

卫龙 (9985 HK)

上半年收入同比增 3%，扭亏为盈；2 季度拓展零食渠道

卫龙上半年实现收入 23.27 亿元，同比升 3.0%；净利润为 4.47 亿元，同比扭亏为盈，中期派息比例约为 60%。销售方面，报告期内的整体销量下降 18.1%，平均售价提升 23.7%，主要因为产品提价举措自 2022 年年中至年底逐渐传达至销售端；面筋类作为第一大品类销量下滑 24%，单价提升 23%，主要因为叠加公司今年上半年主动淘汰 5 毛钱低价位的产品导致。今年上半年，两大品类收入贡献占比有所平均，面筋类收入贡献占比由 59% 降至 55%，而蔬菜品类作为公司的第二大增长曲线，收入贡献占比由 36% 改善至 40%，销量仅微降。营销层面，二季度中对于渠道配置调整迅速且到位，贴合市场环境推进零食量贩渠道合作模式，配以定制产品链，并持续巩固辅销助销策略。推新方面，预计下半年推新密度高于上半年，且对零食渠道有更多新规格安排。下半年中，公司预计依靠零食渠道及新品推出实现销售突破。业绩会上，管理层提出全年目标实现收入和净利润均达到 10% 左右增长，同时将经营利润率维持在 18-20%。

公司在发展之初就以“辣条”作为大单品成功出圈，但仍坚持“多品类大单品”的发展策略，注重各个品类的创新性研发，并结合渠道的延伸做定制产品链条，以在渐进复苏的消费市场环境中建立更强大的品牌力。

- **零食量贩渠道月度数据已在 6-8 月呈现大幅环比跃升，全年收入贡献不可预期，完全不同于 1 季度末指引。**随着消费行业的逐步复苏趋势，线下传统卖场超市渠道客流量下滑，公司贴合市场行情变化对线下渠道做出新布局。二季度中，迅速建立起与零食量贩渠道合作的新模式。公司表示，目前 6-8 月的数据上已经可以体现出亮眼增速，该渠道连续两个月环比做到大几十的跃升。同产品在零食量贩店定价低于卖场超市约 20-30%。公司考虑到新渠道或与传统商超卖场渠道存在竞争和分流问题，在建立零食渠道合作模式的同时，制定了差异化的价格链及产品规格，目前已经推出 10 种规格，下半年预计会推出更多。
- **预计下半年的推新频次会高于上半年，近期推出细分口味新品牌，并以线上渠道作为高效的营销结合窗口。**公司表示，辣味零食市场仍有相当发展空间，而其中品牌集中度一直不高。在此环境下，公司会通过营销模式的转变持续打造“多品类大单品”，并实现可持续的品牌价值。
- 公司目前股价 7.3 港元，对应 15.7 倍的 2023 年彭博市场一致预期市盈率。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21A | FY22A |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| 销售收入(百万人民币) | 3,385 | 4,120 | 4,800 | 4,632 |
| 同比增长 (%) | | 21.7 | 16.5 | (3.5) |
| 净利润(百万人民币) | | 819 | 826.7 | 151.3 |
| 每股收益(人民币) | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.1 |
| 同比增长 (%) | | 24.4 | (3.1) | (82.5) |
| 市盈率(倍) | na | 122.7 | na | 122.7 |
| 市净率(倍) | na | 3.4 | na | 3.4 |
| 股息 (%) | na | 0.0 | na | 0.0 |
| 股本回报率 (%) | 31.2 | 3.3 | 31.2 | 3.3 |
| 净负债比率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

未评级

当前股价

港元 7.3

中国必选消费

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李响嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|------------------|----------|
| 市值(百万港元) | 18,221.0 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 2.2 |
| 52 周内股价高/低(百万港元) | NA/NA |
| 总股本(百万) | 2351.1 |

资料来源：FactSet

股东结构

| | |
|---------------------|-------|
| 和全球资本 | 81.0% |
| Media Global、阳光人寿保险 | 1.0% |

资料来源：港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-------|--------|--------|
| 1 - 月 | -3.7% | -0.4% |
| 3 - 月 | -12.2% | -6.6% |
| 6 - 月 | -23.1% | -14.8% |

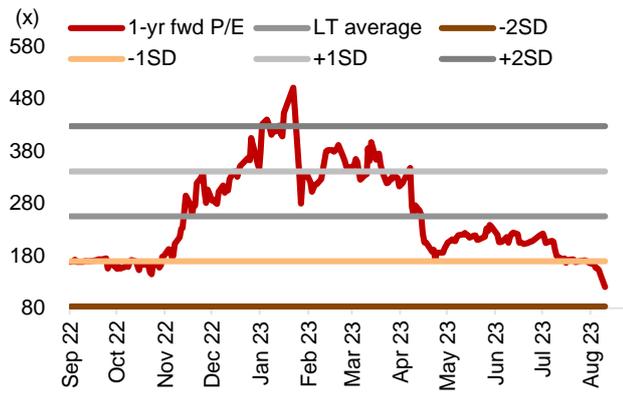
资料来源：FactSet

股份表现



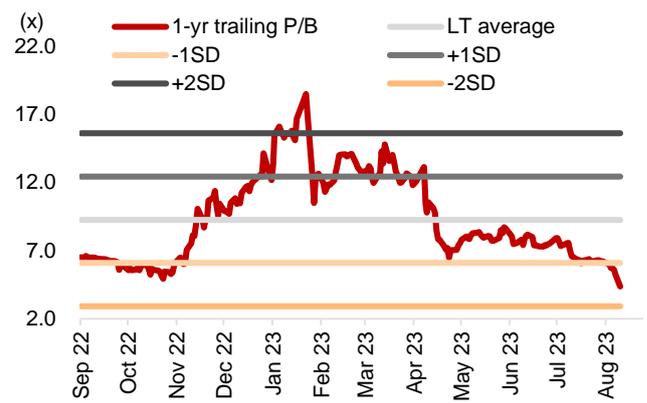
资料来源：FactSet

图 1: 12 个月市盈率走势图



资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

图 2: 12 个月市净率走势图



资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 未评级 | : 招银国际证券并未给予投资评级 |

招银国际环球市场行业投资评级

| | |
|------|----------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。