

# 劲仔食品 (003000.SZ)

优于大市

## 2025 年降速调整、积极拥抱新兴渠道，2026Q1 初现成效

### 核心观点

公司公布 2025 年及 2026Q1 业绩：2025 年实现营业总收入 24.4 亿元，同比+1.3%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比-16.7%；实现扣非归母净利润 2.0 亿元，同比-22.8%。2026Q1 实现营业总收入 7.4 亿元，同比+24.2%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比+5.5%；实现扣非归母净利润 0.7 亿元，同比+23.0%。

**2025 年鱼制品稳健增长，量贩零食渠道高速增长。**分渠道看，经销模式/直营模式收入分别同比-13.6%/+47.8%，直营模式高速增长主要系量贩零食渠道、直营商超渠道快速增长，2025 年下半年量贩零食渠道增长提速。分产品看，鱼制品/禽类制品/豆制品/蔬菜制品及其他收入分别同比+7.3%/-11.9%/-6.5%/-4.0%，反映核心品类鱼制品的全渠道渗透能力较强，禽类制品下滑主要系鹌鹑蛋在传统流通渠道收入下滑所致。

**2025 年盈利能力阶段性承压。**2025 年毛利率 29.3%，同比-1.2pp，主因渠道结构调整、部分原料价格上涨、新产能投产致折旧摊销增加。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.1/+0.7/+0.1/+0.4pp，销售费用率上行主因公司增加了品牌宣传推广费用，管理费用率提升主因新工厂投产致职工薪酬增加、产线调整致折旧摊销增加。2025 年归母净利率/扣非归母净利率同比-2.1/-2.6pp。

**2026Q1 收入较快增长，扣非归母净利率较为平稳。**2026Q1 收入同比+24.2%，与量贩零食、新型商超等新渠道延续高增有关。2025Q4 及 2026Q1 合并收入同比+11.2%。2026Q1 毛利率/销售费用率同比-2.9/-2.8pp，主要系渠道结构变化所致，毛销差较为稳定。2026Q1 扣非归母净利率 8.9%，同比-0.1pp，但归母净利率同比-1.7pp，主因政府补助同比减少。

**盈利预测与投资建议：**2025 年公司调整蓄力，实现了与量贩零食、商超定制化等渠道的合作深化，产品创新迭代能力进一步提升。2026Q1 已初现调整成效，我们预计 2026 年公司增长动能恢复，在新品持续导入的背景下，量贩零食等新兴渠道有望维持高速增长，传统渠道在产品升级迭代、渠道精细化运作的帮助下有望边际改善。考虑到公司新品在量贩零食渠道旺销、后续有望加快推向其他渠道，我们小幅上调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 29.1/33.8/38.5 亿元（2026-2027 年前预测值 27.8/31.2 亿元），实现归母净利润 2.8/3.3/4.0 亿元（2026-2027 年前预测值 2.8/3.3 亿元），当前股价对应 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**新品推广进度不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；食品安全风险。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,412	2,443	2,906	3,375	3,849
(+/-%)	16.8%	1.3%	19.0%	16.1%	14.1%
归母净利润(百万元)	291	243	284	332	396
(+/-%)	39.0%	-16.7%	17.0%	16.9%	19.3%
每股收益(元)	0.65	0.54	0.63	0.74	0.88
EBIT Margin	12.2%	9.0%	9.6%	9.7%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	17.3%	18.7%	20.1%	21.9%
市盈率 (PE)	17.3	20.7	17.7	15.2	12.7
EV/EBITDA	16.8	20.6	16.7	14.5	12.3
市净率 (PB)	3.54	3.59	3.32	3.05	2.79

资料来源：Choice、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

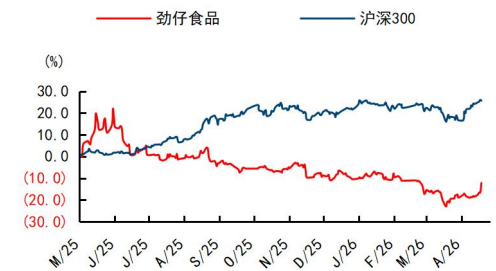
021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn  
S0980523090001 S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.17 元
总市值/流通市值	5036/3441 百万元
52 周最高价/最低价	16.15/9.72 元
近 3 个月日均成交额	43.23 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

公司公布 2025 年及 2026Q1 业绩：2025 年实现营业总收入 24.4 亿元，同比+1.3%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比-16.7%；实现扣非归母净利润 2.0 亿元，同比-22.8%。2026Q1 实现营业总收入 7.4 亿元，同比+24.2%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比+5.5%；实现扣非归母净利润 0.7 亿元，同比+23.0%。

**2025 年鱼制品稳健增长，量贩零食渠道高速增长。**分渠道看，经销模式/直营模式收入分别同比-13.6%/+47.8%，直营模式高速增长主要系量贩零食渠道、直营商超渠道快速增长带动，2025Q3 量贩零食渠道导入 9.9 元盒装鱼制品，促进下半年量贩零食渠道加速增长。预计 2025 年量贩零食渠道收入实现高双位数增长，渠道占比进一步提升至 20%以上。分产品看，鱼制品/禽类制品/豆制品/蔬菜制品及其他收入分别同比+7.3%/-11.9%/-6.5%/-4.0%，反映核心品类鱼制品的全渠道渗透能力较强，禽类制品下滑主要系鹌鹑蛋在传统流通渠道收入下滑所致。

**2025 年盈利能力阶段性承压。**2025 年毛利率 29.3%，同比-1.2pp，主因渠道结构调整、部分原料价格上涨、新产能投产致折旧摊销增加。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.1/+0.7/+0.1/+0.4pp，销售费用率上行主因公司增加了品牌宣传推广费用，管理费用率提升主因新工厂投产致职工薪酬增加、产线调整致折旧摊销增加。2025 年归母净利率/扣非归母净利率同比-2.1/-2.6pp。

**2025 年分红比例提升至 72.4%。**2025 年公司拟末期分红 1.32 亿元，叠加中期分红 0.44 亿元，全年累计分红 1.76 亿元，分红比例 72.4%。

**2026Q1 收入较快增长，扣非归母净利率较为平稳。**2025Q4 收入同比-0.9%，与春节旺季备货时点靠后有关，2025Q4 净利率同比-1.8%，降幅环比收窄。2026Q1 收入同比+24.2%，与量贩零食、新型商超等新渠道延续高增有关。2025Q4 及 2026Q1 合并收入同比+11.2%。2026Q1 毛利率/销售费用率同比-2.9/-2.8pp，主要系渠道结构变化所致，毛销差较为稳定。2026Q1 扣非归母净利率 8.9%，同比-0.1pp，但归母净利率同比-1.7pp，主因政府补助同比减少。

**盈利预测与投资建议：**2025 年公司调整蓄力，实现了与量贩零食、商超定制化等渠道的合作深化，产品创新迭代能力进一步提升。2026Q1 已初现调整成效，我们预计 2026 年公司增长动能恢复，在新品持续导入的背景下，量贩零食等新兴渠道有望维持高速增长，传统渠道在产品升级迭代、渠道精细化运作的帮助下有望边际改善。考虑到公司新品在量贩零食渠道旺销、后续有望加快推向其他渠道，我们小幅上调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 29.1/33.8/38.5 亿元（2026-2027 年前预测值 27.8/31.2 亿元），同比+19.0%/+16.1%/+14.1%；实现归母净利润 2.8/3.3/4.0 亿元（2026-2027 年前预测值 2.8/3.3 亿元），同比+17.0%/+16.9%/+19.3%；EPS 分别为 0.63/0.74/0.88 元；当前股价对应 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“优于大市”评级。

## 风险提示

新品推广进度不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；食品安全风险。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,784	3,118	-	2,906	3,375	3,849	122	257	-
收入同比增速%	11.2%	12.0%	-	19.0%	16.1%	14.1%	7.8%	4.1%	-
毛利率%	29.1%	29.4%	-	28.9%	28.7%	28.9%	-0.2%	-0.7%	-

销售费用率%	12.9%	12.5%	-	12.3%	12.0%	11.8%	-0.6%	-0.5%	-
归母净利率%	9.9%	10.5%	-	9.8%	9.8%	10.3%	-0.2%	-0.7%	-
归母净利润(百万元)	277	328	-	284	332	396	7	4	-
归母净利润同比增速%	15.5%	18.5%	-	17.0%	16.9%	19.3%	1.5%	-1.5%	-
EPS(元)	0.61	0.73	-	0.63	0.74	0.88	0.02	0.01	-

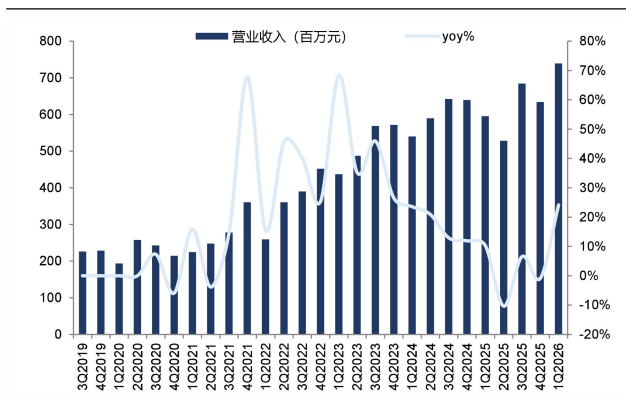
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表(2026年4月24日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价(元)	EPS		PE		总市值(亿元)	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
003000.SZ	劲仔食品	20.4	11.17	0.63	0.74	17.7	15.2	50	优于大市
002991.SZ	甘源食品	21.4	51.05	2.92	3.41	17.5	15.0	48	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	28.3	22.90	1.33	1.54	17.2	14.8	116	优于大市
002956.SZ	西麦食品	36.3	27.95	1.10	1.33	25.5	21.0	62	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	20.0	54.91	3.22	3.92	17.0	14.0	150	优于大市
9985.HK	卫龙美味	13.7	7.86	0.68	0.79	11.5	10.0	191	优于大市

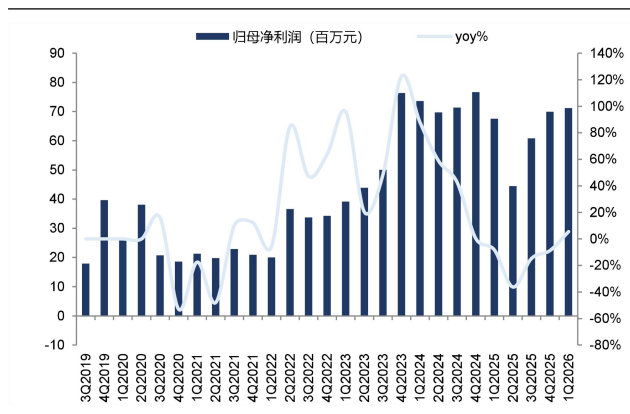
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



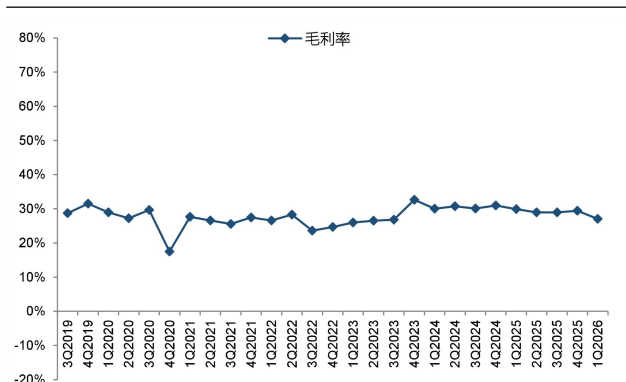
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



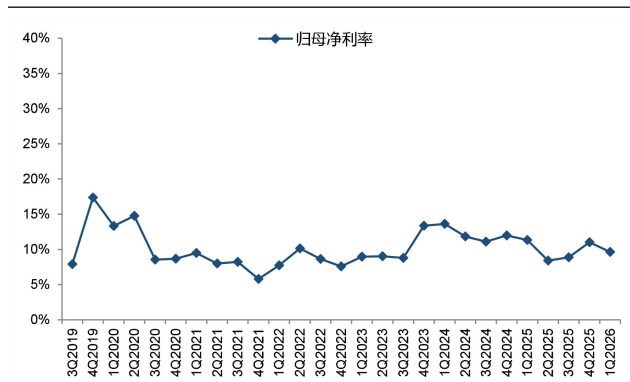
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	675	496	496	532	609	营业收入	2412	2443	2906	3375	3849
应收款项	25	48	57	66	75	营业成本	1677	1727	2065	2407	2737
存货净额	317	269	322	375	426	营业税金及附加	13	15	17	20	23
其他流动资产	59	77	92	105	119	销售费用	289	320	357	405	454
<b>流动资产合计</b>	<b>1458</b>	<b>1201</b>	<b>1278</b>	<b>1389</b>	<b>1541</b>	管理费用	91	109	132	149	166
固定资产	474	773	848	900	923	研发费用	48	52	60	69	77
无形资产及其他	122	119	120	121	122	财务费用	(15)	(5)	(2)	(2)	(4)
投资性房地产	113	124	148	171	194	投资收益	9	(1)	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	(0)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2167</b>	<b>2217</b>	<b>2394</b>	<b>2581</b>	<b>2780</b>	其他收入	(15)	3	(3)	(7)	(10)
短期借款及交易性金融负债	300	279	259	239	239	营业利润	353	279	334	390	465
应付款项	148	171	204	235	263	营业外净收支	(8)	(4)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	246	177	207	237	266	<b>利润总额</b>	<b>345</b>	<b>274</b>	<b>332</b>	<b>388</b>	<b>463</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>694</b>	<b>627</b>	<b>671</b>	<b>711</b>	<b>768</b>	所得税费用	51	32	48	56	67
长期借款及应付债券	0	90	90	90	60	少数股东损益	2	(0)	0	0	0
其他长期负债	43	87	103	118	134	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>291</b>	<b>243</b>	<b>284</b>	<b>332</b>	<b>396</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>43</b>	<b>177</b>	<b>193</b>	<b>208</b>	<b>193</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>737</b>	<b>804</b>	<b>863</b>	<b>920</b>	<b>962</b>	净利润	291	243	284	332	396
少数股东权益	8	12	12	12	12	资产减值准备	1	1	2	0	0
股东权益	1422	1401	1519	1650	1807	折旧摊销	50	63	75	82	90
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2167</b>	<b>2217</b>	<b>2394</b>	<b>2581</b>	<b>2780</b>	公允价值变动损失	0	0	(1)	(1)	(1)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(15)	(5)	(2)	(2)	(4)
每股收益	0.65	0.54	0.63	0.74	0.88	营运资本变动	168	(6)	3	1	(2)
每股红利	0.40	0.39	0.47	0.55	0.70	其它	32	69	(3)	(3)	(4)
每股净资产	3.15	3.11	3.37	3.66	4.01	<b>经营活动现金流</b>	<b>542</b>	<b>369</b>	<b>359</b>	<b>412</b>	<b>479</b>
ROIC	18.91%	14.31%	16%	19%	22%	资本开支	(206)	(393)	(155)	(135)	(115)
ROE	20.49%	17.32%	19%	20%	22%	其它投资现金流	(293)	87	0	0	0
毛利率	30%	29%	29%	29%	29%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(499)</b>	<b>(305)</b>	<b>(155)</b>	<b>(135)</b>	<b>(115)</b>
EBIT Margin	12%	9%	10%	10%	10%	权益性融资	0	3	0	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	12%	12%	13%	长期贷款增加	0	90	0	0	(30)
收入增长	17%	1%	19%	16%	14%	支付股利、利息	(182)	(182)	(176)	(213)	(249)
净利润增长率	39%	-17%	17%	17%	19%	其它融资现金流	71	(107)	(18)	(18)	(17)
资产负债率	34%	37%	37%	36%	35%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(110)</b>	<b>(195)</b>	<b>(194)</b>	<b>(231)</b>	<b>(296)</b>
股息率	3.6%	3.5%	4.2%	4.9%	6.3%	<b>现金净变动</b>	<b>(67)</b>	<b>(131)</b>	<b>10</b>	<b>46</b>	<b>68</b>
P/E	17.3	20.7	17.7	15.2	12.7	货币资金的期初余额	587	521	389	400	445
P/B	3.5	3.6	3.3	3.1	2.8	货币资金的期末余额	521	389	400	445	513
EV/EBITDA	16.8	20.6	16.7	14.5	12.3	企业自由现金流	263	(141)	161	229	312
						权益自由现金流	263	(51)	142	211	286

资料来源: Choice、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032