



2023年08月18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

数据日期	2023/08/18
收盘价	11.61
总股本(万股)	45,107
流通A股/B股(万股)	22,380/0
资产负债率(%)	20.50%
市净率(倍)	4.40
净资产收益率(加权)	7.30
12个月内最高/最低价	16.37/9.37



相关研究

1. 劲仔食品 (003000)：公司简评报告：大包装战略深化，Q1高势能开局-20230503
2. 劲仔食品 (003000.SZ)：再推股权激励，目标提速-20230404
3. 劲仔食品 (003000.SZ)：大包装战略初见成效，鹌鹑蛋快速成长-20230327
4. 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)：单品效应突出，产品规格为抓手优化渠道结构

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**8月17日，公司发布2023年半年度报告，实现营收9.25亿元（+49.07%），归母净利润0.83亿元（+46.97%）。其中，Q2单季度实现营收4.88亿元（+35.17%），归母净利润0.44亿元（+20.24%），收入符合预期，利润因成本承压短期受压制。
- 同时，根据《2023年限制性股票激励计划（草案）》，公司以2023年8月21日为授予日，向1名激励对象（苏彻辉副总经理）以7.36元/股授予价格授予35万股限制性股票。
- **点评：单品效应突出，业绩稳健成长。**公司聚焦核心品类，以产品规格为抓手从低势能渠道进阶高势能渠道，完成品牌升级，供应链上进一步深化。**第一**，单品效应突出，深海小鱼“超十亿级”，同时创造鹌鹑蛋、豆干、肉干等多款“亿元级”单品。鹌鹑蛋潜力巨大，助力公司打开经销商和散装市场，预计下半年产能扩充后仍将释放更大销量。**第二**，公司流通渠道占优，现代渠道、零食专营系统和新媒体平台表现突出。小包装坐稳流通渠道，大包装推动产品进入现代渠道，散称受益于连锁商超和零食专营店扩张快速成长。**第三**，非洲鳀鱼首次进口中国，原料采购探索全球化。产能具备一定生产规模，同时还将进一步扩产，供应链持续深化。**第四**，鱼制品成本有所缓解，非鱼成本改善，毛利率逐季改善，预计毛利率尤其是鹌鹑蛋毛利率仍有较大提升空间，盈利弹性有望释放。
- **产品：鹌鹑蛋潜力巨大，成功打造多款亿级大单品。**①**品类**，2023H1鱼制品、禽类制品、豆制品和其他产品（魔芋为主）分别实现营收6.03亿元（+35.01%，+7.79pct）、1.71亿元（+155.05%，+97.26pct）、1.01亿元（+29.23%，+12.09pct）和0.37亿元（+65.75%，-151.82pct）。三大品类均实现快速增长，坐稳休闲鱼类龙头，禽类因鹌鹑蛋表现亮眼超越豆制品成为第二大品类。②**单品**，大单品战略显著，深海小鱼“超十亿级”，鹌鹑蛋、豆干、肉干等多款产品达“亿元级”，公司洞察市场、研发新品、打造爆品的能力突出。1>**鹌鹑蛋**，“小蛋圆圆”月销突破2700万元，成为黑马产品，助力公司打开经销商和散装市场，预计下半年产能扩充后仍将释放更大销量。2>**手撕肉干**，自2021年进入亿元级单品行列，目前保持稳定增长趋势。3>**魔芋**，创收约3000万元。同时，公司在原有品类基础上进一步升级优化，上半年开发“深海鳀鱼、蜂蜜味鹌鹑蛋、真鱼豆干”等8项产品。单品力有望得到增强，多产品曲线预计推动公司业绩持续高速增长。③**包装**，公司持续发力“大包装升级”策略，同时新增“散称”，上半年以“大包装+散称”产品组合为基础，推动产品进入高势能渠道。小包装维持优势地位，占比约50%，同比增长约20%，大包装同增约70%，散称受益于连锁商超和零食专营店扩张同增超过220%。④**供应链**，1>**原料采购**，肯尼亚子公司生产的野生鳀鱼首次进口中国，在东南亚采购的基础上继续探索全球化采购模式。2>**产能**，公司已具备一定生产规模，同时还将进一步扩产。鱼制品规划/在建产能26000/4000吨/年，报告期内鱼制品新车间完工投产，鹌鹑蛋规划/在建产能9600/6400吨/年，产能释放保障销量进一步成长。
- **渠道：流通渠道占优，直营渠道受益于零食专营店和新媒体平台快速成长。**2023H1经销、直营及其他分别实现营收7.49亿元（+40.38%）、1.76亿元（+102.37%），传统流通渠道占优，直营及其他渠道受益于零食专营店和新媒体平台快速成长。①**经销渠道**，公司经销商2559家，较年初增加292家。经销商队伍逐渐壮大，覆盖更多优质以及空白渠道。新增经销商主要加密在华东和华南，带动两地营收同增59.76%和56.44%。经销商平均提货额为29万元（+9.71%），在公司扶强扶优下，经销商进一步提质。②**直营**

及其他渠道，1>零食专营店，公司合作70+家，尾部零食专营店由经销商负责管理，公司与零食很忙、糖巢、好想来、老婆大人等约40家头部零食专营渠道直接合作。零食专营店收入贡献由1500万元快速增长到6000万元。**2>新媒体平台**，公司一方面布局短视频、社交平台、达人直播等系列传播矩阵，另一方面通过绑定KOL持续种草、开展多项主题活动，品牌和销量双升，抖音等新媒体平台贡献0.50亿元（+622.17%）。

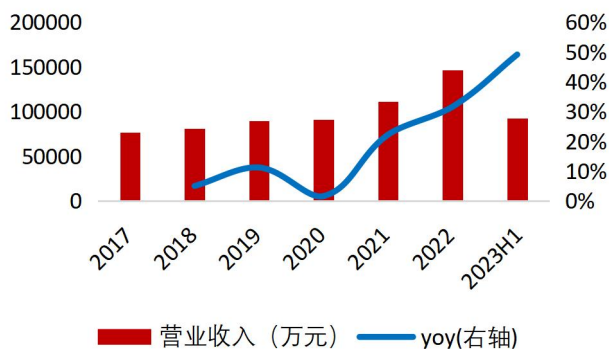
- **费率：毛利率逐季改善，仍有较大提升空间。**①**毛利率**，2023H1毛利率为26.26%（-0.81pct），鱼制品/豆制品/禽类制品毛利率分别为28.10%/26.12%/16.98%，同比-1.39%/+3.28%/-1.20%。因去年同期采购价处于低位、鱼制品原料采购价因汇率和疫情上涨，鱼制品成本承压，目前已逐季改善。鹌鹑蛋目前以经销为主，毛利率仅为单位数，拖累禽类整体毛利率。预计下半年鱼制品成本有所缓解，非鱼成本改善，叠加产能利用率提升，毛利率尤其是鹌鹑蛋毛利率仍有较大提升空间。②**期间费率**，2023H1期间费率为16.21%（-1.10pct），Q2单季度期间费率为15.64%（同比-1.03pct，环比-1.21pct），其中销售/管理/研发/财务费率分别为10.47%/3.72%/1.99%/-0.54%。2023H1销售费用同比+43.61%，主要是电商服务推广费、品牌推广费增加导致，但因增速低于营收增速，销售费率表现为同比小幅下降0.42pct。所得税率提升主要与母子公司的税率不同以及产品结构变化、5月汇算清缴有关。受毛利率影响，毛销差为15.12%（-0.91pct），归母净利率为8.99%（-0.15pct），利润短期承压，预计毛利率提升后盈利能力将得到增强。
- **现金流：整体健康。**销售收现10.10亿元（+43.73%），略低于报表收入，主因公司计划性储备原辅料。合同负债0.87万元（+61.70%），蓄水池充沛。期末现金及现金等价物余额4.58亿元，现金流整体健康。
- **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31/23/18倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**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	42.01	30.60	23.37	18.44

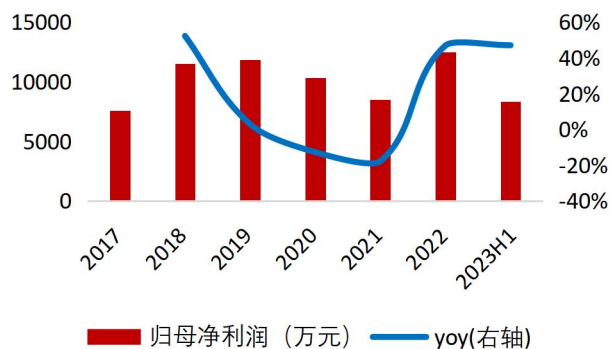
资料来源: wind, 东海证券研究所, 2023年8月18日

图 1 2017-2023H1 公司营收及增速



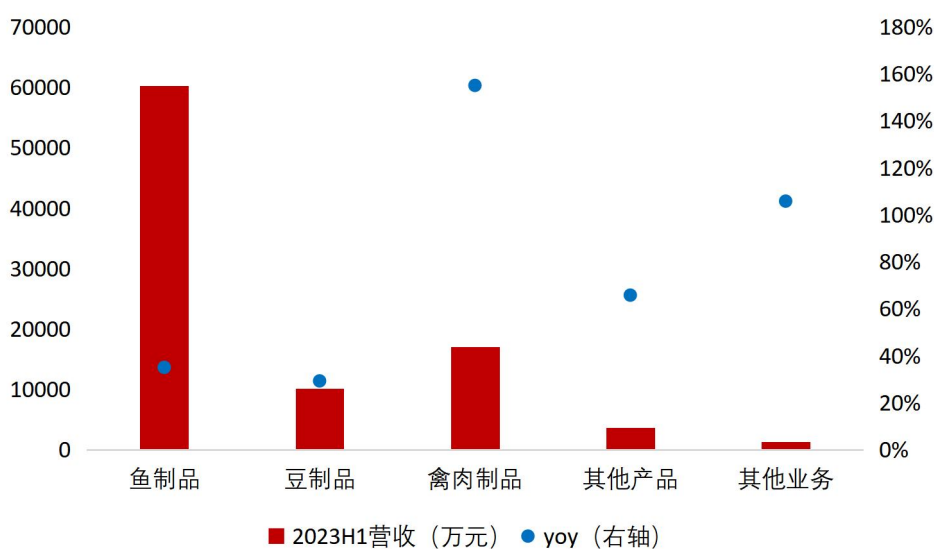
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 2 2017-2023H1 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 3 劲仔食品品类变化



资料来源: wind, 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	42.01	30.60	23.37	18.44
P/B	5.41	3.80	3.42	3.02
EV/EBITDA	24.35	22.59	16.52	12.97

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年8月18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
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 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
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089