

2024年04月26日

劲仔食品 (003000.SZ)

公司快报

三年收入翻番，增长势能强劲

事件：

公司发布 2023 年年报，23 年实现营收 20.65 亿元，同比+41.26%；归母净利润 2.10 亿元，同比+68.12%；扣非归母净利润 1.86 亿元，同比+64.50%。其中，23Q4 实现营收 5.72 亿元，同比+26.51%；归母净利润 0.76 亿元，同比+122.76%；扣非归母净利润 0.77 亿元，同比+153.92%。

公司发布 2024 年一季报，24Q1 实现营收 5.40 亿元，同比+23.58%；归母净利润 0.74 亿元，同比+87.73%；扣非归母净利润 0.58 亿元，同比+77.45%。

根据劲仔食品集团官微公众号，公司提出未来三年再倍增目标，未来三年复合增长率约 25%。

投资要点

◆ **收入分析：鹌鹑蛋放量驱动高增，大包装+散称助力渠道升级。**23 年公司实现营收 20.65 亿元，同比+41.26%（其中 Q1：+68.40%；Q2：+35.17%；Q3：+45.92%；Q4：+26.51%）。上市三年倍增目标顺利实现，春节错期下 23Q4 增速稍有放缓。

1) 分品类，23 年鱼制品/禽类制品/豆制品/蔬菜制品分别实现营收 12.91/4.52/2.17/0.72 亿元，分别同比+25.87%/147.56%/18.68%/88.24%。鹌鹑蛋第二增长曲线 23 年营收突破 3 亿元，快速放量带动禽类制品高增；蔬菜制品增长亮眼主要系魔芋增长较快。

2) 分规格，据公司公告，23 年小包装营收占比 49%，同比+16%；大包装营收占比 31%，同比+40%；散称营收占比 20%，同比+197%，大包装+散称占比超 50%，带动 BC 超、KA、零食专营等高势能渠道增长，公司渠道结构升级卓有成效。

3) 分渠道，公司持续推进全渠道稳健发展，公司 23 年末经销商 3057 个（净增 790 个），其中散称经销商超 500 家；23 年末合作零食专营客户超 100 家，覆盖门店数超 2 万家；23 年天猫/抖音及其他新媒体平台分别实现营收 0.44/1.03 亿元，分别同比+32.79%/+142.60%。

◆ **利润分析：成本改善叠加规模效应，利润表现亮眼。**23 年公司毛利率为 28.17%，同比+2.54pct；23Q4 毛利率为 32.61%，同比+7.91pct。毛利率明显提升主要系原材料成本高位回落；公司品类规模提升带动规模效应释放。23Q4 因新品策略调整、春节错期等因素货折减少，毛利率进一步优化。23 年销售/管理/研发费用率分别为 10.76%/4.04%/1.92%，分别同比+0.09/-0.44/-0.14pct，期间费用率整体稳定；23Q4 销售费用率同比-1.97pct 至 8.98%，主要系春节备货错峰费用投入减少及规模提升摊薄费用率。23 年公司归母净利率分别为 10.15%，同比+1.62pct；23Q4 归母净利率分别为 13.36%，同比+5.77pct，Q4 盈利能力明显提升主要系毛利率大幅提升及费用投入收缩。

◆ **24Q1 经营分析：营收增速略有放缓，利润延续高增。**24Q1 实现营收 5.40 亿元，

食品饮料 | 休闲食品 III

投资评级

增持-A(首次)

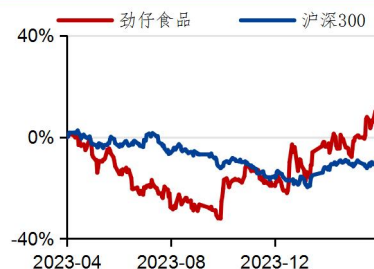
股价(2024-04-25)

15.09 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,806.63
流通市值 (百万元)	4,570.39
总股本 (百万股)	451.07
流通股本 (百万股)	302.88
12 个月价格区间	15.54/9.97

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.33	9.41	21.06
绝对收益	13.46	15.02	10.15

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号：S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告



同比+23.58%，增速略有放缓主要因线上渠道价盘管理及费用投放调整，后续更多产品导入线上渠道增长潜力有望逐步释放。24Q1 毛利率 30.02%，同比+4.04pct，毛利率提升主要系原材料成本维持低位及公司规模效应。24Q1 销售费用率达 13.12%，同比+1.24pct，主要系公司加大品牌推广力度。24Q1 归母净利率同比+4.66pct 至 13.63%，规模效应叠加精益管理，公司盈利能力持续优化。

◆ **24 年展望：第二曲线势能充足，渠道升级稳步推进。** 产品端，第二大单品鹌鹑蛋伴随产能瓶颈缓解、渠道铺货推进及品牌认知提升有望持续放量，鹌鹑蛋作为十亿级大单品势能充足。渠道端，当前大包装及散称装带动现代渠道拓展，公司品类和品规丰富可进一步提升经销商积极性，渠道结构升级有望持续推进。成本端，24 年核心原材料成本有所改善，如鳀鱼干成本伴随运输成本及防疫成本降低有所改善；鹌鹑蛋成本受益于公司上游供应链优化及品类成熟度提升有望优化，24 年毛利率有望进一步修复。当前公司发展战略清晰，高势能渠道布局可进一步提升品牌形象，反哺流通渠道；此外公司持续研发创新口味，差异化升级产品，大单品策略推动业绩高增。

◆ **中长期展望：现代渠道积极扩张、大包装助力品牌形象提升、品类丰富推动公司成长。** 当前公司依托大包装、散称积极扩张 BC 超、CVS 等现代渠道，渠道拓展潜力充足。其次公司大包装渠道利润高于小包装，对经销商吸引力更高，且伴随渠道升级和经销商能力提升有助于公司提升品牌形象，占领消费者心智。此外，公司积极研发新品类、新口味，新品储备有望进一步推动公司成长。

◆ **投资建议：** 鹌鹑蛋第二曲线放量驱动高增，大包装+散称带动现代渠道、新兴渠道放量，公司渠道拓展空间足，成本优化及规模效应下利润弹性有望逐步释放。我们预测公司 2024 年至 2026 年营业收入增速分别为 30.9%、23.9%、20.9%，归母净利润增速分别为 37.8%、30.2%、25.1%，EPS 分别为 0.64 元、0.83 元和 1.04 元，对应 PE 分别为 22.5x、17.3x、13.8x，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：** 原材料上涨风险，渠道拓展不及预期，新品推广不及预期，食品安全问题等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,462	2,065	2,704	3,349	4,050
YoY(%)	31.6	41.3	30.9	23.9	20.9
归母净利润(百万元)	125	210	289	376	470
YoY(%)	46.8	68.1	37.8	30.2	25.1
毛利率(%)	25.6	28.2	30.1	30.5	30.8
EPS(摊薄/元)	0.28	0.46	0.64	0.83	1.04
ROE(%)	12.4	16.2	18.2	19.7	20.2
P/E(倍)	52.1	31.0	22.5	17.3	13.8
P/B(倍)	6.7	5.0	4.1	3.4	2.8
净利率(%)	8.5	10.1	10.7	11.2	11.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

- 1) **鱼制品**：公司鱼制品为第一大核心单品，当前已形成较强品牌力，依托大包装进一步拓展渠道。24年继续聚焦“二十亿级单品”小鱼，提升市场规模；其次23年以来原材料成本回落、当前仍维持低位，鱼制品毛利率逐步提升。我们预计2024-2026年鱼制品增速分别为20.4%、15.1%、13.1%；毛利率分别为31.2%、31.3%、31.5%。
- 2) **禽类制品**：禽类制品包含肉干及鹌鹑蛋两大单品，其中鹌鹑蛋朝第二个“十亿级单品”目标迈进，24年产能瓶颈逐步缓解，“二亿级单品”肉干增长处于稳定增长态势。公司持续优化鹌鹑蛋上游供应，原材料成本下降叠加规模效应释放，毛利率逐步改善。我们预计2024-2026年禽类制品增速分别为65.6%、44.0%、32.6%；毛利率分别为25.8%、27.2%、28.1%。
- 3) **豆制品**：“二亿级单品”豆干当前增长相对稳定，同时公司持续加强产品创新，丰富豆制品产品口味及品类，原材料成本回落下毛利率逐步改善。我们预计2024-2026豆制品增速分别为15.6%、12.6%、10.6%；毛利率分别为29.8%、29.9%、30.0%。
- 4) **蔬菜制品**：公司蔬菜制品主要为魔芋，当前为“亿元级单品”，凭借经销商数量增长及渠道网络延伸有望加快放量，规模效应叠加品类成熟度提升，毛利率有望进一步提升。我们预计2024-2026蔬菜制品增速分别为61.6%、40.7%、50.8%；毛利率分别为35.0%、36.8%、37.2%。
- 5) **其他产品及其他业务**：公司其他产品及其他业务占比较小，我们预计2024-2026其他产品增速分别为0.0%、2.0%、5.0%，其他业务增速分别为5.0%、5.0%、5.0%。

表 1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1) 鱼制品	822.23	1,025.69	1,291.03	1,553.89	1,789.15	2,023.88
YoY	15.9%	24.7%	25.9%	20.4%	15.1%	13.1%
毛利率	28.6%	28.1%	30.1%	31.2%	31.3%	31.5%
2) 禽类制品	97.51	182.57	451.96	748.44	1,077.75	1,429.10
YoY	64.5%	87.2%	147.6%	65.6%	44.0%	32.6%
毛利率	18.5%	14.6%	19.8%	25.8%	27.2%	28.1%
3) 豆制品	143.44	182.93	217.11	250.93	282.44	312.24
YoY	14.4%	27.5%	18.7%	15.6%	12.6%	10.6%
毛利率	23.6%	24.1%	27.8%	29.8%	29.9%	30.0%
4) 蔬菜制品		38.31	72.11	116.53	163.96	247.17
YoY			88.2%	61.6%	40.7%	50.8%
毛利率		15.8%	30.6%	35.0%	36.8%	37.2%
5) 其他产品	35.97	15.82	7.31	7.30	7.45	7.82
YoY	354.2%	-56.0%	-53.8%	0.0%	2.0%	5.0%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	13.1%	1.5%	37.8%	38.0%	38.2%	38.2%
6) 其他业务	11.90	16.73	25.69	28.26	29.67	31.15
YoY	62.3%	40.6%	53.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	50.7%	57.6%	70.4%	70.0%	70.0%	70.0%
总计	1,111.05	1,462.03	2,065.21	2,704.06	3,349.07	4,049.95
YoY	22.2%	31.6%	41.3%	30.9%	23.9%	20.9%
总成本	812.96	1,087.39	1,483.51	1,909.75	2,341.74	2,810.93
毛利率	26.8%	25.6%	28.2%	30.1%	30.5%	30.8%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司为风味休闲食品企业之一,可比公司选择时,我们选取同样为休闲食品企业作为可比公司,具体标的包括盐津铺子、甘源食品、洽洽食品、三只松鼠、良品铺子。估值来看,休闲食品企业 2024-2025 年估值平均分别为 20.0X、15.8X,相较于可比公司,劲仔食品估值处于较低位置,同时考虑到公司业绩增长具备较强支撑,估值相对具有性价比。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
002847.SZ	盐津铺子	144.5	5.1	6.8	8.7	28.6	21.3	16.6
002991.SZ	甘源食品	78.0	3.3	4.0	5.0	23.7	19.3	15.5
002557.SZ	洽洽食品	174.1	8.1	10.8	12.7	21.6	16.1	13.7
300783.SZ	三只松鼠	96.9	2.2	3.5	4.7	44.1	27.9	20.7
603719.SH	良品铺子	57.8	1.8	3.7	4.5	32.1	15.6	12.7
	平均	-	4.1	5.8	7.1	30.0	20.0	15.8
003000.SZ	劲仔食品	68.1	2.1	2.9	3.8	31.0	22.5	17.3

资料来源: Wind 一致预期, 劲仔食品盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	808	1239	1530	1780	2223	营业收入	1462	2065	2704	3349	4050
现金	396	747	908	1076	1372	营业成本	1087	1484	1889	2328	2801
应收票据及应收账款	10	9	16	14	22	营业税金及附加	8	13	16	20	24
预付账款	10	10	16	16	23	营业费用	156	222	319	375	445
存货	301	367	483	565	696	管理费用	65	83	108	137	162
其他流动资产	91	106	107	108	110	研发费用	30	40	57	70	85
非流动资产	488	579	689	795	900	财务费用	-15	-8	-14	-19	-23
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0	0
固定资产	350	407	523	624	722	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	35	40	41	42	44	投资净收益	3	4	5	5	5
其他非流动资产	103	133	126	129	133	营业利润	148	267	365	473	591
资产总计	1296	1818	2220	2576	3123	营业外收入	0	0	1	1	1
流动负债	291	476	585	616	738	营业外支出	6	7	8	8	8
短期借款	0	150	150	150	150	利润总额	142	260	358	466	584
应付票据及应付账款	100	108	157	170	224	所得税	20	48	66	86	107
其他流动负债	190	217	278	296	365	税后利润	122	212	292	380	476
非流动负债	24	30	30	30	30	少数股东损益	-3	2	3	4	6
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	125	210	289	376	470
其他非流动负债	24	30	30	30	30	EBITDA	163	294	396	502	626
负债合计	315	505	615	646	768						
少数股东权益	14	6	10	14	20	主要财务比率					
股本	403	451	451	451	451	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	291	505	505	505	505	成长能力					
留存收益	285	396	549	779	1117	营业收入(%)	31.6	41.3	30.9	23.9	20.9
归属母公司股东权益	968	1307	1595	1916	2335	营业利润(%)	48.7	79.6	37.0	29.6	24.8
负债和股东权益	1296	1818	2220	2576	3123	归属于母公司净利润(%)	46.8	68.1	37.8	30.2	25.1
						获利能力					
						毛利率(%)	25.6	28.2	30.1	30.5	30.8
						净利率(%)	8.5	10.1	10.7	11.2	11.6
						ROE(%)	12.4	16.2	18.2	19.7	20.2
						ROIC(%)	11.3	13.5	15.8	17.4	18.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	24.3	27.8	27.7	25.1	24.6
						流动比率	2.8	2.6	2.6	2.9	3.0
						速动比率	1.4	1.6	1.6	1.8	1.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
						应收账款周转率	182.5	221.6	221.6	221.6	221.6
						应付账款周转率	13.8	14.2	14.2	14.2	14.2
						估值比率					
						P/E	52.1	31.0	22.5	17.3	13.8
						P/B	6.7	5.0	4.1	3.4	2.8
						EV/EBITDA	37.7	20.2	14.6	11.2	8.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn