

劲仔食品 (003000.SZ)

鱼制休闲食品细分龙头，产品渠道转型持续高增

2024年03月27日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2024/3/26
当前股价(元)	13.75
一年最高最低(元)	15.60/9.67
总市值(亿元)	62.02
流通市值(亿元)	41.65
总股本(亿股)	4.51
流通股本(亿股)	3.03
近3个月换手率(%)	170.77

● 细分赛道龙头，渠道变革快速增长，首次覆盖给予“增持”评级

劲仔食品是休闲食品行业内鱼制品细分赛道龙头企业，聚焦以小鱼干为主的各项辣味零食产品。公司经过疫情影响，梳理产品规格包装，扩展品类矩阵，布局新兴渠道，实现亮眼增长。公司产能持续布局，董事长定向增发增持股票，推出股权激励计划，彰显充分成长信心。我们预计公司2023-2025年收入分别为20.7、26.5、33.0亿元，同比增长41.2%、28.1%、24.7%；归母净利润分别为2.1、2.7、3.4亿元，同比增长68.0%、30.5%、23.9%；对应EPS分别为0.46、0.61、0.75元，当前股价对应PE分别为29.6、22.7、18.3倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 辣味零食行业空间广阔，公司细分赛道持续增长

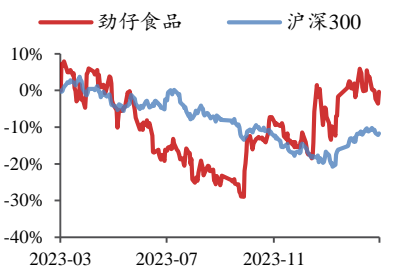
休闲食品超万亿规模，增长迅速。我国休闲食品行业规模2021年达到8251亿元，预计2026年行业规模将达到11472亿元，预计2021-2026年CAGR为6.8%。其中种子坚果炒货、调味面制品、休闲蔬菜制品以及肉质/水产制品几个细分品类预计2021-2026年保持7.5%以上的较高复合增长。其中2020年休闲鱼制品的市场规模约200亿，预计2030年将达到600亿元，期间CAGR预计将达11.6%，休闲鱼制品市场存在广阔的市场空间。

● 鱼制品龙头地位稳固，渠道精耕布局，品类横向扩张

劲仔食品是休闲鱼制品龙头企业，传统流通渠道基础牢固，通过大包装产品在连锁超市、便利店等现代渠道持续渗透，大包装产品价格带上移，对有服务能力的经销商提供更多费用支持，提升经销商铺货积极性，通过产品整组陈列等终端营销动作，带动公司销量快速增长。除休闲小鱼产品持续增长外，公司在豆制品、禽类制品品类持续布局，均已获得一定成绩，未来在鹌鹑蛋、魔芋、素肉品类中不断创新，具有较大增长潜力。公司持续推进产能布局，新增产能已顺利投产，为公司未来增长保驾护航。

● 风险提示：原材料涨价风险、公司食品安全风险，终端消费力下降风险。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,111	1,462	2,065	2,645	3,297
YOY(%)	22.2	31.6	41.2	28.1	24.7
归母净利润(百万元)	85	125	209	273	339
YOY(%)	-17.8	46.8	68.0	30.5	23.9
毛利率(%)	26.8	25.6	27.3	27.7	28.2
净利率(%)	7.6	8.3	10.1	10.2	10.1
ROE(%)	9.4	12.4	18.9	20.8	21.4
EPS(摊薄/元)	0.19	0.28	0.46	0.61	0.75
P/E(倍)	73.0	49.8	29.6	22.7	18.3
P/B(倍)	7.0	6.4	5.7	4.8	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 鱼类休闲零食第一股，深耕行业三十余年.....	4
1.1、 创始人三十余年深耕辣味零食，上市后发展稳中向好.....	4
1.2、 劲仔食品创始人实控，股权结构清晰.....	4
1.3、 董事长定向增发全额认购，夯实股权助力公司成长.....	5
1.4、 发布股权激励计划，彰显长期发展信心.....	5
1.5、 收入利润 2022 年以来重回快速增长，利润率呈现底部回升趋势.....	6
2、 休闲食品行业市场规模大，部分细分品类增速更佳.....	8
2.1、 休闲食品增长迅速，行业成长潜力十足.....	8
2.2、 辣味休闲食品景气度高，劲仔所在细分品类持续增长.....	9
3、 劲仔食品：产品扩容稳步推进，品牌优势持续显现.....	10
3.1、 公司为鱼制品赛道龙头，核心品类稳步增长.....	10
3.2、 鱼制品大包装产品拉动增长，新产品培育布局未来.....	14
3.3、 销售模式不断优化，“全渠道战略”加快布局.....	15
3.4、 战略库存把控成本，产能有序扩张.....	16
4、 盈利预测与投资评级.....	18
5、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

## 图表目录

图 1： 劲仔食品三十余年持续稳健发展，深耕休闲零食行业.....	4
图 2： 截至 2023H1 公司创始人夫妻为公司实控人，股权结构清晰.....	5
图 3： 公司 2023Q3 营业收入同比增长 47.9%.....	6
图 4： 公司 2023Q3 归母净利润同比增长 47.5%.....	6
图 5： 公司 2021 年以来净利率呈现回升趋势.....	7
图 6： 2021 年以来公司管理费用率稳中有降.....	7
图 7： 公司产品结构以风味小鱼为主.....	7
图 8： 公司线下销售华东区域占比较多.....	7
图 9： 2021-2026 年我国休闲食品预计 CAGR 达 6.8%.....	8
图 10： 各子板块复合增速有所不同，坚果、肉类、面制品、蔬菜保持较快增长.....	8
图 11： 过去 10 年我国人均可支配收入 CAGR 为 6.9%.....	9
图 12： 2022 年我国零食人均消费对比海外差距仍较大.....	9
图 13： 辣味休闲食品零售额占比稳步增长.....	9
图 14： 2030 年鱼制品市场空间预计达 600 亿元.....	9
图 15： 各子板块复合增速有所不同，坚果、肉类、面制品、蔬菜保持较快增长.....	10
图 16： 风味小鱼营收占比较大，但呈现下降趋势.....	10
图 17： 公司形成以鱼制品为核心的产品矩阵系列.....	11
图 18： 2017-2022 年风味小鱼营收 CAGR 达 9.56%.....	11
图 19： 2020-2023H1 风味小鱼毛利率维持 28%左右.....	11
图 20： 风味小鱼营收占比较大，但呈现下降趋势.....	12
图 21： 截至 2023 年 9 月公司鹤鹑蛋月销达到 4400 万元.....	12
图 22： 公司鹤鹑蛋产品采用子品牌“小蛋圆圆”.....	12
图 23： 2022 年禽类制品营收增长 87.2%.....	13

图 24: 2023H1 禽类产品毛利率重回增长.....	13
图 25: 2023H1 公司豆制品收入增速 29.2%.....	13
图 26: 2021 年以来公司豆制品毛利率底部回升.....	13
图 27: 2022 年禽类制品营收占比 12.49%.....	14
图 28: 2022 年禽类制品营收同比增长 87.24%.....	14
图 29: 公司 2017-2020 年经销模式收入占比均超过 90%.....	15
图 30: 直营模式毛利率略高于经销模式.....	15
图 31: 休闲辣味食品渠道分布占比.....	16
图 32: 公司线上、线下毛利率基本持平.....	16
图 33: 公司主要原材料和能源占生产成本的比重.....	17
图 34: 2021 年原材料价格上涨, 消耗较多低价库存.....	17
表 1: 公司定向增发资金项目主要用于生产、营销和研发项目.....	5
表 2: 公司两次股权激励计划彰显增长信心.....	6
表 3: 公司 2023 年完成第二次股权激励, 持续绑定公司核心人员.....	6
表 4: 公司鱼类休闲鱼制品竞争对手主要产品对比.....	12
表 5: 不同包装形式小鱼产品特征适合渠道各有不同.....	14
表 6: 公司经销商数量变化.....	15
表 7: 截至 2022 年底公司渠道结构以线下为主.....	16
表 8: 2021 年公司部分原材料价格大幅提升.....	16
表 9: 劲仔食品各项品类生产稳步扩张.....	17
表 10: 收入分项预测, 各品类持续增长.....	18
表 11: 可比公司估值表.....	19

## 1、鱼类休闲零食第一股，深耕行业三十余年

### 1.1、创始人三十余年深耕辣味零食，上市后发展稳中向好

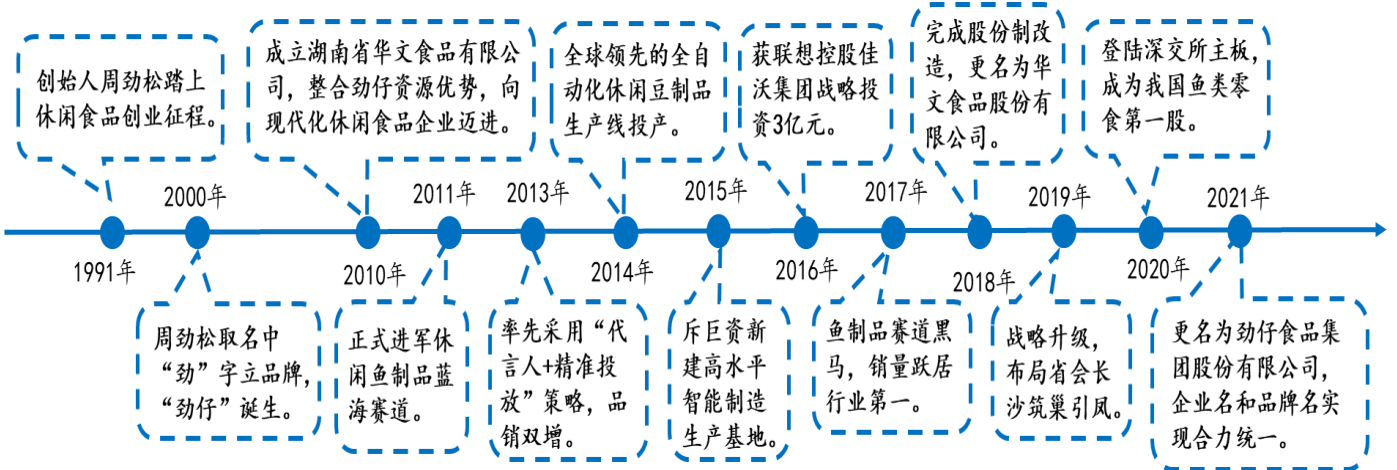
劲仔食品由创始人周劲松先生设立于2010年，目前公司总部位于湖南长沙。公司于2020年登陆深交所主板，成为“鱼类零食第一股”，2022年公司核心品类风味小鱼销售收入超10亿元。公司的发展历程大致可以分为以下几个阶段：

**第一阶段（1991-2010年）：踏上创业征程，进军鱼制品赛道。**1991年，创始人周劲松在平江学习酱干制造技术；1994年，平江酱干市场竞争加剧，周劲松开辟河南市场快速发展；2000年，公司正式成立“劲仔”品牌；2010年，公司整合优势资源成立华文食品有限公司，正式进军休闲食品行业。

**第二阶段（2011-2017年）：签约品牌代言人，步入食品工业现代化。**2013年，公司签约汪涵作为代言人，打响市场知名度。2014年，团队参与共同研发自动包装机，全球领先的自动化生产线投产。2016年，获联想控股佳沃集团战略投资3亿元，公司营收利润快速上涨。2017年，公司鱼制品销量跃居行业第一。

**第三阶段（2018-至今）：持续提升品牌知名度，打造“鱼类休闲零食第一股”。**2017-2019年，公司连续三年稳居休闲鱼类零食行业第一并于2018年完成股份制改造。2019年布局长沙，完成战略升级并签约邓伦为形象代言人。2020年成功登陆深交所主板并于2021年正式更名为劲仔食品。

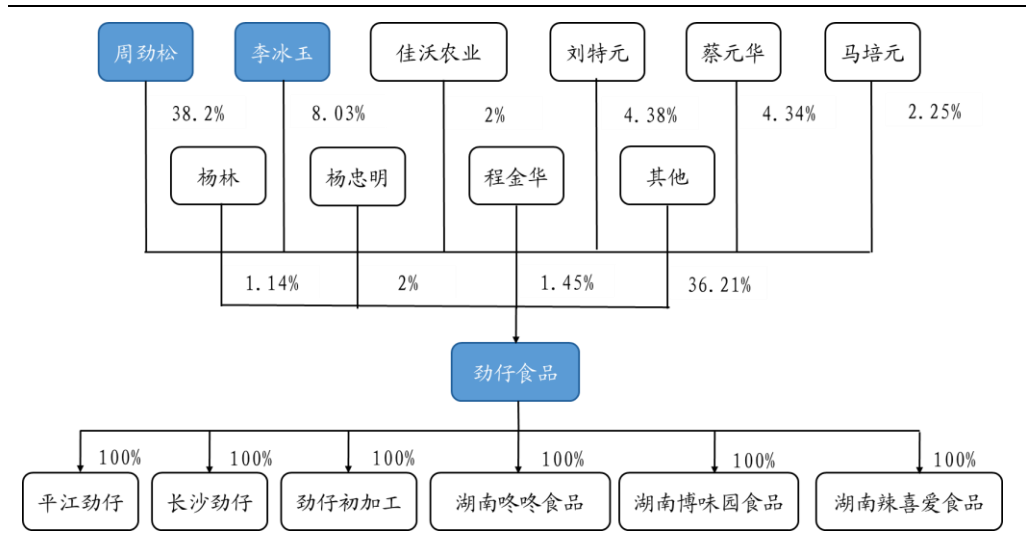
图1：劲仔食品三十余年持续稳健发展，深耕休闲零食行业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、劲仔食品创始人实控，股权结构清晰

公司股权集中，创始人为实际控制人。截至2023年6月，创始人周劲松与妻子李冰玉分别持股38.2%和8.03%，实际控制公司，股权相对集中。公司战略投资者佳沃农业（联想控股）经减持后持股2.0%。周劲松于1991年开始创业，深耕行业三十余年，具有丰富的运营经验，股权结构集中清晰，利益诉求统一。

**图2：截至 2023H1 公司创始人夫妻为公司实控人，股权结构清晰**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、董事长定向增发全额认购，夯实股权助力公司成长

2023年2月，公司顺利定向增发股票2.85亿元，由董事长周劲松先生全额认购，募集资金用于公司产品生产、营销推广和新品研发，董事长全额认购有助于进一步夯实公司实际控制人的控股权，彰显远期成长信心，同时募集资金，助力公司经营发展向前持续推进。

**表1：公司定向增发资金项目主要用于生产、营销和研发项目**

项目名称	投资总额	拟使用募资额
湘卤风味休闲食品智能生产项目	2.2 亿元	1.54 亿元
营销网络及品牌建设推广项目	1.0 亿元	0.75 亿元
新一代风味休闲食品研发中心项目	0.8 亿元	0.56 亿元
合计	4.0 亿元	2.85 亿元

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.4、发布股权激励计划，彰显长期发展信心

**发布两次股权激励，绑定核心管理层。**公司于2021、2023年分别推出股权激励计划，向公司董事、高级管理人员及核心人员授予限制性股票，设置业绩考核目标，其中2021年发布的激励顺利达成考核目标，而根据业绩预告，2023年激励第一期也将顺利达成。公司连续发布股权激励，增强了公司核心人员的稳定性，彰显了公司的长期发展信心。



**表2：公司两次股权激励计划彰显增长信心**

时间	业绩考核指标	考核年度	营收/净利润目标值	同比
2021年	2021年营业收入相比2020年增加20%	2021	10.91亿元	20.0%
	2022年营业收入相比2020年增加44%	2022	13.09亿元	20.0%
2023年	2023年收入/净利润相比2022年增长25%	2023	18.3/1.6亿元	25.0%
	2024年收入/净利润相比2022年增长56%	2024	22.8/1.9亿元	25.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：公司2023年完成第二次股权激励，持续绑定公司核心人员**

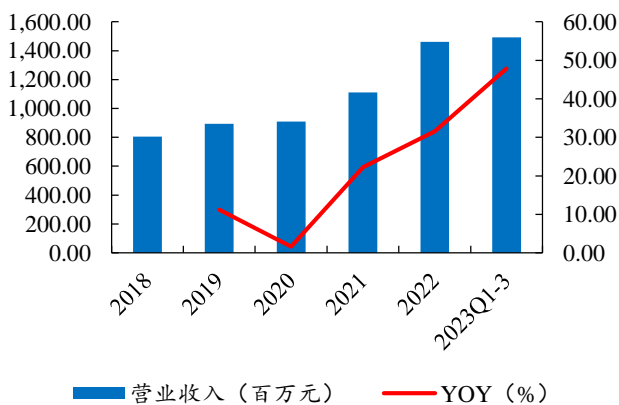
人员	激励对象职务	授予限制性股份数（万股）	占授予限制性股份总数比例	占计划公告日股本总额比例
	董事、高级管理人员	70	18.8680%	0.1552%
康厚峰	副总经理、财务总监	35	9.4340%	0.0776%
丰文姬	董事、副总经理、董事会秘书	35	9.4340%	0.0776%
	核心人员（25人）	263	70.8895%	0.5830%
	首次授予合计（27人）	333	89.7574%	0.7382%
	预留股份	38	10.2426%	0.0842%
	合计	371	100.00%	0.8224%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.5、收入利润2022年以来重回快速增长，利润率呈现底部回升趋势

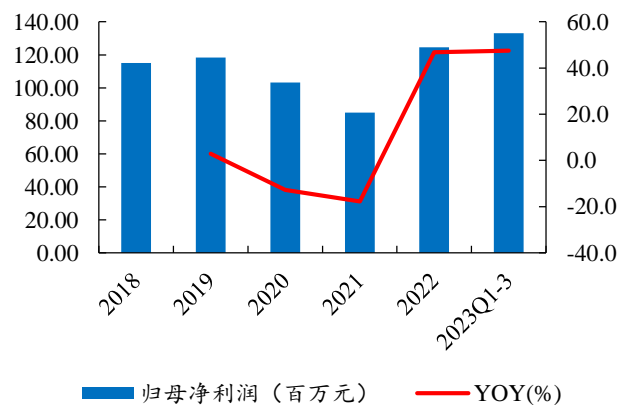
**2023年营收突破20亿，重回增长快车道。**2018年公司营业收入突破8亿元，随后在外部疫情冲击和内部产品渠道调整的背景下，营收利润增速放缓。2021年下半年，公司经过深度沉淀梳理，面对疫情反复的外部环境，积极变革经营战略，推出大包装产品，公司营收重回高速增长，首超10亿，2021年营收增长率达22.2%，2022年公司收入达14.6亿元，增速31.6%，根据业绩快报公司2023年收入达20.65亿元，重回增长快车道。

**图3：公司2023Q1-3营业收入同比增长47.9%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：公司2023Q1-3归母净利润同比增长47.5%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**2023 年利润增长较好，费用投放保持稳定。**2019 年以来，受到外部环境影响，公司成本有所上升，对利润率造成一定冲击，公司 2019-2021 年毛利率和净利率均有下降。2022 年公司通过产品创新，渠道调整，大包装新产品放量迅速，公司规模效应持续体现，毛利率和净利率重回提升趋势，2022 年公司净利润达 1.2 亿元，根据业绩快报，公司 2023 年归母净利润达 2.09 亿元，同比增长 67.87%。公司三费投放保持相对稳定，随着销售增长，各项费用率保持相对平稳。

图5：公司 2021 年以来净利率呈现回升趋势

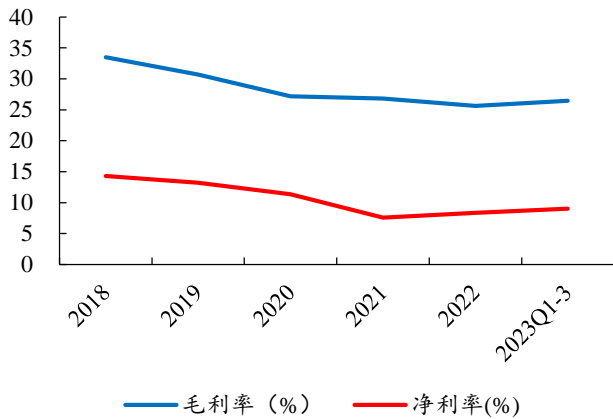
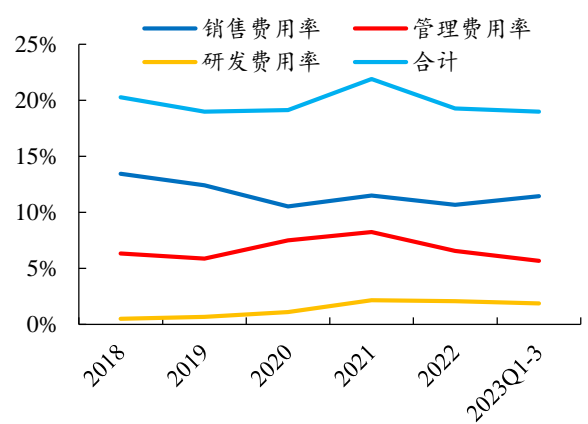


图6：2021 年以来公司管理费用率稳中有降



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**产品结构以风味小鱼为主，线下销售华东区域占比较多。**公司 2018-2022 年收入结构中，风味小鱼保持 70%以上，是公司核心单品；公司坚持走全国化路线，目前已基本完成全国布局，华东区域收入占比较大，2023H1 占比在 20%以上，位列第一，各区域营收占比情况基本稳定。

图7：公司产品结构以风味小鱼为主

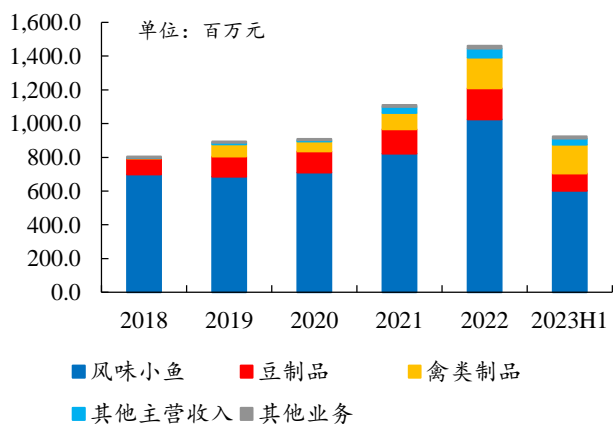
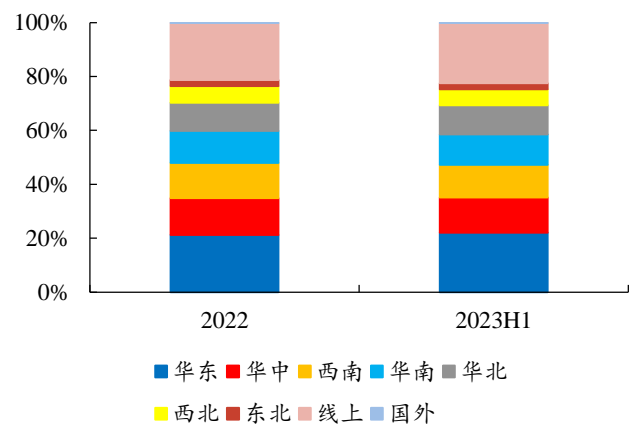


图8：公司线下销售华东区域占比较多



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

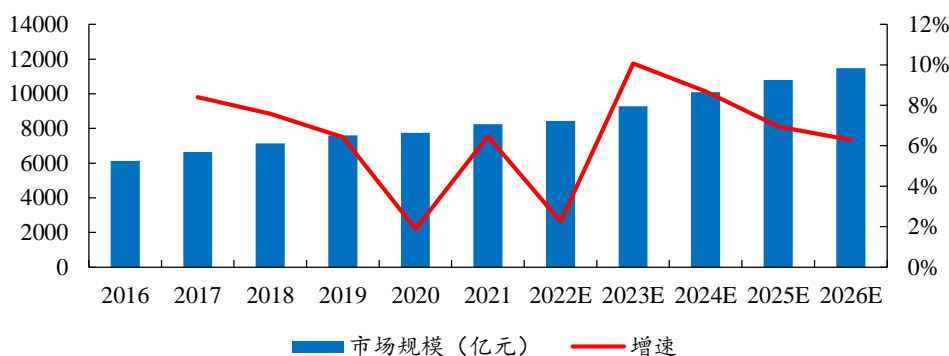
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、休闲食品行业市场规模大，部分细分品类增速更佳

### 2.1、休闲食品增长迅速，行业成长潜力十足

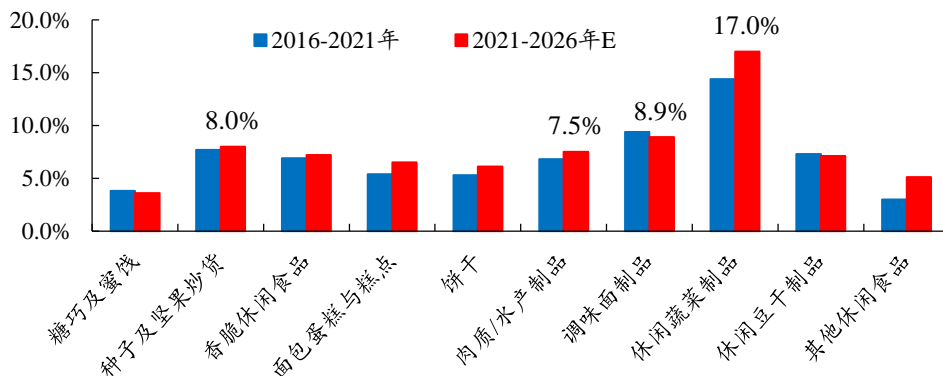
**休闲食品超万亿规模，增长迅速。**随着经济的发展和消费水平的提高，消费者对于休闲食品的需求不断增长。根据 Frost&Sullivan 报告显示，我国休闲食品行业规模 2021 年达到 8251 亿元，预计 2026 年行业规模将达到 11472 亿元，预计 2021-2026 年 CAGR 为 6.8%。其中种子坚果炒货、调味面制品、休闲蔬菜制品以及肉质/水产制品几个细分品类预计 2021-2026 年保持 7.5% 及以上的较高复合增长。

**图9：2021-2026 年我国休闲食品预计 CAGR 达 6.8%**



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

**图10：各子板块复合增速有所不同，坚果、肉类、面制品、蔬菜预计保持较快增长**

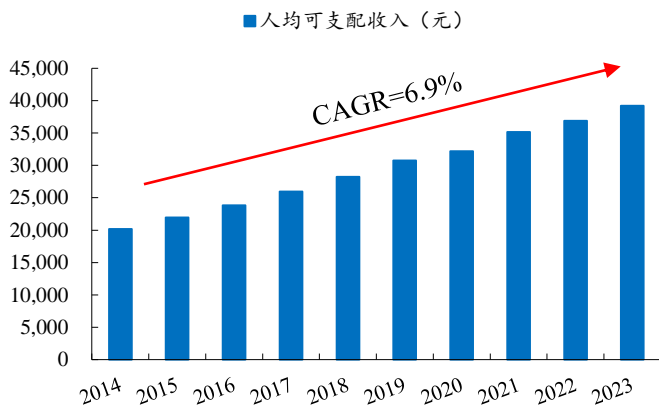


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

**人均可支配收入稳步提升，零食消费潜力较大。**2014-2023 年，中国经济保持稳步增长，居民人均可支配收入由 2.0 万元上涨至 3.9 万元，CAGR 达 6.9%，伴随宏观经济持续修复，我国人均可支配收入将继续增长。对比海外 2022 年全球人均休闲食品消费 942 元，美国和日本分别高达 4908、2821 元，而我国休闲食品人均消费额较低，2022 年为 500 元，仍有较大提升空间。

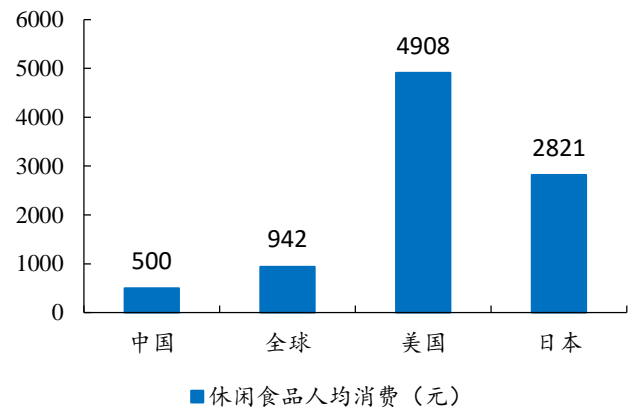


图11: 过去 10 年我国人均可支配收入 CAGR 为 6.9%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图12: 2022 年我国零食人均消费对比海外差距仍较大

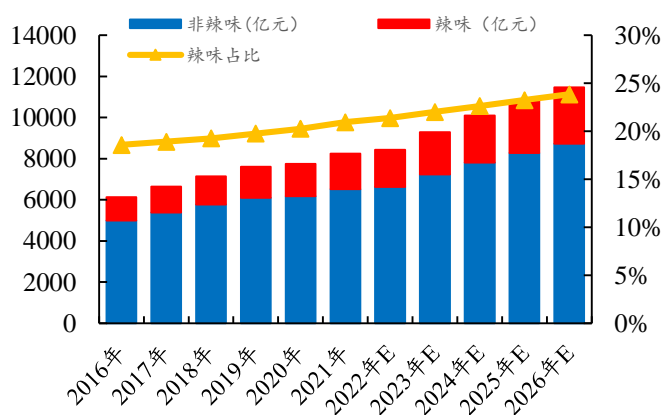


数据来源: 欧睿、智研咨询、开源证券研究所

## 2.2、辣味休闲食品景气度高，劲仔所在细分品类持续增长

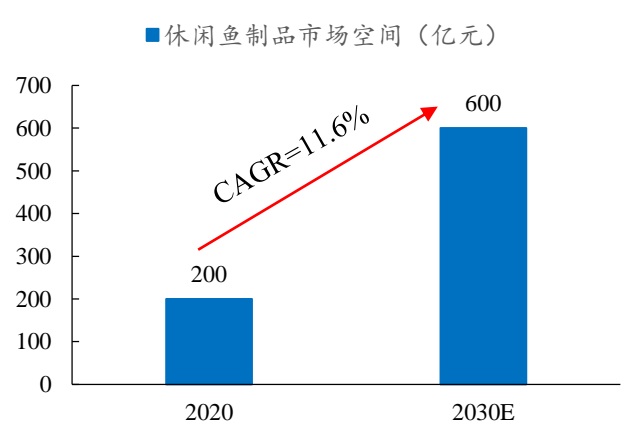
辣味休闲食品零售额占比稳步增长，2030 年鱼制品市场空间预计达 600 亿元。多年以来辣味食品在中国消费者中备受欢迎，近年来随着辣味休闲食品的不断推陈出新，我国辣味休闲食品行业蓬勃发展。2016-2022 年，我国辣味休闲食品零售额由 1139 亿元增长至 1804 亿元，在休闲食品中的占比上升约 2.8pct。据 Frost&Sullivan 预测，2026 年我国辣味休闲食品零售额将达到 2737 亿元，在休闲食品中的占比将达 24%。从细分品类看，根据公司 2023 半年报数据，劲仔的核心产品风味小鱼所处的休闲鱼制品赛道潜力较大，2020 年休闲鱼制品的市场规模为 200 亿，预计 2030 年将达到 600 亿元，2020-2030 年 CAGR 达 11.6%，劲仔食品作为休闲鱼制品行业龙头企业，未来增长仍有广阔的市场空间。

图13: 辣味休闲食品零售额占比预计稳步增长



数据来源: 卫龙美味招股说明书、开源证券研究所

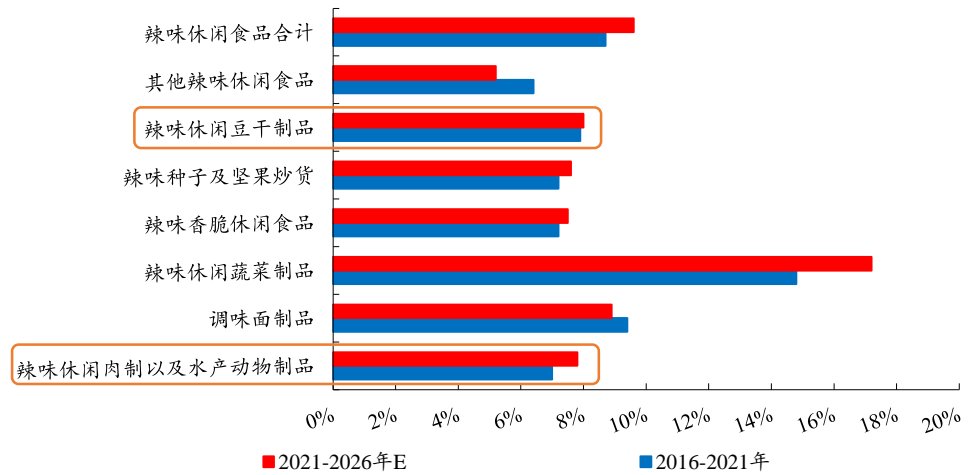
图14: 2030 年鱼制品市场空间预计达 600 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

休闲肉制品和豆干制品预计持续增长。劲仔除核心产品风味小鱼外，同样布局鹌鹑蛋和豆干产品，鹌鹑蛋和豆制品的饮食在我国具有多年历史，其消费在百姓饮食中多年来保持较大市场。根据 Frost&Sullivan 报告显示，2016-2021 年我国辣味休闲肉制品和辣味休闲豆制品零售总额 CAGR 分别为 7.0%和 7.9%，展望未来预计 2021-2026 年两个品类 CAGR 分别为 7.8%和 8.0%，持续加速增长。

图15：各子板块复合增速有所不同，坚果、肉类、面制品、蔬菜预计保持较快增长



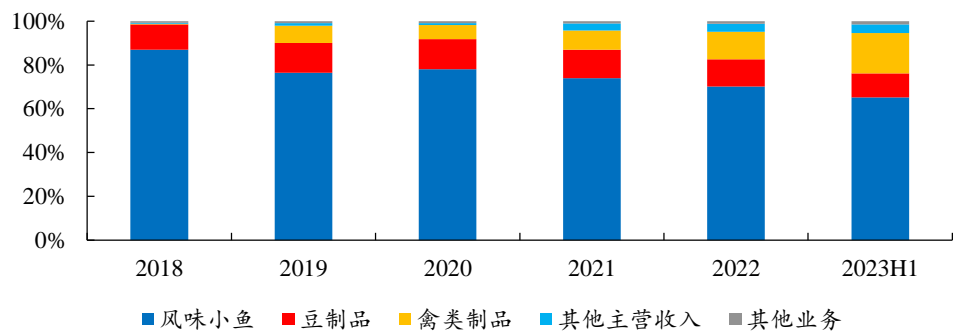
数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

### 3、劲仔食品：产品扩容稳步推进，品牌优势持续显现

#### 3.1、公司为鱼制品赛道龙头，核心品类稳步增长

风味小鱼产品主导，营收、毛利率整体稳定。公司以酱豆干制品起家，后续发力休闲鱼制品赛道，推出劲仔小鱼干产品，销量迅速提升，2018 年营收占比为 80% 以上，此后始终保持在 65.0% 以上，小鱼干作为公司大单品占据营收主导地位，但随着公司品类拓宽，风味小鱼的营收占比在逐步下降。2017-2022 年，公司风味小鱼营收由 6.5 亿元上涨至 10.3 亿元，年复合增长率达 9.6%；毛利率方面，鱼制品规模效应明显，毛利率除 2020 年受疫情影响略有下降外，2018-2023H1 其余年份均相对稳定，整体保持在 28% 左右。

图16：风味小鱼营收占比较大，但呈现下降趋势



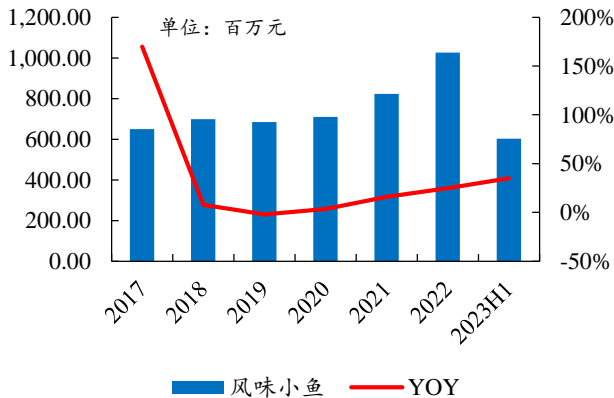
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17: 公司形成以鱼制品为核心的产品矩阵系列



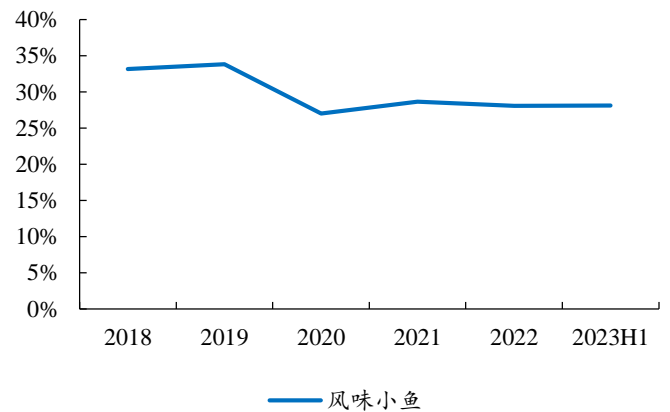
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 2017-2022 年风味小鱼营收 CAGR 达 9.56%



数据来源: Wind、开源证券研究所

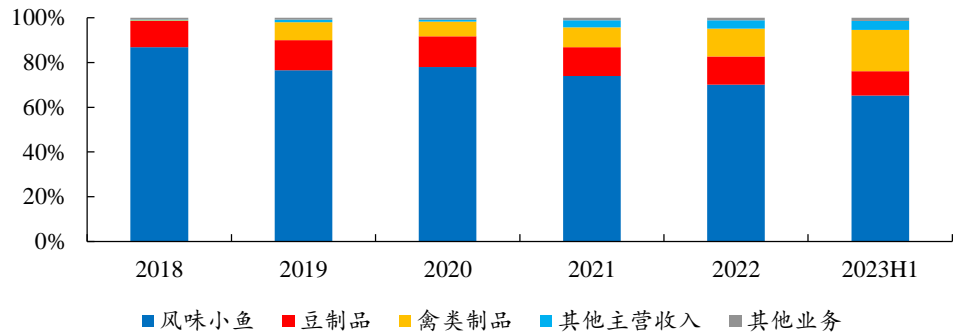
图19: 2020-2023H1 风味小鱼毛利率维持 28%左右



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司鱼制品价廉物美, 市场份额有望继续提升。从销量看, 劲仔小鱼产品淘宝销量远超其他品牌, 体现出公司细分行业龙头地位。价格方面, 劲仔小鱼单价 9.0 元/100g, 为鱼制品行业内较低水平, 平价策略能够有效刺激消费者需求。2021 年下半年以来, 公司着力推进“大包装”战略, 进行产品升级, 拓宽价格带, 同时适合更广阔渠道销售, 有望进一步提升市场份额。

图20：风味小鱼营收占比较大，但呈现下降趋势



资料来源：Wind、开源证券研究所

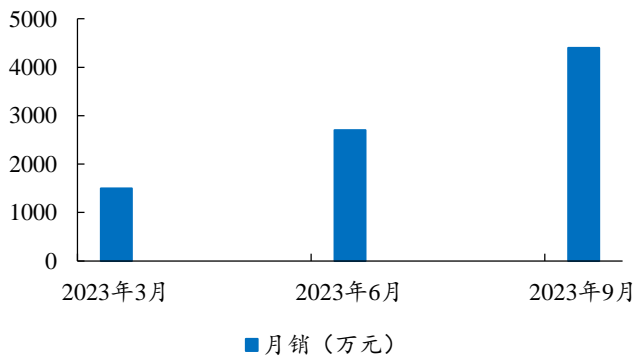
表4：公司鱼类休闲鱼制品竞争对手主要产品对比

品牌	产品	规格	价格	均价/100g	销量
劲仔	小鱼仔	200g 盒装*2	35.9 元	9.0 元	月销 5 万+
鱼臻多	香酥小黄鱼	500g 袋装*1	38.4 元	7.7 元	月销 8000+
三只松鼠	小黄鱼	220g 袋装*1	38.8 元	17.6 元	月销 6000+
良品铺子	香辣小鱼仔	120g 袋装*1	19.4 元	16.2 元	月销 5000+
卫龙	小鱼干	150g 袋装*1	12.9 元	8.6 元	月销 6000+
盐津铺子	小鱼仔	140g 袋装*1	10.9 元	7.8 元	月销 2000+
靖港古镇	毛毛鱼	500g 袋装*1	25.8	5.2	月销 3000+

资料来源：淘宝各品牌官方旗舰店、开源证券研究所

公司的禽类制品主要包括手撕鸭肉干和鹌鹑蛋两类产品。2021 年公司禽类制品营收接近 1 亿元，主要为手撕肉干贡献；2022 年以来，公司新开发子品牌“小蛋圆圆”鹌鹑蛋产品，深受消费者欢迎，拉动公司禽类产品加速增长，2023 年上半年公司禽类制品同比增长达到 155.1%，截至 2023 年 9 月，鹌鹑蛋产品月销已突破 4400 万元。公司禽类产品毛利率受到成本和产能爬坡影响，2021 年-2022 年毛利率在 20% 以下，但随着销量提升和原材料价格稳定，2023 年上半年毛利率触底回升。受益于鹌鹑蛋产品快速放量，公司 2023 年上半年禽类制品收入达 1.7 亿元，成为公司第二大品类，为公司第二增长曲线打下坚实基础。

图21：截至 2023 年 9 月公司鹌鹑蛋月销达到 4400 万元



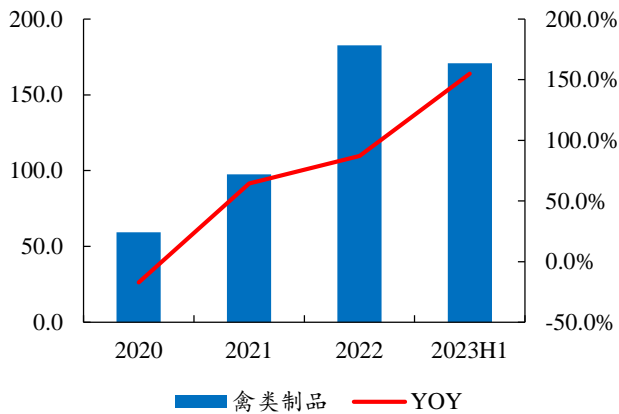
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：公司鹌鹑蛋产品采用子品牌“小蛋圆圆”



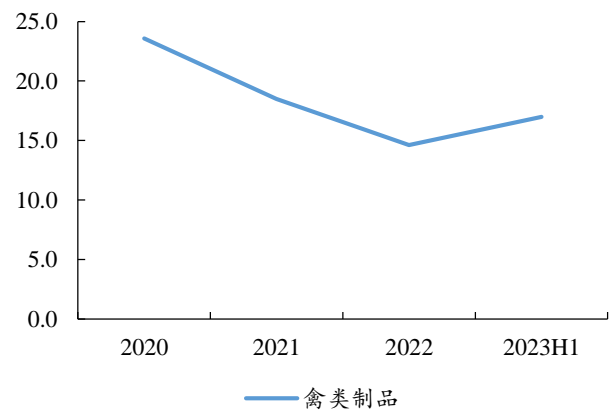
资料来源：公司官网、开源证券研究所

图23: 2022年禽类制品营收增长87.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

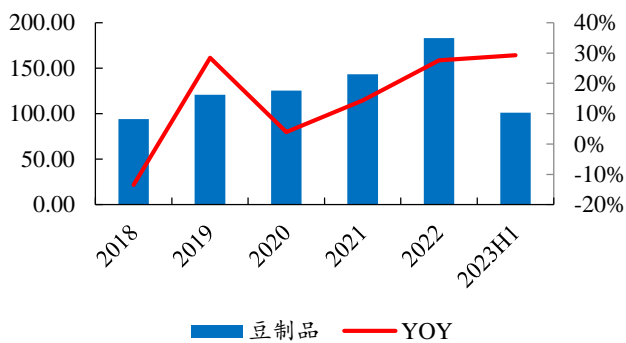
图24: 2023H1禽类产品毛利率重回增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

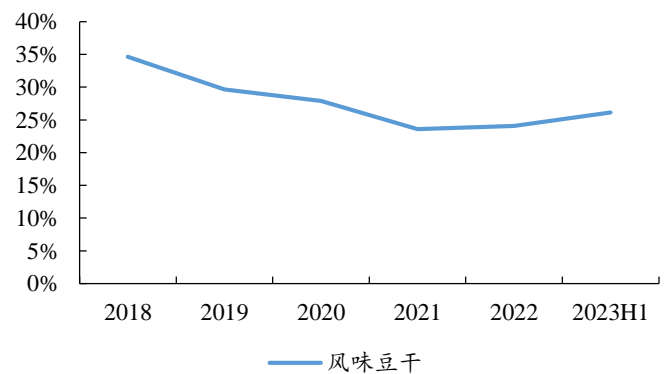
公司豆制品近5年营收稳步增长，毛利率底部回升。公司豆制品布局较早，保持稳定增长，2020年受疫情影响增速有所下滑，2022年公司豆制品销售收入达1.8亿元，同比增长27.5%，为公司第二大品类。毛利率端，公司豆制品毛利率近五年始终保持在20%以上，前期受到疫情等外部环境的影响有所下滑，2022年随着规模效应体现，毛利率开始底部回升。

图25: 2023H1公司豆制品收入增速29.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 2021年以来公司豆制品毛利率底部回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、鱼制品大包装产品拉动增长，新产品培育布局未来

创新“大包装”小鱼产品快速增长，叠加“散称”产品提升销售。公司在2021年之前以1-2元的小包装为主，通过传统的流通渠道进入杂货店、夫妻店，陈列在货架底层或靠边位置单独售卖，销量的增长相对有限，另外由于1元包产品价格定位于消费者心理敏感区间，小包装产品提价存在一定瓶颈，增长相对缓慢。2021年下半年以来，公司制定“大包装”产品策略，以大单品劲仔小鱼为核心，通过BC超市等渠道整组成列，另外通过“1+n”模式带动豆制品及禽类制品等的快速发展。自2021年下半年推出大包装产品以来，大包装鱼制品快速发展，到2022H1风味小鱼大包装产品占比28%，未来公司将继续发力大包装产品，争取销售占比突破50%，公司陆续开发和优化整盒装、袋装“大包装”产品，2023H1，公司大包装产品收入增速同比近70%；同时公司新增各类产品“散称”规格，填补渠道空白，2023H1公司散称产品的销售收入增长超过220%。产品品类和规格的完善，有利于公司完善网络布局、扶强有终端服务能力的经销商，维护优质终端建设，提升终端品牌形象。

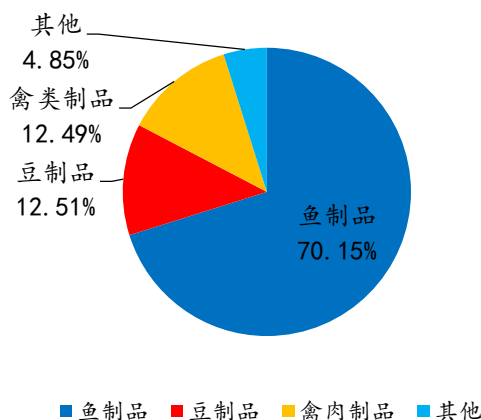
表5：不同包装形式小鱼产品特征适合渠道各有不同

包装形式	价格	陈列位置	铺货渠道	经销商
小包装（散装）	1-2元/袋	货架底层或靠边位置单包售卖	流通渠道为主	批发形式等传统经销商
大包装（定量装）	5-10元/包	挂袋区和主流货架区	BC商超/KA/ CVS等	终端服务型经销商

资料来源：公司公告、开源证券研究所

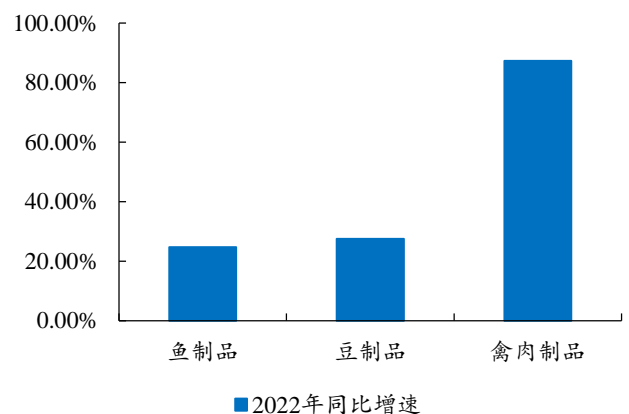
禽类制品加速扩张，第二增长曲线显现。除了休闲鱼制品外，公司近年来积极拓展新的产品品类，依托现有战略和渠道，孕育下一个核心品类。2021年-2023上半年，公司禽类产品增速持续超过60%，显著高于鱼制品和豆制品，2023上半年，禽类制品同比增长155.1%。细分产品看，鹤鹑蛋一经推出就得到了广大消费者的认可，增速较快，成为公司黑马产品，公司准确洞悉行业变化趋势，类比行业内其他龙头企业，公司禽类制品有望复制洽洽的黄袋坚果和卫龙的魔芋产品，成为公司的第二增长曲线。

图27：2022年禽类制品营收占比12.49%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2022年禽类制品营收同比增长87.24%



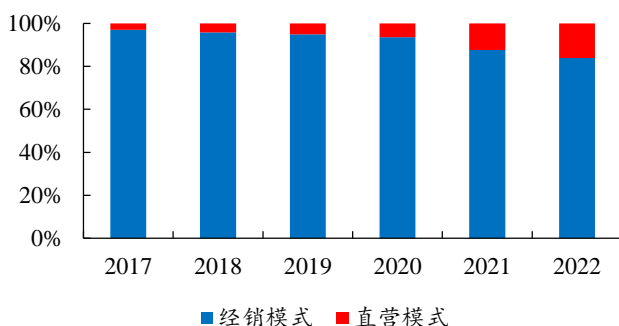
数据来源：Wind、开源证券研究所



### 3.3、销售模式不断优化，“全渠道战略”加快布局

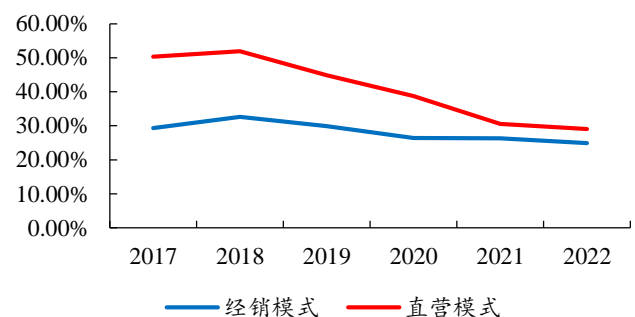
**经销模式助力发展，直营模式逆势上涨。**公司的销售模式包括经销和直营，其中经销为主要的销售模式。经销采用买断式的销售模式及先款后货的结算方式，公司授权经销商在指定的销售区域内利用自身的销售渠道销售公司产品，并为经销商提供业务开发、市场开发等方面的费用支持。2017-2020 年公司经销收入占比均超过 90%，后续有所下降。2018 年公司经销商数量 1000 家不到，到 2022 年公司经销商数量已突破 2000 家，2023H1 公司经销商数量为 2559 家，渠道呈现明显的扩张趋势。2020 年以来公司直营模式也开始发力，收入占比从 2017 年的 3.11% 上升至 2023H1 的 19.03%。毛利率端，直营模式毛利率受到产品结构和渠道费用差异影响呈现下滑趋势，但高于经销模式。

图29：公司 2017-2020 年经销模式收入占比均超过 90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：直营模式毛利率略高于经销模式



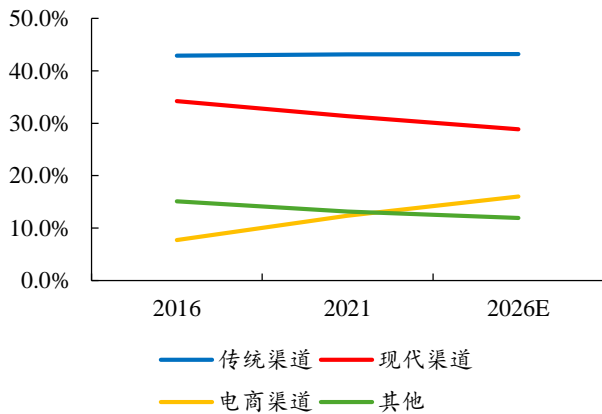
数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：公司经销商数量变化

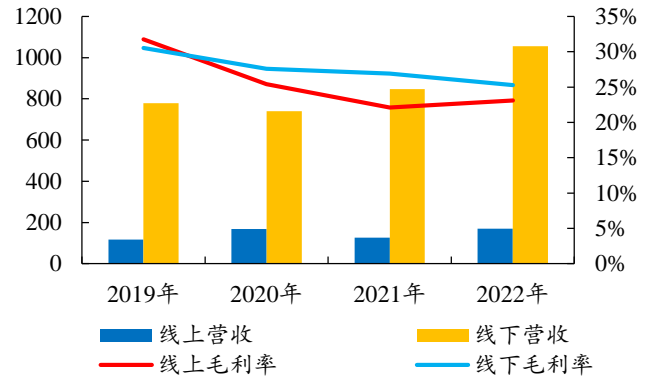
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023H1
期初经销商数量	939	965	1388	1734	1869	2267
新增	396	550	500	578	890	554
撤销	370	125	154	443	492	262
期末经销商	965	1390	1734	1869	2267	2559

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**渠道变革不断深入，线上线下结构持续优化。**据 Frost&Sullivan 报告预测，2026 年我国休闲辣味食品传统渠道占比预计上升至 43.2%，现代渠道占比略微下降至 28.8%，而电商渠道占比将会上升至 16.0%。劲仔食品渠道分为线下和线上渠道，其中线下渠道主要包括传统流通渠道（批发市场、社区杂货店、校园超市、小型 BC 超市等）、现代渠道（大型 KA 卖场、连锁 BC 超市、CVS 连锁便利等）和出口贸易渠道（已出口法国、日本等约 30 个国家）；线上渠道主要是电商渠道，包括天猫、京东、拼多多等，此外，2020 年以来公司开发了社区团购平台等新兴渠道，丰富了公司现有渠道类型。公司以线下渠道为主，2022 年线下渠道实现营收 11.53 亿元，收入占比 78.9%，毛利率达 25.3%，其中传统流通渠道占主导；2022 年公司线上渠道实现收入 3.09 亿元，毛利率达 26.8%，表现较好。

**图31：休闲辣味食品渠道分布占比**


数据来源：Frost&amp;Sullivan、开源证券研究所

**图32：公司线上、线下毛利率基本持平**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表7：截至2022年底公司渠道结构以线下为主**

渠道类型	特征介绍	渠道占比
线下渠道	传统流通渠道 批发市场、社区便利店、校园超市、BC超市等	约 78.9%
	现代渠道 大型 KA 卖场、CVS 连锁便利等	
	国际贸易渠道 已出口法国、日本等约 30 个国家	
线上渠道	B2C：天猫、京东、拼多多；B2B：京东京喜通、阿里零售通、1688 等 新媒体：抖音、快手；兴盛优选、美团优选、橙心优选等	约 21.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

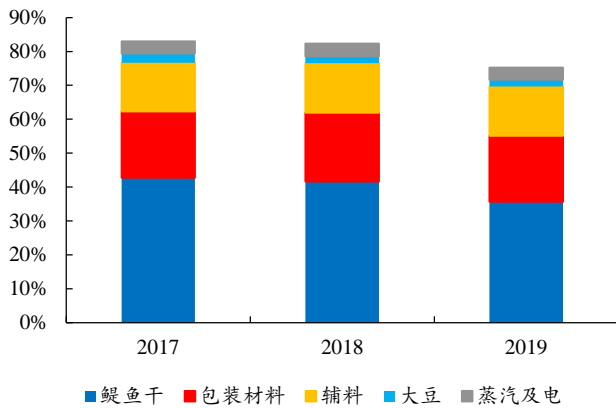
### 3.4、战略库存把控成本，产能有序扩张

**主要原料鳀鱼存货充足，有效对冲原材料价格上涨。**公司的主要原材料为鳀鱼干、包装材料、辅料、大豆等。鳀鱼为海洋鱼类资源，广泛分布于太平洋、印度洋等各大洋，富含蛋白质和脂肪，营养价值高，鳀鱼干食品深受广大消费者喜爱。2021年一级大豆油和黄豆原材料价格上涨幅度分别达 43.97% 和 34.03%，对公司毛利率有所影响。经过多年鱼制品经营经验，公司通常在原材料价格较低时主动储备战略库存，2020-2023H1 公司存货对总资产的占比始终保持 10% 以上，并根据市场价格情况对库存量进行一定调节，在原材料市场价格较高时期，消耗更多低价原材料库存，有效控制主要原料成本。另外大豆油和黄豆在公司原料中的成本占比相对较低，通过核心原材料战略储备及规模效应的提升，公司能够一定程度抵御原材料风险。

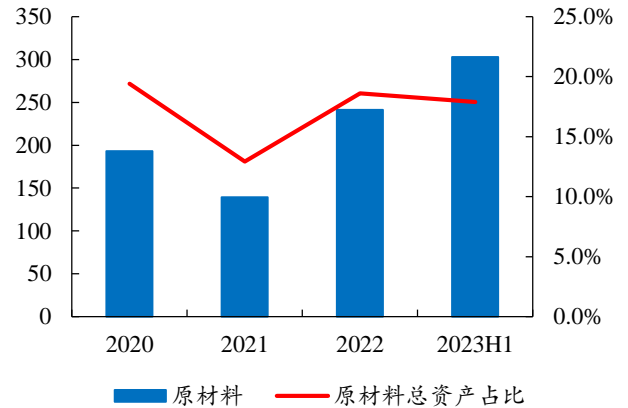
**表8：2021 年公司部分原材料价格大幅提升**

产品类别	2021 年采购均价 (元/公斤)	2020 年采购均价 (元/公斤)	同比增减
一级大豆油	9.08	6.31	43.97%
黄豆	6.6	4.92	34.03%

数据来源：公司年报、开源证券研究所

**图33：公司主要原材料和能源占生产成本的比重**


数据来源：劲仔食品招股说明书、开源证券研究所

**图34：2021年原材料价格上涨，消耗较多低价库存**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司各品类产品持续扩产，产能利用率稳步提升。**公司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和湖南省岳阳市经开区康王工业园生产基地。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，岳阳市经开区生产基地主要生产豆制品。2021年，公司主要产品鱼制品年产量突破18000吨，同时积极改造产线技术，在建产能2250吨；到2022年公司鱼制品产能达到22500吨，产能利用率103.6%，豆制品产能6000吨，产能利用率93.1%，禽类制品产能达到4400吨，产能利用率85.5%，保持较高产能利用率。2023上半年受益于鹌鹑蛋产品销售提升，禽类制品产能提升较快。截至2023H1，公司鱼制品在建产能4000吨，禽类制品在建产能6400吨，保持持续扩张。

**表9：劲仔食品各项品类生产稳步扩张**

项目	2021年	2022年	2023H1	
鱼制品	设计产能(吨)	18000	22500	26000
	在建产能(吨)	2250	2500	4000
	产量(吨)	18049.09	23309.21	12940.25
	产能利用率(%)	100.27%	103.60%	49.77%
豆制品	设计产能(吨)	6000	6000	6000
	产量(吨)	4839.99	5584.09	2841.09
	产能利用率(%)	80.67%	93.07%	47.35%
禽类制品	设计产能(吨)	1600	4400	11200
	产量(吨)	1232.82	3772.64	4447.64
	在建产能(吨)	-	3600	6400
	产能利用率(%)	77.05%	85.47%	46.33%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资评级

劲仔食品是休闲食品行业内鱼制品细分赛道龙头企业，聚焦以小鱼干为主的各项辣味零食产品。公司渡过疫情影响，梳理核心产品规格包装，扩展品类矩阵，布局新兴渠道，实现亮眼增长。公司产能持续布局，推出股权激励计划，2023年初董事长定向增发增持股票，彰显充分成长信心。

鱼制品业务方面，小包装产品地位稳固，大包装产品持续放量，我们预计鱼制品业务 2023-2025 年收入增速分别为 37.4%、25.0%、23.2%。豆制品和禽类制品业务方面，跟随大包装鱼制品在现代渠道补充放量，尤其鹌鹑蛋产品具有成为下一核心单品较大潜力。我们预计公司禽类制品业务 2023-2025 年收入增速分别为 80.0%、41.4%、30.0%，豆制品业务 2023-2025 年收入增速分别为 22.4%、20.0%、20.0%。

毛利率方面，公司通过多年经验把控鱼制品上游，通过原材料战略储备方式抵御价格波动，同时随着规模效应提升，预计公司毛利率稳步提升，我们预测公司 2023-2025 年整体毛利率为 27.3%、27.7%、28.2%。费用方面，随着渠道持续扩张商超便利店等现代渠道，给予经销商更多费用激励，预计公司销售费用率呈稳中有升趋势。

**表10：收入分项预测，各品类持续增长**

		2022A	2023E	2024E	2025E
风味小鱼	收入（百万元）	1,025.67	1409.37	1761.72	2170.79
	YOY	24.7%	37.4%	25.0%	23.2%
	毛利率	28.1%	31.6%	32.0%	33.0%
豆制品	收入（百万元）	182.93	223.91	268.69	322.43
	YOY	27.5%	22.4%	20.0%	20.0%
	毛利率	24.1%	24.8%	24.8%	24.8%
禽类制品	收入（百万元）	182.57	328.63	464.68	604.08
	YOY	87.2%	80.0%	41.4%	30.0%
	毛利率	14.6%	12.1%	15.6%	15.6%
整体营收	收入（百万元）	1,462.03	2,064.80	2,644.64	3,297.04
	YOY	31.6%	41.2%	28.1%	24.7%
	毛利率	25.6%	27.3%	27.7%	28.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要休闲食品企业良品铺子、三只松鼠、盐津铺子、甘源食品的估值水平，可发现 2024 年同行业公司估值平均水平 21.8 倍，而劲仔食品估值水平为 22.7 倍，略高于行业平均水平，鉴于劲仔食品是休闲食品行业内鱼制品细分赛道龙头企业，公司梳理核心产品，布局新渠道，产能持续布局，实现收入利润持续增长，我们认为估值相对合理。

**表11：可比公司估值表**

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	EPS			PE		
		元	亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603719	良品铺子	15.22	61.03	0.76	0.93	1.15	19.94	16.29	13.29
300783	三只松鼠	21.97	88.10	0.51	0.71	0.90	43.08	30.94	24.41
002847	盐津铺子	68.79	134.87	2.59	3.35	4.19	26.56	20.53	16.42
002991	甘源食品	82.96	77.33	3.41	4.28	5.29	24.33	19.38	15.68
	平均值						28.48	21.79	17.45
003000	劲仔食品	13.75	62.02	0.46	0.61	0.75	29.61	22.68	18.30

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：良品铺子盈利预测来自于 Wind 一致预期，其余公司盈利预测源自开源证券研究所（截至 2024 年 3 月 26 日）

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 20.7、26.5、33.0 亿元，同比增长 41.2%、28.1%、24.7%；归母净利润分别为 2.1、2.7、3.4 亿元，同比增长 68.0%、30.5%、23.9%；对应 EPS 分别为 0.46、0.61、0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 29.6、22.7、18.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## 5、风险提示

**(1) 原材料涨价风险：**公司鱼制品品类占比较大，风味小鱼产品原材料均为海外进口，易受到国际油价等大宗商品波动影响，存在原材料涨价风险。

**(2) 公司食品安全风险：**对于食品加工制造企业，卫生安全要求是终端消费者及监管部门关照的重中之重，若出现生产过程出现食品安全问题，对公司销售可能产生负面影响。

**(3) 终端消费力偏弱影响动销风险：**国内宏观经济受到疫情冲击后，处于逐步复苏过程，终端消费者可支配收入若复苏较弱，可能对公司销量产生一定影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	762	808	1016	1305	1558
现金	465	396	559	716	893
应收票据及应收账款	6	10	0	0	0
其他应收款	2	3	4	5	6
预付账款	8	10	15	17	23
存货	170	301	350	478	548
其他流动资产	111	88	88	88	88
<b>非流动资产</b>	314	489	611	716	826
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	227	350	472	576	681
无形资产	29	35	35	36	37
其他非流动资产	58	104	103	105	108
<b>资产总计</b>	1076	1297	1627	2021	2385
<b>流动负债</b>	165	291	502	693	796
短期借款	0	0	286	488	562
应付票据及应付账款	57	100	0	0	0
其他流动负债	108	190	216	205	234
<b>非流动负债</b>	21	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	25	25	25	25
<b>负债合计</b>	186	316	527	718	821
少数股东权益	7	14	12	9	5
股本	403	403	403	403	403
资本公积	283	291	291	291	291
留存收益	221	285	362	442	546
<b>归属母公司股东权益</b>	883	968	1088	1294	1559
<b>负债和股东权益</b>	1076	1297	1627	2021	2385

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	193	93	125	181	353
净利润	84	122	208	271	334
折旧摊销	27	32	39	46	59
财务费用	-13	-15	-3	7	9
投资损失	-1	-3	-1	-1	-2
营运资金变动	62	-72	-118	-142	-47
其他经营现金流	34	28	-0	0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-118	-148	-159	-151	-167
资本支出	65	166	161	152	169
长期投资	-55	15	0	0	0
其他投资现金流	3	3	1	1	2
<b>筹资活动现金流</b>	-50	-55	-88	-75	-84
短期借款	0	0	286	202	75
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0	0
资本公积增加	30	9	0	0	0
其他筹资现金流	-83	-63	-374	-277	-158
<b>现金净增加额</b>	25	-109	-123	-45	102

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1111	1462	2065	2645	3297
营业成本	813	1087	1501	1911	2369
营业税金及附加	7	8	14	17	20
营业费用	128	156	212	258	315
管理费用	67	65	83	112	155
研发费用	24	30	31	45	61
财务费用	-13	-15	-3	7	9
资产减值损失	-5	0	0	0	0
其他收益	19	17	27	24	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	3	1	1	2
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	100	148	254	320	391
营业外收入	1	0	3	3	2
营业外支出	9	6	10	8	8
<b>利润总额</b>	91	142	247	315	385
所得税	7	20	39	45	50
<b>净利润</b>	84	122	208	271	334
少数股东损益	-1	-3	-2	-3	-4
<b>归属母公司净利润</b>	85	125	209	273	339
EBITDA	105	163	280	367	452
EPS(元)	0.19	0.28	0.46	0.61	0.75

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	22.2	31.6	41.2	28.1	24.7
营业利润(%)	-19.3	48.7	71.3	25.9	22.3
归属于母公司净利润(%)	-17.8	46.8	68.0	30.5	23.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.8	25.6	27.3	27.7	28.2
净利率(%)	7.6	8.3	10.1	10.2	10.1
ROE(%)	9.4	12.4	18.9	20.8	21.4
ROIC(%)	7.9	11.3	14.6	15.3	16.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.3	24.4	32.4	35.5	34.4
净负债比率(%)	-50.0	-38.4	-23.3	-16.2	-20.1
流动比率	4.6	2.8	2.0	1.9	2.0
速动比率	2.9	1.4	1.1	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	312.2	182.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	18.1	13.8	29.9	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.28	0.46	0.61	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.21	0.28	0.40	0.78
每股净资产(最新摊薄)	1.96	2.14	2.41	2.87	3.46
<b>估值比率</b>					
P/E	73.0	49.8	29.6	22.7	18.3
P/B	7.0	6.4	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	48.8	31.8	18.9	14.6	11.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

20 / 22



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn