

魔芋等创新产品上新提速，胖东来验证健康标签

核心观点

- 产能项目推进节奏调整，不改募投方向与整体规划。**劲仔食品近日公告，公司“湘卤风味休闲食品智能生产项目”达到预定可使用状态的日期由2025年6月延期至2025年12月，已投入募集资金约1.07亿元，占计划投资的72.4%。延期主要由于部分设备尚在调试，以及项目建设合同约定的分期付款条款导致部分款项未到支付时点。公司强调该项目未变更募投金额、用途及实施主体，不影响长期战略规划与项目落地节奏。
- 健康零食持续推新，魔芋等新品进入验证放量阶段。**围绕“三0三减富营养”战略，公司持续推出健康标签新品，2024年已落地充氮锁鲜DHA深海鳕鱼、可生食溏心鹌鹑蛋、益生菌豆干等多个品类首创。公司近期在互动平台表示已开发多款魔芋类新品，部分升级产品已进入胖东来体系并销售良好，显示公司持续产品创新能力，亦印证魔芋作为“轻食+健康”方向在核心渠道获得验证。
- 盈利能力延续修复趋势，短期扰动不改成长路径。**2024年公司实现营收24.12亿元/+16.8%、归母净利2.91亿元/+39.0%，毛利率同比+2.3pct，系核心品类放量叠加原料端成本下降所致；其中鱼类/禽类/豆制/蔬菜（含魔芋）同比+18.8%/+12.7%/+13.9%/+9.6%。25Q1营收增速放缓至+10.3%，归母净利同比-8.2%，毛利率基本持平，销售、管理及财务费用率同比提升，主要为春节节点投放力度增加与融资成本上升所致，预计二季度有望逐步修复。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2025-2027年EPS分别为0.74/0.84/1.00元（原25/26年预测值为0.79/0.98元）下调25-26年盈利预测，主要反映以下两点：一是2025Q1业绩短期承压，毛利率略降而销售及财务费用率同比提升，显示费用投放节奏相对前置；二是公司持续加码新品研发、品牌投入与渠道深化（如胖东来、高端会员店等），短期内对盈利形成阶段性扰动。考虑长期成长逻辑未改，参考可比公司估值水平，给予公司2025年20倍PE，对应目标价14.8元，维持“买入”评级。

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,065	2,412	2,816	3,248	3,713
同比增长(%)	41.3%	16.8%	16.8%	15.3%	14.3%
营业利润(百万元)	267	353	404	455	542
同比增长(%)	79.6%	32.3%	14.5%	12.8%	18.9%
归属母公司净利润(百万元)	210	291	334	377	450
同比增长(%)	68.2%	39.0%	14.6%	13.0%	19.2%
每股收益(元)	0.46	0.65	0.74	0.84	1.00
毛利率(%)	28.2%	30.5%	31.0%	30.5%	31.3%
净利率(%)	10.1%	12.1%	11.9%	11.6%	12.1%
净资产收益率(%)	18.4%	21.4%	21.6%	21.6%	23.4%
市盈率	27.8	20.0	17.4	15.4	12.9
市净率	4.5	4.1	3.5	3.2	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年07月04日）	12.92元
目标价格	14.8元
52周最高价/最低价	16.15/9.83元
总股本/流通A股（万股）	45,089/30,039
A股市值（百万元）	5,826
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年07月04日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.67	-17.44	2.27	8.74
相对表现%	-3.21	-20.37	-0.86	-6.83
沪深300%	1.54	2.93	3.13	15.57



证券分析师

谢宁铃
xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

投资建议

- 我们预测公司 2025 - 2027 年 EPS 分别为 0.74/0.84/1.00 元（原 25/26 年预测值为 0.79/0.98 元）下调 25 - 26 年盈利预测，主要反映以下两点：一是 2025Q1 业绩短期承压，毛利率略降而销售及财务费用率同比提升，显示费用投放节奏相对前置；二是公司持续加码新品研发、品牌投入与渠道深化（如胖东来、高端会员店等），短期内对盈利形成阶段性扰动。考虑长期成长逻辑未改，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 14.8 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2025/7/4	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E
盐津铺子	002847	77.56	2.35	3.05	3.80	4.59	33.06	25.46	20.42	16.90
甘源食品	002991	60.80	4.04	4.38	5.18	6.08	15.07	13.87	11.73	10.00
立高食品	300973	48.40	1.58	1.98	2.37	2.75	30.59	24.41	20.41	17.63
天味食品	603317	11.22	0.59	0.65	0.73	0.81	19.13	17.25	15.35	13.77
恒顺醋业	600305	7.62	0.12	0.16	0.19	0.21	66.20	46.81	40.47	36.03
洽洽食品	002557	21.46	1.68	1.51	1.77	1.91	12.78	14.24	12.13	11.23
	调整后平均						20.34	17.08	14.88	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	747	675	931	1,058	1,232	营业收入	2,065	2,412	2,816	3,248	3,713
应收票据、账款及款项融资	9	20	18	21	24	营业成本	1,484	1,677	1,944	2,256	2,551
预付账款	10	14	16	19	22	销售费用	222	289	331	383	444
存货	367	317	462	536	606	管理费用	83	91	96	107	119
其他	106	432	82	83	84	研发费用	40	48	56	65	74
流动资产合计	1,239	1,458	1,510	1,717	1,968	财务费用	(8)	(15)	1	(4)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(0)	1	1	1	1
固定资产	407	428	518	560	582	公允价值变动收益	0	9	3	3	3
在建工程	21	43	61	43	37	投资净收益	4	1	3	3	3
无形资产	40	122	118	115	112	其他	18	21	11	9	6
其他	112	116	109	100	92	营业利润	267	353	404	455	542
非流动资产合计	579	709	806	818	823	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,818	2,167	2,316	2,535	2,791	营业外支出	7	8	7	7	7
短期借款	150	300	150	150	150	利润总额	260	345	397	448	535
应付票据及应付账款	108	128	157	182	205	所得税	48	51	60	67	80
其他	217	266	282	317	347	净利润	212	293	337	381	454
流动负债合计	476	694	588	649	702	少数股东损益	2	2	3	4	5
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	210	291	334	377	450
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.46	0.65	0.74	0.84	1.00
其他	30	43	43	43	43						
非流动负债合计	30	43	43	43	43	主要财务比率					
负债合计	505	737	631	692	745		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	6	8	12	16	20	成长能力					
实收资本(或股本)	451	451	451	451	451	营业收入	41.3%	16.8%	16.8%	15.3%	14.3%
资本公积	458	464	516	516	516	营业利润	79.6%	32.3%	14.5%	12.8%	18.9%
留存收益	396	508	707	861	1,058	归属于母公司净利润	68.2%	39.0%	14.6%	13.0%	19.2%
其他	2	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,313	1,430	1,685	1,843	2,045	毛利率	28.2%	30.5%	31.0%	30.5%	31.3%
负债和股东权益总计	1,818	2,167	2,316	2,535	2,791	净利率	10.1%	12.1%	11.9%	11.6%	12.1%
						ROE	18.4%	21.4%	21.6%	21.6%	23.4%
						ROIC	17.2%	18.0%	19.3%	20.0%	21.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	27.8%	34.0%	27.2%	27.3%	26.7%
净利润	212	293	337	381	454	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	43	55	52	63	70	流动比率	2.60	2.10	2.57	2.65	2.80
财务费用	(8)	(15)	1	(4)	(6)	速动比率	1.83	1.65	1.78	1.82	1.94
投资损失	(4)	(1)	(3)	(3)	(3)	营运能力					
营运资金变动	(46)	158	(134)	(20)	(24)	应收账款周转率	210.5	158.1	138.7	157.0	156.4
其它	(42)	52	(2)	(3)	(3)	存货周转率	4.4	4.9	5.0	4.5	4.5
经营活动现金流	156	542	252	415	490	总资产周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
资本支出	(105)	(169)	(150)	(75)	(75)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.46	0.65	0.74	0.84	1.00
其他	(80)	(329)	389	6	6	每股经营现金流	0.35	1.20	0.56	0.92	1.09
投资活动现金流	(185)	(499)	239	(69)	(69)	每股净资产	2.90	3.15	3.71	4.05	4.49
债权融资	1	0	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	226	6	52	0	0	市盈率	27.8	20.0	17.4	15.4	12.9
其他	32	(116)	(286)	(219)	(247)	市净率	4.5	4.1	3.5	3.2	2.9
筹资活动现金流	258	(110)	(234)	(219)	(247)	EV/EBITDA	17.0	13.1	11.2	10.0	8.5
汇率变动影响	2	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.9	15.2	12.7	11.4	9.6
现金净增加额	231	(67)	256	127	174						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。