

公司深度

劲仔食品 (003000.SZ)

食品饮料 | 休闲食品

多品类全渠道发力，三年再造一个劲仔

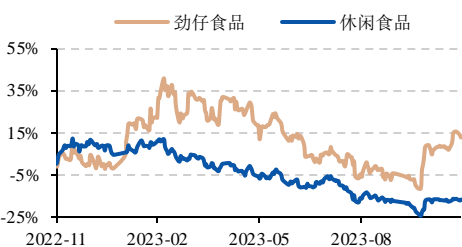
2023年11月29日

**评级** **买入**  
评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	12.49
52周价格区间(元)	9.79-15.84
总市值(百万)	5633.86
流通市值(百万)	3630.08
总股本(万股)	45107.00
流通股(万股)	29063.90

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
劲仔食品	4.08	19.64	9.27
休闲食品	0.73	0.67	-12.95

张曦月 分析师

执业证书编号:S0530522020001  
zhangxiyue@hncasing.com

相关报告

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	1,111.05	1,462.03	2,065.75	2,728.79	3,384.19
归母净利润(百万元)	84.94	124.66	178.55	247.27	316.47
每股收益(元)	0.19	0.28	0.40	0.55	0.70
每股净资产(元)	1.96	2.15	2.88	3.01	3.19
P/E	66.33	45.19	31.55	22.78	17.80
P/B	6.38	5.82	4.34	4.15	3.92

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 公司“鱼类零食第一股”，深海小鱼于2022年成为公司第一个超十亿大单品，鹌鹑蛋有望在三年后成为新的十亿大单品。公司深耕休闲食品领域，现已形成“鱼制品、禽类制品、豆制品”三大品类，“小鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品系列。根据公告，新品鹌鹑蛋的月销已突破4400万，并计划于明年年底完成十亿年产值的产能建设。
- 借力资本，以“新品类+新包装+新渠道”的打法，公司获得持续快速增长。公司以自主研发和自主生产的模式，打造极致产品力；公司以老产品新包装投放至薄弱高势能新渠道，打开老产品的新局面；公司以新产品多品规全渠道发力，迅速拓宽市场。
- 完善产业链布局，规模效应逐步显现，叠加旺季提价动作，盈利能力有望持续稳步提升。过去三年，小鱼、鹌鹑蛋和豆干原材料价格波动较大，盈利能力承压。小鱼产品，公司通过加大库存规模、在肯尼亚成立子公司等方式平抑成本波动，下半年成本压力缓解；鹌鹑蛋产品，随着生产工艺持续迭代，规模效应持续提升，毛利率已从去年的负毛利提升至双位数，叠加10月份的提价动作，后续盈利能力有望持续提升；豆干产品，原材料大豆价格较高点回落超20%至2021年水平，极大缓解成本压力。
- 首次覆盖，给予“买入评级”。预计公司2023-2025年收入分别为20.65/27.29/33.84亿元，同比增长41.29%/32.10%/24.02%，对应的EPS分别为0.40/0.55/0.70元，当前股价对应23-25年的PE为32/23/18倍。考虑到公司战略清晰，产品力强，且处于快速发展阶段，给公司24年25-30倍PE估值，目标价为13.75-16.50元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：原材料价格大幅波动，新品放量不及预期，食品安全问题。

## 内容目录

<b>1 劲仔食品：起于小鱼，不止小鱼</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司股权结构.....	4
1.2 公司发展历程.....	5
1.3 公司主营业务.....	6
<b>2 休闲零食行业：万亿赛道，百舸争流</b> .....	<b>9</b>
2.1 行业发展空间和竞争格局.....	9
2.2 行业渠道变革.....	11
<b>3 公司看点：抓大放小，稳健成长，三年再造一个劲仔</b> .....	<b>12</b>
3.1 产品端：“新产品+新包装”双管齐下，打造新的增长曲线.....	12
3.1.1 自主生产+自主研发，打造极致产品力.....	12
3.1.2 新品类+新包装，拓宽公司成长曲线.....	14
3.2 渠道端：逆流而上，全渠道发力，高势能渠道增长迅速.....	15
3.2.1 流通渠道起家，具备触达全国基层终端的能力.....	15
3.2.2 配合产品矩阵，渠道变革，业绩增长可期.....	17
3.3 营销端：定位卤味零食，打造“年轻、健康零食”的品牌形象.....	18
<b>4 同行对比分析</b> .....	<b>19</b>
<b>5 盈利预测和估值</b> .....	<b>21</b>
5.1 盈利预测.....	21
5.2 估值分析.....	21
<b>6 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：股权结构.....	4
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：公司产品矩阵.....	6
图 4：公司主营业务收入及增速.....	7
图 5：公司归母净利润及增速.....	7
图 6：公司主营业务构成（亿元）.....	7
图 7：各项业务收入增速（YOY）.....	7
图 8：公司盈利能力情况.....	8
图 9：公司费用率情况.....	8
图 10：各业务毛利率情况.....	9
图 11：业务成本构成（%）.....	9
图 12：休闲零食行业规模（按零售额口径统计，单位：亿元）.....	9
图 13：按类别划分各品类 2021 年零售额（亿）及占比.....	10
图 14：按类别划分各品类未来五年复合增速.....	10
图 15：2021 年辣味休闲食品市场集中度（按零售额计）.....	10
图 16：2021 年前五企业市场份额（按零售额计）.....	10
图 17：休闲零食行业渠道变迁.....	11
图 18：休闲零食行业渠道占比（%）.....	12
图 19：公司研发费用（亿元）.....	13
图 20：同行研发费用率对比.....	13

图 21: 公司现有产能及产能规划.....	13
图 22: 公司产能利用率.....	13
图 23: 第二个未来十亿大单品势头迅猛.....	14
图 24: 大包装/散称/小包装产品销售情况 (单位: 亿) .....	15
图 25: 按品规划分收入情况 (%) .....	15
图 26: 公司经销商数量.....	16
图 27: 公司单经销商贡献收入 (万元) .....	16
图 28: 产品 VS 渠道.....	17
图 29: 线下渠道各业态门店数量.....	18
图 30: 线上渠道保持高增长态势 (单位: 亿元) .....	18
图 31: 线上直营 B2C 渠道处于加速期 (单位: 亿元) .....	18
图 32: 同行收入对比 (%) .....	20
图 33: 同行归母净利润对比 (%) .....	20
图 34: 同行收入增速对比 (%) .....	20
图 35: 同行归母净利润增速对比 (%) .....	20
图 36: 同行毛销差对比 (%) .....	20
图 37: 同行净利率对比 (%) .....	20
表 1: 公司核心高管情况.....	4
表 2: 历次股权激励情况.....	5
表 3: 渠道拆解.....	15
表 4: 零食企业经销商情况对比分析 .....	16
表 5: 线下经销商按区域划分.....	17
表 6: 同行估值对比分析.....	22

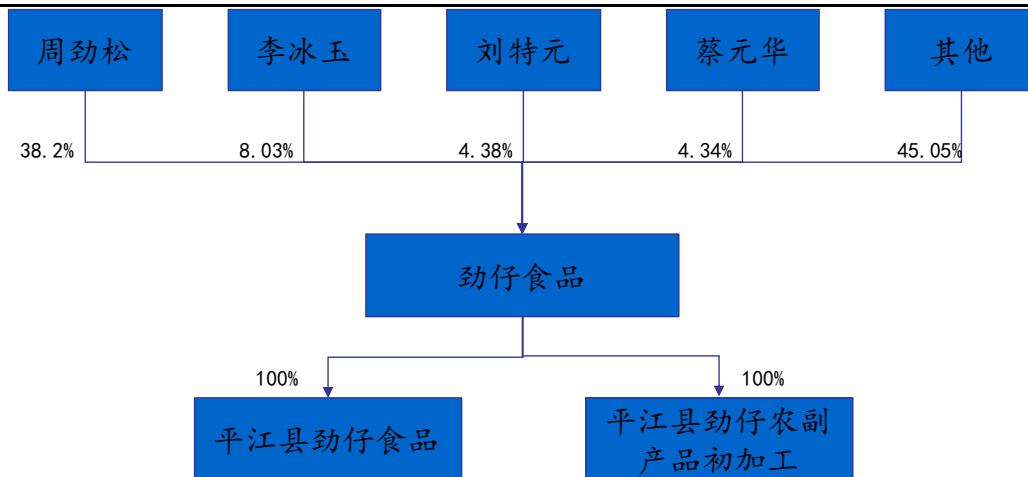
## 1 劲仔食品：起于小鱼，不止小鱼

公司成立于 2010 年，并于 2020 年登陆深交所主板，成为我国“鱼类零食第一股”。公司主要从事卤味休闲零食的研发、生产和销售，主要产品有三大系列：鱼制品、豆制品和禽类制品。公司在行业内深耕积累多年，坚持品质为先，获得欧洲双食品安全标准认证。创始人周劲松于 1990 年涉足食品行业，专注于休闲食品领域已超过 30 年。目前，公司的拳头产品劲仔深海小鱼全球销量领先，公司的豆制品、禽肉制品销售均跻身行业前列。

### 1.1 公司股权结构

创始人周劲松和李冰玉夫妇为公司实际控制人，股权相对集中。截至 2023 年三季报，创始人周劲松、李冰玉（一致行动人）合计持股比例达 46.23%，为公司实际控制人。公司于 2016 年引入的战略投资者佳沃集团在公司上市后陆续减持，基本减持完毕。

图 1：股权结构



资料来源：公司公告，财信证券

公司核心管理团队稳固，年富力强且专业。创始人周劲松专注休闲食品行业超 30 年，将劲仔从一个小作坊发展成一家上市公司，行业理解深刻，至今仍主持公司新品研发等一线工作。核心高管均为上市前加入，年龄集中在 35-50 岁，团队稳定性和专业性均较强，且均有股份绑定，利益一致。

表 1：公司核心高管情况

姓名	职务	性别	年龄	最新薪酬 (万元)	最新持股数 (万股)	简介
周劲松	董事长 总经理	男	51	68.87	17,233	1990 年起涉足风味休闲食品行业，劲仔食品集团股份有限公司创始人
刘特元	董事 副总经理	男	47	141.45	1,975	历任漯河市平平食品副总经理、俏嘴巴总经理，2014 年 4 月加入劲仔
丰文姬	董事 副总经理 董事会秘书	女	35	91.67	70	经济学学士，历任克明面业证券事务代表，2014 年 6 月加入劲仔

吴宣立	董事	男	45	——	——	佳沃集团派驻
康厚峰	副总经理 财务总监	男	41	91.67	70	硕士学历，高级会计师，湖南省会计领军人才，历任天职会所湖南分所高级经理、雪天盐业财务部副部长，会计机构负责人，2017年1月加入劲仔

资料来源：公司公告，财信证券

**持续股权激励绑定核心员工利益，且解锁条件越来越严苛。**公司上市后已实施两次股权激励计划。2021年，公司推出第一期股权激励，公司层面业绩考核目标为2021/2022年营收同比2020年增长20%/44%，最终，2021/2022年实际实现同比2020年增速分别为22.2%/60.8%，超额完成激励目标。2023年，公司推出第二期股权激励，计划向27名核心员工分批授予371万限制性股票，公司层面业绩考核目标较第一期更严苛，具体为：2023/2024年营收、归母净利润（剔除股权激励费用影响）同比2022年增长25%/56%，对应解锁比例为100%，即复合增速为25%；最低考核目标为2023/2024年营收、归母净利润（剔除股权激励费用影响）同比2022年增长20%/44%，即复合增速为20%，对应解锁比例为80%。

表 2：历次股权激励情况

时间	2021	2023
方案进度	实施	实施
行权价格	7.01	7.36
解锁条件	以2020年为基数， 2021年，收入增速 $\geq 20\%$ ； 2022年，收入增速 $\geq 44\%$ 。	以2022年为基数， 2023年，收入增速 $\geq 25\%$ ，利润增速 $\geq 25\%$ ； 2024年，收入增速 $\geq 56\%$ ，利润增速 $\geq 56\%$ ；
授予股份占比（%）	1%	0.82%
授予人员情况	高管3人，占比26.3%， 其余20人，占比73.7%。	高管2人，占比19%， 其他员工25人，占比71%。

资料来源：公司公告，财信证券

## 1.2 公司发展历程

公司历经多年发展，成为全球卤味鱼类零食销量第一的企业。拳头产品劲仔深海小鱼全球热销60亿包，出口26国。

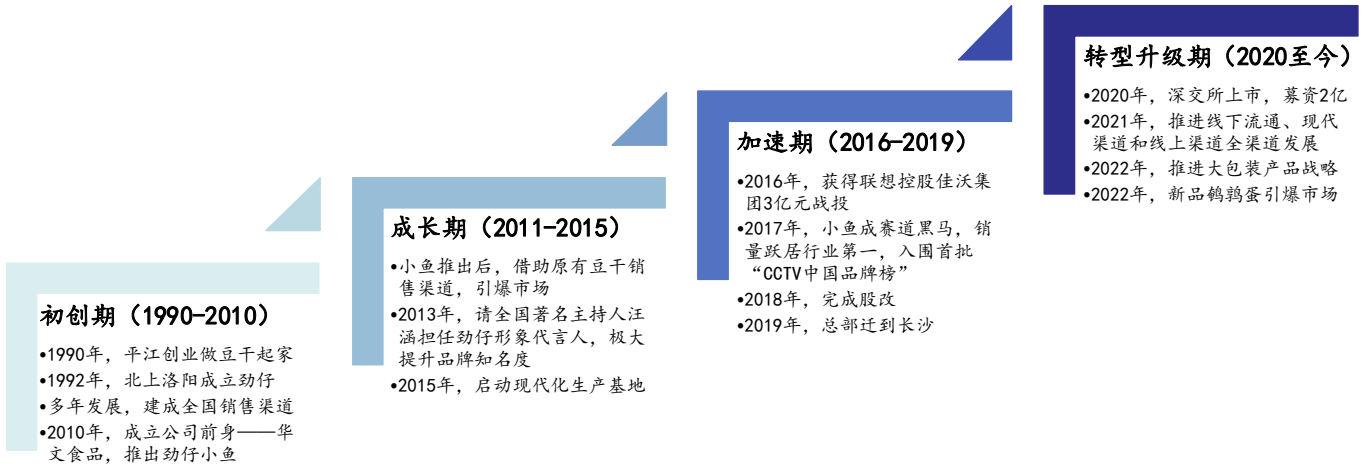
**初创期（1990-2010年）：**创始人于1990年进入休闲食品行业，在湖南平江、河南洛阳多地多次创业，以老家豆干产品起家，创立了“劲仔”品牌，并销往全国，后于2010年回到湖南岳阳，成立公司前身——华文食品，诞生了“劲仔小鱼”产品。

**成长期（2011-2015年）：**借助原本的销售渠道，新产品小鱼销售火爆，而后通过形象代言人汪涵进行品牌宣传，迅速打响品牌知名度，并投资建设现代化生产基地，搭建起了一条贯穿从原材料到生产、加工、销售、品牌、渠道的完整产销网络。

**加速期（2016-2019年）：**公司于2016年获得佳沃集团3亿元战投（持股20%），而后加速渠道下沉。2017年，劲仔小鱼的销量跃居行业第一。2018年，公司完成股改，后将总部迁到长沙，预备上市。

**转型升级期 (2020 年至今):** 公司于 2020 年完成上市, 发行 10% 股份, 募资 2 亿, 主要用于小鱼产线的升级改造以及品牌推广和营销中心建设。2021 年, 为提高公司品牌知名度和影响力, 公司更名为劲仔食品集团股份有限公司, 并变更证券简称由“华文食品”至“劲仔食品”。2022 年, 公司完成新一轮 2.85 亿元的再融资, 实际控制人周劲松全额认购; 公司坚持持续推进新产品和新渠道的建设, 打造新的增长点。

图 2: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 公司官网, 财信证券

### 1.3 公司主营业务

公司聚焦鱼制品、豆制品、禽类制品三大品类, 打造“小鱼、鹤鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品系列。产品包装形式从小包装增加了大包装(盒装、袋装)和散称, 适配不同的渠道和人群。产品口味则多口味齐头并进, 以覆盖到最大范围的消费者, 满足不同消费者的需求。

图 3: 公司产品矩阵

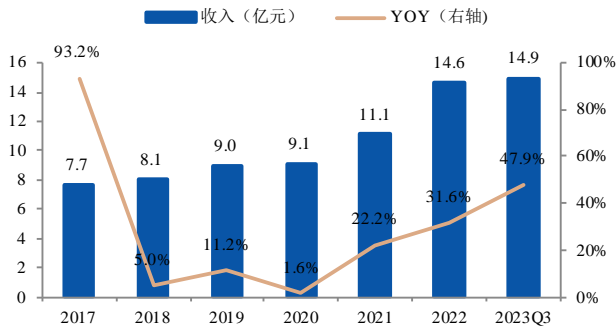


资料来源: 公司公告, 财信证券



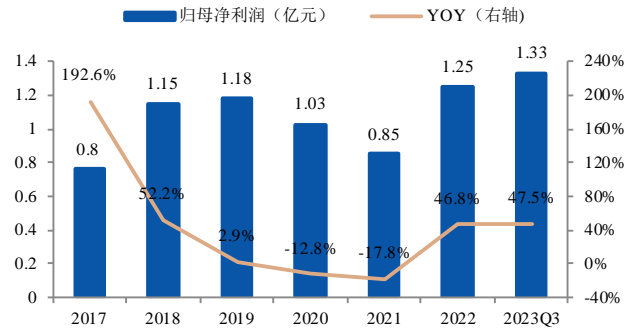
**借力资本，公司持续成长。**公司内部治理良好，产品力强，资本加持的意义则更显著，有助于加速公司产品创新和渠道建设。2016年，公司获得第一笔来自于联想控股旗下佳沃集团的外部融资，而后在2017-2018年展现强势的增长势头；2020年，登陆A股，而后在2021年重回增长态势；2022年，完成再融资，公司现加速迹象，2023年营收和利润增速进一步提高。2016-2022年，公司收入的复合增速为24.3%，归母净利润的复合增速为29.9%。2023年前三季度，公司实现营业收入14.93亿元，同比增长47.85%，实现归母净利润1.33亿元，同比增长47.49%，前三季度的收入和利润均已超过去年全年。

图 4：公司主营业务收入及增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，财信证券

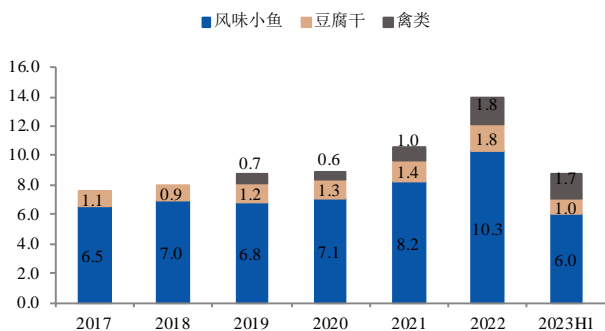
**公司已培育出第一个超十亿大单品，未来三年有望打造第二个超十亿大单品。**

风味小鱼为公司最主要的收入来源，2022年销售收入已超10亿。2022年和2023年上半年收入占比分别为70.15%和65.20%。上市后，小鱼的收入增长提速，2022年和2023年上半年收入增速分别为24.7%和35.1%。

豆腐干的收入增长基本与小鱼保持同步，2022年和2023年上半年收入分别为1.83亿和1.01亿，收入占比为12.51%和10.93%。

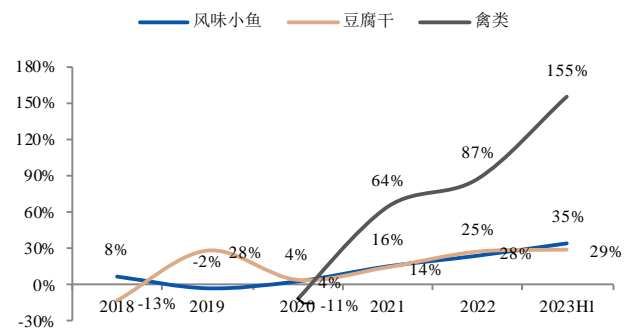
禽类制品于2023年成为公司第二大品类，主要产品为鹌鹑蛋和肉干。为拓宽收入来源，公司分别于2019年和2022年推出肉干和鹌鹑蛋。新品销量较好，特别是鹌鹑蛋产品推出即引爆市场，并打开整个品类市场空间。2022年和2023年上半年禽类收入分别为1.83亿和1.71亿，收入占比为12.49%和18.47%。根据公司公告，鹌鹑蛋的销售规模持续增长，9月份月销已突破4400万。

图 6：公司主营业务构成（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

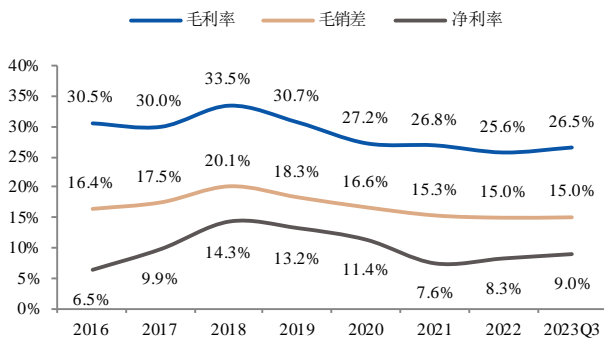
图 7：各项业务收入增速 (YOY)



资料来源：公司公告，财信证券

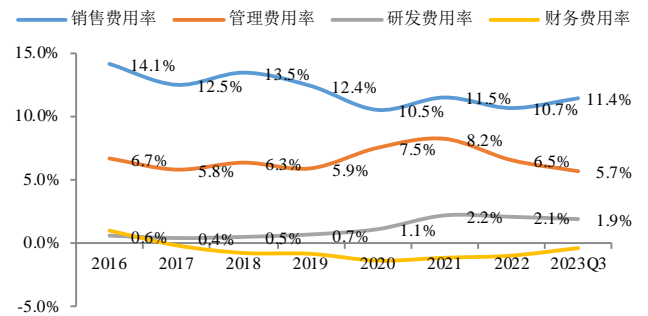
**多因素叠加，公司盈利能力波动较大。**从成本构成来看，原材料成本占比约7成，其中，包材占比近2成。2018年以来，鳀鱼、大豆、鸭肉等原料价格波动，叠加新品的毛利率较低等多方面因素影响，毛销差呈持续下降态势，公司盈利能力下行。2023年，受益于原材料成本压力缓解，新品毛利率提升，公司整体毛利率企稳回升。2023年前三季度，公司的毛利率和毛销差分别为26.47%/15.03%，较去年同期提升0.43pct/下降0.47pct。2022年开始，随着销售规模的扩大，在经营杠杆的作用下，净利率止跌稳步回升。具体来看，主要是管理费用率下降趋势较为明显，而销售费用率相对稳定，研发费用率小幅上升，2023年前三季度，销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为11.44%/3.78%/1.88%，较去年同期分别+0.90pct/-1.38pct/+0.04pct，带动净利率提升0.27pct至9.05%。

图 8：公司盈利能力情况



资料来源：公司公告，财信证券（2020年运输费用重分类）

图 9：公司费用率情况

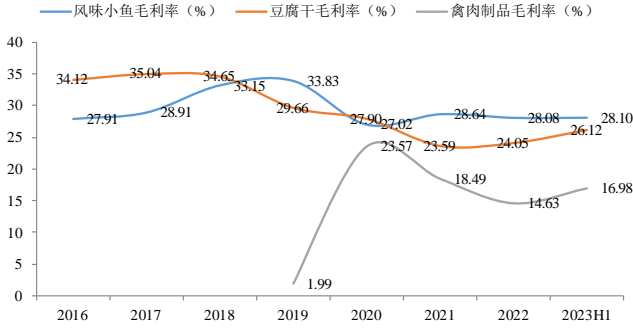


资料来源：公司公告，财信证券

**盈利能力已现边际改善趋势，持续提升可期。**随着原材料成本的改善和新品的规模效应，公司的盈利能力拐点已现，且后续改善空间较大。往后看，公司逐步加强并完善产业链布局，规模效应逐步显现，叠加旺季提价动作，三大产品的盈利能力均有望稳步提升。小鱼产品，原材料鳀鱼主要来自东南亚进口，公司逐步提高其库存量至半年库存，并在非洲建厂丰富原材料采购来源，成本压力有望得到逐步缓解。公司于2018年开始探索在肯尼亚建厂，并于2023年完成肯尼亚子公司生产的野生鳀鱼首次进口中国，该厂日设计产能鲜鱼200吨，可显著增加小鱼的保障供应。鹤鹑蛋产品，随着生产工艺持续迭代，规模效应持续提升，已从去年的负毛利提升至双位数的毛利率水平，叠加10月份旺季提价动作，后续毛利率有望持续上行。豆干产品，核心原材料大豆价格自2020年疫情开始持续上行，上涨幅度接近70%，公司两次提价却无法完全传导成本压力，2022年年底开始，大豆价格逐步回落至2021年水平，下跌幅度超20%，极大缓解豆制品的成本压力。

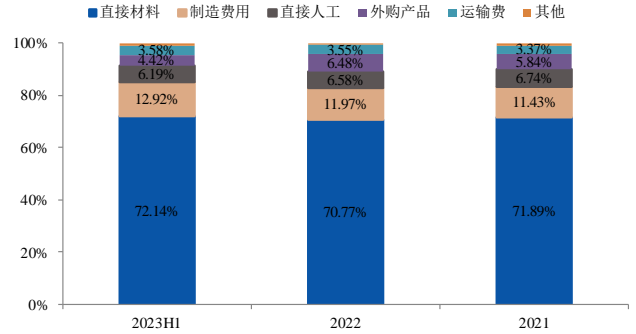


图 10：各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 11：业务成本构成 (%)



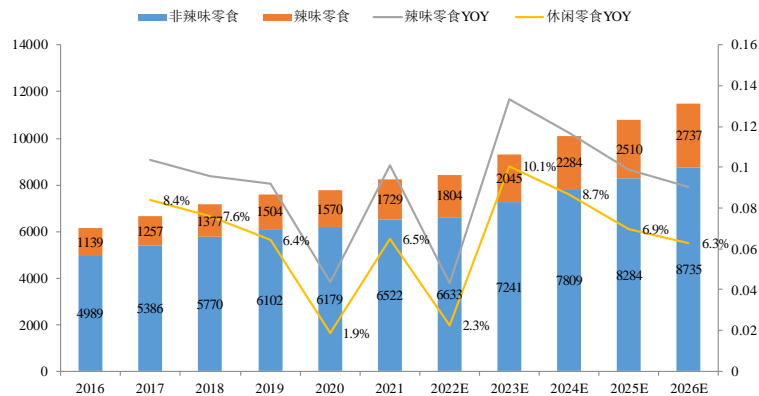
资料来源：公司公告，财信证券

## 2 休闲零食行业：万亿赛道，百舸争流

### 2.1 行业发展空间和竞争格局

休闲零食万亿市场，增长稳健，辣味零食增速更高。弗利沙特文报告(来自卫龙招股书)指出，按零售额口径统计，2021 年中国休闲零食行业零售额为 8251 亿元，2016-2021 年复合增速为 6.1%。按照口味划分，2016-2021 年，辣味食品和非辣味食品的零售额复合增速分别为 8.7%和 5.5%，其中，辣味食品的增速快于行业增速。报告预测，2024 年休闲食品的零售额将超过万亿水平，辣味零食零售额将达到 2737 亿元，占比为 23.9%。预计 2021-2026 年，休闲食品、辣味零食和非辣味零食的零售额年复合增速分别为 6.8%、9.6%和 6.0%。

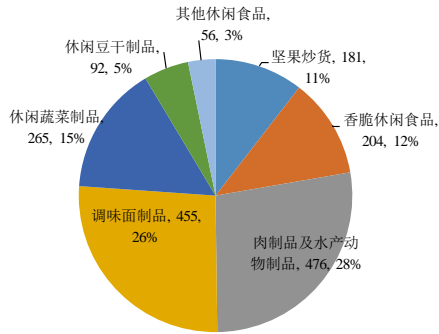
图 12：休闲零食行业规模（按零售额口径统计，单位：亿元）



资料来源：卫龙招股书，财信证券

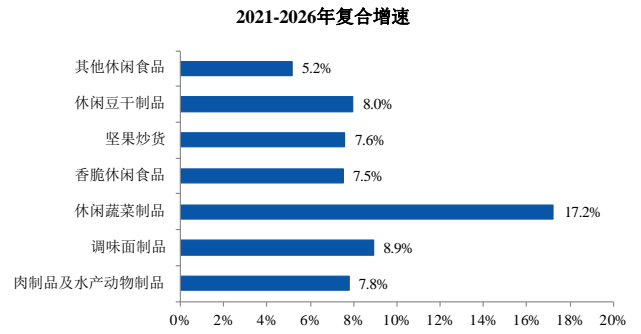
将辣味食品划分为六大类，其中，肉制品及水产动物制品市场规模近 500 亿，占比最高，达到 28%，调味面制品、蔬菜制品、香脆休闲食品、坚果炒货和休闲豆干制品的占比分别为 26%、15%、12%、11%和 5%。根据弗利沙特文预测，到 2026 年，将有三类产品市场规模超五百亿，分别是调味面制品、肉制品及水产动物制品和休闲蔬菜制品，市场规模分别达到 697 亿、692 亿和 587 亿，2021-2026 年的年复合增速分别为 8.9%、7.8%和 17.2%。

图 13：按类别划分各品类 2021 年零售额（亿）及占比



资料来源：卫龙招股书，财信证券

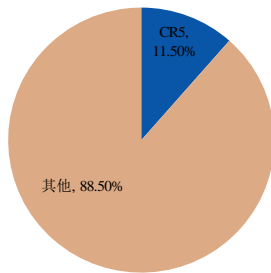
图 14：按类别划分各品类未来五年复合增速



资料来源：卫龙招股书，财信证券

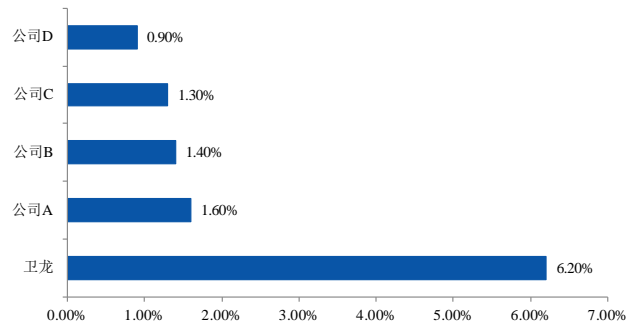
休闲食品市场竞争格局分散,细分龙头已有端倪,龙头企业的市占率提升可期。辣味零食行业呈现本土企业主导,格局分散的竞争格局。按零售额计算,2021年全国前五大辣味休闲食品企业的市场占有率为 11.5%,其中,龙头企业卫龙的市占率为 6.2%,处于遥遥领先地位。目前,休闲零食赛道的细分龙头大多已完成上市,具备先发优势和资本优势,有望通过持续的产品创新和渠道升级改革,抢占更多的市场份额。

图 15：2021 年辣味休闲食品市场集中度（按零售额计）



资料来源：卫龙招股书，财信证券

图 16：2021 年前五企业市场份额（按零售额计）



资料来源：卫龙招股书，财信证券

具体分析劲仔食品参与到的各个细分赛道的情况：

**海味零食：**根据欧睿数据,2021 年海味食品的市场规模为 155 亿元,预计 2026 年将达到 256 亿元,对应的 CAGR 为 10.6%。根据行业协会资料,休闲鱼制品 2020 年的零售总额约 200 亿,并预计 2030 年达到 600 亿,对应的 CAGR 为 11.6%。我们大致估算,深海小鱼市场规模在百亿元左右,增速在 10%左右。劲仔食品作为龙头企业,公司口径销售收入已过十亿,推测终端的市占率在 15-20%。

**休闲豆干制品：**根据弗利沙特文报告,2021 年市场规模为 182 亿元,预计 2026 年将达到 257 亿元,对应的 CAGR 为 7.1%。估算龙头企业卫龙/劲仔/盐津/有友的市占率分别为 3%/2%/2%/<1%。

**鹌鹑蛋：**鹌鹑蛋在过往并非热门的休闲零食,主要以带壳卤蛋为主,预计当前整体市场规模较小。展望未来,鹌鹑蛋产品健康,营养丰富,相较于辣味小鱼,产品受众更广,有望打造成不低于深海小鱼品类的市场规模。目前主要的参与企业包括劲仔食品、盐津

铺子、无穷等，其中盐津和劲仔为龙头，两家企业的月销按照收入口径均超过 4000 万，且均计划将该产品打造为一款超十亿产品。

## 2.2 行业渠道变革

**渠道变迁引领行业变革，多元化渠道进行时。**零食行业是典型的快消品行业，SKU 繁多，更迭速度快，品牌黏性较低，渠道分散。从大众消费品的核心三力模型来看，在休闲零食赛道，渠道力占据企业发展前期和中期的核心的地位，因此把握渠道红利的能力成为企业快速成长的核心要素之一。2020 年以来，休闲零食行业迎来新一轮的渠道变革，多点开花。当前零食专营渠道站在风口，以多快好省为核心满足消费者的需求，迎来爆发式增长。

**回顾行业发展趋势，每一轮的渠道革命基本上都带来了新品牌的崛起。**

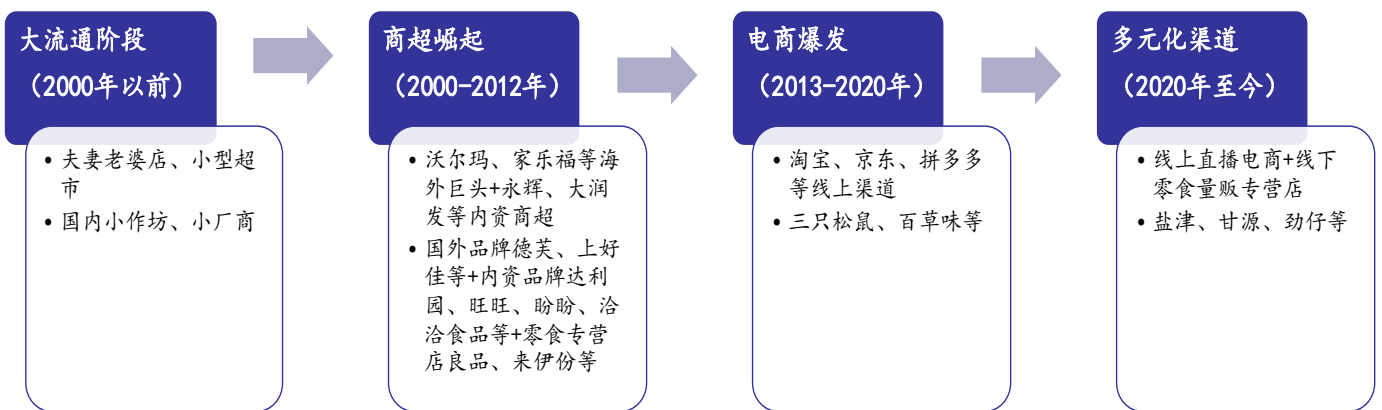
**大流通阶段（2000 年以前）：**主要以基层的夫妻老婆店、小型超市为主，国内主要生产企业为小作坊式的厂商。九十年代中后期，外资零售商进入中国；本土零售商加速跑马圈地。

**商超崛起（2000-2012 年）：**中国加入 WTO 后，开放国内零售市场，叠加中国十年经济红利，国内外各种形式零售商蓬勃发展，也让大量的国内外零食品牌飞速发展。

**电商爆发（2013-2020 年）：**互联网的高速发展带动线上新零售的成长，线上销售蚕食线下零售市场，也涌现出一系列以电商销售为主的零食企业。

**多元化渠道（2020 年至今）：**线上流量红利逐步消退，流量呈现愈发碎片化的特征，直播电商兴起；疫后经济复苏较为缓慢，消费需求更倾向于高性价比产品，线下零食折扣店处在爆发期。未来，更垂类、更便捷和更有客户黏性的渠道有望获得更高增长。

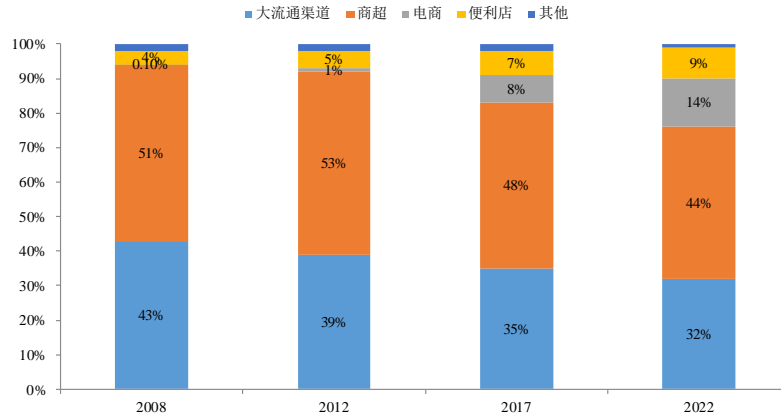
图 17：休闲零食行业渠道变迁



资料来源：尼尔森，财信证券

休闲零食行业渠道基本盘是商超和流通渠道（含零食量贩渠道）。过去十多年，其占比在持续下降，份额被电商和便利店渠道侵蚀抢占，2022 年，商超和流通渠道占比仍达到 76%。此外，电商和便利店渠道因其便捷性等优势占比持续提升，分别达到 14% 和 9%。

图 18：休闲零食行业渠道占比（%）



资料来源：欧睿咨询，财信证券

具体来看：

1) 流通渠道中，零食量贩渠道跑马圈地正当时。21 年以来，零食量贩产业趋势起，以价换量，重构价值链，凭借高性价比突围，且单店模型优秀，得以快速在全国复制。零食量贩店目前开店超 2 万家，往后看，零食量贩渠道仍有一倍以上开店空间，预计高景气度能维持一年以上。

2) 商超渠道中，KA 渠道流量明显减少，BC 超相对平稳，会员制商超仍有增长。传统商超目前面临较大的调整压力，无论是开店数量还是单店增长都承压；针对下沉市场且更为便捷的 BC 超市表现更为稳健；聚焦中高端的会员店规模较小，增长较快，且该渠道对于树立品牌有明显作用。

3) 电商渠道中，整体仍有增长，存在结构性差异。根据通联数据跟踪的休闲零食线上销售额数据（淘宝、抖音、京东、拼多多四大平台），抖音平台表现最佳，销售占比由个位数提升至接近 3 成，淘系则由七八成下滑至不足 6 成，京东和拼多多下滑更为显著。

### 3 公司看点：抓大放小，稳健成长，三年再造一个劲仔

公司以打造大单品为核心能力，精简聚焦核心产品，深耕并持续创新，可持续发展可期。公司以自主研发和自主生产，打造极致产品力，给消费者提供健康美味的产品。近年来，公司持续推出新产品新包装，获得良好的市场反响，加速成长。具体来看，公司以老产品新包装投放至薄弱高势能新渠道，打开老产品的新局面；公司以新产品多品规全渠道发力，迅速开拓市场。

#### 3.1 产品端：“新产品+新包装”双管齐下，打造新的增长曲线

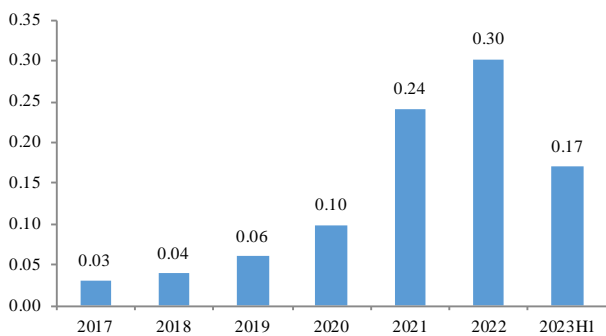
##### 3.1.1 自主生产+自主研发，打造极致产品力

公司产品 90% 以上为自主生产，保障产品质量。目前主要设有两大生产基地：湖南省平江高新技术产业园区生产基地（主要生产鱼制品、禽类制品）和湖南省岳阳市经开区康王工业园生产基地（主要生产豆制品），占地面积约 300 亩。公司产品基本为自主生产，

外协产能主要用于豆制品。产能持续快速扩张，截至 2023 年年中，公司主要产品鱼制品年产能达到 26,000 吨，豆制品产能 6,000 吨，禽类制品产能 11,200 吨。公司坚持品质为先，已通过 BRCGS、IFS、HACCP、ISO9001 等多项国际食品安全标准认证。公司还获评全国百佳质量标杆企业、全国休闲食品行业质量领先品牌等荣誉。

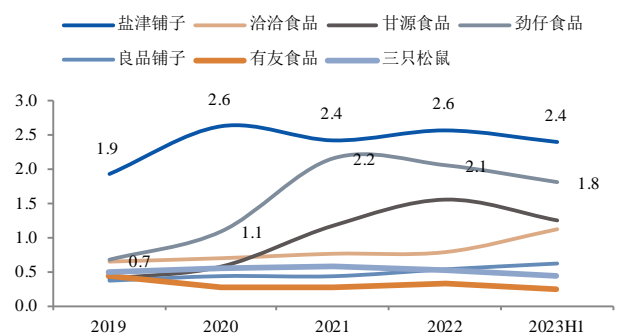
**研发先行，摆脱粗放式发展，打造极致产品力。**公司上市后加大研发投入，研发费用从 2017 年的 306 万提升至 2022 年的 3019 万，2022 年研发费用率为 2.1%，属于行业内研发投入第一梯队。2021 年开始，公司成立了食品研究院，建立起从市场调研、方案设计、样品小试、产线中试到内外部科学评测等涵盖多环节的完善研发体系，现拥有风味小鱼加工技术、风味豆干加工技术、自动化设备生产技术等多项行业领先专利技术，技术优势明显。

图 19：公司研发费用（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

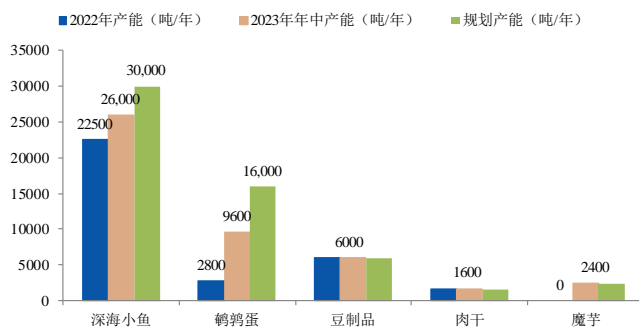
图 20：同行研发费用率对比



资料来源：公司公告，财信证券

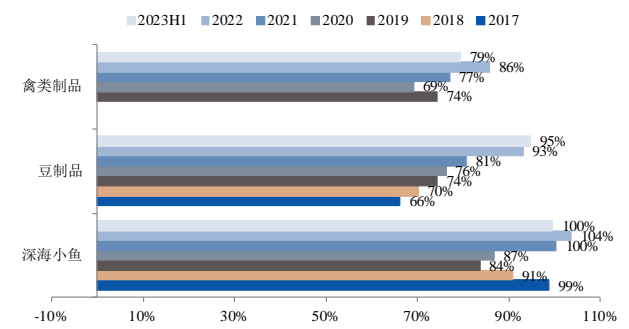
公司一方面加大对产品本身的研发投入，提升产品力。通过对原辅料、工艺、配方等持续研究改良，提升产品的口味口感；通过原料优势、营养元素添加、降脂降盐等工艺，满足营养、健康产品需求；通过对消费者需求洞察研究，升级产品、丰富产品矩阵。公司另一方面持续投入智能化工厂，自动化智能化生产以打造制造优势，进一步形成成本领先优势。目前，公司主要产品（小鱼、鹌鹑蛋和豆制品），特别是小鱼在行业内已具有一定的规模优势，后续产能规划清晰，聚焦推进小鱼和鹌鹑蛋的产能建设，规模优势有望进一步凸显。

图 21：公司现有产能及产能规划



资料来源：公司公告，财信证券

图 22：公司产能利用率



资料来源：公司公告，财信证券

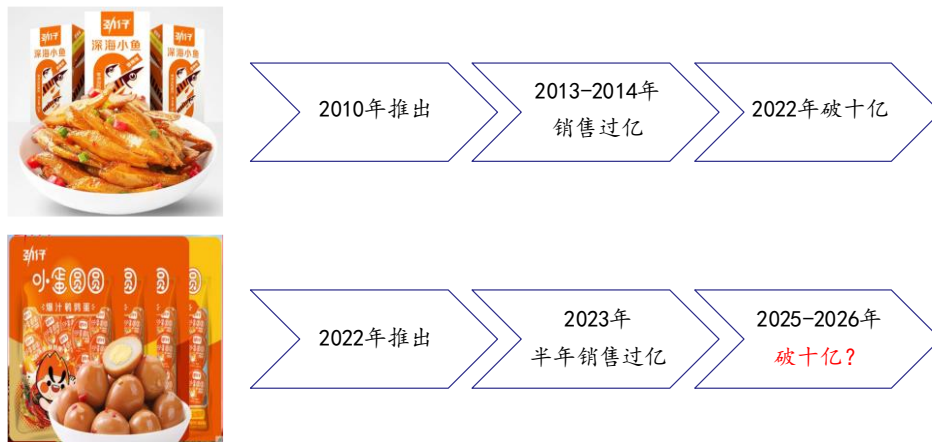


### 3.1.2 新品类+新包装，拓宽公司成长曲线

产品矩阵规划清晰，第二个十亿大单品在路上。公司持续打造新品，构建了六大产品矩阵。第一梯队为公司的拳头产品深海小鱼，年销已过十亿，稳居行业第一，目前仍维持较高的增速；第二梯队为公司的黑马产品鹌鹑蛋，2023 上半年销售突破亿元，单三季度销售破亿，且在持续增长中，规划为第二个超十亿大单品；第三梯队为豆干（销售超 2 亿）、肉干（过亿）和魔芋（近亿），作为货架补充产品，也在快速增长中。

根据公司的产能规划，鹌鹑蛋产品今年年底产能规划为 5000 万的月产值（对应年产值 6 亿），明年年底规划超 8000 万的月产值（对应年产值 10 亿）。考虑到公司产品力强，现代渠道建设已有成效，我们预计鹌鹑蛋有望在 2025-2026 年成为公司第二个十亿大单品。

图 23：第二个未来十亿大单品势头迅猛



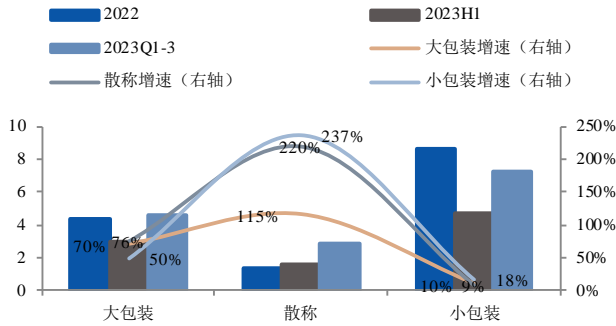
资料来源：公司公告，财信证券

老树开新花，以“大包装+散称”战略为抓手，完善网络布局，提升品牌形象，创造新的增长点。公司在 2010 年推出深海小鱼产品后，依靠 1 元装小包装产品持续深耕大流通渠道，即终端夫妻老婆店、校园店、小超市等，主打高性价比，低客单价，面向学生、年轻人及蓝领等消费人群。上市后，公司积极转型，引进人才，梳理产品结构，改革销售体系，并于 2021 年开始实施“大包装战略”，推出整盒装、袋袋装，切入公司原本薄弱的高势能现代渠道，获得高速增长。而新品鹌鹑蛋则根据产品特性通过袋袋装和散称两个规格打入市场，与原有产品和渠道进行融合和补充，增长喜人。

2022 年，公司大包装产品实现营收 4.4 亿，同比增长接近 80%，占比约 30%。散称产品实现营收 1.4 亿元，同比增长超 115%，占比约 10%。2023 年上半年，大包装产品和散称产品继续保持旺盛的生命力，大包装和散称产品分别实现收入约 3.0 亿元和 1.6 亿元，同比增长约 70%和 220%，占比为 32%和 17%。2023 年三季度，散称产品销售受益于鹌鹑蛋快速放量，增速进一步加快，其收入占比进一步提升至 23%。

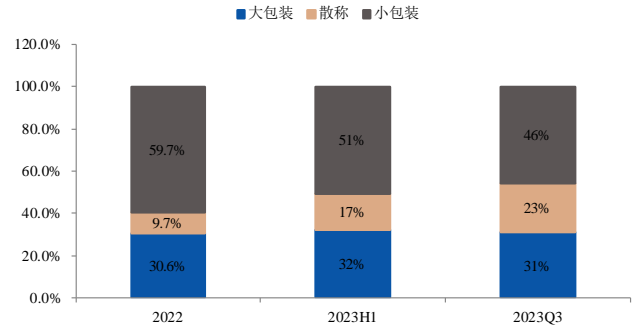


图 24：大包装/散称/小包装产品销售情况（单位：亿）



资料来源：公司公告，财信证券

图 25：按品规划分收入情况（%）



资料来源：公司公告，财信证券

### 3.2 渠道端：逆流而上，全渠道发力，高势能渠道增长迅速

线下经销为基本盘，直销渠道增长势头正盛。根据公司公告数据进行拆分，2022年，线下经销、线上经销、线下直销和线上直销收入占比分别为72.2%/11.6%/6.7%/9.5%，其中，线下经销模式为公司基本盘，随着直销渠道的建设，线下经销收入占比在逐步下降，线上渠道和直营渠道在过去两年均展示出强劲的增长势头。值得注意的是，经销渠道仍是公司重点建设的渠道，在过去两年也一直维持较高的成长速度。从盈利能力来看，线下经销、线上经销、线下直销和线上直销毛利率分别为25.26%/23.09%/25.97%/31.25%。直销毛利率较经销毛利率高约4pct。

表 3：渠道拆解

渠道拆解	收入（亿元）			收入占比			毛利率	
	2021	2022	2023H1	2021	2022	2023H1	2021	2022
线下经销	8.47	10.55		76.3%	72.2%		26.92%	25.26%
YOY		25%						
线上经销	1.26	1.70		11.3%	11.6%		22.09%	23.09%
YOY		35%						
经销合计	9.73	12.25	7.49	85.3%	83.8%	81.0%	26.29%	24.96%
YOY		26%	40%					
线下直销	0.56	0.98		5.0%	6.7%		25.95%	25.97%
YOY		74%						
线上直销	0.82	1.39		7.4%	9.5%		33.73%	31.25%
YOY		70%						
直销合计	1.38	2.37	1.76	12.4%	16.2%	19.0%	30.59%	29.07%
YOY		72%	102%					
收入合计	11.41	14.62	9.25	100%	100%	100%	26.83%	25.62%
YOY		28%	49%					

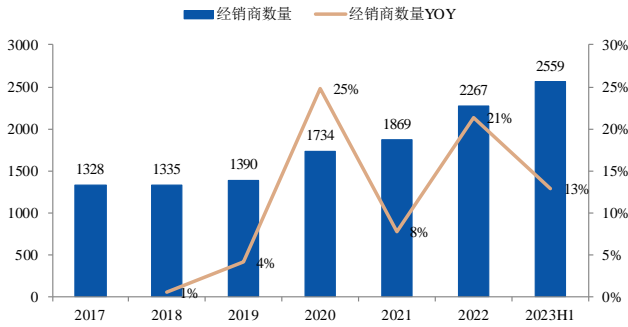
资料来源：公司公告（零食渠道部分分类在线下直销渠道），财信证券

#### 3.2.1 流通渠道起家，具备触达全国基层终端的能力

公司以流通渠道起家，建立起全国销售终端，预计未来公司在强势的经销商渠道有望呈现量价齐升的趋势。过去，经销收入的增长基本靠经销商数量增长拉动，2017-2022

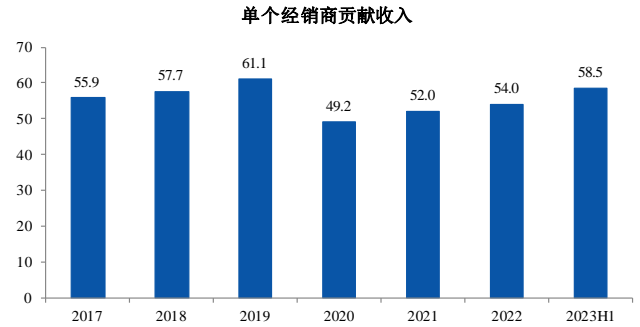
年经销渠道销售收入的复合增速为 10.52%，对应地，2017-2022 年经销商数量的复合增速为 11.29%。2022 年和 2023 年上半年，公司的经销收入分别为 12.25 和 7.49 亿元，同比增长 25.93% 和 40.38%，增长动力仍较足。截至 2023 年上半年，公司经销商数量达到 2559 家，同比增长 13%，单经销商平均贡献收入 58.5 万元，呈持续上行的趋势。往后看，经销商数量及终端覆盖点位仍有较大增长空间，过去，公司货架产品较为单一，经销渠道收入增长主要靠经销商数量增长拉动，随着产品矩阵逐步成型，拳头产品数量增长，单经销商贡献度有望持续提升。

图 26：公司经销商数量



资料来源：公司公告，财信证券

图 27：公司单经销商贡献收入（万元）



资料来源：公司公告 (2023H1 数据为估算)，财信证券

劲仔食品的经销商呈现数量较多、小体量的特征。从量上看，公司与行业龙头相比，终端点位数量仍有一倍以上空间；从价上看，公司单经销商贡献度较低，主要由于公司 SKU 较少，有较大的增长空间。公司目前拥有 40 万家终端，70% 是小包装渠道，若考虑覆盖质量预计有效产出网点仅 4w，考虑百万终端渗透率仅 4-5%，散称渠道预计仅 2-3%。

表 4：零食企业经销商情况对比分析

	劲仔食品	洽洽食品	卫龙	盐津铺子	甘源食品	有友食品
经销商收入占比	81%	84%	89%	87%	83%	>95%
经销商数量 (个)	2559	1200	1838	2609	2144	571
单经销商贡献度(万元)	54	527	112	102	58	169
终端点位数量	30 万	60 万	70+万	——	——	15-20 万

资料来源：公司公告，财信证券

分区域来看，公司线下经销渠道基本覆盖全国大部分地区，其中，经济更为发达的华东、华南区域占比更高，且经销商数量仍保持较高的增长速度，而相对偏远的西北、东北还有较大的发展空间。

表 5：线下经销商按区域划分

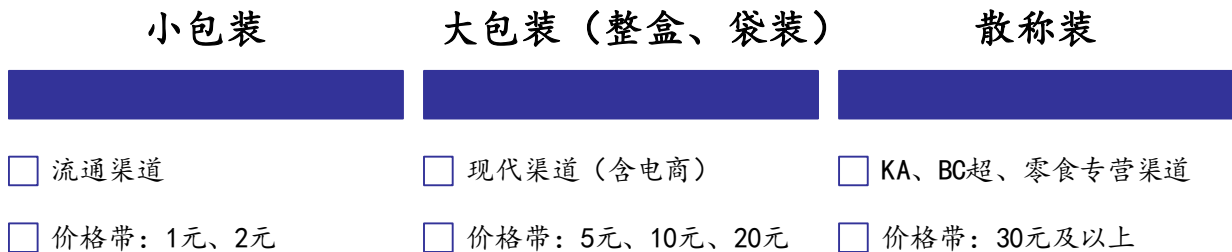
区域	经销商数量 (个)			经销商销售收入 (亿元) 及占比				单经销商贡献 (万元)		毛利率	
	2021	2022	YOY	2021	占比	2022	占比	2021	2022	2021	2022
华东	523	674	29%	1.97	23%	2.55	24%	38	38	27.78%	25.78%
华南	153	208	36%	1.60	19%	1.87	18%	105	90	27.92%	25.25%
华北	249	289	16%	1.44	17%	1.69	16%	58	59	28.81%	27.52%
西南	304	358	18%	1.31	16%	1.66	16%	43	46	23.54%	21.37%
华中	232	265	14%	1.23	15%	1.52	14%	53	57	26.99%	25.62%
西北	212	254	20%	0.63	7%	0.90	9%	30	35	25.50%	25.73%
东北	87	104	20%	0.25	3%	0.33	3%	29	31	23.47%	25.50%
合计	1760	2152	22%	8.45	100%	10.52	100%	48	49	26.29%	24.96%

资料来源：公司公告，财信证券

### 3.2.2 配合产品矩阵，渠道变革，业绩增长可期

产品、品规和渠道完成适配，全渠道转型进行时。跟随行业渠道发展的变迁，公司积极响应，加强现代渠道建设，推出新产品新品规匹配新的业态，持续拓展新增客户，提升现代渠道的覆盖率，实现品牌和销量的双重提升。线下渠道中，KA 是休闲食品品牌宣传阵地，门槛较高，近年来，公司持续开发拓展全国连锁 KA、CVS 连锁便利系统等，进驻零食连锁专卖店等新兴高速发展渠道；线上渠道，公司高度重视，基本完成覆盖天猫、淘宝、京东、拼多多等国内主流电商平台，抖音、快手等新媒体渠道，以及兴盛优选、美团优选、多多买菜等社区团购平台。面对传统电商渠道流量下滑的趋势，加大布局短视频、社交平台、达人直播等新兴渠道，建立起从头部流量到自播带货的传播矩阵。

图 28：产品 VS 渠道



资料来源：公司公告，财信证券

逆流而上，加强薄弱现代渠道建设，占领品牌传播高地，是公司发展必经之路。过去，公司产品通常在传统渠道的货架底端，以拆开形式售卖，在主流货架区陈列少，品牌露出较少。相较而言，现代渠道客单价高，覆盖新的更多的人群，销售更容易上量，品牌效应更明显。且根据线下渠道业态门店数量分布来看，现代渠道终端门店数量合计近 50 万家，且其增长速度较快。

图 29：线下渠道各业态门店数量

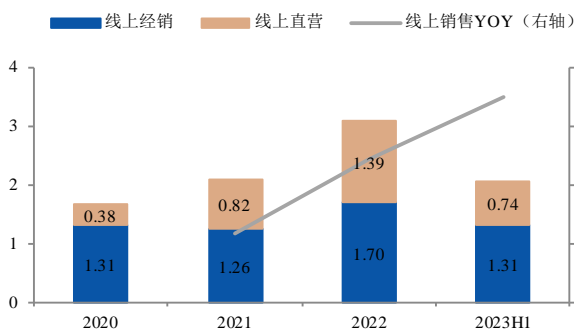


资料来源：尼尔森，财信证券

2021年开始，公司重点推出了大包装（整盒和整袋）产品以及2022年新品鹤鹑蛋的散装产品，切入高势能的KABC超、便利店和电商渠道，加大品牌露出，获得高速的销量增长。此外，针对当前风口上的零食专营渠道，公司积极布局，与头部品牌零食很忙等建立合作。根据公告，截至2023年上半年，公司已覆盖70余家零食系统，营收超6000万，增长超300%。

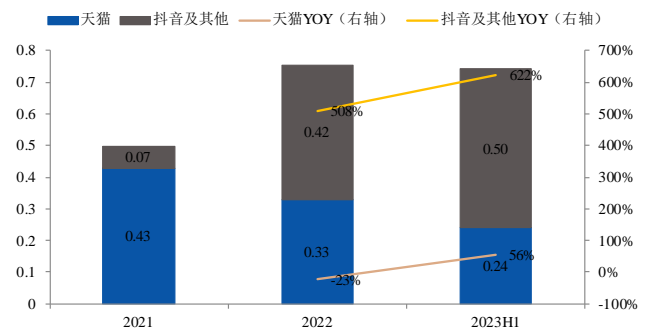
线上渠道保持高增，重点加强直营渠道发展。2021年开始，配合大包装战略，公司对线上品牌视觉进行整体升级，与线下产品形成区隔，并调整线上部门核心渠道管理策略，增加直营比重，效果显现。2022年和2023年上半年，线上渠道同比增长49%和70%，呈加速态势；线上直营增速更是显著高于整体线上增速，占比由2020年的22.5%提升至2022年的45.1%。线上直营B2C渠道，抖音平台自2022年开始起量，现在销量已经超过天猫平台。

图 30：线上渠道保持高增长态势（单位：亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

图 31：线上直营B2C渠道处于加速期（单位：亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

### 3.3 营销端：定位卤味零食，打造“年轻、健康零食”的品牌形象

在品牌打造上，公司聚焦战略产品，积极探索品牌定位，培育品类认知，打造“健康零食”专家品牌形象，诠释“美味、营养、健康”的品牌内涵，以期让消费者沟通更清晰，劲仔品牌形象更专业。在品牌传播渠道方面，集中优势资源，线上线下联动打通，挖掘产

品健康属性，贴近年轻消费群体，加以营销活动、广告投放等扩大品牌知名度，实现品牌影响力的持续提升。

过去，公司主要通过代言人的方式来进行品牌宣传和推广，有较好的效果。特别是在 2013 年，公司与品牌策划公司合作，请全国著名主持人汪涵担任“劲仔形象代言人”，借助其全国范围的影响力，极大提升了劲仔品牌知名度，带动公司的销售。现在，公司更倾向于紧跟年轻一代的步伐，通过社交活动及新媒体的持续种草等多种形式触达年轻人，如在抖音、快手、小红书等平台与热门主播 KOL 绑定以加大品牌曝光率，发布更贴近 Z 世代群体热衷的活动形式、话题内容以触达新消费人群等，通过线上线下结合，每年举办超 2000 场营销活动触达消费者。此外，公司在 2021 年更名为“劲仔食品”，实现企业名和品牌名合力统一，也极大促进品牌知名度。

## 4 同行对比分析

相较同行，劲仔食品的收入和利润体量较小，但增速表现相对更稳定。2021-2023Q3，收入增速分别为 22.2%/31.6%/47.9%，加速提升中，利润增速分别为-17.8%/46.8%/47.5%。公司销售渠道中大流通的经销渠道占比更高，原材料涨价和新品毛利率较低等原因导致公司整体毛利率和净利率较低。2021-2023Q3 公司的毛销差分别为 15.33%/14.95%/15.02%，净利率分别为 7.6%/8.4%/9.1%，均在稳步提升，但跟同行对比和公司历史水平对比，还有较大的提升空间。

对比同行主要财务数据，可以发现：

(1) 多品类公司相较于大单品公司的收入体量更大，但毛利率和净利率更低，如三只松鼠、良品铺子。该类型企业一般采用 OEM 代工的方式进行生产，公司主要聚焦于品类选择、渠道和品牌建设。

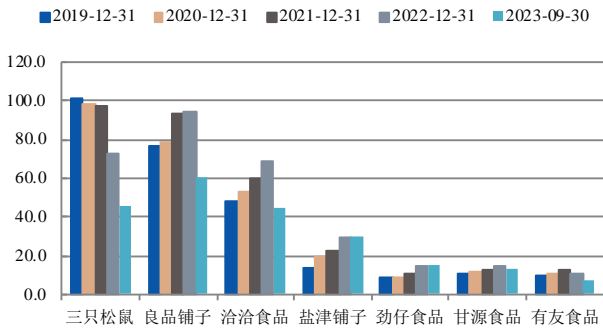
(2) 主营成熟品类和渠道更偏向于商超销售系统的公司毛利率更高，如恰恰食品、甘源食品。

(3) 更积极拥抱新兴渠道的公司在当前渠道红利期增速更高，如盐津铺子。

(4) 2022 年以来，因原材料成本下降等有利因素，行业的主要企业的盈利能力均步入稳步回升通道。

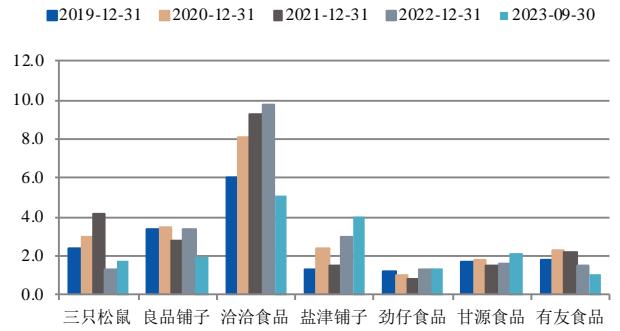
从收入和净利润体量来看，劲仔食品明显处于规模较小的第三梯队。

图 32：同行收入对比 (%)



资料来源：公司公告，财信证券

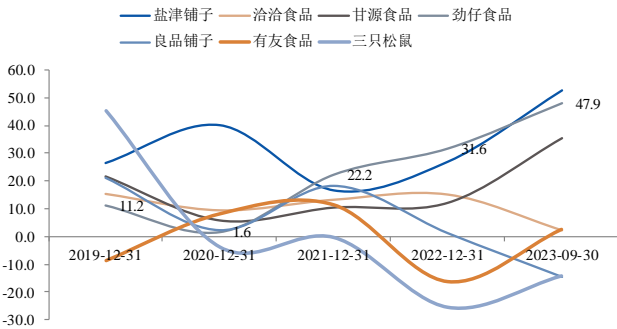
图 33：同行归母净利润对比 (%)



资料来源：公司公告，财信证券

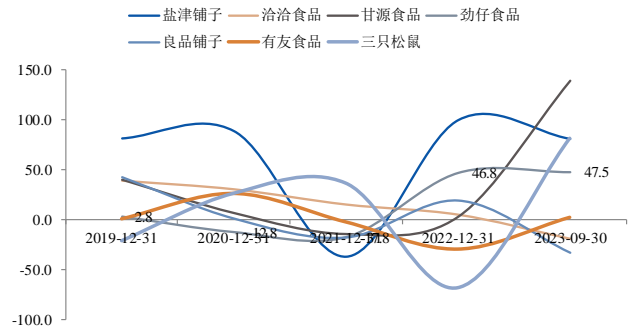
从收入和净利润增速来看，劲仔食品显示出较好的增长势头。

图 34：同行收入增速对比 (%)



资料来源：公司公告，财信证券

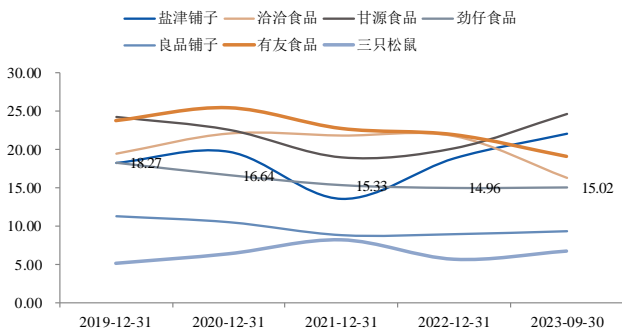
图 35：同行归母净利润增速对比 (%)



资料来源：公司公告，财信证券

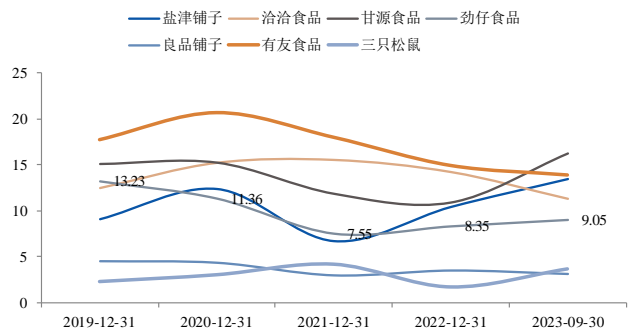
从盈利能力（毛销差和净利率）来看，劲仔食品处于行业中等水平，较行业第一梯队和自身历史水平均有较大提升空间。

图 36：同行毛销差对比 (%)



资料来源：公司公告，财信证券

图 37：同行净利率对比 (%)



资料来源：公司公告，财信证券



## 5 盈利预测和估值

### 5.1 盈利预测

**(1) 鱼制品：**公司深海小鱼产品力强，历史产能利用率高，渠道继续深耕的推动下，公司的市占率有望进一步提升。根据公司短期产能规划，我们预计 2023-2025 年公司鱼制品的营收分别为 12.92/15.51/18.61 亿元，同比增速分别为 26%/20%/20%。原材料鳀鱼价格下降缓解成本压力，大包装策略推动渠道结构往上迁移带来盈利能力提升，预计鱼制品毛利率逐步提升，2023-2025 年毛利率分别为 28.90%/29.50%/29.60%。

**(2) 豆制品：**豆干行业竞争激烈，公司在积极研发储备产品力更强的新品，暂无新产能规划，预计将用外协产能满足增量销售需求，在大包装策略的持续推进下，预计该业务维持稳健的增长。我们预计 2023-2025 年公司豆制品的营收分别为 2.20/2.41/2.66 亿元，同比增速分别为 20%/10%/10%。主要原材料大豆价格回落，预计豆制品毛利率稳步提升，2023-2025 年毛利率分别为 26.70%/26.80%/29.90%。

**(3) 禽制品：**鹤鹑蛋销量仍处于逐月上行的态势，公司产能规划明确，2023 年年底年产值 6 亿，2024 年年底产值 10 亿，在多渠道协同发力的推动下，预计鹤鹑蛋未来两年仍有望维持高速增长。肉干产品则跟随公司整体战略布局和推动，保持较快的增长。我们预计 2023-2025 年公司禽肉制品的营收分别为 4.51/8.03/10.84 亿元，同比增速分别为 147.00%/78.00%/35.00%。鹤鹑蛋的毛利率已经提升至双位数，随着规模效应逐步显现，生产工艺愈加成熟，以及已经完成的提价，毛利率将有望再上一个台阶。肉干制品规模增长，预计盈利能力稳步小幅提升。2023-2025 年毛利率分别为 17.20%/20.30%/21.32%。

**(4) 其他产品：**主要为魔芋产品，目前销售稳定增长，作为公司货架补充产品，预计保持较快的稳健增长，我们预计 2023-2025 年公司其他产品的营收分别为 0.81/1.06/1.37 亿元，同比增速分别为 50.00%/30.00%/30.00%。2023-2025 年毛利率分别为 27.00%/27.50%/28.00%。

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 20.66/27.29/33.84 亿元，同比增长 41.29%/32.10%/24.02%。公司 2023-2025 年毛利率分别为 26.33%/26.69%/26.89%。

随着销售规模扩张，经营杠杆逐步显现，预计未来销售费用率、管理费用率和研发费用率呈现逐年下降的趋势。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.79/2.47/3.16 亿元，同比增长 43.22%/38.49%/27.99%。

### 5.2 估值分析

选取洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、良品铺子、有友食品、三只松鼠为可比公司作为估值参考。2023 年可比公司平均 PE (TTM) 为 29 倍，考虑到公司未来两年收入和利润的增速高于行业大多数企业，应享有一定的估值溢价。根据我们的预测，公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 0.40/0.55/0.70 元，当前股价对应 23-25 年的 PE 为 32/23/18 倍。考虑公

司战略清晰，产品力强，且处于快速发展阶段，给公司 24 年 25-30 倍 PE，对应目标价为 13.75-16.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：同行估值对比分析

代码	公司名称	市值	PE (TTM)	2023PE	2024PE	2025PE	收入 CAGR (2023-2025)	利润 CAGR (2023-2025)
002557.SZ	洽洽食品	192	22.7	23.1	17.2	14.5	13%	26%
002847.SZ	盐津铺子	158	32.2	30.6	23.3	18.4	25%	29%
002991.SZ	甘源食品	72	24.7	24.7	19.2	15.4	27%	27%
603719.SH	良品铺子	79	35.1	22.1	18.0	15.0	15%	21%
603697.SH	有友食品	37	23.1	23.5	19.0	15.5	22%	23%
300783.SZ	三只松鼠	75	37.1	34.5	27.5	22.7	17%	23%
	平均值		29.2	26.4	20.7	16.9	19%	25%
<b>003000.SZ</b>	<b>劲仔食品</b>	<b>58</b>	34.2	31.5	22.8	17.8	29%	33%

资料来源：wind，财信证券

## 6 风险提示

(1) 原材料价格大幅波动。公司原材料成本占比约 7 成，核心原材料之一鳀鱼干主要依赖进口，大豆、鹌鹑蛋的价格随行就市，若原材料价格出现大幅上涨，短期内无法将成本转嫁给下游，盈利能力将承压。

(2) 产品放量不及预期。公司未来两年的核心增长动力来自于深海小鱼和鹌鹑蛋，若销量不及预期，将导致公司业务增长不及预期。

(3) 食品安全问题。

报表预测(单位:百万元)						财务和估值数据摘要					
<b>利润表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>主要指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入	1,111.05	1,462.03	2,065.75	2,728.79	3,384.19	营业收入	1,111.05	1,462.03	2,065.75	2,728.79	3,384.19
减:营业成本	812.96	1,087.39	1,521.94	2,000.48	2,474.06	增长率(%)	22.21	31.59	41.29	32.10	24.02
营业税金及附加	6.74	8.12	13.05	17.24	21.38	归属母公司股东净利润	84.94	124.66	178.55	247.27	316.47
营业费用	127.78	155.97	223.10	291.98	358.72	增长率(%)	-17.76	46.77	43.23	38.49	27.99
管理费用	67.36	65.49	78.50	95.51	111.68	每股收益(EPS)	0.19	0.28	0.40	0.55	0.70
研发费用	24.07	30.19	39.25	49.12	60.92	每股股利(DPS)	0.13	0.22	0.30	0.41	0.53
财务费用	-13.09	-14.64	-1.43	-1.67	-1.44	每股经营现金流	0.43	0.20	0.41	0.68	0.87
减值损失	-5.26	-0.44	-0.41	-0.55	-0.68	销售毛利率	0.27	0.26	0.26	0.27	0.27
加:投资收益	1.28	2.60	1.40	1.40	1.40	销售净利率	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.10	0.13	0.14	0.18	0.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.15	0.22	0.27	0.28	0.29
<b>营业利润</b>	<b>99.85</b>	<b>148.44</b>	<b>222.34</b>	<b>302.00</b>	<b>384.60</b>	市盈率(P/E)	66.33	45.19	31.55	22.78	17.80
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	6.38	5.82	4.34	4.15	3.92
<b>利润总额</b>	<b>91.24</b>	<b>142.25</b>	<b>215.79</b>	<b>295.34</b>	<b>377.99</b>	股息率(分红/股价)	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04
减:所得税	7.31	20.21	34.53	44.30	56.70	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>净利润</b>	<b>83.93</b>	<b>122.03</b>	<b>181.27</b>	<b>251.04</b>	<b>321.29</b>	收益率					
减:少数股东损益	-1.00	-2.63	2.72	3.77	4.82	毛利率	26.83%	25.62%	26.33%	26.69%	26.89%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>84.94</b>	<b>124.66</b>	<b>178.55</b>	<b>247.27</b>	<b>316.47</b>	三费/销售收入	18.74%	16.15%	14.67%	14.26%	13.94%
<b>资产负债表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EBIT/销售收入	7.03%	8.73%	10.38%	10.76%	11.13%
货币资金	464.56	395.99	569.16	507.91	412.17	EBITDA/销售收入	9.49%	10.95%	14.82%	15.18%	15.18%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	7.55%	8.35%	8.77%	9.20%	9.49%
应收和预付款项	13.75	19.87	26.81	35.31	43.86	资产获利率					
其他应收款(合计)	1.82	3.22	4.99	6.59	8.18	ROE	9.62%	12.88%	13.76%	18.19%	22.01%
存货	170.46	300.64	405.91	533.54	659.85	ROA	7.90%	9.62%	10.42%	13.03%	15.07%
其他流动资产	111.16	88.23	150.65	199.00	246.80	ROIC	15.49%	21.73%	26.76%	27.98%	29.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>					
金融资产投资	5.00	40.00	40.00	40.00	40.00	资产负债率	17.26%	24.30%	23.36%	27.35%	30.32%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	49.53%	53.79%	53.44%	58.38%	64.42%
固定资产和在建工程	255.75	384.04	462.30	531.66	604.66	带息债务/总负债	0.65%	1.85%	1.24%	0.77%	0.50%
无形资产和开发支出	29.38	35.28	29.40	23.52	63.47	流动比率	4.62	2.78	3.07	2.58	2.23
其他非流动资产	23.83	28.95	24.87	20.78	20.78	速动比率	2.86	1.41	1.56	1.07	0.72
<b>资产总计</b>	<b>1,075.72</b>	<b>1,296.21</b>	<b>1,714.08</b>	<b>1,898.31</b>	<b>2,099.76</b>	股利支付率	71.20%	78.95%	75.00%	75.00%	75.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	28.80%	21.05%	25.00%	25.00%	25.00%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产管理效率</b>					
应付和预收款项	116.80	165.24	204.16	268.35	331.87	总资产周转率	1.03	1.13	1.21	1.44	1.61
长期借款	1.21	5.83	4.97	4.00	3.20	固定资产周转率	4.85	4.09	4.70	5.31	6.89
其他负债	67.67	143.89	191.34	246.77	301.55	应收账款周转率	183.76	146.59	163.08	163.08	163.08
<b>负债合计</b>	<b>185.68</b>	<b>314.96</b>	<b>400.47</b>	<b>519.11</b>	<b>636.62</b>	存货周转率	4.77	3.62	3.75	3.75	3.75
股本	403.20	403.20	451.10	451.10	451.10	<b>估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	282.77	291.35	528.46	528.46	528.46	EBIT	78.15	127.61	214.36	293.66	376.55
留存收益	197.17	273.03	317.67	379.49	458.61	EBITDA	105.46	160.05	306.06	414.27	513.60
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>883.14</b>	<b>967.59</b>	<b>1,297.23</b>	<b>1,359.05</b>	<b>1,438.16</b>	NOPLAT	80.46	115.77	186.61	256.28	326.68
少数股东权益	6.90	13.67	16.39	20.15	24.97	净利润	84.94	124.66	178.55	247.27	316.47
股东权益合计	890.03	981.25	1,313.61	1,379.20	1,463.14	EPS	0.19	0.28	0.40	0.55	0.70
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,075.72</b>	<b>1,296.21</b>	<b>1,714.08</b>	<b>1,898.31</b>	<b>2,099.76</b>	BPS	1.96	2.15	2.88	3.01	3.19
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	PE	66.33	45.19	31.55	22.78	17.80
经营性现金净流量	192.45	91.88	184.08	305.06	392.54	PEG	-3.73	0.97	0.73	0.59	0.64
投资性现金净流量	-117.81	-147.97	-162.57	-181.56	-251.57	PB	6.38	5.82	4.34	4.15	3.92
筹资性现金净流量	-49.72	-54.65	151.67	-184.76	-236.72	PS	5.07	3.85	2.73	2.06	1.66
现金流量净额	24.73	-110.13	173.17	-61.25	-95.74	PCF	29.27	61.32	30.61	18.47	14.35

资料来源:财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438