

收入稳健，静待改革见效

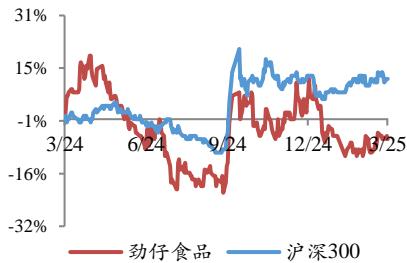
——劲仔食品 2024 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-25

收盘价（元）	12.09
近 12 个月最高/最低（元）	15.54/10.05
总股本（百万股）	451
流通股本（百万股）	304
流通股比例（%）	67.45
总市值（亿元）	55
流通市值（亿元）	37

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

● 公司发布 24 年业绩：

- 24Q4：实现营业总收入 6.40 亿 (+11.9%)，归母净利润 0.77 亿 (+0.3%)，扣非归母净利润 0.72 亿 (-7.0%)。
- 24A：实现营业总收入 24.12 亿 (+16.8%)，归母净利润 2.91 亿 (+39.0%)，扣非归母净利润 2.61 亿 (+39.9%)。
- **24Q4 高基数下基本符合市场预期。**

● 收入：线下/小鱼稳健发展

- 分渠道：我们预计 24Q4 公司线下/线上业务营收分别同比双位数增长/大个位数下滑。其中，线上渠道降幅虽环比收窄，但公司改革见效尚需时间，据久谦抖音渠道 Q4 同比-33%。线下渠道中，公司聚焦高势能 BC 渠道，持续打造月销过万重点门店，以带动传统渠道动销；量贩渠道在 SKU 扩充下，合作程度进一步提升，**24 年量贩渠道营收同比增长超 100%**。24A 线下/线上营收分别同比+22.6%/-6.2%，线下渠道基本完成公司年初设定目标，线上渠道静待改革见效。
- 分品类：我们预计 24Q4 公司小鱼与豆干业务实现稳健增长，鹌鹑蛋在聚焦新品+阶段性价格战下预计增速回落。由于公司春节礼盒占比不高，年货节帮助相对有限。综上，24A 公司鱼制品/禽类制品/豆制品营收分别同比+18.8%/+12.7%/+13.9%。

● 利润：短期成本扰动

- 毛利率：24Q4/24A 公司毛利率分别为 30.99%/30.47%，分别同比-1.6/+2.3pct，**24Q4** 公司毛利率同比下降主因鳀鱼成本同比上升约 5.6%，其余原材料价格相对稳定；全年毛利率提升主要源自 24Q1-3 成本改善+规模效应。
- 净利率：24Q4 公司销售/管理费率分别同比+1.6/-0.4pct，我们预计销售费率上升主因 24Q4 公司新品塘心鹌鹑蛋推广费用/年货节费用投放；24A 公司销售/管理费率分别同比+1.2/-0.3pct，整体费用投放相对稳健。综上，24Q4/24A 公司归母净利率分别同比-1.5/+1.9pct 至 12.0%/12.2%。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

- 渠道端，我们预计 25 年公司将在线下聚焦高势能 BC 渠道，同时积极推进会员商超渠道合作，量贩渠道或通过 SKU 扩充维持高速增长；线上渠道通过品销合一提高曝光率，进而修复抖音平台表现。产品端，我们预计公司将在全国铺市深海鳀鱼，同时积极推动塘心鹌鹑蛋进入会员商超，以贡献额外营收增量。

相关报告

1. 劲仔食品 24Q3：盈利弹性兑现

2024-10-24

2. 劲仔食品 24Q3 预告：盈利弹性如期兑现 2024-10-15

3. 劲仔食品 24Q2：线下稳健增长，利润弹性兑现 2024-08-23

盈利预测:考虑公司线上改革进程以及鳀鱼成本,我们更新盈利预测,预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 27.57/31.27/35.18 亿元(前值 25-26 年营收分别为 29.76/35.83 亿元),同比 +14.3%/+13.4%/+12.5%;实现归母净利润 3.17/3.70/4.31 亿元(前值 25-26 年归母净利润分别为 3.68/4.60 亿元),同比 +8.8%/+16.6%/+16.8%;当前股价对应 PE 分别为 17.20/14.75/12.64 倍,维持“买入”评级。

● **风险提示:**

渠道拓展不及预期,线上渠道改革不及预期,品类推广不及预期,成本上涨风险,食品安全事件。

● 重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2412	2757	3127	3518
收入同比 (%)	16.8%	14.3%	13.4%	12.5%
归属母公司净利润	291	317	370	431
净利润同比 (%)	39.0%	8.8%	16.6%	16.8%
毛利率 (%)	30.5%	30.6%	30.9%	31.2%
ROE (%)	20.5%	19.5%	19.8%	20.3%
每股收益 (元)	0.65	0.70	0.82	0.96
P/E	20.92	17.20	14.75	12.64
P/B	4.34	3.35	2.92	2.56
EV/EBITDA	14.84	12.04	9.99	8.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 3 月 25 日

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1458	1821	2185	2616	营业收入	2412	2757	3127	3518
现金	675	871	1182	1543	营业成本	1677	1912	2162	2420
应收账款	20	12	13	15	营业税金及附加	13	18	20	23
其他应收款	5	5	6	6	销售费用	289	331	375	422
预付账款	14	16	17	19	管理费用	91	102	114	127
存货	317	490	539	605	财务费用	-15	-11	-15	-21
其他流动资产	427	427	427	427	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	709	698	686	651	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	3	3	4
固定资产	428	397	365	332	营业利润	353	392	456	532
无形资产	122	127	131	131	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	160	174	189	187	营业外支出	8	7	7	7
资产总计	2167	2519	2870	3266	利润总额	345	386	450	525
流动负债	694	836	944	1077	所得税	51	66	76	89
短期借款	300	370	440	510	净利润	293	320	373	436
应付账款	128	155	168	188	少数股东损益	2	3	4	4
其他流动负债	266	311	337	379	归属母公司净利润	291	317	370	431
非流动负债	43	43	43	43	EBITDA	392	412	472	538
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.70	0.82	0.96
其他非流动负债	43	43	43	43					
负债合计	737	879	987	1120					
少数股东权益	8	12	15	19					
股本	451	451	451	451					
资本公积	516	516	516	516					
留存收益	455	661	901	1160					
归属母公司股东权	1422	1628	1868	2127					
负债和股东权益	2167	2519	2870	3266					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	542	274	406	475	成长能力				
净利润	293	320	373	436	营业收入	16.8%	14.3%	13.4%	12.5%
折旧摊销	64	37	37	35	营业利润	32.3%	11.3%	16.3%	16.5%
财务费用	-2	7	9	10	归属于母公司净利润	39.0%	8.8%	16.6%	16.8%
投资损失	-1	-3	-3	-4	盈利能力				
营运资金变动	199	-94	-15	-7	毛利率 (%)	30.5%	30.6%	30.9%	31.2%
其他经营现金流	84	419	393	448	净利率 (%)	12.1%	11.5%	11.8%	12.3%
投资活动现金流	-499	-29	-28	-2	ROE (%)	20.5%	19.5%	19.8%	20.3%
资本支出	-197	-18	-17	-6	ROIC (%)	16.0%	15.4%	15.5%	15.7%
长期投资	-310	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	8	-11	-10	4	资产负债率 (%)	34.0%	34.9%	34.4%	34.3%
筹资活动现金流	-110	-48	-68	-113	净负债比率 (%)	51.5%	53.6%	52.4%	52.2%
短期借款	150	70	70	70	流动比率	2.10	2.18	2.31	2.43
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.56	1.52	1.68	1.81
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	10	0	0	0	总资产周转率	1.21	1.18	1.16	1.15
其他筹资现金流	-270	-118	-138	-183	应收账款周转率	166.40	172.88	253.33	252.39
现金净增加额	-67	197	311	361	应付账款周转率	14.20	13.50	13.39	13.60

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：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

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形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。