



Research and
Development Center

品牌具备先发优势，现代渠道扩张空间大

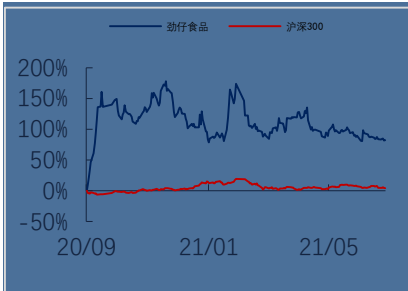
—劲仔食品(003000)公司首次覆盖报告

2021年07月12日

马铮 首席研究员
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
劲仔食品 (003000)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	13.17
52 周内股价波动区间 (元)	20.10-7.23
最近一月涨跌幅 (%)	-86.83
总股本 (亿股)	4.03
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	53.10

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

品牌具备先发优势，现代渠道扩张空间大

2021 年 07 月 12 日

本期内容提要：

◆**投资建议：**市场对于鱼类零食能否成为主流零食存在疑虑，我们认为从产品端和消费者教育端鱼类零食均具备提升市场规模的潜力，公司作为当之无愧的鱼类零食领导品牌，通过品牌推广和产品升级有望提升品类认知度带动鱼类零食市场规模的扩大，并提升市占率。公司在现代流通渠道空白市场大，卫龙的渠道发展侧面表明“农村包围城市”的渠道策略的可行性，看好公司在连锁超市及便利店的现代渠道的发展推动营收增长。规模效应及产品升级推动下，预计毛利率保持稳中有升的态势，预计 21-23 年 EPS 分别为 0.35、0.44、0.53 元/股，对应 2021 年 PE 为 37.6X，给予“买入”评级。

◆**鱼类零食有望成为主流细分品类，看好劲仔进一步提升市占率。**休闲食品行业近万亿市场，肉类及水产动物、休闲蔬菜制品等细分品类增速位于前列。鱼类制品具有咸辣等成瘾消费属性及高蛋白等符合消费趋势的产品特性，且对于日常消费的“鱼产品”消费者认知程度高，看好鱼类零食市场规模的提升。目前鱼类零食市场规模约 200 亿元，劲仔为鱼类零食当之无愧的领导品牌，目前市占率约 5-6%，市场竞争格局分散，公司募投项目加码品牌推广及营销，有望进一步提升品类认知度及品牌知名度，看好其在快速增长的赛道中进一步提升市占率。

◆**看好其扩张现代渠道，有望形成传统渠道+现代渠道+线上渠道三线齐驱。**劲仔目前在传统流通渠道较为强势，触达终端约 120 多万个，相比测算的 300 多万终端渠道扩张远未到天花板，在连锁超市、便利店等现代流通渠道空白市场仍多，卫龙的渠道发展侧面验证“农村包围城市”的流通渠道发展战略的可行性，劲仔产品属性与其类似，目前公司通过返进场费用等举措提升经销商铺设 KA 等渠道的积极性，看好其扩张现代渠道推动营收增长。

◆**募投加码基地技改，毛利率有望稳中有升。**2020 年公司毛利率受鳀鱼干原料上涨有所下滑，长期来看，鳀鱼资源丰富，公司在肯尼亚布局原料基地，预计进一步稳定原料价格，其次通过产品升级或提价，公司吨价有望整体保持稳中有升的趋势，叠加募投进行基地技改有望进一步提升生产效率，规模效应下毛利率预计保持稳中有升的态势。

◆**股价催化剂：**现代渠道拓展超预期；产品升级及新品推出顺利。

◆**风险因素：**现代渠道扩张不达预期；鳀鱼原料价格大幅上涨；食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	895	909	1,099	1,311	1,494
增长率 YoY %	11.2%	1.6%	20.9%	19.3%	14.0%
归属母公司净利润(百万元)	118	103	141	177	215
增长率 YoY%	2.8%	-12.8%	36.8%	25.2%	21.5%
毛利率%	30.7%	27.2%	31.1%	31.6%	32.2%
净资产收益率ROE%	18.4%	11.9%	14.4%	15.7%	16.6%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.26	0.35	0.44	0.53
市盈率 P/E(倍)	0.00	57.35	37.58	30.02	24.72
市净率 P/B(倍)	0.00	6.82	5.40	4.72	4.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 07 月 11 日收盘价

目录

1. 鱼类休闲零食龙头.....	5
1.1. 聚焦风味小鱼，基本实现全国化.....	5
1.2. 创始人实控，股权激励促进发展信心.....	7
2. 水产零食增速快，竞争格局分散.....	8
2.1. 休闲零食近万亿市场，人均提升空间大.....	8
2.2. 鱼类零食规模有望提升，劲仔市占率仍有向上空间.....	9
3. 品牌端具备先发优势.....	10
3.1. 扩充产品矩阵，巩固鱼类零食领导地位.....	10
3.2. 品牌具备先发优势，品类认知度有望提升.....	11
3.3. 募投加码生产预计提效，毛利率有望稳中有升.....	12
4. 经销商呈现扩张态势，终端网点预计有翻倍空间.....	14
4.1. 经销商数量超 1700 多家，呈明显扩张态势.....	14
4.2. 流通渠道较为强势，现代渠道拓张空间大.....	15
4.3. 连锁便利店发展快速，看好其提升该渠道的渗透率.....	17
5. 估值与投资评级.....	17
6. 风险因素.....	18

表目录

表 1: 2021 年股权激励进一步绑定公司核心管理及技术人员.....	7
表 2: 2021 年发布股权激励进一步推动公司人员发展积极性.....	8
表 3: 劲仔目前产品以小包装为主.....	10
表 4: 募投资金加码公司品牌推广.....	12
表 5: 募投资金加码产能预计生产效率进一步提升.....	12
表 6: 公司毛利率受鳀鱼干价格波动及吨价影响.....	13
表 7: 劲仔目前在流通渠道较为强劲.....	16
表 8: 可比公司估值表.....	18

图目录

图 1: 劲仔食品发展历程.....	5
图 2: 2016-2020 年营收 CAGR 达 23.02%.....	6
图 3: 2016-2020 归母净利润 CAGR 为 41.37%.....	6
图 4: 净利率整体呈现提升的态势.....	6
图 5: 研发费用率提升明显.....	6
图 6: 2017 年公司通过技改和渠道扩张，风味小鱼实现大幅增长.....	6
图 7: 公司基本实现泛全国化布局.....	6
图 8: 劲仔食品股权结构图.....	7
图 9: 人均可支配收入突破一万元.....	8
图 10: 2020 年休闲食品市场规模达 7749 亿元.....	8
图 11: 中国休闲食品人均消费提升空间大.....	9
图 12: 肉质水产动物制品、蔬菜制品及豆干制品复合增速较快.....	9
图 13: 鱼制品市场空间 2030 年预计达 600 亿元.....	9
图 14: 鱼类零食相比瓜子行业市占率提升空间大.....	9
图 15: 公司研发投入提升明显助力产品扩充.....	11
图 16: 华中地区增速侧面印证公司产品力.....	11
图 17: 2020 年公司加大品牌推广明显.....	11
图 18: 新代言人预计进一步提升品牌知名度.....	11
图 19: 产能目前不存在瓶颈.....	12
图 20: 2019-2020 年公司销量整体平稳.....	12
图 21: 鳀鱼干占比原材料成本高.....	13
图 22: 原材料鳀鱼干价格存在一定波动性.....	13
图 23: 还原运输费后豆干毛利率有所提升.....	13
图 24: 公司加强原料储备对冲原材料涨价.....	13
图 25: 吨价近几年整体呈现平稳上升的趋势.....	14
图 26: 采购集中度呈现下降趋势，预计原料采购更具选择性.....	14
图 27: 公司销售以经销为主.....	14
图 28: 2020 年公司经销商数量实现较快增长.....	14
图 29: 撤销经销商在近两年有所减少.....	15
图 30: 2015 年开始合作的经销商收入贡献最大.....	15
图 31: 新开始合作的经销商毛利率呈现更低的水平.....	15

图 32: 渠道退货率低, 渠道运转较为良性	15
图 33: 劲仔在现代渠道及线上渠道具备提升空间	16
图 34: 2020 年公司线上渠道实现了较快增长	16
图 35: 线下渠道毛利率相对较高	16
图 36: 公司终端触达网点预计有翻番空间	16
图 37: 便利店门店数量呈现快速发展	17
图 38: 便利店行业增速远远高于零售行业增速	17

1. 鱼类休闲零食龙头

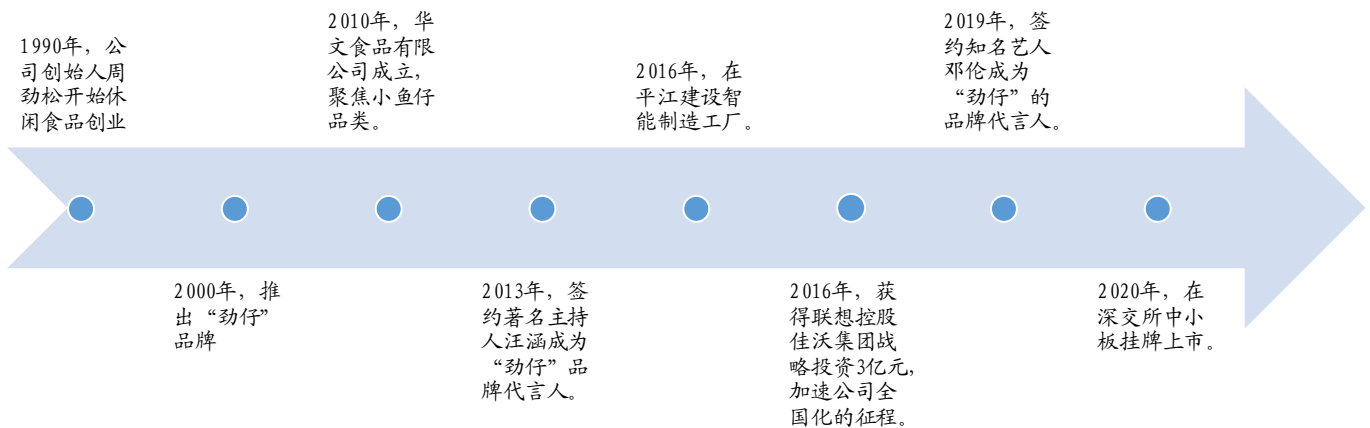
公司于 2010 年在湖南岳阳正式成立，主营业务为风味小鱼、风味豆干等传统风味休闲零食，旗下拥有“劲仔”、“博味园”等知名品牌。经过 10 余年的发展，公司目前已成为我国知名的休闲零食企业之一，并于 2020 年 9 月登陆深交所挂牌上市，成为 A 股鱼类休闲零食第一股。2021 年，公司更名为“劲仔食品”，突出公司主营业务，助于提升品牌知名度。

1990-2010 年：开启休闲零食创业，聚焦小鱼仔品类。1990 年，公司创始人周劲松先生下海创业做酱干，并于 1995 年左右带领酱干走出湖南，开辟新市场河南，2000 年，公司推出“劲仔”品牌，2010 年左右，创始人开始二次创业，聚焦小鱼仔品类。

2011-2017 年：签约品牌代言人，引入战略投资者。这一阶段，公司主要围绕小鱼仔品类调整口味、开拓渠道、塑造品牌等。品牌端，2013 年公司签约著名湖南主持人汪涵成为“劲仔”品牌代言人，品牌知名度得以提升。生产端，2016 年，公司引入战略投资者佳沃集团，随后对平江生产基地进行技术改革及自动化升级，生产效率进一步提升。渠道端，生产供应起量之后，2016-2017 年公司渠道实现快速扩张，带动营收高增长，2017 年，公司营收突破 7 亿元。

2018-至今：鱼跃龙门，募投加码。2019 年，公司签约知名艺人邓伦成为“劲仔”的品牌代言人，品牌形象更加贴近年轻一代，2020 年，公司营收突破 9 亿元，并于当年成功登陆深交所，成为“鱼类休闲零食第一股”。

图 1：劲仔食品发展历程



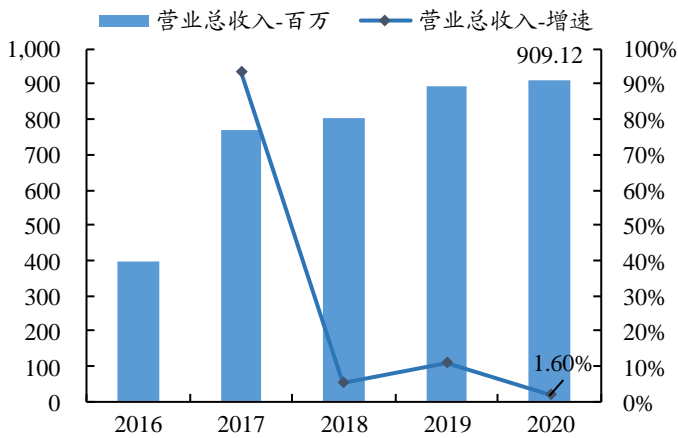
数据来源：华文食品官网，百度百科，信达证券研发中心

1.1. 聚焦风味小鱼，基本实现全国化

聚焦风味小鱼，规模效应下净利率有所提升。公司 2020 年实现营业收入 9.09 亿元，归母净利润 1.03 亿元，近几年公司整体业绩保持相对平稳，规模优势下销售费用率呈现下降的趋势，带动净利率整体有所提升，研发费用率呈现明显的上升趋势，研发投入的加大有望进一步增强公司产品端的竞争力。公司主营产品为风味小鱼、风味豆干及风味肉干等，风味小鱼 2017 年实现大幅提升，近两年增速有所放缓，豆干业务整体呈现萎缩的态势，2019 年起风味肉干占比提升快，目前已成为公司第三大单品。区域布局上，公司目前已基本实现泛全国

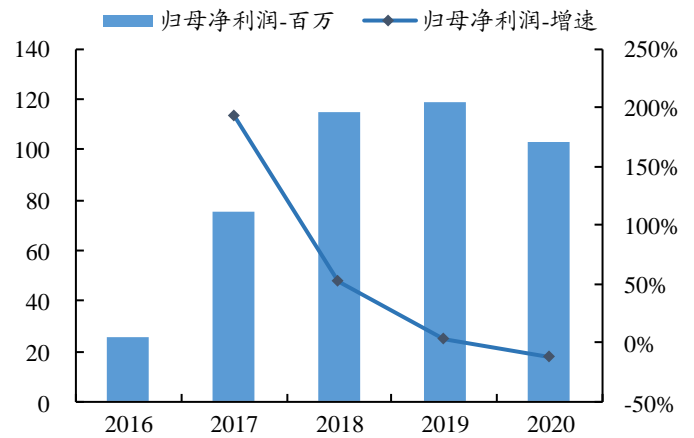
化。

图 2: 2016-2020 年营收 CAGR 达 23.02%



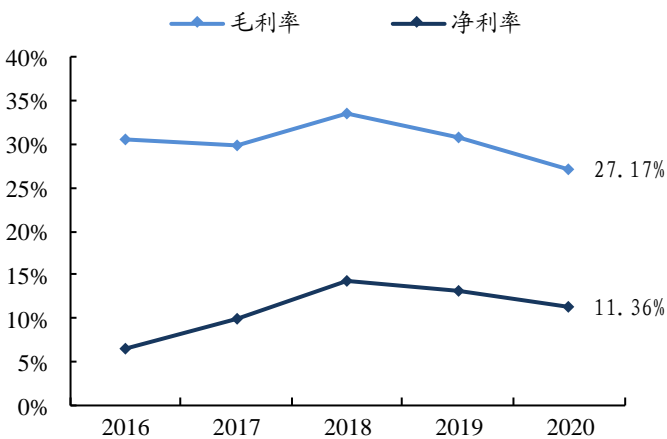
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2017 年营收增速较快主要系工厂技改和渠道开拓顺利。

图 3: 2016-2020 归母净利润 CAGR 为 41.37%



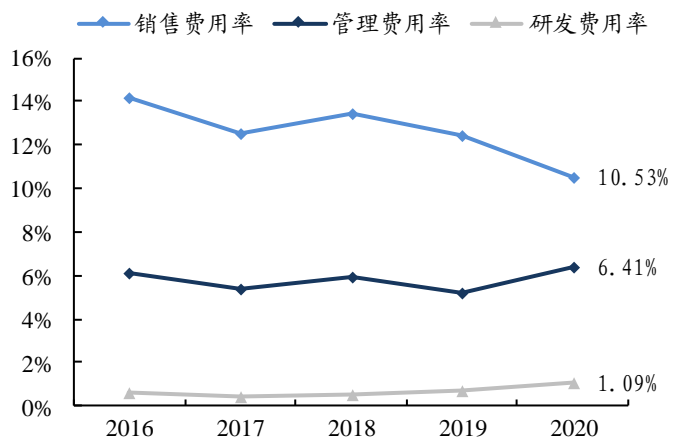
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 净利率整体呈现提升的态势



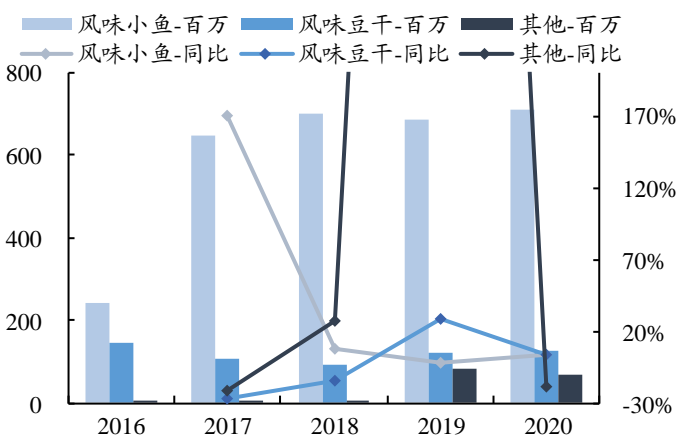
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2020 年毛利率下降主要系原材料涨价影响

图 5: 研发费用率提升明显



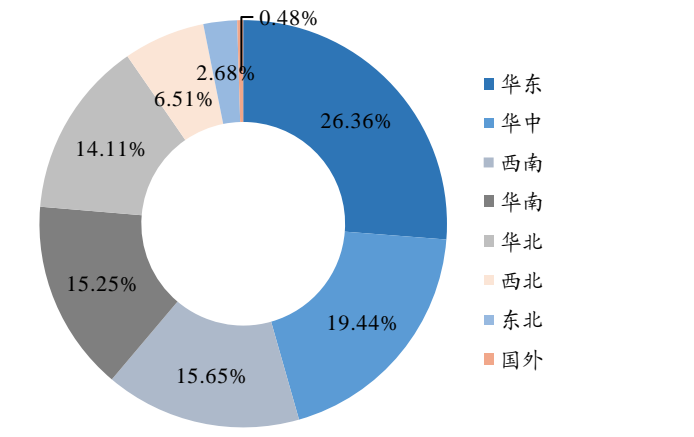
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 2017 年公司通过技改和渠道扩张, 风味小鱼实现大幅增长



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2019 年风味肉干大幅增长推动其他产品高增长

图 7: 公司基本实现泛全国化布局

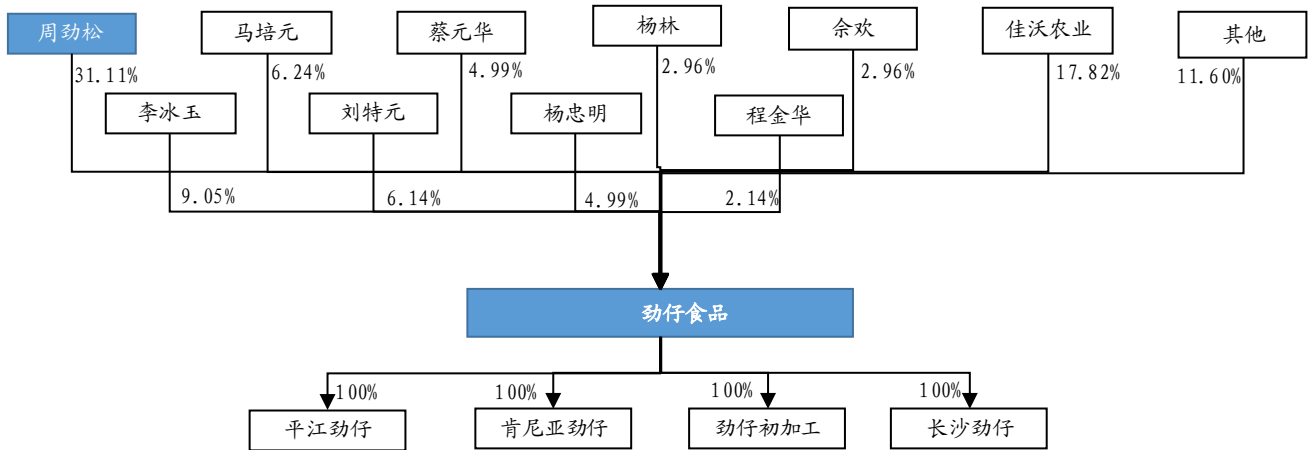


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2. 创始人实控，股权激励促进发展信心

控股股东为创始人周劲松、李冰玉夫妇，休闲零食运营经验丰富。截止到2020年年报，创始人周劲松、李冰玉夫妇合计持股40.16%，为公司实际控制人，第二大股东为战略投资者联想控股的佳沃农业，持股17.82%，解禁时间为2021年9月。创始人周劲松先生深耕行业多年，对口袋零食、湖湘风味研究和实践30余年，运营经验丰富。

图 8：劲仔食品股权结构图



数据来源：招股说明书，Wind，信达证券研发中心

股权激励落地，深度绑定各方利益。公司于2021年推出股权激励计划，拟向包括董事、高级管理人员及核心人员在内的23人授予限制性股票数量400万股，占比总股本约1%，此次激励计划考核目标为以2020年营业收入为基数，21/22年营业收入增长率分别不低于20%/44%，如股权激励目标达成，2021年公司有望实现营收10.91亿元，股权激励下预计进一步提升公司人员的发展积极性。

表 1：2021 年股权激励进一步绑定公司核心管理及技术人员

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的 比例	占本计划公告日股本总额的 比例
康厚峰	副总经理、财务总监	35	8.75%	0.0875%
丰文姬	董事、副总经理、董事会秘书	35	8.75%	0.0875%
苏彻辉	副总经理	35	8.75%	0.0875%
核心人员 (20 人)		222	55.50%	0.5550%
预留股份		73	18.25%	0.1825%
合计		400	100.00%	1.00%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 2: 2021 年发布股权激励进一步推动公司人员发展积极性

解锁期	业绩考核目标	完成情况	解除比例
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	相比 2020 年, 2021 年营业收入增长率不低于 20%	2021 年 Q1 营业收入同比增长 15.89%, 若要达成业绩目标, 2021 年营收需达 10.91 亿元	50%
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	相比 2020 年, 2022 年营业收入增长率不低于 44%	若要达成业绩目标, 2022 年营收需达 13.09 亿元	50%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

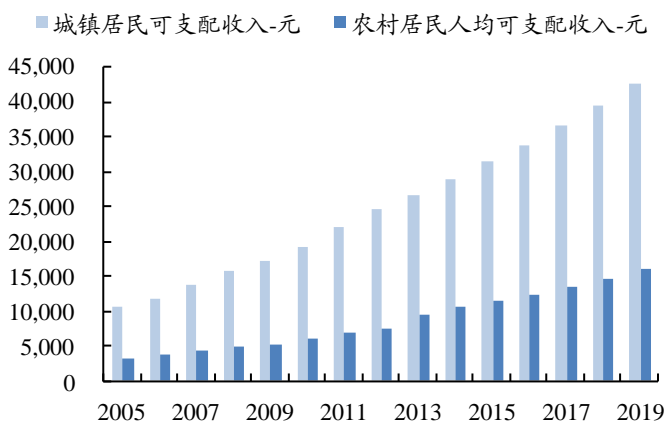
2. 水产零食增速快, 竞争格局分散

2.1. 休闲零食近万亿市场, 人均提升空间大

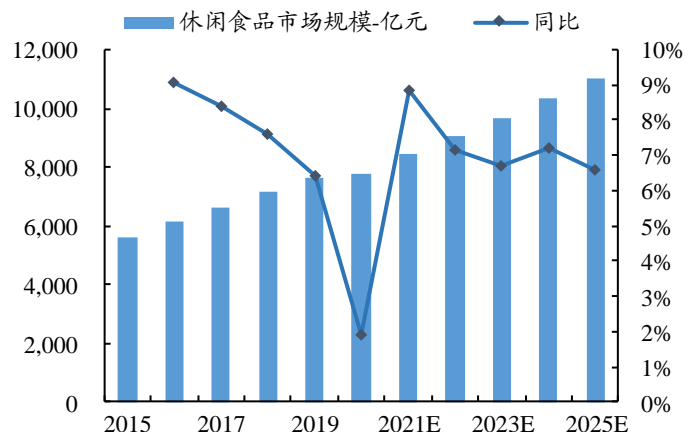
休闲食品行业近万亿规模, 国内人均消费仍有较大提升空间。公司所属大行业为休闲食品, 据 Frost & Sullivan 数据显示, 预计 2020 年我国休闲食品规模将达到 7749 亿元, 近五年复合增长率约 6.6%。据 Mob 研究院数据显示, 预计 2020 年中国休闲食品市场规模将达到 6000 亿元, 年复合增长率有望维持在 6% 左右。据中国食品工业协会数据显示, 2020 年我国休闲食品市场规模达到 1.25 万亿元。中商产业研究院的数据显示, 预计 2023 年中国休闲食品行业零食规模将达到 1717 亿美元。

综合上述统计数据, 休闲食品行业空间大且保持较高增速, 行业有望充分享受居民人均消费支出提升及消费升级带来的扩容红利。再观察中国休闲食品人均消费量和消费额, 分别为 2.15kg、75 元, 与中国饮食习惯较为接近的日本 (5.63kg、501.4 元) 相比, 国内休闲食品消费量仍有近 2 倍以上的提升空间, 行业高景气度有望持续维持。

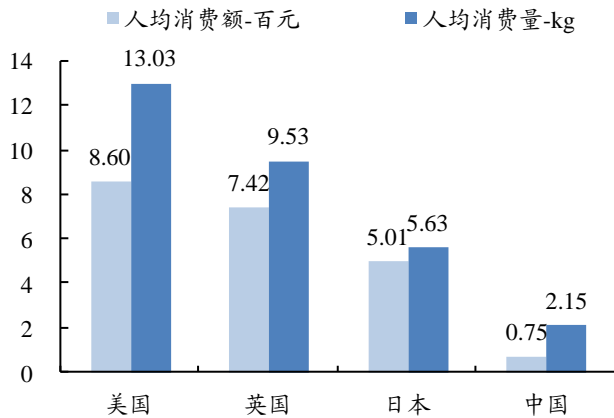
据卫龙美味的招股说明书数据显示, 分品类来看, 2020-2025 年休闲蔬菜制品 (主要包括海带、魔芋、藕丁等产品)、调味面制品、榛子及坚果炒货、肉质及水产动物制品、休闲豆干制品复合增速预计位于行业细分品类前列, 预计分别达 17.7%、10.3%、9%、8%、7.9%。整体来看, 公司主营细分品类, 肉质及水产动物制品、休闲蔬菜制品、休闲豆干制品 2025 年市场规模预计分别达 1156、547、246 亿元, 且复合增速较快, 目前公司主营细分品类仍以小公司为主, 竞争格局分散, 产品品牌渠道力强的公司有望脱颖而出。

图 9: 人均可支配收入突破一万元


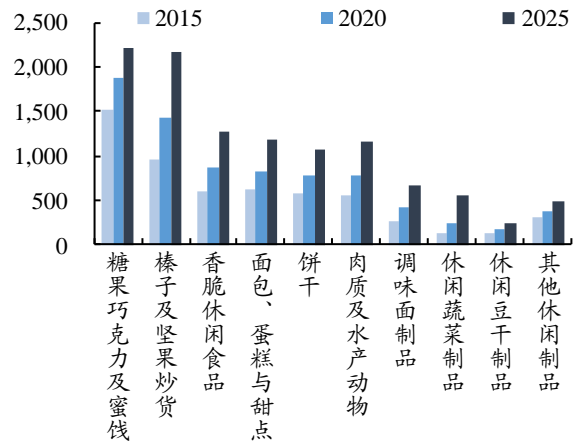
数据来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 10: 2020 年休闲食品市场规模达 7749 亿元


数据来源: 弗若斯特沙利文, 卫龙美味招股说明书, 信达证券研发中心

图 11: 中国休闲食品人均消费提升空间大


数据来源: 甘源食品招股说明书, 信达证券研发中心 注: 2015 年数据

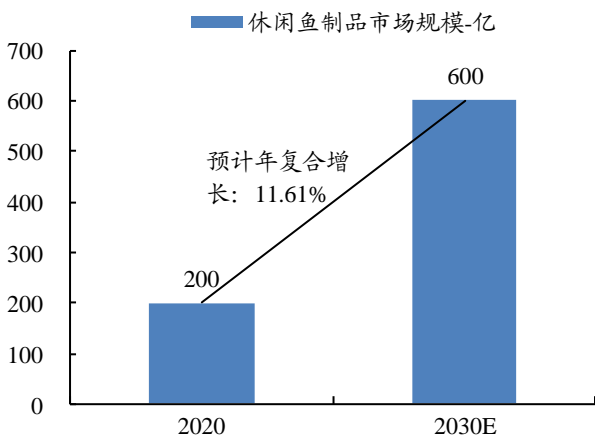
图 12: 肉质水产动物制品、蔬菜制品及豆干制品复合增速较快


数据来源: 弗若斯特沙利文, 卫龙美味招股说明书, 信达证券研发中心

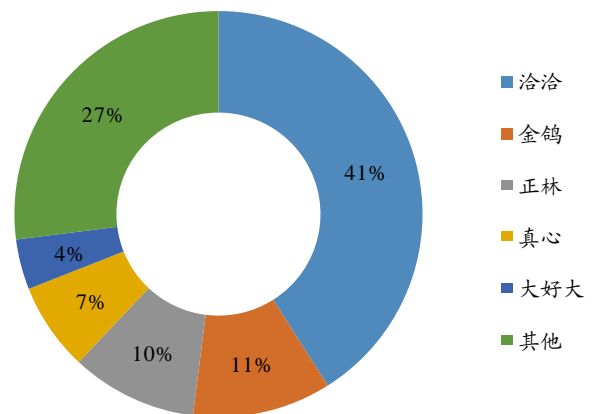
2.2. 鱼类零食规模有望提升, 劲仔市占率仍有向上空间

鱼类零食能否成为主流细分品类? 我们认为, 鱼类零食通常口味偏向辣味和咸味, 具备一定的解馋及成瘾属性, 并且鱼制品富含蛋白质, 满足消费者对于高蛋白制品的消费倾向, 因此从产品端具备成为主流零食品类的基础。消费者教育端, 海味零食近年发展快, 鱼类制品作为餐桌上的“常客”, 约 2000 年起逐步由餐桌转向休闲食品, 消费者认知度较高并具有一定的消费习惯, 整体较为看好鱼类零食成为主流的细分品类, 持续提升市场规模。

行业竞争格局分散, 公司市占率提升空间大。 公司主打的风味小鱼产品属于休闲鱼制品细分品类, 根据中国水产流通与加工协会数据, 2020 年休闲鱼制品市场规模约 200 亿元左右, 预计 2030 年休闲鱼制品市场规模将达到 600 亿元。公司作为鱼类零食领导品牌, 2020 年风味小鱼品类营收达 7.1 亿元, 营收规模超过行业第二品牌近 3 倍, 但公司市占率仅约为 5-6%。参考瓜子和辣条等目前竞争格局显著的休闲零食品类的发展历程, 随着消费者品类认知度的提升, 将带动行业市占率向头部品牌集中, 需求端主要的驱动力在于: 休闲零食市场品类众多, 对于小品类休闲零食而言, 消费者心智倾向于接纳“头部品牌=品类”这一概念, 劲仔为休闲鱼类零食龙头企业, 看好其后续通过品牌推广等持续提升市占率。

图 13: 鱼制品市场空间 2030 年预计达 600 亿元


数据来源: 公司公告, 中国水产流通与加工协会, 信达证券研发中心

图 14: 鱼类零食相比瓜子行业市占率提升空间大


数据来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心 注: 袋装瓜子行业竞争格局

3. 品牌端具备先发优势

3.1. 扩充产品矩阵，巩固鱼类零食领导地位

风味小鱼主要以小包装为主，大包装及高端产品提升空间大。公司产品口味主要包括香辣、麻辣、酱汁、糖醋等，口味矩阵丰富，适应全国各地不同口味偏好。产品目标人群主要为 18-35 岁的年轻女性，终端形态主要为 1 元小包装及新推出的大包装，价格定位大众消费，与魔芋爽、豆干等存在部分竞争的品类定价相近。新品端，公司 2020 年推出了战略单品劲仔深海小鱼，定位高端鱼类零食，以及短保豆干等。整体而言，公司鱼类零食品类口味上丰富度较高，但品项上对比同货架的产品仍略显单薄，并且目前公司经典产品还是以小包装为主，对比卫龙小包装有亲嘴烧系列、海带和魔芋爽，大包装有白袋系列，公司大包装及高端鱼类零食仍有较大的提升空间。目前公司产品战略为专注深耕鱼类零食，同步开发协同休闲零食，公司通过品项升级和新品类开发两条线入手，有望持续扩充鱼类零食产品矩阵，巩固鱼类零食的领导地位，提升品类市场份额。

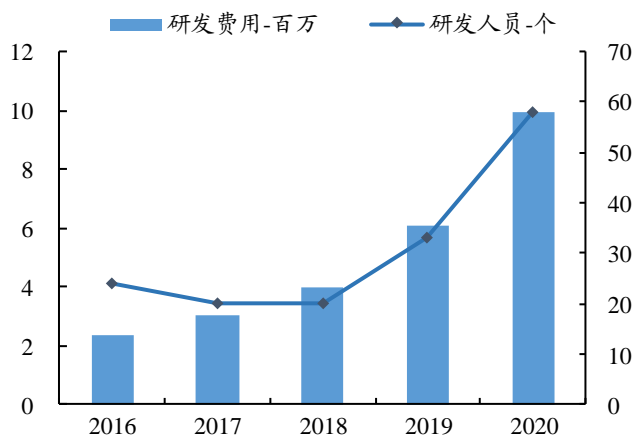
产品具备一定的竞争力。湖南盛产鱼类美食，劲仔小鱼也发源于此，从区域分布上来看，公司营收占比最大的市场为华东而非大本营华中，主要系初期渠道采取外围先开拓策略，近年来华东市场增速明显快于其他区域，作为鱼类零食竞争激烈的区域市场，劲仔在华东区域规模快速提升侧面印证公司产品的竞争力。

表 3: 劲仔目前产品以小包装为主

图示	价格	图示	价格	图示	价格
劲仔风味小鱼					
口味: 香辣、麻辣、酱汁、糖醋、酸菜					
	经典小包装 1 元/包 (15g)		盒装 5.8 元/盒 (48g)		大包装 8.9/包 (120g)
劲仔厚豆干		劲仔素肉		劲仔肉干	
香辣, 麻辣, 泡椒, 盐焗, 酱汁等		香辣, 麻辣, 甜辣, 烧烤等		香辣, 麻辣等	
	小包装 1.3 元/包 (25g)		1 元/包 (26g)		2 元/包 (15g)
卫龙亲嘴烧		卫龙魔芋爽		卫龙风吃海带	
红烧牛肉、麦辣鸡、川香口味等		麻辣、香辣、酸辣等		麻辣口味	
	0.5 元/条 (40g)		1 元/包 (18g)		1 元/包 (20g)

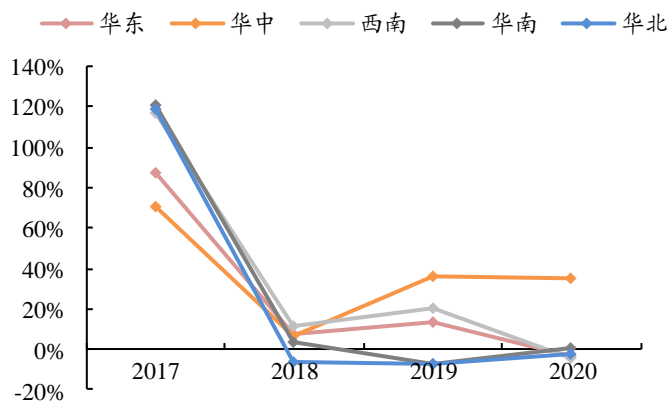
数据来源: 劲仔官网, 卫龙官网, 线下小超市调研, 信达证券研发中心

图 15: 公司研发投入提升明显助力产品扩充



数据来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

图 16: 华中地区增速侧面印证公司产品力



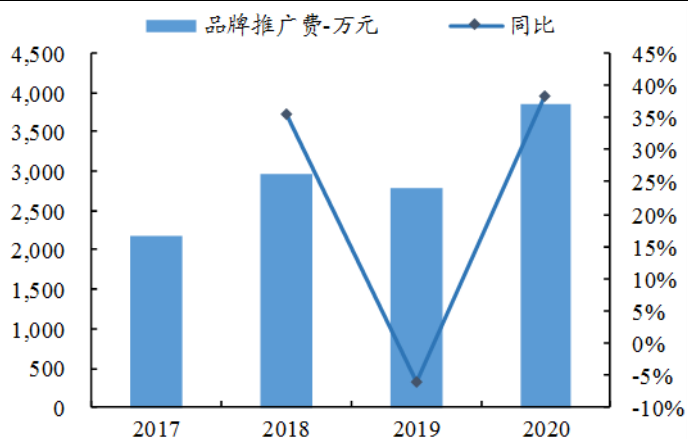
数据来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

3.2. 品牌具备先发优势, 品类认知度有望提升

注重品牌营销, 叠加终端泛全国化的铺市面, 劲仔品牌具备先发优势。公司于 2013 年签约知名主持人汪涵成为公司的代言人, 率先抢占了消费者心智, 并于 2019 年签约受年轻消费者喜爱的知名艺人邓伦成为公司的代言人, 进一步触达目标消费者的心智, 同时进行综艺赞助、新媒体宣传等进行品牌推广, 品牌知名度得到了极大的提升, 叠加终端泛全国化的铺市面, 劲仔在品牌知名度端具备先发优势。2020 年公司明显加大品牌投放力度, 品牌推广支出达 3853.53 万元。公司产品战略聚焦鱼类零食, 一方面对现有小鱼零食品项进行升级, 目前公司已推出大包装和零添加系列产品, 另一方面拓展鱼类零食的品类, 产品矩阵的丰富配合品牌推广有望提升产品认知度。

通过产品升级及品牌推广, 劲仔有望提升品类市场规模及自身市占率。公司目前为当之无愧的鱼类零食领导品牌, 加强品牌投放一方面可以提升品牌知名度, 更为重要的是在公司争夺消费者“嘴巴”的过程当中, 面临其他细分品类对于鱼类零食的份额侵蚀, 通过加大广告投放, 公司可以提升鱼类零食的品类认知度, 促进鱼类零食品类的市场规模提升, 看好公司持续加大品牌推广实现品类市场规模和自身市占率的双维提升。

图 17: 2020 年公司加大品牌推广明显



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 新代言人预计进一步提升品牌知名度



数据来源: 劲仔微信公众号

表 4: 募投资金加码公司品牌推广

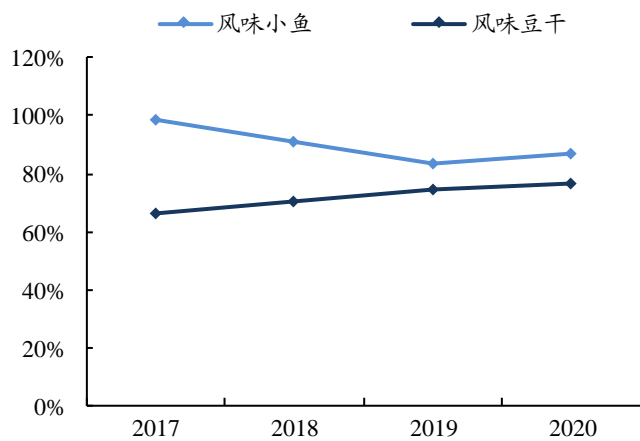
序号	项目名称	项目总投资额-万元	拟使用募集资金金额-万元
1	风味小鱼生产线技术改造项目	9,923.01	9,923.01
2	品牌推广及营销中心建设项目	6,147.16	6,147.16
	合计	16,070.17	16,070.17

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3. 募投加码生产预计提效, 毛利率有望稳中有升

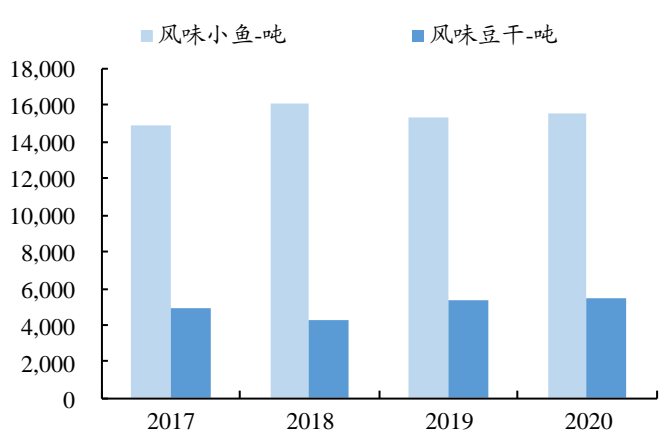
公司目前产能利用率平均超 85%, 募投资金加码预计进一步提升生产效率。公司采用自主生产的模式, 近年销量较为平稳, 目前拥有平江和康王工业园两大生产基地。其中平江生产基地主要生产风味小鱼及风味肉干, 康王工业园生产基地主要生产风味豆干。目前主要产品风味小鱼产能达到 1.8 万吨, 叠加在建的 0.225 万吨, 风味小鱼的产能合计约 2.025 万吨, 风味豆干产能 6000 吨, 整体来看, 目前公司暂时不存在产能瓶颈。公司上市募集资金加码生产基地技改, 有望进一步提升生产端的效率。

图 19: 产能目前不存在瓶颈



数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 原材料等占生产成本的比重

图 20: 2019-2020 年公司销量整体平稳



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 公司销量数据

表 5: 募投资金加码产能预计生产效率进一步提升

项目	单位-吨	合计产能-吨	2020 年销量-吨	产能利用率
风味小鱼	设计产能	18,000	15,586.63	87%
	在建产能	2,250		
风味豆干	设计产能	6,000	4,574.29	76%
	在建产能	0		
风味肉干	设计产能	1,000	678.15	68%
	在建产能	0		

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

吨价整体呈现平稳趋势, 产品升级叠加规模效应, 长期来看毛利率有望平稳向上。公司主要原材料为鳀鱼干、大豆、包装材料等, 占比主营业务成本大概 70% 左右。其中鳀鱼干为海洋鱼类资源, 广泛分布在太平洋、印度洋等全球各大洋, 生长周期约为 1 年, 目前公司主要通过贸易商从越南和泰国采购, 采购量相对大具备一定规模优势, 原料前十大供应商占比整体呈现下降趋势, 预计采购端更具灵活性。2020 年还原运输费的影响, 风味小鱼毛

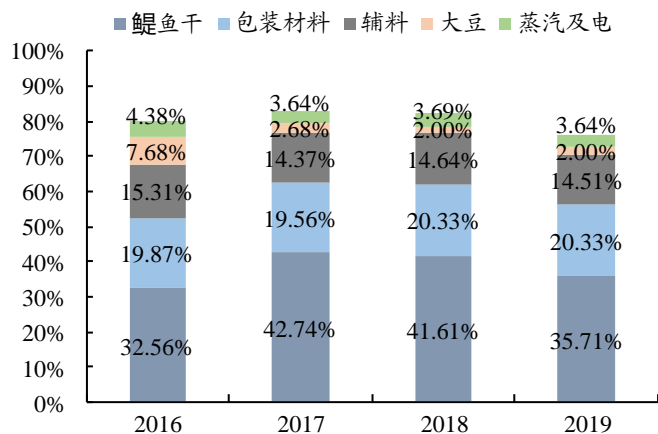
利率约为 29.34%，受原材料影响同比下降。分析鳀鱼干价格波动对于毛利率的影响，鳀鱼干采购金额占比营业成本约为 30-40%，因此鳀鱼干采购价格每变动 10%，对于毛利率的影响约为 3-4%。结合历史毛利率的变动来看，毛利率主要受原材料价格波动及吨价影响。目前公司开始筹备肯尼亚原料基地，并进行了部分原料储备，预计原料供应将更稳定，成本端波动性有望降低。产品端，整体来看公司吨价近几年保持较为平稳略有提升的态势，后续随着公司进行产品升级及渠道开拓带来规模效应等，预计后续毛利率仍有上升空间。

表 6: 公司毛利率受鳀鱼干价格波动及吨价影响

	2017	2018	2019	2020
风味小鱼-毛利率	28.91%	33.15%	33.83%	27.02%
毛利率变动		4.24%	0.68%	-6.81%
鳀鱼干-采购价格同比	3.37%	-11.09%	3.93%	
鳀鱼干占比营业成本	42.74%	41.61%	35.71%	
鳀鱼干价格波动对于毛利率的影响	-1.4%	4.8%	-1.4%	
计算方法: $1 / (1 + \text{采购价格同比} * \text{占比营业成本}) - 1$				
风味小鱼-吨价同比		-0.15%	2.58%	1.83%

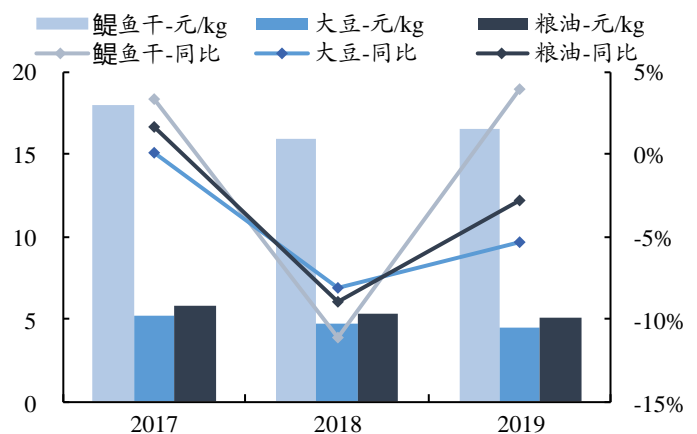
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 鳀鱼干占比原材料成本高



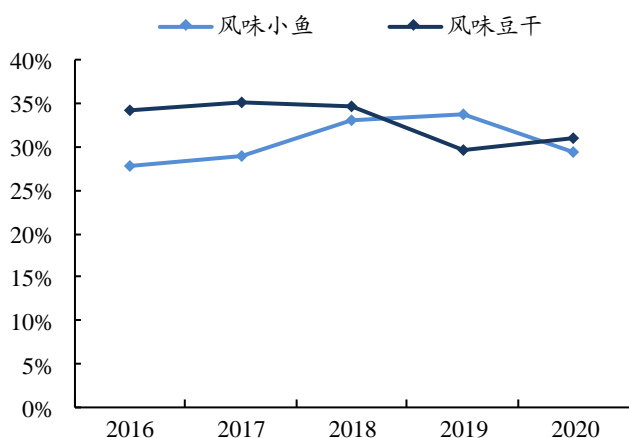
数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 原材料等占生产成本的比重

图 22: 原材料鳀鱼干价格存在一定波动性



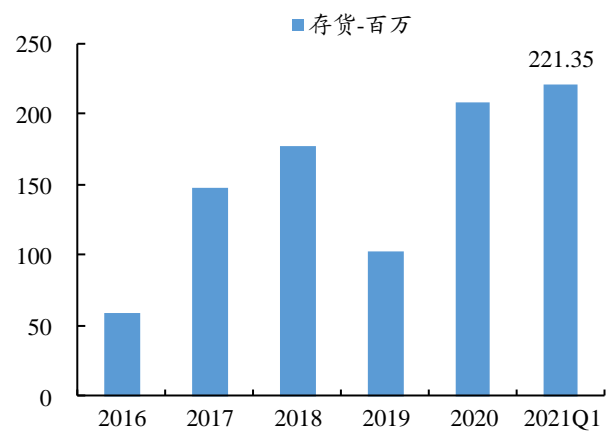
数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 23: 还原运输费后豆干毛利率有所提升



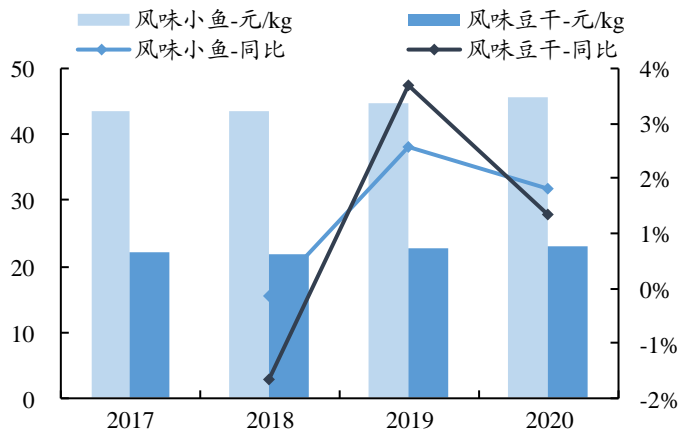
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2020 年还原运输费的毛利率

图 24: 公司加强原料储备对冲原材料涨价



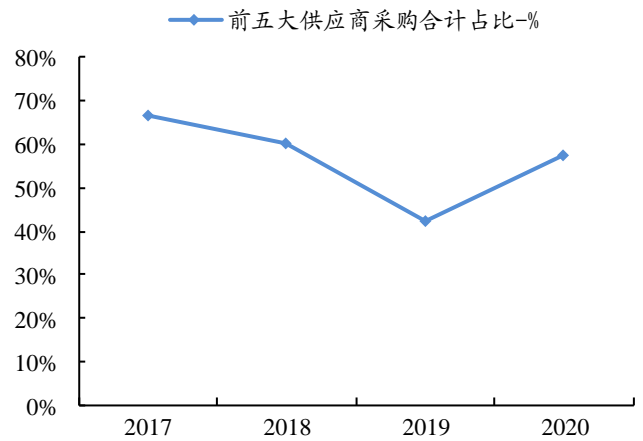
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 存货主要是鳀鱼干原料储备

图 25: 吨价近几年整体呈现平稳上升的趋势



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 吨价数据

图 26: 采购集中度呈现下降趋势, 预计原料采购更具选择性



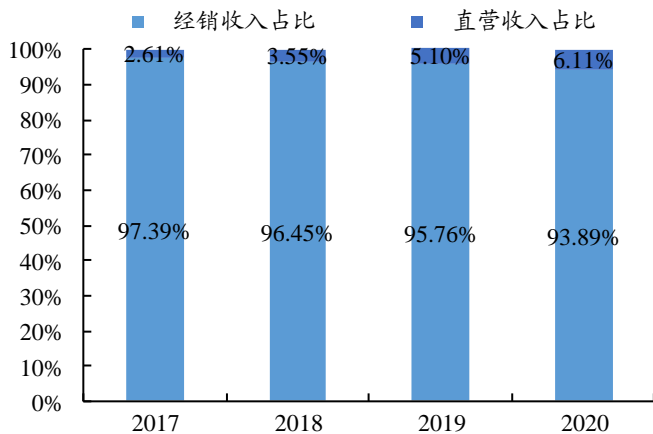
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

4. 经销商呈现扩张态势, 终端网点预计有翻番空间

4.1. 经销商数量超 1700 多家, 呈明显扩张态势

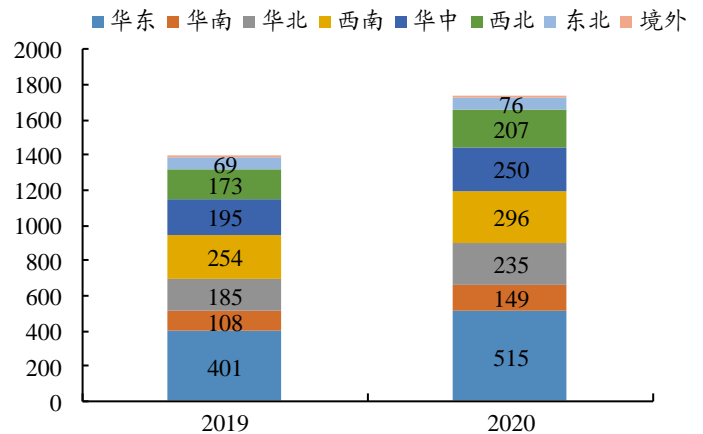
经销为主, 2020 年拥有经销商 1737 家, 渠道开拓呈现扩张加快的态势。公司销售模式以经销为主, 采用扁平化一级经销商管理模式, 结算方式采用先款后货, 2017-2020 经销收入占比均超过 90%。2020 年公司拥有经销商 1737 家, 同比 2019 年净增加 347 家, 渠道开拓呈现较为明显的扩张趋势, 从经销商开始合作的时间上来看, 2019 年中当年合作经销商数量最多, 但是收入贡献 2015 年占比最高, 并且当年新增经销商的毛利率较低, 表明经销商可能需要时间培育, 经销商增加传达到营收端增长可能存在时间差。渠道整体动销较为良好, 退货率处于低位。

图 27: 公司销售以经销为主



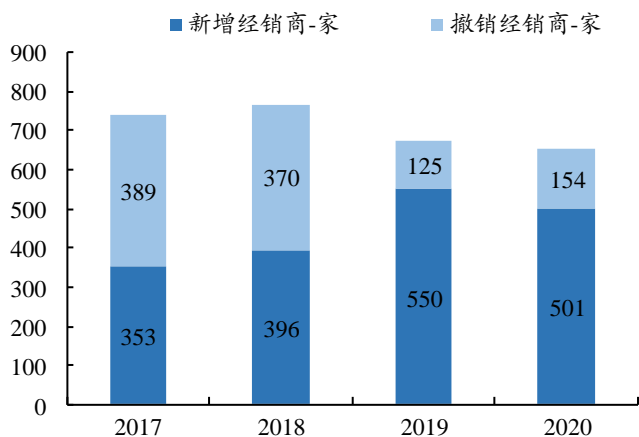
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 2020 年公司经销商数量实现较快增长



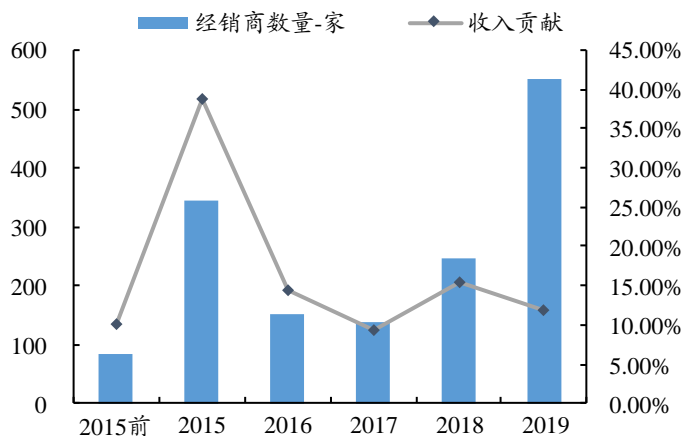
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 撤销经销商在近两年有所减少



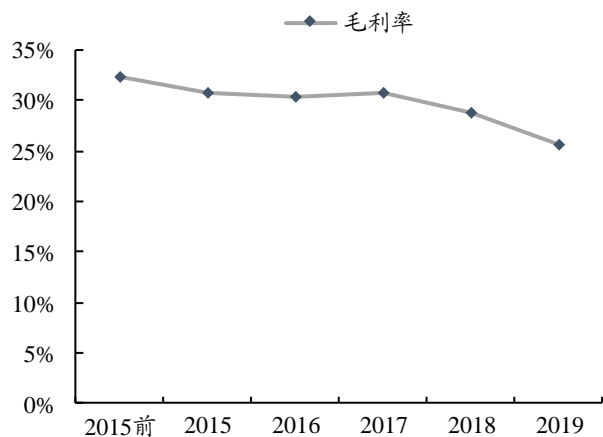
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 2015 年开始合作的经销商收入贡献最大



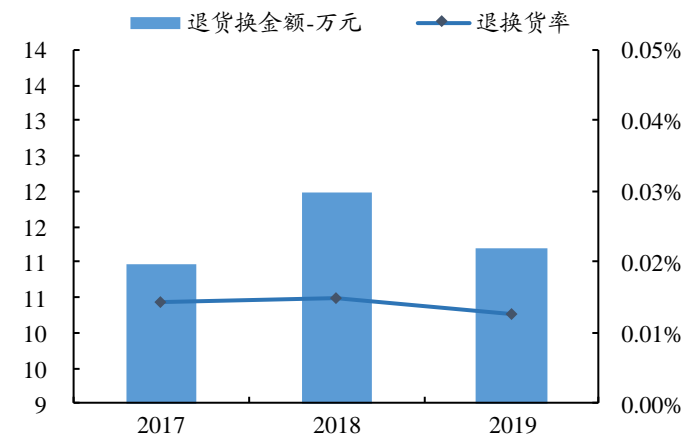
数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 横轴指的是公司与经销商开始合作时间, 收入贡献指的不同年份开始合作的经销商营收占比 2019 年收入

图 31: 新开始合作的经销商毛利率呈现更低的水平



数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 横轴指的是公司与经销商开始合作时间, 毛利率指的是不同年份开始合作的经销商在 2019 年贡献的毛利率 原因是系毛利率低的豆干和肉干销售占比更高。

图 32: 渠道退货率低, 渠道运转较为良性



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

4.2. 流通渠道较为强势, 现代渠道拓张空间大

传统流通较为强势, 现代渠道及线上渠道发展空间大, 卫龙经验下看好公司渠道扩张。按照渠道类型划分, 可主要分为传统流通 (包括小型杂货店、非连锁便利店、批发市场及夫妻店, 通常由个体或者家庭拥有和经营)、现代渠道 (购物商场、超市及连锁便利店) 及线上渠道 (淘宝、拼多多、京东、社区团购等), 目前公司在传统流通渠道较为强势, 现代流通渠道及线上渠道有待加强, 2020 年公司全年线上销售额 1.69 亿元, 同比增长 44.91%, 发展态势强劲。公司目前流通渠道+现代渠道+线上渠道三者营收分别占比 80%、5%、15%, 而据弗若斯特沙利文数据显示, 2020 年辣味休闲食品的销售渠道中, 传统流通、现代渠道、线上渠道及其他分别占比 43.1%、31.8%、11.5%、13.6%。对比之下, 公司在现代渠道及线上渠道提升空间大。总结卫龙的渠道发展路径, 初期渠道以流通批发为主, 后续扩张到商超、便利店等符合年轻人消费习惯的渠道, 侧面印证了渠道端“农村包围城市”的可行性。公司目前加大了连锁渠道的投放, 包括承担超市进场费等激励经销商开拓 KA 渠道的举措, 看好加大投放下公司高端 KA、连锁便利店渠道的逐步发力。对于社区团购等新兴渠道, 本质是线下渠道的进一步分化, 公司产品以定量装为主, 整体较为适应新兴渠道的售卖生态, 目前公司已经入驻了兴盛优选、美团、菜多多、十荟团等热门社区团购

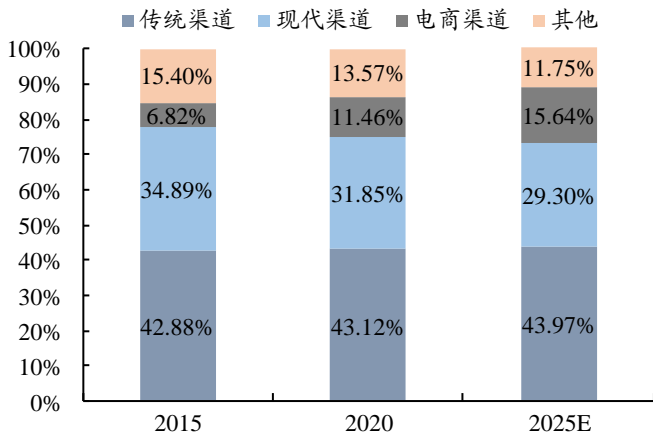
平台。

表 7: 劲仔目前在流通渠道较为强劲

渠道类型	下游客户	渠道入驻情况	渠道营收占比
流通渠道	下级批发商、小卖部或小型便利店等	-	约 80%
商超渠道	大卖场、连锁超市等商超类客户	入驻 KA、BC 等现代渠道 18,000 家门店	约 5%
电商渠道	通过第三方电商平台, 利用 B2B 或 B2C 的模式实现销售, 其下游客户为天猫、京东等第三方电商平台或终端消费者	-	约 15%
社区团购等新兴渠道	兴盛优选、美团、菜多多、十荟团等社区团购平台	-	积极布局中

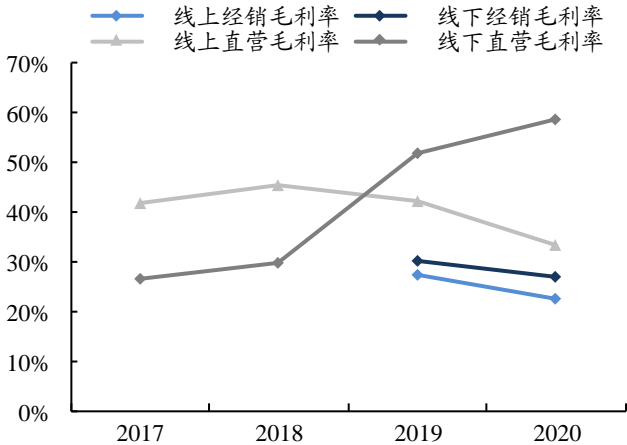
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 劲仔在现代渠道及线上渠道具备提升空间



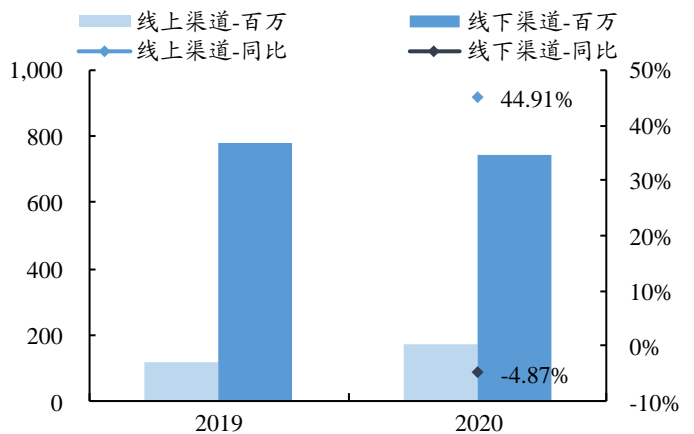
数据来源: 弗若斯特沙利文, 卫龙美味招股说明书, 信达证券研发中心
注: 休闲辣味食品渠道分布

图 35: 线下渠道毛利率相对较高



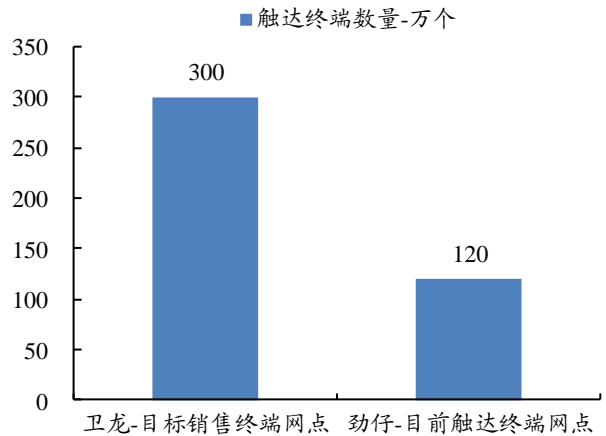
数据来源: 弗若斯特沙利文, 卫龙美味招股说明书, 信达证券研发中心
注: 休闲辣味食品渠道分布

图 34: 2020 年公司线上渠道实现了较快增长



数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 36: 公司终端触达网点预计有翻番空间



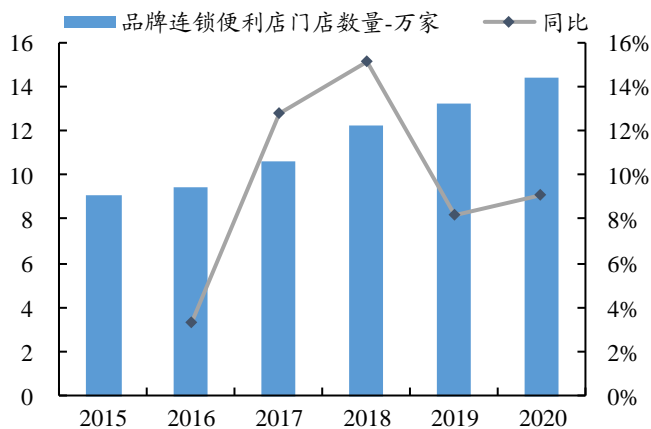
数据来源: 卫龙招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

目前触达终端渠道预计不足 50%, 渠道广度上扩张空间仍大。劲仔目前触达约 120 万个渠道终端, 公司产品与卫龙面向客户重合度高, 据卫龙美味招股说明书显示, 其目标销售终端网点超过 300 万个。公司基本实现全国化布局, 但对比之下在渠道广度上仍存在较大的扩张空间, 尤其是现代流通渠道, 如连锁超市、连锁便利店等。

4.3. 连锁便利店发展快速，看好其提升该渠道的渗透率

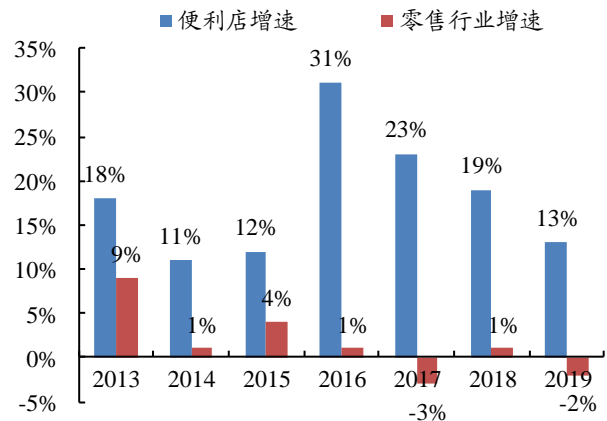
连锁便利店发展正当时，劲仔有望提升在连锁便利店的渗透率实现快速发展。近五年，国内连锁便利店业态实现了快速的增长，根据 CCFA 的数据，2020 年传统便利店数量达 14.4 万家，类便利店（与便利店相似的小型零售店等）和平台赋能型便利店（受到互联网企业赋能的非传统连锁型便利店等）合计达 4.9 万家，同时近年来便利店的销售额的增速远远高于零售行业的发展增速，整体便利店业态呈现明显的扩张态势。劲仔主打定量装小鱼，包括推出的大包装和高端化产品，整体产品形态适应便利店业态的发展，由于便利店通常运营面积较小，货架有限，对于品类挑选更加偏向于畅销品类的头部品牌，劲仔作为当之无愧的鱼类零食领导品牌，具备一定的产品力和品牌先发优势，看好劲仔逐步提升便利店渠道的渗透率。

图 37: 便利店门店数量呈现快速发展



数据来源：CCFA，国家统计局，毕马威分析，信达证券研发中心
 注：2020 年的数据不包括平台赋能型便利店和类便利店

图 38: 便利店行业增速远远高于零售行业增速



数据来源：CCFA，国家统计局，毕马威分析，信达证券研发中心

5. 估值与投资评级

估值假设

收入端：假设 2020-2023 年收入分别保持 21%、19%、14% 的增长。公司收入主要来自于风味小鱼、风味豆干、其他产品，在行业及公司渠道扩张的驱动下，假设公司风味小鱼 21-23 年同比增长 18%、16%、12%，风味豆干同比增长 23%、21%、16%，其他产品同比增加 50%、45%、25%。

成本费用端：预计 21-23 年各品类毛利率整体保持稳中有升的态势，费用端保持较高投放水平。随着原料价格逐步回归及规模优势逐步体现，预计单品类毛利率稳中有升，假设 21-23 年风味小鱼毛利率为 32%、32.5%、33%，风味豆干毛利率为 29%、29.5%、30.5%，其他产品在风味肉干逐步放量下，毛利率假设为 24%、26%、28%。目前公司正处于渠道开拓、品类消费者教育及品牌推广投放期，预计销售费用率和管理费用率保持较高投放水平，但在规模效应下，呈现整体下降趋势。因而假设 21-23 年销售费用率分别为 12%、11.5%、11.3%，管理费用率分别为 6.8%、6.6%、6.2%。

受益于渠道扩张及品牌投放，收入端有望保持较高增速，预计将达成股权激励目标，预计 21-23 年营业收入分别为 10.99、13.11、14.94 亿元。净利润端，预计 21-23 年归母净利润分别为 1.41、1.77、2.15 亿元。

PE 估值

我们选取 7 家 A 股休闲零食企业作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PE 为 33X，PEG 为 0.9，考虑到目前公司现代渠道扩张空间大，产品升级及新品推出有望推动渠道扩张，给予劲仔食品 2022 年 40PE，对应市值 70 亿元。

PS 估值

我们选取 7 家 A 股休闲零食企业作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PS 为 4.9X，考虑到公司采取自主生产模式，盈利能力较强，募投技改预计进一步提升生产效率，给予劲仔食品 2022 年 5XPS 估值，对应市值 66 亿元。

表 8: 可比公司估值表

2021/7/9	总市值- 亿元	EPS			CAGR		PE			PEG		PS	
		20A	21E	22E	2020-22	20A	21E	22E	20A	21E	22E		
绝味食品	476	1.15	1.65	2.09	35%	68	47	37	1.1	9.2	8.7	7.3	
煌上煌	79	0.55	0.67	0.81	21%	28	23	19	0.9	3.3	2.7	2.2	
良品铺子	153	0.86	1.09	1.32	24%	44	35	29	1.2	1.9	1.6	1.3	
三只松鼠	174	0.75	1.03	1.33	33%	58	42	33	1.0	1.8	1.5	1.3	
洽洽食品	206	1.59	1.88	2.21	18%	26	22	18	1.0	3.9	3.3	2.9	
甘源食品	55	1.92	2.37	2.95	24%	31	25	20	0.8	4.7	3.7	3.0	
盐津铺子	119	1.87	2.66	3.77	42%	49	35	24	0.6	6.1	4.7	3.6	
平均					28%	43	33	26	0.9	4.4	5.9	4.9	
劲仔食品	53	0.26	0.35	0.44	31%	52	38	30	1.0	5.8	4.8	4.0	

数据来源: Wind, 信达证券研究中心 注: 劲仔食品数据来源于信达证券研发中心预测, 可比公司的数据来源于 Wind 的一致估计数据。更新日期为 2021 年 7 月 11 日

综合 PE 和 PS 估值，我们给予公司合理市值 70 亿元，目标价格 17.5 元。

市场对于鱼类零食能否成为主流零食存在疑虑，我们认为从产品端和消费者交易端鱼类零食具备提升市场规模的潜力，公司作为当之无愧的鱼类零食领导品牌，通过品牌推广和产品升级有望提升品类认知度带动鱼类零食市场规模的扩大，并提升市占率。其次，公司在现代流通渠道空白市场多，卫龙的渠道发展侧面表明“农村包围城市”的渠道策略的可行性，看好公司在连锁超市及便利店的现代渠道的发展推动营收增长。规模效应及产品升级推动下，预计毛利率保持稳中有升的态势，预计 21-23 年 EPS 分别为 0.35、0.44、0.54 元/股，对应 2021 年 PE 为 37.6X，给予“买入”评级。

6. 风险因素

现代渠道扩张不达预期。目前消费者逐步向现代渠道如 KA、连锁超市及便利店迁移，而公司在传统流通渠道占比较高，现代渠道扩张不达预期可能会导致目标消费者的流失。

鳀鱼干原料价格大幅上涨。公司主营业务成本中鳀鱼干占比 35%以上，鳀鱼干价格上涨将稀释公司的盈利能力。

食品安全事故。公司为休闲零食企业，若发生食品安全事故将对品牌造成不利影响。

附：公司财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	493	715	856	1,030	1,231
货币资金	375	439	548	676	837
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2	1	1	2	2
预付账款	9	10	11	14	15
存货	102	208	238	282	318
其他	5	56	57	58	58
非流动资产	295	281	271	262	250
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	244	223	209	195	180
无形资产	27	27	32	38	43
其他	24	31	30	29	28
资产总计	789	996	1,127	1,292	1,481
流动负债	125	110	127	150	169
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	35	33	38	44	50
其他	90	77	89	105	119
非流动负债	19	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他	19	18	18	18	18
负债合计	144	128	144	167	187
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	645	868	983	1,125	1,295
负债和股东权益	789	996	1,127	1,292	1,481

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	895	909	1,099	1,311	1,494
同比(%)	11.2%	1.6%	20.9%	19.3%	14.0%
归属母公司净利润	118	103	141	177	215
同比(%)	2.8%	-12.8%	36.8%	25.2%	21.5%
毛利率(%)	30.7%	27.2%	31.1%	31.6%	32.2%
ROE%	18.4%	11.9%	14.4%	15.7%	16.6%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.26	0.35	0.44	0.53
P/E	0.00	57.35	37.58	30.02	24.72
P/B	0.00	6.82	5.40	4.72	4.10
EV/EBITDA	-2.92	52.88	35.78	26.81	20.84

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	895	909	1,099	1,311	1,494
营业成本	620	662	757	897	1,013
营业税金及附加	7	7	8	10	11
销售费用	111	96	132	151	169
管理费用	47	58	75	87	93
研发费用	6	10	15	16	16
财务费用	-8	-13	-18	-23	-28
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0	0
其他	38	34	35	35	35
营业利润	151	124	166	210	256
营业外收支	0	4	8	8	8
利润总额	152	127	174	218	265
所得税	33	24	33	41	50
净利润	118	103	141	177	215
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	118	103	141	177	215
EBITDA	128	103	132	171	213
EPS(当年)(元)	0.29	0.26	0.35	0.44	0.53

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	189	10	137	165	207
净利润	118	103	141	177	215
折旧摊销	24	26	20	20	20
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-2	0	0	0	0
营运资金变动	48	-122	-16	-24	-20
其它	0	3	-8	-8	-8
投资活动现金流	-38	-66	7	7	9
资本支出	-39	-27	6	6	7
长期投资	0	-40	0	0	0
其他	2	0	2	2	2
筹资活动现金流	-63	122	-35	-44	-54
吸收投资	0	178	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-59	-40	-35	-44	-54
现金流净增加额	89	65	109	127	162

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。