



# 劲仔食品 (003000.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 如何看待“大包装”策略成长机会？

### 公司简介

公司为鱼制品行业龙头，自推行大包装策略以来，新渠道放量带动业绩高增，22年/23Q1公司收入同比增长32%/68%；归母净利润同比增长47%/95%。2023年2月，公司非公开发行2.85亿元（4789.92万股，发行价5.92元/股），主要用于湘卤风味食品智能生产项目（预计新增产能1万吨，投入2.2亿元）。

### 投资逻辑：

**上市后战略调整，全国化进程加速。**20年上市后引入高端人才，强化股权激励，首轮目标顺利完成，新一轮激励目标锚定23-25年收入/利润年复合25%增长。销售层面重视核心经销商及终端售点建设，强化产品露出、提升品牌形象。21年针对优势市场开展“万店陈列”专案，有效提升经销商单点产出，同时辐射弱势区域，加快全国化扩张进程。

**海味赛道成长潜力大，大单品策略以点带面。**1) 风味小鱼：据公司IPO，休闲鱼制品行业2020年零售总额约200亿元，预计2030年将达到600亿元。公司为行业龙头，22年销售额破10亿元，我们预计23-25年收入CAGR约20%。2) 风味豆干、肉干：据欧睿，风味零食规模大、增速快且集中度低，2020年豆制品/肉制品行业规模分别为168亿元/731亿元，未来5年CAGR为7.9%/9.1%。预计23-25年收入增速略快于行业，CAGR约10%。3) 鹌鹑蛋：22年研发上市，解决了噎口和蛋壳残留等问题，在内部最快成长为“亿元单品”，预计23-25年收入CAGR约60%。

**大包装策略行之有效，多渠道布局时代到来。**1) 商超：空白市场较多，具备铺货逻辑。21H2推出大包装产品，加大品牌露出同时提升客单价，22年大包装销售额约4.4亿元（同比+76%）。2) 流通：基本盘稳健，高质量增长。目前公司经销商单点产出较卫龙、盐津等企业有较大提升空间。有望受益于终端网点覆盖度提升、招商质量优化。3) 零食专营：渠道红利凸显，合作确定性强。该业态22年底约1万家，预计23年翻倍增长，远期看5万家。4) 电商：团队灵活变通，抢先行业布局。22年借助抖音直播起量，线上业务同比增长49%。未来在主流电商、B2B仍具备高增潜力。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计23-25年净利润为1.8/2.3/2.8亿元，对应EPS分别为0.40/0.50/0.62元/股，给予公司23年34x PE，目标价13.47元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示

限售股解禁风险、股权质押风险、新品推广不及预期风险、原材料价格波动风险、渠道拓展不及预期风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

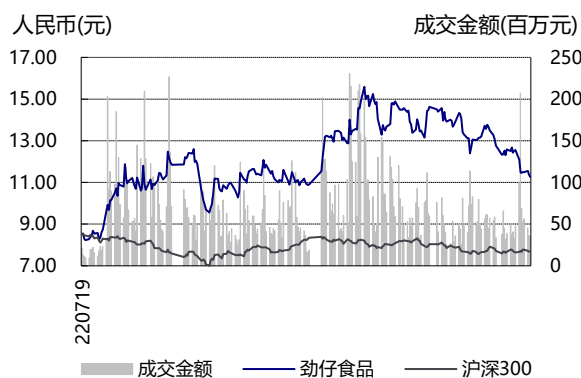
liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.26元

目标价 (人民币)：13.47元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,111	1,462	1,880	2,366	2,885
营业收入增长率	22.21%	31.59%	28.59%	25.87%	21.92%
归母净利润(百万元)	85	125	179	227	278
归母净利润增长率	-17.76%	46.77%	43.35%	26.96%	22.56%
摊薄每股收益(元)	0.211	0.309	0.396	0.503	0.616
每股经营性现金流净额	0.48	0.23	0.37	0.51	0.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.62%	12.88%	13.88%	15.93%	17.25%
P/E	51.31	38.13	28.75	22.65	18.48
P/B	4.94	4.91	3.99	3.61	3.19

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、鱼类零食龙头，全国化进程加快.....	4
1.1 鱼类零食第一股，深耕赛道十余年 .....	4
1.2 管理：引入高端人才，加强股权激励 .....	5
1.3 渠道：加快全国化步伐，不断提升单点产出 .....	5
1.4 利润：短期成本、产能扰动，长期利润提升空间可期 .....	7
二、海味赛道潜力大，渠道变革正当时.....	10
2.1 行业空间广阔，中式风味大有可为 .....	10
2.2 渠道迭代更新快，催生新一轮机遇 .....	11
三、坚守大单品战略，大包装引领渠道变革.....	12
3.1 大单品策略：复盘龙头，借鉴经验 .....	12
3.2 劲仔食品：坚守大单品策略，积极顺应渠道变革.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 收入和毛利率预测 .....	16
4.2 三项费率预测 .....	17
4.3 估值与投资建议 .....	17
五、风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1： 公司 2016 年-2022 年营收 CAGR 为 27.3% .....	4
图表 2： 2022 年鱼制品营收突破 10 亿元.....	4
图表 3： 深耕赛道十余年，成长为鱼类零食第一股 .....	5
图表 4： 公司股权激励目标彰显业绩增长信心 .....	5
图表 5： 公司上市后经销商数量加速扩张(单位：个) .....	6
图表 6： 上市后经销商单点产出 2 年复合增速为 11%.....	6
图表 7： 公司销售以华东为主，其他地域分布较为均匀 .....	6
图表 8： 19-22 年公司华中地区销售额增速最快.....	6
图表 9： 公司经销商单点产出仍有较大提升空间 .....	7
图表 10： 上市企业做到 10 亿元规模的单品较少 .....	7
图表 11： 公司收入增速快于行业内其他公司 .....	7
图表 12： 公司存货周转率（次）处行业中等水平 .....	7
图表 13： 公司原材料结构中鳀鱼干占比较大 .....	7
图表 14： 20 年起公司核心原材料价格涨幅较大.....	7



图表 15: 公司禽肉制品毛利率偏低 .....	8
图表 16: 鹌鹑蛋价格 2022 年持续上涨 (单位: 元/斤) .....	8
图表 17: 新产能投放使得制造费用占比提升 .....	8
图表 18: 公司单位制造费用、和委外加工成本涨幅较大 .....	8
图表 19: 豆制品、魔芋等采用代工形式 .....	9
图表 20: 2022 年公司风味小鱼单吨价格基本不变 .....	9
图表 21: 公司毛利率受成本干扰, 呈下降趋势 .....	9
图表 22: 公司大单品风味小鱼毛利率处于行业较低水平 .....	9
图表 23: 2023 年 2 月公司非公开发行募资 2.85 亿元 .....	10
图表 24: 2027 年我国休闲零食行业预计达到万亿规模 .....	10
图表 25: 风味零食市场规模占比最高 .....	10
图表 26: 我国风味零食、烘焙产品行业集中度较低 .....	10
图表 27: 海味零食在风味零食占比约 6% (单位: 亿元) .....	11
图表 28: 海味、肉类零食行业集中度较低 .....	11
图表 29: 海味零食 17-22 年行业增速约 12.9% .....	11
图表 30: 休闲豆制品和肉制及水产制品行业增速约 7% .....	11
图表 31: 电商和便利店渠道规模逐步扩大 (单位: 亿元) .....	12
图表 32: 商超渠道仍为休闲食品销售基本盘 .....	12
图表 33: 2013 年旺旺收入增长遇瓶颈 .....	13
图表 34: 2015 年洽洽第二曲线坚果接力增长 .....	13
图表 35: 行业内龙头公司大单品及第二曲线演变路径 .....	13
图表 36: 公司鱼制品收入占比超 70% .....	15
图表 37: 禽肉制品收入增速最快 (单位: 百万元) .....	15
图表 38: 大包装有助于提高品牌露出 .....	15
图表 39: 公司大包装、散装实现快速增长 .....	15
图表 40: 大包装在直营 KA 渠道快速放量 .....	15
图表 41: 盐津铺子直营 KA 销售额高峰期达 6.6 亿元 .....	16
图表 42: 公司 KA 渠道占比仍有提升空间 .....	16
图表 43: 23-25E 收入拆分及毛利率预测 .....	16
图表 44: 23-25E 三项费率预测 .....	17
图表 45: 23-25 年可比公司 PE 估值表 .....	17

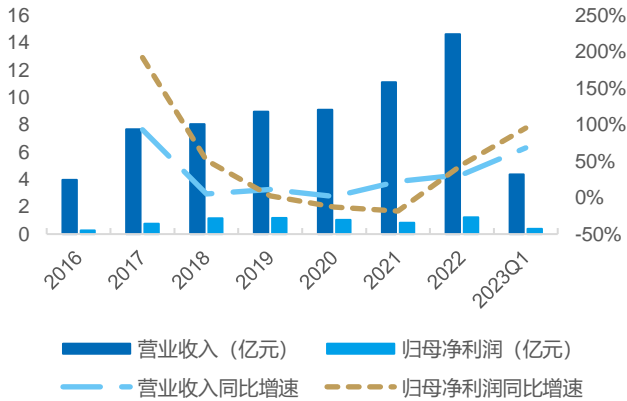


## 一、鱼类零食龙头，全国化进程加快

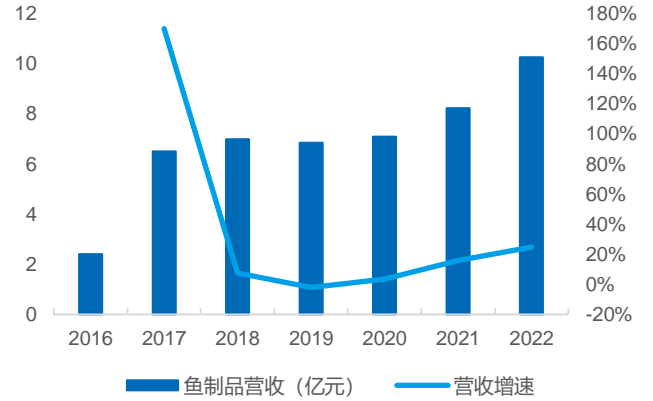
### 1.1 鱼类零食第一股，深耕赛道十余年

公司为国内鱼类零食龙头企业，主要从事休闲零食研发、生产和销售，总部位于湖南长沙。旗下产品覆盖鱼制品、豆制品、肉禽制品，主要品牌为“劲仔”、“小蛋圆圆”、“别没劲”、“博味园”、“长寿”等。公司深耕鱼制品零食赛道十余年，凭借核心大单品策略和优质产能能力，2017年鱼制品零食销量跃居行业第一，2020年成功上市深交所，2021年更名为“劲仔食品”，2022年大单品风味小鱼销售额突破10亿元。

图表1：公司2016年-2022年营收CAGR为27.3%



图表2：2022年鱼制品营收突破10亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

#### ■ 沉淀经验，探索新赛道（1990-2011年）

公司创始人周劲松于1990年在湖南平江创业，主营产品为酱干；1995年成功开拓河南洛阳新市场，1997年使用周劲松的名字和头像注册商标，2000年“劲仔”品牌诞生；2010年，湖南省华文食品于湖南省岳阳市平江县创立，创始人开始二次创业，聚焦小鱼仔品类。

#### ■ 锚定鱼制品赛道，强化产能建设（2012-2016年）

以鱼制品为核心，着力于产品升级、渠道开拓和品牌塑造。品牌端，签约著名湖南主持人汪涵成为“劲仔”品牌代言人，提升核心产品知名度。生产端，积极投产豆制品全自动生产线，新建高水平智造基地。利用联想控股佳沃集团3亿元战略投资对平江生产基地进行自动化升级，生产制造能力得到逐步提升。渠道端，全国化初步布局，成功开拓线上及海外市场。

#### ■ 鱼类零食领跑，成功上市A股（2017-2020年）

2017年，核心大单品深海小鱼销量成为行业第一，成功入围首批“CCTV中国品牌榜”，公司营收突破7亿元，同年新增鱼制品产能9000吨；2018-2019年，公司完成股份制改造，总部迁至长沙，深海小鱼年销售超12亿包，线上线下销量领先。同年签约知名艺人，强化品牌年轻化形象；2020年，公司深交所成功上市，成为鱼类零食第一股，募集1.6亿元用于产能新增和营销推广。

#### ■ 战略重新升级，重视渠道建设（2021年-至今）

上市后公司完善战略规划，引进了包括销售、研发、品牌战略等多名高端人才，打造了更加市场化、专业化的管理团队。2021年为强化品牌知名度，公司更名为劲仔食品，同年推出大包装战略覆盖空白网点和弱势渠道，产品进入主流货架区提升终端品牌形象，上市2年收入年复合增速为27%，圆满实现第一阶段股权激励目标。


**图表3：深耕赛道十余年，成长为鱼类零食第一股**

1990-2011	2012-2016	2017-2020	2021-至今
初创阶段，逐步摸索 1990年周劲松创业销售酱干 1995年成功开拓河南洛阳新市场 1997年使用周劲松的名字和头像注册商标 2000年“劲仔”品牌诞生 2010年湖华文食品公司成立，聚焦小鱼仔品类 2011年正式进军休闲鱼制品蓝海赛道	强化品牌，自建产能 2013年邀请知名主持人代言 2014年全自动化休闲豆制品生产线投产 2015年新建高水平智能制造生产基地 2016年平江工业园的风味小鱼自动化生产基地投产 2016年获得联想控股佳沃团投资3亿元	行业第一，成功上市 2017年成功入围首批“CCTV中国品牌榜”，鱼制品销量跃居行业第一 2018年完成股份制改造 2019年公司总部迁至长沙，深海小鱼销售达12亿包 2020年在深交所主板上市，成为我国鱼类零食首家上市公司，突破9亿营收	战略升级，向新出发 2021年更名为劲仔食品集团股份有限公司 2021年推出股权激励计划，绑定核心人员利益 2021年通过推出大包装产品，实现品升级 2022年认购定增，计划用于扩大营销网络，加强品牌建设 2023年再推新一轮激励计划

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2 管理：引入高端人才，加强股权激励

公司股权结构较为集中，创始人周劲松、李冰玉夫妇为实际控制人，共计持有 2.09 亿股，占公司总股本 46.23%。周劲松任公司董事长兼总经理，自 1989 年起深耕休闲零食行业多年，对口袋零食、湖湘风味研究和实践 30 余年，运营经验丰富。第二大股东为联想控股集团旗下佳沃现代农业有限公司，创立于 2012 年，主要投资现代农业和食品产业，助力饮品、水果、动物蛋白、生鲜半成品和品牌包装食品等领域企业发展，先后投资过果蔬好、佳北农业等优秀企业。

公司在上市后引入销售、研发、品牌战略等多名核心团队负责人，并积极推行股权激励方案，深度绑定各方利益。于 2021 年、2023 年先后实施 2 轮限制性股票激励计划，其中 2021 年激励目标顺利完成，收入层面超额实现 20% 以上的年复合增长。2023 年公司再次推行激励方案，此次扩大了激励人数范围，提高了考核目标增速，并引入利润层面考核指标。具体方案以 22 年为基准，23/24 年收入和净利润增速均不低于 25%/56%，有望在 23 年实现上市 3 年收入翻倍的目标。

**图表4：公司股权激励目标彰显业绩增长信心**

时间	授予人数	限制性股票数量	解除限售期	业绩考核目标	营收/净利润目标 (亿元)	完成情况
2021	23	319 万股	第一期	21 年收入同比 20 年增长 20%	10.9	实际完成 11.1 亿元
			第二期	22 年收入同比 20 年增长 44%	13.1	实际完成 14.6 亿元
2023	27	371 万股	第一期	23 年收入/净利润同比 22 年增长 25%	18.3/1.5	-
			第二期	24 年收入/净利润同比 22 年增长 56%	22.8/1.9	-

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 渠道：加快全国化步伐，不断提升单点产出

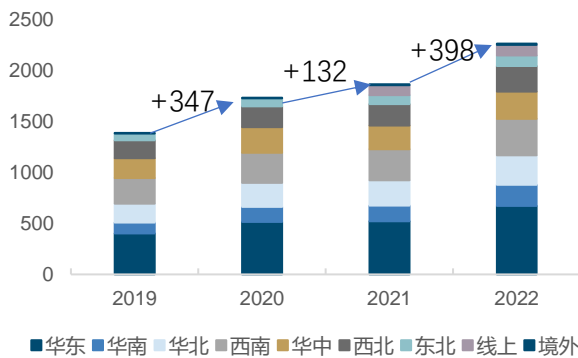
公司渠道结构呈现多元化发展，以经销模式为主，直营模式为辅，逐步开拓空白渠道，完善整体布局，同时通过大包装成功打开 KA、CVS 等现代渠道空间，并通过进入零食很忙等渠道打开下沉市场渠道空间。

其中经销模式为公司基本盘，22 年实现营收 12.2 亿元，占比 84%。通过新设和完善经销商网络，公司经销商数量从 19 年 1390 家增长至 22 年 2267 家，同时公司不断完善经销商考核标准、优化经销商质量，实现了经销模式下单个经销商产出不断增长，2020-2022 年经销商单点产出 2 年复合增速为 11%。直营模式近年占比不断提升，2022 年实现营收 2.4 亿元，占比从 17 年 3% 提升至 22 年 16%。主要系线下零食专营、电商平台、直播新媒体及 B2B 等平台贡献增量。

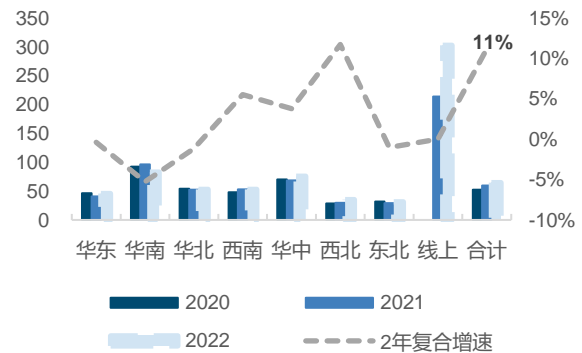
分地区来看，公司销售主要集中在华东区域，近年来销售占比稳定在 20% 以上。华中虽地处大本营但早期销售表现一般，主要系地域辣卤食品竞争激烈，加之创始人早期在河南创业，对外埠市场销售资源投入较多。近年来依靠零食专营等业态带动，华中成为增速最快的地区，19-22 年复合增速为 13.5%。其余的西北、东北、境外市场目前基数低、占比小，但增速较快。



图表5: 公司上市后经销商数量加速扩张(单位: 个)



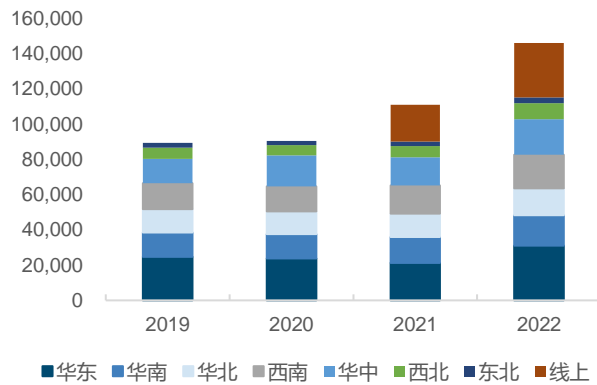
图表6: 上市后经销商单点产出2年复合增速为11%



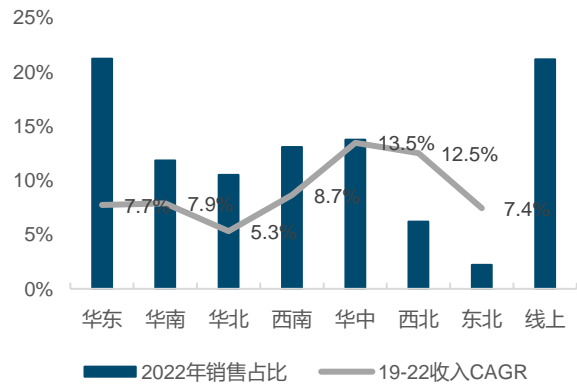
来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 2021 年前线上经销商划分至各地区)

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 经销商单点产出单位为万元/人。2021 年前线上销售额划分至各地区, 故线上两年复合增长不计)

图表7: 公司销售以华东为主, 其他地域分布较为均匀



图表8: 19-22 年公司华中地区销售额增速最快



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 销售额单位为万元, 2021 年前线上销售额划分至各地区)

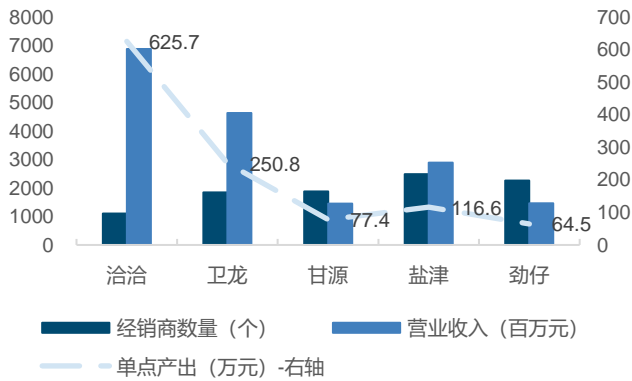
来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 2021 年前线上销售额划分至各地区)

与行业内其他公司横向对比看, 公司销售体量不大, 但增速领先行业。23Q1 实现收入 4.37 亿元, 同比增长 68.7%。行业内盐津、甘源两家公司借助零食渠道、会员店快速铺货, 22 年和 23Q1 亦录得 55%/22% 的收入同比高增长。洽洽主营产品坚果和瓜子单价较高, 在消费力承压背景下难以放量, 23Q1 收入略有下滑。目前公司存货周转率处于行业中等水平, 且随着原材料、商品库存管理动态趋严, 存货周转率逐年提升。

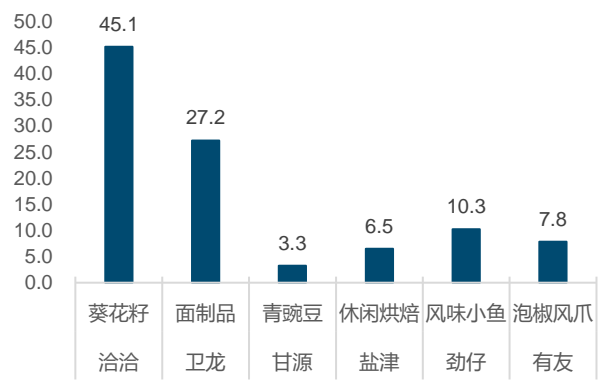
公司单点产出仍有较大提升空间。行业龙头洽洽、卫龙受益于品牌知名度和销售体量, 往往与地区核心大商直接合作, 进而辐射二级分销网络, 2022 年单点产出分别实现 630/250 万元以上。盐津、甘源单个经销商辐射网点数量有限, 而经销商数量较多, 单点产出较龙头仍有一倍以上提升空间。公司 22 年单点产出为 64.5 万元, 预计随着大单品体量扩充、品牌知名度提升, 弱势区域招商更为顺畅, 网点销售质量有望进一步提升。



图表9：公司经销商单点产出仍有较大提升空间



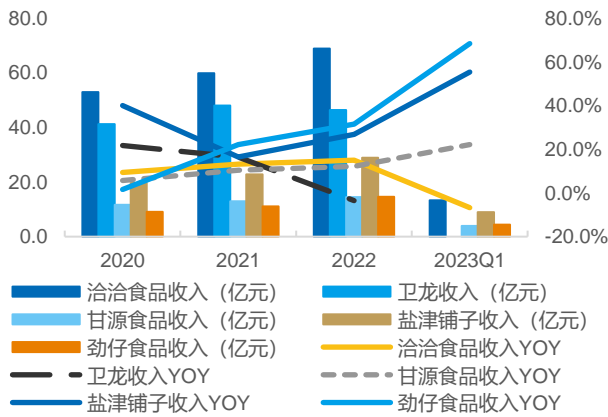
图表10：上市企业做到10亿元规模的单品较少



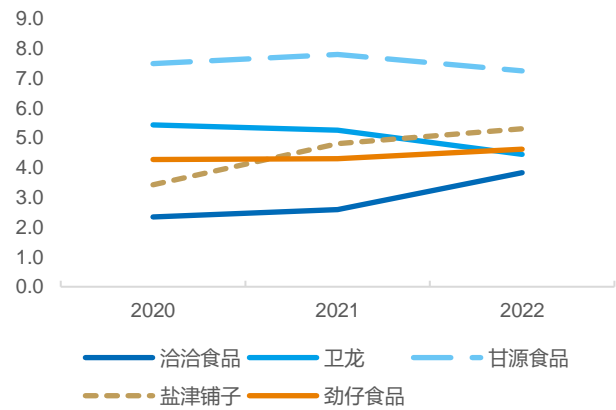
来源：各公司年报，国金证券研究所

来源：各公司年报，国金证券研究所（注：收入单位为亿元）

图表11：公司收入增速快于行业内其他公司



图表12：公司存货周转率（次）处行业中等水平



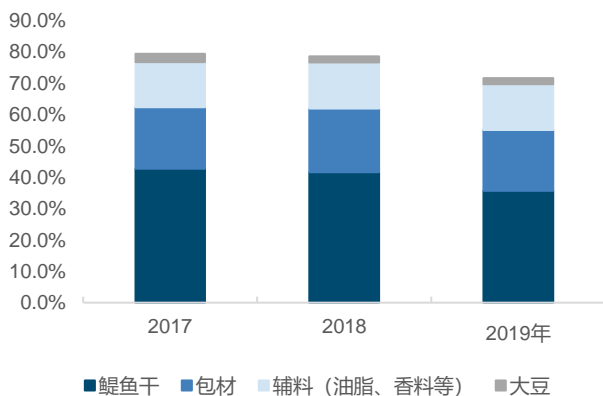
来源：各公司年报，国金证券研究所（注：卫龙为港股，不公布Q1数据）

来源：各公司年报，国金证券研究所

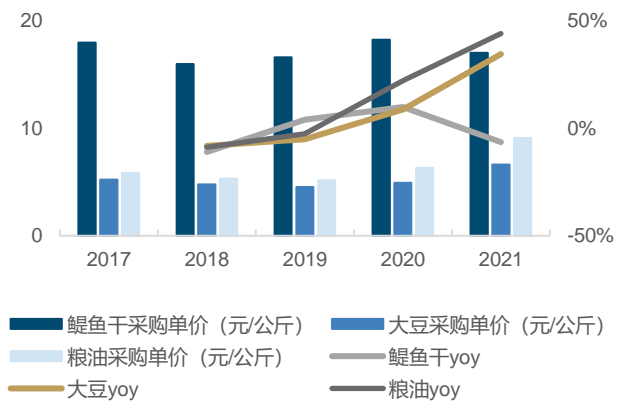
### 1.4 利润：短期成本、产能扰动，长期利润提升空间可期

公司毛利率近几年呈下降趋势，系多重因素叠加受损。1) 20-22年各类成本普涨。17-19年，核心原材料鳀鱼干占比均超30%。由于鳀鱼干是一种小型海洋深海鱼，主要从越南、泰国、肯尼亚进口。一般由当地合作小渔场完成捕捞，贸易商进行汇总后引入国内，公司统一向贸易商采购。19年是鳀鱼干价格低位，鱼制品毛利率可达30%以上。

图表13：公司原材料结构中鳀鱼干占比较大



图表14：20年起公司核心原材料价格涨幅较大



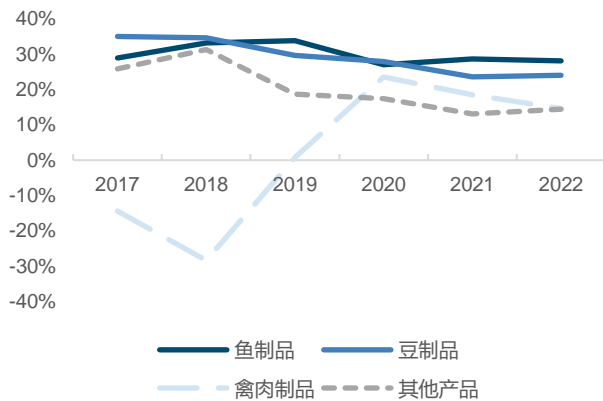
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所



豆制品、禽肉制品毛利率均低于鱼制品，主要系大豆、粮油、鹤鹑蛋等成本涨幅较大，且规模效应较低。22H2 新品鹤鹑蛋起量，月销突破 1000 万元，成为公司最具潜力的亿元的大单品。但目前鹤鹑蛋养殖产业链规模较小，价格对需求端较为敏感，并且与饲料成本相关度高。一般而言，春节前后蛋价会达到小高峰，如 22Q4 鹤鹑蛋采购价格到达峰值，公司鹤鹑蛋品类毛利率不到 20%，显著拖累整体盈利能力。

图表15: 公司禽肉制品毛利率偏低



图表16: 鹤鹑蛋价格 2022 年持续上涨 (单位: 元/斤)



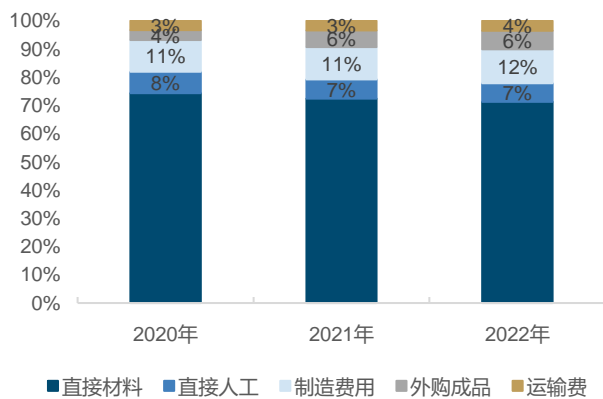
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 中国鹤鹑网, 国金证券研究所

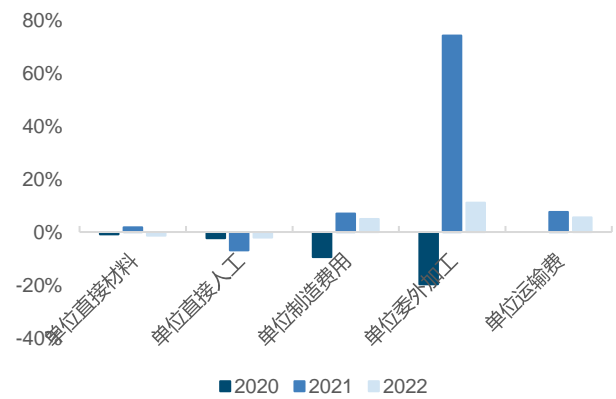
2) 新产能投放导致公司制造费用、直接人工占比提升, 规模效应仍偏弱。截至 22 年底, 公司主要产品鱼制品年产能达 2.25 万吨, 豆制品产能 0.6 万吨, 禽类制品产能 0.44 万吨; 相较 2017 年鱼制品产能提升 50%, 禽肉制品产能翻 3 倍。从成本拆解可见, 单吨制造费用、单吨委外加工在 2020 年后增长较快, 主要系产能供应紧张委托加工占比提升, 及扩建产能项目投入使用。

3) 委外加工相关品类毛利率较低。一方面, 低毛利新品导入影响产品结构。公司早期尝试了如鱿鱼、鸡爪等新品类, 但多为 OEM 代工、且市场销量反响一般导致规模效应较差。另一方面, 豆制品、魔芋代工比例提升导致毛利率呈现下降趋势, 22 年二者外购比例分别达 19%/97%。

图表17: 新产能投放使得制造费用占比提升



图表18: 公司单位制造费用、和委外加工成本涨幅较大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

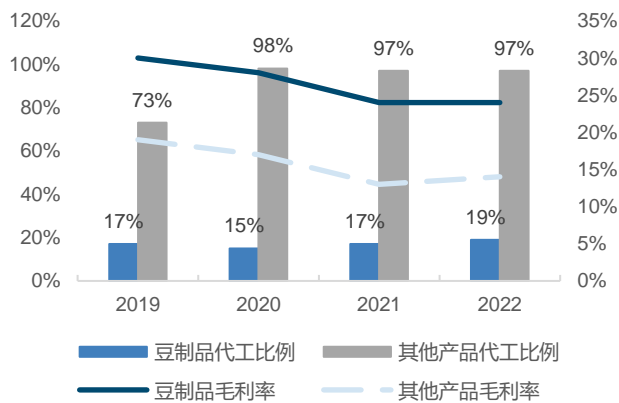
来源: 公司公告, 国金证券研究所

4) 疫情冲击下消费力受损, 公司暂未对相关大单品提价以对冲成本压力。而行业内其他公司, 如卫龙、洽洽、甘源均有提价举动, 从吨价涨幅情况来看, 洽洽、卫龙全国性大单品吨价几乎每年都有提升, 平均幅度在 5pct 以上。而甘源、有友大多在成本上涨时提价, 提价幅度视成本压力变动。而公司大单品风味小鱼历史上提价幅度较小, 对成本的转嫁较为谨慎。



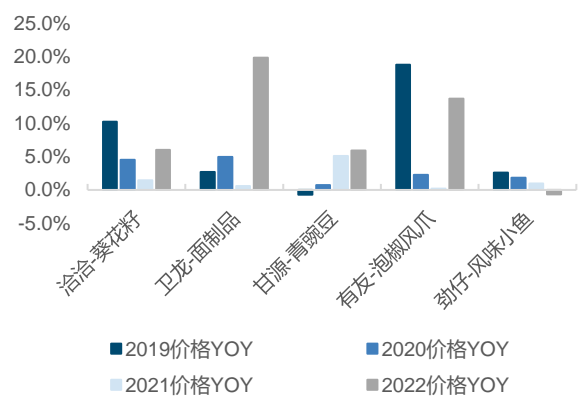


图表19: 豆制品、魔芋等采用代工形式



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 豆制品、其他产品毛利率为右轴)

图表20: 2022年公司风味小鱼单吨价格基本不变

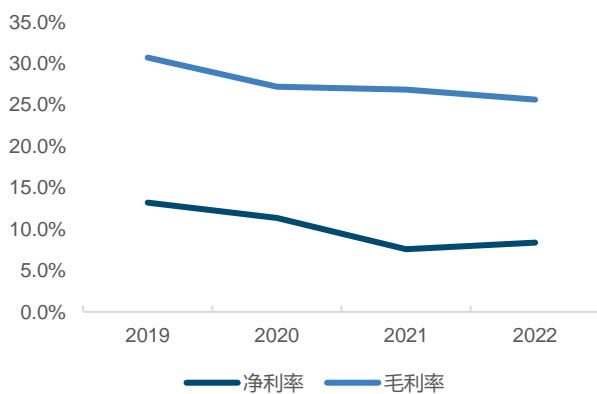


来源: 公司公告, 国金证券研究所

相较于行业内其他公司大单品, 公司产品毛利率处于偏低水平, 未来有望持续提升。我们分析品类毛利率主要与1) 原材料相关, 若核心原材料为大宗商品, 则价格具备一定的周期性, 波动幅度较弱。且可以通过锁价、对冲等手段平滑成本压力。2) 规模效应相关, 大单品可分担固定成本压力, 发挥采购和生产端的规模优势。3) 销售模式相关, 如盐津、甘源以商超渠道为主, 毛利率和费用率水平较高。4) 品牌溢价相关, 如洽洽、卫龙作为品类龙头, 终端有效辐射全国, 目前网点数量超70万家, 22年均通过直接和间接提价转移成本压力。

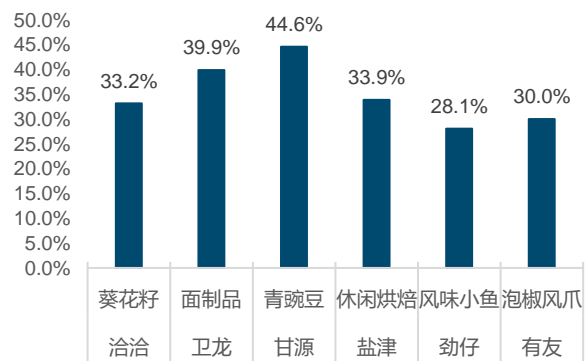
我们认为, 1) 目前如包材、油脂、大豆等价格逐步回落, 疫情干扰减弱后海运费逐步回落, 且随着公司在肯尼亚布局上游养殖产业链, 将有效缓解成本压力。且随着采购规模提升, 公司向上游议价权将加强。2) 公司传统流通渠道占比高, 近年来通过大包装进驻KA、CVS等渠道, 该类渠道毛利率高于行业平均水平。3) 公司具备10亿元大单品, 且近几年随着渠道端不断开拓, 品类丰富度提升, 有望持续打造品牌影响力。疫情期间提价较为困难, 如洽洽和卫龙提价后对销量均有冲击, 待经济环境好转, 公司同样具备提价能力。

图表21: 公司毛利率受成本干扰, 呈下降趋势



来源: 各公司年报, 国金证券研究所

图表22: 公司大单品风味小鱼毛利率处于行业较低水平



来源: 各公司年报, 国金证券研究所 (注: 数据选自2022年)

4) 新增智能化工厂, 收入快速提升, 规模效应强化。公司近两年新增产能较多, 涵盖鱼制品、魔芋、鹌鹑蛋等品类。2020年公司利用IPO募投资金约1亿元用于风味小鱼生产技术改造和扩建(新增2500吨小鱼产能于2022年9月达产), 通过生产线的自动化升级的改造, 公司将有效减少人工投入、降低生产成本、提升盈利能力。

2023年2月, 公司非公开发行股票募集资金总额2.85亿元, 实际增发4789.92万股, 由董事长以5.92元/股份全额认购, 拟用于湘卤风味食品智能生产项目(预计新增产能1万吨, 投入2.2亿元)、营销网络及品牌建设推广项目和新一代风味休闲食品研发中心项目。



图表23: 2023年2月公司非公开发行募资2.85亿元

项目名称	计划投资总额(万元)	拟使用募集资金投资额(万元)
湘卤风味休闲食品智能生产项目	22000	15400
营销网络及品牌建设推广中心	10000	7500
新一代风味休闲食品研发中心项目	8000	5600

来源: 公司公告, 国金证券研究所

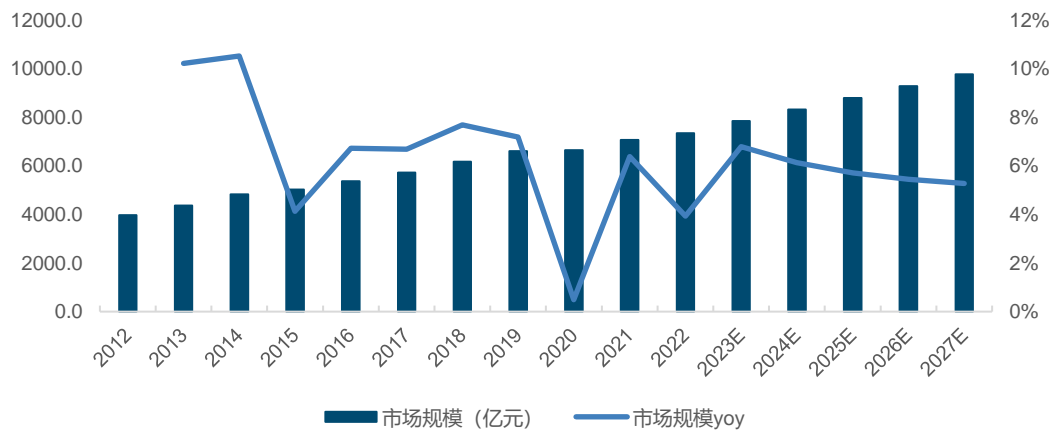
## 二、海味赛道潜力大, 渠道变革正当时

### 2.1 行业空间广阔, 中式风味大有可为

#### ■ 行业万亿规模可期, 海味赛道小而美

近年来休闲零食市场规模扩容。根据欧睿, 2022年中国休闲食品行业规模为7342.2亿元, 2017-2022年销售额CAGR约5%, 随着消费力和消费信心逐步修复, 2027年行业规模有望突破万亿元, 成长前景广阔。

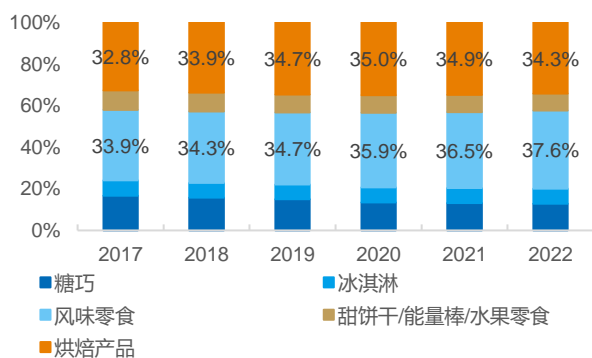
图表24: 2027年我国休闲零食行业预计达到万亿规模



来源: 欧睿, 国金证券研究所

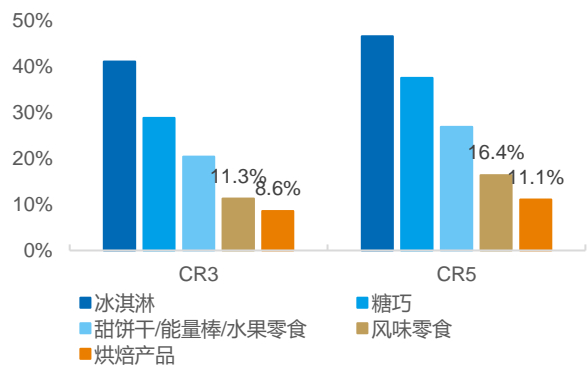
休闲食品赛道横跨多个品类, 细分行业众多且差异化较大。风味零食、烘焙产品合计占比超60%, 且行业集中度偏低, 2022年风味零食/烘焙产品CR3分别占比11.3%/8.6%, 相较于其他细分零食赛道而言, 竞争格局较为友好。当前阶段的风味零食行业经营模式正在从“白牌+代加工”经营模式向区域性品牌和全国性品牌发展, 预计未来行业集中度进一步提升。

图表25: 风味零食市场规模占比最高



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表26: 我国风味零食、烘焙产品行业集中度较低



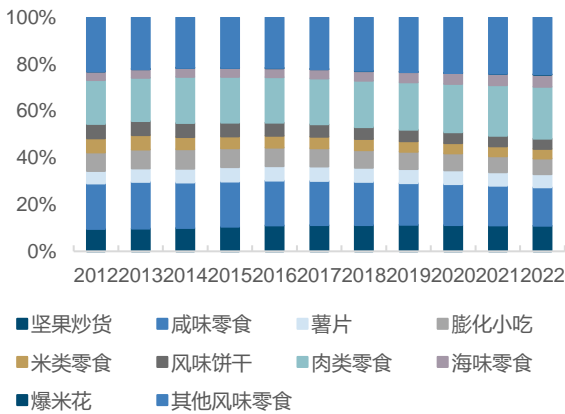
来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: 数据选取2022年)

风味零食又可以进一步细分为坚果炒货、咸味零食等众多赛道, 劲仔小鱼属于海味零食赛道, 其占风味零食比重较小, 22年市场规模约173亿元。但呈现出“行业增速快、集中度低”的特征, 近5年复合增速约12.9% (风味零食整体约7.3%), 是增速最快的细分赛道, 且CR3占比仅18.3%, 远低于坚果炒货、咸味零食。另外, 肉类零食、其他风味零食

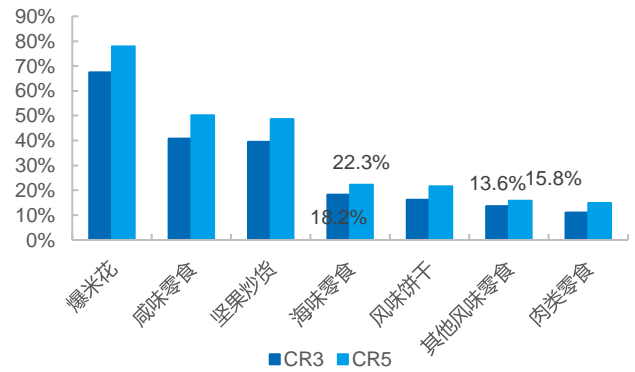


(包括豆制品、面制品、蔬菜制品在内多种辣卤零食)亦呈现出较好的竞争格局和成长性,公司第二大单品手撕豆干及手撕肉干分别属于这两类细分赛道。

图表27: 海味零食在风味零食占比约6% (单位: 亿元)



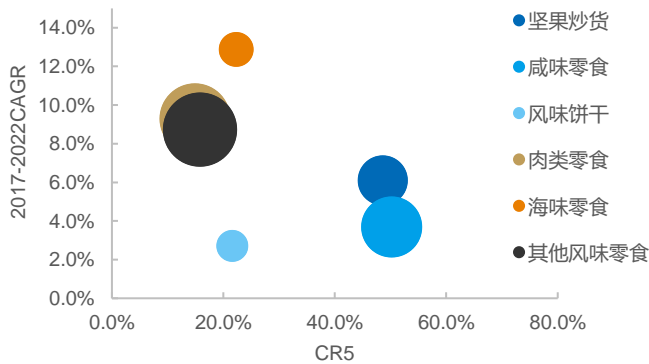
图表28: 海味、肉类零食行业集中度较低



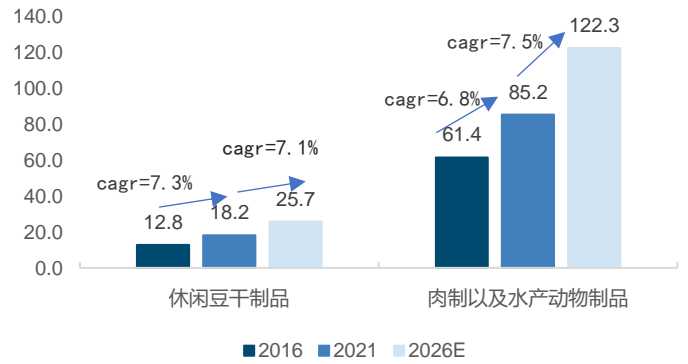
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: 数据选取 2022 年)

图表29: 海味零食 17-22 年行业增速约 12.9%



图表30: 休闲豆制品和肉制及水产制品行业增速约 7%



来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: CR5 数据选 2022 年, 气泡大小为行业规模)

来源: 弗若斯特沙利文, 卫龙招股说明书, 国金证券研究所 (注: 单位为亿元)

## 2.2 渠道迭代更新快, 催生新一轮机遇

回顾过往零食企业发展历程,企业的发展与渠道迭代密不可分。过往迭代包括大流通阶段、商超渠道阶段、线上电商阶段及当下的渠道多元化阶段。我们认为新渠道红利是零食行业变革的关键因素,对生产型、渠道型厂商而言把握大趋势即为机遇,否则会面临挑战。

**1980-2000 流通渠道阶段:**市场处于计划经济向社会主义市场经济转型的高速发展期,商品经济快速发展,原有的供需模式受到冲击,流动渠道(夫妻店、小型超市)开始成为市场的主体,线下渠道快速建设,但并未形成大型连锁趋势。国内零食小厂商及小作坊铺开区域化市场,以散称产品为主,缺乏品牌概念。

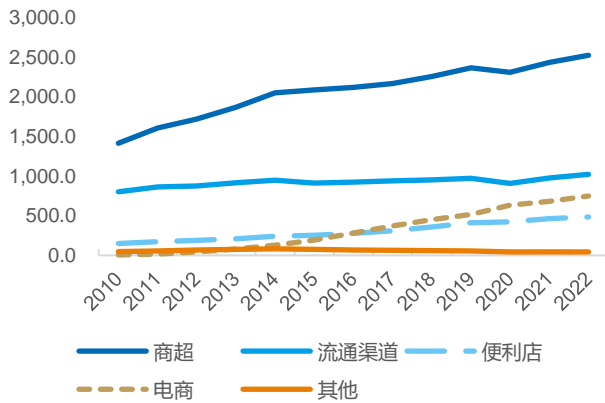
**2000-2012 商超渠道阶段:**随着全球化进程发展,大量海外商超巨头(沃尔玛、家乐福等)进驻中国市场,凭借在房租和人力等方面的低成本优势,得到快速发展。随后带动永辉超市、联华超市、大润发等内资商超品牌发展,进而形成全国型商超系统和区域性商超系统,为洽洽、旺旺等企业带来了发展机遇,通过商超系统快速铺货,率先实现全国化布局。

**2013-2016 线上电商阶段:**随着互联网时代来临,电商购物模式得到快速发展,淘宝、京东依靠其先发优势、规模优势快速成为线上购物寡头,后期拼多多凭借其低价补贴策略快速占据下沉市场,消费客群异军突起。此阶段松鼠、良品、百草味以OEM轻资产运营方式,借助电商红利实现对传统品牌的弯道超车。

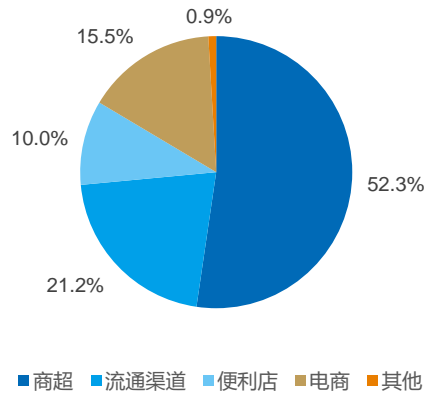
**2016-至今渠道多元化阶段:**渠道碎片化,流量分散化,直播及短视频电商凭借其自身优势得到进一步发展,同时零食专营店借助性价比优势在线下快速扩店,020模式及社区团购模式把握住疫情期间的特殊机遇得到快速发展。在渠道变革背景下,盐津、甘源、劲仔等企业积极拥抱零食量贩系统、直播及短视频电商等新型渠道,把握渠道变革红利。



图表31：电商和便利店渠道规模逐步扩大（单位：亿元）



图表32：商超渠道仍为休闲食品销售基本盘



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据选自2022年渠道占比）

### 三、坚守大单品战略，大包装引领渠道变革

#### 3.1 大单品策略：复盘龙头，借鉴经验

此前我们在行业专题报告《如何看待零食渠道的变革与机遇？》中将生产型公司划分为三大策略，我们将公司归结为大单品策略，有别于盐津、甘源的多渠道策略，大单品策略的核心在于如何利用现有产品在不同渠道发挥出最大的优势，如公司以大包装方式将小鱼成功打入KA、CVS、电商渠道，拓宽品牌影响力进而辐射其他渠道。行业内龙头旺旺、洽洽、卫龙早期均以大单品策略起家，通过变换包装、规格、口味等方式延申大单品生命周期，后续延伸出第二成长曲线，实现品牌矩阵多元化。

大单品策略享有以下优势。1) 品牌资源投放集中，资金使用效率高。若存在过多品类，公司需要合理分配战略资源和销售费用，尤其需加强对新品的扶持力度。2) 有助于形成灯塔效应，占据某个细分领域消费者的心智，便于第二曲线顺利导入。3) 快速形成规模效应，加强对上下游的议价能力，在产业链利润分配中具备话语权，构筑抗风险壁垒。4) 引领行业，最早享受成长期红利。大单品的诞生、高利润的积累会吸引中小企业入局、推动品类消费者教育、行业快速扩容。作为先入局者，可最早享受行业增长红利。

#### ■ 旺旺食品：老牌商超巨头，错失电商红利

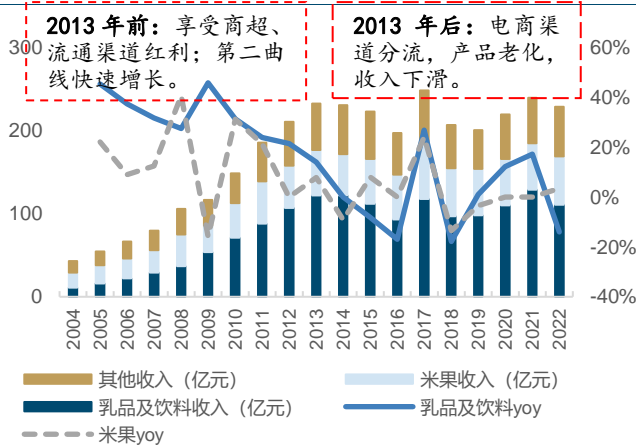
1983年推出米果食品“旺旺仙贝”，1992年在湖南长沙设厂，正式进入大陆市场，同年“旺仔牛奶”面世，接力米果成为第二大单品。2004年-2013年为公司快速增长的黄金十年，总营收复合增速为21%，米果类/乳品饮料分别为13%/31%。

2013年电商渠道逐渐兴起，主打健康坚果零食的三只松鼠收入实现快速增长；线下良品铺子、来伊份等代工模式企业凭借丰富的SKU、舒适的购物环境对传统渠道进行分流。而公司并未对线上和线下新型渠道对手引起足够重视，仍然坚守传统的经销商销货模式并保持严格的销售政策。

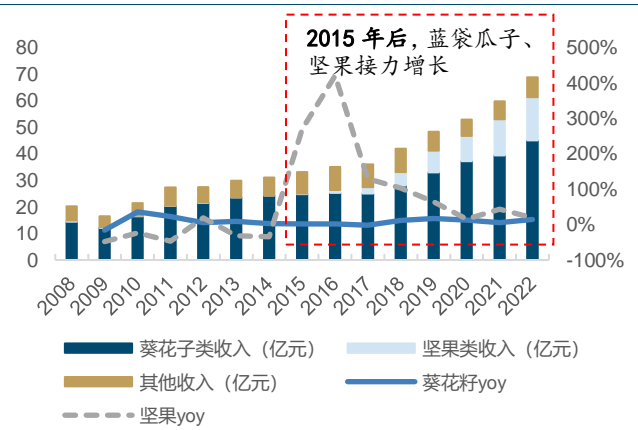
此外公司面临产品力老化的问题。一方面，产品创新频率低，米果类、乳饮类大单品销售占比过重。另一方面，行业朝着健康化、高端化趋势发展，而米饼、旺仔牛奶含糖量过高，不符合消费者主流认知。2014年起公司收入连续下滑3年，其中乳饮类收入下滑17%。2017年，公司开始推动产品和渠道改革，收入重新恢复增长。产品端通过扩张研发团队，推出多款新品；渠道端布局多元化，在电商、新零售平台加大投入。但以上变革仍未解决产品层面“不健康”属性的核心痛点，营销方式也以卖情怀为主，收入增长不具备可持续性。



图表33: 2013年旺旺收入增长遇瓶颈



图表34: 2015年洽洽第二曲线坚果接力增长



来源: 中国旺旺公司公告, 国金证券研究所

来源: 洽洽食品公司公告, 国金证券研究所

■ 洽洽食品: 借助商超全国化, 差异化切入坚果赛道

以瓜子起家, 早期凭借差异化产品设计、央视品牌营销、渠道扩张等策略, 迅速实现全国化布局。2011年, 瓜子销售额突破20亿元, 但随后5年仅个位数增长。随着大单品红袋瓜子增速放缓, 公司在2008-2014年间依次推广花生、薯片、果冻等品类, 但由于跨品类运营难度大, 加之行业竞争格局差异大, 瓜子的成功经验难以复制到其他品类, 多元化路径收效甚微。

2015年起, 创始人回归后, 将产品聚焦于坚果炒货赛道, 并剥离了运营烘焙、膨化、调味品赛道的非主业标的。2015年公司推出口味丰富、设计新潮的蓝袋瓜子, 16-20年含税销售额翻三倍(从2.5亿元提升至10亿元), 助力葵花籽收入重回双位数增长。2017年察觉到消费升级、健康化趋势, 顺势推出小黄袋每日坚果, 接力瓜子品类实现终端快速铺货上量, 随后补充小蓝袋益生菌坚果、每日坚果燕麦片等产品, 17-22年坚果品类年复合增速为46%(销售额由2.5亿元增至16亿元), 第二成长曲线确立。

渠道端, 公司早期借助商超、流通渠道先发优势, 迅速实现品牌全国化。2015年起公司开始注重线上渠道建设, 2018年电商渠道销售额翻倍增长, 占比迅速提升至10%以上。面对互联网坚果品牌三只松鼠、百草味的快速崛起, 公司积寻求差异化变革, 如包装设计为醒目的黄色, 主打“关键保鲜技术”, 借助分众梯媒新形式抢占线下第一的位置。在线上, 公司与丁香医生、知名营养师等KOL合作, 推广小黄袋每日坚果的营养膳食攻略, 同时在抖音、微博等社交平台加大与粉丝互动, 提升品牌影响力。

图表35: 行业内龙头公司大单品及第二曲线演变路径

公司	旺旺	洽洽	卫龙
核心大单品	旺旺雪饼	原香瓜子	辣条
最高销售额(亿元)	58.43	45.12	27.19
行业市占率	25% (2021年)	54% (2021年)	约17% (2022年)
核心演变路径	口味、形态、原料演变 咸味仙贝→甜味雪饼 圆饼状雪饼→球状小馒头 雪米饼→海苔饼、黑米饼	口味、口感演变 红袋原香→蓝袋风味 炒制工艺→煮制工艺	包装、形态演变 传统包装→白色包装 大袋分享装→小袋亲嘴烧 大辣条→麻辣棒
第二曲线	旺仔牛奶	每日坚果	魔芋爽



最高销售额 (亿元)	111.30	16.23	16.93
行业市占率	1.7% (2020年)	9.90%	约24%
与大单品的相关特征	儿童零食, 营养健康	坚果零食, 营养健康	辣味零食, 美味低脂
营业收入(亿元)	239.85	68.83	46.32
归母净利润 (亿元)	42.03	9.76	9.13
净利率	17.5%	14.2%	18.9%
经销商数量(个)	超1万家	近1100(国内近1000)	1847
覆盖网点(万家)	超100万家	超70万家	73.5万家

来源: 各公司公告, 前瞻产业研究院, 欧睿, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所(注: 营收、归母净利润、净利润等财务指标摘自2022年财务数据, 卫龙采用经调整净利润及利润率)

通过龙头公司成长路径的复盘, 我们认为休闲食品本身不具备很强的生产、研发壁垒, 产品同质化较为严重, 较早跑通的企业主要是抓住某个单一渠道的发展红利期, 快速跑马圈地, 实现品牌全国化。然而随着外部环境冲击, 大单品也会面临渠道萎缩、产品老化等瓶颈。能否守住龙头地位、引领行业增长, 主要考验管理层思变意识和响应速度。

结合上述龙头的经验教训, 我们认为关键在于1) 坚定不移聚焦核心主业, 主动寻找第二曲线与大单品的协同效用, 如共用销售渠道、销售广告和消费群体等。在遇到增长瓶颈时应该集中注意力解决问题, 而不是分散投资方向, 企图以多元化打开新的增长极。如旺旺17年后收入仍未恢复稳定的增长, 主要在于研发方面投入分散, 新品延伸至咖啡、果酒等领域, 与原有品牌调性不符。

2) 重视每一轮渠道变化, 积极响应渠道变革大势, 抓住新渠道发展红利。新一轮渠道变革表现为“高效率、高品质、性价比”的零食专营、兴趣电商业态的兴起, 盐津、甘源22H2即加大合作力度, 专门成立相关事业部进行对接。卫龙和洽洽23年与其开展广泛合作, 以定制包装形式进驻更多核心品类。公司也积极探索新的合作模式, 按照地区差异定制不同的口味、包装和品类组合, 如将小鱼改良口味后进驻偏辣地区的零食很忙门店, 在华中地区零食量贩店主打肉干产品组合, 避免正面交锋。

3) 产品定期迭代更新, 顺应当代消费趋势变化, 如品质升级、健康化等特征。随着主力消费人群年龄增长, 公司应顺势修改产品定位。如卫龙早期解决了辣条制作过程不规范、不卫生的形象痛点, 顺利将品牌推向全国。近年来加大对于品质、包装、价格的改革, 将传统的透明包装升级为白色包装, 并在外包装上标注“0反式脂肪酸、0防腐剂、0甜蜜素工艺”字眼, 零售价上涨至6元/袋, 加强品牌高端化形象的打造。

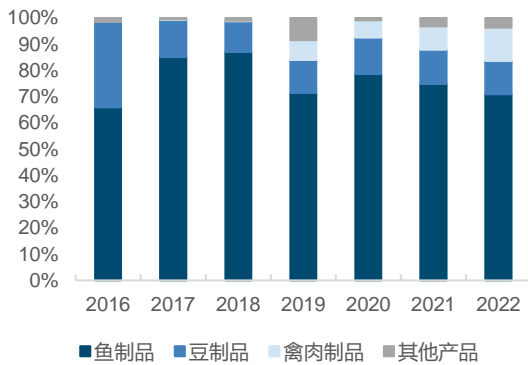
### 3.2 劲仔食品: 坚守大单品策略, 积极顺应渠道变革

公司一直以来坚定不移走大单品策略, 精耕深海零食赛道, 围绕高蛋白+健康为主线进行产品研发。内部新品研发基于三个原则, 1) 鱼类零食为主, 高蛋白、健康食材为辅, 如鹌鹑蛋、鸭胸肉等。卤味和辣味为特色, 成瘾性更强、复购率高。2) 选择上游原料丰富度高、供应链能够支撑产业化的品类。3) 寻求差异化赛道, 力求做到细分领域数一数二。即对应第二节中我们提到的市场集中度较低, 竞争环境较好的赛道。

公司现有鱼制品、豆制品、禽类制品三个系列, 其中鱼制品销售占比常年稳定在70%以上, 22年销售额突破10亿元。风味豆干销售近2亿规模, 手撕肉干、鹌鹑蛋等为储备大单品, 分别于21/22年晋升为“亿元级单品”, 推动禽肉制品19-22年收入复合增速达37%。其中鹌鹑蛋是内部最具增长潜力的品类, 22年上市月销破千万, 23Q1月销突破1500万元, 目前产能供给较为紧张, 预计23H2新工厂投放产能翻倍, 远期锚定第二大单品地位。

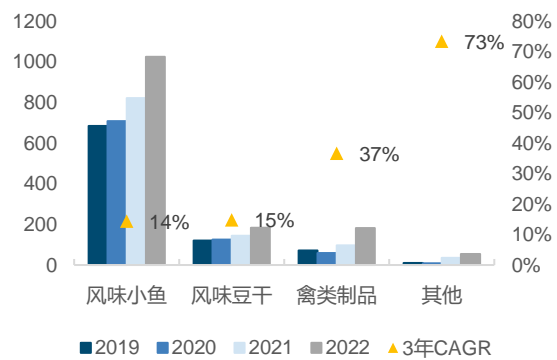


图表36: 公司鱼制品收入占比超70%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表37: 禽肉制品收入增速最快 (单位:百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们认为公司推行大包装策略本质是对大单品策略的坚守, 随着零售业态日渐丰富, 渠道呈现去中心化和碎片化的特征, 企业更需要积极把握渠道多元化的增长机会。有别于盐津、甘源等企业, 公司以流通渠道起家, 早期主要售卖 1-2 元小包装产品。然而流通渠道天然分散, 小包装设计不够醒目, 难以形成较强的品牌效应, 因此公司早期销售地域特征显著, 全国化扩张较为困难。

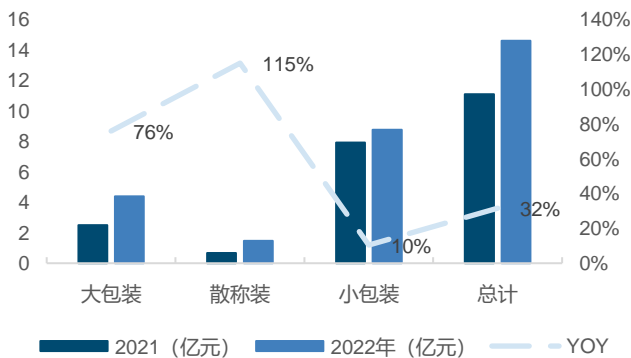
我们认为大包装策略具备两大优势, 1) 有助于提升品牌形象, 外观进行升级优化, 提高了品牌露出, 陈列更为醒目。另外借助商超渠道影响力辐射其他渠道, 大包装顺利实现对小包装的反哺, 流通渠道出货速度亦有提升。2) 丰富渠道增量来源, 提升渠道销售积极性, 大包装主要针对之前的空白渠道投放, 并没有触及原有经销商的利益, 新的价格体系设定给予商超经销商更充足的利润空间。

图表38: 大包装有助于提高品牌露出

对比	小包装	大包装
展示图		
零售价	2 元	39.9 元
规格	12g	300g
适用渠道	流通、BC	KA、CVS、电商

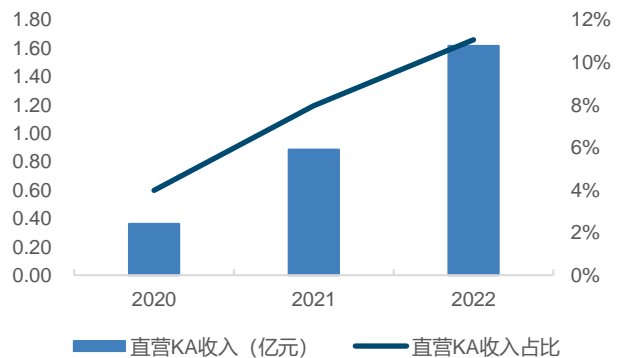
来源: 劲仔天猫官方旗舰店, 国金证券研究所

图表39: 公司大包装、散装实现快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表40: 大包装在直营KA渠道快速放量

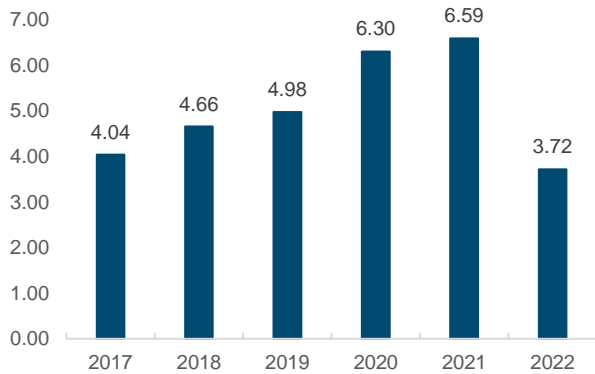


来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 直营 KA 收入≈直营收入-直营电商收入)

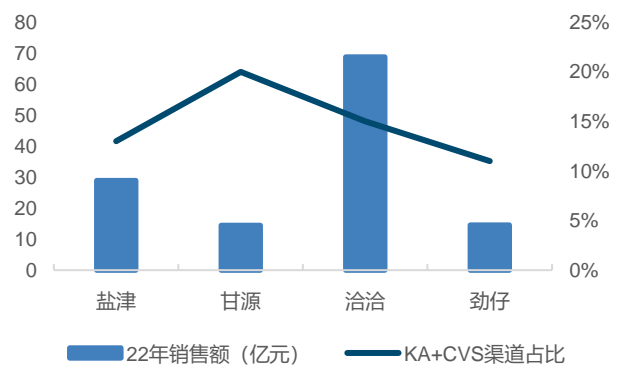


公司自 2021H2 开始落地大包装策略，改变原有的小袋装销售形式，对三大品类均推出整袋和整盒装产品，针对薄弱的现代零售渠道（KA、CVS）进行重点铺货。商超渠道在休闲食品零售环节占比较大，首轮铺货即可带来较大增量，后续则依赖产品、品牌力提升形成稳定动销。2020-2022 年，KA 渠道销售额约 1.6 亿元，占总收入的比重提升至 10% 以上。对比其他公司，如盐津、甘源等 KA 渠道占比超 20%，公司仍有较大的拓展空间。

图表41：盐津铺子直营 KA 销售额高峰期达 6.6 亿元



图表42：公司 KA 渠道占比仍有提升空间



来源：盐津铺子公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所（注：直营 KA 收入≈直营收入-直营电商收入）

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 收入和毛利率预测

我们分产品预测公司 23-25 年收入及毛利率，预计 23-25 年公司销售收入分别为 18.8/23.7/28.9 亿元，分别同比增长 28.6%/25.9%/21.9%，23-25 年毛利率分别为 26.45%/26.52%/26.65%。

1) 风味小鱼：公司作为行业领军者，市场份额有望通过完善经销网络和丰富产品规格进一步提升，目前公司正处于现代渠道、新零售渠道快速扩张期，核心流通渠道渗透率稳步提升，预计大单品收入年复合增速有望稳定在 20% 左右，对应 23-25 年收入增速分别为 22%/20%/18%。随着规模效应释放，鳀鱼干成本受防疫政策干扰减弱，预计 23 年毛利率提升，24-25 年维持在 28.8%。

2) 风味豆干：豆制品行业增长潜力弱于海味零食，且竞争较为激烈，结合公司历史增速表现，我们预计 23-25 年收入同比增速分别为 10.0%/10.0%/8.0%（年复合 9.4% 增速），预计 23-25 年毛利率维持在 22.5%。

3) 禽类制品：鹌鹑蛋、手撕肉干是目前最具潜力的两大单品，且公司研制的鹌鹑蛋具备鲜明特色，目前赛道竞争对手较为孱弱。鹌鹑蛋自 22H2 开始起量，23H1 势头强劲，我们预计未来 3 年伴随着渠道扩张、产能释放，收入将持续高增，预计 23-25 年收入增速分别为 90%/60%/40%。毛利率预计受益于自产率提升、鹌鹑蛋采购成本下降（规模扩大议价能力增强），预计逐步修复至 20% 以上，23-25 年分别为 18.8%/20.8%/22.0%。

图表43：23-25E 收入拆分及毛利率预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总销售收入	894.83	909.12	1111.05	1462.03	1880.01	2366.41	2885.11
总营收 YOY	11.2%	1.6%	22.2%	31.6%	28.6%	25.9%	21.9%
总毛利率	30.7%	27.2%	26.8%	25.6%	26.4%	26.5%	26.6%
风味小鱼	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入占比	76.5%	78.0%	74.0%	70.2%	66.6%	63.5%	61.4%
收入 (百万元)	684.68	709.17	822.23	1025.67	1251.31	1501.58	1771.86
收入 YOY	-2.1%	3.6%	15.9%	24.7%	22.0%	20.0%	18.0%
毛利率	33.8%	27.0%	28.6%	28.1%	28.8%	28.8%	28.8%
风味豆干	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入占比	13.5%	13.8%	12.9%	12.5%	10.7%	9.4%	8.3%





单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万元)	120.69	125.41	143.44	182.93	201.22	221.34	239.05
收入 YOY	28.4%	3.9%	14.4%	27.5%	10.0%	10.0%	8.0%
毛利率	29.7%	27.9%	23.6%	24.1%	22.5%	22.5%	22.5%
禽类制品	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入占比	8.0%	6.5%	8.8%	12.5%	18.5%	23.5%	27.0%
收入 (百万元)	71.48	59.28	97.51	182.57	347.88	556.61	779.26
收入 YOY	2681.3%	-17.1%	64.5%	87.2%	90.6%	60.0%	40.0%
毛利率	0.8%	23.6%	18.5%	14.6%	18.8%	20.8%	22.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4.2 三项费率预测

公司目前处于大力拓展渠道阶段, 工作重心在于终端网点建设, 集中梳理优质经销商前20%的优质门店进行精准投放, 对新渠道定期考核费效比, 因此我们预计23-25年销售费用率趋于稳定, 分别为10.6%/10.5%/10.5%; 考虑到股权激励费用摊销节奏, 管理费用率随着收入增长被摊薄, 我们预计23-25分别为3.8%/3.4%/3.2%。研发费用方面, 考虑到公司产品力强、对新品重视度高、研发团队持续招新, 预计研发费率23-25年维持2.0%。

图表44: 23-25E 三项费率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	96	128	156	199	248	303
销售费用率	10.5%	11.5%	10.7%	10.6%	10.5%	10.5%
管理费用	58	67	65	71	80	92
管理费用率	6.4%	6.1%	4.5%	3.8%	3.4%	3.2%
研发费用	10	24	30	38	47	58
研发费用率	1.1%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4.3 估值与投资建议

我们预计23-25年净利润为1.8/2.3/2.8亿元, 对应EPS分别为0.40/0.50/0.62元/股。我们选取食品加工板块5家细分领域小市值龙头作为可比公司, 以下可比公司取均值得到23年平均PE为34x。我们认为公司作为休闲鱼制品领域龙头, 有望通过大单品+全渠道策略实现快速增长, 我们给予公司2023年34x PE, 目标价13.47元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表45: 23-25年可比公司PE估值表

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS(元)					PE				
				21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E
002847.SZ	盐津铺子	168	85.8	3.2	2.8	2.5	3.2	4.0	26.6	30.4	35.0	26.9	21.3
605300.SH	佳禾食品	88	21.9	0.8	0.6	0.7	1.0	1.2	28.2	37.8	30.8	23.0	17.8
002695.SZ	煌上煌	58	11.4	0.7	0.5	0.3	0.4	0.6	15.3	24.4	40.1	25.7	19.0
002991.SZ	甘源食品	73	78.5	2.7	2.4	2.8	3.7	4.7	29.5	33.2	27.6	21.2	16.8
605089.SH	味知香	54	39.1	1.8	1.8	1.3	1.6	2.0	21.4	21.4	29.5	23.7	19.3
均值									24.9	31.4	33.6	24.2	18.7
003000.SZ	劲仔食品	51	11.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	28.4	36.4	29.0	21.7	17.5

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 股价截至2023年7月19日, EPS选自wind一致预期)



## 五、风险提示

- 1、限售股解禁风险：公司预计于 2023 年 9 月 IPO 解禁 16063.66 万股，预计上市流通的限售股份数量占公司总股本的 35.61%。首发一般股份及机构配售股份解禁可能对公司股价造成一定影响。
- 2、股权质押风险：公司大股东佳沃（青岛）现代农业有限公司分别于 2022 年 6 月、7 月向相关金融机构质押其所持股份 578.50 万股（占其持有总股份 34.13%）、344.78 万股（占其持有总股份 34.13%），并均于 2023 年 6 月解押。大股东大比例股权质押可能带来一定的股价波动、公司治理风险。
- 3、新品推广不及预期：公司目前正在积极推动“大包装”战略和鹤鹑蛋等新品，未来可能面临新品销售不及预期、营业收入增长不及预期的风险。
- 4、原材料价格波动：公司原材料鱼干为进口产品，近年来价格呈现上涨趋势，倘若原材料价格高居不下，可能导致公司盈利能力受损。
- 5、渠道拓展不及预期：公司目前正加大与商超、CVS 等现代渠道的合作力度，也积极开拓零食量贩新业态客户，未来可能面临新渠道拓展不及预期，进而影响业绩增长的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>909</b>	<b>1,111</b>	<b>1,462</b>	<b>1,880</b>	<b>2,366</b>	<b>2,885</b>	货币资金	439	465	396	507	637	776
增长率	22.2%	31.6%	28.6%	25.9%	21.9%		应收款项	4	8	13	18	26	31
<b>主营业务成本</b>	<b>-662</b>	<b>-813</b>	<b>-1,087</b>	<b>-1,383</b>	<b>-1,739</b>	<b>-2,116</b>	存货	208	170	301	311	372	429
%销售收入	72.8%	73.2%	74.4%	73.6%	73.5%	73.4%	其他流动资产	63	119	98	134	167	191
<b>毛利</b>	<b>247</b>	<b>298</b>	<b>375</b>	<b>497</b>	<b>628</b>	<b>769</b>	流动资产	715	762	808	970	1,202	1,427
%销售收入	27.2%	26.8%	25.6%	26.4%	26.5%	26.6%	%总资产	71.8%	70.8%	62.3%	59.5%	63.5%	65.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	长期投资	0	5	40	140	120	110
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	238	254	377	439	487	539
<b>销售费用</b>	<b>-96</b>	<b>-128</b>	<b>-156</b>	<b>-199</b>	<b>-248</b>	<b>-303</b>	%总资产	23.9%	23.6%	29.1%	27.0%	25.7%	24.9%
%销售收入	10.5%	11.5%	10.7%	10.6%	10.5%	10.5%	无形资产	29	36	43	52	58	62
<b>管理费用</b>	<b>-58</b>	<b>-67</b>	<b>-65</b>	<b>-71</b>	<b>-80</b>	<b>-92</b>	非流动资产	281	314	488	659	692	738
%销售收入	6.4%	6.1%	4.5%	3.8%	3.4%	3.2%	%总资产	28.2%	29.2%	37.7%	40.5%	36.5%	34.1%
<b>研发费用</b>	<b>-10</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-38</b>	<b>-47</b>	<b>-58</b>	<b>资产总计</b>	<b>996</b>	<b>1,076</b>	<b>1,296</b>	<b>1,629</b>	<b>1,893</b>	<b>2,166</b>
%销售收入	1.1%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	0	1	2	28	94	89
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>76</b>	<b>72</b>	<b>115</b>	<b>178</b>	<b>237</b>	<b>298</b>	应付款项	36	84	116	137	181	232
%销售收入	8.4%	6.5%	7.9%	9.4%	10.0%	10.3%	其他流动负债	74	80	173	157	175	213
<b>财务费用</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	流动负债	110	165	291	322	450	534
%销售收入	-1.4%	-1.2%	-1.0%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	18	21	24	5	4	3
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	128	186	315	327	454	537
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>868</b>	<b>883</b>	<b>968</b>	<b>1,288</b>	<b>1,425</b>	<b>1,612</b>
%税前利润	0.3%	1.4%	1.8%	1.9%	1.5%	1.5%	其中：股本	400	403	403	451	451	451
<b>营业利润</b>	<b>124</b>	<b>100</b>	<b>148</b>	<b>207</b>	<b>266</b>	<b>330</b>	未分配利润	184	182	233	321	458	646
营业利润率	13.6%	9.0%	10.2%	11.0%	11.2%	11.4%	少数股东权益	0	7	14	14	15	16
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>996</b>	<b>1,076</b>	<b>1,296</b>	<b>1,629</b>	<b>1,893</b>	<b>2,166</b>
<b>税前利润</b>	<b>127</b>	<b>91</b>	<b>142</b>	<b>209</b>	<b>268</b>	<b>332</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	14.0%	8.2%	9.7%	11.1%	11.3%	11.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>所得税</b>	<b>-24</b>	<b>-7</b>	<b>-20</b>	<b>-29</b>	<b>-40</b>	<b>-53</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.9%	8.0%	14.2%	14.0%	15.0%	16.0%	每股收益	0.258	0.211	0.309	0.396	0.503	0.616
<b>净利润</b>	<b>103</b>	<b>84</b>	<b>122</b>	<b>180</b>	<b>228</b>	<b>279</b>	每股净资产	2.170	2.190	2.400	2.855	3.158	3.575
少数股东损益	0	-1	-3	1	1	1	每股经营现金净流	0.026	0.478	0.232	0.374	0.515	0.739
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>103</b>	<b>85</b>	<b>125</b>	<b>179</b>	<b>227</b>	<b>278</b>	每股股利	0.100	0.200	0.150	0.200	0.200	0.200
净利率	11.4%	7.6%	8.5%	9.5%	9.6%	9.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	11.90%	9.62%	12.88%	13.88%	15.93%	17.25%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	10.37%	7.90%	9.62%	10.97%	11.98%	12.84%
							投入资本收益率	7.14%	7.45%	10.02%	11.47%	13.14%	14.59%
净利润	103	84	122	180	228	279	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	-1	-3	1	1	1	主营业务收入增长率	1.60%	22.21%	31.59%	28.59%	25.87%	21.92%
非现金支出	26	33	34	41	47	52	EBIT 增长率	-26.75%	-5.52%	59.24%	54.60%	33.55%	25.83%
非经营收益	3	4	1	-5	-2	-1	净利润增长率	-12.78%	-17.76%	46.77%	43.35%	26.96%	22.56%
营运资金变动	-122	72	-64	-46	-40	3	总资产增长率	26.24%	8.03%	20.50%	25.67%	16.24%	14.37%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>10</b>	<b>193</b>	<b>93</b>	<b>169</b>	<b>232</b>	<b>334</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-27	-64	-166	-110	-97	-107	应收账款周转天数	0.7	1.2	2.0	2.5	3.0	3.0
投资	-40	-55	15	-100	20	10	存货周转天数	85.5	84.9	79.1	82.0	78.0	74.0
其他	0	1	3	4	4	5	应付账款周转天数	18.7	20.2	26.4	28.0	30.0	32.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-66</b>	<b>-118</b>	<b>-148</b>	<b>-206</b>	<b>-73</b>	<b>-92</b>	固定资产周转天数	89.6	74.5	87.3	70.3	57.0	48.3
股权募资	178	31	9	232	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	10	66	-5	净负债/股东权益	-50.62%	-52.10%	-40.19%	-36.77%	-37.69%	-42.18%
其他	-57	-80	-64	-91	-94	-96	EBIT 利息保障倍数	-6.0	-5.5	-7.8	-21.9	-30.9	-35.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>122</b>	<b>-50</b>	<b>-55</b>	<b>150</b>	<b>-28</b>	<b>-101</b>	资产负债率	12.82%	17.26%	24.30%	20.05%	23.96%	24.81%
<b>现金净流量</b>	<b>65</b>	<b>25</b>	<b>-109</b>	<b>131</b>	<b>140</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究