

劲仔食品 (003000.SZ) / 食品饮料

证券研究报告/公司深度报告

2023年6月8日

评级：买入（首次）

市场价格：13.15 元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	451
流通股本(百万股)	224
市价(元)	13.15
市值(百万元)	5,932
流通市值(百万元)	2,943

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,111	1,462	2,004	2,639	3,370
增长率 yoy%	22%	32%	37%	32%	28%
净利润(百万元)	85	125	172	240	314
增长率 yoy%	-18%	47%	38%	40%	31%
每股收益(元)	0.19	0.28	0.38	0.53	0.70
每股现金流量	0.43	0.21	0.27	-0.08	0.87
净资产收益率	10%	13%	16%	20%	22%
P/E	69.8	47.6	34.6	24.7	18.9
P/B	6.7	6.1	5.6	4.9	4.1

备注：采用 2023 年 6 月 8 日收盘价

报告摘要

- 核心观点：本文重点研究了劲仔食品未来增长点，我们认为中国辣味零食行业属于天花板较高的优质赛道，公司小包装产品、大包装产品与散装产品有望接力成长，同时未来盈利能力有望进一步提升。我们看好公司竞争力，并期待公司多品类、全渠道打开成长空间。**
- 公司概况：再出发的鱼类零食龙头。**劲仔食品于 2020 年登陆深交所主板，成为我国鱼类零食第一股。公司主要从事风味休闲食品的研发、生产和销售，现有主要产品有鱼制品、豆制品、禽类制品等系列。公司创始人周劲松于 1990 年涉足食品行业，专注于休闲食品领域已经超过 30 年。经过多年积累与发展，公司现已成为行业内较为知名的休闲食品企业。近年来，公司依靠“大包装战略”转型升级，异地扩张与渠道扩展持续推进。
- 辣味零食行业：千帆竞发，瞬息万变。**辣味在中国饮食习惯中历史悠久，增速快于行业平均。同时中国辣味休闲食品的市场相对分散，除龙头卫龙以外，各家市占率仍有较大空间。渠道是零食企业发展的重点，每一轮的渠道革命都带来了新品牌的崛起，休闲零食当下进入渠道多元化阶段。
- 未来看点：横纵延伸，利润改善。**
- (1) 小包装：量价皆有提升空间。**小包装产品是公司经典产品，主打流通渠道。我们认为伴随公司多品类多规格补齐渠道短板，小包装有望焕发新的生机，具体来看，小包装产品的量价皆有提升空间，量增主要来自弱势市场提升和 SKU 拓展，价增主要来自多规格产品打开价格弹性。
- (2) 大包装：多品类贡献增长极。**大包装是公司改革的战略重心，主打现代渠道。对标卫龙白袋产品，大包装产品具备成功基因。展望未来，大包装既有间接增长贡献，也可以通过产品创新直接带来增量。间接影响主要在于是公司招商和吸引消费者最好的广告。直接影响主要在于为公司产品创新提供了“试验田”。
- (3) 散装：新渠道释放新红利。**散称装产品是公司规格延伸的下一个重点，主打现代渠道与零售量贩新渠道。一方面，鹌鹑蛋等新品天然适配散装渠道；另一方面，零食量贩等新渠道有望锦上添花。
- (4) 盈利能力：产销两端具备提升空间。**近年来成本波动和公司新品推广对公司盈利能力形成压制。未来，考虑到疫后原料掌控更加自主同时新品自建产能不断爬坡，公司盈利能力有望顺势提升。
- 看好公司竞争力和长期发展，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计公司 2023-2024 年收入分别为 20.04、26.39、33.70 亿元，归母净利润分别为 1.72、2.40、3.14 亿元。我们选取同出休闲零食赛道的盐津铺子、甘源食品、洽洽食品作为可比公司，可比公司 2023 年市值加权平均动态 PE 为 22x。我们看好劲仔食品的长期竞争力，并期待公司多品类、全渠道持续突破，考虑到公司体量较小仍处于成长初期，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：原材料成本大幅上涨风险、公司新品推广及渠道推展不及预期风险、食品安全风险。**

内容目录

一、劲仔食品：再出发的鱼类零食龙头	- 4 -
1.1 发展历程	- 4 -
1.2 股权结构	- 5 -
1.3 主营业务	- 6 -
二、辣味零食行业：千帆竞发，瞬息万变	- 9 -
2.1 行业概况：优质赛道，格局分散	- 9 -
2.2 渠道变化：快速变革，流量分散	- 11 -
三、未来看点：横纵延伸，利润改善	- 13 -
3.1 小包装：量价皆有提升空间	- 13 -
3.1 大包装：多品类贡献增长极	- 14 -
3.3 散装：新渠道释放新红利	- 16 -
3.4 盈利能力：产销皆有提升空间	- 17 -
四、盈利预测与估值	- 19 -
4.1 盈利预测	- 19 -
4.2 估值	- 20 -
4.3 风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1：劲仔食品发展历程	- 5 -
图表 2：劲仔食品股权结构（截至 2023 年 6 月初）	- 5 -
图表 3：公司部分高管	- 6 -
图表 4：公司主营业务收入贡献（2022）	- 6 -
图表 5：公司主营业务毛利润贡献（2022）	- 6 -
图表 6：公司主要产品	- 7 -
图表 7：劲仔食品 2016-2023Q1 营收情况（亿元）	- 8 -
图表 8：劲仔食品盈利指标情况（%）	- 8 -
图表 9：劲仔食品分地区收入情况	- 8 -
图表 10：劲仔食品分渠道收入情况	- 8 -
图表 11：中国休闲食品行业零售额	- 9 -
图表 12：中国辣味休闲食品分品类零售额	- 10 -
图表 13：中国辣味休闲食品竞争格局	- 10 -
图表 14：中国零食销售渠道变革	- 12 -
图表 15：公司部分小包装产品	- 13 -
图表 16：2020 年公司渠道结构	- 13 -
图表 17：2022 年各地销售收入占比	- 13 -

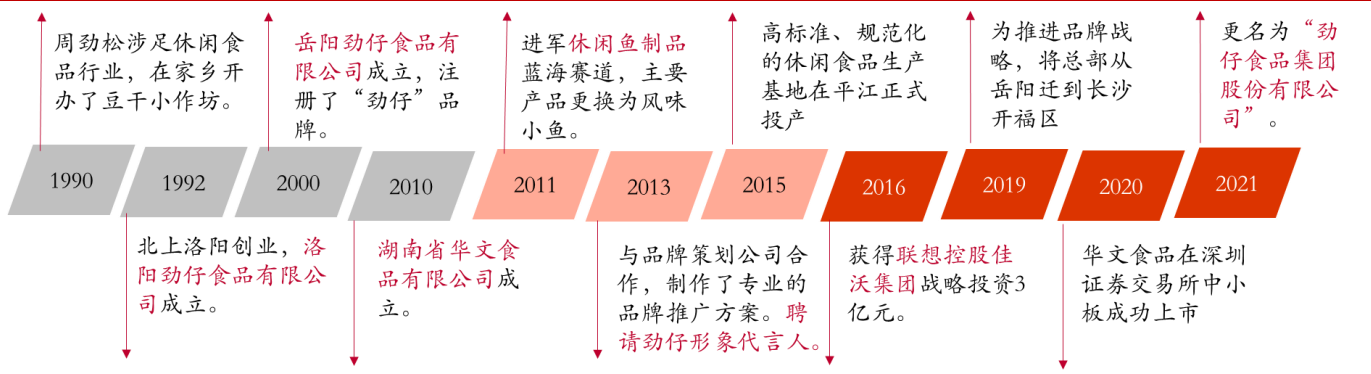
图表 18: 公司各地销售收入 (百万元)	- 13 -
图表 19: 公司小包装产品创新	- 14 -
图表 20: 公司多规格的小包装产品	- 14 -
图表 21: 劲仔部分大包装产品	- 15 -
图表 22: 公司大包装产品创新	- 16 -
图表 23: 公司散称豆干系列进入量贩系统	- 16 -
图表 24: 公司鹤鹑蛋产品	- 16 -
图表 25: 公司销售毛利率	- 17 -
图表 26: 公司销售净利率	- 17 -
图表 27: 盐渍鲰鱼进口平均单价	- 17 -
图表 28: 公司主要产品产能规划 (2022, 吨)	- 17 -
图表 29: 劲仔食品分产品收入与毛利预测 (百万元)	- 19 -
图表 30: 劲仔食品盈利预测	- 20 -
图表 31: 可比公司估值表	- 20 -
图表 32: 劲仔食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 22 -

一、劲仔食品：再出发的鱼类零食龙头

- 劲仔食品集团股份有限公司是一家集研、产、销于一体的现代化食品企业，于 2020 年登陆深交所主板，成为我国鱼类零食第一股。公司主要从事风味休闲食品的研发、生产和销售，现有主要产品有鱼制品、豆制品、禽类制品等系列。公司以湖湘卤味工艺为基础，研发出香辣、麻辣、酱汁、糖醋等符合全国消费者口味的休闲卤味零食。公司创始人周劲松于 1990 年涉足食品行业，专注于休闲食品领域已经超过 30 年。经过多年积累与发展，公司现已成为行业内较为知名的休闲食品企业。

1.1 发展历程

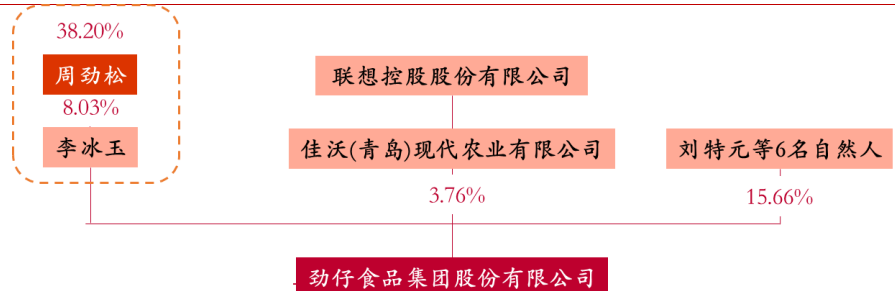
- **1990-2010 年：创业与成长阶段，劲仔品牌形象初步形成。**创始人周劲松 1990 年开始涉足休闲食品行业，最先在平江县以豆干起家，之后北上洛阳、建立“劲仔”品牌，十余年间将全国销售网络铺开，实现了“劲仔”品牌的原始积累。
- **2011-2015 年：成长初期，公司转型与现代化启动。**2011 年，周劲松在全国糖酒会上发现了新的商机——风味小鱼，标志着公司转型的开启，借助豆干的销售网络，公司将主要产品换为风味小鱼，迅速引爆市场。2013 年，与品牌策划公司合作，请汪涵担任“劲仔形象代言人”，极大提升了品牌知名度；2015 年，现代化的生产基地投产，曾经 6 个代加工厂 3000 多人的日均产量，现由 800 多员工就可完成，这两个事件象征着公司的现代化启动。
- **2016-2020 年：成长成熟期，公司战略深入推进。**2016 年以来，以联想控股下的现代农业和食品产品投资平台佳沃集团入股，为公司带来三亿元战略投资为标志，公司进入了系统成长的成熟期。2019 年，公司把总部从岳阳迁到长沙开福区，高端现代的办公场所不仅展现了华文食品的企业实力，也提升了其对专业人才的吸引力。为了实现企业战略，继续扩大市场份额和市场影响力，公司需要更多融资渠道，为此，2020 年，公司在深交所中小板上市。
- **2021 年至今：转型升级时期，增长步入快车道。**2021 年以来，公司推进线下传统流通渠道、现代渠道和线上渠道立体式全渠道稳健发展，改善了以往的渠道单一问题。2022 年，公司开始推进大包装产品战略，陆续推出了全品类的大包装产品，促进产品整盒与整袋销售。品牌端：定位卤味零食，打造更专业、年轻的品牌形象，公司在品牌传播渠道方面，集中优势资源，线上线下联动打通。传播渠道年轻化，线上通过社交媒体持续种草，以更高效触达消费者。2021 年以来，营收快速增长，21/22/23Q1 分别实现 11.11/14.62/4.37 亿元收入，同比增长 22%/32%/69%。

图表 1: 劲仔食品发展历程


来源：公司公告、公司官网、中泰证券研究所

1.2 股权结构

- **创始人夫妇为公司实际控制人，股权结构集中。**截至 2023 年 6 月初，创始人夫妇周劲松、李冰玉（一致行动人）合计持股比例达 46.23%，为公司实际控制人，股权结构较为集中。联想控股的现代农业和食品产品投资平台佳沃集团为 2016 年引入的战略投资者，截至 2023 年 6 月初，其持股比例已降至 3.76%。

图表 2: 劲仔食品股权结构（截至 2023 年 6 月初）


来源：wind、中泰证券研究所

- **2021 年股权激励目标超额完成，2023 年推出新一期股权激励。**公司在 2021 年推出第一期股权激励，向 23 名核心员工分批授予 400 万股限制性股票，公司层面业绩考核目标为 2021/2022 年营收同比 2020 年增长 20%/44%，2021/2022 年实际实现同比 2020 年增速分别为 22.2%/60.8%，超额完成激励目标。2023 年 4 月，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），计划向 27 名核心员工分批授予 371 万股限制性股票，公司层面业绩考核目标为 2023/2024 年营收、归母净利润（剔除股权激励费用影响）同比 2022 年增长 25%/56%，对应同比增速为 25%/25%，对应解锁比例为 100%；最低考核目标为 2023/2024 年营收、归母净利润（剔除股权激励费用影响）同比 2022 年增长 20%/44%，对应同比增速为 20%/20%，对应解锁比例为 80%。
- **核心管理团队年轻化，新鲜血液充足。**公司高管年龄分布在 30-50 岁，更容易理解新兴渠道、营销方式与年轻化的品牌文化。创始人周劲松于 1990 年涉足食品行业，专注于休闲食品领域已经超过 30 年，将劲仔从

小作坊发展为上市公司，作为第一代企业家具备深刻的行业理解。公司管理团队相关从业经验丰富，既有在公司成立初期加入的老成员，又有近年加入补充新鲜血液的新成员。

图表 3: 公司部分高管

姓名	职务	年龄	2022 年税前薪酬 (万元)
周劲松	董事长、总经理	51	68.87
刘特元	董事、副总经理	47	141.45
丰文姬	董事、副总经理、董事会秘书	35	91.67
康厚峰	副总经理、财务总监	41	91.67
苏彻辉	副总经理	46	62.57
吴宣立	董事	45	-
林锐新	监事会主席	33	26.49

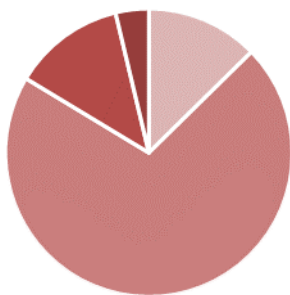
来源：公司公告、中泰证券研究所

1.3 主营业务

- **公司产品主要包括风味小鱼、风味豆干、禽类制品等。**公司主营业务收入按产品类别可分为风味小鱼、风味豆干、禽类制品和其他，目前公司已形成“休闲鱼制品、豆制品、禽类制品”三大品类，“小鱼、豆干、肉干、鹌鹑蛋、魔芋、素肉”六大产品系列。风味小鱼是公司最大品类，也是最主要的收入来源，2022 年收入占比超过 70%，近年来保持加速增长，21 年和 22 年增速分别为 16%和 25%；风味豆干是公司最早生产销售的传统产品，2022 年收入占比约 13%，随公司收入增长稳步增量；禽类制品是近年来新产品，包括肉干和 2022 年新增的鹌鹑蛋制品，收入占比约 13%，增长势头强劲，21 年和 22 年增速分别为 64%和 87%。截至 2022 年底，劲仔鹌鹑蛋月销已突破千万元，成为最快晋升为“亿元级单品”的劲仔产品。

图表 4: 公司主营业务收入贡献 (2022)

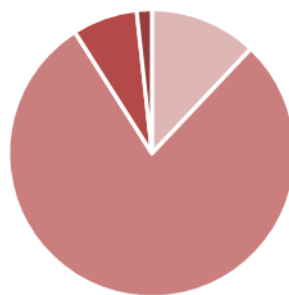
■ 风味豆干 ■ 风味小鱼
■ 禽类制品 ■ 其他



来源：公司公告、中泰证券研究所

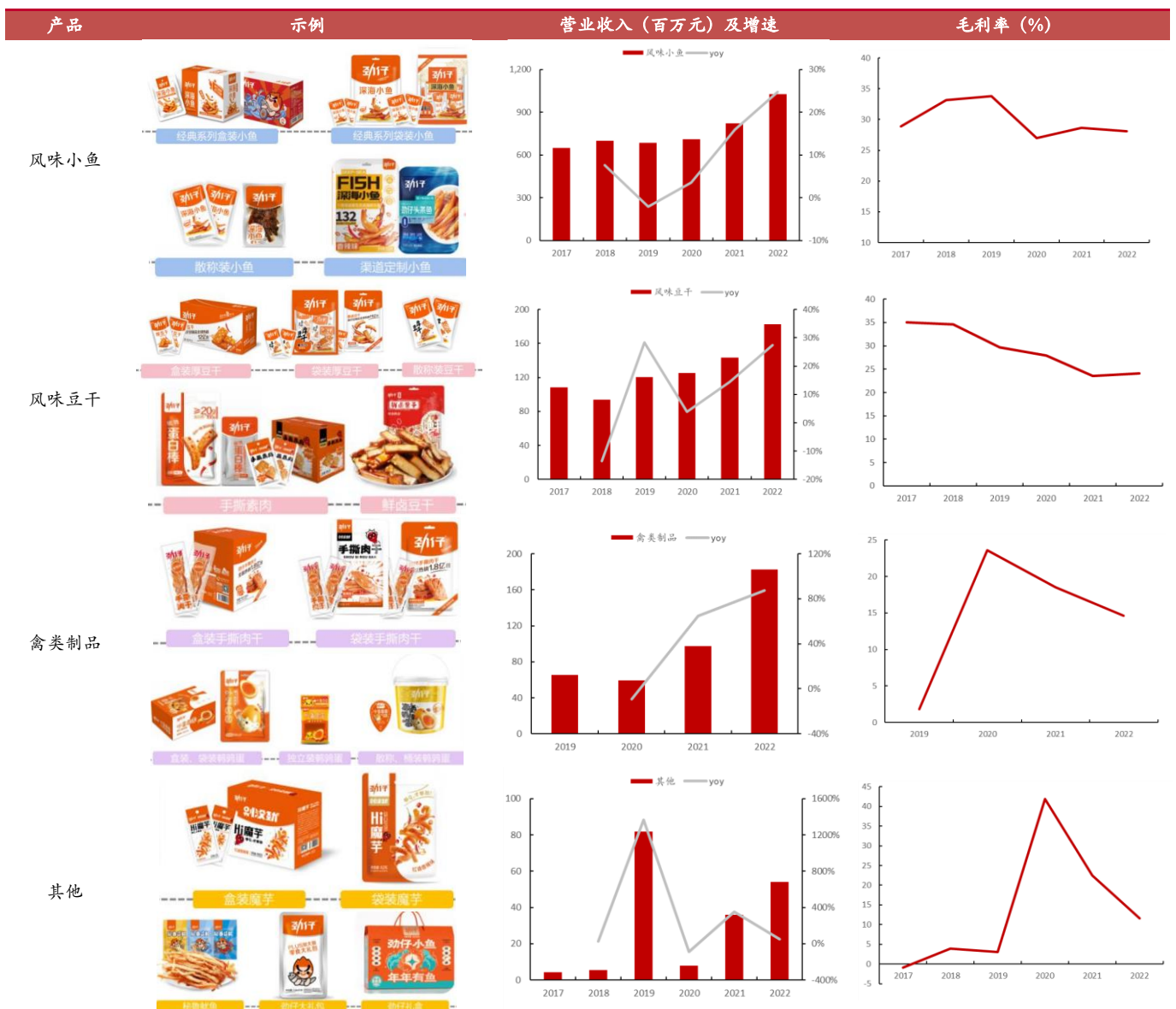
图表 5: 公司主营业务毛利润贡献 (2022)

■ 风味豆干 ■ 风味小鱼
■ 禽类制品 ■ 其他



来源：公司公告、中泰证券研究所

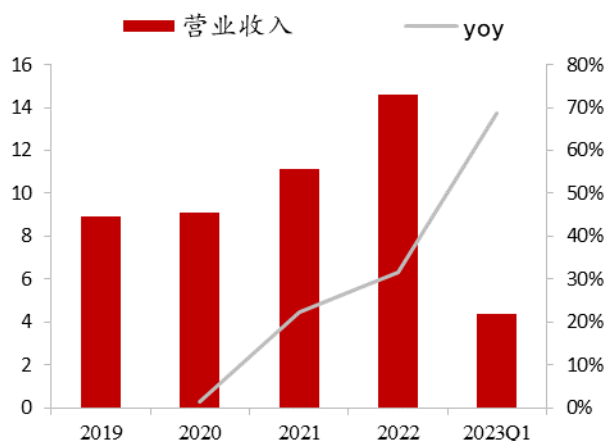
图表 6: 公司主要产品



来源: 公司公告、公司官网、中泰证券研究所整理

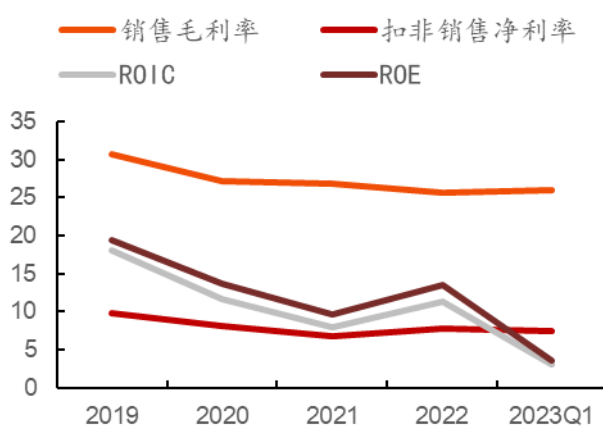
- 营业收入迎来新增长，盈利能力持续优异。**21 年以前，公司收入维稳，增长不快。而 21 年以来，随着公司全渠道发展，销售规模扩大，21/22/23Q1 分别实现 11.11/14.62/4.37 亿元收入，同比增长 22%/32%/69%。同时，公司盈利指标表现好，2022 年销售毛利率 25.62%，净利率 7.76%，ROE 达 13.5%，ROIC 达 11.4%。公司的毛利率与净利率一直维持在高水平。2023Q1，ROE 与 ROIC 降低系短期内流动资产大幅增加所致，并不影响公司实际业务。

图表 7: 劲仔食品 2019-2023Q1 营收情况 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

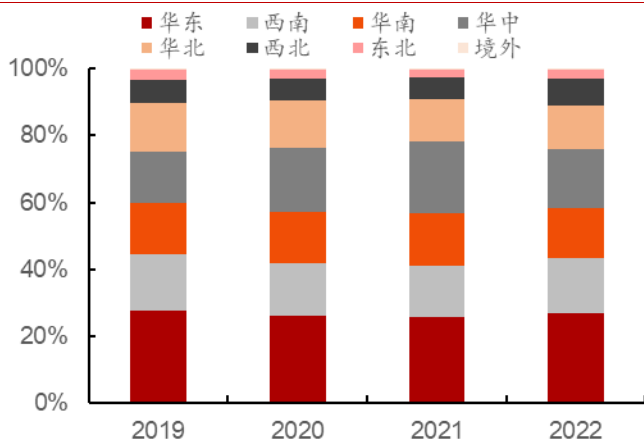
图表 8: 劲仔食品盈利指标情况 (%)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

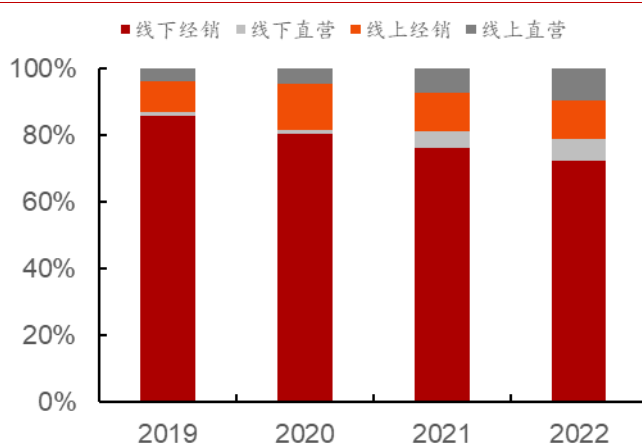
- 异地扩张与渠道扩展持续推进。**华东市场为公司较为强势的市场，22 年收入占比 21.18%，其次的华中、西南、华南、华北市场收入占比分别为 13.74%、13.04%、11.83%、10.49%，仍有较大开发空间。分渠道来看，公司以往渠道单一为题较为严重，2016-2018 年经销商模式的收入占比分别为 93.93%/97.39%/96.45%，而近年来公司提出全渠道发展，渠道单一问题得到显著改善，2022 年线下经销、线上经销、线下直营、线上直营占比分别为 72.19%/11.60%/6.19%/9.53%。其中，线下经销渠道中占比较大的有流通渠道与现代渠道，公司过去以流通渠道作为基本盘，目前正在加大现代渠道 KA、CVS、BC 超的占比。

图表 9: 劲仔食品分地区收入情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 劲仔食品分渠道收入情况



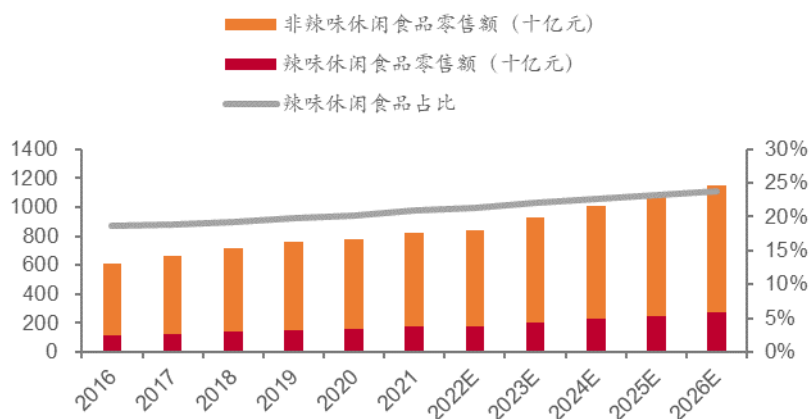
来源: 公司公告、中泰证券研究所

二、辣味零食行业：千帆竞发，瞬息万变

2.1 行业概况：优质赛道，格局分散

- 辣味在中国饮食习惯中历史悠久。**根据弗若斯特沙利文报告，辣味休闲食品在中国消费者中的受欢迎程度与日俱增。随着近年来辣味休闲食品行业的发展，众多食品生产商持续开发新型食品以适应不断变化的消费者偏好，推动了辣味休闲食品行业的增长。中国的辣味休闲食品行业的零售额由 2016 年的人民币 1,139 亿元增至 2021 年的人民币 1,729 亿元，年复合增长率为 8.7%，高于中国整体休闲食品行业同期年复合增长率。按零售额计，中国辣味休闲食品在整体休闲食品行业中的份额由 2016 年的 18.6% 增至 2021 年的 21.0%。根据弗若斯特沙利文报告，预计中国辣味休闲食品行业 2021 年至 2026 年的零售额将以 9.6% 的年复合增长率增长，至 2026 年将达到人民币 2,737 亿元；而预计同期中国非辣味休闲食品行业的零售额将以 6.0% 的年复合增长率增长。

图表 11：中国休闲食品行业零售额



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 辣味零食增速快于行业平均。**根据弗若斯特沙利文报告，辣味休闲食品由以下品类组成：辣味休闲肉制品以及水产动物制品；调味面制品；辣味休闲蔬菜制品；辣味香脆休闲食品；辣味种子及坚果炒货；辣味休闲豆干制品；及其他辣味休闲食品。绝大多数辣味子品类相较于其对应的休闲食品品类呈现更高的增长速度。
- 辣味休闲肉制品以及水产动物制品与是一种广受欢迎的传统中国美食。**最为优质蛋白质的补充，辣味休闲肉制品以及水产动物制品在中国市场经久不衰。按零售额计算，2021 年中国辣味休闲肉制品以及水产动物制品市场规模为人民币 476 亿元，2016 年至 2021 年已实现 7.0% 的年复合增长率，且预计将以 7.8% 的年复合增长率增长，到 2026 年市场规模将达到人民币 692 亿元。
- 休闲蔬菜制品是指由海带、魔芋、海苔、藕片等蔬菜制成的休闲食品，**而膨化蔬菜片不包括在这个类别中。辣味休闲蔬菜制品是指由蔬菜制成

并添加了一种或多种辣味调料的休闲食品。包装类的休闲蔬菜制品于上世纪 90 年代末才得以面世。但得益于精致的味道、健康的配方，辣味休闲蔬菜制品在中国消费者中愈发受到欢迎。魔芋、海带等新产品的持续推出进一步推动辣味休闲蔬菜制品成为中国整体辣味休闲食品行业中增长最快的类别。根据弗若斯特沙利文报告，中国辣味休闲蔬菜制品市场零售额已由 2016 年的人民币 133 亿元增至 2021 年的人民币 265 亿元，年复合增长率为 14.8%，且预计 2026 年将进一步达到人民币 587 亿元，2021 年至 2026 年年复合增长率将为 17.2%。

- **辣味休闲豆干制品是指由豆类制成并添加了一种或多种辣味调料的休闲食品。**其原材料包括各种豆类，例如大豆、豌豆和蚕豆等。大多数休闲豆干制品是豆腐的再加工产品。豆干在中国烹饪传统中已有 2,000 多年的悠久历史。自上世纪 90 年代以来，包装类的休闲豆干制品在中国消费者中开始流行。根据弗若斯特沙利文报告，2021 年中国辣味休闲豆干制品市场零售额为人民币 92 亿元，预计 2026 年将达到人民币 135 亿元，2021 年至 2026 年年复合增长率为 8.0%。

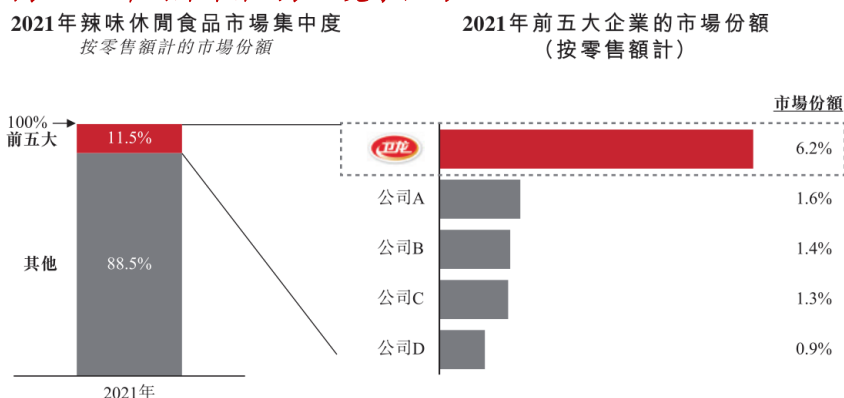
图表 12: 中国辣味休闲食品分品类零售额

	零售额 (十亿元)			年复合增长率	
	2016	2021	2026E	16-21	21-26E
辣味休闲肉制品及水产动物制品	33.9	47.6	69.2	7.00%	7.80%
调味面制品	29.1	45.5	69.7	9.40%	8.90%
辣味休闲蔬菜制品	13.3	26.5	58.7	14.80%	17.20%
辣味香脆休闲食品	14.4	20.4	29.3	7.20%	7.50%
辣味种子及坚果炒货	12.8	18.1	26.1	7.20%	7.60%
辣味休闲豆干制品	6.3	9.2	13.5	7.90%	8%
其他辣味休闲食品	4.1	5.6	7.2	6.40%	5.20%
辣味休闲食品合计	113.9	172.9	273.7	8.70%	9.60%

来源：弗若斯特沙利文、卫龙招股说明书、中泰证券研究所

- **中国辣味休闲食品的市场相对分散。**按零售额计，2021 年前五大企业的市场总占有率为 11.5%。2021 年，卫龙是中国最大的辣味休闲食品企业，市场份额为 6.2%，按零售额计，是第二大企业的 3.9 倍，超过第 2 至第 5 名企业的市场份额之和。

图表 13: 中国辣味休闲食品竞争格局



来源：弗若斯特沙利文、卫龙招股说明书、中泰证券研究所

2.2 渠道变化：快速变革，流量分散

- **渠道是零食企业发展的重点。**由于零食行业渠道分散、品类繁多，消费者需求多样、品牌黏性较低，当前国内零食行业竞争激烈，SKU 迭代迅速，品牌壁垒尚未完全建立，因此把握渠道红利的能力将成为企业抢占市场份额的关键。
- **回望历史，渠道变革引领行业变革，每一轮的渠道革命都带来了新品牌的崛起。**如连锁商超的发展推动洽洽食品、旺旺等品牌成为分赛道龙头，电商渠道的普及推动了三只松鼠、良品铺子等品牌的崛起，专营店渠道的发展使来伊份等品牌快速发展。新渠道红利是零食行业变革的关键因素。
- **复盘休闲食品渠道变革历程，主要有四个阶段，分别是大流通模式阶段、商超渠道阶段、线上电商阶段及当下的渠道多元化阶段。**可以看到，积极拥抱渠道新变化的企业会获得更好的发展机遇。
- **2000 年前：大流通渠道为主。**零食赛道发展初期，消费者消费能力不高，对休闲食品的需求较弱。且工业化程度偏低的背景下，零食产品样式较为单一，大多为糕点、糖果、瓜子等常见长保品类。正值改革开放初期，商品经济快速发展，线下渠道快速建设，但并未形成大型连锁趋势，以夫妻老婆店、小型超市等流通渠道为主。此阶段国内零食小厂商及小作坊铺开区域化市场，以散称产品为主，少有品牌概念。
- **2000-2012 年：商超渠道阶段。**1995 年后沃尔玛、家乐福等海外巨头进驻，在房租及人工相对便宜的背景下开始跑马圈地，2000 年后也带动永辉超市、联华超市、大润发等内资商超品牌发展。洽洽、甘源等企业借助商超、流通等渠道快速铺货，实现全国化布局。
- **2013-2020 年：电商渠道迅速崛起。**受益于电子商务和物流配送能力的快速发展，电商渠道逐步成为休闲食品的重要销售渠道。线上渠道虽舍弃了部分即食消费的场景，但通过价格端优势获得青睐。流量成为企业规模提升的重要助推力，三只松鼠等品牌依托线上渠道实现放量。
- **2020-至今：渠道多元化阶段：渠道碎片化，流量分散化，疫情限制线下活动推动直播电商快速发展，同时零食专营店把握性价比优势在线下快速扩店。**在渠道变革背景下，盐津、甘源、劲仔等企业积极拥抱零食店、抖音等新型渠道，把握渠道变革红利。
- **零食行业变化与渠道变革相关。**零食行业是典型的快消品行业，下游直面消费者，渠道变革为不同类型的零食企业带来新的发展机遇与风口。休闲零食赛道的持续变革实际上是供应链与渠道分阶段发展拟合的过程。供应链的发展升级使得休闲食品品类丰富优化，通过提供更适配

的产品助力不同渠道发展，满足消费者阶段性的差异化需求。供应链与渠道在不同阶段的搭配组合使得休闲食品下游处于持续变化之中。

图表 14: 中国零食销售渠道变革



来源：中泰证券研究所

三、未来看点：横纵延伸，利润改善

3.1 小包装：量价皆有提升空间

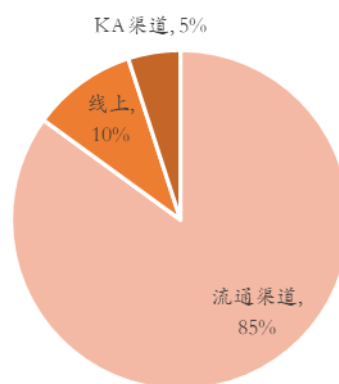
- **小包装产品是公司经典产品，主打流通渠道。**公司在 2020 年及以前，主要以盒装小包装产品为主，流通渠道占比在 85%以上。主要的销售形式为拆盒单包售卖，多见于夫妻老婆店、社区店、校园超市、特通超市、专营店、BC 超市。作为十亿级别大单品，小包装小鱼干产品渠道整体利润较薄，无法负担高额的终端维护成本，小包装小鱼干产品在渠道定位基本以走量为主。2022 年，公司小包装产品保持稳健增长，实现营收超 8.6 亿元，同比增长超 10%，占总营收 60%。

图表 15：公司部分小包装产品



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

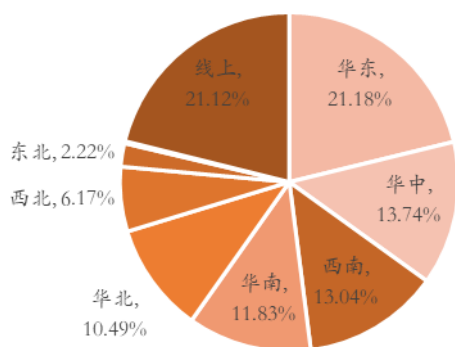
图表 16：2020 年公司渠道结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

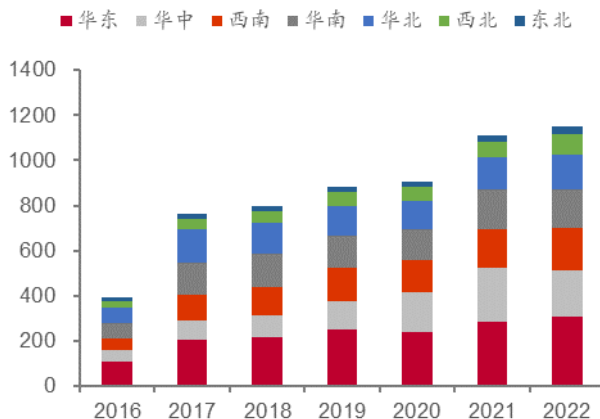
- 我们认为伴随公司多品类多规格补齐渠道短板，小包装有望焕发新的生机，具体来看，小包装产品的量价皆有提升空间。
- **量增 1：弱势区域提升。**虽然近年来公司弱势区域增长较快，但是从 2022 年的结构看，来自华东的营收占比在 20%以上，华北、华南、西南、华中占比仅 10-15%，东北、西北市场销售占比则在 10%以下。我们认为弱势市场仍旧有较多的空白网点，小包装未来仍有铺货空间。

图表 17：2022 年各地销售收入占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 18：公司各地销售收入（百万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **量增 2: SKU 拓展。**公司传统的小包装产品以基础品类小鱼、豆干、肉干为主，我们认为小包装无论是单一品类还是多品类都有扩展空间。从单一品类来看，公司小包装的小鱼干可**持续做风味化扩展**。除了公司招股说明书中的香辣、麻辣和酱汁 3 个基础口味，公司目前也推出了糖醋、卤香等新口味，满足各年龄段各地消费者需求。多品类来看，公司小包装产品可以**持续做品类创新**。除了公司招股说明书中的小鱼、豆干、肉干 3 个基础品类，公司目前也推出了魔芋、酥肉等新品类，丰富小包装产品矩阵。

图表 19: 公司小包装产品创新


来源：天猫官方旗舰店、中泰证券研究所

- **价增：多规格产品打开价增空间。**目前在市面上能采购到 15g 小包装、12g 小包装、10g 小包装甚至未明确表明小包克重的小包装产品。多规格的小包装产品给了公司小包装价格调整更多的弹性，作为小鱼干行业龙头，未来公司小包装的小鱼干产品也有望享受品牌溢价。

图表 20: 公司多规格的小包装产品


来源：淘宝、中泰证券研究所

3.1 大包装：多品类贡献增长极

- **大包装是公司改革的战略重心，主打现代渠道。**为更完善渠道布局，公司推出了客单价更高（5-6 元或 10-12 元）的整袋或整盒的大包装产品，通过七大单品的新的包装规格开发优质经销商，进驻新的高势能的渠道，抢占优质货架区，拓展消费客群，进一步拓展客单价。大包装策略从 21 年三季度、四季度开始陆续铺设，到 22 年从鱼制品推广到其他品类，经过半年多时间的验证，大包装策略取得了较好的成效，公司的主要增量也是来自于大包装，同时带动了小包装和散称装的铺市和增长。未来希望大包装产品在 KA、BC 超渠道的样板示范成功后再辐射流通渠道，成为全渠道流通的大单品。2022 年，大包装产品营收 4.4 亿元，同比增长 76%，占总营收的 30%。

图表 21: 劲仔部分大包装产品


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **对标卫龙白袋产品，大包装产品具备成功基因。**卫龙在 2015 年推出白袋产品，定价由 2-2.5 元提升到 4 元，帮助卫龙业务重焕生机。
- **一方面，产品形态升级，创造新需求。**（1）大包装使得产品货架摆放位置上移，消费者曝光度更高，提升购买转化率。（2）散装产品集成成大包装，产品更卫生，增强消费者对该产品的认知。（3）过去散装购买人群年龄较小，大包装向高年龄客群拓展，也满足部分忠实客户批量购买的需求。
- **另一方面，突破商超渠道，示范效应显著。**（1）流通渠道初期难以适应高价产品，动销较差、经销商大量窜货，而商超渠道存在一定壁垒，竞争环境良性，客群消费能力更高，对白袋产品的接受度更高，叠加白袋渠道利润丰厚，快速实现放量。（2）商超渠道对其他渠道有示范效应，商超取得突破后，又吸引流通渠道销售利润更高的白袋辣条。
- **展望未来，大包装既有间接增长贡献，也可以通过产品创新直接带来增量。**
- **间接影响方面，大包装产品是公司招商和吸引消费者最好的广告。**大包装产品的快速增长，完善了公司销售网络布局。通过大包装产品的推广，公司开发了更多有终端服务能力经销商，开拓了空白网点和弱势渠道，提高客单价，提升了终端品牌形象。
- **直接影响方面，大包装产品为公司产品创新提供了“试验田”。**如果说小包装产品对应公司基础款产品，那么大包装则囊括了公司绝大多数新品。**单一品类方面**，对于小鱼干产品，公司在盒马等渠道上新了“劲仔头条鱼”零添加产品，对于豆干产品，公司也在线上推出了鲜卤酱干、卤汁千张、劲爽豆干等新品，对传统产品做进一步升级，有望拉高品牌与产品调性，进一步加大渠道利润。**多品类方面**，大包装产品矩阵中也不断加入了鹤鹑蛋、魔芋等公司寄予厚望的大单品，进一步丰富大包装产品矩阵。这都将为公司销售带来新的增量。

图表 22: 公司大包装产品创新



来源: 盒马、天猫旗舰店、中泰证券研究所

3.3 散装: 新渠道释放新红利

- 散称装产品是公司规格延伸的下一个重点，主打现代渠道与零售量贩新渠道。公司散称产品主要是在 ka、零食很忙等零食专卖店，以常规散装陈列缸为主，选择部分优质门店做店中岛形式试点。2022 年散称产品全年实现营收 1.4 亿元，同比增长超 115%，占总营收的 10%。
- (1) 鹤鹑蛋等新品天然适配散装渠道。公司鹤鹑蛋产品在 2022 年表现亮眼，得益于产品本身的受众广、口味好、营养健康，市场反馈良好，规模迅速增长，鹤鹑蛋推出半年则成为月销超千万的爆款产品，成为最快晋升为亿元级的单品。2023 年公司也将重点布局，加大鹤鹑蛋产品的投入，借助深海鳀鱼的成功经验，向“十亿级”单品不断努力。鹤鹑蛋产品由于产品形状等特性，天生适合散称装售卖，鹤鹑蛋大单品的打造也有望推动公司补齐散装短板。
- (2) 零食量贩等新渠道有望锦上添花。零食量贩店等新渠道则为品牌零食企业的渠道下沉提供了“捷径”，即为品牌零食企业开拓了新客群、新需求，进一步打开了行业发展和企业增长的空间。散称装产品占零食量贩店产品的绝大多数，伴随新兴渠道的发展与公司积极拥抱新渠道，公司散称装产品推广有望加速。

图表 23: 公司散称豆干系列进入量贩系统



来源: 草根调研、中泰证券研究所
注: 调研时间为 2023 年 3 月, 地点为株洲市某戴永红门店

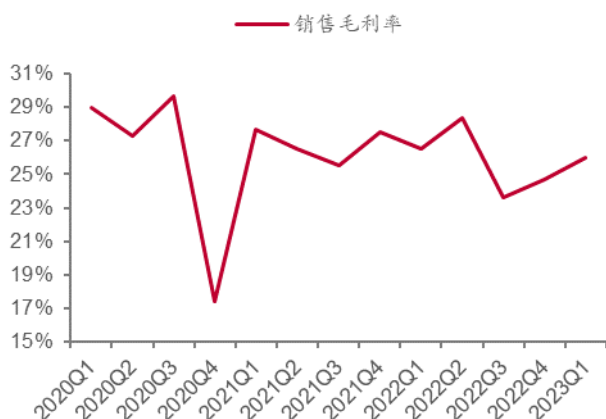
图表 24: 公司鹤鹑蛋产品



来源: 公司官网、中泰证券研究所

3.4 盈利能力：产销皆有提升空间

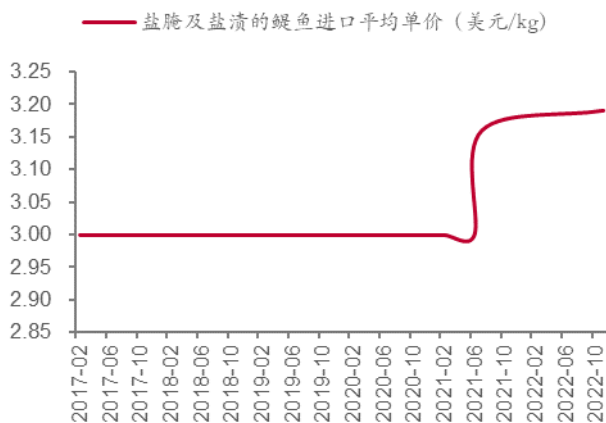
- **现状：近年来成本波动和公司新品推广对公司盈利能力形成压制。**一方面，公司部分新品的销量占比逐渐提升，如鹤鹑蛋、魔芋等，新品在提产的阶段，供应链成本、制造成本等等相较于成熟产品较低，影响公司整体毛利率；另一方面，受人民币贬值、疫情造成的国际物流、消杀、滞箱等间接费用增加所致，主要原材料采购成本有所提升，同时疫情也延缓了新的原料基地的开拓。

图表 25：公司销售毛利率


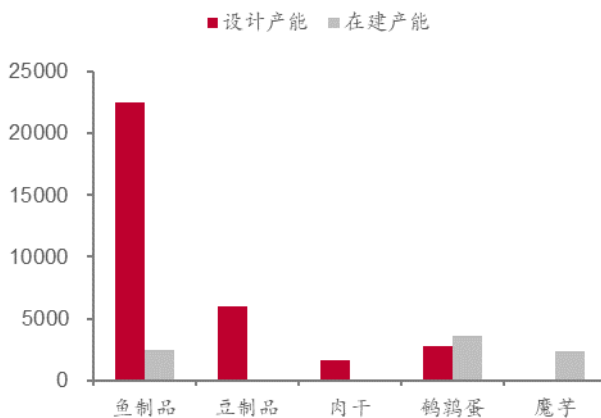
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 26：公司销售净利率


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 27：盐渍鲣鱼进口平均单价


来源：海关统计数据平台、wind、中泰证券研究所

图表 28：公司主要产品产能规划 (2022, 吨)


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **未来：疫后原料掌控更加自主同时新品自建产能不断爬坡，公司盈利能力有望顺势提升。**一方面，伴随疫后防疫成本下降与公司原料基地的推进，公司有望进一步增强供应链掌控和规模效应，鱼制品的毛利率有望提升。另一方面，新品毛利率在市场规模提升、生产工艺稳定、产品持续研发升级后会有明显的改善。公司鹤鹑蛋产品公司在 2022 年初就开始布局产能，截至 2022 年底已达到年产值 2800 吨，还在持续提升中。魔芋产品在 2022 年下半年开始布局产能，目前预计可达到年产 2400 吨。这两个新产品公司都在积极推动生产线的建设和自动化水平提升，生产车间建设到位以后，可以在较短时间内通过设备采购来提

升产能。从公司另一个亿元级单品“手撕肉干”的经验来看，肉干从2019 年左右推出，目前的毛利率已经超过深海鳀鱼产品毛利率的水平。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

- **鱼制品:** 当前公司风味小鱼产品力市场领先, 考虑公司持续实施大包装策略, 推进空白终端覆盖与渠道精耕, 公司小鱼市占率有望进一步提升, 预计 23-25 年公司鱼制品收入增速分别为 30%、25%、20%。考虑到疫后成本压力趋缓, 预计鱼制品毛利率逐步提升, 预计 23-25 年鱼制品毛利率分别为 29%、29.5%、30%。
- **豆制品:** 考虑到公司豆制品业务收入基数低, 且公司不断推新品和推进大包装战略, 预计未来收入增速将快于鱼制品, 23-25 年收入增速分别为 35%、30%、25%; 考虑到成本明显回落, 预计豆制品毛利率逐步提升, 预计 23-25 年豆制品毛利率分别为 25%、25.5%、26%。
- **禽类制品:** 考虑到公司鹤鹑蛋产品向“十亿级”产品努力以及零食量贩等新兴渠道红利, 预计 23-25 年收入增速分别为 70%、55%、50%; 伴随原材料成本回落、自建产能不断爬坡、规模效应逐步体现和产品结构升级, 预计毛利率逐步提升, 预计 23-25 年禽类制品毛利率分别为 18%、19%、20%。
- **其他产品:** 考虑到推出魔芋等新产品市场反响较好, 预计 23-25 年收入增速分别为 70%、55%、50%; 伴随原材料成本回落、自建产能不断爬坡、规模效应逐步体现, 预计毛利率逐步提升, 预计 23-25 年其他产品毛利率分别为 13%、15%、15%。

图表 29: 劲仔食品分产品收入与毛利预测 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	909.12	1,111.05	1,462.03	2,004.47	2,638.65	3,369.54
YoY		22.21%	31.59%	37.10%	31.64%	27.70%
营业总成本	662.15	812.96	1,087.39	1475.70	1936.65	2469.99
YoY		22.78%	33.76%	35.71%	31.24%	27.54%
毛利率	27.17%	26.83%	25.62%	26.38%	26.60%	26.70%
分业务拆分:						
鱼制品						
收入	709.17	822.23	1025.67	1333.37	1666.71	2000.06
YoY		15.94%	24.74%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	517.56	586.77	737.66	946.69	1175.03	1400.04
毛利率	27.02%	28.64%	28.08%	29.00%	29.50%	30.00%
业务收入比例	78.01%	74.00%	70.15%	66.52%	63.17%	59.36%
豆制品						
收入	125.41	143.44	182.93	246.96	321.04	401.30
YoY		14.38%	27.53%	35.00%	30.00%	25.00%
成本	90.42	109.60	138.93	185.22	239.18	296.96
毛利率	27.90%	23.59%	24.05%	25.00%	25.50%	26.00%
业务收入比例	13.79%	12.91%	12.51%	12.32%	12.17%	11.91%
禽类制品						

收入	59.28	97.51	182.57	310.37	481.07	721.61
YoY		64.49%	87.23%	70.00%	55.00%	50.00%
成本	45.31	79.47	155.85	254.50	389.67	577.29
毛利率	23.57%	18.50%	14.64%	18.00%	19.00%	20.00%
业务收入比例	6.52%	8.78%	12.49%	15.48%	18.23%	21.42%
其他产品						
收入	7.92	47.87	54.13	92.02	142.63	213.95
YoY		504.37%	13.09%	70.00%	55.00%	50.00%
成本	6.54	37.12	47.85	80.06	121.24	181.86
毛利率	17.42%	22.45%	11.60%	13.00%	15.00%	15.00%
业务收入比例	0.87%	4.31%	3.70%	4.59%	5.41%	6.35%

来源：公司公告、wind、中泰证券研究所

- 根据假设，我们预计公司 2023-2024 年收入分别为 20.04、26.39、33.70 亿元，归母净利润分别为 1.72、2.40、3.14 亿元。

图表 30: 劲仔食品盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,111	1,462	2,004	2,639	3,370
增长率 yoy (%)	22%	32%	37%	32%	28%
净利润 (百万元)	85	125	172	240	314
增长率 yoy (%)	-18%	47%	38%	40%	31%
每股收益 (元)	0.19	0.28	0.38	0.53	0.70
每股现金流量	0.43	0.21	0.27	-0.08	0.87
净资产收益率 (%)	10%	13%	16%	20%	22%
P/E	69.8	47.6	34.6	24.7	18.9
P/B	6.7	6.1	5.6	4.9	4.1

来源：Wind、中泰证券研究所

4.2 估值

- 看好公司竞争力与长期发展，首次覆盖给予“买入”评级。我们选取同出休闲零食赛道的盐津铺子、甘源食品、洽洽食品作为可比公司，可比公司 2023 年市值加权平均动态 PE 为 22x。我们看好劲仔食品的长期竞争力，并期待公司多品类、全渠道持续突破，考虑到公司体量较小仍处于成长初期，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 31: 可比公司估值表

公司简称	股价 (元)	市值(mn)	每股收益 (元)					市盈率(x)				
	2023/6/8	2023/6/8	21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E
盐津铺子	80.46	15,521	1.2	2.4	3.63	4.73	6.14	66	34	22	17	13
甘源食品	79.34	7,396	1.7	1.7	2.80	3.67	4.64	48	46	28	22	17
洽洽食品	41.74	21,162	1.8	1.9	2.20	2.63	3.09	23	22	19	16	14
按市值加权平均值		14,693						42	30	22	17	14
中间值		15,521						48	34	22	17	14
劲仔食品	13.15	5,932	0.19	0.28	0.38	0.53	0.70	70	48	35	25	19

来源：Wind、中泰证券研究所

注：除盐津铺子、洽洽食品、劲仔食品外，其余为 Wind 一致预期

4.3 风险提示

- **原材料成本大幅上涨风险：**若后续鳀鱼、鸭肉、大豆等原材料价格大幅上涨，将对公司盈利造成较大冲击，拉低公司整体盈利能力。
- **公司新品推广及渠道推展不及预期风险：**若后续公司鹌鹑蛋、魔芋等新品动销不及预期以及 KA、CVS、零食量贩渠道等新渠道拓展不及预期，公司增长速度或将明显放缓。
- **食品安全风险：**若公司产品出现食品安全事故，将对公司品牌形象产生重大打击，进而影响市场份额。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 32: 劲仔食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	396	441	322	632	营业收入	1,462	2,004	2,639	3,370
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,087	1,476	1,937	2,470
应收账款	10	10	8	4	税金及附加	8	13	17	21
预付账款	10	18	22	26	销售费用	156	210	269	337
存货	301	355	665	660	管理费用	65	86	106	131
合同资产	0	0	0	0	研发费用	30	41	54	70
其他流动资产	91	115	186	246	财务费用	-15	-9	-8	-7
流动资产合计	808	939	1,203	1,568	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	350	317	287	260	投资收益	3	1	2	2
在建工程	27	27	27	27	其他收益	17	17	17	17
无形资产	35	36	37	39	营业利润	148	204	282	367
其他非流动资产	76	78	81	83	营业外收入	0	0	0	-1
非流动资产合计	488	458	431	408	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	1,296	1,396	1,634	1,976	利润总额	142	198	276	360
短期借款	0	0	0	0	所得税	20	28	40	51
应付票据	0	0	0	0	净利润	122	170	236	309
应付账款	100	99	136	181	少数股东损益	-3	-2	-4	-5
预收款项	0	31	10	16	归属母公司净利润	125	172	240	314
合同负债	114	81	133	177	NOPLAT	109	162	230	303
其他应付款	16	16	16	16	EPS (按最新股本摊薄)	0.28	0.38	0.53	0.70
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	58	73	87	106	主要财务比率				
流动负债合计	291	301	384	497	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	31.6%	37.1%	31.6%	27.7%
其他非流动负债	24	24	24	24	EBIT增长率	63.3%	48.3%	41.6%	31.7%
非流动负债合计	24	24	24	24	母公司净利润增长率	46.8%	37.7%	39.8%	30.9%
负债合计	315	325	408	521	获利能力				
归属母公司所有者权益	968	1,059	1,218	1,452	毛利率	25.6%	26.4%	26.6%	26.7%
少数股东权益	14	12	8	3	净利率	8.3%	8.5%	9.0%	9.2%
所有者权益合计	981	1,071	1,227	1,455	ROE	12.7%	16.0%	19.6%	21.6%
负债和股东权益	1,296	1,396	1,634	1,976	ROIC	14.3%	19.1%	23.2%	25.5%
					偿债能力				
					资产负债率	24.3%	23.3%	25.0%	26.4%
					债务权益比	2.6%	2.4%	2.1%	1.8%
					流动比率	2.8	3.1	3.1	3.2
					速动比率	1.7	1.9	1.4	1.8
					营运能力				
					总资产周转率	1.1	1.4	1.6	1.7
					应收账款周转天数	2	2	1	1
					应付账款周转天数	26	24	22	23
					存货周转天数	78	80	95	97
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.28	0.38	0.53	0.70
					每股经营现金流	0.21	0.27	-0.08	0.87
					每股净资产	2.15	2.35	2.70	3.22
					估值比率				
					P/E	48	35	25	19
					P/B	6	6	5	4
					EV/EBITDA	193	136	102	80

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。