

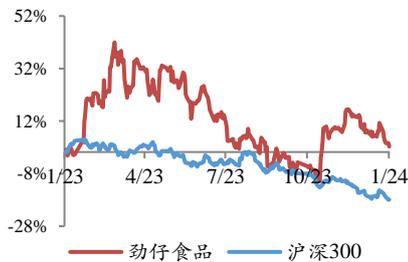
“多品类+多模式”助力持续突破

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2024-01-09

收盘价(元)	11.24
近12个月最高/最低(元)	15.59/9.79
总股本(百万股)	451
流通股本(百万股)	222
流通股比例(%)	49.28
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	25

公司价格与沪深300走势比较



分析师: 万鹏程

执业证书号: S0010523040002

邮箱: wanpengcheng@hazq.com

相关报告

主要观点:

● 多维捶打, 持续突破

劲仔食品自成立以来专注休闲食品领域已经 33 年, 现拥有“鱼制品、豆制品、禽类制品”三大品类、“小鱼、鹤鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品系列。公司一方面通过多元化的细分赛道与产品结构, 打造不同层级与品类的畅销单品, 另一方面通过渠道、规格、供应链等多维度革新, 实现收入规模的稳步提升和盈利水平的有序改善。业绩层面, 2023 Q1-3 实现营业收入 14.93 亿元, 同比+47.85%; 实现归母净利润 1.33 亿元, 同比+47.49%。

● 多品类打造大单品, 多模式赋能产品升级

多矩阵打造热销单品, 鹤鹑蛋有望复刻小鱼成功。零食行业整体市场空间大, 但细分赛道众多, 单个品类同质竞争较为严重。公司积极布局鱼制品、豆制品、禽类制品等多个优质蛋白健康赛道, 通过不断丰富产品矩阵的方式进行爆品持续打造。公司豆制品营收长年过亿, 2021 年手撕肉干成功破亿, 2022 年公司核心单品“劲仔小鱼”突破十亿营收, 显示出了公司在爆品打造上的持续创造力。2022 年上新的鹤鹑蛋“小蛋圆”, 成为公司最快破亿的超级单品, 23 年 9 月月销额已突破 4400 万, 带动公司前三季度禽类制品增长超 150%。公司现阶段持续布局未来需求, 当前产能 9600 吨、在建产能 6400 吨, 努力将鹤鹑蛋打造成为下一个“十亿级”大单品, 形成“一超多强”的产品系列矩阵。

“大包装+散称”助力产品二次升级。公司 2021 年开始推行整盒/袋的“大包装”模式, 相比传统拆盒单独包装, “大包装”模式一来更好的切入连锁型商超/ CVS 等高单价渠道, 二来陈列位置相比拆盒更加显眼, 增加了产品露出和 C 端推广; 散称模式同样帮助劲仔实现了部分单品的二次升级, 公司通过对鹤鹑蛋等产品进行散称渠道售卖, 丰富了消费者选择的同时提升了客单价。2023 年前三季度, 公司大包装产品销售收入同比增长接近 70%, 散称产品的销售收入增长超过 220%。

● 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 20.24、25.87、30.32 亿元, 对应增速分别为 38.4%、27.8%、17.2%, 归母净利润分别为 1.79、2.39、2.93 亿元, 对应增速分别为 43.4%、33.5%、22.8%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示

大单品突破进度放缓, 食品安全问题, 产品扩容后管理能力不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1462	2024	2587	3032
收入同比 (%)	31.6%	38.4%	27.8%	17.2%
归属母公司净利润	125	179	239	293
净利润同比 (%)	46.8%	43.4%	33.5%	22.8%
毛利率 (%)	25.6%	26.2%	26.4%	26.5%
ROE (%)	12.9%	13.5%	16.1%	17.7%
每股收益 (元)	0.31	0.40	0.53	0.65
P/E	38.03	28.72	21.51	17.52
P/B	4.91	3.87	3.47	3.10
EV/EBITDA	26.41	18.71	13.93	11.11

资料来源: wind, 华安证券研究所, 收盘价取自于 2024/1/9。

正文目录

1 多维革新，持续突破.....	5
2 多品类打造大单品，多模式赋能产品升级.....	5
3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	6
风险提示：	6
财务报表与盈利预测	7

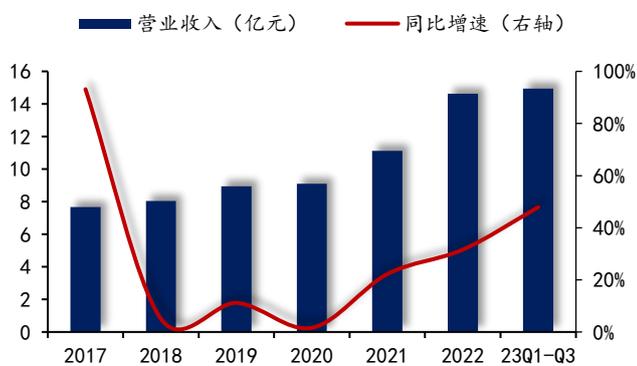
图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

1 多维革新，持续突破

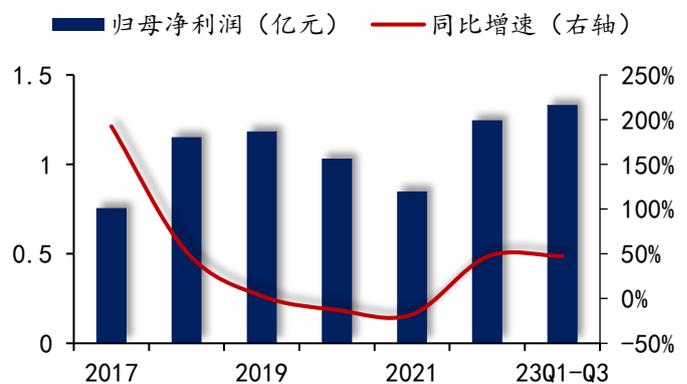
劲仔食品自成立以来专注休闲食品领域已经 33 年，现拥有“鱼制品、豆制品、禽类制品”三大品类、“小鱼、鹤鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品系列。公司一方面通过多元化的细分赛道与产品结构，打造不同层级与品类的畅销单品，另一方面通过渠道、规格、供应链等多维度革新，实现收入规模的稳步提升和盈利水平的有序改善。业绩层面，2023 Q1-3 实现营业收入 14.93 亿元，同比+47.85%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比+47.49%。

图表 1 公司营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

2 多品类打造大单品，多模式赋能产品升级

多矩阵打造热销单品，鹤鹑蛋有望复刻小鱼成功。零食行业整体市场空间大，但细分赛道众多，单个品类同质竞争较为严重。公司积极布局鱼制品、豆制品、禽类制品等多个优质蛋白健康赛道，通过不断丰富产品矩阵的方式进行爆品持续打造。公司豆制品营收长年过亿，2021 年手撕肉干成功破亿，2022 年公司核心单品“劲仔小鱼”突破十亿营收，显示出了公司在爆品打造上的持续创造力。2022 年上新的鹤鹑蛋“小蛋圆圆”，成为公司最快破亿的超级单品，23 年 9 月月销额已突破 4400 万，带动公司前三季度禽类制品增长超 150%。公司现阶段持续布局未来需求，当前产能 9600 吨、在建产能 6400 吨，努力将鹤鹑蛋打造成为下一个“十亿级”大单品，形成“一超多强”的产品系列矩阵。

“大包装+散称”助力产品二次升级。公司 2021 年开始推行整盒/袋的“大包装”模式，相比传统拆盒单独包装，“大包装”模式一来更好的切入连锁型商超/CVS 等高单价渠道，二来陈列位置相比拆盒更加显眼，增加了产品露出和 C 端推广；散称模式同样帮助劲仔实现了部分单品的二次升级，公司通过对鹤鹑蛋等产品进行散称渠道售卖，丰富了消费者选择的同时提升了客单价。2023 年前三季度，公司大包装产品销售收入同比增长接近 70%，散称产品的销售收入增长超过 220%。

3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 20.24、25.87、30.32 亿元，对应增速分别为 38.4%、27.8%、17.2%，归母净利润分别为 1.79、2.39、2.93 亿元，对应增速分别为 43.4%、33.5%、22.8%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

大单品突破进度放缓，食品安全问题，产品扩容后管理能力不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	808	1199	1494	1784	营业收入	1462	2024	2587	3032
现金	396	678	885	1057	营业成本	1087	1493	1904	2227
应收账款	10	14	18	21	营业税金及附加	8	13	16	19
其他应收款	3	4	6	7	销售费用	156	232	296	347
预付账款	10	17	19	22	管理费用	65	77	98	115
存货	301	398	478	589	财务费用	-15	-10	-18	-23
其他流动资产	88	88	88	88	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	488	490	467	445	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	4	5	6
固定资产	350	329	306	283	营业利润	148	223	300	366
无形资产	35	38	42	46	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	103	123	119	116	营业外支出	6	2	6	5
资产总计	1296	1689	1961	2229	利润总额	142	221	295	362
流动负债	291	320	433	522	所得税	20	39	53	65
短期借款	0	0	0	0	净利润	122	181	242	297
应付账款	100	106	148	179	少数股东损益	-3	3	3	4
其他流动负债	190	215	285	343	归属母公司净利润	125	179	239	293
非流动负债	24	27	27	27	EBITDA	165	239	306	368
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.40	0.53	0.65
其他非流动负债	24	27	27	27					
负债合计	315	347	460	549					
少数股东权益	14	16	20	24					
股本	403	451	451	451					
资本公积	291	501	501	501					
留存收益	273	374	529	704					
归属母公司股东权益	968	1325	1481	1656					
负债和股东权益	1296	1689	1961	2229					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	93	122	296	293	成长能力				
净利润	122	181	242	297	营业收入	31.6%	38.4%	27.8%	17.2%
折旧摊销	34	28	29	29	营业利润	48.7%	50.0%	34.9%	22.1%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	46.8%	43.4%	33.5%	22.8%
投资损失	-3	-4	-5	-6	获利能力				
营运资金变动	-64	-80	26	-31	毛利率 (%)	25.6%	26.2%	26.4%	26.5%
其他经营现金流	189	259	220	331	净利率 (%)	8.5%	8.8%	9.2%	9.7%
投资活动现金流	-148	-21	-5	-4	ROE (%)	12.9%	13.5%	16.1%	17.7%
资本支出	-166	-8	-14	-13	ROIC (%)	11.4%	12.8%	15.1%	16.5%
长期投资	15	5	5	5	偿债能力				
其他投资现金流	3	-18	4	5	资产负债率 (%)	24.3%	20.6%	23.5%	24.6%
筹资活动现金流	-55	179	-84	-118	净负债比率 (%)	32.1%	25.9%	30.7%	32.7%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.78	3.75	3.45	3.42
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.41	2.17	2.10	2.08
普通股增加	0	48	0	0	营运能力				
资本公积增加	9	209	0	0	总资产周转率	1.23	1.36	1.42	1.45
其他筹资现金流	-63	-78	-84	-118	应收账款周转率	182.53	170.21	164.50	158.19
现金净增加额	-109	282	207	171	应付账款周转率	13.82	14.51	15.02	13.64

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。