

劲仔食品（003000）

专注的劲仔：卓越产品力，增长新阶段！

证券研究报告

2024 年 03 月 01 日

投资评级

行业	食品饮料/休闲食品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14 元
目标价格	21.03 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	451.07
流通 A 股股本(百万股)	222.28
A 股总市值(百万元)	6,314.97
流通 A 股市值(百万元)	3,111.94
每股净资产(元)	2.76
资产负债率(%)	26.24
一年内最高/最低(元)	16.64/9.67

作者

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070002
chenx@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《劲仔食品-公司点评:23 年业绩预告点评：业绩亮眼，产品+渠道协同成长》2024-01-14
- 《劲仔食品-季报点评:23Q3 收入、利润持续高增，毛利率明显改善》2023-10-25
- 《劲仔食品-公司点评:22Q4 归母净利润预计同增 57%-97%，大包装策略推进效果显著》2023-02-01

1、行业：辣味零食千亿市场，创新品类带来“内生”增长，品牌背书促进“出海”爆发
根据弗若斯特沙利文预计，23 年中国辣味零食市场规模超 2000 亿元，同比增长 13%，占整体休闲食品份额达 22.0%。近年，辣味休闲食品已经开发出了多种口味以及若干细分赛道，对消费者产生了极大的吸引力；另一方面，品牌背书促进出海加速，以卫龙为代表的辣味零食企业已在出海业务上初步尝试，23 年上半年销售额超四千万。总体来看，我们认为行业整体空间广阔。

2、劲仔：丰富大单品矩阵、卓越供应链管理、“大包装+散称”战略填充空白渠道

（1）产品：专注高蛋白赛道，不断丰富大单品矩阵

鱼制品：自创立以来，公司持续培育丰满劲仔小食核心单品，目前已突破“十亿”量级；未来公司将通过品类创新+大包装抓手&小包散装补充渗透空白渠道，朝“三十亿”级别冲击。参考洽洽瓜子类产品的放量进程，我们预计公司未来鱼制品年复合增长将在 10%以上（2030 年前实现 30 亿体量）。**禽类制品：**公司 22 年推出鹌鹑蛋产品“小蛋圆圆”，通过多种口味、采用小火慢卤工艺、让休闲鹌鹑蛋赛道“重生”，目前产品月销 4400 万，未来三年鹌鹑蛋产品营收剑指“十亿”级，预计年均增速在 60%左右。**豆类制品及其他：**作为另外两个主销产品，公司的豆类及魔芋类产品均成为或接近成为亿级单品，未来将作为小鱼干、鹌鹑蛋两个大单品的有力补充。

（2）供应链：产能快速扩张，采购高效协同，供应链体系不断完善

一方面，随着大单品矩阵不断完善，公司生产规模效应凸显，公司坚持自建产能为主，自产比例维持在 90%以上，强化了可追溯安全管理。截至 23 年上半年，公司鱼制品自建产能 2.6 万吨/年，禽类制品 1.12 万吨/年（鹌鹑蛋 9600 吨+肉干 1600 吨），豆制品 0.6 万吨/年，魔芋制品 0.24 万吨/年。22 年公司定增项目（扩产 1 万吨）、2023 年北海项目签约（投产后预计年销售额 5 亿元以上），将有效保障公司大单品放量，匹配公司的全国化品牌路线。另一方面，公司通过签订不同供应商、原产地直采、利用规模优势加大库存以加大议价权等方式，充分把握鲢鱼（占原材料成本 50%）等核心原材料采购节奏，减少原材料价格波动带来的毛利率影响。

（3）渠道：深耕流通、拓展现代渠道，新兴渠道扩张迅速

线下渠道：公司以流通渠道起家，目前合作 2500+个经销商（截止 2023H1），覆盖终端 30 万个。当前流通仍是公司最重要的渠道（占公司营收 70%以上），未来公司将继续通过举办营销活动、大包装增量利润调动积极性等方式，不断提升经销商覆盖能力。此外，公司持续通过大包装战略拓展现代渠道，目前渠道营收占比在 7-8%，相较行业平均水平（占比 30%）仍有较大提升空间，我们预计在大包装战略的持续推进下，公司将覆盖更多空白终端，驱动现代渠道的增长。零食专营渠道 23 年以来增长迅猛，在保证渠道价盘的前提下，公司也在加大与量贩渠道的合作力度。**线上渠道：**公司目前以传统电商为主（淘宝、天猫、京东），但新媒体渠道（抖音、快手）近年增长迅猛，自 2021 在抖音等多平台完成店铺搭建后，营收从 19 年的 56.7 万元，提升至 22 年的 4245.2 万元，目前销售规模已初具体量，23 年前三季度增速仍保持在 300%以上，未来将作为公司线上增长的主力。

3、盈利预测及投资建议：我们预计公司在 2023/2024/2025 年分别实现营收 20.9/27.6/33.4 亿元，归母净利润 2.1/2.8/3.6 亿元，对应 EPS 为 0.45/0.62/0.80 元/股。我们采取相对估值法，给予公司 2024 年 0.80 倍 PEG，目标市值 95 亿，对应目标价 21.03 元，仍有 50%的上行空间，维持“买入”评级，重点推荐！

4、风险提示：测算主观性相关风险，市场竞争加剧风险，新产品推广不确定性风险，股票异常波动风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,111.05	1,462.03	2,094.62	2,764.03	3,335.69
增长率(%)	22.21	31.59	43.27	31.96	20.68
EBITDA(百万元)	126.96	176.43	258.98	340.70	436.77
归属母公司净利润(百万元)	84.94	124.66	205.07	277.70	362.20
增长率(%)	(17.76)	46.77	64.50	35.42	30.43
EPS(元/股)	0.19	0.28	0.45	0.62	0.80
市盈率(P/E)	74.35	50.66	30.79	22.74	17.43
市净率(P/B)	7.15	6.53	4.96	4.72	4.43
市销率(P/S)	5.68	4.32	3.01	2.28	1.89
EV/EBITDA	30.49	24.35	21.31	16.43	12.32

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 劲仔食品：中国辣卤休闲食品领军企业	5
1.1. 发展历程：从“小零嘴”到“大单品”，业务版图持续扩大	5
1.2. 股权结构与管理层：周劲松夫妇为公司实控人，核心管理团队成熟稳定	6
1.3. 财务分析：“持续高增长，发展更强劲”，营收、盈利能力展现韧性	8
2. 辣味零食市场规模快速增长，未来行业发展空间广阔	11
2.1. 辣味零食：增速高于休闲食品行业整体，行业占比持续提升	11
2.1.1. 辣味休闲食品种类丰富、历史悠久，为休闲食品重要分支	11
2.1.2. 辣味零食高于休闲食品行业增速，占休闲食品比例持续提升	11
2.2. 行业特征：品类多样性和消费场景丰富度不断提升，全渠道消费持续扩容	13
2.2.1. 辣味零食新品层出不穷，消费场景的丰富与消费频次不断提升	13
2.2.2. 传统渠道及现代渠道为主要消费渠道，线上渠道成为重要增长点	14
2.2.3. 辣味零食出海初具规模，未来有望凭借成瘾性+好味道持续拓张	15
2.3. 增长驱动：行业快速发展扩容，多元因素共同发力	16
2.3.1. 驱动因素 1：居民收入增加，消费水平快速提升	16
2.3.2. 驱动因素 2：辣味网红零食层出不穷，点燃消费热潮	16
2.3.3. 驱动因素 3：“无辣不欢”的饮食理念蔓延，辣椒产量持续增长	17
2.4. 竞争格局：行业集中度较为分散，头部企业上升空间大	19
2.4.1. 市场格局相对分散，品牌价值持续增长	19
2.4.2. 辣味食品安全要求提升，推动规模化、标准化企业进一步抢占市场	19
3. 竞争优势：丰富大单品矩阵、卓越供应链管理、“大包装+散称”战略填充空白渠道	21
3.1. 产品：研发模式完备、费用持续投入，优势、潜力单品同步贡献增量	21
3.1.1. 产品端：专注高蛋白赛道，不断丰富大单品矩阵	21
3.1.2. 研发端：自建食品研究院，费用持续投入深化优势	25
3.2. 供应链：产能快速扩张，采购高效协同，供应链体系不断完善	27
3.2.1. 采购端：原材料占成本比重超七成，设立肯尼亚分公司丰富采购选择	27
3.2.2. 生产端：产能接近满负荷，定增扩产突破瓶颈	28
3.3. 渠道：深耕流通、拓展现代渠道，新兴渠道扩张迅速	30
3.3.1. 线下渠道：传统流通为基本盘，现代渠道、量贩渠道近年增长势头迅猛	30
3.3.2. 线上渠道：传统电商稳健发展，新媒体渠道增长迅猛	33
4. 盈利预测与估值	35
5. 风险提示	38

图表目录

图 1：劲仔食品发展历程图	5
图 2：截至 23Q3 劲仔食品股权结构概念图	6
图 3：2017-2023 1M-9M 公司营业总收入&yoy（亿元，%）	8
图 4：2017-2023 1M-9M 公司归母净利润&yoy（亿元，%）	8

图 5：2023 上半年公司分产品主营业务收入占比.....	8
图 6：2023 上半年公司分地区主营业务收入占比.....	9
图 7：2017-2023 1M-9M 公司销售毛利率与销售净利率.....	9
图 8：2020-2023 H1 公司分产品毛利率.....	9
图 9：2017-2023 1M-9M 公司各项费用（亿元）.....	9
图 10：2017-2023 1M-9M 公司各项费用率.....	9
图 11：辣味休闲食品细分分类.....	11
图 12：2021 年我国辣味休闲食品细分市场占比情况.....	11
图 13：2018-2022 年中国休闲零食行业规模（亿元，%）.....	11
图 14：2017-2023 年我国辣味休闲食品规模及预测（亿元，%）.....	11
图 15：2015-2022 年我国辣味休闲食品市场规模占休闲食品市场规模的比重（%）.....	12
图 16：2021 年我国辣味休闲食品区域消费占比情况（%）.....	12
图 17：白象“大辣娇”系列产品.....	13
图 18：卫龙推出多种辣味产品.....	13
图 19：2021 年中国休闲食品消费者消费场景.....	14
图 20：2021 年中国休闲食品消费者考虑因素.....	14
图 21：2016-2026 年辣味零食于各渠道零售额及 yoy（十亿元，%）.....	14
图 22：2018-2022 互联网上网人数与移动互联网用户（亿人，%）.....	15
图 23：我国网络购物用户规模与占网民整体比例（亿人，%）.....	15
图 24：卫龙全球销售网络.....	15
图 25：全国居民人均可支配收入（万元）.....	16
图 26：2022 年全国居民人均消费支出构成.....	16
图 27：众多辣味食品在小红书上成为网红零食.....	17
图 28：辣味零食在淘宝销量热度高.....	17
图 29：2017-2022 年我国辣椒种植面积及增速（万亩，%）.....	18
图 30：2017-2022 年我国辣椒产量及增速（万吨，%）.....	18
图 31：我国辣味休闲食品市场竞争格局.....	19
图 32：我国辣味休闲食品市场 CR5 市占率.....	19
图 33：2018-2023H1 公司分产品营业收入及 YOY（亿元，%）.....	21
图 34：2018-2023H1 公司分产品营业收入占比.....	21
图 35：2018-2023H1 公司分产品毛利率.....	21
图 36：公司产品分类.....	21
图 37：2018-2023H1 公司鱼制品营收及 YOY（亿元，%）.....	22
图 38：2013 年公司邀请汪涵担任代言人.....	22
图 39：2017-2022 公司直营、经销占营收比例.....	23
图 40：2023 年下半年公司推出深海鳕鱼新品.....	23
图 41：2018-2023H1 公司禽类制品营业收入及 YOY（亿元，%）.....	24
图 42：公司鹌鹑蛋单品“小蛋圆圆”.....	24
图 43：2023 年公司鹌鹑蛋月销收入爬坡速度较快（万元）.....	24
图 44：公司鹌鹑蛋产能扩充迅速（吨）.....	24
图 45：公司研究院内景.....	25

图 46: 2020-2022 年公司研发人员学历构成 (人)	26
图 47: 2017-2023 1M-9M 劲仔食品与可比公司研发费用率对比	26
图 48: 2019-2022 公司营业成本构成	27
图 49: 2019-2022 9M 公司原材料成本构成	27
图 50: 公司肯尼亚分公司外景	27
图 51: 公司鱼制品、豆制品生产流程	28
图 52: 2017-2023 H1 公司分产品产能情况 (吨)	28
图 53: 2019-2023 H1 公司外购 (代工) 产品销量及 yoy (吨, %)	28
图 54: 公司各产品产能利用率情况	29
图 55: 2019-2022 公司经销线下收入及 YOY (百万元, %)	30
图 56: 2017-2023 H1 公司经销商数量及 YOY (家, %)	30
图 57: 2020-2022 年公司销售人员数量 (人)	30
图 58: 2019-2022 公司直营线下收入及 YOY (百万元, %)	31
图 59: 2021-2023 9M 公司大包装收入及 YOY (亿元, %)	31
图 60: 公司深海鳕鱼新品西安铺市后销售火爆	31
图 61: 2023 年逐季公司零食专营渠道收入及 YOY (万元, %)	32
图 62: 2019-2023 H1 公司线上收入及 YOY (亿元, %)	33
图 63: 2019-2023 H1 公司天猫旗舰店收入及 YOY (百万元, %)	33
图 64: 公司新品深海鳕鱼已在天猫旗舰店上市	33
图 65: 2019-2023 H1 公司新媒体渠道收入及 YOY (百万元, %)	34
图 66: 公司抖音直播间销售表现亮眼	34
图 67: 盈利预测	37
表 1: 公司部分参控股公司	6
表 2: 公司主要管理层及其经历	6
表 3: 涉及食品安全主要政策	20
表 4: 公司新品深海鳕鱼西安铺市情况	23
表 5: 公司主要在研项目情况 (截至 2022 年末)	25
表 6: 可比公司估值 (截至 2024 年 3 月 1 日)	36

1. 劲仔食品：中国辣卤休闲食品领军企业

劲仔食品集团股份有限公司总部位于湖南长沙，主营业务为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，已成为行业内较为知名的休闲食品企业。2020 年 9 月 14 日，公司于深圳证券交易所上市。成为“**鱼类零食第一股**”。

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。公司聚焦休闲食品，逐步形成“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。公司秉承诚信厚道，食品安全为先的理念，加强源头管理与设计，进一步建立预防为主的全面质量管理体系，自 2020 年以来，公司在 GMP、HACCP、ISO9001 认证的基础上通过 BRCGS（食品安全全球标准）、IFS（国际食品标准）双欧洲标准认证。2022 年，劲仔食品获得由中国质量检验协会颁发的“全国产品和服务质量诚信领先品牌”“全国食品行业质量领先企业”等荣誉，以及由湖南省工业和信息化厅认定的“湖南省专精特新小巨人企业”称号。

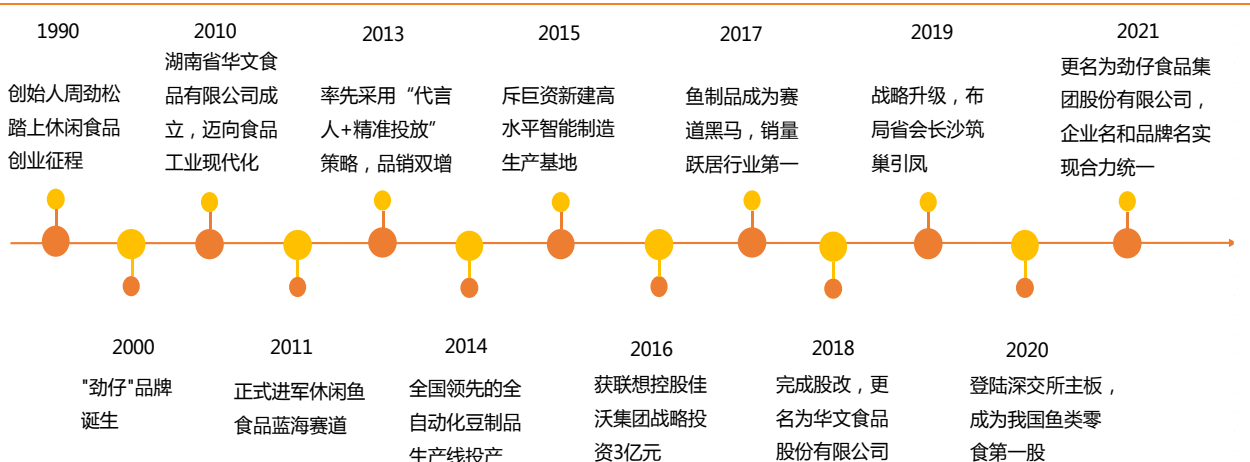
1.1. 发展历程：从“小零嘴”到“大单品”，业务版图持续扩大

2000 年于湖南成立，开启全国快速扩张。1990 年，创始人周劲松踏上休闲食品创业征程；2000 年，“劲仔”品牌诞生；2010 年，湖南省华文食品有限公司成立，迈向食品工业现代化；2011 年正式进军休闲鱼制品蓝海赛道；2013 年采用“代言人+精准投放”策略，品销双增；2014 年全国领先的全自动化休闲豆制品生产线投产；2016 年获联想控股佳沃集团战略投资 3 亿元。从代代相传的“手艺”到大步踏出国门的“美味”，从一间间家庭作坊里生产的“小零嘴”到覆盖几十万个实体终端的“大单品”，从纯手工制作升级为智能化生产，对劲仔食品来说，每一个十年，都是一次创业。

2020 年登陆资本市场，品牌势能愈加强劲。2020 年 9 月，公司正式登陆深圳证券交易所，开启资本市场新征程；引进专业战略团队，升级劲仔品牌价值链，品牌价值稳定提升，公司获评中国“水产品推荐品牌”，鱼类零食专家品牌形象确立，品牌影响力日益彰显；持续推进“劲仔”品牌年轻化发展，彰显品牌个性，传播品牌主张。

2020 年至今，持续夯实主业基础，提升品牌竞争力。公司坚持聚焦主业，持续贯彻自 2020 年深交所主板上市以来的经营改革，大力引进人才推进组织变革，加大研发投入与产品创新，深化营销网络建设，持续品牌专业化年轻化打造，发挥自主制造核心优势，提高智能制造和信息化水平，经营情况稳步改善，快速增长态势得以继续保持。公司“大包装升级”战略取得阶段性成果，产品矩阵得到优化，渠道竞争力不断加强，品牌力进一步提升。

图 1：劲仔食品发展历程图



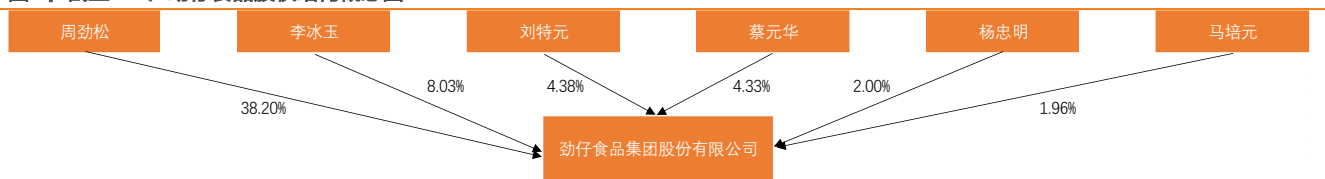
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构与管理层：周劲松夫妇为公司实控人，核心管理团队成熟稳定

周劲松夫妇为公司实控人，公司股权结构集中。截至 2023Q3，周劲松、李冰玉为公司实际控制人，周劲松任公司董事长兼总经理，二人共持有公司 46.23% 的股份，股权结构较为集中。

核心管理团队经验丰富，重视人才的引进和培育。公司核心管理团队多数为长期在休闲食品领域中从事经营管理、创新研发和市场开拓的资深人士，专业结构合理，从业经验丰富，管理经验成熟。公司高度重视相关人才的引进和培育，通过与高校、科研机构等在技术研发、应用等领域的深度合作，加强对员工的培训和技术交流，全方位提高员工素质。同时，根据市场的变化以及产业发展战略调整，积极地完善技术人员结构，以满足公司快速发展的技术研发需求。

图 2：截至 23Q3 劲仔食品股权结构概念图



资料来源：wind，天风证券研究所

子公司方面，截至 2023 年中报，公司主要参控股 7 家公司，其中全资参控股 6 家公司，业务主要涉及农产品初加工服务；水产品冷冻；豆制品、面制品、水产、禽、肉类制品、调味品的研发、生产、销售等。

表 1：公司部分参控股公司

公司名称	直接持股比例(%)	主营业务
HUAWENFOOD(KENYA)EPZ LIMITED	100.00	食品生产
长沙市劲仔食品有限公司	100.00	食品生产
湖南省博味园食品有限公司	100.00	食品生产
湖南咚咚食品有限公司	100.00	食品生产
平江县劲仔农副产品初加工有限公司	100.00	食品加工
平江县劲仔食品有限公司	100.00	食品生产
湖南辣喜爱食品有限公司	70.00	食品生产

资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：公司主要管理层及其经历

姓名	主要工作经历
周劲松	男，中国国籍，出生于 1972 年 8 月，无境外永久居留权。1990 年起涉足风味休闲食品行业，劲仔食品集团股份有限公司创始人，现任董事长、总经理。兼任中国食品工业协会豆制品专业委员会副会长、中国水产流通与加工协会副会长、湖南省休闲食品行业协会执行会长、岳阳市工商联副主席。曾荣获全国食品工业科技创新领军人物、湖南十大创业型诚信企业家、岳阳市科学技术二等奖等荣誉。
刘特元	男，中国国籍，出生于 1976 年 12 月，无境外永久居留权。2004 年至 2009 年任漯河市平平食品有限责任公司副总经理，2010 年至 2012 年任湖南省俏嘴巴食品有限公司总经理，2014 年 4 月起担任劲仔食品董事，2017 年 1 月至今，担任劲仔食品董事、副总经理。曾荣获全国食品工业科技创新杰出人才等荣誉。
丰文姬	女，中国国籍，出生于 1988 年 10 月，无境外永久居留权，经济学学士。2012 年 8 月至 2014 年 6 月历任克明面业股份有限公司证券事务主管、证券事务代表，2014 年 6 月起担任劲仔食品副总经理、董事会秘书，2019 年 1 月至今，担任劲仔食品董事、副总经理、董事会秘书。
康厚峰	男，中国国籍，出生于 1982 年 4 月，无境外永久居留权，硕士学历，注册会计师、税务师、高级会计师、湖南省会计领军人才。2007 年 3 月至 2015 年 9 月历任天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所审计员、高级审计员、经理、高级经理，2015 年 10 月至 2016 年 12 月任雪天盐业集团股份有限公司财务部副部长、会计机构负责人。2017 年 1 月至今，担任公司副总经理、财务总监。
苏彻辉	女，中国国籍，出生于 1977 年 8 月，无境外永久居留权。2009 年 5 月至 2010 年 7 月任岳阳市天正门窗幕墙装饰工程有限公司财务经理，2010 年 8 月至 2016 年 12 月历任公司财务负责人、副总经理。2017 年 1 月至今，担任公司副总经理。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析：“持续高增长，发展更强劲”，营收、盈利能力展现韧性

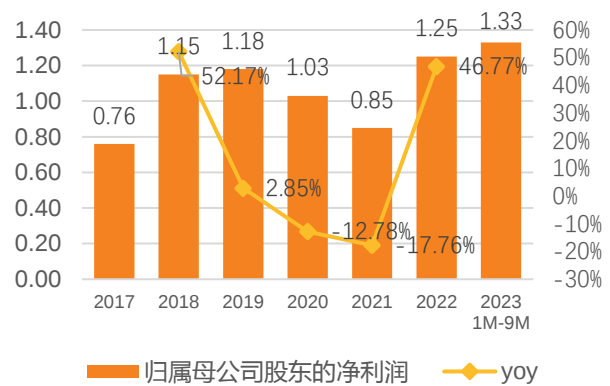
“大包装升级”战略持续发力，公司营收指标和盈利能力展现较强韧性。2023 前三季度公司实现收入 14.93 亿元，同比增长 47.85%，实现归母净利润为 1.33 亿元，同比增长 46.77%；2022 年公司实现收入 14.62 亿元，同比增长 31.59%，实现归母净利润为 1.25 亿元，同比增长 46.77%。2020-2022 年虽面对各种挑战，但公司始终以“大包装升级”为战略抓手，产品矩阵得到优化，渠道竞争力不断加强，营收指标和盈利能力呈现较强韧性。2021 年，公司重点发力渠道建设、产品创新以及人才培养，实现收入 11.11 亿元，同比增长 22.21%；2020 年，在新冠疫情带来的困难下，公司仍聚焦主营业务，稳步实施战略升级，实现稳健发展，全年实现收入 9.09 亿元，同比增长 1.60%。

图 3：2017-2023 1M-9M 公司营业总收入&yoy（亿元，%）



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，天风证券研究所

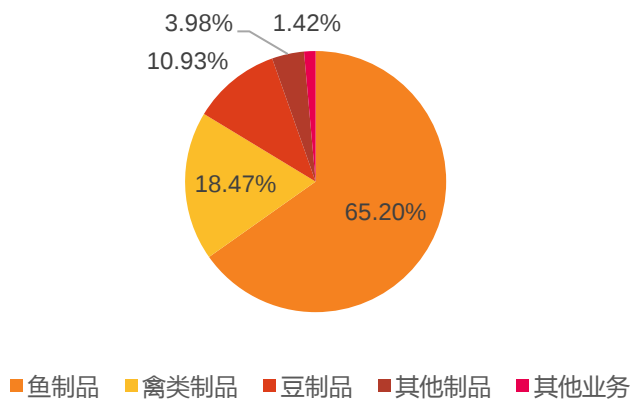
图 4：2017-2023 1M-9M 公司归母净利润&yoy（亿元，%）



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，天风证券研究所

鱼制品销售贡献主要业绩，营收占比超 60%。分产品来看，2023 年上半年，公司鱼制品销售实现收入 6.03 亿元，于主营业务收入中占比 65.2%，为公司主要营收来源；禽类制品销售实现收入 1.71 亿元，于主营业务收入中占比 18.47%；豆制品销售实现收入 1.01 亿元，于主营业务收入中占比 10.93%；其他产品销售实现收入 0.37 亿元，于主营业务收入中占比 3.98%；其他业务销售实现收入 0.13 亿元，于主营业务收入中占比 1.42%。整体来看，公司 23 年上半年营业收入较上年同期增长 49.07%，主要是持续开发及优化经销商、落实终端市场建设、新产品推广以及新媒体平台收入增长所致。

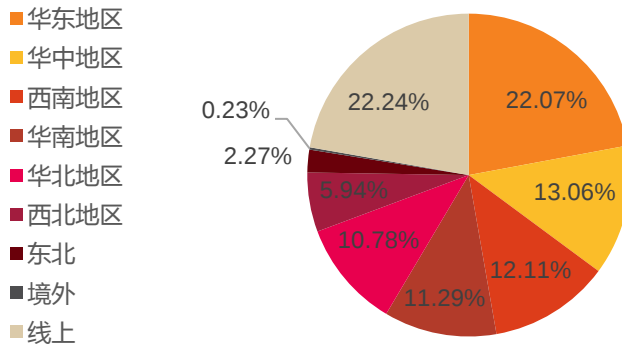
图 5：2023 上半年公司分产品主营业务收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

华东地区收入占比最大，近年不断优化市场战略布局。分地区来看，2023 上半年，公司于华东地区营收占比最高，2023 年上半年实现收入 2.04 亿元，同比增长 59.76%，占整体收入的 22.07%，其次为华中、西南地区。同时公司积极开拓海外市场，境外食品零售商认可度提高，境外收入较上年同期增加 52.87%。线上实现营业收入 2.06 亿元，占营业收入的 22.24%，较上年同期增长 69.71%。

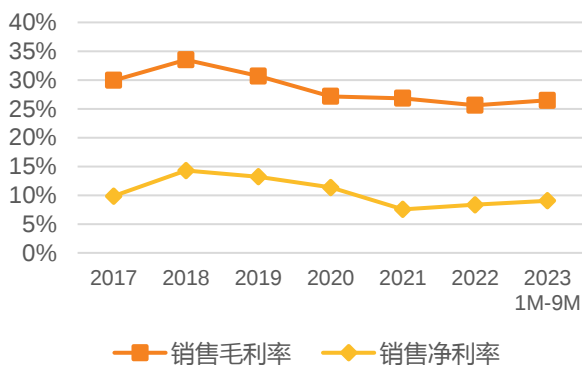
图 6：2023 上半年公司分地区主营业务收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

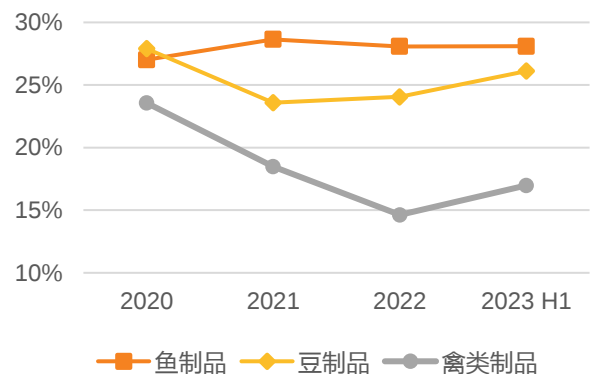
盈利能力方面，2023 前三季度公司毛利率为 26.47%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 47.49%，归母净利率为 8.92%。2023 年上半年公司毛利率为 26.26%，同比减少 0.81pct，主要系鱼制品原料价格上涨以及新产品推广，产品结构变化所致，实现归母净利润 0.83 亿元，同比增加 47%。分产品来看，2023 上半年公司鱼制品业务销售毛利率为 28.10%，同比下滑 1.39pct；豆制品毛利率为 26.12%，禽类制品毛利率最低，为 16.98%。分地区来看，公司华南地区业务毛利率最高，为 27.62%。

图 7：2017-2023 1M-9M 公司销售毛利率与销售净利率



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 8：2020-2023 H1 公司分产品毛利率

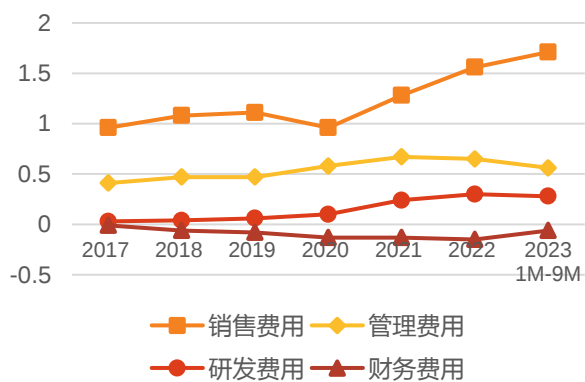


资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，天风证券研究所

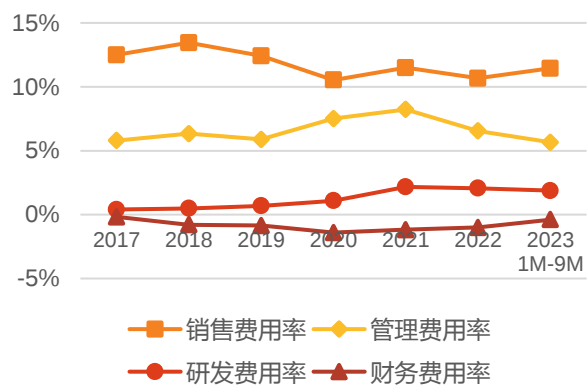
费用率方面，公司 2023 前三季度期间费用率为 16.7%。其中，销售费用率为 11.44%，同比+0.9pct，主因前三季度公司增加了终端费用的投放，销售人员薪酬、品牌推广费与电商平台推广服务费同比增长所致；管理费用率为 3.78%，同比-1.38pct；研发费用率为 1.88%，同比+0.04pct。

图 9：2017-2023 1M-9M 公司各项费用（亿元）

图 10：2017-2023 1M-9M 公司各项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 辣味零食市场规模快速增长，未来行业发展空间广阔

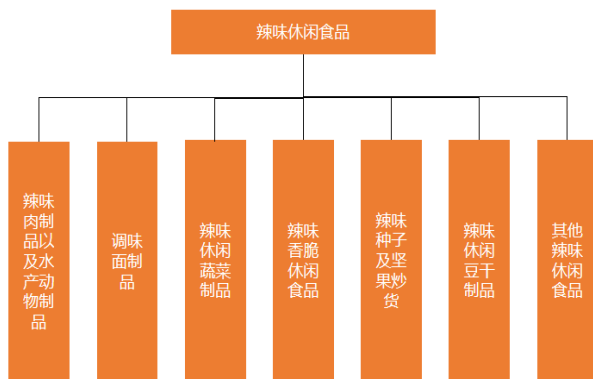
2.1. 辣味零食：增速高于休闲食品行业整体，行业占比持续提升

2.1.1. 辣味休闲食品种类丰富、历史悠久，为休闲食品重要分支

休闲食品俗称“零食”，是指通常在正餐以外的时间里或休闲时间食用的包装食品。休闲食品种类多样、口味丰富，它们不仅为消费者提供味觉上的享受，也能给消费者带来一定的情绪价值。亿滋国际在 2020 年发布的《零食现状报告》认为，消费者将吃零食视为获得舒适感、情感联系和归属感的重要源泉。

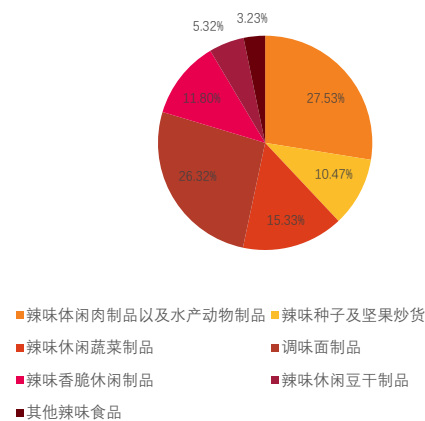
辣味食品在中国饮食习惯中历史悠久。据中山大学人类学学者曹雨所著的《中国食辣史》，中国人食辣已有 400 多年历史。我国是世界第一大辣椒生产国与消费国，食辣人群基数巨大。据 2020 年中国辣椒产业数据分析显示，国内可以吃辣或喜欢吃辣的消费者超过 6.5 亿人。辣味休闲食品在休闲食品子类中占有重要地位，这是指原材料包含一种或多种辣味调料的休闲食品，大致可分为辣味肉制以及水产动物制品、调味面制品、辣味休闲蔬菜制品、辣味香脆休闲食品、辣味种子及坚果炒货、辣味休闲豆干制品以及其他辣味休闲食品。其中辣味休闲肉制品以及水产动物制品、调味面制品、辣味休闲蔬菜制品消费占比较高，2021 年分别为 27.53%、26.32%、15.33%。此外，辣味香脆休闲制品、辣味种子及坚果炒货、辣味休闲豆干制品分别占比 11.80%、10.47%、5.32%。

图 11：辣味休闲食品细分分类



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

图 12：2021 年我国辣味休闲食品细分市场占比情况



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

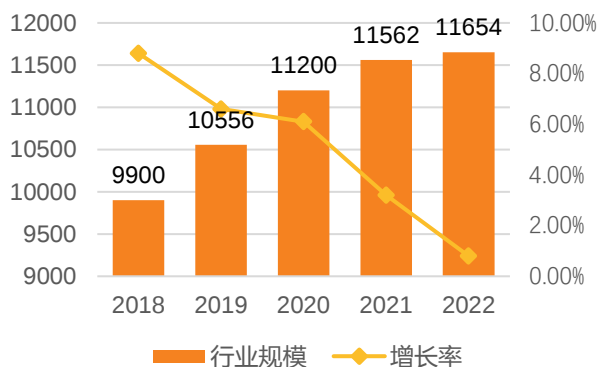
2.1.2. 辣味零食高于休闲食品行业增速，占休闲食品比例持续提升

中国是全球最大的休闲食品市场之一，随着中国经济的快速发展，消费者对休闲食品的需求不断增长，人均消费额和人均消费量预计将持续提升，推动行业稳健增长。艾媒咨询数据显示，从 2018 年到 2022 年中国休闲食品行业市场规模持续增长，市场总规模从 9900 亿元增长至 11654 亿元，期间复合增长率约为 4.2%。市场规模增速基本稳定略有放缓，但仍受可支配收入增长、城镇化进程加快、消费场景日益丰富、现有产品持续升级及新产品推出以及销售渠道不断改善等因素的推动。

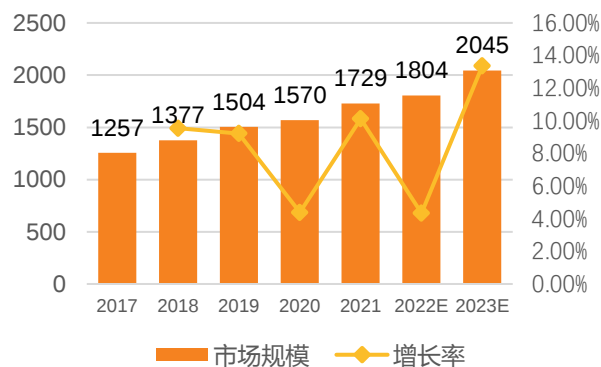
辣味休闲食品在中国的受欢迎程度与日俱增。随着近年来辣味休闲食品行业的发展，众多食品生产商持续开发新型食品以适应不断变化的消费者偏好，推动了辣味休闲食品行业的增长。据华经产业研究院数据，辣味休闲食品 2017-2021 年复合增速达到 8.3%，高于休闲食品行业整体增速，预计 2022 年和 2023 年行业规模将分别达到 1804 和 2045 亿元。

图 13：2018-2022 年中国休闲零食行业规模（亿元，%）

图 14：2017-2023 年我国辣味休闲食品规模及预测（亿元，%）



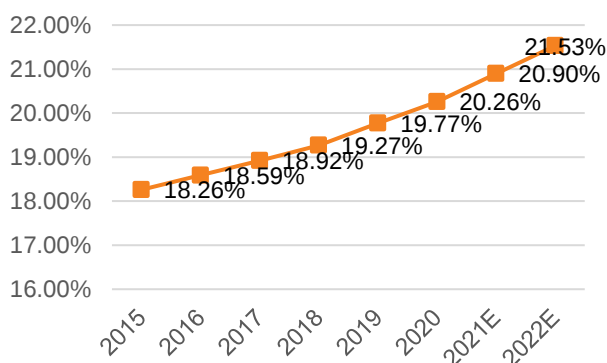
资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

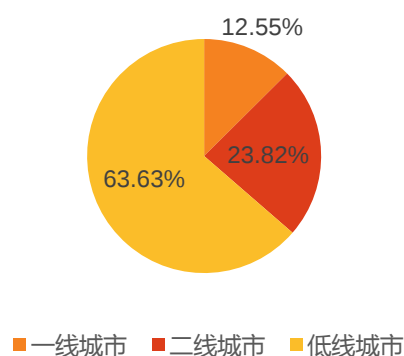
辣味休闲食品市场规模及在休闲食品市场规模中的占比呈现增长态势，低线城市增长潜力更大。2015-2020 年我国辣味休闲食品在休闲食品中的占比由 18.26% 增长至 20.26%，2022 年辣味休闲食品在休闲食品中的占比进一步提升至 21.53%。低线城市占整体辣味休闲食品市场的份额最高，按零售额计算，2021 年低线城市辣味休闲食品市场占整体市场的 63.6%。2016 年至 2021 年低线城市辣味休闲食品市场的年复合增长率为 9.6%，根据卫龙招股说明书预计，2021 年至 2026 年的年复合增长率将达到 11.0%，高于一线城市及二线城市辣味休闲食品市场的增长率。

图 15：2015-2022 年我国辣味休闲食品市场规模占休闲食品市场规模的比重 (%)



资料来源：观研天下，商业新知，天风证券研究所

图 16：2021 年我国辣味休闲食品区域消费占比情况 (%)



资料来源：观研天下，商业新知，天风证券研究所

2.2. 行业特征：品类多样性和消费场景丰富度不断提升，全渠道消费持续扩容

2.2.1. 辣味零食新品层出不穷，消费场景的丰富与消费频次不断提升

辣味休闲食品的持续创新助推了“辣潮”的崛起。辣味休闲食品已经开发了包括甜辣、酸辣在内的多种新辣味口味，以满足更广泛的消费者需求。另外，在辣味休闲食品行业内出现了若干有潜质的细分市场，例如海带、魔芋等辣味休闲蔬菜制品。得益于其健康的属性、优异的口感、现有产品的持续升级及新产品的推出，该等产品对消费者产生了极大的吸引力。其中，魔芋制品本身具备高膳食纤维、低碳水化合物、低脂肪的健康属性，因而广受欢迎。其他辣味休闲食品也不断推陈出新，如白象自 2006 年推出辣味速食品牌“大辣娇”，随后不断丰富其品类，现已有火鸡面、酸辣粉、红油面皮、拌面、南昌拌粉、新疆炒米粉等众多产品。2019 年大辣娇火鸡面在天猫年销售额达到 5000 万元，之后白象又推出“大辣娇”系列的新产品重庆小面，以其个性表达受到年轻人追捧。辣味休闲食品龙头企业卫龙则围绕辣条这一细分品类做出了多元化的产品如大面筋、大辣片、亲嘴烧、大刀肉、小辣棒等众多细分产品，此外还有魔芋爽、烤面筋、香辣鱼豆腐等辣味休闲食品。

图 17：白象“大辣娇”系列产品



资料来源：纳食公众号，天风证券研究所

图 18：卫龙推出多种辣味产品

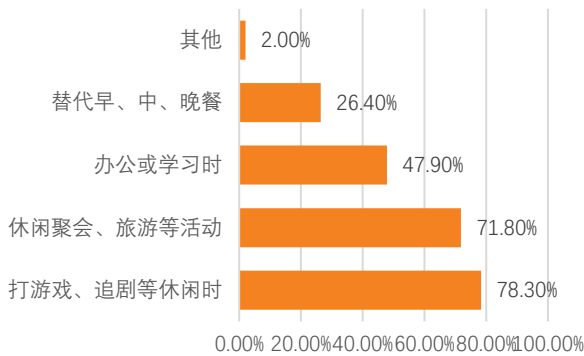


资料来源：卫龙 2023 半年报，新经销公众号，天风证券研究所

消费习惯的演变是中国辣味休闲食品行业增长的关键因素。据艾媒咨询，2021 年中国休闲食品消费者消费场景主要聚焦打游戏、追剧等休闲时间以及休闲聚会、旅游等活动。同时，辣味食品的消费场景也不再局限于正餐，已经拓展至休闲活动、娱乐、旅游、办公时间等多种场景，与零食消费场景契合。得益于消费场景的多元化，辣味休闲食品的消费频次亦快速提升，进一步助推其市场的增长。根据艾瑞咨询，消费者对食品的需求已经从“吃饱”到“吃好”与“吃健康”，对食品需求不断提高，安全性、品质和口味成

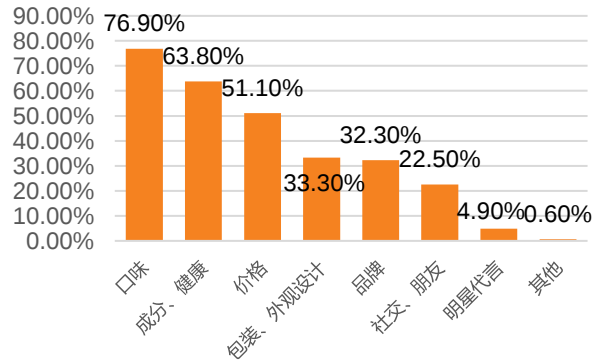
为消费者食品购买的最关键因素，消费者更愿意为品质安全、口味好吃的食品买单。

图 19：2021 年中国休闲食品消费者消费场景



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 20：2021 年中国休闲食品消费者考虑因素

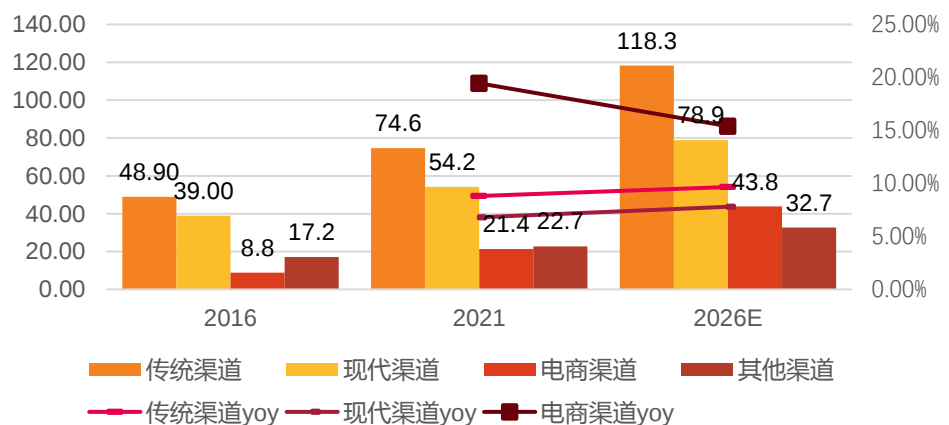


资料来源：福建省食品工业协会公众号，艾媒咨询，天风证券研究所

2.2.2. 传统渠道及现代渠道为主要消费渠道，线上渠道成为重要增长点

传统渠道及现代渠道占据中国辣味休闲食品市场份额的绝大部分，电商渠道增速明显高于其他渠道。按零售额计，2021 年以小型杂货店、非连锁便利店、批发市场及夫妻店为代表的传统渠道，以及以购物商场、超市及连锁便利店为代表的现代渠道占整体市场的份额分别达到 43.1%及 31.3%，线上电商渠道占整体市场的份额则达到 12.4%。随着线下渠道向低线城市进一步下沉及效率提升，卫龙预计 2021 年至 2026 年，传统渠道及现代渠道将分别以 9.7%及 7.8%的年复合增长率增长，而随着网络的持续渗透和年轻消费者在线购物需求的上升，预计 2021 年至 2026 年电商渠道年复合增长率将达到 15.4%。以现代和传统渠道为代表的线下销售渠道不断完善，向低线城市的进一步下沉提升了辣味休闲食品的可触达性。随着年轻消费者在线购物需求的增加，线上渠道蓬勃发展。零售渠道的完善促进了消费者消费频次的提升，逐渐释放低线城市的市场潜力。

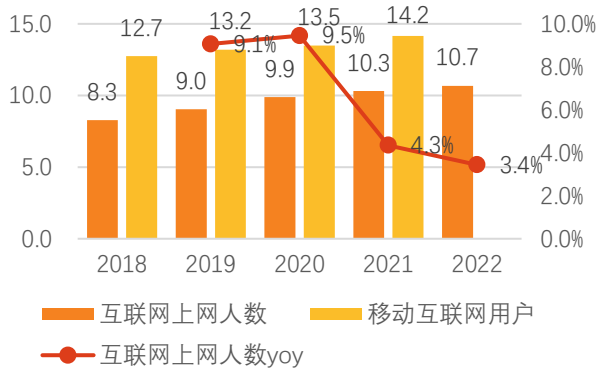
图 21：2016-2026 年辣味零食于各渠道零售额及 yoy（十亿元，%）



资料来源：卫龙招股书，天风证券研究所

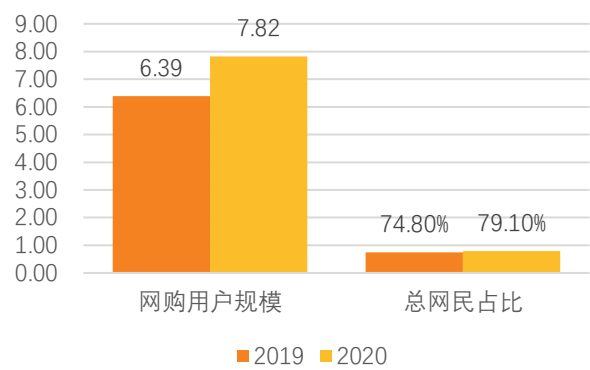
互联网对居民生活影响不断深化，网络购物流量红利持续增长。国家统计局的数据显示，互联网上网人数与移动互联网用户持续增长，2022 年互联网上网人数已达 10.7 亿，较 2018 年增长 28.8%。CNNIC 数据显示，截至 2020 年 12 月中国网络购物用户规模达 7.82 亿，较 2019 年底增长 22.38%；2020 年底网络购物用户规模占网民整体比例达 79%，较上年末增加 4%，网络购物及移动网络购物已经深入到居民的日常消费中，其高普及率为休闲食品线上销售快速增长奠定用户流量基础，线上渠道成为辣味零食的重要增长点。

图 22：2018-2022 互联网上网人数与移动互联网用户（亿人，%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 23：我国网络购物用户规模与占网民整体比例（亿人，%）



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

2.2.3. 辣味零食出海初具规模，未来有望凭借成瘾性+好味道持续拓张

辣味食品等中国传统零食兼具特色风味及一定成瘾性，有望凭借“好味道”出海拓张。具有中国特色的辣条目前已远销 160 个国家，卫龙作为海外市场开拓的领航者，2023 年上半年海外市场营收 4500 万元，同比上涨 78.9%。对比前两年，2022 年度海外销售额为 6547.4 万元，2021 年度海外销售额为 1979.6 万元，增长速度可观。

我们认为具备特色风味的中国传统食品（以辣味食品、瓜子为代表）更有望实现出海拓张，原因在于：1）中华传统美食的特色属性：中华传统美食在国内传承多年，在海外市场却是新兴的品种，新产品+中华饮食文化的历史标签使得其出海后可与海外本土产品形成充分的差异化竞争；2）好味道+成瘾性助力强化消费者粘性：中国特色风味食品通常具备有记忆点的口味（如刺激性的辣味）以及轻度的成瘾性，因而通常具备更好的消费者粘性，有望凭借其差异化的产品、有记忆点的口味形成良好的用户粘性，支撑海外扩张。

图 24：卫龙全球销售网络



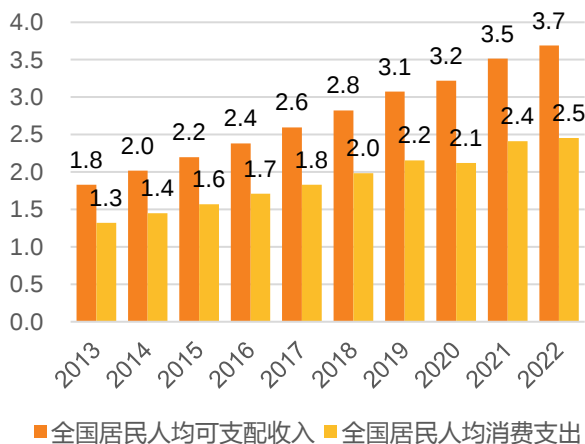
资料来源：卫龙官网，天风证券研究所

2.3. 增长驱动：行业快速发展扩容，多元因素共同发力

2.3.1. 驱动因素 1：居民收入增加，消费水平快速提升

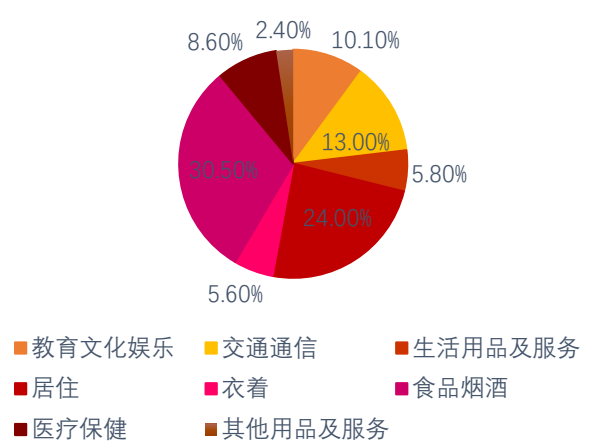
我国居民收入水平快速提升，居民消费能力显著提高。根据国家统计局数据，2013-2022 年，我国居民人均可支配收入从 18311 元增长至 36883 元，年均复合增长率（名义）达 8.09%。在可支配收入持续增长下居民的消费能力显著提升，2013 年我国居民人均消费支出为 13220 元，增长至 2022 年的 24538 元，年均复合增长 7.11%。在 2022 年全国居民人均消费支出构成中，食品消费依旧占据居民生活花费中的最主要部分，据国家统计局数据显示，2022 年我国居民人均食品烟酒支出 7481 元，占居民人均消费支出的比重为 30.5%，较 2021 年增加 0.7pct。经济增长及人均可支配收入的提升将显著增强消费者购买力，从而有望带动辣味休闲食品市场的增长。

图 25：全国居民人均可支配收入（万元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 26：2022 年全国居民人均消费支出构成



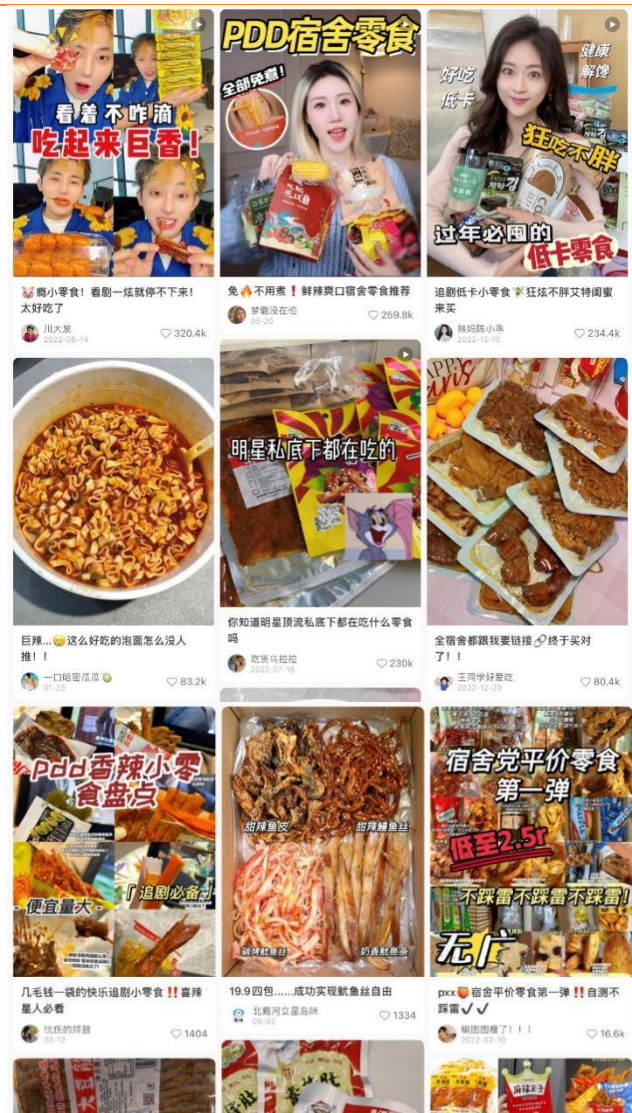
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.3.2. 驱动因素 2：辣味网红零食层出不穷，点燃消费热潮

以“魔鬼辣”为噱头，网红辣味休闲食品刷爆社交圈。从引发年轻消费者自发打卡尝试的韩国三养火鸡面，到王小卤的虎皮凤爪、谭八爷的麻辣冷吃牛肉、白象食品的大辣娇韩式火鸡拌面、小龙虾麻辣拌面、三只松鼠的麻辣零食大礼包等。消费者释放的“无辣不欢”零食信号，一次次点燃辣味零食行业消费热情，得到了各方零食品类的纷纷响应，从肉干卤味、豆干、蔬菜干、饼干膨化、坚果炒货、到海味即食等，辣味零食不断推陈出新，更新换代。

我国互联网、电商及社交媒体的发展助推了辣味休闲食品的盛行。越来越多的网络红人将辣味休闲食品视为其内容创作的有趣素材，在知名社交平台上开展美食评测等，进一步加快了辣味休闲食品的大众传播。据调查，我国食辣族群基本集中在 20-39 岁的年龄段。百威英博发布的《年轻人饮食调查报告》显示，麻辣味外卖最受年轻人喜爱，很多消费者表示，吃饭的时候如果没有辣味，就觉得少了点什么。

图 27：众多辣味食品在小红书上成为网红零食



资料来源：小红书 APP，天风证券研究所

图 28：辣味零食在淘宝销量热度高



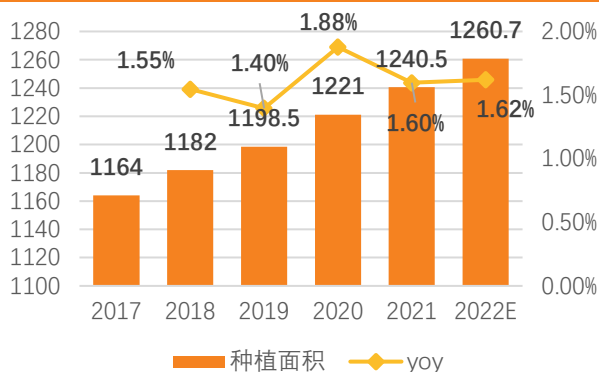
资料来源：淘宝 APP，天风证券研究所

2.3.3. 驱动因素 3：“无辣不欢”的饮食理念蔓延，辣椒产量持续增长

“无辣不欢”的饮食理念在全世界蔓延开来，带来市场需求的快速增长和相关产业的蓬勃发展。我国辣椒种植面积和产量持续增加，市场交易活跃，带动相关产业规模稳步增长。在快节奏生活下，年轻消费者对速食方便快捷满足口腹之欲的要求推动了辣味食品的兴盛。吃辣不仅是“都市人释放压力的精神革命”，也是“社交硬通货”。《中国食辣史》中提到一起吃辣是彼此共情的过程，通过集体承受舌尖上的痛觉，达到加深情感的社交目的。辣其实并不是一种味觉，而是一种类似触觉的痛觉，吃辣后身体会产生例如分泌类似吗啡的物质内啡肽，试图通过产生快感来镇痛。这样很容易让人产生一种类似上瘾的愉悦感，而辣的上瘾性，很好的提升了消费者的粘性和复购率，让辣味越来越受欢迎，辣味休闲食品在食辣风尚的扩散中获得了高速增长，有望逐渐成为休闲食品主要增长动力之一。

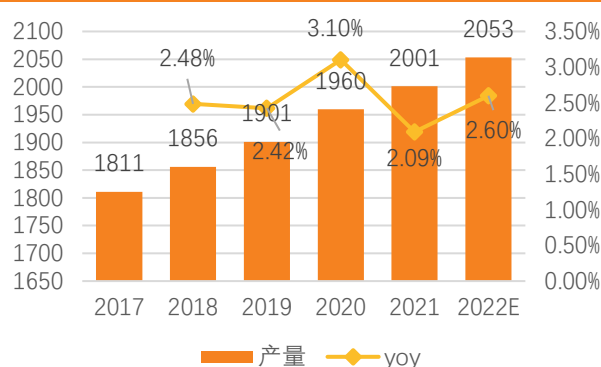
辣椒是我国重要的蔬菜和调味品，近年来已成为中国种植面积最大的蔬菜。据种植与农资公众号，2017-2021 年我国辣椒种植面积由 1164 万亩增长至 1240.5 万亩，预计 2022 年将达 1260.7 万亩。随着种植面积扩大，我国辣椒产量也持续增长。2017-2021 年我国辣椒产量由 1811 万吨增长至 2001 万吨，预计 2022 年将达 2053 万吨。

图 29：2017-2022 年我国辣椒种植面积及增速（万亩，%）



资料来源：种植与农资公众号，天风证券研究所

图 30：2017-2022 年我国辣椒产量及增速（万吨，%）



资料来源：种植与农资公众号，天风证券研究所

食用辣味休闲食品可以为消费者带来愉悦的体验，因此辣味休闲食品受到来自不同年龄层次消费者的喜爱，孕育了日益壮大的辣味休闲食品消费者群体。城镇化进程加快促进人口流动，加上物流基础设施进一步完善，也有助于地方美食传播到全国各地。辣味食品由主要在湖南、湖北、四川、重庆、贵州及江西盛行，逐步风靡全国。

表 2：中国辣椒主产区分布及品种概况

主产区	品种
华南主产区(四川、重庆、贵州、云南、湖南、江西、湖北等)	线椒、干椒、朝天椒、薄皮泡椒、羊角椒等
北方保护地主产区(山东、河北、辽宁等)	牛角椒、高品质的大果型黄皮椒、厚皮甜椒等
西北主产区（甘肃、新疆、陕西等）	加工干椒、大果型螺丝椒、厚皮甜椒等
东北主产区(东北三省、宁夏、内蒙古等)	厚皮甜椒、粗黄绿皮尖椒、麻辣椒、沈椒等

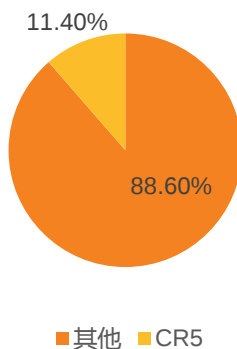
资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

2.4. 竞争格局：行业集中度较为分散，头部企业上升空间大

2.4.1. 市场格局相对分散，品牌价值持续增长

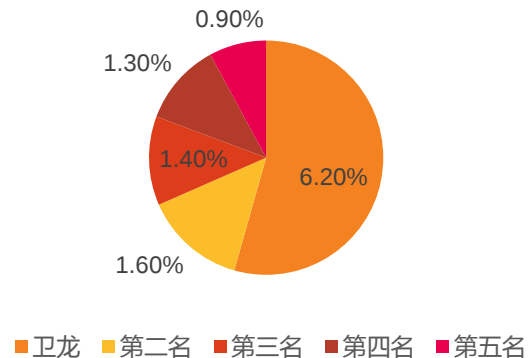
我国辣味零食行业市场格局整体较为分散，多品牌参与竞争较为激烈。根据弗若斯特沙利文报告，中国辣味休闲食品的市场相对分散，按零售额计，2021 年前五大企业的总市场占有率为 11.4%，其中卫龙是中国最大的辣味休闲食品企业，市场份额为 6.2%，按零售额计，是第二大企业的 3.9 倍，超过第 2 至第 5 名企业的市场份额之和。随着消费者对休闲零食的产品品质追求的日益增强，品牌形象是吸纳新消费者并提高复购率的重要因素，中国辣味休闲食品市场头部品牌培养了庞大的消费者群体，未来品牌价值将更加凸显。

图 31：我国辣味休闲食品市场竞争格局



资料来源：观研天下，商业新知，天风证券研究所

图 32：我国辣味休闲食品市场 CR5 市占率



资料来源：观研天下，商业新知，天风证券研究所

2.4.2. 辣味食品安全要求提升，推动规模化、标准化企业进一步抢占市场

食品行业规范相关政策，拥有规模化运作能力的品牌企业有望进一步抢占市场份额。随着行业的发展，监管部门和民众对食品安全愈发重视，传统休闲食品行业的监管体系不断健全，行业标准日趋完善。食品安全关系到消费者的切身利益，成为社会舆论和新闻媒体关注的重点，国家也相继出台了《中华人民共和国食品安全法》《中华人民共和国产品质量法》等一系列加强食品质量安全的法律法规，并加大了对于违反食品安全相关规定的处罚力度。在质量标准、市场准入、生产许可制度等方面对休闲食品的产品生产和产品质量提出了更高的要求。企业层面更加重视品质监管问题，且在行业的低市场集中度与越发激烈的竞争格局之下，行业中具有更高运营标准的龙头企业将从不断提高的行业标准中受益，并在未来获得更多市场份额。

表 3：涉及食品安全主要政策

时间	发文单位	文件名	主要相关内容
2023 年 3 月	国家市场监督管理总局	《市场监管总局关于进一步规范餐饮服务提供者食品添加剂管理的公告》	企业严格按照《食品安全国家标准食品添加剂使用标准》规定的食品添加剂使用原则，允许使用的食品添加剂品种、使用范围及最大使用量或残留量，规范食品添加剂管理，同时餐饮服务企业应将食品添加剂管理情况作为日管控、周排查、月调度的重要内容
2022 年 3 月	中共中央办公厅、国务院	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	建设全国统一市场是构建发展新格局的基础支撑和内在要求。优化商贸流通基础设施布局，加快数字化建设，推动线上线下融合发展，形成更多商贸流通新平台新业态新模式
2021 年 6 月	国家市场监督管理总局	《网络食品安全违法行为查处办法》（2021 年修改）	强化平台和入网食品生产经营者义务，明确了网络食品交易第三方平台提供者和通过自建网站交易的生产经营者备案、保障网络食品交易数据和资料可靠性、安全性以及记录保存交易信息等义务等
2021 年 3 月	全国人民代表大会	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	深入实施食品安全战略，加强食品全链条质量安全监管，推进食品安全放心工程建设攻坚行动，加大重点领域食品安全问题联合整治力度
2020 年 9 月	国务院办公厅	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	经过 3-5 年努力，促进新型消费发展的体制机制和政策体系更加完善，到 2025 年，培育形成一批新型消费示范城市和领先企业，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重显著提高，“互联网+服务”等消费新业态新模式得到普及并趋于成熟
2020 年 7 月	国家发展改革委等 13 个部门	《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》	把支持线上线下融合的新业态新模式作为经济转型和促进改革创新的重要突破口，打破传统惯性思维。从问题出发深化改革、加强制度供给，更有效发挥数字化创新对实体经济提质增效的带动作用，推动“互联网+”和大数据、平台经济等迈向新阶段
2019 年 5 月	中国共产党中央委员会、国务院	《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	遵循最严谨标准、最严格监管、最严厉处罚、最严肃问责的“四个最严”要求，建立食品安全现代化治理体系，提高从农田到餐桌全过程监管能力，提升食品全链条质量安全保障水平，增强人民群众的获得感、幸福感、安全感

资料来源：各政府官网，天风证券研究所

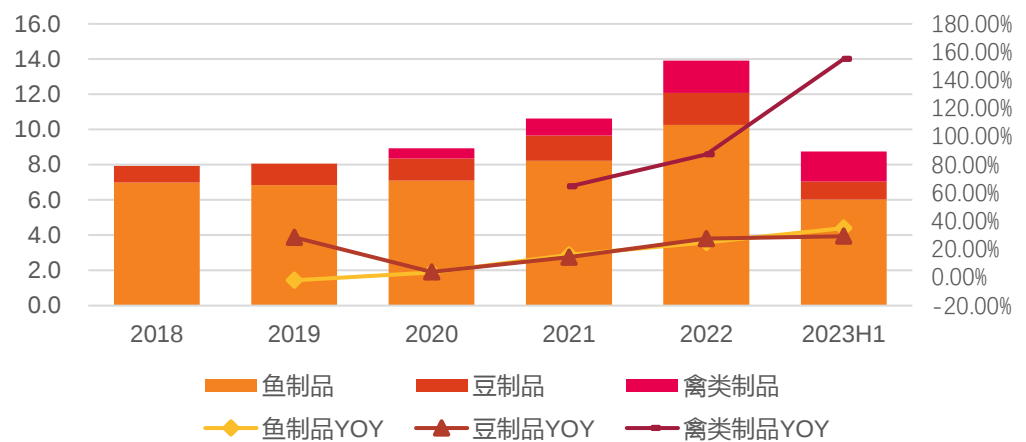
3. 竞争优势：丰富大单品矩阵、卓越供应链管理、“大包装+散称”战略填充空白渠道

3.1. 产品：研发模式完备、费用持续投入，优势、潜力单品同步贡献增量

3.1.1. 产品端：专注高蛋白赛道，不断丰富大单品矩阵

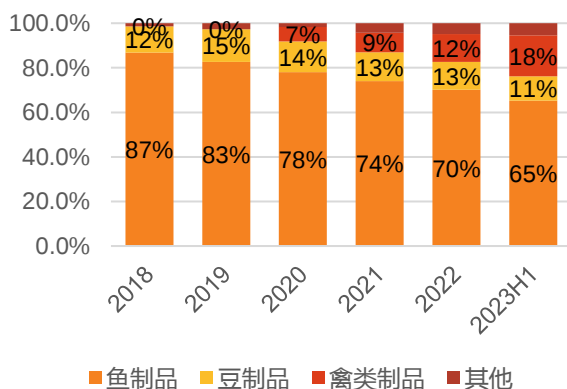
公司产品分三大板块，鱼类占比最大，禽类近年增速最快。公司产品包含鱼制品，豆制品，禽类制品三大板块，鱼制品近年保持稳健增长，23 年上半年受益于“大包装升级”策略持续发力，公司鱼制品实现收入 6.0 亿元，同比增长 35.0%，增速相较往年进一步加快。禽类制品近年增速明显加快，受益于鹌鹑蛋产品的快速放量，23 年上半年已成为公司第二大品类，收入增速达 155.1%。毛利率层面，除去 20 年会计准则的影响，以及部分新品推出时毛利率较低的情况，公司各品类毛利率基本维持在相对稳健的水平。

图 33：2018-2023H1 公司分产品营业收入及 YOY（亿元，%）



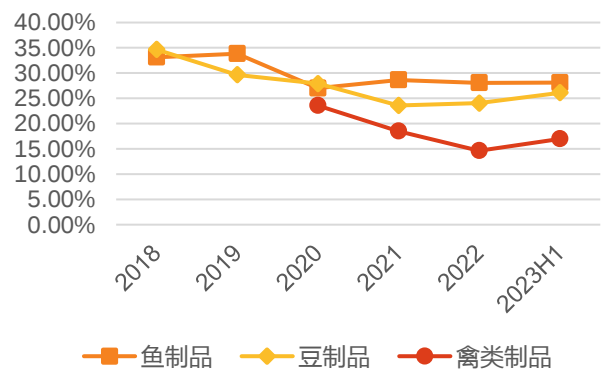
资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：2018-2023H1 公司分产品营业收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：2018-2023H1 公司分产品毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

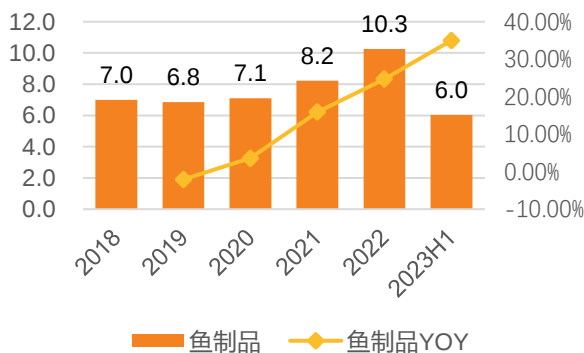
图 36：公司产品分类



鱼制品：2022 年小鱼晋升为超十亿级单品，在现有优势下继续深挖潜力

公司 2011 年正式进军休闲鱼制品蓝海赛道；2013 年采用“代言人+精准投放”策略，签约汪涵作为品牌代言人，定位年轻化市场，为后续公司大单品放量奠定了坚实基础。2021 年三季度，公司推出**大包装系列产品**，一方面提高了单次客单价，另外也可以适配更多的销售的渠道，以及覆盖更多的人群，增加了在 CVS、KA 渠道终端的曝光率，助力公司小鱼干大单品成功在 2022 年达到 10 亿营收。

图 37：2018-2023H1 公司鱼制品营收及 YOY（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 38：2013 年公司邀请汪涵担任代言人



资料来源：劲仔公众号，天风证券研究所

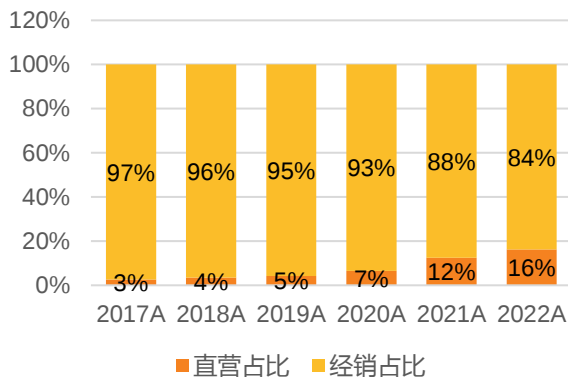
稳居行业第一，赛道空间广阔。公司的核心单品“劲仔小鱼”具有较高的产品知名度，在休闲鱼制品行业占据领先地位。行业协会资料显示，休闲鱼制品未来前景巨大，目前零售总额约为 200 亿元，预计 2030 年将达到 600 亿元。整体来看，2017 年至 2022 年，公司休闲鱼制品品类的销售规模稳居休闲鱼制品领域行业第一。线上渠道来看，根据淘系（天猫、淘宝等）、京东平台数据统计显示，劲仔鱼制品销量连续多年均为即食鱼类零食行业第一，并晋升海味零食第一。

发起制定行业团体标准，彰显公司前瞻、领头羊地位。2021 年，中国水产流通与加工协

会发布《风味熟制小鱼干》团体标准，该标准是全国首个小鱼零食标准，在确保小鱼零食安全、美味的基础上，让小鱼零食变得更加健康，符合休闲食品高端化、健康化发展潮流，有利于产业高质量发展。此次，劲仔食品牵头制定的《风味熟制小鱼干》团体标准，进一步体现工艺先进性，优化了产品品质特性，对含水量有了明确规范，并对产成品提出了更健康的要求，对盐分进行严格控制，要求产品含盐量不超过 3%，符合“减盐减油减糖”的健康饮食趋势。

剑指三十亿大单品目标，大包装战略、品类创新驱动增长。随着公司小鱼单品实现十亿级的收入体量后，公司也在近期提出，未来公司将继续以小鱼为核心，将天花板做高，从“十亿级单品”向“三十亿级单品”突破。而突破路径主要通过持续推进大包装战略，全力推动弱势渠道开商和经销商升级转型；公司 2023 年下半年推出了新品劲仔深海鳕鱼，从原材料选用、加工工艺、产品口味、保鲜方式、包装设计等各个方面进行了升级。目前深海鳕鱼进行了第一轮的铺货，在西安区域的部分高端渠道进行销售，根据美团外卖以及盒马的数据显示，目前新产品整体产品单价相较原大单品劲仔小鱼以及盒马特供的头条鱼产品的单价存在一部分比例的涨幅，但近期整体动销仍然较好。我们预计，随着新品大规模铺市后，也将有望带动公司鱼制品营收保持较快增长。

图 39：2017-2022 公司直营、经销占营收比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：2023 年下半年公司推出深海鳕鱼新品



资料来源：劲仔公众号，天风证券研究所

表 4：公司新品深海鳕鱼西安铺市情况

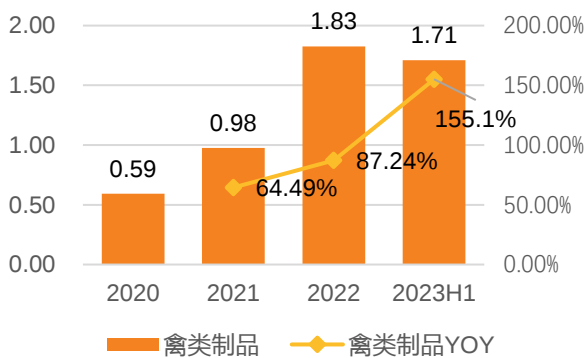
项目名称	规格 (g)	价格 (元)	单价 (元/500g)	铺货渠道
深海鳕鱼-盒装	122	19.9	81.6	KA
深海鳕鱼-袋装	82	17.9	109.1	KA
深海鳕鱼-袋装	58	12.8	110.3	CVS
深海鳕鱼-袋装	42	11.9	141.7	CVS
劲仔小鱼-盒装	240	29.9	62.3	KA、CVS
劲仔头条鱼-袋装	128	15.9	62.1	会员店（盒马）

资料来源：美团外卖 app，盒马 app，天风证券研究所

禽类制品：“潜力十亿级”单品鹌鹑蛋构筑公司第二增长曲线

公司禽类制品前期以手撕鸭肉干为主，在 2020、2021 年均未达亿级水平。2022 年，公司推出选用优质鹌鹑蛋为原料，采用小火慢卤工艺，开发出具有浓郁卤制风味，营养健康的鹌鹑蛋制品——“小蛋圆圆”。蛋制品拥有广泛的消费基础，鹌鹑蛋作为优质蛋白质原料，延续了劲仔产品系列的特色，既能满足消费者对口味的需求，又能满足消费者对零食健康营养的要求。在上市一年半的时间内，公司内部不断进行品质升级、工艺优化、设备迭代，截至 23 年 9 月份，月销已突破 4400 万元。

图 41：2018-2023H1 公司禽类制品营业收入及 YOY（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：公司鹌鹑蛋单品“小蛋圆圆”

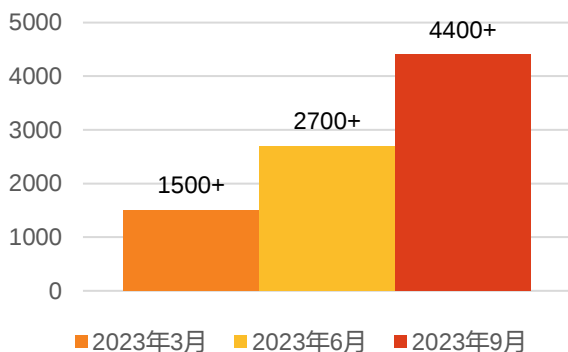


资料来源：劲仔公众号，天风证券研究所

行业未来空间广阔，竞争格局分散。从行业层面来看，中国蛋市场的规模达 3000 亿，而休闲蛋制品市场预计已达数百亿，预计 2025 年我国休闲蛋制品占比将达到 30%左右，行业空间广阔。但行业内，尤其是休闲鹌鹑蛋制品行业目前集中度较低，主流企业规模均在十亿以下，其中鲜本鲜鹌鹑蛋类年销 2 亿；劲仔食品鹌鹑蛋类年销达到亿元以上；盐津铺子全年规模预计可达 2 亿元。

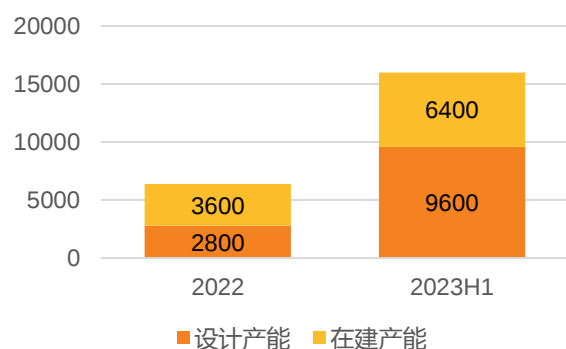
未来潜力“十亿级”单品，生产基地积极布局。2023 年前三季度，公司鹌鹑蛋产品已实现过亿的营收体量，9 月单月销售达到 4400 万元，晋升为公司第二大单品。随着公司鹌鹑蛋产品逐步放量，公司产能端扩容工作也在有序推进，截至 2023 年上半年，公司鹌鹑蛋已有设计产能接近 1 万吨，在建产能也增长到 6400 吨。同时，公司在积极布局新的鹌鹑蛋生产基地，为鹌鹑蛋朝“十亿级”单品迈进做好准备，打造公司第二增长曲线。

图 43：2023 年公司鹌鹑蛋月销收入爬坡速度较快（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：公司鹌鹑蛋产能扩充迅速（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 研发端：自建食品研究院，费用持续投入深化优势

公司设有独立研究院，拥有完备研发模式和机构设置。2020 年，公司设立独立的食物研究院，针对食物研发、质量技术、设备研究等三大方向九大系统进行探索攻坚。作为公司新产品研究开发的主导部门，负责根据公司战略目标制定研发计划，主导研发过程的进行，确保研发过程按时有序完成，并保障研发成果的有效转化。公司食物研究院建立了更加完善的研发体系，从市场信息调研、研发方案设计、样品小试、生产线中试、内外部科学评测等多个方面对技术研发进行统一筹划和协调。

图 45：公司研究院内景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

主攻产品提质及生产端降本增效，推出 8 项新品丰富产品矩阵。公司加大研发投入，通过对原辅料、工艺、配方等持续研究改良，提升产品的口味口感，满足消费者对产品风味的需求。在细分需求方面，公司通过原料优势、营养元素添加、降脂降盐等工艺，满足消费者对休闲食品消费升级的营养、健康的需求。2023 年上半年，公司开发了“深海鳀鱼、蜂蜜味鹌鹑蛋、真有鱼豆干”等 8 项新品，完成了 6 项产品重点升级项目。为产品升级、丰富产品矩阵提供了有力保障，也为更多热销产品提供了良好基础。

表 5：公司主要在研项目情况（截至 2022 年末）

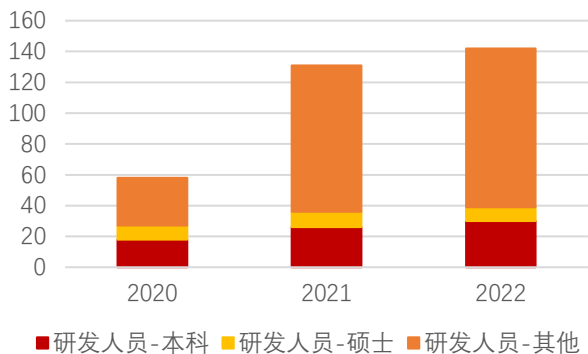
项目名称	项目目的	对公司未来发展的影响
深海小鱼减脂减盐加工技术研究	通过原料控制、微波/远红外技术研究，浸泡去盐及钠盐替代技术，开发低脂和低盐产品（脂肪和钠盐含量降低 10%~20%）	完成健康化的产品开发，满足消费者对健康产品的需求，提升公司核心竞争力
深海小鱼健康加工零防腐技术研究	通过原料管控、生产环境微生物及杀菌工艺研究，开发零防腐产品（零防腐剂，确保产品储存品质和口感）	完成健康化的产品开发，满足消费者对健康产品的需求，提升公司核心竞争力
酸浆豆干低温杀菌标准化生产工艺研究与应用	通过纯种发酵、微压煮浆、生物防腐剂及产品包装技术研究，确保产品低温杀菌产品的品质（提升产线自动化程度，低温杀菌保质期提升了 2 倍以上）	降本增效，提升产品品质及公司市场竞争力
新品鱼成品水份烘干系统技术研发	通过烘干设备技术研究，确保产品烘干效果，降低能耗，提升自动化程度	降本增效，提升公司核心竞争力

资料来源：公司公告，天风证券研究所

研发端持续发力，投入力度行业领先。从人员结构来看，公司研发人员数量从 2020 年的

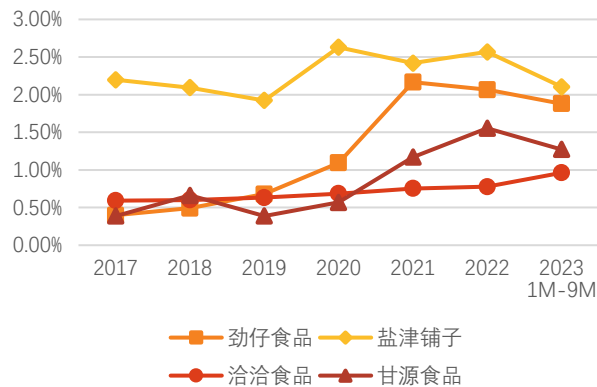
58 人增长至 2022 年的 142 人，队伍规模稳定增长。从研发费用来看，2018-2021 年呈现快速增长的趋势；相较同业可比公司，劲仔食品近年在研发端投入明显加大力度，研发费用率水平处于行业领先地位。2023 年前三季度，同行业公司盐津铺子/洽洽食品/甘源食品的研发费用率分别为 2.1%/1.0%/1.3%，而公司则达到 1.9%，这体现出了公司持续深化自身研发优势的决心。

图 46：2020-2022 年公司研发人员学历构成（人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 47：2017-20231M-9M 劲仔食品与可比公司研发费用率对比



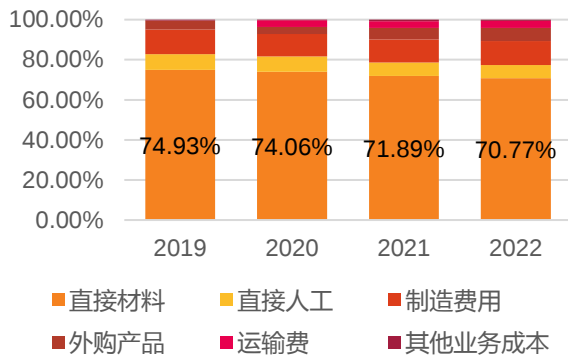
资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 供应链：产能快速扩张，采购高效协同，供应链体系不断完善

3.2.1. 采购端：原材料占成本比重超七成，设立肯尼亚分公司丰富采购选择

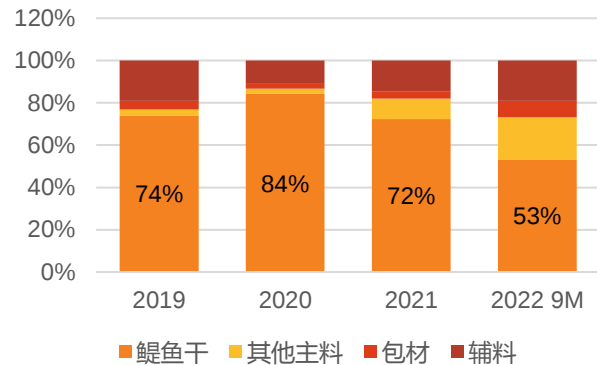
公司作为休闲食品制造业企业，营业成本 70%以上为原材料成本。其中鱼制品的主要原材料鳀鱼干金额相对较大，作为一种常见的小型海洋鱼类，鳀鱼干的市场供给量及采购价格受海洋捕捞政策、周遭海域渔汛期长短等多种因素影响。除鳀鱼干外，公司原材料主要包括大豆、鸭胸肉等主料，粮油、花椒等辅料，以及包材等，随着公司产销规模的稳定增加，除鳀鱼干外的其他原材料金额亦整体呈增加趋势。

图 48：2019-2022 公司营业成本构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 49：2019-2022 9M 公司原材料成本构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

鳀鱼主要采购自贸易商，考察设立肯尼亚分公司丰富采购渠道。公司生产所用的鳀鱼主要来源于越南、泰国等海域。公司的原材料鳀鱼干是由鳀鱼经清洗、暴晒、筛选后制成，鳀鱼的捕捞及加工主要由当地渔民经营的小渔厂完成，这些小渔厂具有作坊式的经营特点，分散在越南、泰国海岸线，且单个小渔厂的鳀鱼干生产量不大，无法满足公司的采购需求。因此公司选择从鳀鱼干贸易商处采购而非直接从生产厂商处采购。随着业务规模的不断发展壮大和管理水平的不断提高，公司也在不断丰富和拓展自身的采购渠道。一方面积极向行业上游拓展，逐步开始扩大从鳀鱼干原产地的直接采购规模。2017 年，公司对肯尼亚地区的鳀鱼资源市场及成本情况进行了实地考察。考察发现，肯尼亚周边海域内鳀鱼资源丰富、开发程度低，且当地海域工业污染较小，鳀鱼品质优良。因此，2017 年 5 月 17 日，公司全资子公司肯尼亚华文成立，进一步丰富了采购渠道。

图 50：公司肯尼亚分公司外景

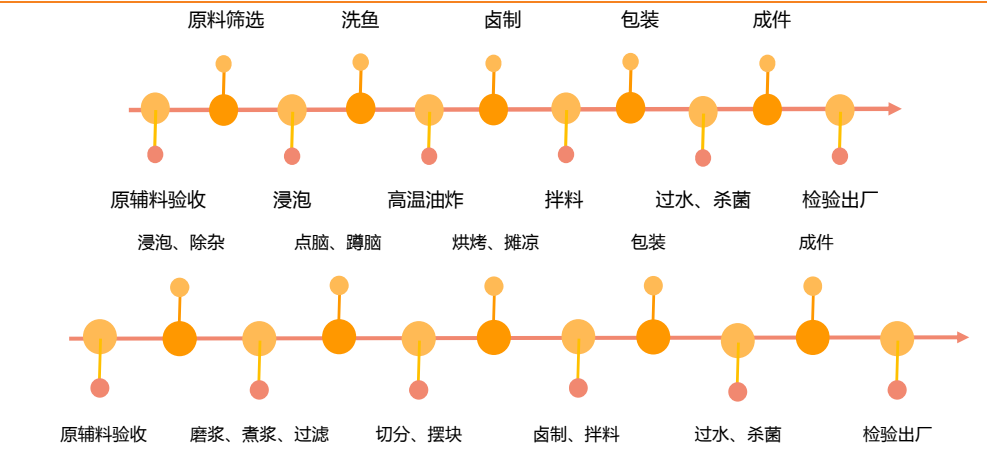


资料来源：湖南省中非经贸合作促进研究会公众号，天风证券研究所

3.2.2. 生产端：产能接近满负荷，定增扩产突破瓶颈

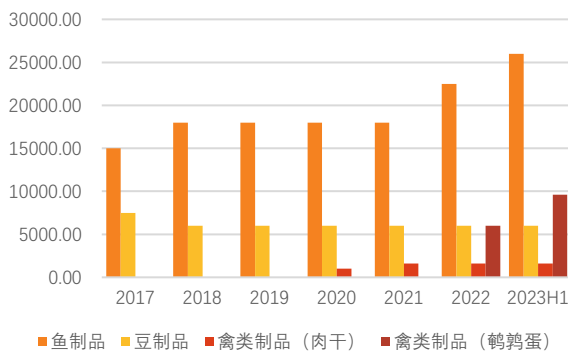
公司坚持自主生产，两大生产基地分工明确。公司生产模式主要为自主生产，实行“以销定产”的生产模式，根据销售订单和市场需求情况合理制定生产计划，并组织各生产基地有序生产。目前主要设有两大生产基地：湖南省平江高新技术产业园区生产基地和湖南省岳阳市经开区康王工业园生产基地。湖南省平江高新技术产业园区生产基地主要生产鱼制品、禽类制品，岳阳市经开区生产基地主要生产豆制品。在坚持核心大单品自产的前提下，公司的豆制品、其他产品存在部分代工情况。

图 51：公司鱼制品、豆制品生产流程



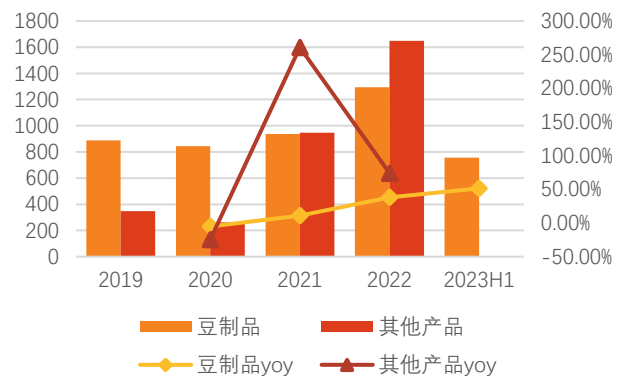
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52：2017-2023 H1 公司分产品产能情况（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

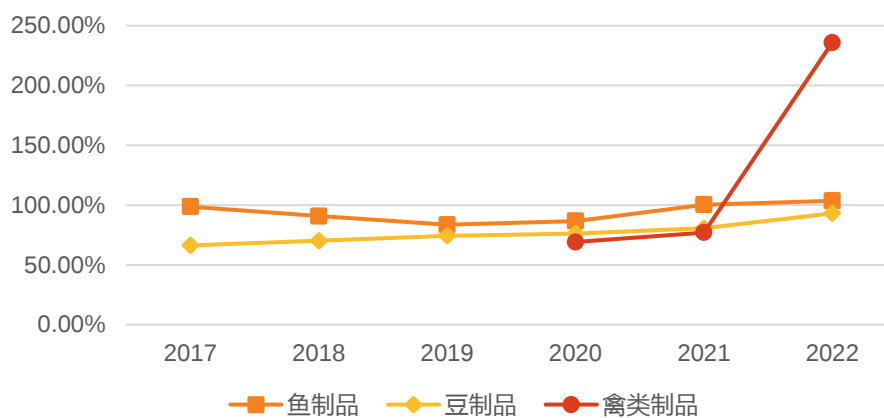
图 53：2019-2023 H1 公司外购（代工）产品销量及 yoy（吨，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

产能利用率见顶，定增扩产、北海项目达成合作保障长期增长。公司近几年风味小鱼的产能利用率均超过 80%，在产品销售旺季已经出现产能不足的情况。2021 年资金募集项目主要用于对现有的小鱼生产线自动化升级及技术改造，引进更先进及更有效率的自动化包装和生产设备，从而进一步提升公司产能和生产效率，满足公司业务快速增长的需要。2023 年 9 月，公司与广西北海经开区签订《项目投资合同书》，拟在北海市海城区建设“劲仔集团休闲食品智慧产业园项目”，项目总投资 2.8 亿元，项目计划分两期建设，其中一期用地约 112 亩，生产休闲鱼制品、禽肉蛋制品、休闲素食等休闲产品，建成投产后预计年销售额 5 亿元以上。二期项目预留用地 94 亩，视一期项目建设情况，另行签订协议。

图 54：公司各产品产能利用率情况



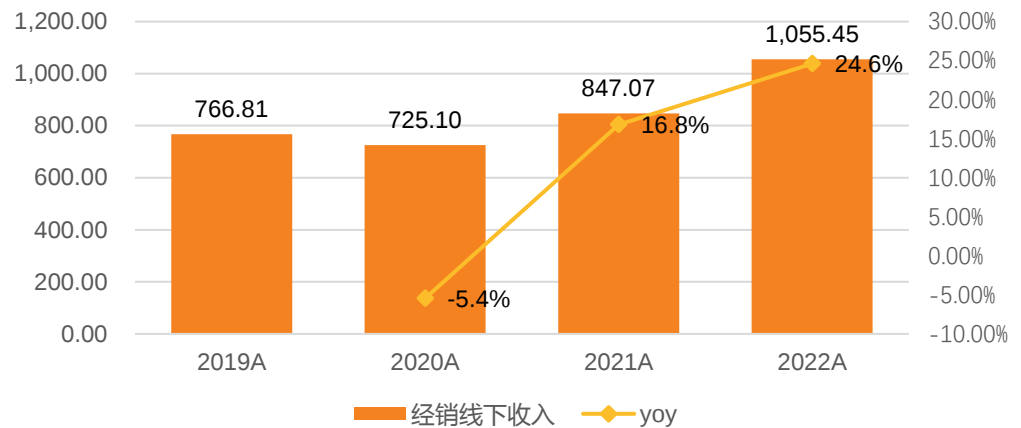
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 渠道：深耕流通、拓展现代渠道，新兴渠道扩张迅速

3.3.1. 线下渠道：传统流通为基本盘，现代渠道、量贩渠道近年增长势头迅猛

流通渠道起家构筑基本盘，近年保持稳定增长。公司最早以流通渠道起家，早期主要以售卖单价低的小包装产品为主。目前来看，流通渠道仍然是公司最为重点的渠道，根据公司公开交流，公司的销售渠道结构中 70%以上是传统流通渠道，包括夫妻老婆店、社区店、校园超市、特通超市、专营店、BC 超市等。我们假设经销渠道中线下的部分为流通渠道，则可以看到流通渠道的增速除 2020 年的不正常环境以外，整体保持了较快的增长，从 2019 年的 7.7 亿元，提升至 2022 年的 10.6 亿元。

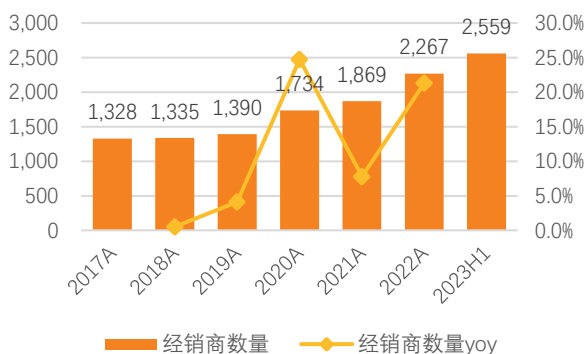
图 55：2019-2022 公司经销线下收入及 YOY（百万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

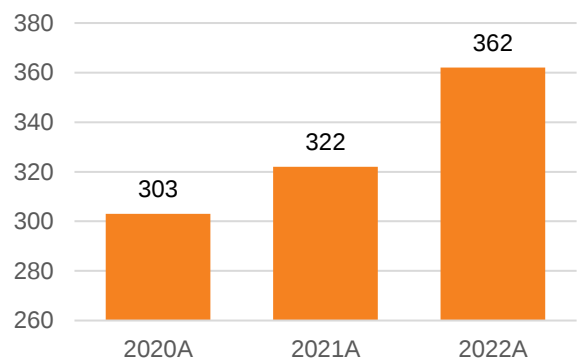
壮大队伍加强终端触达，现有终端持续优化。近两年，公司持续加强经销商开发和管理优化。一方面，公司继续加强社区食杂店、BC 类超市、批发店、校园超市、特渠等流通经销商网络的管理和建设，稳步发展终端管理型的高质量客户，不断发展壮大经销商队伍，推动更多优质终端覆盖，截至 2023 年上半年，公司经销商数量已达 2559 个；另一方面，公司持续加强对经销商的培训、指导、管理和维护，提高经销商活跃度，充分发挥现有的渠道优势，加强优质终端建设与推广力度，优化渠道终端陈列，提高终端品牌形象，与经销商互利共赢，保障产品在渠道有更强的竞争力。

图 56：2017-2023H1 公司经销商数量及 YOY（家，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

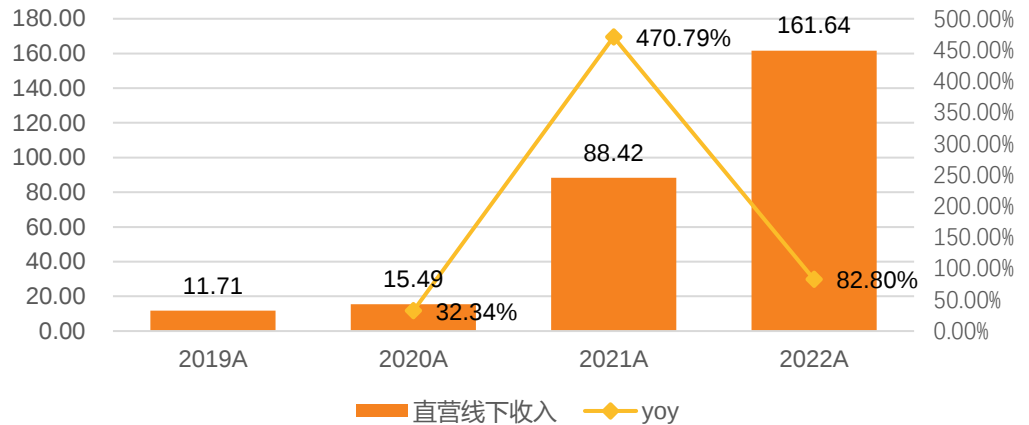
图 57：2020-2022 年公司销售人员数量（人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

现代渠道近年发展迅猛，相较行业平均仍有提升空间。近年，公司持续开发与拓展全国连锁 KA、CVS 连锁便利系统等以提升现代渠道覆盖率，精选优质门店，多方面加强现代渠道陈列打造与推广投入，树立品牌形象和精细化管理的标杆。我们假设直营渠道中线下的部分为现代渠道，则可以看到渠道增速保持了高速增长，从 2019 年的 0.1 亿元，提升至 2022 年的 1.6 亿元，期间 CAGR 达到 139.9%。目前来看，公司现代渠道占比在 7-8%，相较 2021 年辣味零食行业平均的 30%仍有较大的提升空间。

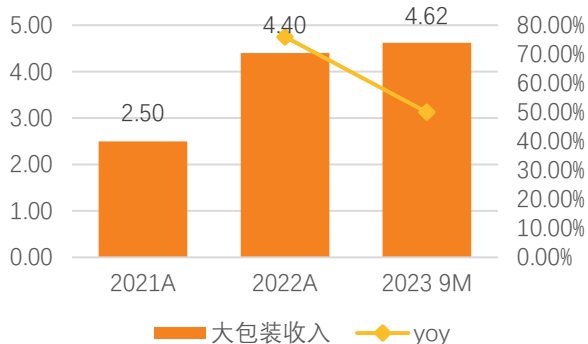
图 58：2019-2022 公司直营线下收入及 YOY（百万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

大包装战略填充空白渠道，新品优先现代渠道铺货。公司以“大包装+散称”产品组合为基础，推动产品进入高势能渠道。公司以“大包装升级”为战略抓手，陆续开发和优化整盒装、袋装“大包装”产品销售和推广，重点完善网络布局、扶强扶优有终端服务能力经销商，维护好优质终端建设，提升了终端品牌形象，加强了公司在现代渠道的产品布局，帮助开发更多有终端服务能力的经销商开拓空白网点和弱势渠道。公司 2023 年 7 月推出新品深海鳀鱼，目前已在西安的部分高端渠道以及 KA、CVS 店进行了铺货，我们预计也将带动现代渠道维持较快的增长。

图 59：2021-2023 9M 公司大包装收入及 YOY（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

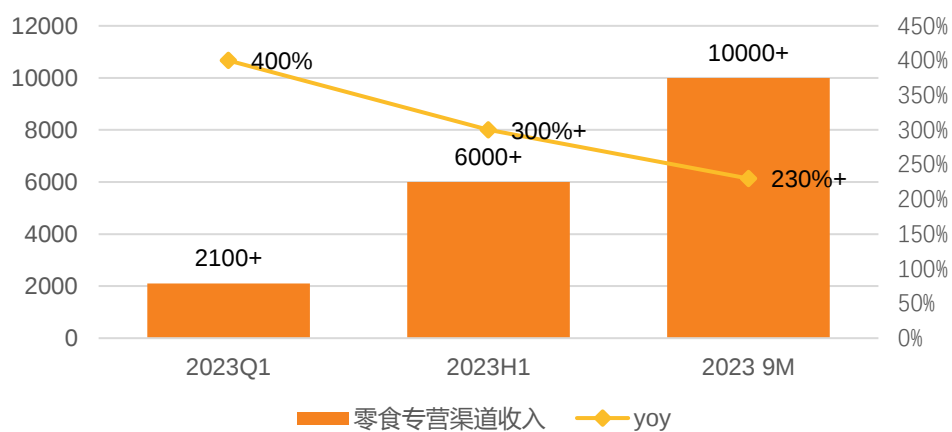
图 60：公司深海鳀鱼新品西安铺市后销售火爆



资料来源：劲仔公众号，天风证券研究所

零食渠道逐季高增，未来存在较大成长空间。截至 2023 年三季度，公司在零食专营渠道保持稳定增长趋势，已覆盖 100 余家零食系统，公司前三季度营收超 1 亿元，同比增长超 230%。在与渠道加深合作的同时，公司也需兼顾零食专营渠道盘、盈利能力、品牌价值等各方面因素影响。未来公司将加强与客户开发定制化产品的力度，在符合公司发展情况的前提下积极与零食专营渠道进行合作，未来仍存较大成长空间。

图 61：2023 年逐季公司零食专营渠道收入及 YOY（万元，%）

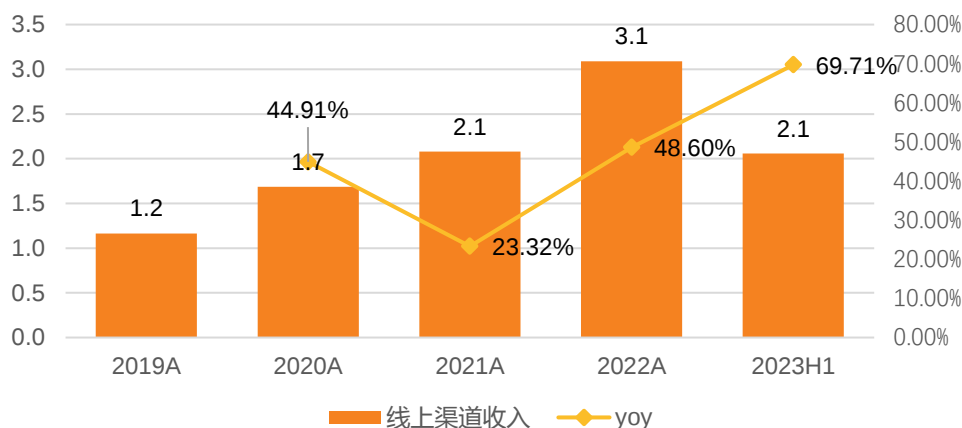


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3.2. 线上渠道：传统电商稳健发展，新媒体渠道增长迅猛

公司线上渠道分为电商直营及分销（经销）模式。电商直营主要是通过天猫旗舰店等电商平台直接对终端消费者销售产品，直接向终端客户销售的模式；分销模式主要是与电商分销商合作，通过分销商开展线上销售业务。公司线上业务近年稳健扩容，从 2019 年的 1.2 亿元，提升至 2022 年的 3.1 亿元，期间 CAGR 达到 38.5%；2023 年上半年，公司实现线上收入 2.1 亿元，同比+69.7%，增速再次加快。

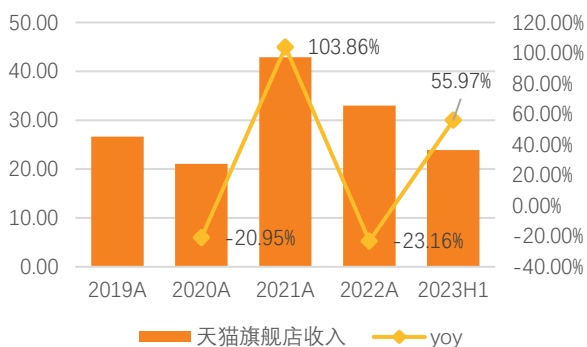
图 62：2019-2023H1 公司线上收入及 YOY（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

传统电商受到分流影响，公司持续做好渠道深耕。公司在传统电商的收入近年呈现波动增长状态，以天猫旗舰店为例，公司 2019 年收入 2661.7 万元，在经历了三年的疫情、新兴渠道分流以及直播收入下降的影响后，2022 年实现收入 3296.1 万元，整体来看仍然在增长的状态，2023 年上半年，公司天猫旗舰店同比实现 56.0% 的增长。面对传统电商持续被分流的压力，公司持续重视管理和运营，传统电商渠道深度精耕，提升渠道质量，引领全网新品铺市，树立价格标杆。

图 63：2019-2023H1 公司天猫旗舰店收入及 YOY（百万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

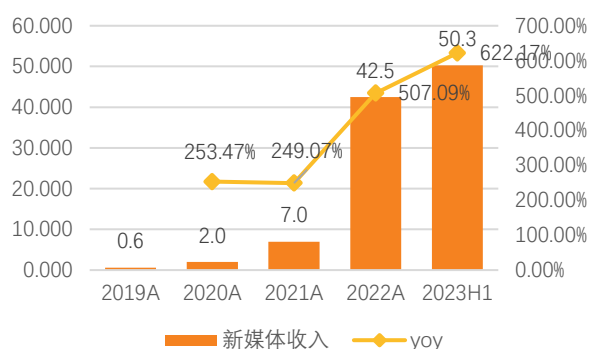
图 64：公司新品深海鳕鱼已在天猫旗舰店上市



资料来源：淘宝，天风证券研究所

新媒体渠道增长迅猛，公司积极布局初具规模。面对传统电商渠道流量下滑趋势，公司采取精细化运营，完善产品结构，紧跟新媒体发展趋势，布局短视频、社交平台、达人直播等新兴渠道，建立从头部流量到自播带货的传播矩阵，实现品牌和销量的双重提升。自从 2021 公司开始在抖音、快手等多平台完成店铺搭建，并加大自营直播投入后，公司新媒体收入保持了高速增长，从 2019 年的 56.7 万元，提升至 2022 年的 4245.2 万元，并在 2023 年上半年继续保持高速增长，同比增速达到 622.2%。

图 65：2019-2023H1 公司新媒体渠道收入及 YOY（百万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 66：公司抖音直播间销售表现亮眼



资料来源：劲仔食品集团官微公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

- 1) **鱼制品**：我们预计随着公司持续通过“大单品+散称”战略，填补空白渠道，同时加大新品深海鳀鱼的推广力度，依靠多种非辣味选择覆盖更多不吃辣区域市场的消费者，公司“十亿级”大单品系列有望保持较快增长，持续向“三十亿”级单品体量前进。

销量：我们预计 2023-2025 年公司鱼制品销量分别为 2.92、3.36 和 3.70 万吨，同比增速为 30%、15%和 10%。

单价：随着高单价新品深海鳀鱼的逐步放量，我们预计 2023-2025 年公司鱼制品单吨价格分别为 4.65、4.89 和 5.13 万元，同比增速为 2%、5%和 5%。

毛利率：考虑到 2023 年以来公司毛利率逐季改善，同时公司于目前在肯尼亚进行了原材料基地的布局并正在积极拓产，叠加新品深海鳀鱼上量带来的产品结构提升，我们预计有望助力公司鱼制品毛利率长期稳步提升。我们预计 2023-2025 年公司鱼制品毛利率分别为 29.5%、31%和 32%。

收入：我们预计 2023-2025 年公司鱼制品收入分别为 13.60、16.42 和 18.97 亿元。

成本：我们预计 2023-2025 年公司鱼制品成本分别为 9.59、11.33 和 12.90 亿元。

- 2) **禽类制品**：我们预计随着小蛋圆持续放量（2023 年三季度已突破亿元大关），以及肉干类产品保持与公司整体持平的增速（2023 年前三季度增速 43%），公司禽类制品板块业务有望持续增长。其中，我们预计鹌鹑蛋单品有望较快达成“十亿级”单品的目标，成为禽类制品增长的主要贡献单品。

销量：我们预计 2023-2025 年公司禽类制品销量分别为 1.25、2.88 和 4.32 万吨，同比增速为 250%、130%和 50%。

单价：由于放量较快的鹌鹑蛋产品吨价相较原有大单品肉干的吨价更低，因此我们预计 2023-2025 年公司禽类制品单吨价格分别为 3.06、2.45 和 2.21 万元，同比增速为-40%、-20%和-10%。

毛利率：考虑到公司未来在积极布局新的鹌鹑蛋生产基地，我们预计有望助力公司禽类制品长期毛利率稳步提升。我们预计 2023-2025 年公司禽类制品毛利率分别为 18%、18.5%和 19%。

收入：我们预计 2023-2025 年公司禽类制品收入分别为 3.83、7.05 和 9.52 亿元。

成本：我们预计 2023-2025 年公司禽类制品成本分别为 3.14、5.75 和 7.71 亿元。

- 3) **豆制品**：我们预计随着公司 2023 年推出“真有鱼豆干”新品逐步带动豆制品业务产品的迭代创新升级，以及上述两个高势能品类带动豆类制品逐步进入空白渠道，公司业务有望实现稳定增长。

销量：我们预计 2023-2025 年公司豆制品销量分别为 0.86、0.99 和 1.09 万吨，同比增速为 30%、15%和 10%。

单价：我们预计 2023-2025 年公司豆制品单吨价格分别为 2.75、2.75 和 2.75 万元，同比增速为 0%、0%和 0%。

毛利率：考虑到 2023 年上半年豆制品毛利率同比已有明显改善，我们预计 2023-2025 年公司豆制品毛利率分别为 27%、27.5%和 28%。

收入：我们预计 2023-2025 年公司豆制品收入分别为 2.38、2.73 和 3.01 亿元。

成本：我们预计 2023-2025 年公司豆制品成本分别为 1.74、1.98 和 2.17 亿元。

我们预计公司在 2023/2024/2025 年实现营收分别为 20.9/27.6/33.4 亿元，归母净利润分别为 2.1/2.8/3.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.45/0.62/0.80 元/股。我们采取相对估值法，选取甘源食品、盐津铺子、洽洽食品作为可比公司。通过计算三家公司 22-25 年净利润 CAGR 以及平均 PE，得出 2024 年可比公司平均 PEG 为 0.80，我们给予劲仔食品 2024 年 0.80 倍 PEG，预计公司 2022-2025 年归母净利润 CAGR 为 43%，对应目标价 21.03 元，目标市值 95 亿元，仍有 50% 的上行空间，维持“买入”评级，重点推荐！

表 6：可比公司估值（截至 2024 年 3 月 1 日）

代码	名称	总市值	归母净利润（亿元）					PE			PEG		
			2022A	2023E	2024E	2025E	CAGR	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002991.SZ	甘源食品	68.75	1.58	3.04	3.90	4.84	45.15%	23	18	14	0.50	0.39	0.31
002847.SZ	盐津铺子	133.91	3.01	0.00	6.72	8.53	41.42%	0	20	16	0.00	0.48	0.38
002557.SZ	洽洽食品	171.16	9.76	0.00	10.95	12.87	9.65%	0	16	13	0.00	1.62	1.38
行业均值							22.25%	18			0.80		
003000.SZ	劲仔食品	63.15	1.25	2.05	2.78	3.62	42.69%	31	23	17	0.72	0.53	0.41

资料来源：wind，天风证券研究所（可比公司 23-25 年归母净利润使用 wind 一致预期，劲仔食品使用天风预测值）

图 67：盈利预测

收入 (亿元)		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计	鱼制品	6.99	6.85	7.09	8.22	10.26	13.60	16.42	18.97
	YOY		-2.06%	3.58%	15.94%	24.74%	32.60%	20.75%	15.50%
	豆制品	0.94	1.21	1.25	1.43	1.83	2.38	2.73	3.01
	YOY		28.41%	3.91%	14.37%	27.53%	30.00%	15.00%	10.00%
	禽类制品	---	---	0.59	0.98	1.83	3.83	7.05	9.52
	YOY				64.49%	87.24%	110.00%	84.00%	35.00%
	其他	0.12	0.23	0.15	0.48	0.71	1.13	1.43	1.86
小计	YOY		93.21%	-33.27%	213.73%	48.05%	60.00%	26.00%	30.00%
	YOY	8.05	8.95	9.09	11.11	14.62	20.95	27.64	33.36
	YOY		11.17%	1.60%	22.21%	31.59%	43.27%	31.96%	20.68%
销量 (吨)									
	鱼制品	16,049.24	15,323.26	15,586.63	17,900.52	22,475.20	29217.76	33600.42	36960.47
	YOY		-4.52%	1.72%	14.85%	25.56%	30%	15%	10%
	豆制品	4,298.22	5,323.81	5,459.62	5,672.94	6,644.52	8637.876	9933.5574	10926.91314
	YOY		23.86%	2.55%	3.91%	17.13%	30%	15%	10%
	禽类制品		931.95	678.15	1,220.93	3,576.26	12516.91	28788.893	43183.3395
	YOY			-27.23%	80.04%	192.91%	250%	130%	50%
	其他		478.47	268.55	974.77	1,706.20	3412.4	4777.36	6210.568
	YOY			-43.87%	262.98%	75.04%	100%	40%	30%
吨价 (万元/吨)									
	鱼制品	4.36	4.47	4.55	4.59	4.56	4.65	4.89	5.13
	YOY		2.58%	1.83%	0.96%	-0.65%	2%	5%	5%
	豆制品	2.19	2.27	2.30	2.53	2.75	2.75	2.75	2.75
	YOY		3.68%	1.33%	10.07%	8.88%	0%	0%	0%
	禽类制品			8.74	7.99	5.10	3.06	2.45	2.21
	YOY				-8.64%	-36.08%	-40%	-20%	-10%
	其他		4.78	5.68	4.91	4.15	3.32	2.99	2.99
	YOY			18.90%	-13.57%	-15.42%	-20%	-10%	0%
吨成本 (万元/吨)									
	鱼制品	2.91	2.96	3.32	3.28	3.28	3.28	3.37	3.49
	YOY		1.53%	12.31%	-1.28%	0.13%	-0.01%	2.77%	3.48%
	豆制品	1.43	1.59	1.66	1.93	2.09	2.01	2.00	1.98
	YOY		11.59%	3.87%	16.65%	8.23%	-3.88%	-0.68%	-0.69%
	禽类制品			6.68	6.51	4.36	2.51	2.00	1.79
	YOY				-2.57%	-33.05%	-42.37%	-20.49%	-10.55%
	其他		17.21	3.30	3.81	3.22	2.33	1.98	1.94
	YOY			-80.81%	15.36%	-15.44%	-27.77%	-14.82%	-1.89%
营业成本 (亿元)									
合计	鱼制品	4.67	4.53	5.18	5.87	7.38	9.59	11.33	12.90
	豆制品	0.61	0.85	0.90	1.10	1.39	1.74	1.98	2.17
	禽类制品	--	--	0.45	0.79	1.56	3.14	5.75	7.71
	其他	0.06	0.82	0.09	0.37	0.55	0.79	0.95	1.21
	小计	5.35	6.20	6.62	8.13	10.87	15.26	20.01	23.99
毛利率 (%)									
合计	鱼制品	33.15%	33.83%	27.02%	28.64%	28.08%	30%	31%	32%
	豆制品	34.65%	29.66%	27.90%	23.59%	24.05%	27%	28%	28%
	禽类制品	--	--	23.57%	18.49%	14.63%	18%	19%	19%
	其他	45.98%	7.97%	41.90%	22.45%	22.47%	30%	34%	35%
	小计	33.51%	30.69%	27.17%	26.83%	25.62%	27.14%	27.61%	28.09%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1、**测算主观性相关风险：**本报告涉及的行业及公司未来增长测算存在一定主观性，可能存在最终市场规模、公司业绩不达预期风险。
- 2、**市场竞争加剧风险：**传统风味休闲食品行业的市场进入门槛较低，不断有新的竞争者加入抢占市场份额，行业竞争有逐步加剧的趋势。虽然公司已经成为传统风味休闲食品行业的主要生产企业之一，“劲仔”品牌在市场上已经享有较高的知名度，销售网络布局也日趋合理和广泛，品牌优势和营销网络优势明显，但如果公司在行业快速发展的背景下未能有效应对竞争，公司有可能面临发展速度放缓的风险。
- 3、**新产品推广不确定性风险：**为满足消费者对休闲食品不断变化的需求，公司积极研发创新，开发如其他鱼类零食、新型豆制品、禽类制品、风味素食等新品类的传统风味美食，进一步优化自身产品结构，不断迎合市场消费者的需求。目前，公司以禽肉、蛋制品为代表的新品类产品已经在全国市场范围内开始推广。如果公司产品不能很好适应不断变化的市场需求，或者在市场竞争、市场推广、运营成本控制等方面发生不利变化，都将对公司的盈利水平和未来发展产生一定影响。
- 4、**股票异常波动风险：**公司股票交易价格于 2024 年 1 月 11 日、1 月 12 日、1 月 15 日连续三个交易日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
货币资金	464.56	395.99	790.31	748.63	935.11	营业收入	1,111.05	1,462.03	2,094.62	2,764.03	3,335.69
应收票据及应收账款	6.05	9.97	2.89	4.96	3.66	营业成本	812.96	1,087.39	1,526.18	2,001.00	2,398.53
预付账款	7.70	9.89	27.31	23.37	34.78	营业税金及附加	6.74	8.12	14.66	19.35	23.35
存货	170.46	300.64	426.77	579.91	575.98	销售费用	127.78	155.97	230.41	295.75	346.91
其他	112.98	91.45	30.22	40.58	32.29	管理费用	67.36	65.49	73.31	110.56	133.43
流动资产合计	761.75	807.95	1,277.49	1,397.46	1,581.83	研发费用	24.07	30.19	27.23	33.17	33.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(13.09)	(14.64)	(20.76)	(26.93)	(29.46)
固定资产	226.85	349.78	316.42	283.07	249.71	资产/信用减值损失	(5.26)	(0.44)	0.00	0.00	0.00
在建工程	26.72	26.78	26.78	26.78	26.78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	29.38	35.28	33.89	32.50	31.11	投资净收益	1.28	2.60	1.40	1.76	1.92
其他	31.01	76.43	18.46	14.14	14.21	其他	(10.64)	(21.08)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	313.97	488.26	395.55	356.48	321.80	营业利润	99.85	148.44	244.99	332.89	431.49
资产总计	1,075.72	1,296.21	1,673.04	1,753.94	1,903.63	营业外收入	0.81	0.14	3.14	1.36	1.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	33.58	0.00	营业外支出	9.41	6.33	6.88	7.54	6.92
应付票据及应付账款	57.05	100.34	66.75	149.75	114.36	利润总额	91.24	142.25	241.25	326.71	426.12
其他	62.30	76.04	299.72	199.45	330.89	所得税	7.31	20.21	36.19	49.01	63.92
流动负债合计	119.35	176.38	366.48	382.78	445.24	净利润	83.93	122.03	205.07	277.70	362.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.00)	(2.63)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	84.94	124.66	205.07	277.70	362.20
其他	20.68	24.19	18.65	18.56	18.88	每股收益（元）	0.19	0.28	0.45	0.62	0.80
非流动负债合计	20.68	24.19	18.65	18.56	18.88						
负债合计	185.68	314.96	385.13	401.33	464.12	主要财务比率					
少数股东权益	6.90	13.67	13.67	13.67	13.67	成长能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	403.20	403.20	451.07	451.07	451.07	营业收入	22.21%	31.59%	43.27%	31.96%	20.68%
资本公积	282.77	291.35	500.84	500.84	500.84	营业利润	-19.30%	48.67%	65.05%	35.88%	29.62%
留存收益	220.54	284.72	334.20	402.68	487.00	归属于母公司净利润	-17.76%	46.77%	64.50%	35.42%	30.43%
其他	(23.37)	(11.69)	(11.86)	(15.64)	(13.06)	获利能力					
股东权益合计	890.03	981.25	1,287.91	1,352.61	1,439.51	毛利率	26.83%	25.62%	27.14%	27.61%	28.09%
负债和股东权益总计	1,075.72	1,296.21	1,673.04	1,753.94	1,903.63	净利率	7.64%	8.53%	9.79%	10.05%	10.86%
						ROE	9.62%	12.88%	16.09%	20.74%	25.40%
						ROIC	19.36%	29.04%	37.34%	54.28%	54.82%
现金流量表(百万元)						偿债能力					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		资产负债率	17.26%	24.30%	23.02%	22.88%	24.38%
净利润	83.93	122.03	205.07	277.70	362.20	净负债率	-52.10%	-40.19%	-61.36%	-52.87%	-64.96%
折旧摊销	27.31	32.44	34.74	34.74	34.74	流动比率	4.62	2.78	3.49	3.65	3.55
财务费用	0.23	(0.14)	(20.76)	(26.93)	(29.46)	速动比率	3.58	1.74	2.32	2.14	2.26
投资损失	(1.28)	(2.60)	(1.40)	(1.76)	(1.92)	营运能力					
营运资金变动	(4.77)	(65.72)	54.58	(174.69)	98.41	应收账款周转率	312.17	182.53	325.72	704.43	774.02
其它	87.40	7.42	0.00	0.00	0.00	存货周转率	5.87	6.21	5.76	5.49	5.77
经营活动现金流	192.81	93.44	272.22	109.06	463.97	总资产周转率	1.07	1.23	1.41	1.61	1.82
资本支出	39.73	154.13	5.54	0.10	(0.32)	每股指标（元）					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.19	0.28	0.45	0.62	0.80
其他	(157.54)	(302.10)	(4.13)	1.67	2.25	每股经营现金流	0.43	0.21	0.60	0.24	1.03
投资活动现金流	(117.81)	(147.97)	1.40	1.76	1.92	每股净资产	1.96	2.15	2.82	2.97	3.16
债权融资	13.90	15.49	19.10	60.50	(4.11)	估值比率					
股权融资	(50.39)	(78.15)	101.59	(213.00)	(275.31)	市盈率	74.35	50.66	30.79	22.74	17.43
其他	(13.22)	8.02	0.00	0.00	(0.00)	市净率	7.15	6.53	4.96	4.72	4.43
筹资活动现金流	(49.72)	(54.65)	120.69	(152.50)	(279.42)	EV/EBITDA	30.49	24.35	21.31	16.43	12.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	37.78	29.10	24.62	18.30	13.38
现金净增加额	25.28	(109.18)	394.32	(41.67)	186.48						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com