

## 全年完美收官，核心单品势能向上

### 投资要点

- 事件:**公司发布2024年年报，全年实现营收24.1亿元，同比+16.8%；实现归母净利润2.9亿元，同比+39.0%；实现扣非净利润2.6亿元，同比+39.9%。其中，24Q4实现营业总收入6.4亿元，同比+11.9%；归母净利润0.8亿元，同比+0.3%；扣非净利润0.7亿元，同比-7.0%。全年业绩符合市场预期。
- 多品类高质量发展，全渠道战略稳步推进。**1、分产品看，2024年鱼制品/禽类制品/豆制品/蔬菜制品分别实现营收15.3/5.1/2.5/0.8亿元，同比+18.8%/+12.7%/+13.9%/+9.6%。鱼制品表现亮眼，传统渠道稳健增长，量贩渠道贡献增量。禽类制品中鹌鹑蛋全年销售额约3.5亿元，24年下半年因去年基数较高而增速放缓，公司持续挖掘品类价值创新升级产品，推出七个博士子品牌，树立中高端定位攻克定量装。2、分渠道看，线下/线上渠道分别实现营收20.2/3.9亿元，同比+22.6%/-6.2%。线上线下滑主要系公司主动优化产品结构，自营占比提升。线下精耕传统流通渠道，增加网点铺货率；积极拓展现代渠道，带动整体品牌势能提升；零食渠道量贩门店覆盖度和SKU导入数进一步增长。
- 成本回落提升盈利，规模效应持续体现。**1、2024年毛利率30.5%，同比+2.3pp；24Q4毛利率31.0%，同比-1.6pp。Q4毛利率同比回落主要由于去年同期基数较高以及新采购季鱼干成本上涨。2、销售/管理/研发费用率分别同比+1.2pp/-0.3pp/+0.1pp至12.0%/3.8%/2.0%。公司针对品牌升级换新，加大综艺投放引流，销售费率有所提升。3、2024年净利率为12.1%，同比+1.9pp；24Q4净利率12.0%，同比-1.4pp。全年净利率改善一方面来自潜力大单品鹌鹑蛋持续爬坡，产能利用率提升，规模效应释放；另一方面原材料价格呈下行趋势，尤其鹌鹑蛋采购价处于低位。
- 第二曲线加速成长，新兴渠道扩容可期。**公司核心单品深海小鱼基本盘稳固，稳居细分领域第一；第二曲线鹌鹑蛋品类红利释放，市占率有望持续提升；其他优质品类补充货架，助力单点产出增加。公司多元渠道与不同产品品规匹配共振。公司加速布局新渠道，积极接洽会员制商超。转变线上渠道战略思路，在不扰乱价盘的情况下将电商定位为引流渠道。展望2025年，核心品类规模起量和费用结构优化有望对冲成本压力。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2025-2027年归母净利润分别为3.3亿元、3.9亿元、4.4亿元，EPS分别为0.74元、0.87元、0.97元。公司完善产品矩阵，随着大单品销量提升，规模效应逐步显现，盈利能力有望逐步改善，故给予公司2025年20倍PE估值，对应目标价14.80元，维持“买入”评级。
- 风险提示:**新品拓展或不及预期，原材料价格波动风险，食品安全风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	24.12	28.29	32.04	35.20
增长率	16.79%	17.28%	13.28%	9.87%
归属母公司净利润 (亿元)	2.91	3.33	3.92	4.39
增长率	39.01%	14.35%	17.53%	12.24%
每股收益EPS (元)	0.65	0.74	0.87	0.97
净资产收益率ROE	20.52%	19.98%	20.16%	19.58%
PE	19	16	14	12
PB	3.79	3.25	2.79	2.41

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪  
执业证号: S1250524070007  
电话: 023-63786049  
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	4.51
流通A股(亿股)	3.04
52周内股价区间(元)	10.19-15.89
总市值(亿元)	54.20
总资产(亿元)	21.67
每股净资产(元)	3.15

### 相关研究

- 劲仔食品 (003000): 潜心鹌鹑蛋蓄势待发，盈利能力持续提升 (2024-10-29)
- 劲仔食品 (003000): 零食渠道带动收入增长，盈利能力提升 (2024-08-23)
- 劲仔食品 (003000): 净利率持续提升，三年倍增可期 (2024-04-28)
- 劲仔食品 (003000): 增长动能充足，盈利能力持续向好 (2024-04-03)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：深海小鱼为公司核心单品，产品持续迭代升级，高势能渠道动销旺盛且反哺小包装产品，带动市占率上升。预计鱼制品 2025-2027 年销量分别同比+15.0%/+12.0%/+10.0%，吨价分别同比+3.0%/+2.0%/+1.0%，毛利率分别为 35.4%、37.9%、39.8%。

假设 2：鹌鹑蛋具有扎实的消费者基础，符合美味+健康发展趋势，新生产基地投产和行业首创溏心鹌鹑蛋上市将有望持续强化竞争优势。预计禽类产品 2025-2027 年销量分别同比+20.0%/+15.0%/+10.0%，吨价分别同比-3.0%/-2.0%/-1.0%，毛利率分别为 20.2%、19.4%、19.0%。

假设 3：豆制品为高规模低集中赛道，公司在休闲豆制品常年位列前十，在相关研发投入与技术突破下有望重新发力。预计豆制品 2025-2027 年销量分别同比+15.0%/+10.0%/+5.0%，吨价分别同比-3.0%/-2.0%/-1.0%，毛利率分别为 33.6%、35.6%、36.9%。

假设 4：受益于原料健康与口味优势，魔芋迎来新一轮风口，市场规模有望持续提升，公司完善产品储备，为未来成长蓄力。预计蔬菜制品 2025-2027 年销量分别同比+10.0%/+8.0%/+5.0%，吨价分别同比+1.0%/+2.0%/+3.0%，毛利率分别为 32.9%、32.3%、33.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年主营业务收入成本如下表：

表 1：主营业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>合计</b>				
营业收入	2411.9	2828.6	3204.2	3520.3
<sub>  yoY</sub>	16.8%	17.3%	13.3%	9.9%
营业成本	1677.1	1912.5	2121.8	2303.8
<sub>  毛利</sub>	30.5%	32.4%	33.8%	34.6%
<b>鱼制品</b>				
收入	1533.3	1816.2	2074.8	2305.1
<sub>  yoY</sub>	18.8%	18.5%	14.2%	11.1%
成本	1041.3	1,173.6	1,288.1	1,388.6
<sub>  毛利</sub>	32.1%	35.4%	37.9%	39.8%
销量 (吨)	33115	38083	42653	46918
<sub>  yoY</sub>	20.2%	15.0%	12.0%	10.0%
吨单价 (万元/吨)	463	477	486	491
<sub>  yoY</sub>	-1.2%	3.0%	2.0%	1.0%
吨成本 (万元/吨)	314	308	302	296
<sub>  yoY</sub>	-3.9%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
<b>禽类制品</b>				
收入	509.2	592.8	668.0	727.5

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
yoy	12.7%	16.4%	12.7%	8.9%
成本	402.1	472.9	538.4	589.3
毛利率	21.0%	20.2%	19.4%	19.0%
销量 (吨)	13739	16486	18959	20855
yoy	15.5%	20.0%	15.0%	10.0%
吨单价 (万元/吨)	371	360	352	349
yoy	-2.4%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
吨成本 (万元/吨)	293	287	284	283
yoy	-3.9%	-2.0%	-1.0%	-0.5%
<b>豆制品</b>				
收入	247.3	275.8	297.3	309.1
yoy	13.9%	11.6%	7.8%	4.0%
成本	167.6	183.1	191.3	194.9
毛利率	32.2%	33.6%	35.6%	36.9%
销量 (吨)	9201	10581	11639	12221
yoy	16.7%	15.0%	10.0%	5.0%
吨单价 (万元/吨)	269	261	255	253
yoy	-2.4%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
吨成本 (万元/吨)	182	173	164	159
yoy	-8.4%	-5.0%	-5.0%	-3.0%
<b>蔬菜制品</b>				
收入	79.0	87.8	96.7	104.6
yoy	9.6%	11.1%	10.2%	8.2%
成本	51.0	58.9	65.5	69.5
毛利率	35.5%	32.9%	32.3%	33.6%
销量 (吨)	2890	3179	3433	3605
yoy	13.8%	10.0%	8.0%	5.0%
吨单价 (万元/吨)	273	276	282	290
yoy	-3.7%	1.0%	2.0%	3.0%
吨成本 (万元/吨)	176	185	191	193
yoy	-10.5%	5.0%	3.0%	1.0%
<b>其他业务</b>				
收入	43.1	56.1	67.3	74.0
yoy	30.7%	30.0%	20.0%	10.0%
成本	15.0	24.0	38.5	61.5
毛利率	65.2%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以洽洽食品、有友食品、桃李面包作为可比公司。考虑到公司多品类全渠道发力，迈入成长加速快车道，有望三年再造一个劲仔，叠加规模化优势下成本持续下降，利润端提升可期，给予公司 2025 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 14.80 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价(元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002557.SZ	洽洽食品	26.47	8.52	10.62	12.10	11.84	17	13	11	11
603697.SH	有友食品	9.94	1.57	1.93	2.33	2.73	28	22	18	16
603866.SH	桃李面包	5.94	5.22	5.87	6.34	5.69	20	16	15	17
平均值							22	17	15	15
003000.SZ	劲仔食品	12.02	2.91	3.33	3.92	4.39	19	16	14	12

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24.12	28.29	32.04	35.20	净利润	2.93	3.33	3.92	4.39
营业成本	16.77	19.13	21.22	23.04	折旧与摊销	0.61	0.57	0.72	0.94
营业税金及附加	0.13	0.17	0.19	0.21	财务费用	-0.15	0.24	0.42	0.49
销售费用	2.89	3.54	4.17	4.75	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.91	1.05	1.15	1.23	经营营运资本变动	1.55	-2.74	-0.11	-0.19
财务费用	-0.15	0.24	0.42	0.49	其他	0.48	-0.02	-0.02	-0.02
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	5.42	1.38	4.94	5.63
投资收益	0.01	0.02	0.02	0.02	资本支出	-0.49	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.09	0.00	0.00	0.00	其他	-4.49	-0.11	-0.13	-0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-4.99	-4.11	-4.13	-4.13
<b>营业利润</b>	<b>3.53</b>	<b>4.19</b>	<b>4.91</b>	<b>5.50</b>	短期借款	1.50	8.51	2.27	1.61
其他非经营损益	-0.08	-0.07	-0.07	-0.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3.45</b>	<b>4.11</b>	<b>4.83</b>	<b>5.43</b>	股权融资	0.10	0.00	0.00	0.00
所得税	0.51	0.78	0.92	1.03	支付股利	-1.79	-1.02	-1.17	-1.37
<b>净利润</b>	<b>2.93</b>	<b>3.33</b>	<b>3.92</b>	<b>4.39</b>	其他	-0.91	-0.20	-0.40	-0.47
少数股东损益	0.02	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	-1.10	7.30	0.70	-0.23
归属母公司股东净利润	2.91	3.33	3.92	4.39	<b>现金流量净额</b>	-0.67	4.57	1.50	1.26
<b>资产负债表 (亿元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
货币资金	6.75	11.31	12.82	14.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	0.39	0.40	0.45	0.50	销售收入增长率	16.79%	17.28%	13.28%	9.87%
存货	3.17	4.27	4.58	4.93	营业利润增长率	32.28%	18.66%	17.27%	12.07%
其他流动资产	4.27	4.82	4.84	4.91	净利润增长率	38.38%	13.51%	17.53%	12.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	30.02%	25.43%	21.13%	14.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4.71	8.21	11.55	14.67	毛利率	30.47%	32.39%	33.78%	34.56%
无形资产和开发支出	1.22	1.18	1.14	1.10	三费率	15.09%	17.06%	17.92%	18.39%
其他非流动资产	1.16	1.27	1.39	1.52	净利润率	12.17%	11.78%	12.22%	12.48%
<b>资产总计</b>	<b>21.67</b>	<b>31.45</b>	<b>36.77</b>	<b>41.70</b>	ROE	20.52%	19.98%	20.16%	19.58%
短期借款	3.00	11.51	13.77	15.38	ROA	13.54%	10.59%	10.65%	10.54%
应付和预收款项	2.08	2.37	2.61	2.86	ROIC	19.14%	18.49%	16.76%	15.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.51%	17.66%	18.89%	19.70%
其他负债	2.30	0.90	0.97	1.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7.37</b>	<b>14.78</b>	<b>17.35</b>	<b>19.26</b>	总资产周转率	1.21	1.06	0.94	0.90
股本	4.51	4.51	4.51	4.51	固定资产周转率	5.78	6.03	5.17	4.14
资本公积	5.16	5.16	5.16	5.16	应收账款周转率	158.08	136.35	147.97	142.21
留存收益	5.08	7.39	10.14	13.17	存货周转率	4.90	5.14	4.80	4.85
归属母公司股东权益	14.22	16.59	19.34	22.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.25%	—	—	—
少数股东权益	0.08	0.08	0.08	0.08	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>14.30</b>	<b>16.67</b>	<b>19.42</b>	<b>22.45</b>	资产负债率	33.99%	46.99%	47.19%	46.18%
负债和股东权益合计	21.67	31.45	36.77	41.70	带息债务/总负债	40.66%	77.86%	79.38%	79.86%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	流动比率	2.10	1.45	1.34	1.30
EBITDA	3.98	5.00	6.05	6.93	速动比率	1.65	1.15	1.07	1.04
PE	18.60	16.27	13.84	12.33	股利支付率	61.46%	30.61%	29.78%	31.18%
PB	3.79	3.25	2.79	2.41	<b>每股指标</b>				
PS	2.25	1.92	1.69	1.54	每股收益	0.65	0.74	0.87	0.97
EV/EBITDA	11.48	9.91	8.28	7.26	每股净资产	3.17	3.70	4.31	4.98
股息率	3.30%	1.88%	2.15%	2.53%	每股经营现金	1.20	0.31	1.09	1.25
					每股股利	0.40	0.23	0.26	0.30

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑冀	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn