

公司研究

多维升级，打开空间

——劲仔食品（003000.SZ）投资价值分析报告

要点

**休闲食品品类多且分散，更多为供给创造需求。**我国本土零食发展较晚，但随着工艺的发展明显获得了更高增速。本土零食优势在于消费者对于品类本身已有认知，可为单品做大提供足够的消费基数。作为零食类目中的新品出现的时候，不需要产品认知教育，只需要解决产品工艺，以保证产品力为主要课题。本土零食新品类从餐饮端走向货架端的过程中，更多是由供给创造需求。在保证风味的同时，解决健康、便携等痛点，进而获得新增量。

**产品策略：细分龙头，稳扎稳打。**劲仔过往所选择的品类大多以中式传统零食为主，品类本身具备一定的体量空间且切入时还未有绝对龙头。因此前期可将更多精力用于产品本身打磨。产品力支撑下公司在渠道力、品牌力薄弱阶段，将小鱼做到近 10 亿元体量，在拓展现代渠道后，鱼制品销量 20-23 年 CAGR 达 21%。同样，公司在推出鹌鹑蛋新品之初即看重产品品质，2023 年实现 3+亿元的收入体量。从品类拆解和渠道数据来看，鱼制品和鹌鹑蛋均已充分验证其单品空间和品牌力，后续单品发展更多在于公司渠道端的进一步布局。

**渠道策略：契合发展战略，打开增长空间。**品类和渠道的早期选择将劲仔卡位在传统渠道的低价格带竞争中。公司后续拓渠道过程中，优先选择更适配的现代渠道。品规和价格带调整、管理团队优化、终端和经销商队伍的建设等一系列动作下，大包装品规 21-23 年收入 CAGR 为 58%，散称装 22-23 年收入 CAGR 为 150%+，23 年合计收入占比超 50%。多渠道布局过程中公司战略动作清晰，经营表现保持较高韧性。后续从终端网点数量和单点卖力两个维度看，劲仔仍有较大的提升空间。

从渠道角度回看产品策略，劲仔在**产品端的布局思路，本质在于为公司的渠道拓展提供抓手**。公司通过横向和纵向两个维度的拓展（横向扩充品类，打造陈列面；纵向坚持品类升级，打开价格天花板），为渠道端提供更多的产品组合选择。

**利润端：成本优化+规模效应助力净利率提升。**公司持续扩产为后续增长提供保障，且资本开支增加所带来的折旧摊销对利润端影响有限。后续鳀鱼成本下行、其他品类通过工艺精进和规模效应显现，均有望进一步提升盈利水平。

**盈利预测、估值与评级：**公司产品策略明晰，多渠道拓展顺利，我们上调 24-26 年归母净利润预测分别至 3.05/3.82/4.67 亿元（较前次上调 10.36%/9.03%/9.43%），对应 EPS 分别为 0.68/0.85/1.04 元，当前股价对应 24-26 年 PE 为 16/13/10 倍。公司多品类多渠道布局下成长性较高，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料成本波动，核心产品增长不达预期，新渠道拓展不达预期。

公司盈利预测与估值简表

| 指标             | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 1,462  | 2,065  | 2,628  | 3,276  | 3,994  |
| 营业收入增长率        | 31.59% | 41.26% | 27.25% | 24.64% | 21.92% |
| 净利润（百万元）       | 125    | 210    | 305    | 382    | 467    |
| 净利润增长率         | 46.77% | 68.12% | 45.61% | 25.16% | 22.21% |
| EPS（元）         | 0.31   | 0.46   | 0.68   | 0.85   | 1.04   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 12.88% | 16.04% | 20.67% | 23.22% | 25.31% |
| P/E            | 35     | 23     | 16     | 13     | 10     |
| P/B            | 4.5    | 3.7    | 3.3    | 3.0    | 2.6    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-08-14；注：2022 年股本为 4.032 亿股，2023 年股本为 4.511 亿股；2024-2026 年股本为 4.510 亿股

买入（维持）

当前价：10.78 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 4.51       |
| 总市值(亿元):    | 48.61      |
| 一年最低/最高(元): | 9.47/15.68 |
| 近 3 月换手率:   | 77.79%     |

股价相对走势



收益表现

| %  | 1M     | 3M     | 1Y    |
|----|--------|--------|-------|
| 相对 | -7.84  | -15.63 | 12.10 |
| 绝对 | -12.64 | -25.14 | -2.08 |

资料来源：Wind

相关研报

成本端有所改善，提振盈利能力——劲仔食品（003000.SZ）2024 年一季报业绩预告点评（2024-04-12）

战略明晰，持续向好——劲仔食品（003000.SZ）2023 年年报点评（2024-03-28）

## 投资聚焦

### 关键假设

**收入方面：**我们根据品类对公司的鱼制品、豆制品和禽肉制品分别进行预测，预计 2024 年三大品类的收入分别为 15.6/2.5/7.0 亿元：

**1) 鱼制品：**公司的深海小鱼作为行业领跑者，产品优势明显，基本盘稳定。“大包装+散称”战略下品牌曝光度提升，拉动鱼制品整体实现较快增长。预计 2024-2026 年鱼制品营收分别为 15.6/18.9/22.7 亿元，同比增速分别为 21%/21%/20%。

**2) 豆制品：**公司持续优化产品，推出周鲜鲜短保豆干等新品，预计收入端保持较好增长表现。预计 2024-2026 年豆制品营收分别为 2.5/2.9/3.3 亿元，同比增速分别为 16%/15%/14%。

**3) 禽肉制品：**鹌鹑蛋业务作为公司第二成长曲线，终端动销表现积极。24 年产能保障下，公司在现代渠道散称装基础上，加大布局定量装，推进电商和零食量贩渠道的进入，有望带来新增量。肉干产品保持稳定增长趋势。预计 2024-2026 年禽肉制品营收分别为 7.0/9.7/12.7 亿元，同比增速分别为 55%/39%/30%。

**4) 蔬菜制品：**魔芋等新品处于培育期，整体增势较为稳健。预计 2024-2026 年蔬菜制品营收分别为 0.8/0.9/1.0 亿元，同比增速分别为 12%/11%/8%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年整体收入分别为 26.28/32.76/39.94 亿元，同比增速分别为 27.3%/24.6%/21.9%。

### 我们区别于市场的观点

劲仔作为典型的大单品公司，市场普遍着重于从品类角度拆解公司战略，并对公司坚持推进高端鳀鱼的布局以及稳住鹌鹑蛋价盘等“升级”行为是否和当前价格敏感度提升的消费环境匹配存在顾虑。

我们在分析公司产品和渠道策略的基础上，尝试从渠道角度理解公司的系列产品策略，更好地理解公司在产品和渠道上的后续布局。我们认为劲仔在产品端的布局思路，本质在于为公司的渠道拓展提供抓手，相关的“升级”动作是为渠道后续布局提供更多选择。

### 股价上涨的催化因素

我们认为，劲仔食品股价上涨可能来自于：1) 公司线上渠道调整顺利，多渠道动销拉动业绩实现超预期增长。2) 鹌鹑蛋单品毛利率改善明显，带来净利率水平的超预期提升。

### 盈利预测

公司产品策略明晰，多渠道拓展顺利。我们上调 2024-2026 年归母净利润预测分别至 3.05/3.82/4.67 亿元（较前次上调 10.36%/9.03%/9.43%），对应 EPS 分别为 0.68/0.85/1.04 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 16/13/10 倍。公司多品类多渠道布局下成长性较高，维持“买入”评级。

# 目 录

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>1、对劲仔的产品策略思考 .....</b>      | <b>6</b>  |
| 1.1 休闲食品品类多且分散，更多为供给创造需求 ..... | 6         |
| 1.2 劲仔食品的选品逻辑：细分龙头，稳扎稳打 .....  | 8         |
| <b>2、对劲仔的渠道策略思考 .....</b>      | <b>13</b> |
| 2.1 不同渠道本身价值和适配模式有差异 .....     | 13        |
| 2.2 劲仔渠道布局动作复盘梳理 .....         | 14        |
| 2.3 从渠道角度回看产品策略 .....          | 17        |
| 2.4 劲仔食品未来空间考量 .....           | 18        |
| <b>3、对劲仔的利润端思考 .....</b>       | <b>20</b> |
| 3.1 响应需求，补充产能 .....            | 20        |
| 3.2 盈利能力处于同业较低水平，提升空间较大 .....  | 21        |
| 3.3 成本优化+规模效应助力净利率提升 .....     | 22        |
| <b>4、盈利预测 .....</b>            | <b>24</b> |
| 4.1 关键假设及盈利预测 .....            | 24        |
| 4.2 相对估值 .....                 | 26        |
| 4.3 绝对估值 .....                 | 26        |
| 4.4 估值结论与投资评级 .....            | 27        |
| <b>5、风险分析 .....</b>            | <b>28</b> |

## 图目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：我国休闲食品各细分品类 2023 年市场规模（亿元） ..... | 6  |
| 图 2：我国不同零食类目结构占比 .....               | 6  |
| 图 3：休闲食品细分产品终端市场规模（亿元） .....         | 7  |
| 图 4：饼干类细分产品终端市场规模（亿元） .....          | 7  |
| 图 5：果冻品类行业终端规模（亿元） .....             | 8  |
| 图 6：鹌鹑蛋品类行业终端规模（亿元） .....            | 8  |
| 图 7：劲仔食品 2023 年产品收入结构 .....          | 8  |
| 图 8：劲仔食品各品类终端市场规模 .....              | 8  |
| 图 9：劲仔食品各品类收入情况（百万元） .....           | 9  |
| 图 10：劲仔食品鱼制品量价拆分 .....               | 9  |
| 图 11：主要休闲零食公司核心品类 2023 年销量 .....     | 9  |
| 图 12：主要休闲食品公司出厂价（元/100g） .....       | 9  |
| 图 13：各零食大单品的终端规模 .....               | 10 |
| 图 14：劲仔食品单吨直接人工成本（元） .....           | 10 |
| 图 15：不同蛋类脂肪和蛋白质含量对比（每 100g 含量） ..... | 11 |
| 图 16：不同蛋类出栏时间和产蛋周期 .....             | 11 |
| 图 17：鹌鹑蛋通过品规调整实现产品升级 .....           | 11 |
| 图 18：鹌鹑蛋价格走势 .....                   | 11 |
| 图 19：劲仔鹌鹑蛋月销表现 .....                 | 12 |
| 图 20：豆制品收入表现及同比增速 .....              | 13 |
| 图 21：劲仔食品豆制品量价拆分 .....               | 13 |
| 图 22：休闲食品渠道结构拆解 .....                | 13 |
| 图 23：劲仔食品营业收入及增速 .....               | 14 |
| 图 24：大包装整体收入及增速 .....                | 15 |
| 图 25：线下大包装收入占比逐步提升 .....             | 15 |
| 图 26：大包装战略下的组织架构的调整 .....            | 15 |
| 图 27：劲仔食品经销商数量（家） .....              | 16 |
| 图 28：经销商平均创收 .....                   | 16 |
| 图 29：劲仔食品商超渠道利润拆分 .....              | 16 |
| 图 30：劲仔食品传统渠道利润拆分 .....              | 16 |
| 图 31：小包装的收入和增速 .....                 | 16 |
| 图 32：散称装收入及增速 .....                  | 17 |
| 图 33：散称装收入占比 .....                   | 17 |
| 图 34：劲仔食品推新时间线 .....                 | 18 |
| 图 35：2023 年各区域销售收入结构占比 .....         | 19 |
| 图 36：2023 年不同区域销售体量 .....            | 19 |
| 图 37：2023 年各家经销商数量及平均创收 .....        | 19 |
| 图 38：各品类产能利用率情况 .....                | 20 |
| 图 39：各公司固定资产周转率 .....                | 20 |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 40：2023 年各公司毛利率对比 .....   | 21 |
| 图 41：2023 年各公司净利率对比 .....   | 21 |
| 图 42：劲仔净利率变动 .....          | 22 |
| 图 43：劲仔食品各品类的毛利率对比 .....    | 22 |
| 图 44：2023 年公司营业成本构成拆分 ..... | 22 |
| 图 45：主要原材料在生产成本中占比 .....    | 22 |

## 表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 表 1：各国休闲食品细分品类 2023 年终端市场规模结构占比 .....      | 7  |
| 表 2：各公司在鹌鹑蛋上游布局情况 .....                    | 12 |
| 表 3：2023 年线下渠道部分业态门店数量 .....               | 18 |
| 表 4：公司产能布局情况 .....                         | 20 |
| 表 5：鹌鹑蛋/鱼制品产能补充项目的折旧摊销需新增收入以维持毛利率的测算 ..... | 21 |
| 表 6：鳀鱼干成本变动对综合毛利率影响测算 .....                | 23 |
| 表 7：劲仔食品主要业务营收预测 .....                     | 24 |
| 表 8：劲仔食品主营业务的毛利率预测 .....                   | 25 |
| 表 9：劲仔食品期间费用率预测 .....                      | 25 |
| 表 10：劲仔食品归母净利润预测 .....                     | 25 |
| 表 11：休闲食品主要公司 PE 及 PEG 估值表 .....           | 26 |
| 表 12：绝对估值核心假设表 .....                       | 26 |
| 表 13：现金流折现及估值表 .....                       | 27 |
| 表 14：敏感性分析表（单位：元） .....                    | 27 |
| 表 15：各类绝对估值法结果汇总表（单位：元） .....              | 27 |

# 1、对劲仔的产品策略思考

## 1.1 休闲食品品类多且分散，更多为供给创造需求

整体空间广阔，细分品类繁多。欧睿数据显示 2023 年我国休闲食品行业规模已达 4884 亿元，整体市场空间充足。但休闲食品本身定义相对宽泛，大多品类均可零食化的特性使得细分品类较为多样。且休闲零食更多满足消费者精神需求，冲动性消费、即食消费属性更强。消费者偏好变化较快，产品忠诚度较低，不同品类之间亦存在一定替代性，因此单一小品类的市场空间相对有限。如海味零食、薯片、果脯等品类市场空间量级为 300 亿元以内。对糕点、饼干等大类品拆分来看，细分品类市场空间亦在 200 亿元左右。

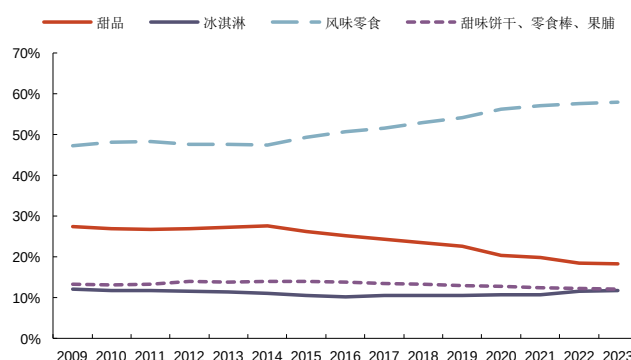
➢ 与乳制品对标来看，乳制品品类 2023 年终端市场规模为 3876 亿元，低于休闲食品品类整体量级，但乳制品品类中液态奶和酸奶品类终端市场规模分别为 2523/1191 亿元，金典、安慕希等单品体量即在 200 亿元以上。对比乳制品，休闲食品更多呈现大而散的规模结构。

图 1：我国休闲食品各细分品类 2023 年市场规模（亿元）

| 2023年市场规模<br>(亿元) |         | 2023年市场规模<br>(亿元) |
|-------------------|---------|-------------------|
| 休闲食品              | 4883.55 |                   |
| 甜品                | 894.33  | 风味零食2827.04       |
| 巧克力               | 222.67  | 坚果炒货类349.80       |
| 口香糖               | 110.96  | 咸味零食634.71        |
| 糖果                | 560.70  | 薯片181.62          |
| 冰淇淋               | 574.78  | 咸味饼干141.92        |
| 甜味饼干、零食棒、果脯       | 587.40  | 爆米花1.51           |
| 果脯                | 235.05  | 肉类零食776.11        |
| 零食棒               | 11.48   | 海味零食164.42        |
| 甜味饼干              | 340.87  | 其他风味零食758.57      |
| 曲奇                | 29.89   |                   |

资料来源：欧睿，光大证券研究所

图 2：我国不同零食类目结构占比



资料来源：欧睿，光大证券研究所

对比西式零食，本土零食更需解决的是产品工艺问题。受饮食习惯影响，我国零食品类细分结构与海外有较大差异。从欧睿数据看，本土零食为主的风味零食类目占比明显高于海外国家。但由于品类差异问题，本土零食前期发展过程中更多为定制化产线，不能直接从海外引进。所以与西式零食对比，我国本土零食发展较晚。根据弗若斯特沙利文数据，2009 年糖果蜜饯/糕点/饼干这类偏西式的零食终端规模已分别达 662/291/304 亿元，单片饼干细分体量达百亿元，而此时炒货坚果类体量为 150 亿元。

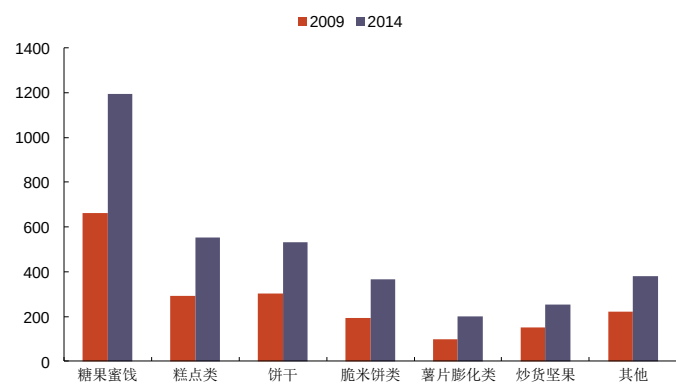
但随着工艺的发展，肉类零食、海味零食及其他风味零食明显获得了更高增速，2018-2023 年市场规模 CAGR 分别为 8.5%/9.0%/5.1%，高于整体休闲食品市场 CAGR 的 3.2%。因此，我们认为与西式零食对比，本土零食优势在于消费者对于品类本身已有认知，可为单品做大提供足够的消费基数。作为零食类目中的新品出现的时候，不需要像奶酪等西式零食一样进行产品认知教育，只需要解决产品工艺，以保证产品力为主要课题。

表 1：各国休闲食品细分品类 2023 年终端市场规模结构占比

| 细分品类        | 全球市场 | 中国  | 日本  | 美国  |
|-------------|------|-----|-----|-----|
| 甜品          | 33%  | 18% | 28% | 29% |
| 巧克力         | 19%  | 5%  | 14% | 15% |
| 口香糖         | 3%   | 2%  | 2%  | 2%  |
| 糖果          | 11%  | 11% | 12% | 11% |
| 冰淇淋         | 13%  | 12% | 18% | 12% |
| 风味零食        | 36%  | 58% | 38% | 43% |
| 坚果炒货类       | 5%   | 7%  | 1%  | 5%  |
| 咸味零食        | 17%  | 13% | 25% | 22% |
| 薯片          | 8%   | 4%  | 8%  | 9%  |
| 咸味饼干        | 5%   | 3%  | 1%  | 6%  |
| 爆米花         | 1%   | 0%  | 1%  | 3%  |
| 椒盐卷饼        | 1%   | -   | 1%  | 2%  |
| 肉类零食        | 3%   | 16% | 1%  | 3%  |
| 海味零食        | 1%   | 3%  | 4%  | -   |
| 其他风味零食      | 3%   | 16% | 5%  | 3%  |
| 甜味饼干、零食棒、果脯 | 18%  | 12% | 16% | 17% |
| 果脯          | 2%   | 5%  | 1%  | 2%  |
| 零食棒         | 3%   | 0%  | 2%  | 6%  |
| 甜味饼干        | 13%  | 7%  | 13% | 9%  |
| 曲奇          | 2%   | 1%  | 2%  | 2%  |

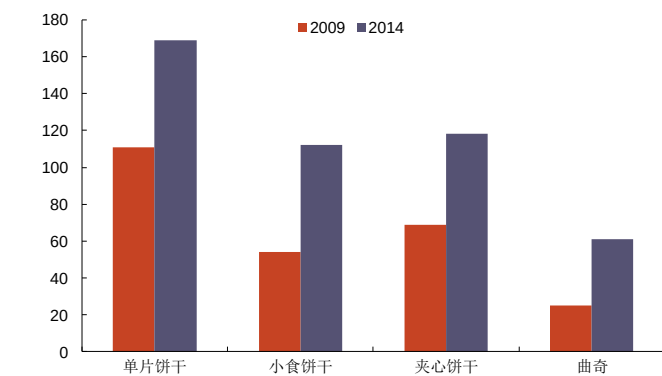
资料来源：欧睿，光大证券研究所

图 3：休闲食品细分产品终端市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所

图 4：饼干类细分产品终端市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所

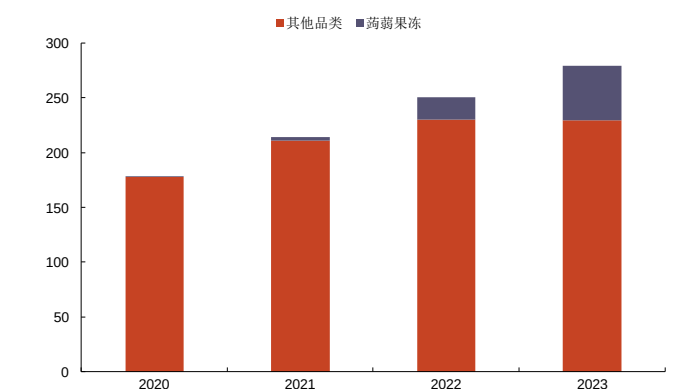
**零食新品类的发展更多为供给创造需求。**本土零食的高景气度除了已有品类的持续放量，如洽洽瓜子单品收入从 08 年的 14 亿元增至 22 年的 43 亿元；更多为持续性的新品培育带来的增长，如王小卤解决“虎皮凤爪”标准化问题后，从 19 年切入快速放量至 21 年的 7+亿元。我国的零食类目已经较为丰富，在本土食品从餐饮端走向货架端的过程中，更多是由供给创造需求。在保证风味的同时，解决健康、便携等痛点，进而获得新增量。

➢ 果冻品类受食品安全等因素影响本身发展空间已有限，但从日本兴起并传入的蒟蒻果冻新品，满足消费者对低脂低卡以及天然果汁的需求，23 年市场规

模达 50 亿元，20-23 年 CAGR 达 400%。其中梅冻单品体量从 20 年的不到 5 千万元增至 22 年的 4.7 亿元。

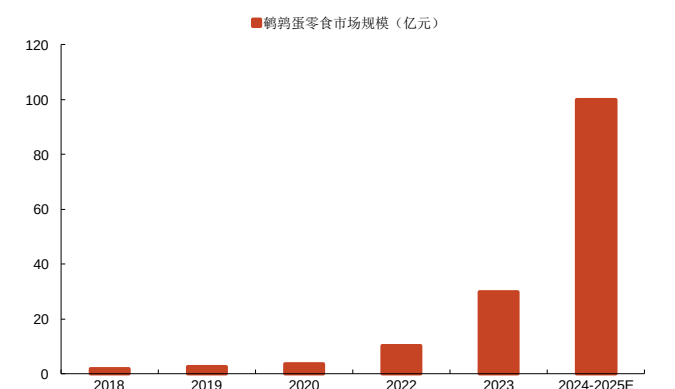
- 鹌鹑蛋虽为餐饮端常见品类，但早期多颗带壳包装使得零食端体量有限，在解决剥壳卤制等工艺后，去壳单颗的包装获得消费者青睐，市场规模 24-25 年有望达百亿元。

图 5：果冻品类行业终端规模（亿元）



资料来源：溜溜梅“梅冻”发布会，光大证券研究所

图 6：鹌鹑蛋品类行业终端规模（亿元）

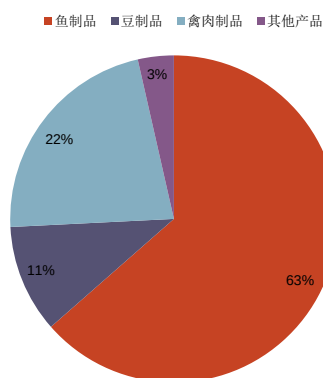


资料来源：盐津铺子“蛋皇”发布会，光大证券研究所

## 1.2 劲仔食品的选品逻辑：细分龙头，稳扎稳打

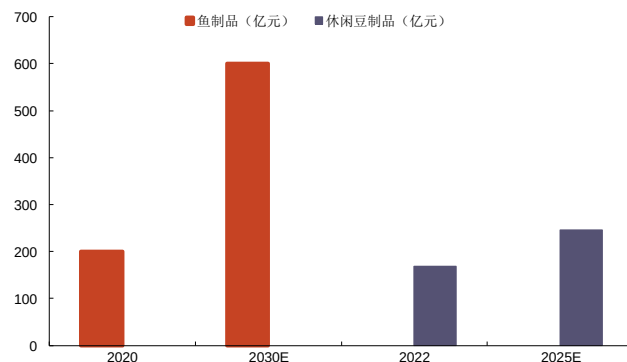
从中式传统零食出发，以产品力为根本。劲仔为“大单品战略”的典型公司，以鱼干为第一成长曲线，逐步打造鹌鹑蛋第二成长曲线，目前形成“深海小鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品系列。复盘劲仔食品曾推出的系列产品，公司所选择的品类大多：1) 中式传统零食为主，消费者已有一定认知。2) 品类本身具备一定的体量空间（休闲鱼制品 2020 年终端规模约 200 亿元，预计 2030 年达 600 亿元；豆制品 2022 年终端规模 168 亿元，预计 2025 年到 246 亿元），且切入时还未有绝对龙头。因此对比坚果、奶酪制品持续多年的消费者终端培育，劲仔在前期规模较小、费用有限的阶段，可将更多精力用于产品本身打磨。

图 7：劲仔食品 2023 年产品收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

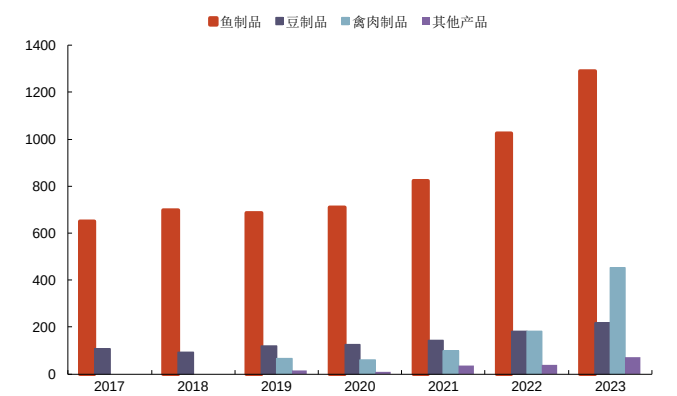
图 8：劲仔食品各品类终端市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所

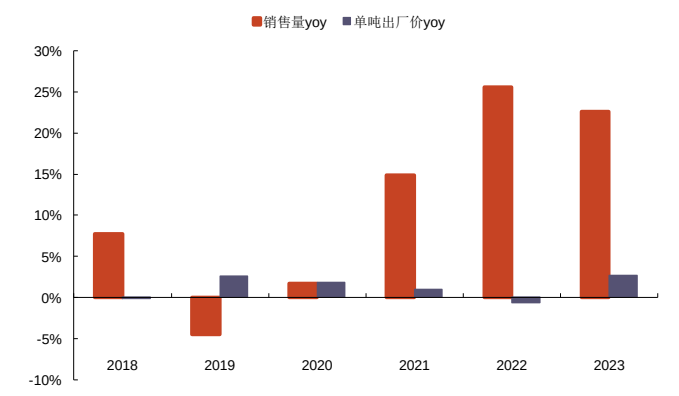
对产品力的注重，是公司成为细分龙头的重要支撑。公司前期铺货主要为传统流通渠道，经销商以坐商为主。品牌曝光度有限，更多是产品力支撑的自然动销。较为扎实的产品基础使得公司在渠道力、品牌力薄弱阶段，仍可将小鱼做到近 10 亿元体量，在鱼类零食中市占率远超其他公司。并在主动调整渠道打法、积极拓展现代渠道后，快速拉升鱼制品销量，2023 年销售量达 2.76 万吨，20-23 年 CAGR 为 21%。同样，公司在推出鹌鹑蛋新品之初即看重产品品质，在终端价格较高的情况下，2023 年第一个自然销售年度即实现了 3+亿元的收入体量。

图 9：劲仔食品各品类收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：劲仔食品鱼制品量价拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所

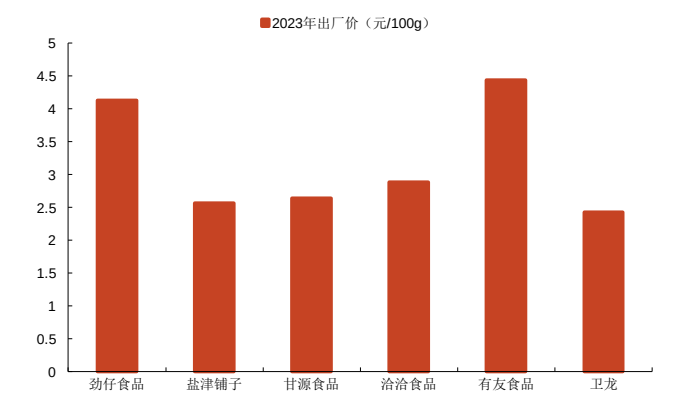
动物基属性下，单吨出厂价更高。从各上市公司核心单品的出厂价来看，植物基/动物基单品 2023 年出厂算术平均价分别为 2.5/4.4 元/100g，原材料差异下动物基制品的出厂均价更高。劲仔食品的核心单品鱼制品、鹌鹑蛋均为动物基制品，单品货值更高。后续销量提升下，未来体量提升空间更大。

图 11：主要休闲零食公司核心品类 2023 年销量

| 产品         | 销量 (吨) | 产品      | 销量 (吨) | 产品      | 销量 (吨) |
|------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 劲仔-鱼制品     | 27553  | 盐津-魔芋制品 | 21918  | 洽洽-葵花籽  | 195287 |
| 劲仔-豆制品     | 7884   | 盐津-蛋制品  | 9856   | 洽洽-坚果   | 19656  |
| 劲仔-肉制品     | 11899  | 盐津-豆制品  | 13433  | 卫龙-调味面  | 124427 |
| 甘源-青豌豆     | 20592  | 盐津-烘焙   | 33172  | 卫龙-蔬菜制品 | 71455  |
| 甘源-瓜子仁     | 11826  | 盐津-薯片   | 13876  | 有友-泡椒凤爪 | 14720  |
| 甘源-蚕豆      | 9921   | 盐津-蒟蒻布丁 | 16146  | 有友-猪皮晶  | 1979   |
| 甘源-综合果仁及豆果 | 12170  | 盐津-深海零食 | 19580  | 有友-竹笋   | 2323   |

资料来源：ifind，光大证券研究所；注：黑色字体为 1 万吨以下；黄色字体为 1-2 万吨，红色字体为 2 万吨以上

图 12：主要休闲食品公司出厂价（元/100g）



资料来源：ifind，光大证券研究所；计算方式：总收入/总销量

**鱼制品：细分龙头，优势明晰。**在劲仔鱼制品成长为十亿级大单品后，市场对于小鱼后续增长空间有所担忧。但实际对比其他细分，鱼制品的空间相差不大，劲仔作为龙头企业，终端规模仍有较大提升空间。

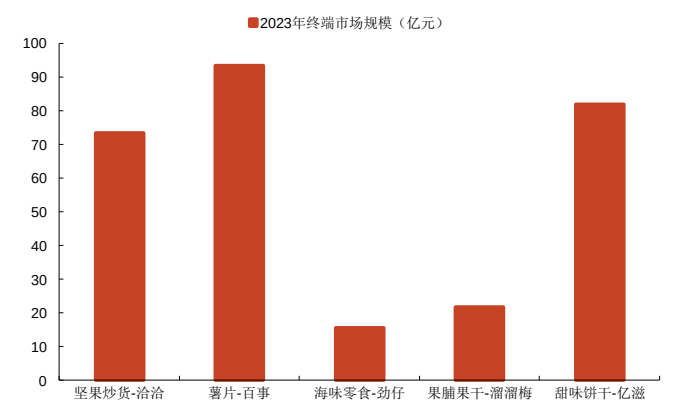
➢ 根据欧睿数据，劲仔/洽洽/百事/溜溜梅/亿滋作为头部品牌在海味零食/坚果炒货/薯片/果脯果干/甜味饼干细分的 2023 年终端规模分别为 16/73/93/22/82 亿元。对比其他同样在小百亿元终端行业规模的品类，鱼制品龙头企业的终端规模明显更低。我们认为这或与品类属性有一定关系：1) 鱼干对原

材料形态保留程度高，去头去腥等加工技术和整条不漏油等包装技术的难度更大，标准化生产进程更晚；2) 动物基偏高的成本+辣卤定位下较低的价格带，使得鱼干品类毛利率偏低，头部零食厂商布局较少，行业格局更为分散。

- 劲仔食品较早进入鱼制品赛道，产业链资源及工艺经验充足。公司通过持续的自动化迭代，单吨人工成本 2023 年较 2017 年下行 23%。规模效应助力公司形成一定竞争优势，2023 年劲仔在鱼干制品中市占率约为 10%，其他品牌体量仅在亿元或以下水平，与劲仔差距较大。品类内部竞争格局稳定，且渠道拓展拉动下劲仔的市占率仍在逐步提升。劲仔小鱼后续发展更多是与其他零食品类而非鱼制品内部的竞争。

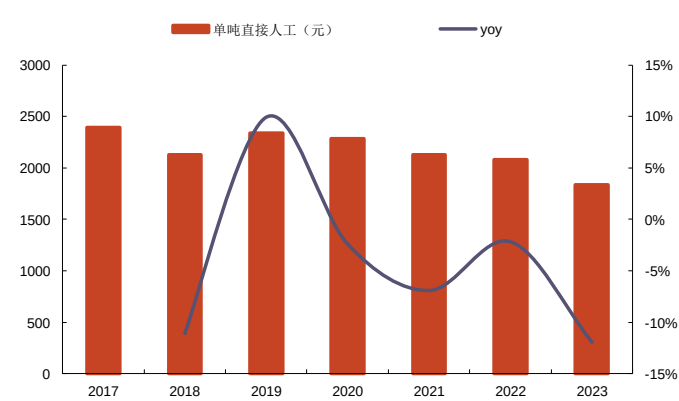
从产品本身来看，劲仔小鱼前期在自然动销下成长为 10 亿级大单品、后期调整渠道策略在现代渠道的快速放量，均已充分验证其产品力，后续单品的天花板更多在于公司渠道端的进一步布局。

图 13：各零食大单品的终端规模



资料来源：欧睿，光大证券研究所

图 14：劲仔食品单吨直接人工成本（元）

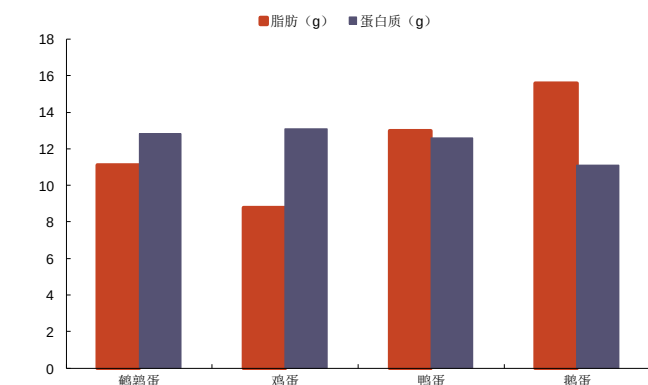


资料来源：ifind，光大证券研究所

**鹌鹑蛋：新晋热门单品，提升空间充足。**劲仔食品选择鹌鹑蛋作为第二成长曲线，背后的选品策略在于：

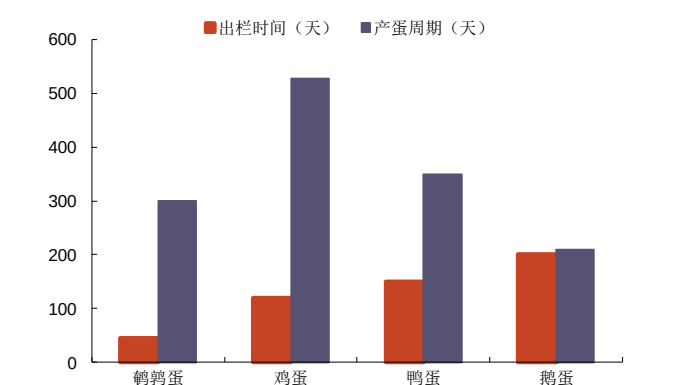
- 1) **产品本身有空间。**从供给端来看，鹌鹑蛋出栏时间短，产蛋周期不短，经济效益集中，农户有养殖意愿。从需求端看，鹌鹑蛋每百克蛋白质含量高于鸡蛋，单颗质量仅为鸡蛋的 1/5，饱腹感及食用负担较低，符合当前消费者对于健康属性的追求。从品类空间看，根据鹌鹑蛋存栏量和出厂价测算，鹌鹑蛋出厂端整体规模在百亿元以上，本身具备成为大单品的基础。
- 2) **竞争格局良好。**鹌鹑蛋主要销往餐饮 B 端，在零食板块处于刚起步阶段，23 年零食终端规模不到 30 亿元，对比其他零食细分品类百亿元以上的规模体量，鹌鹑蛋品类有较大提升空间。作为近两年新晋热门单品，鹌鹑蛋品类尚没有明确的品类品牌，处于蓝海阶段。
- 3) **切入难度低。**消费者对于鹌鹑蛋认知充足，企业不必在品类教育方面投入过多，因此单颗去壳新品规解决痛点单品可迅速打爆。劲仔食品在卤制相关工艺方面经验充足，跨品类布局难度有限，后续产品升级有良好的研发基础。

图 15：不同蛋类脂肪和蛋白质含量对比（每 100g 含量）



资料来源：USDA，光大证券研究所

图 16：不同蛋类出栏时间和产蛋周期



资料来源：新农致富网，第一农经网，惠农网，鹌鹑蛋养殖信息网，光大证券研究所

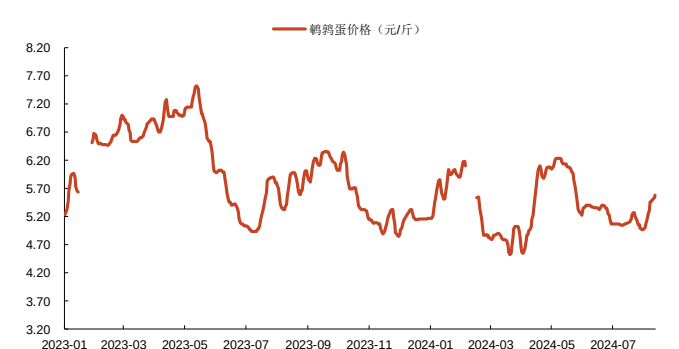
**依托新产品形态，鹌鹑蛋品类快速起量。**鹌鹑蛋作为零食 C 端已有产品，本轮成为热门单品的本质在于产品形态创新带来的产品升级。对比原有的多颗带壳包装，新产品形态的食用更方便。品规调整后鹌鹑蛋在零食端市场规模快速提升，劲仔鹌鹑蛋主要依托 BC 散称渠道，上市半年后达千万级体量；盐津鹌鹑蛋主要销售于零食量贩和电商渠道，上市一年即达约 3 亿元体量；不同公司在不同渠道的鹌鹑蛋单品均呈现较好表现，相互验证了鹌鹑蛋品类有做大的潜质。

图 17：鹌鹑蛋通过品规调整实现产品升级



资料来源：淘宝，光大证券研究所

图 18：鹌鹑蛋价格走势



资料来源：中国鹌鹑网，光大证券研究所；注：统计时间截至 2024 年 8 月 12 日

**切入上游规模养殖，助力品类中期发展。**上游养殖端分散且不规范、原蛋品质参差不齐且保鲜要求高、原材料价格波动大等均为制约鹌鹑蛋品类发展的因素，叠加鹌鹑的养殖效益较高，各零食企业相继布局鹌鹑蛋单品的同时，有动力选择直接切入上游，从养殖端把控产品品质。品类全产业链的规范化，给予了鹌鹑蛋品类中期健康发展的良好环境，降低单品热度昙花一现的可能。

表 2：各公司在鹌鹑蛋上游布局情况

| 品牌   | 上游布局模式                                                                                      |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 劲仔食品 | 上市公司体外建立鹌鹑养殖基地，关联交易紧密合作                                                                     |
| 盐津铺子 | 设立全资子公司进行鹌鹑养殖，截止 2024 年 6 月，自有鹌鹑养殖基地日均产蛋 20~25 吨，鹌鹑存栏 350 万只；2024 年 8 月二期鹌鹑养殖基地落成后，产量可进一步提升 |
| 无穷   | 设立存栏 100 万只蛋鸡农场和存栏 100 万只鹌鹑养殖场                                                              |
| 湖湘贡  | 建立鹌鹑养殖基地，采用无抗养殖技术养殖 100 多万羽鹌鹑                                                               |
| 鲜本鲜  | 标准化鹌鹑养殖基地现养鹌鹑 10+万羽，日产蛋 2000+斤                                                              |

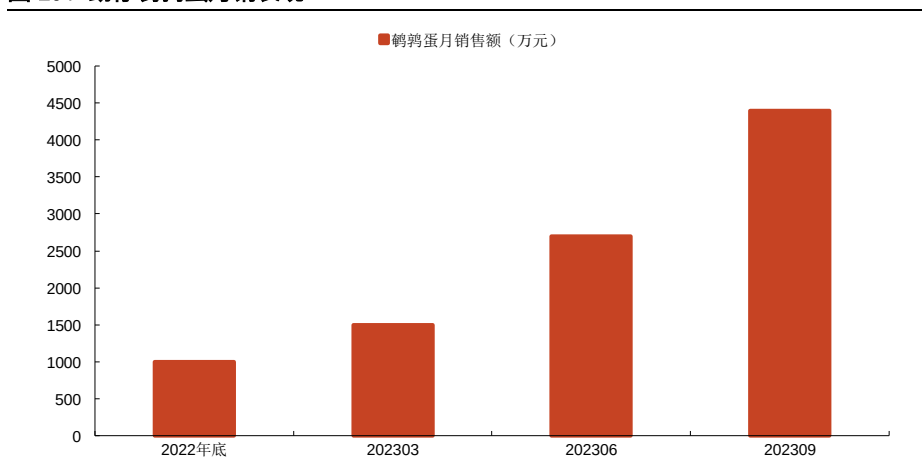
资料来源：各公司公告、各公司官网、修水报、蛋品世界，光大证券研究所

**率先发力，抢占头部地位。**劲仔为最早选用鹌鹑蛋新品规的公司之一，具备一定先发优势。公司 2022 年初开始布局鹌鹑蛋产能，2022 年底月销量达千万元以上；2023 年鹌鹑蛋销售收入 3 亿元；公司中期目标为稳住现有份额，朝 10 亿元单品打造。

- 产品端，公司定位高品质，子品牌“小蛋圆圆”获 SGS 的无抗生素产品认证，弗若斯特沙利文为其背书为“中国无抗生素鹌鹑蛋产品首创者”。产品升级解决了消费者对抗生素残留的担忧，劲仔鹌鹑蛋终端售价 29.8 元/斤虽然在行业里处于较高水平，但规模体量亦领先于其他厂商。
- 生产端，公司通过体外建立鹌鹑养殖基地，根据关联交易进行测算，公司自给率约为 25-30%。养殖基地的建立可在一定程度上解决原蛋日期不统一影响成品率的问题，进一步保证产品品质。

劲仔成功把握了鹌鹑蛋的热门风口，凭借自身扎实的产品力初步建立头部零食厂商优势，亦在坚持稳价盘等扩充品类空间、打开价格天花板的必要动作。公司产品策略稳扎稳打，后续单品放量需进一步配合公司渠道策略。

图 19：劲仔鹌鹑蛋月销表现

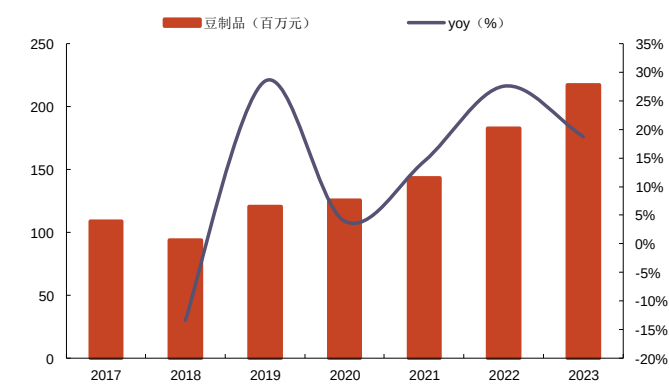


资料来源：中国鹌鹑网，光大证券研究所

**其他产品：丰富产品矩阵，稳健发展。**劲仔共有“小鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品系列，其中豆制品为国内零食的传统品类，但保质期制约下口感有待提升，叠加各地区口味差别较大，豆制品尚无全国性品牌。劲仔豆制品为两亿级单品，动销表现较为稳健。公司从产品本身着手，通过研发技术的突破，推出“周鲜鲜”短保豆干，目前在湖南区域部分生鲜渠道试销，产品后续打磨下有望带来新增量。

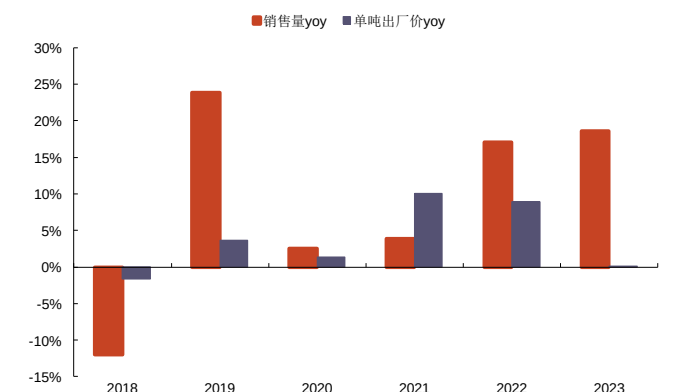
公司目前重心更多在于鱼干和鹌鹑蛋单品，其他品类处于培育期，更多为丰富货架陈列下的自然动销。

图 20：豆制品收入表现及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 21：劲仔食品豆制品量价拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2、对劲仔的渠道策略思考

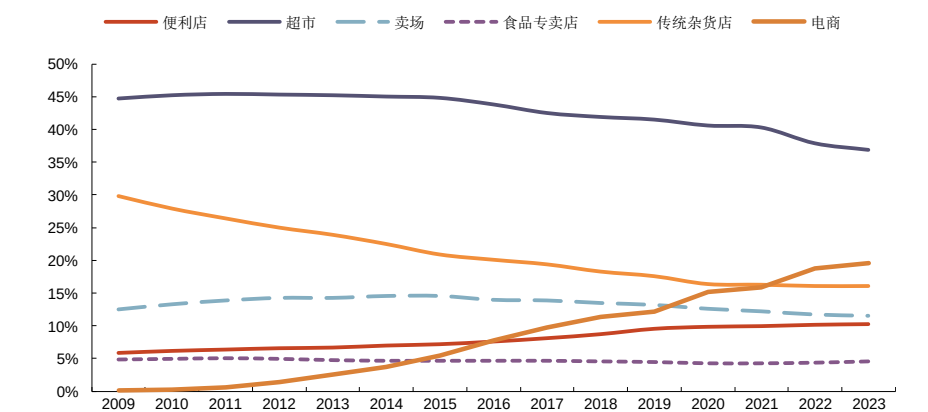
劲仔食品持续尝试推进高端鲢鱼的布局，坚持对鹌鹑蛋较高价盘的定位，市场对于此类“升级”动作是否与当前价格敏感度提升的消费环境匹配存在顾虑。但结合公司渠道拓展战略复盘，便能更好地理解公司在品类上的动作。品类的布局更多还是服务于渠道拓展，为多渠道布局提供空间。

### 2.1 不同渠道本身价值和适配模式有差异

复盘休闲食品渠道发展历程：1) 90 年代之前以早期的夫妻老婆店、批发市场为主；2) 90 年代初，外资品牌进入拉动商超百货快速发展；3) 2000 年后多 SKU 的需求驱动零食专卖店相继出现；4) 2015 年后电商渠道的快速发展；5) 2021 年后零食量贩渠道和视频电商渠道兴起带来新一轮渠道红利。休闲食品的终端渠道在演变过程中流量逐步分化，呈现多渠道并存的局面。

不同渠道的消费环境、目标人群不同，渠道本身的陈列方式、利润结构以及附加效应亦有所差异。如零食量贩渠道以性价比为卖点，通过减少中间环节降低加价倍率，因此厂商的毛利率及费用率均低于商超等渠道；抖音平台在渠道碎片化的背景下，可提供较为高效的曝光路径，因此企业愿意为其支付更高的费用投入。企业在布局不同渠道的过程中，需相应调整产品品规、渠道利润及拓展打法，才能更好地适配不同渠道的玩法。

图 22：休闲食品渠道结构拆解



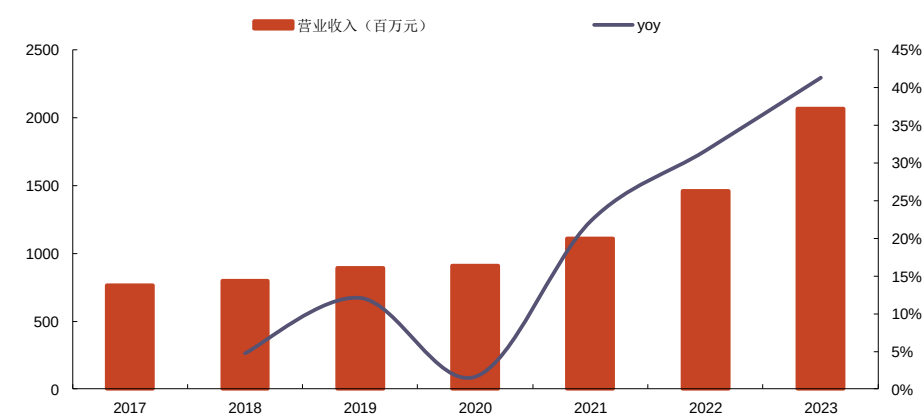
资料来源：欧睿，光大证券研究所

## 2.2 劲仔渠道布局动作复盘梳理

**品类和渠道的早期选择将劲仔卡位在传统渠道的低价格带竞争中：**1) 劲仔食品过去以鱼干为主，原有产品品类不多，与定量装的适配度高于散称装。2) 公司定位辣卤零食，与其他素食辣卤单品一样，在传统渠道主要面对学生等消费能力有限的群体，单品品规主要为 1 元装小包装产品。3) 低价格带+动物基天然的较高成本使得公司渠道利润不高，在传统渠道销售方式更多为自然动销，经销商的终端服务能力一般。

原有的渠道策略下公司对消费者的触达有限，因此 2020 年之前劲仔食品所做的梯媒宣传等品宣费用投入，以及零添加高端鲮鱼的推出均未能很好地转化为销售增量。

图 23：劲仔食品营业收入及增速

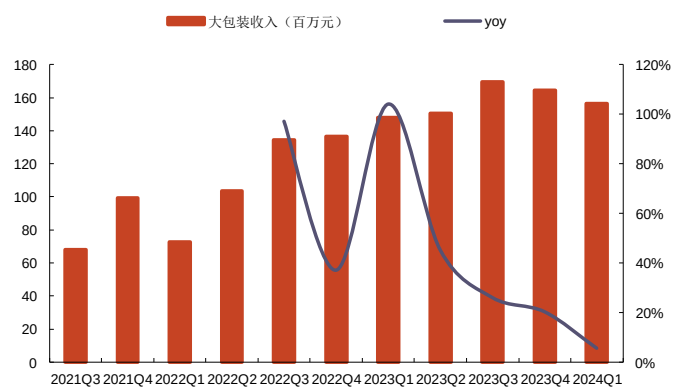


资料来源：公司公告，光大证券研究所

**推进“大包装”战略，布局现代渠道。**2020 年劲仔食品整体收入体量已达 9 亿元，收入增速放缓至同比+1.6%，原有模式所带来的增量有限。公司 2020 年中完成上市，此时有动力寻求其他渠道布局获取业绩增长。

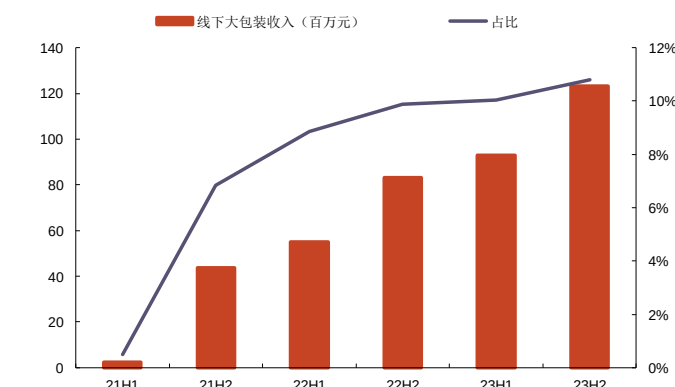
对比传统渠道，现代渠道对利润空间要求更大，更适配整袋装/整盒装品规。公司 2021 年开始推出大包装战略，新品规将公司产品从 1-2 元提高到 5-6 元及 10 元以上价格带，为现代渠道提供充足的利润空间。现代渠道的进入扩大了劲仔的消费人群范围，2023 年大包装品规收入占比提升至 31%，21-23 年 CAGR 为 58%。考虑到电商渠道均为大包装品规，线上渠道策略调整及选用头部达播会带来季度间波动，仅拆解线下渠道可更好跟踪大包装战略成效。21H1 线下大包装收入占比不足 1%，21H2 即达 4+千万元体量；2023 年线下大包装收入体量增至 2+亿元，占比提升到 10%以上；24Q1 仍保持 15%左右的同比增速。

图 24：大包装整体收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

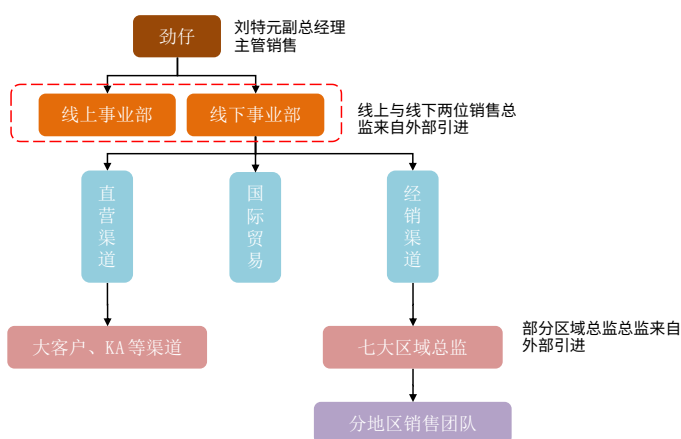
图 25：线下大包装收入占比逐步提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**企业治理现代化，管理层引入新人才。**劲仔食品大包装战略成效显著，推行之前公司即完成管理团队的优化调整。公司上市后原有核心股东基本退出管理层，自上而下引入多渠道多区域的管理人员，打造更为专业的组织团队，推进公司治理转型现代化。

图 26：大包装战略下的组织架构的调整

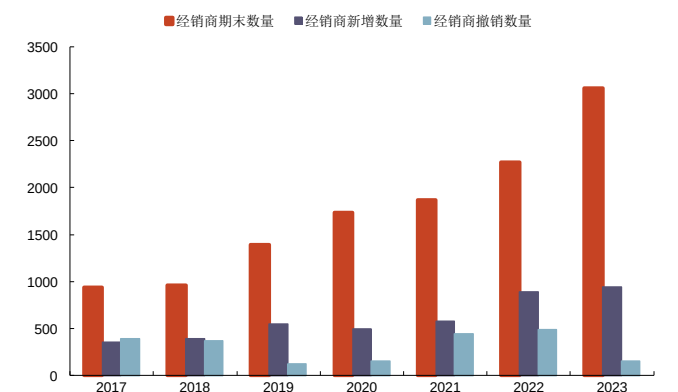


资料来源：渠道调研，光大证券研究所；注：组织架构更新至 2022 年

劲仔通过系列动作推进终端市场建设，更好地匹配现代渠道商业模式：

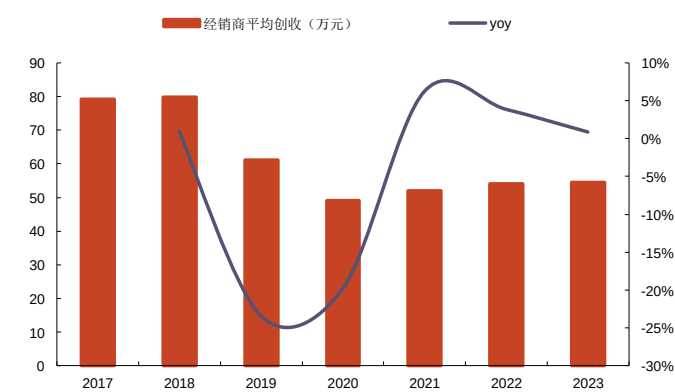
- **优化经销商团队：**劲仔食品前期经销商以坐商为主，考虑到现代渠道对经销商的终端配送能力要求更高，公司加大开发新经销商，通过汰换调整经销商结构，21-22 年撤销经销商数量均占年初经销商数量的 26%。
- **增厚渠道利润：**相对于传统渠道，现代渠道终端建设的费用投入更高。公司通过提高终端价的方式增厚渠道利润，对比洽洽、盐津等其他品牌型零食厂商，公司 30%的经销商毛利率处于平均以上水平。叠加公司鱼制品细分下品类品牌属性，可有效提升经销商积极性。经调整后，经销商年均创收从 2020 年的 49 万元逐步提升至 2023 年的 54 万元。
- **平衡新老经销商利益：**公司对经销商覆盖区域进一步细化，原有经销商增加覆盖渠道或缩小覆盖区域降低目标达成难度，实现新老经销商之间平衡。

图 27：劲仔食品经销商数量（家）



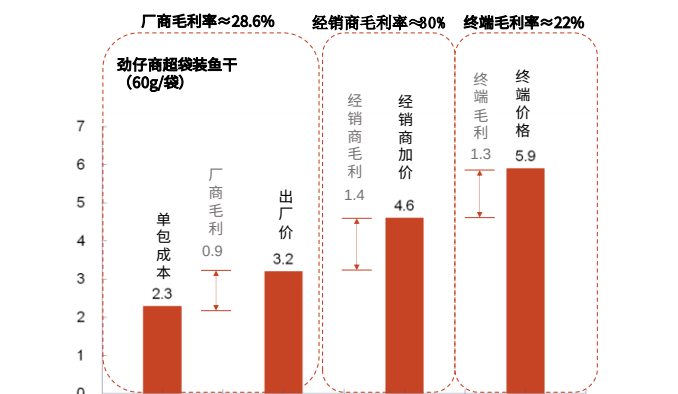
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 28：经销商平均创收



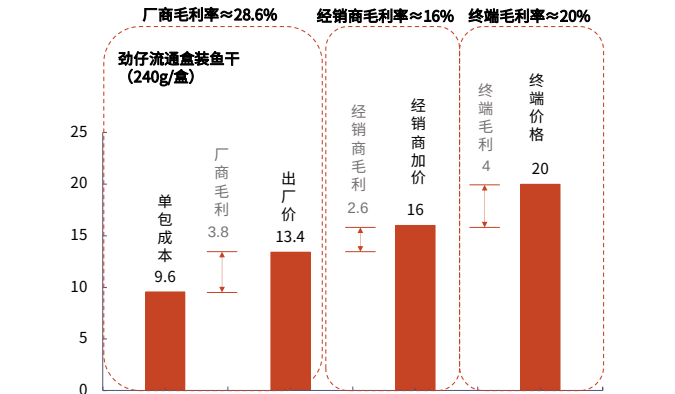
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 29：劲仔食品商超渠道利润拆分



资料来源：渠道调研，光大证券研究所；单位：元/袋

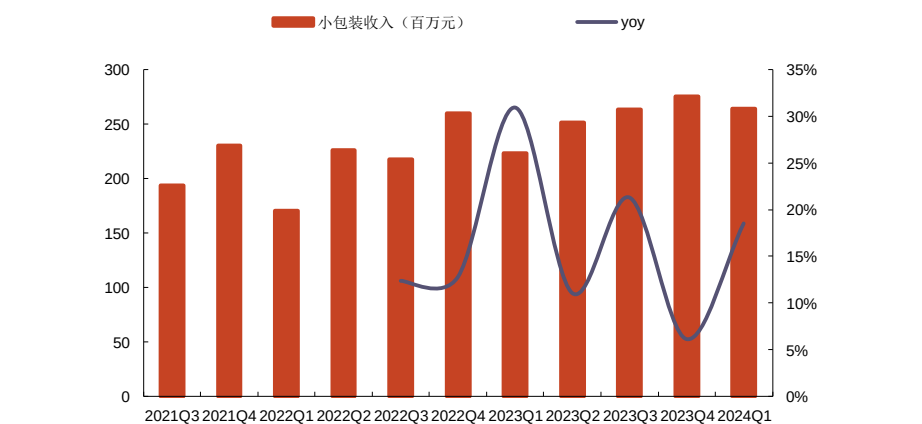
图 30：劲仔食品传统渠道利润拆分



资料来源：渠道调研，光大证券研究所；单位：元/盒

**增强品牌曝光，基本盘实现提速。**现代渠道多个单品形成陈列面的模式具有一定的品牌曝光效应。大包装品规在现代渠道的布局提高了整体消费者认知，拉高公司在传统渠道销售增速。小包装品规销售增速从 22H1 的 8% 提高到 24Q1 的 19%。

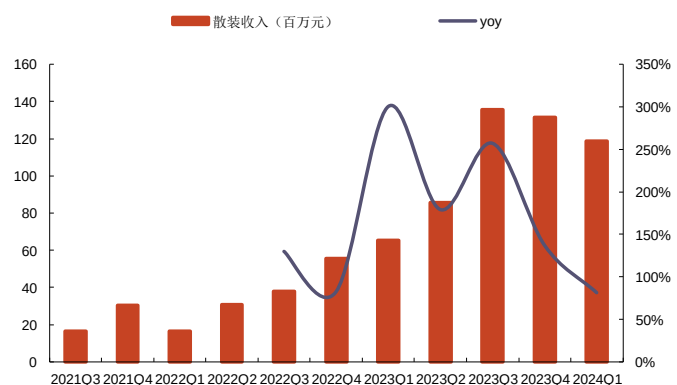
图 31：小包装的收入和增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

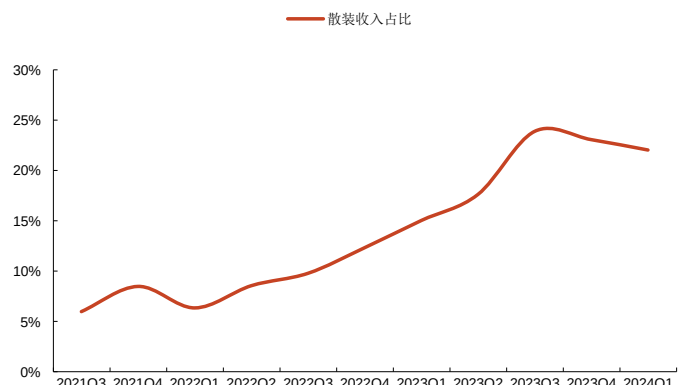
以鹌鹑蛋单品为切入点加强布局散称装。鹌鹑蛋品类天然适配散称品规。劲仔原有品规以定量装为主，鹌鹑蛋单品的加入助力公司布局散称装。散称装帮助公司丰富现代渠道品规，亦为后续全渠道布局打开空间。2021 年公司散称装仅为 6000+万元体量，收入占比为 5%左右。2022 年以来配合鹌鹑蛋新品布局，散称装收入占比快速提升。2023 年散称装体量超 4 亿元，2 年 CAGR 为 150%+；24Q1 散称装占比提升至 22%。

图 32：散称装收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 33：散称装收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

劲仔食品布局大包装+散称战略，零食量贩渠道快速起量。公司综合考虑自身产能及资源分配，优先选择更能提升品牌势能、与自身大单品战略更适配的现代渠道。复盘劲仔食品的渠道拓展路径，公司发展战略不依赖于渠道端的短期红利，更适配于本身发展所处阶段。且多渠道布局过程中公司战略调整动作清晰，也因此经营表现保持较高韧性。

## 2.3 从渠道角度回看产品策略

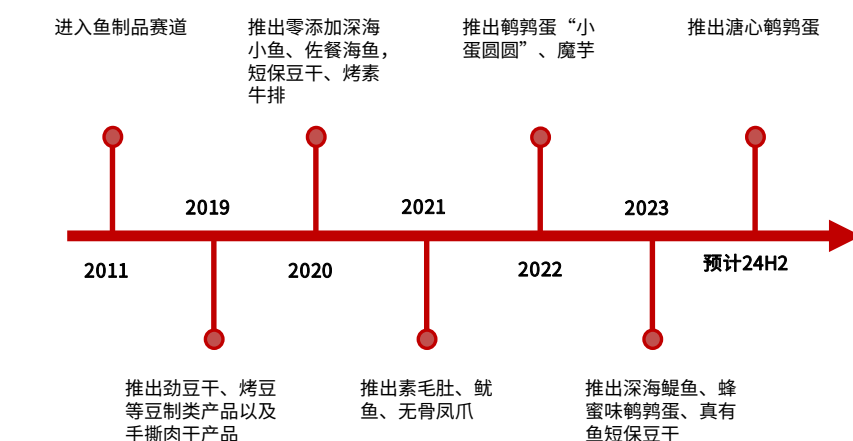
劲仔食品在产品端的布局思路，本质在于为公司的渠道拓展提供抓手。公司通过横向和纵向两个维度的拓展，为渠道端提供更多的产品组合选择。

### 横向拓展：扩充品类，打造陈列面。

传统渠道和现代渠道的打法本身存在差异，现代渠道承载一定的品牌曝光、带动其他渠道消费的作用。劲仔产品在传统渠道中更多为陈列在货架底部自然动销。而进入现代渠道后，需要整盒或挂带陈列，并通过几个 SKU 打造陈列面。因此，公司在调整品规的基础上，持续推出新品，形成多种产品矩阵。

- 品类内部，公司通过推出不同口味或进行微创新丰富产品 SKU，如对已有品类的融合创新，推出真肉、真鱼等豆干新品。
- 品类之间，公司在原有的鱼干、豆干和肉干基础上，尝试推出鱿鱼、凤爪、鹌鹑蛋等不同新品，其中鹌鹑蛋单品的快速放量有效助力公司拓展散称渠道。

图 34：劲仔食品推新时间线



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 纵向拓展：坚持品类升级，打开价格天花板。

前期集中在 1-2 元价格带+传统渠道布局的模式，使得劲仔食品的竞品主要为同样低价的辣卤素食产品。但公司动物蛋白的属性下相对成本更高，在多渠道布局过程中渠道利润空间有限。因此推新过程中，劲仔注重打造高品质的消费认知，为后续多渠道的布局和高毛利产品的推出提供更充足的利润空间。

- **鱼制品**：劲仔 23H2 推出新品深海鳀鱼，并在西安市场试销。经过调整打磨后，产品逐步推进全国化布局，目前已进入胖东来等系统。深海鳀鱼以富含 DHA 等品质升级卖点形成差异化，价格带较原有鱼制品高近 1 倍。高端新品的推出意义更多在于，将公司单品认知从较低价格带的辣卤零食切换到鱼类零食板块，打开产品的价格天花板。
- **鹌鹑蛋**：横向对比其他鹌鹑蛋品牌的终端价格，劲仔食品强调无抗、富硒等高品质，零售价处于行业较高水平。23Q4 以来，鹌鹑蛋原材料价格有所下行，白牌进入带来的价格竞争对劲仔造成短期冲击。但产品力依托下，24Q2 公司鹌鹑蛋销量已环比改善。24H2 公司计划推出“溏心鹌鹑蛋”新品，进一步强化产品差异化认知。

## 2.4 劲仔食品未来空间考量

**整体终端网点数量空间广阔。**综合考虑不同业态的终端网点数量，我国线下市场的门店数量在 600 万家以上，整体空间较广。受品类差异影响，水饮类较食品类的可拓展网点数量更多，水饮头部企业终端网点数量普遍在百万家以上，而休闲食品公司更多将百万终端作为中长期发展目标。

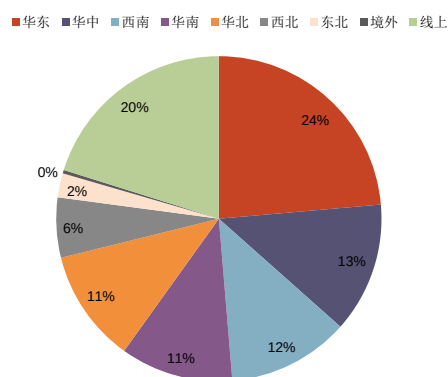
表 3：2023 年线下渠道部分业态门店数量

| 业态    | 门店数量 (家) | 同比变化 |
|-------|----------|------|
| 大卖场   | 2600+    | -6%  |
| 大超市   | 4 万      | +0%  |
| 小超市   | 38 万     | +3%  |
| 便利店   | 10 万     | +2%  |
| 大型食杂店 | 110 万+   | +1%  |
| 中型食杂店 | 180 万+   | +1%  |
| 小型食杂店 | 200 万+   | +1%  |

资料来源：尼尔森，光大证券研究所

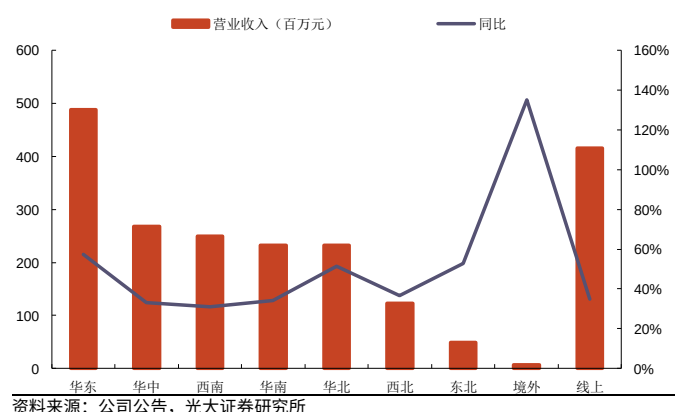
**经营表现存在区域间差异，拓展空间仍存。**传统流通市场的网点布局较为分散，公司作为品类品牌在前期的全国化布局中，各区域基本均有覆盖，但不同区域之间体量差异较大。其中华东地区消费水平更高，公司市场基础良好，大包装战略拓展顺利，收入占比持续在 20% 以上。其中，华中/西南/华南/华北区域较为均衡，西北和东北区域相对薄弱。公司在搭建分区域销售团队的过程中，对强弱市场搭配组合，着重发展优势区域，后续有望在广东、四川等成熟样板市场带动下以强带弱，实现多区域增长。

图 35：2023 年各区域销售收入结构占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 36：2023 年不同区域销售体量

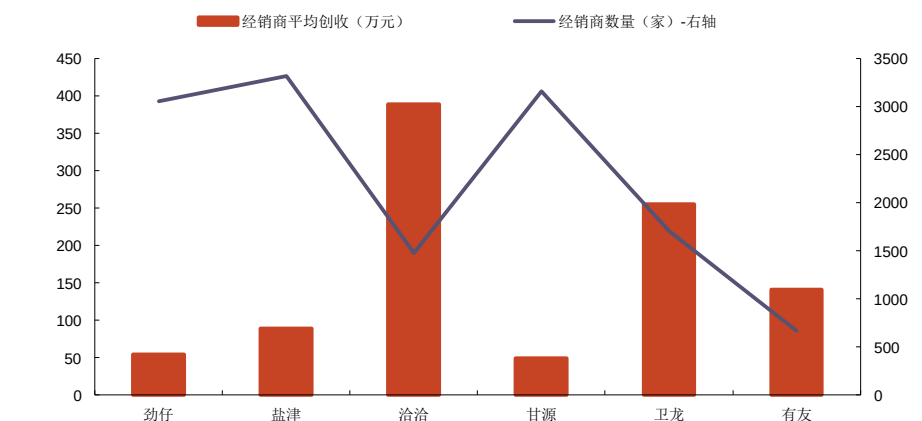


资料来源：公司公告，光大证券研究所

**拓展空白网点，提高单点卖力。**公司渠道拓展思路较为清晰，“大包装+散称”战略的推进下，从终端网点数量和单点卖力两个维度来看，均有较大的提升空间：

- 从终端网点数量来看，劲仔食品 2023 年刚步入 20 亿级体量，覆盖的终端网点数量约为 30-40 万家，对比其他品类大单品战略下的头部品牌，洽洽食品和卫龙的收入体量分别为 68 亿元和 49 亿元，对应的终端网点数量在 60+/70+ 万家，劲仔食品收入和网点数量的差异幅度相对一致。公司逐步推进多渠道布局战略，后续铺设终端数量有望持续增长，提升空间较大。
- 从单点卖力来看，公司战略调整前体量更多来源于低势能门店的自然动销，单个经销商的创收较低。大包装战略推进后公司经销商结构有所优化，经销商平均创收 2020-2023 年 CAGR 为 4%，但 2023 年仍处于上市公司同业中较低水平。后续随着现代渠道突破，公司品牌势能有望增强；叠加新品的导入，单点卖力可进一步提升。

图 37：2023 年各家经销商数量及平均创收



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

## 3、对劲仔的利润端思考

### 3.1 响应需求，补充产能

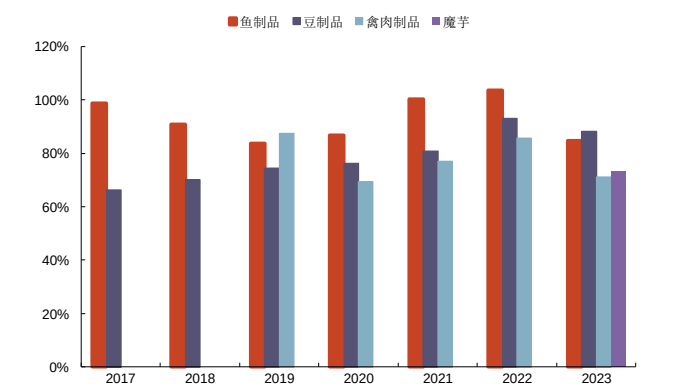
公司产能利用率较高，扩产为后续增长提供保障。劲仔食品前期主要有平江和岳阳两大生产基地，其中平江基地主要生产鱼制品、禽类制品和蔬菜制品；岳阳基地主要生产豆制品。战略调整以来，各品类销量持续提升，2022 年鱼制品/豆制品/禽肉制品产能利用率分别达 104%/93%/86%。2023 年经产能扩充，鱼制品/豆制品/肉干/鹌鹑蛋/魔芋的产能分别为 3.3/0.7/0.2/1.6/0.3 万吨，产能利用率在 70%-90%之间，鹌鹑蛋另有在建产能 0.8 万吨。23H2 公司增加北海生产基地，主要生产鱼制品、禽肉蛋制品和素食品，24H1 北海基地已开始投产，新产能补充为后续增长提供支撑。

表 4：公司产能布局情况

| 品类  | 指标       | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|-----|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 鱼制品 | 产能 (吨)   | 15000 | 18000 | 18000 | 18000 | 18000 | 22500 | 33000 |
| 豆制品 | 产能 (吨)   | 7500  | 6000  | 6000  | 6000  | 6000  | 6000  | 7000  |
| 肉干  | 产能 (吨)   |       |       | 1000  | 1000  | 1600  | 1600  | 2000  |
| 鹌鹑蛋 | 产能 (吨)   |       |       |       |       |       | 2800  | 16000 |
|     | 在建产能 (吨) |       |       |       |       |       |       | 8000  |
| 魔芋  | 产能 (吨)   |       |       |       |       |       |       | 3000  |

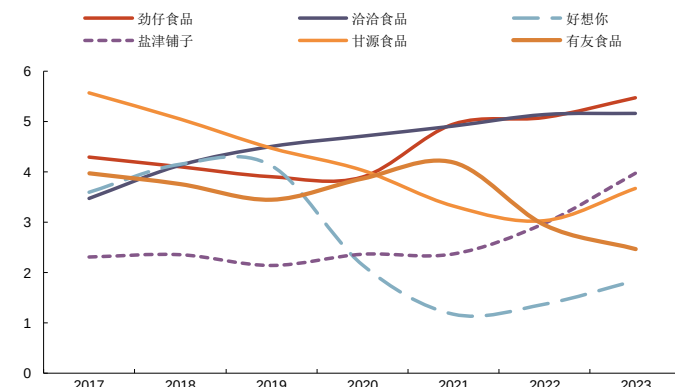
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 38：各品类产能利用率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 39：各公司固定资产周转率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

营业收入增加额预计可覆盖新资本开支所带来的折旧摊销费用。劲仔食品的产能利用率处于较高水平，近两年公司在销量增长下持续拓产。2023 年新增禽肉蛋制品休闲食品深加工项目和休闲食品智慧产业园项目，用于补充鹌鹑蛋、鱼制品等品类产能。两个项目的投资金额分别为 3/2.8 亿元，市场对资本开支增加下，折旧摊销对利润端的影响有所担忧。我们根据过往折旧率和毛利率简单测算来看，覆盖折旧摊销费用每年需新增收入约 1.1 亿元（假设其他成本不增加）。公司在“大包装+散称”战略布局下，动销持续保持较好表现，业绩达成有一定的确定性，资本开支对利润端影响有限。

- 折旧率方面，2020-2023 年固定资产折旧占固定资产原值的平均比重为 5.13%，按此折旧率估算，本轮资本开支对应每年折旧费用约为 0.3 亿元。
- 毛利率方面，主要系过去三年鳀鱼成本上涨和新品毛利率较低的影响，2020-2023 年平均毛利率相对较低（为 26.9%），新采购季原料成本降低叠加规模效应显现，预计 2024 年毛利率的提升可进一步降低覆盖折旧摊销费用所需的收入增量额。
- 其他成本方面，此处假设新项目的加入不带来其他成本的增加，仅考虑在维持毛利率的基础上，覆盖折旧摊销费用所需要新增的收入额。

表 5：鹌鹑蛋/鱼制品产能补充项目的折旧摊销需新增收入以维持毛利率的测算

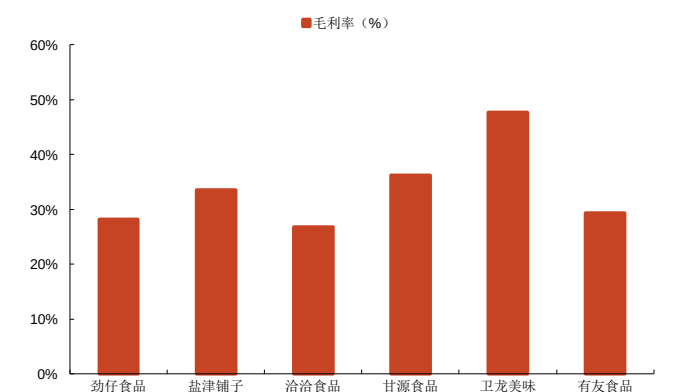
| 指标           | 数值      |
|--------------|---------|
| 项目资本开支       | 5.8 亿元  |
| 20-23 年平均折旧率 | 5.13%   |
| 对应每年折旧费用     | 0.30 亿元 |
| 20-23 年平均毛利率 | 26.9%   |
| 对应营业收入增加额    | 1.11 亿元 |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，注：假设其他成本不增加

### 3.2 盈利能力处于同业较低水平，提升空间较大

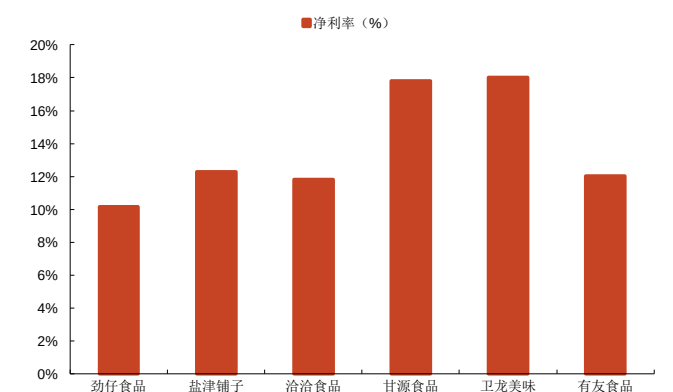
盈利水平较同业较低，优化空间较高。横向对比来看，劲仔食品的毛利率和净利率处于行业中较低水平。主要系：1) 公司渠道端前期以流通渠道的小包装为主，2C 销售较少，因此毛利率较低。现代渠道和大包装的推进下，结构调整逐步拉高毛利率水平。2) 劲仔前期规模体量较小，新品开发及终端建设过程中，相关费用投入对净利率影响较大。后续随着规模效应的显现，费用率优化空间仍存。3) 受成本波动和单品规模爬坡影响，各品类毛利率较低。豆制品、肉制品和魔芋制品的主要单品随着规模提升，23Q3 毛利率已到 30% 以上。23Q4 起，鳀鱼成本回落+鹌鹑蛋规模起量，公司盈利能力进一步增强，23Q4 和 24Q1 净利率均在 13% 以上，处于历史较高水平。

图 40：2023 年各公司毛利率对比



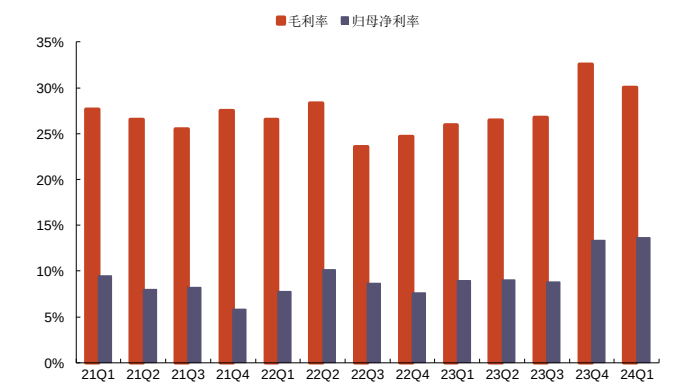
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 41：2023 年各公司净利率对比



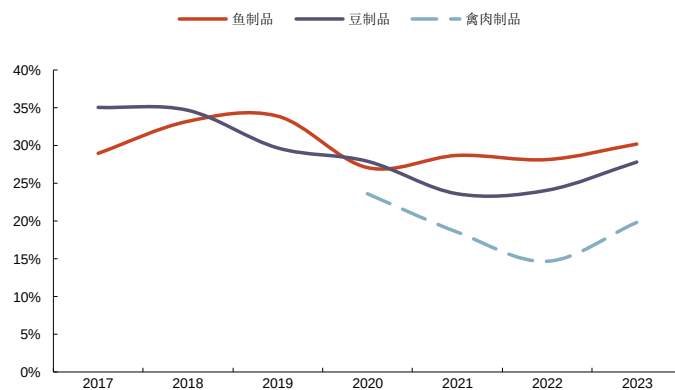
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 42：劲仔净利率变动



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 43：劲仔食品各品类的毛利率对比

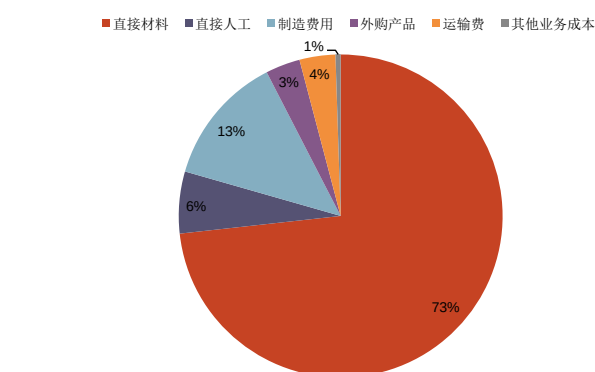


资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3.3 成本优化+规模效应助力净利率提升

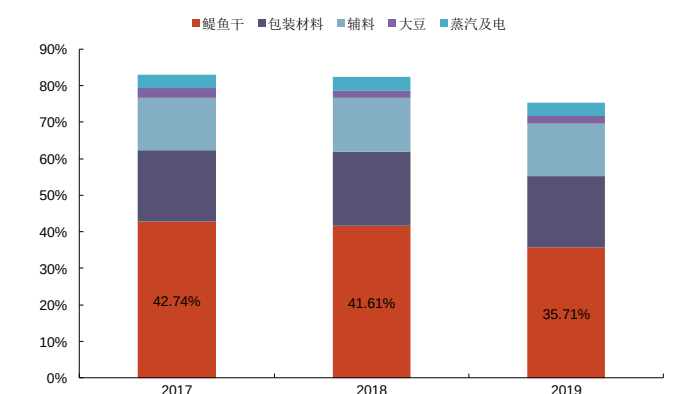
**原材料成本占比高，价格波动影响盈利。**2023 年公司直接材料占比为 73%，其中鱼制品鳀鱼为主要核心原材料，在小鱼品类成本中占比近一半。鹌鹑蛋参考其他鹌鹑蛋品牌商成本结构，估计原材料占比约为 70%。原材料价格波动是影响公司盈利能力的重要因素。为平滑原材料价格波动，公司加强上游布局建设。2017 年公司在肯尼亚成立全资子公司，切入上游原料采购端；2023 年肯尼亚鳀鱼已开始供货。2023 年管理层在公司体外布局鹌鹑养殖业务，在生产基地周边建立养殖基地。保证产品品质的基础上，亦有望通过减少损耗率的方式降低生产成本。

图 44：2023 年公司营业成本构成拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 45：主要原材料在生产成本中占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**鳀鱼成本下行，增厚盈利水平。**2023 年劲仔鱼制品销量已达 2.8 万吨，公司持续推进自动化建设，规模效应持续显现，后续影响鱼制品毛利率的主要因素为原材料成本波动。

➢ 小鱼生产非标准化，公司通过自主研发和联合研发卤汁、配料等多项环节，经过 5 次大的技术提升，主要产线基本实现连续化、自动化和智能化。以 2022

年 7 月新投产车间为例，鱼制品从筛选到拌料等包装前期的生产环节基本不需要人工参与。包装环节经联合研发，所需人工亦减少 80%以上。

鳀鱼过往成本波动一般在 10%以内，根据鱼制品中鳀鱼干的成本占比及鱼制品在整体收入中的占比测算，鳀鱼价格波动带来的毛利率波动在 3pct 以内。22H2 采购季受原料本身、汇率、消杀费用增加等因素影响，鱼胚价格同比上涨约 10%，2023 年前三季度成本端有所承压。2023 年底新采购季成本价格同比回落，预计有望提振 2024 年盈利水平。

表 6：鳀鱼干成本变动对综合毛利率影响测算

| 相关指标         | 对应数值    | 假设依据                                                        |
|--------------|---------|-------------------------------------------------------------|
| 鳀鱼干在鱼制品中收入占比 | 48.71%  | 2017-2019 年鳀鱼干在鱼制品中成本占比分别为 49.68%/47.56%/48.89%，取平均值 48.71% |
| 其他产品毛利率      | 24.88%  | 根据 2023 年综合毛利率和鱼制品毛利率计算出其他产品整体毛利率，测算中假设该数值不变                |
| 鱼制品在收入中占比    | 49%-65% | 2023 年鱼制品收入占比 62.5%，假设鹌鹑蛋等产品快速放量下，鱼制品占比有所降低                 |
| 鳀鱼干成本波动幅度    | -12%-4% | 2023 年鱼制品价格处于相对高位，预计 2024 年成本有所下行                           |
| 劲仔食品综合毛利率    |         | 鱼制品在收入中占比                                                   |
| 鳀鱼干成本价格波动    | 65%     | 63%                                                         |
|              | 61%     | 59%                                                         |
|              | 57%     | 55%                                                         |
|              | 53%     | 51%                                                         |
|              | 49%     |                                                             |
|              | -12%    | 30.95%                                                      |
|              | -10%    | 30.51%                                                      |
|              | -8%     | 30.07%                                                      |
|              | -6%     | 29.62%                                                      |
|              | -4%     | 29.18%                                                      |
|              | -2%     | 28.74%                                                      |
|              | 0%      | 28.30%                                                      |
|              | 2%      | 27.85%                                                      |
|              | 4%      | 27.41%                                                      |

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

**其他品类通过工艺精进+规模效益提升净利率。**劲仔食品鱼制品产线自动化已达行业领先水平，其他产品对比鱼制品，后续销量增长规模效应显现，产线优化升级可带来较大的效益提升。

➤ 根据鱼制品新投入车间计算，车间生产人员的年人均创收达 500 万元以上。2023 年劲仔食品整体生产人员的人均创收为 118 万元，其他品类仍有较大的提升空间。

鹌鹑蛋前期处于磨合阶段，毛利率水平较低。后续随着工艺成熟和规模起量，毛利率逐步从 22 年的负值增长至 24Q1 的 15%左右。参考其他鹌鹑蛋品牌商供应链优化前和优化后的鹌鹑蛋成本价，劲仔食品鹌鹑蛋毛利率可分别提升至 23% 和 33%，与公司对鹌鹑蛋单品 30%+的设计毛利率基本一致。鹌鹑蛋收入占比在持续提升，后续鹌鹑蛋毛利率的增厚可对公司盈利有较大的提振。

## 4、盈利预测

### 4.1 关键假设及盈利预测

**收入方面：**我们根据品类对公司的鱼制品、豆制品和禽肉制品分别进行预测，预计 2024 年三大品类的收入分别为 15.6/2.5/7.0 亿元：

**1) 鱼制品：**公司的深海小鱼作为行业领跑者，产品优势明显，基本盘稳定。“大包装+散称”战略下品牌曝光度提升，拉动鱼制品整体实现较快增长。预计 2024-2026 年鱼制品营收分别为 15.6/18.9/22.7 亿元，同比增速分别为 21%/21%/20%。

**2) 豆制品：**豆制品公司持续优化产品，推出周鲜鲜短保豆干等新品，预计收入端保持较好增长表现。预计 2024-2026 年豆制品营收分别为 2.5/2.9/3.3 亿元，同比增速分别为 16%/15%/14%。

**3) 禽肉制品：**鹌鹑蛋单位作为公司第二成长曲线，终端动销表现积极。24 年产能保障下，公司在现代渠道散称装基础上，加大布局定量装，推进电商和零食量贩渠道的进入，有望带来新增量。肉干产品保持稳定增长趋势。预计 2024-2026 年禽肉制品营收分别为 7.0/9.7/12.7 亿元，同比增速分别为 55%/39%/30%。

**4) 蔬菜制品：**魔芋等新品处于培育期，整体增势较为稳健。预计 2024-2026 年蔬菜制品营收分别为 0.8/0.9/1.0 亿元，同比增速分别为 12%/11%/8%。

**5) 其他：**其他业务增长稳健，2023 年收入同比增速为 1.3%，预计 2024-2026 年体量稳定在 0.33 亿元。

综上，我们预计公司 2024-2026 年整体收入分别为 26.28/32.76/39.94 亿元，同比增速分别为 27.3%/24.6%/21.9%。

表 7：劲仔食品主要业务营收预测

|          |         | 2022  | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 鱼制品      | 收入（百万元） | 1026  | 1291   | 1562  | 1890  | 2268  |
|          | yoy     | 24.7% | 25.9%  | 21.0% | 21.0% | 20.0% |
| 豆制品      | 收入（百万元） | 183   | 217    | 252   | 290   | 330   |
|          | yoy     | 27.5% | 18.7%  | 16.0% | 15.0% | 14.0% |
| 禽肉制品     | 收入（百万元） | 183   | 452    | 701   | 974   | 1266  |
|          | yoy     | 87.2% | 147.6% | 55.0% | 39.0% | 30.0% |
| 蔬菜制品     | 收入（百万元） | 38    | 72     | 81    | 89    | 96    |
|          | yoy     |       | 88.2%  | 11.7% | 10.5% | 8.3%  |
| 其他       | 收入（百万元） | 33    | 33     | 33    | 33    | 33    |
|          | yoy     |       | 1.3%   | 0%    | 0%    | 0%    |
| 总收入（百万元） |         | 1462  | 2065   | 2628  | 3276  | 3994  |
|          | yoy     | 31.6% | 41.3%  | 27.3% | 24.6% | 21.9% |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**毛利率方面：**公司主要原材料鳀鱼、鹌鹑蛋、大豆价格均有所下行，成本端压力缓解。其中主要单品鱼干 2023 年底已采购近半年用量，预计 2024 年鱼制品毛利率有所改善。鹌鹑蛋和魔芋新品前期毛利率较低，后续在规模效应显现叠加工艺精进下，毛利率持续提升。其中鹌鹑蛋制品毛利率从 2023 年初的低个位数提升至 24Q1 的 15%+，预计可拉高 2024 年禽肉制品毛利率水平。预计公司整体毛利率有所提振。24Q1 公司毛利率为 30.02%，同比+4.04pcts。预计 2024 年公司鱼制品、豆制品、禽肉制品和蔬菜制品毛利率分别为 31.6%/

28.8%/26.8%/30.6%。综合来看，公司整体毛利率将呈逐步上升趋势，预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别为 30.0%/ 30.2%/30.4%。

表 8：劲仔食品主营业务的毛利率预测

|       |         | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 鱼制品   | 毛利（百万元） | 288   | 389   | 494   | 604   | 731   |
|       | 毛利率     | 28.1% | 30.1% | 31.6% | 31.9% | 32.2% |
| 豆制品   | 毛利（百万元） | 44    | 60    | 73    | 84    | 97    |
|       | 毛利率     | 24.1% | 27.8% | 28.8% | 29.1% | 29.4% |
| 禽肉制品  | 毛利（百万元） | 27    | 89    | 188   | 264   | 347   |
|       | 毛利率     | 14.6% | 19.8% | 26.8% | 27.1% | 27.4% |
| 蔬菜制品  | 毛利（百万元） | 6     | 22    | 25    | 27    | 30    |
|       | 毛利率     | 15.8% | 30.6% | 30.6% | 30.9% | 31.2% |
| 其他    | 毛利（百万元） | 10    | 21    | 10    | 10    | 10    |
|       | 毛利率     | 30.4% | 63.2% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 综合毛利率 |         | 25.6% | 28.2% | 30.0% | 30.2% | 30.4% |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**期间费用方面：**公司加强终端网点和品牌端建设，2024 年冠名《种地吧》、《魔方新世界》等综艺，推出短保豆干、溏心鹌鹑蛋等新品，布局生鲜渠道等新渠道。费用投入加大下预计销售费用率有所提升，24Q1 公司销售费用率为 13.12%，同比+1.24pcts。预计 2024-2026 年销售费用率为 11.8%/11.9%/11.9%。规模效应显现下，预计管理费用率相对稳定，2024-2026 年管理费用率预计稳定在 3.7%；作为产品型公司，劲仔重视产品研发升级，预期 2024-2026 年研发费用率稳定在 1.9%。

表 9：劲仔食品期间费用率预测

|       | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 10.7% | 10.8% | 11.8% | 11.9% | 11.9% |
| 管理费用率 | 4.5%  | 4.0%  | 3.7%  | 3.7%  | 3.7%  |
| 研发费用率 | 2.1%  | 1.9%  | 1.9%  | 1.9%  | 1.9%  |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**净利润方面：**公司收入规模增长稳健，主要原材料价格下行，叠加规模效益的持续显现，23Q4 起公司归母净利率保持在较高水平，24Q1 公司归母净利率为 13.63%，同比+4.66pcts，环比+0.27pcts。我们预计利润弹性释放下，公司净利率稳步提升，2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.05/3.82/4.67 亿元，同比增长 45.6%/25.2%/22.2%；对应 EPS 分别为 0.68/0.85/1.04 元；公司净利率分别为 11.6%/11.7%/11.7%。

表 10：劲仔食品归母净利润预测

|            | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润（百万元） | 125   | 210   | 305   | 382   | 467   |
| yoy        | 46.8% | 68.1% | 45.6% | 25.2% | 22.2% |
| 净利率        | 8.5%  | 10.1% | 11.6% | 11.7% | 11.7% |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 4.2 相对估值

参考休闲零食行业可比公司：盐津铺子、甘源食品、洽洽食品、良品铺子、三只松鼠的估值水平，截至 2024 年 8 月 14 日，根据 wind 一致预期预测，2024-2026 年可比公司平均 PE 为 16x/13x/11x。我们预测劲仔食品 2024-2026 年 EPS 分别为 0.68/0.85/1.04 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 16x/13x/10x，公司 PE 与同行业可比公司平均水平基本持平。劲仔食品产品布局稳健，渠道战略明晰，为收入增长提供支撑；同时在成本优化和规模效应下具备净利率提升逻辑，可享有一定估值溢价。

表 11：休闲食品主要公司 PE 及 PEG 估值表

| 公司名称    | 代码        | 收盘价 (元) | EPS (元) |       |       |       | PE (倍) |       |       |       | PEG (倍) | CAGR |
|---------|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|------|
|         |           |         | 2023    | 2024E | 2025E | 2026E | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E | 2025    |      |
| 良品铺子    | 603719.SH | 10.99   | 0.45    | 0.49  | 0.58  | 0.69  | 24     | 22    | 19    | 16    | 1.2     | 16%  |
| 三只松鼠    | 300783.SZ | 17.17   | 0.55    | 0.90  | 1.27  | 1.72  | 31     | 19    | 14    | 10    | 0.3     | 46%  |
| 甘源食品    | 002991.SZ | 50.00   | 3.53    | 4.19  | 5.18  | 6.22  | 14     | 12    | 10    | 8     | 0.5     | 21%  |
| 盐津铺子    | 002847.SZ | 37.40   | 2.58    | 2.43  | 3.11  | 3.90  | 14     | 15    | 12    | 10    | 0.4     | 28%  |
| 洽洽食品    | 002557.SZ | 26.41   | 1.58    | 2.09  | 2.44  | 2.79  | 17     | 13    | 11    | 9     | 0.5     | 21%  |
| Average |           |         |         |       |       |       | 20     | 16    | 13    | 11    | 0.6     |      |
| 劲仔食品    | 003000.SZ | 10.78   | 0.46    | 0.68  | 0.85  | 1.04  | 23     | 16    | 13    | 10    | 0.4     | 31%  |

资料来源：Wind，光大证券研究所，可比公司盈利数据取自 Wind 一致预期，劲仔食品 2024-2026 年盈利数据为光大证券研究所预测，CAGR 为 2023-2026 年归母净利润复合增长率

## 4.3 绝对估值

我们采用绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设，通过 FCFF 估值法，测算公司每股价值为 13.77 元；利用 APV 估值法，测试公司每股价值为 13.52 元。

基于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：考虑到休闲食品行业增长稳定，假设长期增长率为 1.5%。
- 2、β 值选取：采用申万三级行业分类-零食板块的历史平均 β (0.92) 作为公司的近似无杠杆 β。
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策相对稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 18.4%。

表 12：绝对估值核心假设表

| 关键性假设       | 数值     |
|-------------|--------|
| 第二阶段年数      | 8      |
| 长期增长率       | 1.50%  |
| 无风险利率 Rf    | 2.3%   |
| β(levered)  | 0.94   |
| Rm-Rf       | 4.33%  |
| Ke(levered) | 6.36%  |
| 税率          | 18.42% |
| Kd          | 3.55%  |
| Ve (单位：百万元) | 3793.2 |
| Vd (单位：百万元) | 72.71  |
| 目标资本结构      | 1.88%  |
| WACC        | 6.31%  |

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：现金流折现及估值表

|                | 现金流折现值 (百万元) | 价值百分比   |
|----------------|--------------|---------|
| 第一阶段           | 881.67       | 15.07%  |
| 第二阶段           | 905.20       | 15.47%  |
| 第三阶段 (终值)      | 4062.76      | 69.45%  |
| 企业价值 AEV       | 5849.64      | 100.00% |
| 加：非经营性净资产价值    | 448.74       | 7.67%   |
| 减：少数股东权益 (市值)  | 14.43        | -0.25%  |
| 减：债务价值         | 72.71        | -1.24%  |
| 总股本价值          | 6211.24      | 106.18% |
| 股本 (百万股)       | 450.97       |         |
| 每股价值 (元)       | <b>13.77</b> |         |
| PE (隐含-2024 年) | 20.35        |         |
| PE (动态-2024 年) | 15.93        |         |

资料来源：光大证券研究所预测

表 14：敏感性分析表 (单位：元)

| WACC/长期增长率   | 0.50% | 1.00% | 1.50%        | 2.00% | 2.50% |
|--------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| 5.31%        | 15.09 | 16.31 | 17.85        | 19.85 | 22.57 |
| 5.81%        | 13.48 | 14.41 | 15.57        | 17.03 | 18.93 |
| <b>6.31%</b> | 12.15 | 12.88 | <b>13.77</b> | 14.87 | 16.25 |
| 6.81%        | 11.04 | 11.63 | 12.32        | 13.17 | 14.21 |
| 7.31%        | 10.10 | 10.58 | 11.13        | 11.80 | 12.59 |

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：各类绝对估值法结果汇总表 (单位：元)

| 估值方法 | 估值结果  | 估值区间        | 敏感度分析区间         |
|------|-------|-------------|-----------------|
| FCFF | 13.77 | 10.10-22.57 | 贴现率±1%，长期增长率±1% |
| APV  | 13.52 | 9.83-22.37  | 贴现率±1%，长期增长率±1% |

资料来源：光大证券研究所预测

根据我们的假设和预测，采用 FCFF/APV 两种绝对估值法得到劲仔食品的每股价值分别为 13.77/13.52 元。

## 4.4 估值结论与投资评级

公司产品策略明晰，多渠道拓展顺利，我们上调 2024-2026 年归母净利润预测分别至 3.05/3.82/4.67 亿元（较前次上调 10.36%/9.03%/9.43%），对应 EPS 分别为 0.68/0.85/1.04 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 16/13/10 倍。公司多品类多渠道布局下成长性较高，维持“买入”评级。

## 5、风险分析

### 原材料成本波动

原材料在休闲食品成本中占比较大，若原材料价格持续上升，成本端压力增加超出预期，可能会影响公司的盈利水平。

### 核心产品增长不达预期

核心产品的营收占比较高，若核心产品增速不及预期，将影响公司整体营收水平。

### 新渠道拓展不及预期

新渠道拓展是公司业绩增长重要动力，若渠道拓展不及预期，可能会影响公司整体营收水平。

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1,462 | 2,065 | 2,628 | 3,276 | 3,994 |
| 营业成本      | 1,087 | 1,484 | 1,839 | 2,287 | 2,779 |
| 折旧和摊销     | 29    | 40    | 39    | 41    | 43    |
| 税金及附加     | 8     | 13    | 16    | 20    | 24    |
| 销售费用      | 156   | 222   | 309   | 389   | 474   |
| 管理费用      | 65    | 83    | 98    | 122   | 149   |
| 研发费用      | 30    | 40    | 50    | 63    | 77    |
| 财务费用      | -15   | -8    | -20   | -23   | -23   |
| 投资收益      | 3     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 营业利润      | 148   | 267   | 374   | 468   | 572   |
| 利润总额      | 142   | 260   | 374   | 468   | 572   |
| 所得税       | 20    | 48    | 69    | 86    | 105   |
| 净利润       | 122   | 212   | 305   | 382   | 467   |
| 少数股东损益    | -3    | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司净利润  | 125   | 210   | 305   | 382   | 467   |
| EPS(元)    | 0.31  | 0.46  | 0.68  | 0.85  | 1.04  |

| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 93   | 156  | 259   | 320   | 400   |
| 净利润         | 125  | 210  | 305   | 382   | 467   |
| 折旧摊销        | 29   | 40   | 39    | 41    | 43    |
| 净营运资金增加     | 60   | 162  | 173   | 205   | 227   |
| 其他          | -120 | -257 | -258  | -308  | -337  |
| 投资活动产生现金流   | -148 | -185 | -73   | -86   | -61   |
| 净资本支出       | -166 | -159 | -60   | -60   | -60   |
| 长期投资变化      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | 18   | -26  | -13   | -26   | -1    |
| 融资活动现金流     | -55  | 258  | -266  | -191  | -244  |
| 股本变化        | 0    | 48   | 0     | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 1    | 151  | -150  | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | 128  | 40   | 42    | 53    | 58    |
| 净现金流        | -109 | 231  | -80   | 44    | 95    |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 25.6% | 28.2% | 30.0% | 30.2% | 30.4% |
| EBITDA 率 | 11.2% | 14.6% | 14.8% | 14.7% | 14.7% |
| EBIT 率   | 9.0%  | 12.3% | 13.3% | 13.4% | 13.6% |
| 税前净利润率   | 9.7%  | 12.6% | 14.2% | 14.3% | 14.3% |
| 归母净利润率   | 8.5%  | 10.1% | 11.6% | 11.7% | 11.7% |
| ROA      | 9.4%  | 11.7% | 16.2% | 18.2% | 19.8% |
| ROE (摊薄) | 12.9% | 16.0% | 20.7% | 23.2% | 25.3% |
| 经营性 ROIC | 13.5% | 19.0% | 21.9% | 23.5% | 25.0% |

| 偿债能力      | 2022   | 2023  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 资产负债率     | 24%    | 28%   | 21%    | 21%    | 22%    |
| 流动比率      | 2.78   | 2.60  | 3.43   | 3.41   | 3.49   |
| 速动比率      | 1.74   | 1.83  | 2.19   | 2.06   | 2.05   |
| 归母权益/有息债务 | 581.93 | 8.57  | 605.13 | 674.13 | 755.87 |
| 有形资产/有息债务 | 742.06 | 11.39 | 733.72 | 820.67 | 922.63 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 1,296 | 1,818 | 1,881 | 2,102 | 2,359 |
| 货币资金        | 396   | 747   | 668   | 712   | 806   |
| 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 10    | 9     | 11    | 14    | 17    |
| 应收票据        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他应收款 (合计)  | 3     | 4     | 5     | 6     | 7     |
| 存货          | 301   | 367   | 455   | 566   | 688   |
| 其他流动资产      | 88    | 98    | 107   | 118   | 129   |
| 流动资产合计      | 808   | 1,239 | 1,263 | 1,435 | 1,671 |
| 其他权益工具      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 350   | 407   | 416   | 399   | 386   |
| 在建工程        | 27    | 21    | 20    | 37    | 54    |
| 无形资产        | 35    | 40    | 49    | 58    | 67    |
| 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产     | 2     | 15    | 28    | 28    | 28    |
| 非流动资产合计     | 488   | 579   | 618   | 667   | 689   |
| 总负债         | 315   | 505   | 398   | 451   | 509   |
| 短期借款        | 0     | 150   | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款        | 100   | 108   | 134   | 167   | 203   |
| 应付票据        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 预收账款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债      | 9     | 10    | 11    | 12    | 14    |
| 流动负债合计      | 291   | 476   | 368   | 421   | 479   |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债     | 17    | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 非流动负债合计     | 24    | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 股东权益        | 981   | 1,313 | 1,483 | 1,651 | 1,850 |
| 股本          | 403   | 451   | 451   | 451   | 451   |
| 公积金         | 343   | 576   | 607   | 645   | 691   |
| 未分配利润       | 233   | 325   | 465   | 595   | 747   |
| 归属母公司权益     | 968   | 1,307 | 1,476 | 1,645 | 1,844 |
| 少数股东权益      | 14    | 6     | 6     | 6     | 6     |

| 费用率   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 10.67% | 10.76% | 11.76% | 11.86% | 11.86% |
| 管理费用率 | 4.48%  | 4.04%  | 3.74%  | 3.74%  | 3.74%  |
| 财务费用率 | -1.00% | -0.39% | -0.75% | -0.70% | -0.58% |
| 研发费用率 | 2.06%  | 1.92%  | 1.92%  | 1.92%  | 1.92%  |
| 所得税率  | 14%    | 18%    | 18%    | 18%    | 18%    |

| 每股指标    | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.22 | 0.30 | 0.47  | 0.59  | 0.72  |
| 每股经营现金流 | 0.23 | 0.35 | 0.57  | 0.71  | 0.89  |
| 每股净资产   | 2.40 | 2.90 | 3.27  | 3.65  | 4.09  |
| 每股销售收入  | 3.63 | 4.58 | 5.83  | 7.26  | 8.86  |

| 估值指标      | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 35   | 23   | 16    | 13    | 10    |
| PB        | 4.5  | 3.7  | 3.3   | 3.0   | 2.6   |
| EV/EBITDA | 26.6 | 16.0 | 12.2  | 10.0  | 8.2   |
| 股息率       | 2.0% | 2.8% | 4.4%  | 5.5%  | 6.7%  |

中庚基金

## 行业及公司评级体系

| 评级                                                              | 说明                                                     |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 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。 |
| 基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |                                                        |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP