

2023年04月30日

买入

报告原因：业绩点评

证券分析师

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

总股本(万股)	45,110
流通A股/B股(万股)	22,596/0
资产负债率(%)	21.68%
市净率(倍)	5.75
净资产收益率(加权)	3.56
12个月内最高/最低价	16/7



相关研究

1. 劲仔食品 (003000.SZ)：再推股权激励，目标提速-20230404

2. 劲仔食品 (003000.SZ)：大包装战略初见成效，鹌鹑蛋快速成长-20230327

3. 劲仔食品 (003000)：公司深度报告：改革有力，青云万里-20221117

劲仔食品 (003000)：大包装战略深化，Q1高势能开局

——公司简评报告

投资要点

➤ **事件：**4月29日，公司发布2023年一季度报告，2023年Q1营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达4.37、0.39、0.33亿元，分别同比增长68.40%、95.71%、90.72%，业绩大幅超预期。

➤ **点评：**

➤ **营收：大包装战略深化，Q1高势能开局**

(1) **2023年Q1，营收同比高势能增长。**2022年Q1-2023年Q1营收增速分别为15.53%、45.60%、40.11%、25.39%、68.40%。①**产品端**，第一，大包装战略深化（大包装快速增长，在现代渠道等渠道持续放量）；第二，聚焦核心品类，同时新品推广及产能扩张及时有效，鹌鹑蛋等新品快速放量，在小鱼干成为10亿级单品同时，同时创造豆干、手撕肉干、魔芋、鹌鹑蛋4个亿级单品。第三，规模较小的散称表现较好。②**渠道端**，现代渠道、零食专营系统、线上表现较好，流通渠道表现稳健。

(2) **回顾2022年，大包装战略效果显现，鹌鹑蛋快速成长。**产品方面，大包装营收约4.4亿元（同比+70%，占比31%），大包装战略效果显现，大幅拉动收入增长。小包装同比增长10%左右，散称装在2021年6000多万低基数上增长115%至1.4亿元左右。鹌鹑蛋于2022年下半年快速放量，全年营收达6000多万，设备增加产能扩充后有望成为第二大单品。**渠道方面**，含线上的经销模式收入达12.25亿元（+25.93%）。经销商数量2267家（+21.29%），平均经销商规模54.04万元（+3.82%）。公司合作了约30家零食专营系统客户，包括零食很忙、糖巢、老婆大人等。直营增长较快，抖音平台规模（3397万元，+572.07%）已超过直营天猫平台。

(3) **展望2023年，业绩有望节节攀升。**①**包装方面**，公司进一步开发优化经销商团队，大包装有望借助渠道开拓持续放量，散称占比同样有望提升，全年大包装和散装占比总和**目标50%左右**。②**产品方面**，聚焦三大系列包括休闲鱼制品、休闲豆制品和禽蛋制品，六大产品包括小鱼、肉干、豆干、鹌鹑蛋、魔芋和素肉。新品短期产能持续提升支撑较快的成长速度。小鱼干长期目标30亿以上规模，鹌鹑蛋有望成为第二大单品。通过研发及供应链优势打造单品竞争力。③**渠道方面**，经销商在数量继续提升的情况下，进一步优化，提升活力、保障利差。**坐稳流通渠道的前提下，现代渠道、零食专营渠道、线上渠道仍有望进一步放量。**

➤ **毛利率：非鱼类成本改善，毛利率环比回升。**2023年Q1公司毛利率为25.98%（同比-0.58pct，环比+1.28pct），2022年Q1-Q4毛利率分别为26.56%、28.32%、23.58%、24.70%，毛利率自2022年Q4止跌环比进一步回升，预计与非鱼类（油、大豆、鸭胸肉等）成本改善有关。展望2023年，多数成本压力预计减轻，同时鱼类预计成本有所回落，但业绩影响预计有所滞后，规模效应提升对盈利的积极影响值得期待。

➤ **费用：费用进一步下降。**2023年Q1公司期间费用率为16.85%（-2.57pct），销售、管理、财务、研发费率分别为11.88%（-0.13pct）、3.87%（-2.72pct）、-0.52%（+0.72pct）、1.62%（-0.45pct）。销售费用（0.52亿元，+66.59%）增长较多，主要与销售费用、品牌推广费与电商平台推广服务费增加有关，因目前产品、渠道仍处于成长期，预计公司在2022年万店陈列及相关活动费用投入的基础上仍保持相对较高的投入力度。管理费用

(0.17亿元, -1.21%) 同比下滑, 因收入增长较快, 管理费下降明显。整体看, 销售费用预期维持较高投入, 但在收入增长速度较高预期情况下, 整体效率、人均创收有望进一步提升, 整体费率可控或有一定下降空间。

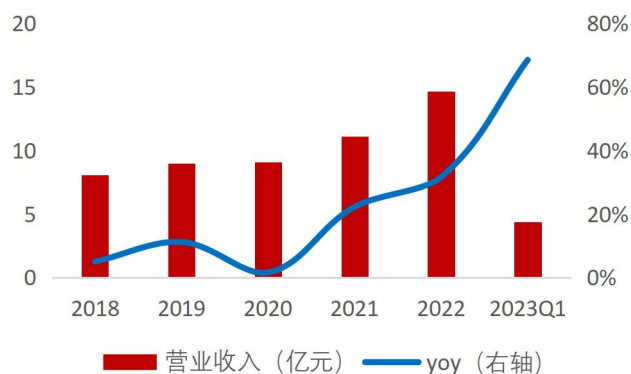
- **净利率和现金流: 整体表现健康。**2023年Q1公司归母净利率为8.97% (+1.24pct), 盈利能力进一步强化。现金流, 一方面合同负债(0.94亿元, +76.87%)增长较快, 一方面销售收现同比增长58.39%, 与公司收入增长高增长趋势整体吻合。
- **展望: 制造型龙头替代继续, 公司大包装改革及大单品继续发酵**
 - (1) **制造型龙头替代继续。**在经历10年渠道持续变革后, 不同于海外生产型龙头占据主导, 国内线上、线下渠道型龙头依靠渠道红利崛起。但品类碎片化、规模效应为王的背景下, 供应链能力带来的成本和品质优势成为决定下一阶段胜者核心。国产生产型龙头对渠道型龙头的替代成为本轮零食崛起的核心原因。
 - (2) **零食专营店红利仍在持续。**2020年以来, 零食专营店, 因更便宜的价格(比KA商超便宜20-30%)、更强的零食购物体验(只做零食, 多个SKU, 200-500平米大店)、较低的闭店率(头部品牌10%以下)、较弱的市场竞争(主要以三四线城市为主), 在全国以区域割据的方式在各省崛起, 2022年末头部品牌门店总数达万家, 较2021年接近翻倍。目前零食折扣渠道在零食零售渠道中零售额占比预计低于5%, 将对占比超过7成的商超、流通渠道产生一定替代, 零食专营店短期红利仍将持续。
 - (3) **大包装叠加优质新品, 渠道及客群空间打开。**劲仔食品借鱼类零食10亿级大单品及优质自产能力, 2021年产品改革下推出大包装, 进入商超等高势能渠道且对客群扩张产生驱动; 此外, 鹌鹑蛋战略单品表现较优。随着2023年成本下降, 公司业绩成长值得期待。
- **投资建议:**劲仔食品大包装改革以及渠道从下往上扩张, 效果显现, 结合新品鹌鹑蛋表现优秀, 我们持续看好。我们预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为1.71/2.24/2.84亿元, 同比增速为37.31%/30.91%/26.75%, 对应EPS为元0.38/0.50/0.63元, 对应P/E为39/29/23倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:**疫情影响; 原材料成本影响; 大包装渠道推进不及预期的风险; 食品安全风险。

盈利预测与估值

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1462.03	1865.86	2299.06	2758.95
(+/-)(%)	31.59	27.62	23.22	20.00
归母净利润	124.66	171.17	224.08	284.02
(+/-)(%)	46.77	37.31	30.91	26.75
EPS(元)	0.28	0.38	0.50	0.63
P/E	52.94	38.55	29.45	23.24

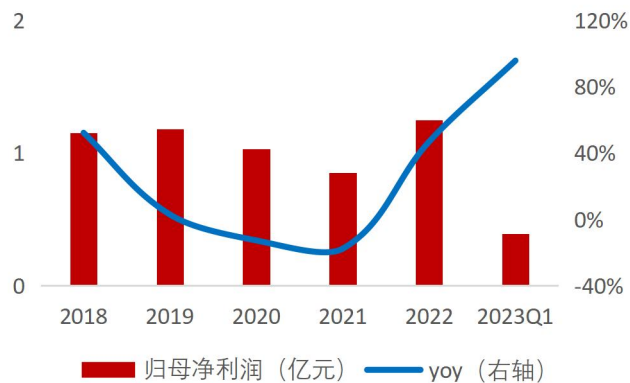
资料来源: wind, 东海证券研究所, 2023年4月28日

图 1 2018-2023 年 Q1 公司营收及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 2 2018-2023 年 Q1 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

表 1 劲仔食品各产品收入、同比增速以及毛利率 (亿元)

		2021	2022
鱼制品	收入	8.22	10.26
	同比增速	15.94%	24.74%
	毛利率	28.64%	28.08%
豆制品	收入	1.43	1.83
	同比增速	14.37%	27.53%
	毛利率	23.59%	24.05%
禽类制品	收入	0.98	1.83
	同比增速	64.49%	87.24%
	毛利率	18.49%	14.63%
其他产品	收入	0.36	0.17
	同比增速	353.92%	50.51%
	毛利率	/	/

资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

表 2 经销商数量 (个)

	2021 年	2022 年
期初经销商	1734	1869
新增	578	890
撤销	443	492
期末经销商	1869	2267

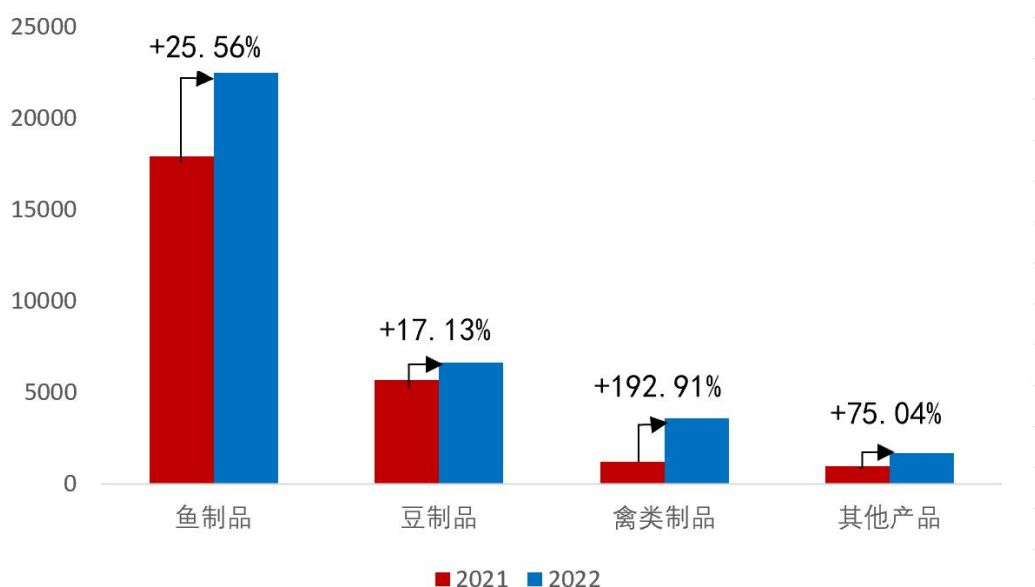
资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

表 3 劲仔食品各渠道收入、同比增速以及占比（亿元）

		2021	2022	
经销模式	收入	9.73	12.25	
	同比增速	14.46%	25.93%	
	占比	87.58%	83.79%	
直营模式	天猫旗舰店	收入	0.43	0.33
		同比增速	NA	-23.16%
		占比	3.87%	2.26%
	抖音	收入	0.05	0.34
		同比增速	NA	572.07%
		占比	0.45%	2.33%
	其他平台	收入	0.02	0.08
		同比增速	NA	337.58%
		占比	0.18%	0.55%
总收入		11.11	14.62	

资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 3 劲仔食品各产品销量情况（吨）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	807.95	1127.37	1277.57	1454.63
现金	395.99	560.56	749.14	769.65
应收账款	13.19	13.69	11.86	34.12
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	9.89	13.12	15.03	18.56
存货	300.64	313.00	343.92	439.98
非流动资产	488.26	596.42	599.42	639.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	349.78	480.39	518.46	280.21
无形资产	35.28	40.35	45.30	50.14
资产总计	1296.21	1723.79	1876.98	2094.28
流动负债	290.77	314.56	314.74	339.65
短期借款	0.00	50.00	0.00	0.00
应付账款	100.34	114.44	139.20	168.92
非流动负债	24.19	22.43	23.31	22.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.19	22.43	23.31	22.87
负债合计	314.96	336.99	338.06	362.52
少数股东权益	13.67	10.06	5.33	-0.66
股本	403.20	451.10	451.10	451.10
资本公积	291.35	521.10	521.10	521.10
留存收益	284.72	404.54	561.40	760.21
归属母公司股东权益	967.59	1376.74	1533.60	1732.41
负债和股东权益	1296.21	1723.79	1876.98	2094.28

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	93.44	5.71	344.51	144.46
净利润	122.03	171.17	224.08	284.02
折旧摊销	32.44	19.64	22.75	25.37
财务费用	-0.14	-15.20	-14.92	-15.06
投资损失	-2.60	-1.94	-2.27	-2.10
营运资金变动	3.02	-164.35	119.59	-141.78
投资活动现金流	-147.97	-143.96	-53.63	-53.79
筹资活动现金流	-54.65	302.82	-102.31	-70.15
短期借款	0.00	50.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	229.75	0.00	0.00
现金净增加额	-68.57	164.57	188.58	20.52

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1462.03	1865.86	2299.06	2758.95
营业成本	1087.39	1380.71	1689.24	2015.76
营业税金及附加	8.12	10.37	12.77	15.33
营业费用	155.97	205.24	252.90	295.21
管理费用	65.49	83.96	98.86	118.63
财务费用	-14.64	-15.20	-14.92	-15.06
营业利润	148.44	202.72	262.48	331.18
营业外收入	0.14	0.47	0.31	0.39
营业外支出	6.33	7.87	7.10	7.49
利润总额	142.25	195.32	255.69	324.08
所得税	20.21	27.75	36.33	46.05
净利润	124.66	171.17	224.08	284.02
少数股东损益	-2.63	-3.61	-4.72	-5.99
归属母公司净利润	124.66	171.17	224.08	284.02
EBITDA	176.43	782.51	967.89	1127.73
EPS(元)	0.28	0.38	0.50	0.63

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	32%	28%	23%	20%
营业利润	49%	37%	29%	26%
归属母公司净利润	47%	37%	31%	27%
获利能力				
毛利率	26%	26%	27%	27%
净利率	9%	9%	10%	10%
ROE	13%	12%	15%	16%
ROIC	29%	32%	26%	36%
偿债能力				
资产负债率	24%	20%	18%	17%
流动比率	278%	358%	406%	428%
速动比率	174%	259%	297%	299%
营运能力				
应收账款周转率	138.84	138.84	180.00	120.00
应付账款周转率	18.58	17.37	18.13	17.91
每股指标(元)				
每股经营现金	0.21	0.01	0.76	0.32
每股净资产	2.14	3.05	3.40	3.84
估值比率				
P/E	52.94	38.55	29.45	23.24
P/B	6.82	4.79	4.30	3.81
EV/EBITDA	24.35	29.17	21.56	16.96

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月28日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089