

劲仔食品 (003000.SZ)

买入 (首次评级)

鱼类零食第一股，新品&渠道放量铸就成长潜力

当前价格: 13.09元

投资要点:

➤ 鱼制品第一股，变革成效初显。

自1990年创始人周松劲开始食品创业，至今已有三十余年。目前公司以鱼制品、豆制品、肉干和鹤鹑蛋等产品为主，2023年公司鱼制品营收12.91亿元(+25.9%)，占主营营收超六成，近四年复合增长率达22.1%，增速亮眼；新品鹤鹑蛋目前增长亮眼，“小蛋圆圆”爆汁鹤鹑蛋23年销售收入突破3亿元，成为公司第二大单品。

➤ 休闲零食万亿市场，口味本土化集中，量贩渠道红利持续释放。

根据弗若斯特沙利文，2021年休闲食品行业规模达8251亿元，预计2024年将突破1万亿元。需求的相对分散也导致国内市场难以涌现出大单品，目前国内10亿元以上大单品包括深海小鱼，卫龙辣条及魔芋爽，洽洽瓜子及每日坚果，旺旺雪饼等。同时量贩零食新渠道的出现也将加速行业竞争，从整体来看，量贩门店仍在加速扩张中，渠道红利持续释放。

➤ 三大核心优势——产品渠道品牌齐发力。

产品端，公司拳头产品深海小鱼年销售额突破10亿，基本盘稳健。22年上市的新品“小蛋圆圆”鹤鹑蛋在23年首个完整年度实现年销售额超3亿元，跃居劲仔食品第二大单品，增势较好。

渠道端，公司线上线下渠道齐发力，并以全品类大包装战略为核心，持续拓展现代渠道。大包装的策略让产品从底部散装柜位转移到主流货架区，提升品牌的展示效果。

营销端，公司早期邀请知名人物代言、赞助《天天向上》，成功打出全国知名度，凭借优秀的产品力快速成为行业第一。目前线上线下结合，其中线上通过“直播+短视频”的带货模式，不断开拓新的增长点，实现与消费者的深度、高频互动，将品牌传播与效果转化逐步融合，不断让年轻消费者感受到品牌价值。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年可实现归母净利润2.96/4.20/5.72亿元，同比增长41%/42%/36%。选取A股同为休闲食品行业龙头的甘源食品、良品铺子、洽洽食品、盐津铺子作为可比公司，根据iFind一致盈利预测，2024-2026年可比公司PE均值分别为16/13/11倍，考虑到劲仔小鱼营收增长稳健、新品鹤鹑蛋以及潜在新品的放量以及渠道建设逐步完善，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ 风险提示

大包装新品放量不及预期；量贩零食渠道增速放缓；原材料成本

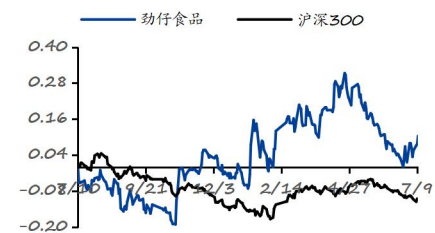
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,462	2,065	2,598	3,213	3,924
增长率	32%	41%	26%	24%	22%
净利润(百万元)	125	210	296	420	572
增长率	47%	68%	41%	42%	36%
EPS(元/股)	0.28	0.46	0.66	0.93	1.27
市盈率(P/E)	47.4	28.2	19.9	14.0	10.3
市净率(P/B)	6.1	4.5	4.0	3.4	2.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	450.97/304.14
流通A股市值(百万元)	3,981.20
每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	22.30
一年内最高/最低价(元)	16.01/9.67

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 鱼制品第一股，增长势能强劲.....	3
2 休闲零食行业高度分散，口味本土化集中.....	4
3 三大核心优势——产品渠道品牌齐发力.....	8
3.1 产品：以深海小鱼为主线，鹤鹑蛋增长亮眼.....	8
3.2 渠道：线上线下齐发力，结构持续完善.....	9
3.3 营销：从文化出发，不断积累国民度.....	10
4 盈利预测及投资建议.....	11
4.1 关键变量.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示.....	13

图表目录

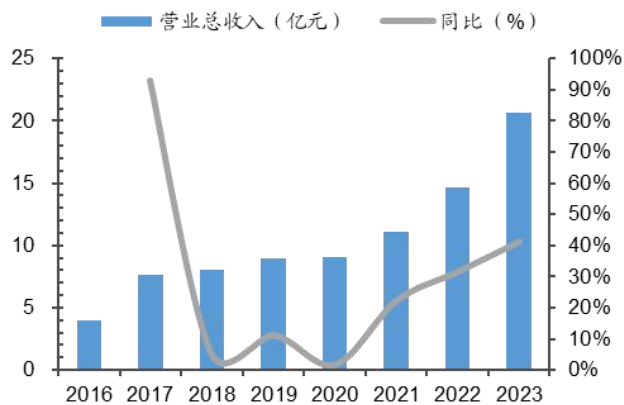
图表 1: 近年来公司收入及同比.....	3
图表 2: 近年来公司归母净利及同比.....	3
图表 3: 公司发展历程.....	4
图表 4: 公司主要产品及营收贡献情况.....	4
图表 5: 中国休闲食品市场规模.....	5
图表 6: 2021 年中国休闲食品分品类占比.....	5
图表 7: 同行业竞争公司对比.....	6
图表 8: 豆制品行业 50 强企业总投豆量与销售额.....	7
图表 9: 休闲卤制品市场规模（亿元）.....	7
图表 10: 2023 年度量贩零食连锁品牌榜单 TOP5.....	7
图表 11: 零食很忙门店扩张情况（家）.....	7
图表 12: 不同区域量贩零食门店发展阶段.....	8
图表 13: 2016-2023H1 年公司鱼制品收入及 YoY.....	8
图表 14: 公司鱼制品毛利率变动趋势.....	8
图表 15: 24Q1 公司分品规贡献占比.....	9
图表 16: 公司零食专营系统合作数量与覆盖终端门店数量.....	10
图表 17: 劲仔工厂开放日.....	11
图表 18: 快闪活动现场.....	11
图表 19: 公司业绩拆分预测表（单位：亿元）.....	12
图表 20: 可比公司估值.....	13
图表 21: 财务预测摘要.....	14



1 鱼制品第一股，增长势能强劲

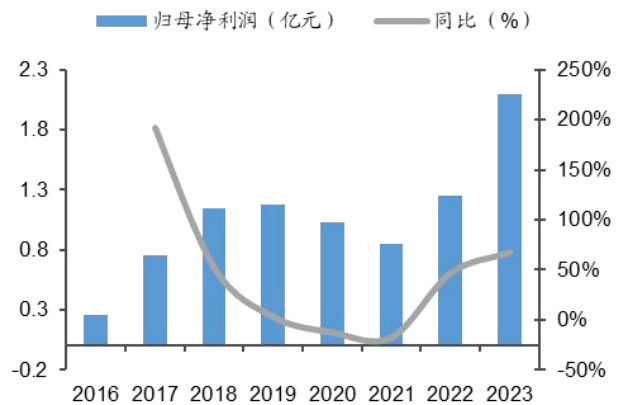
创始人深耕食品行业三十余载，实力造就小鱼传奇。早在 1990 年创始人周劲松就开始了食品的创业旅途，2010 年公司前身“华文食品”成立，并于 2020 年成功上市深交所。在多年的发展中，公司已形成鱼制品、豆制品、禽肉制品三大产品矩阵，是一家集研、产、销于一体的现代化食品企业。公司近年来营业总收入保持稳定增长，2016-2023 年公司营收由 3.97 亿元增长至 20.65 亿元。伴随公司的新品开发与“大包装”战略取得阶段性成果，营收增速重回 20% 以上。

图表 1：近年来公司收入及同比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 2：近年来公司归母净利润及同比

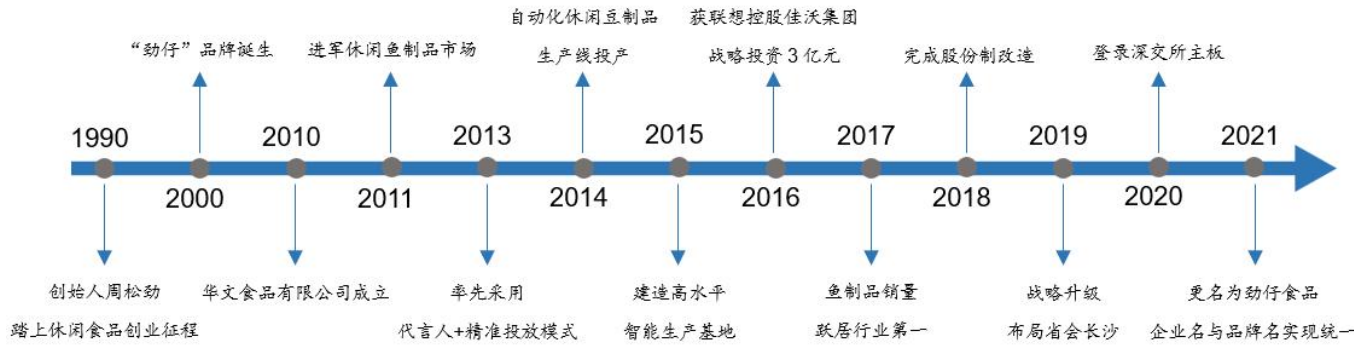


数据来源：公司公告，华福证券研究所

- **1990 年至 2009 年（创业阶段）：**创始人周劲松创业的第一款产品正是家乡的酱干。至 1997 年，周劲松的酱干产值开始突破百万元大关，并用自己的名字和头像注册了商标。
- **2010 年至 2019 年（发展阶段）：**随着酱干市场竞争的愈发激烈，公司于 2009 年开启“二次创业”，在 2010 年创立华文食品有限公司，进军休闲鱼制品蓝海赛道。2013 年，公司率先采用“代言人+精准投放”的营销策略，签约汪涵作为品牌代言人，实现了品牌口碑与销量的双重增长；随后公司通过产线及智能化的建设，经过数年的沉淀与发展，公司鱼制品销量于 2017 年跃居行业第一。
- **2020 年至今（高速增长阶段）：**为了深化营销网络建设，持续提高产品生产工艺水平，公司于 2020 年 9 月在深交所主板上市，以发行股票的方式募集资金，成为了鱼类零食第一股。2021 年，公司为统一企业名称与市场品牌名称，进一步提高品牌知名度及美誉度，更名为劲仔食品。



图表 3: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

拳头产品营收稳健, 新品发展亮眼。公司聚焦休闲食品, 以酱干产品起家, 现已形成“休闲鱼制品、豆制品、禽类制品”三大品类, “小鱼、豆干、肉干、鹤鹑蛋、魔芋、素肉”六大产品系列。目前, 公司的主要收入来源是深海小鱼, 2023 年公司鱼制品营收 12.91 亿元 (+25.9%), 占主营营收超六成, 近三年 CAGR4 为 22.1%, 增速亮眼; 新品方面, 鹤鹑蛋作为公司 2023 年度黑马产品, 上半年“小蛋圆圆”月度销售收入已突破 2700 万元, 半年度销售收入突破亿元大关。“手撕肉干”产品自上市以来快速发展, 2021 年进入公司亿元级单品行列, 目前保持稳定增长趋势。

图表 4: 公司主要产品及营收贡献情况

类别	产品图示	营收
鱼类零食	 盒装劲仔小鱼 袋装劲仔小鱼 散装劲仔小鱼	12.9 亿元 (62.5%)
豆干零食	 盒装厚豆干 袋装厚豆干 散装厚豆干	“两亿级”单品
肉干零食	 盒装肉干 袋装肉干 散装肉干	“两亿级”单品, 其中手撕肉干 21 年成为亿元 级单品
魔芋零食	 盒装魔芋	“亿元级”单品
鹤鹑蛋	 盒装鹤鹑蛋 袋装鹤鹑蛋 散装鹤鹑蛋	“十亿级”潜力 大单品, 23 年 突破 3 亿元

数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

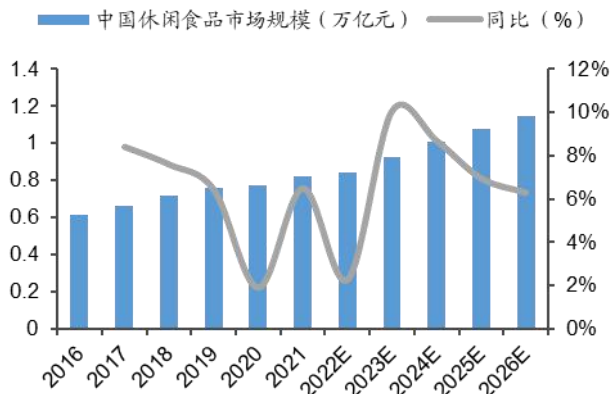
2 休闲零食行业高度分散, 口味本土化集中

国内消费偏好更加聚焦本土化, 本土化产品迎来发展机遇。复盘我国休闲食品

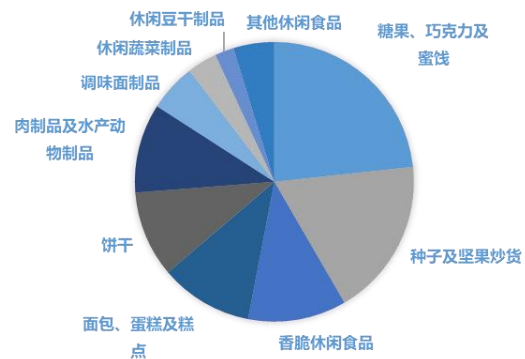


行业的发展历程，大致可以分为三个阶段：1) 在 20 世纪 80 年代前，我国休闲食品行业处于起步阶段，居民支出主要用于保障基本生活水平的必需品上，市场中休闲食品主要为传统风味休闲食品，但市场规模较小。2) 20 世纪 80 年代至本世纪初，随着改革开放的不断深入，成熟的国外休闲食品迅速占领我国的休闲食品市场。这一时期，膨化食品、糖果巧克力等西方休闲食品品类开始流行，休闲食品行业呈现出明显的西化特征。3) 本世纪初至今，传统风味休闲食品行业取得了较大的发展，随着我国人民生活水平的提高和消费者健康意识的增强，健康且更适合中国人口味的传统风味休闲食品越来越流行，本土化、健康化开始成为休闲食品行业的重要特征。

休闲零食万亿规模，行业集中度偏低，大单品缺少。随着我国人均可支配收入的持续增长与消费者群的不断扩大，休闲食品市场规模保持着稳健的增长态势。根据弗若斯特沙利文的相关统计数据，休闲食品行业规模从 2016 的 6128 亿元增至 2021 的 8251 亿元，CAGR 约 6%，预计 2024 年休闲食品市场将会突破 1 万亿元。根据 2021 年中国休闲食品细分产品需求结构，糖巧及蜜饯占比最大，达 23.3%，排在之后的依次是种子及坚果炒货、香脆休闲食品、面包、蛋糕与糕点、肉制品与水产动物制品，占比分别为 18.33%/11.40%/10.76%/10.33%。需求的相对分散也导致国内市场难以涌现出大单品，10 亿量级及以上规模大单品包括劲仔深海小鱼，卫龙辣条及魔芋爽，洽洽瓜子及每日坚果等。

图表 5：中国休闲食品市场规模


数据来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

图表 6：2021 年中国休闲食品分品类占比


数据来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

从细分行业来看，劲仔食品涉足休闲鱼制品、豆制品及禽类制品等领域，我们对不同细分行业现状进行分析：

休闲鱼制品行业：发展空间广阔，劲仔领跑。休闲鱼制品作为加工水产品的重要品类，具备美味、便捷、便于运输、品质稳定等优势。而鱼制品行业的成本基本全部来自于对原料鱼的供应，对公司供应链的建设要求相对较高。而目前休闲鱼制品还处于快速发展的阶段，根据行业协会资料显示，2020 年休闲鱼制品的零售总额



约为 200 亿元，预计 2030 年将达到 600 亿元，CAGR10 达 12%。“劲仔小鱼”现居细分领域龙头，技术成熟引领行业标准。整体来看，休闲鱼制品格局较分散，公司 2017-2022 年休闲鱼制品品类的销售规模稳居休闲鱼制品领域行业第一，但市场份额占比不到 5%。2021 年公司与水产流通与加工协会等 12 家单位和企业共同编制了《风味熟制小鱼干》团体标准。该标准是全国首个小鱼零食团体标准，为行业树立了质量标杆。随着行业质量标准的日趋严格与消费者的健康意识不断提升，技术不成熟的小型企业将会遭到淘汰，公司的技术优势将会进一步得到体现。

图表 7: 同行业竞争公司对比

企业名称	上市地区	主营产品	相关业务营收 (亿元)			相关业务同比		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
劲仔食品	湖南	鱼制品、豆制品、禽类制品等	7.09	8.22	10.26	3.6%	15.9%	24.7%
盐津铺子	湖南	辣卤零食、深海零食、休闲烘焙等	2.97	4.07	5.59	48.7%	37.2%	17.7%
卫龙	河南	调味面制品、蔬菜制品、豆制品、蛋制品等	41.20	48.00	46.32	21.7%	16.7%	-3.5%

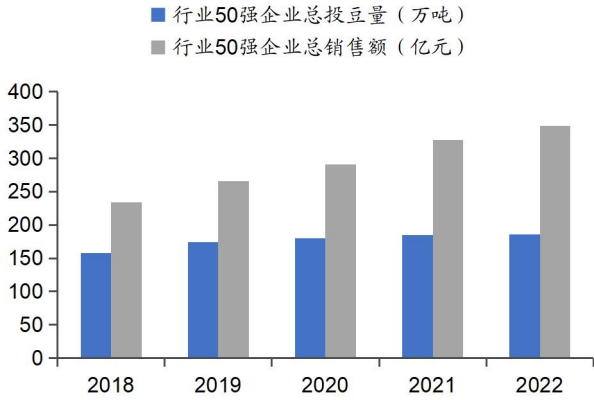
数据来源: wind, 公司公告, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所 (卫龙份额及相关业务为辣味休闲食品口径, 劲仔食品、盐津铺子相关业务为鱼制品业务)

休闲豆制品: 行业分散, 价格具有提升潜力。根据弗若斯特沙利文的数据, 22 年休闲豆干制品行业规模约 168 亿元, 预计到 2025 年, 休闲豆干制品行业规模将达到 246 亿元。休闲豆制品行业较分散, 且全国各地消费习惯差异较大, 豆制品企业在全国多点开花。根据中国食品工业协会豆制品专业委员会每年发布的中国豆制品行业品牌企业 50 强的生产与销售数据, 2018 年至 2022 年 50 强企业总投豆量从 157.86 万吨增长到了 185.27 万吨, 虽然近两年总投豆量增长速度放缓, 但是总销售额仍然保持较高的增长率, 行业平均价格水平有提升的空间。

禽类制品行业: 增势强劲, 未来可期。根据中商产业研究院相关数据, 禽类卤制品在休闲卤制品中占比 50% 左右, 是休闲卤制品的主要品类。卤制品行业规模从 2016 年的 1982 亿元增长至 2020 年的 2540 亿元, 年均复合增长率为 6.3%。公司休闲禽类制品主要包括鹤鹑蛋和手撕肉干两个产品系列, 2023 年公司禽类制品同比增长 148%, 远超豆干品类, 成长为公司的第二大品类。其中, “手撕肉干”产品 2021 年进入公司亿元级单品行列。鹤鹑蛋 2022 年推出, 年底月销突破千万元, 成为最快晋升为“亿元级单品”的劲仔产品, 23 年销售收入突破 3 亿元, 成为公司第二大单品。

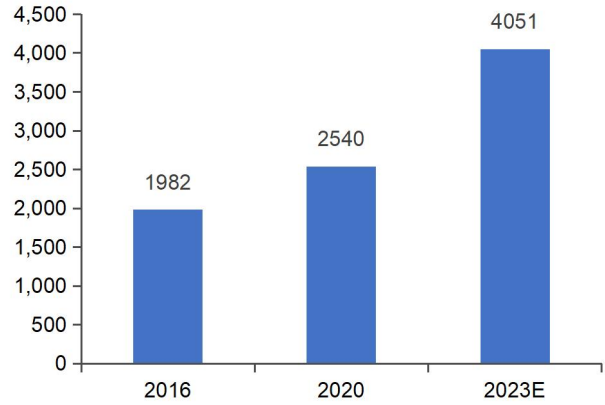


图表 8: 豆制品行业 50 强企业总投豆量与销售额



数据来源: 中国食协豆委会, 华福证券研究所

图表 9: 休闲卤制品市场规模 (亿元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

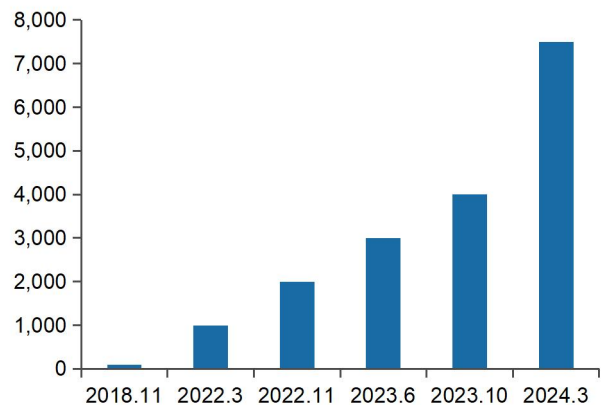
从渠道的角度来看, 近年来多家零食品牌公司探索全渠道发展、拥抱量贩零食新业态。劲仔食品、甘源食品、盐津铺子、洽洽食品、好想你均陆续入局, 并且凭借量贩零食新渠道的增量带来业绩的增长。我们认为, 量贩零食新渠道出现提高了渠道效率, 加速休闲零食行业竞争。从目前来看, 大多数零食品牌还在跑马圈地的过程中, 根据 6 月 25 日召开的 FBIF2024 食品饮料创新论坛-零食与烘焙创新分论坛, 目前零食量贩品牌共有 146 个、合计 4 万家门店。其中, 至 2024 年 6 月 12 日, 零食很忙集团旗下品牌零食很忙、赵一鸣零食全国门店总数已突破 1 万家。另一家量贩零食龙头万辰集团全国门店 6500+家 (截至 2024 年 2 月)。各品牌主要基于发源地市场向周边扩张, 区域分布特性明显, 同时量贩零食门店大多分布在华南华东和西南区域, 华北市场待开发。

图表 10: 2023 年度量贩零食连锁品牌榜单 TOP5

品牌名称	所属企业	创立时间
1 零食很忙	湖南零食很忙商业连锁有限公司	2017年
2 好想来	福建万辰生物科技集团股份有限公司	2011年
3 赵一鸣零食	宜春市赵一鸣商贸有限公司	2019年
4 零食有鸣	成都零食有鸣商业管理有限公司	2019年
5 爱零食	湖南爱零食科技有限公司	2020年

数据来源: 快消品中心《2023 年度量贩零食连锁品牌 TOP30》, 华福证券研究所

图表 11: 零食很忙门店扩张情况 (家)



数据来源: 零食很忙官网, 澎湃, 华福证券研究所


图表 12: 不同区域量贩零食门店发展阶段

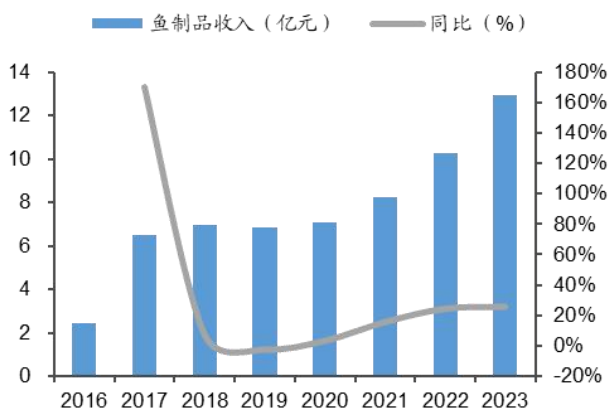
全国各省市市场发展阶段	涉及省份
以成熟品牌零食很忙为对标 成熟门店的覆盖上限	湖南（根据 Euromonitor，零食很忙 70% 门店位于湖南，考虑到湖南亦有其他品牌门店，故以 80% 计）
成熟区域	湖南、江西、四川
扩张区域	南方地区：福建、广东、浙江、安徽、江苏、上海、湖北、
	北方地区：河南、山东
待扩张区域	南方地区：云南、贵州、重庆、广西
	北方地区：北京、天津、河北、山西、陕西、辽宁、吉林
难进入区域	黑龙江、吉林、内蒙古、甘肃、宁夏、青海、西藏、新疆、海南

数据来源：国家统计局，Euromonitor，华福证券研究所

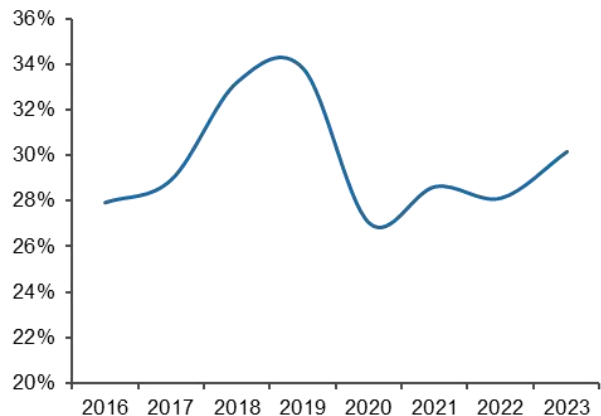
3 三大核心优势——产品渠道品牌齐发力

3.1 产品：以深海小鱼为主线，鹌鹑蛋增长亮眼

公司拳头产品深海小鱼年销售额突破 10 亿。2011 年公司进军休闲鱼制品这一蓝海赛道，通过持续不断的研发投入、渠道拓展，在 2017 年时实现了销量的突破，凭借年收入 6.5 亿元，一跃成为行业第一。2018 年到 2022 年间，公司鱼制品收入略有遇冷后迅速开启反弹，2022 年鱼制品同比增长 24.70%，年收入突破 10 亿大关。鱼制品的毛利率受原材料成本影响较大，近三年围绕 28% 附近波动。随着未来公司在肯尼亚项目的持续推进与原材料采购子公司“肯尼亚华文”的正式落地，公司的原材料供应能力将会提升，鱼制品毛利率有望改善。

图表 13: 2016-2023H1 年公司鱼制品收入及 YoY


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 14: 公司鱼制品毛利率变动趋势


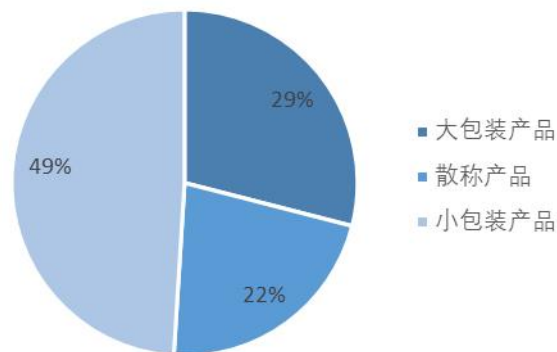
数据来源：公司公告，华福证券研究所

新品鹌鹑蛋投产爬坡期，公司产品矩阵持续丰富。公司 22 年率先发力鹌鹑蛋赛道，“小蛋圆圆”鹌鹑蛋 23H1 月度销售收入已突破 2700 万元，23 年首个完整年度实现年销售额超 3 亿元，跃居劲仔食品第二大单品，成为“十亿级”潜力大单品。公司对原辅料、工艺、配方等持续研究改良，提升产品的口味口感，满足消费者对产品风味的需求。



公司大包装战略助力全品类增长。2021年，公司为了优化渠道终端陈列情况，提高终端品牌形象，开始施行大包装战略，为各个品类产品推出大包装SKU，产品从只有散装变为散装、袋装、盒装三种包装并行。2022年，公司进一步研发了年节礼盒、线上专售品类、品牌联名产品等创新产品，满足消费者多样化的需求，大包装产品的销售收入同比增长接近80%。相比于原先的小包装产品，公司新推出的大包装产品有效提升了客单价，更明显的商标增加品牌在货架上的露出度，精美的包装提升品牌形象，使产品更容易进入现代渠道，并且可以提升经销商的毛利水平，调动渠道积极性。

图表 15: 24Q1 公司分品规贡献占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 渠道：线上线下齐发力，结构持续完善

公司持续保持流通渠道的经销商开发和管理优化。流通渠道是公司的重点渠道，也是公司在上市之前最主要的销售渠道。公司的散装小鱼干与豆干产品单价较低，主要受众聚集在传统大卖场、社区夫妻店、校园便利店中。为了继续夯实公司对流通渠道掌控，公司近两年不断加强经销商网络的管理和建设，稳步发展终端管理型的高质量客户，不断发展壮大经销商队伍，推动更多终端覆盖。2023年，公司经销商数量2267家增加至3057家。同时，公司也保持对经销商的培训、指导、管理和维护，与经销商互利共赢，保证渠道积极性。

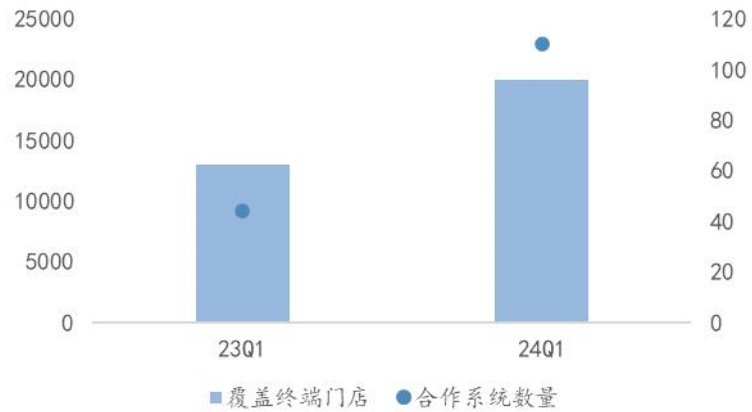
以大包装战略为核心，持续拓展现代渠道。除了传统的流通渠道外，公司也注重全国连锁KA、CVS连锁便利系统等渠道的建设，以提升现代渠道覆盖率。公司全品类都推出大包装产品，拓宽销售价格带，让产品陈列位置从底部散装框位转移到主流货架区，加大品牌露出，提升了品牌在线下陈列带来的展示效果。大包装帮助公司产品从流通渠道进入到全国连锁KA、CVS连锁便利，加之“万店陈列”营销活动，实现了公司产品在现在渠道的开拓。

积极拥抱零食专营系统等新兴渠道，零食量贩渠道红利持续释放。公司紧跟市场形势积极布局，22年积极发力零食量贩渠道，截至23Q1已与零食很忙、糖巢、老婆大人等超40家零食专营系统合作，覆盖终端门店约13000家，23Q1在零食专



营系统实现营收超 2100 万元，同比增长 400%；23H1 实现营收超 6000 万元，同比增长 300%。23 年全年通过持续加大零食量贩渠道布局，与 100 多家零食系统的超 20000 家门店达成合作，全年零食专营渠道营收同比增长超 150%，24Q1 同比增长超 100%，红利持续释放。

图表 16: 公司零食专营系统合作数量与覆盖终端门店数量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

紧跟新媒体发展趋势，线上渠道持续曝光。在线上渠道的管理和运营方面，公司主要聚焦于天猫、淘宝、京东、拼多多等国内主流电商平台，抖音、小红书等新媒体渠道，以及兴盛优选、美团优选、多多买菜等社区团购平台三大渠道进行产品的销售和品牌宣传。2023 年，面对传统电商渠道流量下滑趋势，公司采取精细化运营，完善产品结构，紧跟新媒体发展趋势，布局短视频、社交平台、达人直播等新兴渠道，建立从头部流量到自播带货的传播矩阵，实现品牌和销量的双重提升。根据淘宝、京东等平台数据统计显示，劲仔小鱼连续多年销量稳居即食鱼类零食第 1，并在 2022 年晋级为天猫平台、抖音平台海味零食销售额第一。

3.3 营销：从文化出发，不断积累国民度

公司重视品牌文化建设，根植传统中国美食文化。公司优选深海鳀鱼作为原料，汲取平江火焙鱼的制作灵感，在保留特色传统风味的基础上不断研发改良，用科技赋能休闲食品，将传统美食完美蜕变成口袋零食劲仔小鱼，是中华传统美食和现代食品工艺的良好结合。同时，公司通过包装更新、漫画短片宣传等形式强调鳀鱼为海鱼，进一步加强原料优势营销。2023 年公司品牌推广费同比增长 60%，投放“好吃不是问题，劲仔深海小鱼”的广告片于分众传媒，并主动增加品牌投入促进终端动销，不断促进品牌文化建设。

公司重视品牌宣传，抢占消费者心智。公司早期邀请知名人物代言、赞助《天天向上》，成功打出全国知名度，凭借优秀的产品力快速成为行业第一。劲仔公司



深刻洞察行业发展趋势，推动线上线下相联动，聚焦打造更专业、更年轻化的品牌形象。线上通过“直播+短视频”的带货模式，不断开拓新的增长点。公司不仅在年轻人聚集的小红书、抖音等平台进行内容种草，同时还组建了直播团队与多位头部网红达人达成合作，使得劲仔食品在消费群体中的知名度不断扩大，带动产品销量不断攀升。线下方面，2022年8月劲仔公司发起“劲仔超级工厂开放日”主题活动，通过线下快闪活动吸引众多消费者的参与。劲仔食品通过将生产领域向大众透明化展示，拉近了品牌与消费者的距离，实现与消费者的深度、高频互动，将品牌传播与效果转化逐步融合，不断让年轻消费者感受到品牌价值。

图表 17: 劲仔工厂开放日



数据来源：食品饮料行业微刊，华福证券研究所

图表 18: 快闪活动现场



数据来源：食品饮料行业微刊，华福证券研究所

公司品牌影响力有望持续提升。目前，劲仔公司战略以大品类为主要目标，以提高市场规模、提升终端覆盖率为重，给予经销商更大的利润空间。未来，公司将通过规模化的优势保障公司的利润，大包装产品占比进一步提升，不断积极研发创新，在产品工艺、品类、包装等多方面进行创新升级，挖掘产品价值，推出品质更有的中高端产品提升盈利能力，进一步提升公司品牌影响力。

4 盈利预测及投资建议

4.1 关键变量

鱼制品：公司鱼制品基本盘稳固，预计 24-26 年收入分别同比+16%/14%/13%；毛利率预计稳步增长，24-26 年分别为 31%/32%/34%。

豆制品：公司专注豆制品已 30 余年，23 年公司在休闲豆制品企业排名前 10，近年来在豆制品的产品升级上持续投入，预计 24-26 年收入分别同比+14%/14%/12%；毛利率预计稳步增长，24-26 年分别为 30%/32%/35%。

禽类制品：公司休闲禽类制品主要包括鹌鹑蛋和手撕肉干两个产品系列，23 年增速较高，目前势能延续，预计 24-26 年收入分别同比+50%/42%/36%；预计 24-26



年毛利率分别为 21%/23%/26%。

蔬菜制品：公司蔬菜制品基数较小，增速较高，预计 24-26 年收入分别同比 +60%/41%/41%；预计 24-26 年毛利率分别为 34%/36%/37%。

费用率方面，根据 24Q1 情况以及未来公司降本增效影响，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 11.0%/10.9%/10.8%，管理费用率分别为 4.0%/4.0%/3.9%。

图表 19: 公司业绩拆分预测表 (单位: 亿元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14.62	20.65	25.98	32.13	39.24
YOY	31.6%	41.3%	25.8%	23.7%	22.2%
毛利率	25.6%	28.2%	29.2%	31.0%	33.1%
鱼制品	10.26	12.91	15.00	17.13	19.41
YOY	24.7%	25.9%	16.2%	14.2%	13.3%
毛利率	28.1%	30.1%	31.0%	32.3%	34.3%
豆制品	1.83	2.17	2.48	2.82	3.17
YOY	27.5%	18.7%	14.1%	13.8%	12.3%
毛利率	24.1%	27.8%	29.9%	32.3%	35.3%
禽肉制品	1.83	4.52	6.79	9.64	13.15
YOY	87.2%	147.6%	50.2%	42.1%	36.4%
毛利率	14.6%	19.8%	20.7%	23.1%	26.1%
蔬菜制品	0.38	0.72	1.16	1.63	2.29
YOY	-	88.2%	60.3%	40.7%	40.7%
毛利率	15.8%	30.6%	34.2%	36.4%	37.4%
其他业务	0.33	0.33	0.57	0.91	1.23
YOY	-32.0%	1.3%	71.7%	60.5%	35.6%
毛利率	30.4%	63.2%	71.9%	76.4%	76.4%

数据来源: iFind, 华福证券研究所

4.2 相对估值

我们预计公司 2024-2026 年可实现归母净利润 2.96/4.20/5.72 亿元，同比增长 41%/42%/36%。选取 A 股同为休闲食品行业龙头的甘源食品、良品铺子、洽洽食品、盐津铺子作为可比公司，根据 iFinD 一致盈利预测，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 16/13/11 倍，考虑到劲仔小鱼营收增长稳健、新品鹤鹑蛋以及潜在新品的放量以及渠道建设逐步完善，首次覆盖，给予公司“买入”评级。



图表 20: 可比公司估值

可比公司		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
股票代码	公司简称		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002991.SZ	甘源食品	53.97	3.29	4.08	5.07	6.16	16.40	13.22	10.65	8.76
603719.SH	良品铺子	45.19	1.80	2.09	2.50	2.78	25.07	21.66	18.09	16.25
002557.SZ	洽洽食品	135.22	8.03	10.60	12.40	14.18	16.84	12.76	10.90	9.53
002847.SZ	盐津铺子	117.14	5.06	6.79	8.76	10.98	23.16	17.26	13.38	10.67
平均								16.22	13.26	11.30
003000.SZ	劲仔食品	59.03	2.10	2.96	4.20	5.72	28.17	19.91	14.04	10.32

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (对应时间 2024 年 7 月 10 日, 可比公司归母净利润均来自 iFind 一致预期)

5 风险提示

大包装新品放量不及预期: 公司近年发力大包装, 发力产品升级, 若线上线下载量受阻, 未来存在大包装增长不及预期的风险。

量贩零食渠道增速放缓: 近年来量贩零食赛道处于快速拓店进程中, 各家零食品牌也逐步进场, 未来存在行业出清、零食店渠道增速放缓的风险。

原材料成本上涨的风险: 公司原材料端成本占比较高, 未来存在原材料价格上涨, 影响公司盈利能力的情况。

行业竞争加剧的风险: 零食赛道分散、产品种类多, 公司推出的鹌鹑蛋产品市场上亦有诸多竞争者, 未来在需求较弱的情况下, 渠道端产品端加速内卷, 存在行业竞争加剧的风险。

估值溢价风险: 业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险。由于公司相对可比公司的估值溢价是基于公司未来较高的业绩增速, 倘若业绩不达预期或对公司估值产生负面影响。



图表 21: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	747	1,032	1,304	1,748	营业收入	2,065	2,598	3,213	3,924
应收票据及账款	9	11	17	20	营业成本	1,484	1,839	2,217	2,624
预付账款	10	19	20	23	税金及附加	13	16	19	23
存货	367	450	542	665	销售费用	222	285	349	422
合同资产	0	0	0	0	管理费用	83	104	127	154
其他流动资产	106	179	228	249	研发费用	40	52	64	78
流动资产合计	1,239	1,691	2,111	2,705	财务费用	-8	-18	-22	-24
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	407	445	479	509	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	21	21	21	21	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	40	42	44	46	投资收益	4	4	4	4
商誉	0	0	0	0	其他收益	30	30	30	30
其他非流动资产	112	116	121	126	营业利润	267	354	493	681
非流动资产合计	579	623	665	702	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	1,818	2,314	2,776	3,407	营业外支出	7	7	7	7
短期借款	150	0	0	0	利润总额	260	347	487	674
应付票据及账款	108	552	672	803	所得税	48	51	66	103
预收款项	0	0	0	0	净利润	212	296	420	572
合同负债	109	139	181	236	少数股东损益	2	0	0	0
其他应付款	34	34	34	34	归属母公司净利润	210	296	420	572
其他流动负债	75	88	102	118	EPS (按最新股本摊薄)	0.46	0.66	0.93	1.27
流动负债合计	476	812	989	1,191					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	30	30	30	30					
非流动负债合计	30	30	30	30					
负债合计	505	842	1,018	1,221					
归属母公司所有者权益	1,307	1,466	1,751	2,180					
少数股东权益	6	6	6	6					
所有者权益合计	1,313	1,472	1,757	2,186					
负债和股东权益	1,818	2,314	2,776	3,407					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	156	642	477	656
现金收益	252	329	453	608
存货影响	-67	-83	-92	-123
经营性应收影响	1	-11	-6	-7
经营性应付影响	26	444	120	131
其他影响	-56	-36	3	46
投资活动现金流	-185	-90	-92	-93
资本支出	-104	-90	-91	-92
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-81	0	-1	-1
融资活动现金流	258	-268	-113	-119
借款增加	151	-150	0	0
股利及利息支付	-100	-138	-143	-175
股东融资	281	0	0	0
其他影响	-74	21	30	56

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	41.3%	25.8%	23.7%	22.2%
EBIT 增长率	97.4%	30.9%	40.9%	40.1%
归母公司净利润增长率	68.1%	41.4%	41.8%	36.0%
获利能力				
毛利率	28.2%	29.2%	31.0%	33.1%
净利率	10.3%	11.4%	13.1%	14.6%
ROE	16.0%	20.1%	23.9%	26.2%
ROIC	18.4%	23.8%	27.8%	30.9%
偿债能力				
资产负债率	27.8%	36.4%	36.7%	35.8%
流动比率	2.6	2.1	2.1	2.3
速动比率	1.8	1.5	1.6	1.7
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转天数	2	1	2	2
存货周转天数	81	80	81	83
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.66	0.93	1.27
每股经营现金流	0.35	1.42	1.06	1.46
每股净资产	2.90	3.25	3.88	4.83
估值比率				
P/E	28	20	14	10
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	93	74	54	39

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn