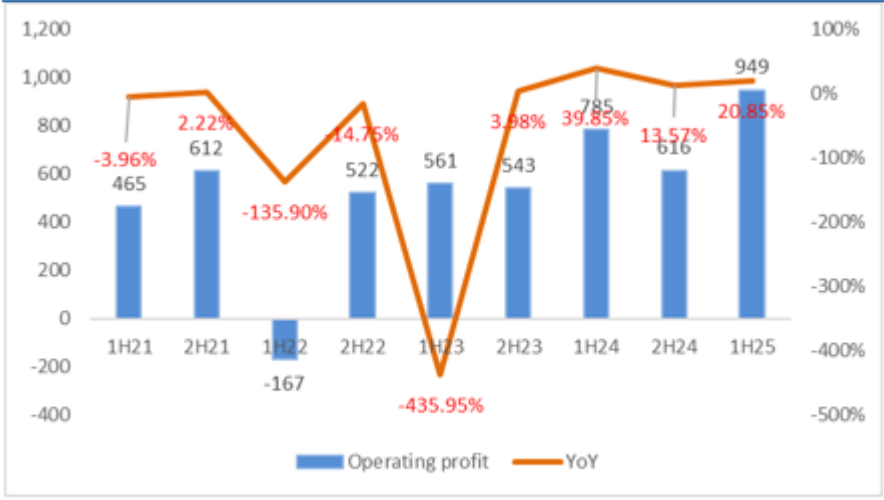
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：毛利（百萬人民幣）及同比增長



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：經營利潤（百萬人民幣）及同比增長



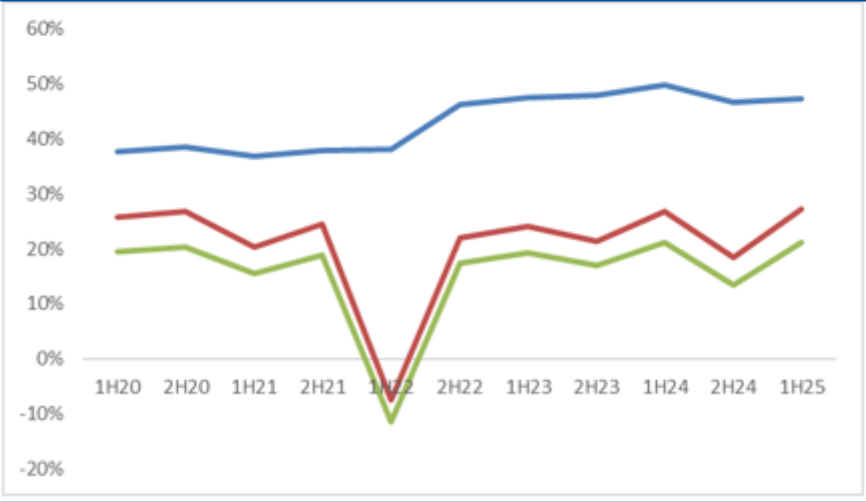
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：淨利潤（百萬人民幣）及同比增長



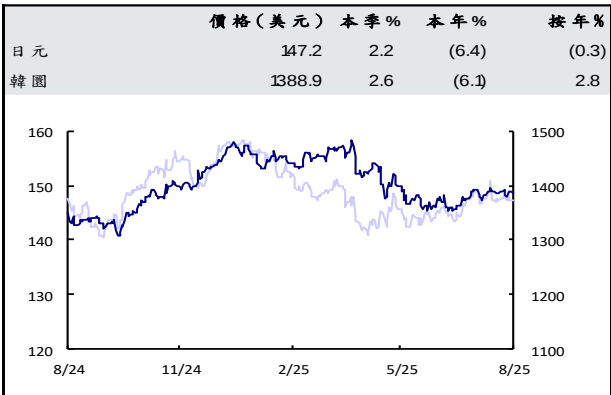
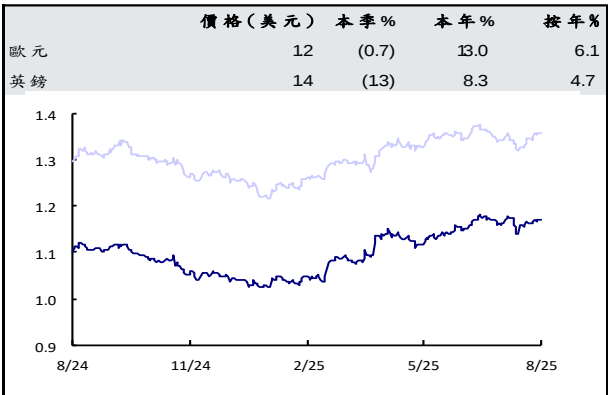
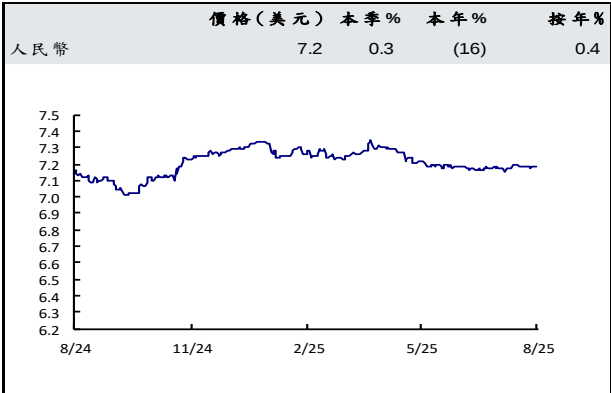
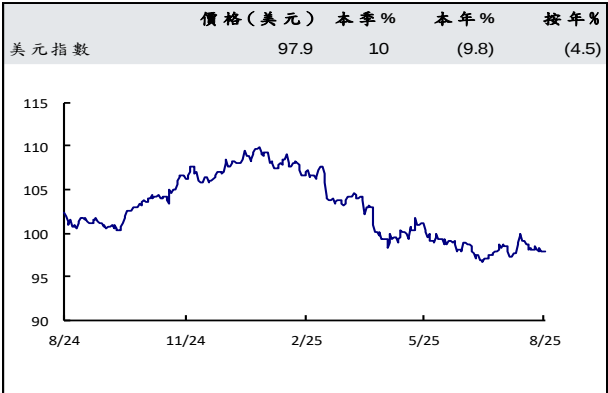
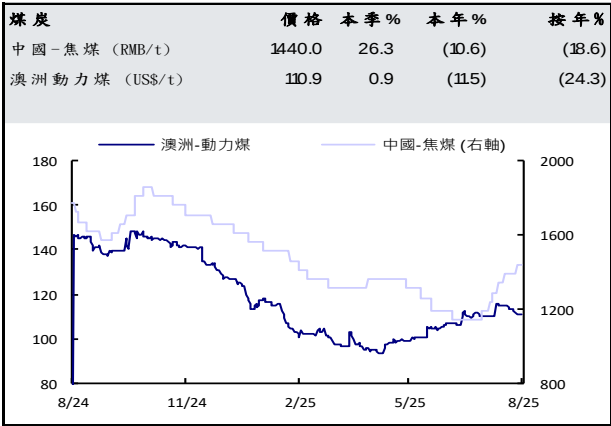
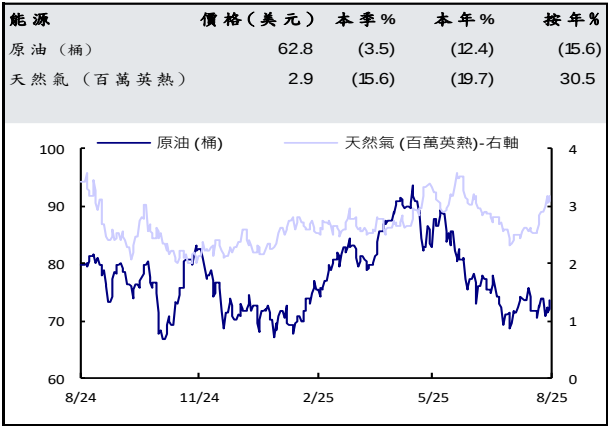
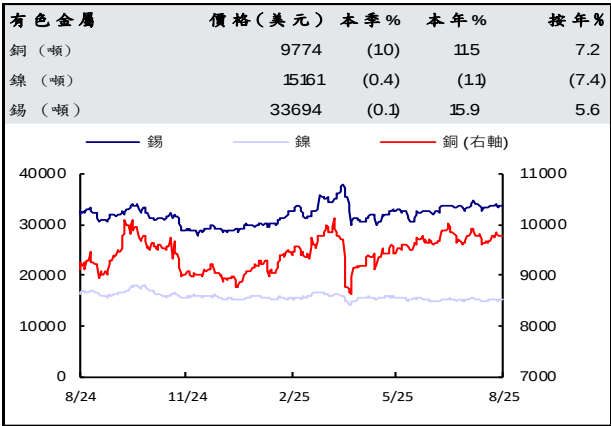
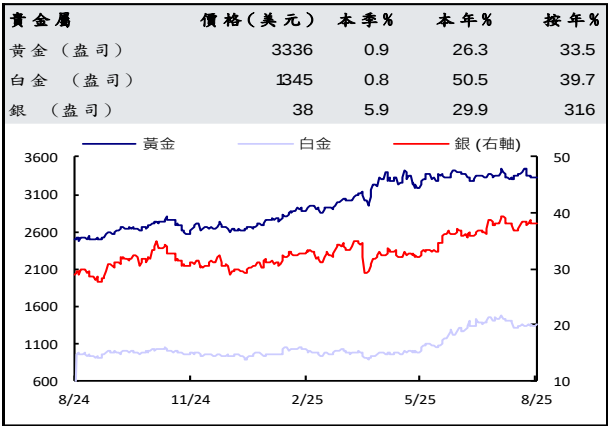
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 8：毛利率、經營利率和淨利率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
新屋開工與營建許可	月		25年8月19日
首次申請失業保險金人數	週		25年8月21日
成屋銷售量	月		25年8月21日
新屋銷售	月		25年8月25日
耐久財訂單	月		25年8月26日
消費者信心指數	月		25年8月26日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
M2貨幣供應量	月		25年9月9日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		25年8月19日
消費者物價指數	月		25年8月21日
貿易收支	月		25年8月26日
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam