

劲仔食品：铸造冠军单品，劲拓多元渠道

—— 零食系列深度报告（二）

2024年11月21日

核心观点

- 引言：**我们此前发布零食行业系列深度报告(一)《万亿零食赛道全图谱：品类、渠道与竞争》，指出本土风味零食赛道前景广阔，“大单品+全渠道型”公司将大有可为。落地至公司视角，我们认为劲仔食品已具备上述基因，一方面打造以风味小鱼与鹌鹑蛋为基础的动物蛋白零食大单品，另一方面实现从传统渠道向现代渠道+零食量贩+电商渠道的拓展，有望在未来三年再造一个劲仔。
- 复盘：产品升级与渠道扩张打造细分赛道龙头。**劲仔 2011 年起进军休闲鱼制品蓝海市场，经历两个阶段的发展，最终形成细分赛道领军站位。第一个阶段(1991-2018 年)，典型的大流通与大单品起量通路，通过电视明星助推小鱼铺市、且产品力获得认可，鱼制品销量在 2017 年跃居行业第一。第二个阶段（2021Q3 至今），开启新一轮增长周期，伴随市场需求多元化、流量去中心化，公司快速推动小鱼干的品规改革，释放核心单品的强产品力，并从单一传统渠道转型为多元化渠道，而后在 2022 年推出新品鹌鹑蛋，成功打造第二增长曲线。
- 产品：深海小鱼为基，大蛋白矩阵加速成型。**以健康属性为线索，公司正逐步形成大蛋白矩阵。**1) 小鱼：**十亿元级拳头产品，占收入比维持 60%以上，短期来看，通过大包装改革进入高势能渠道，空白渠道完善+SKU 丰富，有望实现对传统渠道的反哺；长期来看，可展望 30 亿元，2024 年以来公司升级产品与包装，且配合加大对品牌的广宣投放，伴随新消费者培育，深海鲷鱼空间广阔。**2) 鹌鹑蛋：**中式零食线索下的明星单品，劲仔作为首发企业享受品类扩容红利+市场份额提升，后续量贩与线上布局增长可期。公司在价格竞争中坚守价值定位，新生产基地投产、行业首创溏心鹌鹑蛋上市，将有望持续强化竞争优势，长期可看 10 亿元空间。
- 渠道：产品品规改革赋能，构筑多元渠道结构。**早期小包装产品扎根流通，但品牌扩张受到掣肘，品规改革助力劲仔拓进 BC 等现代渠道；公司亦前瞻布局乘上第三次渠道变革东风，逐渐形成健康多元的渠道结构。**1) 量贩渠道，**铺货红利至少可再看 1-2 年，且量贩龙头扩张区域湖南、江西等为食辣+劲仔前期薄弱区域，有助于弥补区域渗透；**2) 传统渠道，**作为下沉市场连接桥梁潜力充分；**3) 现代渠道，**在“强品牌”经营策略下拓展成效显著，多元渠道与不同产品品规匹配共振。
- 投资建议：**预计公司 2024-2026 年收入分别为 24.9/30.4/36.6 亿元，分别同比+20.4%/22.4%/20.5%；归母净利润分别为 2.9/3.6/4.3 亿元，分别同比+39.5%/21.8%/20.0%，对应 PE 为 19/16/13x。考虑公司未来业绩有望持续增长，且当前估值较为合理，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**新品表现不及预期的风险；渠道拓展不及预期的风险；竞争加剧的风险；食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2065.21	2485.61	3041.53	3663.57
收入增长率%	41.26	20.36	22.37	20.45
归母净利润(百万元)	209.58	292.43	356.07	427.39
利润增速%	68.17	39.53	21.76	20.03
摊薄 EPS(元)	0.46	0.65	0.79	0.95
PE	26.57	19.10	15.69	13.07

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

劲仔食品（股票代码：003000.SZ）

推荐 首次评级

分析师

刘光意

☎：021-2025-2650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理 彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

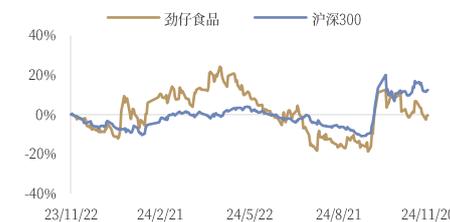
市场数据

2024-11-20

股票代码	003000
A 股收盘价(元)	12.39
上证指数	3367.99
总股本(万股)	45,092
实际流通 A 股(万股)	30,414
流通 A 股市值(亿元)	38

相对沪深 300 表现图

2024-11-20



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食饮】行业深度_零食行业深度报告（系列一）：《万亿零食赛道全图谱，品类、渠道与竞争》

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

劲仔食品为当下食品饮料板块中少有的中长期高成长确定性较强的标的，我们看好公司在未来完成第二次“再造劲仔”蓝图。**长期看两大单品**，收入增量分别来自 1) 鳀鱼：市场培育引导消费者接受营养+美味概念，对标同为大单品的卫龙辣条与洽洽瓜子，小鱼集中度与渗透率仍有提升空间。2) 鹌鹑蛋：品类逐渐成长，同时劲仔作为首发企业之一，在原料端成本与质量形成优势，有望受益行业增长与市占提升双击。**短期看品渠共振**，预期收入增量分别来自：1) 鹌鹑蛋产能布局完成，进入零食渠道；新品线上首发，带来新的渠道增量；2) 小鱼品规改革的红利持续，在广宣投放配合下进一步上提产品形象，现代渠道保持增长，同时反哺小包装产品。

我们与市场不同的观点：

市场在认可公司过往业绩的同时，对未来可持续性提出了一定担忧，包括核心单品后续是否还存在成长空间，以及渠道竞争：1) 零食量贩企业与内容电商竞争日益加剧，未来走向尚不明朗；2) 流通渠道为公司基本盘，此轮新零售变革对线下业务带来冲击。**我们认为，从 1-3 年的中长期维度来看不必过于担忧：**

- 1) **零食系统**，门店增长空间充足，中场阶段转向品牌形象与消费体验的差异化创新，且系统的展店速度竞赛中需要品牌产品引流，因此价格压力向上游品牌蔓延概率有限；公司具备定制化 SKU 能力，保留利润空间。
- 2) **电商渠道**，竞争边际趋紧，公司考虑费用控制，积极进行价盘调整和规格优化，业务权重合理；伴随鹌鹑蛋向线上渠道渗透、团队调整逐渐落地，低基数下将对增速贡献明显。
- 3) **传统商超**，需求减少为业态自然迭代，公司产品当前渗透率较低，渗透率提升有望对冲整体流量的影响；此外，公司新品动销反馈良性，渠道意愿积极，占比提升亦将推动公司持续增长。

估值与投资建议：

预计公司 2024-2026 年收入分别为 24.9/30.4/36.6 亿元，分别同比+20.4%/22.4%/20.5%；归母净利润分别为 2.9/3.6/4.3 亿元，分别同比+39.5%/21.8%/20.0%，对应 PE 为 19/16/13x。绝对估值法下，公司每股合理价值区间为 14.08-17.06 元。考虑公司第一曲线小鱼正在由流通大单品向全渠道拓展，第二曲线鹌鹑蛋加速升级，未来业绩有望持续增长，且当前估值较为合理，首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

重点关注行业渠道景气度与公司第二曲线产品放量节奏。

主要风险因素：

新品表现不及预期的风险；渠道拓展不及预期的风险；竞争加剧的风险；食品安全的风险。

目录

Catalog

一、 复盘：产品升级与渠道扩张打造细分赛道龙头	4
(一) 成长期（1991-2018）：聚焦核心单品，全面基础建设完成.....	4
(二) 调整期（2018-2021Q2）：外生因素冲击，多方战术转型筑底.....	5
(三) 增长期（2021Q3 至今）：品规改革下迎来产品与渠道共振	8
(四) 小结：新品产品力与老品渠道力带动业绩中枢长期向上.....	10
二、 产品：深海小鱼为基，大蛋白矩阵加速成型	11
(一) 鱼制品：细分赛道龙头，培育市场迎来二次扩容	12
(二) 禽制品：第二增长曲线，鹤鹑蛋释放十亿级潜力	15
(三) 其他产品：预期豆制品重新发力，储备魔芋补充产品矩阵.....	17
三、 渠道：产品升级赋能，构筑多元渠道	19
(一) 传统渠道：流通为基本盘，下沉机遇充分	19
(二) 新增渠道：品牌势能向上，开启增量空间	20
四、 盈利预测与投资建议	23
(一) 盈利预测	23
(二) 估值复盘	24
(三) 相对估值	24
(四) 绝对估值	25
(五) 投资建议	26
五、 风险提示.....	27

一、复盘：产品升级与渠道扩张打造细分赛道龙头

(一) 成长期 (1991-2018)：聚焦核心单品，全面基础建设完成

复盘劲仔发展历程，公司经历三个阶段，长期来看业绩中枢持续上行。

第一轮放量为典型的大单品起量通路，通过明星营销助推品牌露出，产品力获得市场认可。公司全面建立品牌、产能，完善组织结构，鱼制品销量在 17 年跃居行业第一。

1. 产品：两度从地区后发竞争中找到蓝海市场。受到家乡美食火焙鱼和宫廷酱干启发，周劲松 90 年代开始做酱干加工，其时平江酱干行业竞争激烈，周劲松起步相对较晚、规模相对较小，因此在 1994 年选择北上洛阳，平江人较少、空白的市场条件给予凭借产品与口味立足的空间。2010 年，周劲松对前期粗放式扩张进行改革，整合优势资源进军鱼仔市场，2017 年公司收入倍增。

图1：风味小鱼为劲仔食品核心产品



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图2：2018年以前基本完成基础建设



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2. 品牌：“代言人+精准投放”策略打响品牌知名度。2013 年签约湖南卫视主持人汪涵为品牌代言人，印有其形象的小鱼迅速流通，凭借明星效应实现品销双增，17 年入选“CCTV 中国品牌榜”。

3. 组织架构：引入外部投资者，让渡股权招揽行业人才。2016 年 11 月引入联想控股旗下佳沃集团战略投资 3 亿元，大幅扩充现金流并完善法人治理结构。

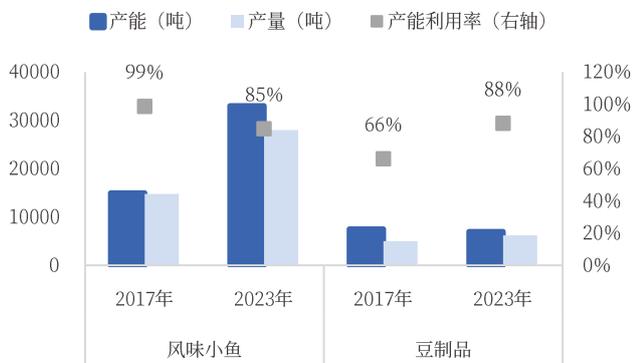
表1：2016年11月19日华文有限持股5%以上股东

股东姓名	入股时间	出资比例	股东履任前的行业经验情况
周劲松	2010年	34.9%	公司创始人，2000-2014年任岳阳劲仔执行董事、总经理；2014年4月起，担任公司董事长、总经理
佳沃集团	2016年11月	20.0%	联想控股的现代农业板块公司，主要从事现代农业和食品领域的投资和相关业务运营
马培元	2011年7月	10.5%	/
刘特元	2012年6月	6.9%	2004-2009年，任漯河市平平食品副总经理；2010-2012年，任湖南省俏嘴巴食品总经理
李冰玉	2010年	6.6%	周劲松配偶，两人为控股股东、实控人
杨林	2012年6月	6.6%	2007-2016年，历任岳阳品须董事、执行董事、经理、监事；2014-2017年，任味冠天下监事
杨忠明	2014年4月	5.6%	1993年-2001年，任岳阳市岳阳楼区人民法院审判员、副庭长；其后任教师、律师 2007年-2010年，任克明面业董秘，2010-2013年4月，兼任克明董事、副总经理
蔡元华	2014年12月	5.6%	2012年6月27日，蔡元华等人出资成立味冠天下（主营风味小鱼产销，已注销）

资料来源：Wind，华文食品招股说明书，克明面业招股说明书，中国银河证券研究院

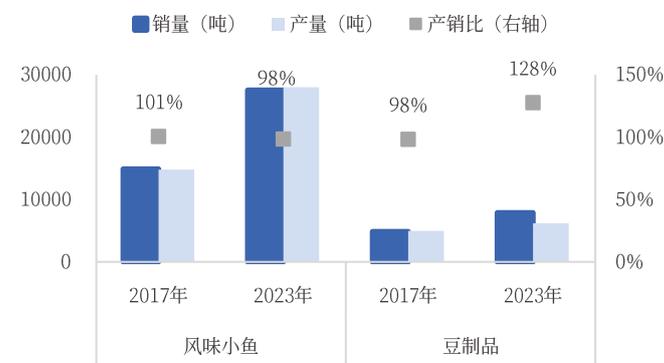
4. 产能：豆制品生产基地完成布局，两大生产基地满足产能需求。2014 年公司全国领先的全自动化休闲豆制品生产线投产；2015 年平江工业园内筹建风味小鱼自动化生产基地。两地各司其职，岳阳市经开区康王基地主要生产风味豆干，平江工业园生产基地主要生产风味小鱼；截至 2024 年 3 月，禽类制品、蔬菜制品及鱼制品新增产能均落在平江基地。

图3：2017 年与 2023 年两大生产基地产能情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：2017 年与 2023 年两大生产基地产量匹配销量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

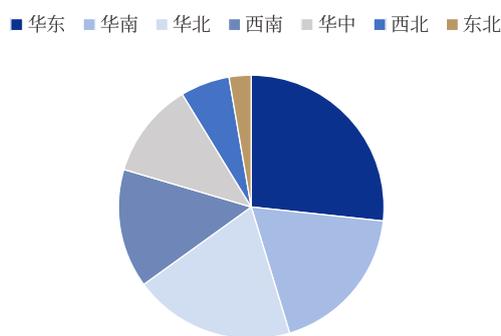
5. 渠道：经销为主，主要市场集中于东部地区。2017 年公司经销占比 97.4%。分地域看，华东、华北、华南为前三大市场。

图5：公司经销与直营业务收入占比



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图6：2017 年劲仔分区域收入结构



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

6. 业绩：17 年单年实现倍增，增速远超行业平均。尽管直营化（2.6%-4.2%）占比较低，公司利率水平位于行业中游，可见两大产品已有一定规模效应。

（二）调整期（2018-2021Q2）：外生因素冲击，多方战术转型筑底

2018 年至 2020 年间公司业绩年度增速放缓至单位数区间，成本端与需求端共同承压，提价传导不畅。我们认为这一阶段的放缓为大单品企业核心产品在初始市场步入成熟后，转型必经的阵痛期。以研发投入增长为关键转折，公司尝试通过大单品升级和新产品开发、适应优势渠道重启增长周期。**梳理产品矩阵、精进研发能力与打磨渠道成为重新步入高增区间的核心因素。**

图7：大豆 19 年底开启涨价周期



资料来源：招股说明书，Wind，中国银河证券研究院

图8：粮油平均采购价格 2020 年持续上涨

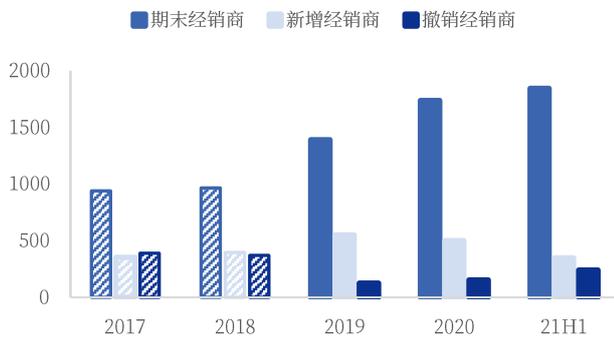


资料来源：招股说明书，Wind，中国银河证券研究院

1. 品牌：新生代艺人代言，持续高举高打触达消费客群。19 年在日趋线上化的市场环境中，劲仔选择换代言人为流量明星以提升年轻化形象，广告片“好吃不是问题，劲仔深海小鱼”霸屏全国分众电梯媒体。21 年 4 月更名劲仔食品，企业、证券与主要品牌名合力统一。

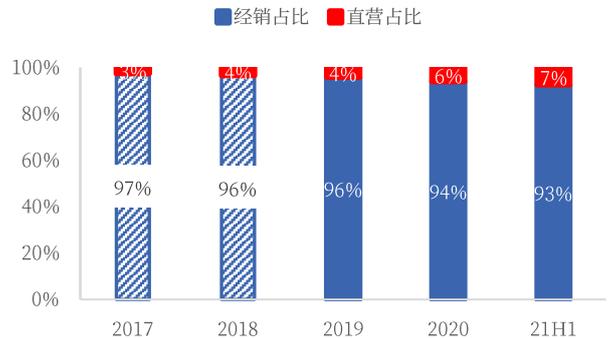
2. 渠道：夯实传统流通渠道，提速现代渠道和线上渠道发展。传统渠道，公司不断加强经销商网络的管理和建设；现代渠道，通过经销商开发进场 KA、BC 超，2020 年入驻 1.8 万家门店。21H1 公司在抖快等新媒体平台进行店铺搭建，建立了与头腰部达人稳定合作机制。

图9：2019-2021 年公司经销商数量 (个)



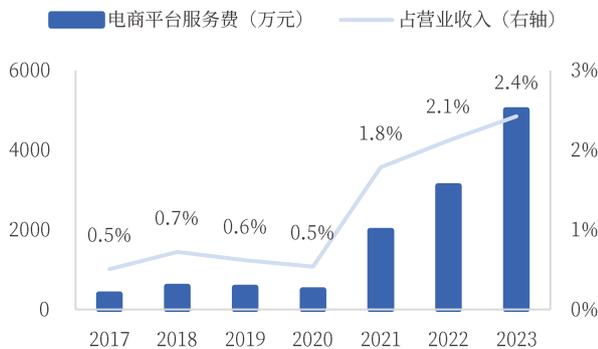
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图10：2019-2021 年公司经销与直营占比



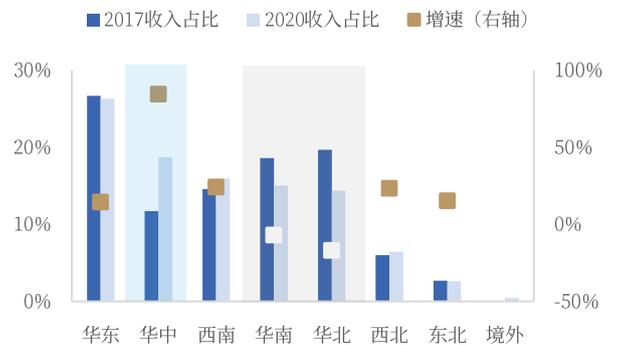
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：2021 年起年公司开始大力布局线上电商



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

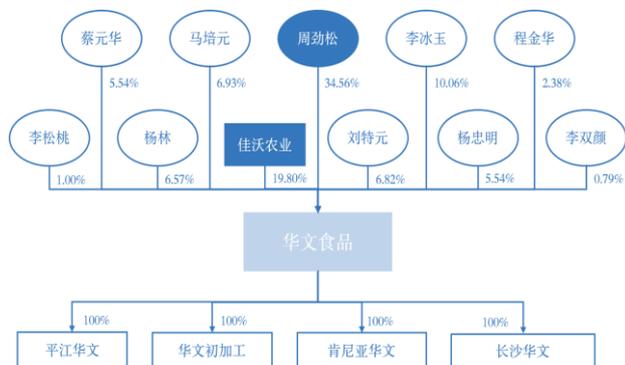
图12：对比 2017 年，2020 年华中地区收入及占比实现较快增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

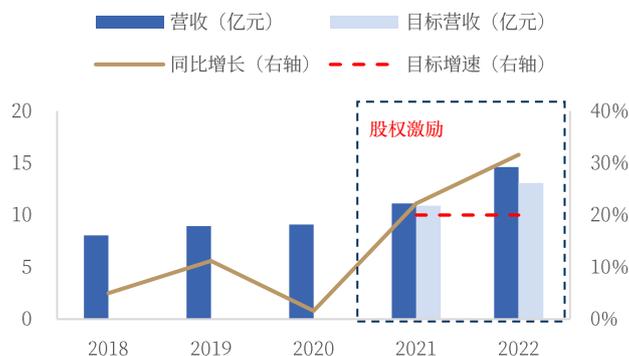
3. 股权：登陆资本市场，股权激励赋能。公司于2020年9月成功登陆深交所，成为我国鱼类零食第一股；当时公司股权主要掌握在周劲松夫妇及佳沃农业两方。21年3月股权激励计划给予副总/董秘丰文姬、副总/财务总监康厚峰、副总苏彻辉等23名核心人员400万股，解锁条件为2021/2022营收收入相对2020年增速分别超过20%/44%，对应年均增速20%，指引较18/19/20年实际增速5%/11%/2%有较高提升。

图13：截至招股说明书发布，公司股权结构仍较分散



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图14：公司第一次股权激励业绩指引



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：针对核心高管进行股权激励（所任职位截至2024年4月）

高管姓名	任职时间	所任职位	高管履任前行业经验情况
丰文姬	2014年6月	董事、副总经理、董事会秘书	2012年8月至2014年6月任克明面业证券事务主管、证券事务代表
康厚峰	2017年1月	副总经理、财务总监	2015年10月至2016年12月任雪天盐业财务部副部长、会计机构负责人
苏彻辉	2010年8月	副总经理；子公司执行董事兼总经理	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

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

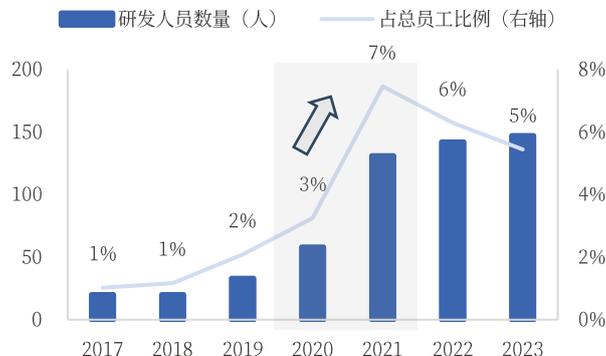
4. 研发：研发投入出现明显拐点，为新品爆发筑基。2020年公司组建食品研究院，针对食品研发、质量技术、设备研究三大方向九大系统进行探索攻坚；20Q4研发费用率出现明显拐点，从前不足1%水平迅速提升至2.14%并长期维持，大幅领先零食行业平均水平，为后续新大单品推出蓄势。19/20年研发人员数量同比增加65%/76%，占总员工比例提升0.9/1.1pcts至2.1%/3.2%。

图15：公司研发费用率在2020年引来向上拐点



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图16：公司2020年研发人员与占比大幅提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

5. 产品:拓展大单品思路,蛋白矩阵初具雏形。研发团队逐渐壮大为产品升级与矩阵丰富筑基,2020年新品围绕已有品类延伸,鱼类产品探索高端系列,风味豆制品推出短保豆干、烤素牛排。21年通过新产品寻找增量,陆续推出素毛肚、鱿鱼、无骨凤爪等,由大单品战略向蛋白矩阵拓展。

图17: 2021H1 劲仔产品矩阵初具雏形

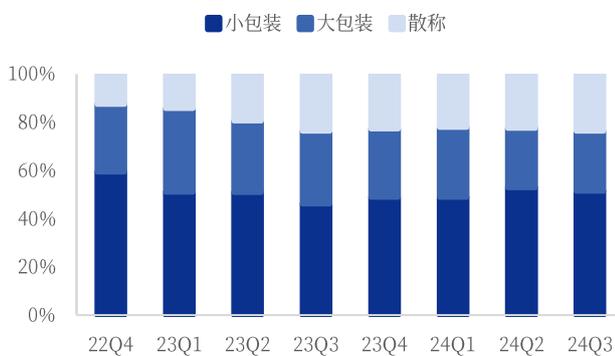


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 增长期 (2021Q3 至今) : 品规改革下迎来产品与渠道共振

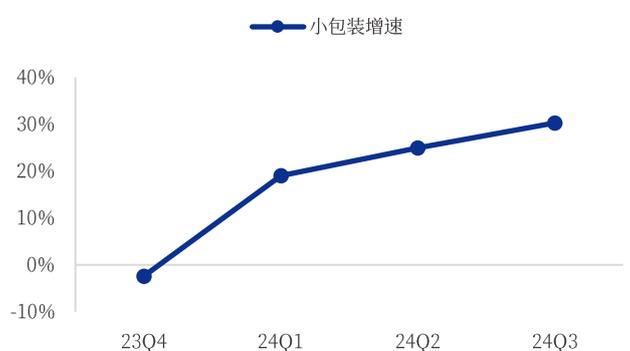
1. 品规改革:大包装+散装带动产品与渠道共振。21H2 公司推出三大品类大包装和散称系列,填补渠道空白。前期主要以大包装为抓手,有效提升产品客单价和渠道利润,助力向高端会员店等高势能渠道拓展,且更加醒目的外型与陈列位置强化品牌势能,反哺传统渠道,小包装增速逐季抬升;伴随产品矩阵不断成型,公司具备布局散称基础,接力大包装助力渠道增长。

图18: 公司散称与大包装品规占比提升



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图19: 小包装增长持续加速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

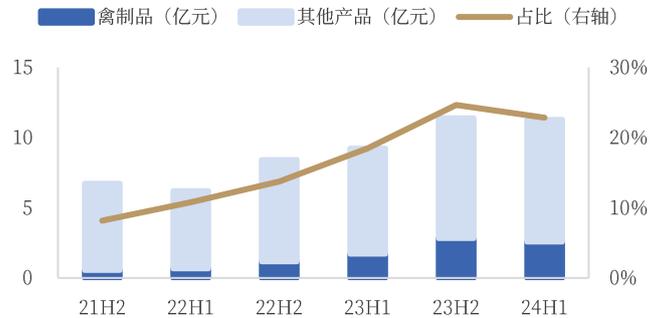
2. 产品：“一超多强”矩阵持续优化，第二曲线快速成长。拳头产品小鱼 22 年新增湖湘劲辣、热辣火锅等创新升级口味，成为公司十亿级大单品。22 年面世的潜力产品鹌鹑蛋“小蛋圆圆”当年月销突破千亿元；23 年成为公司第二大单品，首个完整年度销售收入达到 3 亿元。

图20: 小鱼上新口味



资料来源：公司公告，苏宁易购，中国银河证券研究院

图21: 第二曲线占营业收入比例同比提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

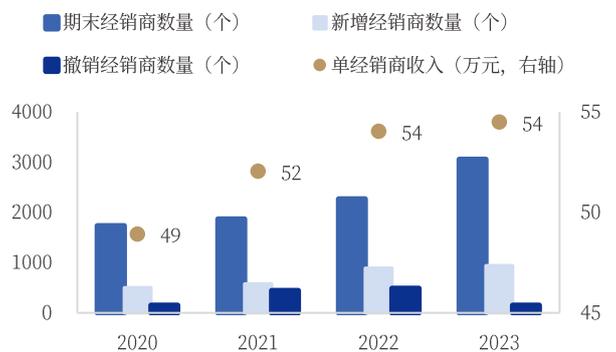
3. 渠道：高低势能兼备，开启全渠道战略。相比于前期跟随渠道、适应渠道，公司成为首批拥抱量贩专营店的品牌之一，充分享受渠道扩张。2023 年公司主要零食系统 2 万家门店展开合作，实现过亿营业收入；电商方面，新媒体渠道亦带动线上增长。经销仍为基本盘，从快速扩张转向汰换提质，强化终端服务能力，单经销商规模逐步提升。

图22: 渠道结构更加多元



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图23: 经销商数量与单点产出同步提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4. 股权：定向增发与股权激励彰显信心。22 年 5 月公司向实控人定增募资，为战略发展提供资金支持的同时亦彰显实控人信心。23 年 4 月发布第二次股权激励计划，全部解锁条件为 23/24 营收、净利润相对 22 年增速分别超过 25%/56%，对应年均增速 25%，相较 21 年激励计划上调增速指引，且将净利润纳入考核标准。

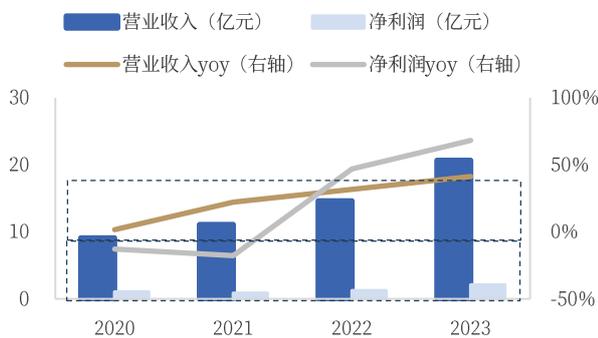
表3: 公司上市以后股权激励与定向增发

时间	涉及股权/资金	收入增速指引	利润增速指引	授予价格	公告前日股票除权价格
2021 年 4 月	400 万股	20%	-	7.36 元	14.72 元
2022 年 5 月	2.85 亿元	-	-	5.95 元	7.24 元
2023 年 4 月	371 万股	25%	25%	7.36 元	14.93 元

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

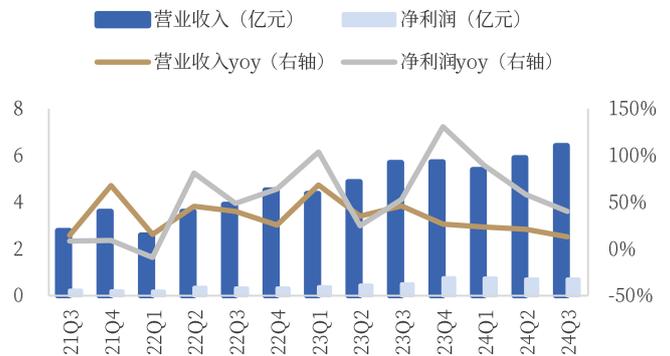
5. 业绩:顺利完成三年倍增的阶段目标。21-23年公司分别实现营业收入11.1/14.6/20.7亿元,同比增长22.2%/31.6%/41.3%;实现归母净利润0.9/1.3/2.1亿元,同比-17.8%/+46.8%/+68.2%。

图24: 公司2023年圆满完成倍增目标



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图25: 公司第三阶段以来分季度收入与利润水平



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(四) 小结: 新品产品力与老品渠道力带动业绩中枢长期向上

复盘劲仔发展历程,我们认为公司经历了三个周期,尽管其中有部分指标短暂回落,从长期看,公司业绩中枢持续上行。公司在不同阶段增长动因并不完全相同:

1) 2018年以前:公司完成生产、渠道、营销、组织等环节的基础建设,我们认为第一轮放量是在明星营销助推品牌露出后,产品力获得消费市场认可实现的放量,为典型的大单品起量通路。

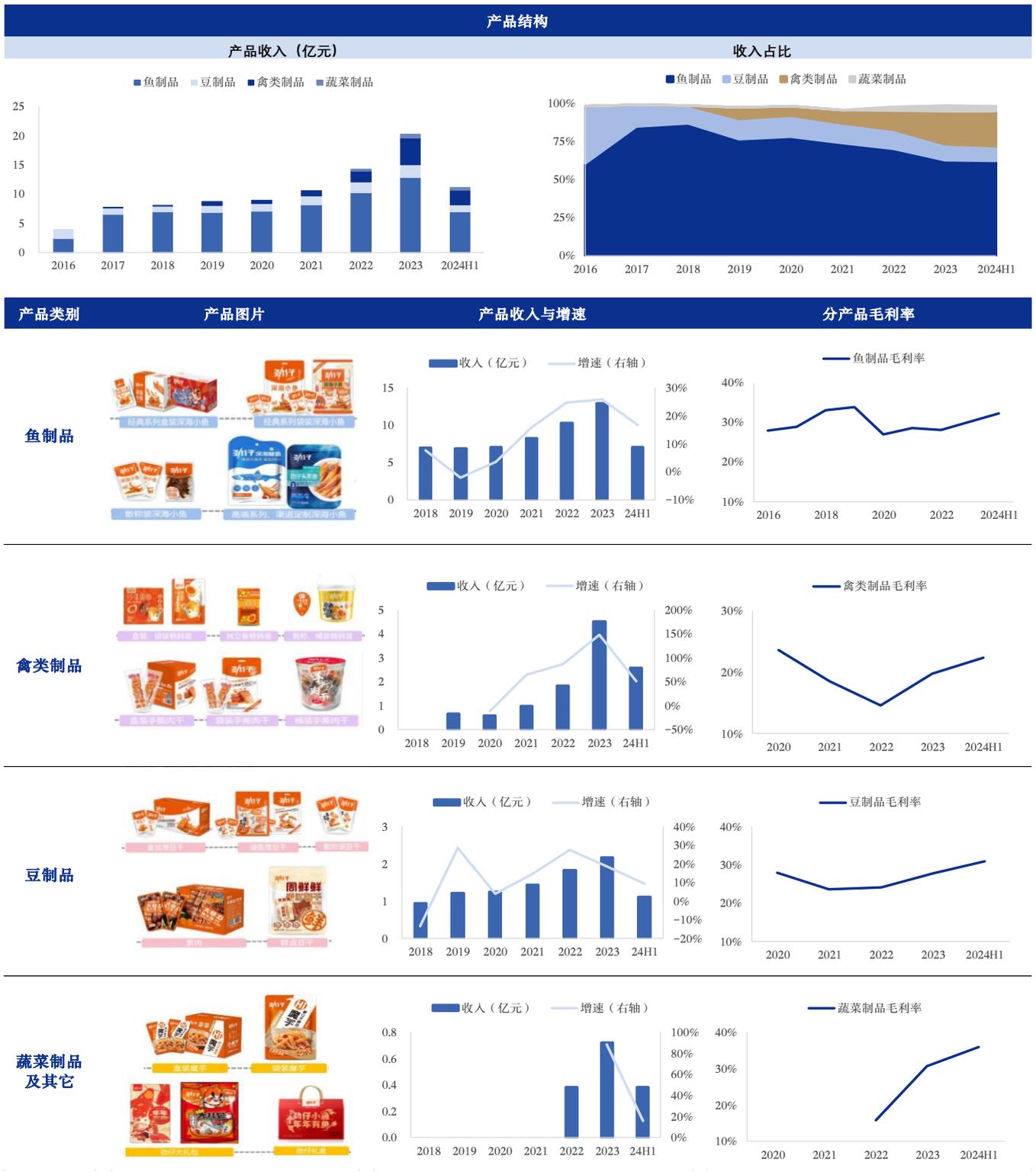
2) 2018年至2021年:我们认为这一阶段的放缓为大单品企业核心产品在初始市场逐渐成熟时必经的阵痛期,但并不意味着产品天花板的到来。以研发投入增长为关键转折,公司在产品端努力破局,期望通过原有大单品升级和新产品开发重启生命周期,以及更好地适应优势渠道。在此阶段对产品矩阵的梳理、研发能力的精进与渠道能力的打磨成为重新步入高增区间的核心因素。

3) 2021年以来:品规改革后产品与渠道共同驱动增长,1)大包装有效打造品牌势能并顺利进入现代渠道,实现消费人群认知拓展;2)更高的单次卖力与更多的渠道利润提振渠道推广意愿。产品端,小鱼等传统品类重回增长,小蛋圆背后的鹌鹑蛋品类以超越原有大单品的速度起量,矩阵成型为后续散称布局提供品类基础;渠道端,新品规助力公司向上升级切入高势能渠道,向下公司率先抓住渠道风口,量贩专营、传统渠道等持续下沉,本质上是为已有产品打开新的市场空间。拆分来看,每一重增长因素带来的增量相对均衡,叠加该轮增长都由品规改革为起源,我们认为产品与渠道共振帮助公司实现“再造一个劲仔”的蓝图。

二、产品：深海小鱼为基，大蛋白矩阵加速成型

小鱼与豆干起家，劲仔为典型零食大单品企业。公司已形成鱼制品、禽类制品、豆制品三大品类，深海小鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉六大产品的优质蛋白大矩阵。

图26：劲仔品类结构持续优化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 鱼制品：细分赛道龙头，培育市场迎来二次扩容

小鱼为拳头产品，业绩高增迎来规模效应。劲仔小鱼为公司创立之初培育的大单品，16年以来占营业收入比始终保持60%以上，22年突破10亿量级，16-23年七年CAGR约27.1%。

图27：劲仔鱼制品收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图28：劲仔鱼制品毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

产品、口味、包装升级延长生命周期，综艺联名强化品牌认知。公司近年积极更新产品与口味，23年7月官宣推出新品“深海鳀鱼”，对原材料、工艺、包装、口味等多个方面进行升级，在经典香辣、秘制卤香外补充番茄牛肉、香菇鸡汁口味，有望提升在无食辣习惯消费者中的渗透率。2024年，公司时隔五年再次开启综艺赞助之路，通过《种地吧》《魔方新世界》触达全国各线城市年轻人，打破品牌区域壁垒，同时强化年轻群体对“深海鳀鱼”品类认知。

图29：劲仔鱼制品升级路径



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图30：劲仔通过冠名综艺推广深海鳀鱼



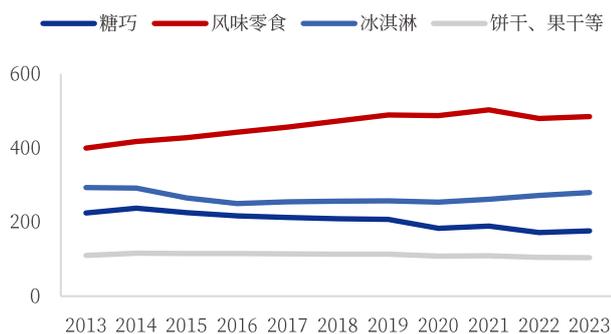
资料来源：芒果TV，中国银河证券研究院

展望 30 亿大单品未来成长路径：公司在小鱼零食赛道领先地位稳固，未来将继续以小鱼为核心，从“十亿级单品”向“三十亿级单品”突破，并通过品牌效应带动其他品类发展。我们认为，以下三方面将构成小鱼业务增长的重要驱动。

增长一：风味小鱼市场空间仍大，“美味+高营养”趋势下迎来高速扩容

风味小鱼干为风味零食细分赛道，市场容量广阔。随着食品行业技术进步，海味零食中小鱼市场逐渐扩容。中国水产流通与加工协会数据显示，2020年我国休闲鱼制品市场规模约200亿元，预计2030年行业规模可达600亿元，十年复合增长率接近11.6%。产销匹配下对应估计劲仔食品市场占有率约7.0%；2017年至2023年公司休闲鱼制品品类的销售规模稳居行业第一。

图31: 我国风味零食消费量在各品类中居前 (万吨)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图32: 鱼制品市场规模



资料来源: 中国水产流通与加工协会, 公司公告, 中国银河证券研究院

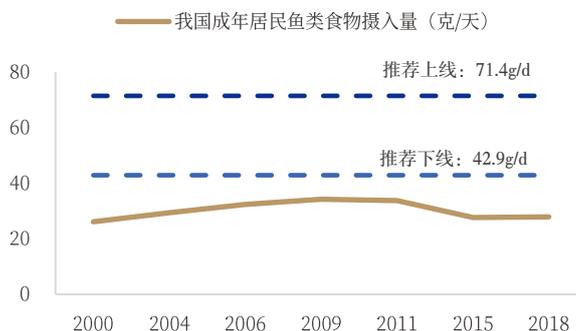
代餐化、健康化、营养化已成为零食行业的重要趋势，具备相关属性的品类将显著受益。《中国居民膳食指南（2022）》指出动物性食物中应该优先选择鱼类，而目前我国居民摄入量与膳食指南推荐量仍有较大差距。劲仔小鱼的原材料鳀鱼被美国 FDA 推荐为与三文鱼、鲑鱼并列的最佳选食鱼类，每百克劲仔深海鳀鱼含 33 克蛋白质和 160 毫克 DHA，精准符合高营养特点。2024 年劲仔与中国营养学会发布行业白皮书《休闲零食健康化趋势与零食选择》，加速传播与推进消费者对零食健康化的关注，通过营养学会背书亦有效缩短与消费者建立品牌信赖的通路。

图33: 鳀鱼具有极高营养价值

食物名称	脂肪 (g/100g可食部)	脂肪酸/总脂肪酸(%)	
		DHA	EPA
三文鱼	15.8	4.9	3.5
鳀鱼	12.8	13.9	5.2
河鳗	10.8	6.2	2.6
鲱鱼	7.4	12.7	4.4
海鳗	5	8.3	3.7
带鱼	4.9	5.3	1.9
鲈鱼	3.4	4.1	5.4
大黄花鱼	2.5	5.1	2.7
鳙鱼	2.2	4.2	3.6

资料来源: 中国疾病预防控制中心营养与健康所, 中国银河证券研究院

图34: 我国人均鱼肉每日摄入量较推荐量存在差距



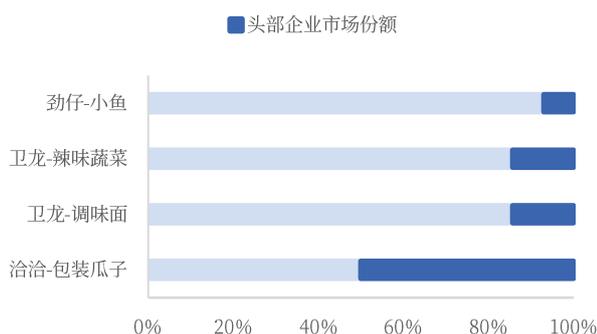
资料来源: CHNS, 中国居民膳食指南, 中国银河证券研究院

增长二：竞争优势下公司市占率提升

零食行业大单品已经形成品牌=品类心智的企业中，近年来洽洽食品在包装瓜子市占率接近 50%，21 年卫龙在调味面制品（行业规模 455 亿）、辣味休闲蔬菜制品（行业规模 265 亿）两个赛道份额均达到 14.3%。相较而言，劲仔在小鱼细分赛道中 7%市占率仍有较大空间，公司核心竞争力将在集中度提升下发挥优势。

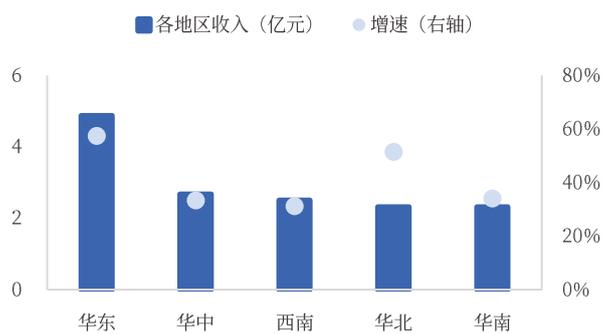
竞争优势一：泛全国化优势。鱼类零食起源于餐桌食品，于 2000 年左右开始向休闲零食发展，但受限原料取得、物流配送、保鲜保质、去头去内脏等加工技术及生产工艺标准化、规模化的限制，直到 10 年后劲仔才率先实现泛全国化布局。我们认为行业中长期扩容空间主要来自于目前空白地域市场，相较其他白牌地方性企业，周劲松带队的劲仔具备快速触达新市场的经验与能力。

图35: 劲仔对标零食行业大单品市占率公司仍有渗透空间



资料来源: 劲仔食品、卫龙美味公司公告, FoodTalks, 中国银河证券研究院

图36: 24H1 公司全国化布局较为均衡



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

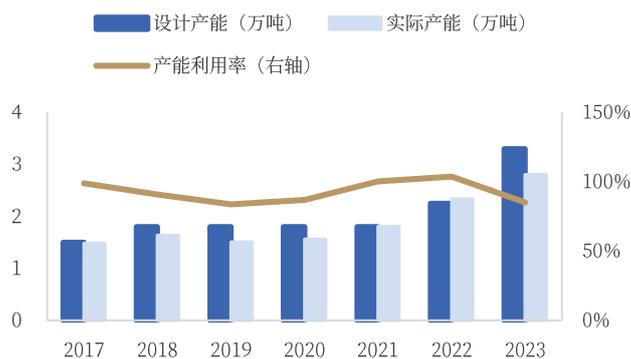
竞争优势二：供应链优势。18年公司响应“一带一路”倡议，在肯尼亚投资建设初加工基地，23年肯尼亚子公司生产的野生鳀鱼首次进口中国，实现全球供应链建设新突破，有利于丰富原料采购渠道、控制产品品质、强化议价能力。劲仔鱼制品年产能达到3.3万吨，业绩端可见规模效应逐步释放。

图37: 肯尼亚鳀鱼首次公开亮相第三届中非经贸博览会



资料来源: 劲仔食品官网, 中国银河证券研究院

图38: 劲仔小鱼产能



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

竞争优势三：品牌背书优势。多年深耕运作下劲仔已具备较高知名度，2020年入选“中国农业品牌公共服务平台水产品推荐品牌”，在业内尚无颠覆性创新产品面世时存在较强消费粘性。2021年公司牵头制定全国首个小鱼零食标准《风味熟制小鱼干》，进一步强化品牌专业认可度。

增长三：产品升级带动价格提升

产品价格提升带动收入增长为可行路径，一方面，公司产品力优势已经初步形成壁垒；另一方面，公司传统包装小鱼价格位于市场中下游位置，存在不违背质价比消费的提价空间。参考劲仔肉干或其他品牌经验，价格提升可能由产品升级、包装升级、容量升级等带动。

图39: 2021-2023 年小鱼销量复合增速 24.1%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图40: 2021-2023 年小鱼单价复合增速 1%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 禽制品: 第二增长曲线, 鹌鹑蛋释放十亿级潜力

健康、新中式、性价比为疫后和新世代消费者关注的三大线索, 包装革新后鹌鹑蛋迎来品类繁荣。2022年3月, 公司创新推出同样具备美味+营养属性的独立颗装鹌鹑蛋“小蛋圆圆”, 23年收入突破3亿, 成为公司第二大单品; 2024年11月再推“七个博士”溏心蛋, 率先完成品类升级。

展望 10 亿大单品成长路径: 行业扩容+市占提升, 有望成为成长赛道龙头企业

增长一: 品类具备消费基础+革新打开新的场景定位, 行业扩容空间可期

蛋制品具有广泛消费基础, 消费场景扩充与渗透率提升将带来增量。鹌鹑蛋出现单颗装变革, 驱动行业从佐餐制品向休闲零食过渡, 打开全新增长空间。具体来看, 1) 口味创新多元, 满足各地饮食习惯; 2) 去壳不脏手, 增加食用场景; 3) 携带方便, 单次食用负担较小, 促进开袋频次。

横向看, 鹌鹑蛋对比其他蛋白零食质价比优势突出。对比同一渠道售卖的不同的蛋白/肉类零食, 鹌鹑蛋在整单售价和最小开袋单价上都具备明显的价格优势, 在具备“美味”和“健康”两种优质特性的基础上, 契合当前性价比消费趋势。据 Foodtalks 反馈的盐津铺子 2023 年末调研结果, 42.8% 用户认可鹌鹑蛋零食实惠、性价比高。

图41: 鹌鹑蛋最小单次开袋食用单价明显低于其他肉类零食 (2024 年 9 月)

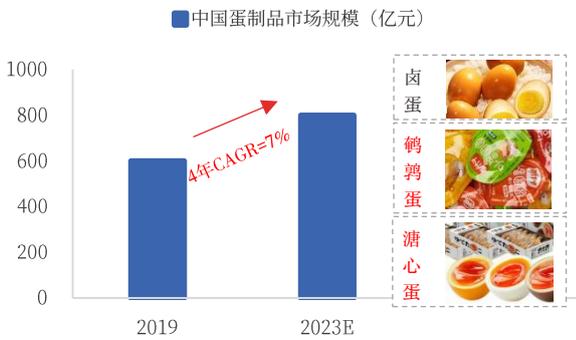
细分品类	品牌	规格	售价 (元)	单价 (品类内比较)	最小开袋单价 (元)	宣传场景
鹌鹑蛋	劲仔食品	28g*10袋 (40颗)	18.9	0.5	0.6	日常佐餐、办公室、饱腹补充
		348g富硒 桶装散装	31.9	0.6		办公加餐、宅家追剧、假日出游
	盐津铺子	30颗	11.8	0.4		家庭零食、泡面搭档、饱腹补充
	无穷	12颗, 合计70g	10.24	0.9		儿童零食、下午茶
	贤哥	40颗	15.9	0.4		办公室下午茶、饱腹补充
猪肉脯	良品铺子	70小包, 合计500g	49.9	0.7	4.7	宅家零食
	百草味	45g*3袋	25.9	8.6		朋友聚会
	有友食品	70g*2袋	15.9	8.0		-
凤爪	王小卤	2个*5袋	48.9	4.9	5.1	佐餐、办公室、追剧、出行、社交分享
	亚玛亚	24包, 合计500g	59.9	2.5		好友聚会、露营出现、宅家追剧、办公加餐
牛肉干	良品铺子	50g	21.6	21.6	15.2	办公室能量小食、休闲宅家解馋
	三只松鼠	26-27袋, 合计400g	69	15.1		办公室、家庭零食
	母亲牛肉棒	22g*8袋	71.2	8.9		课间餐、军训、郊游

资料来源: 天猫旗舰店, 中国银河证券研究院

备注: 均选取品类推送靠前品牌的独立小包装产品

纵向看，品类处于成长期，原料降价背景下多方加速布局，头部品牌开始形成壁垒。23Q4 鹌鹑蛋原料成本下行，玩家涌入并带动行业快速成长。我们认为成本驱动的竞争影响有限：1) 养殖业由供给周期驱动，预计原料价格下行并非常态；2) 头部企业纷纷加码上游建设，有利于成本优化、质量控制与供应链管理，长期形成规模效应。

图42: 休闲鹌鹑蛋处于品类成长期



资料来源: Frost& Sullivan, 中国银河证券研究院

图43: 鹌鹑蛋价格呈现周期性波动

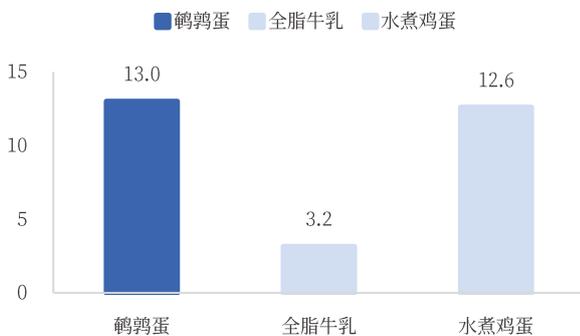


资料来源: 中国鹌鹑网, 中国银河证券研究院

增长二：劲仔鹌鹑蛋产品具备多重竞争优势，市占率有望提升

竞争优势一：公司形成多层次的差异化优质产品。劲仔先后推出 1) 小蛋圆圆鹌鹑蛋，原料和产品分别获得 SGS 无抗生素产品认证，并被弗若斯特沙利文确认为中国无抗鹌鹑蛋产品首创者；2) 富硒鹌鹑蛋，含硒量为鸡蛋 1.8 倍，入选《食品工业营养健康行动标志性成果名录》；3) “七个博士”（2024 年 11 月），溏心鹌鹑蛋为行业首创。

图44: 鹌鹑蛋每百克蛋白质含量较高 (克)



资料来源: USDA, FBIF, 中国银河证券研究院

图45: 富硒鹌鹑蛋入选《食品工业营养健康行动标志性成果名录》



资料来源: 劲仔食品官方微信公众号, 中国银河证券研究院

竞争优势二：加码养殖端建设，产能为增长护航。鹌鹑蛋以农户散养为主，原料采购、质量控制存在一定风险；劲仔布局上游养殖，产学研深度融合。加工上，平江生产基地鹌鹑蛋年设计产能达到 1.6 万吨、规划产能合计 2.4 万吨，24 年北海基地逐步投产；考虑公司 23 年 3 亿体量鹌鹑蛋对应禽类制品总销量 1.2 万吨，满产后能够基本实现标品覆盖。

节奏上，参考洽洽坚果、妙可蓝多奶酪棒，零食新品类的自然快速放量期在三年左右，后续将根据市场验证进行增速调整；预计鹌鹑蛋将在 2026 年超越 10 亿规模。另一方面，伴随上游生产集中筹建，规模效应下毛利率有望提升，鹌鹑蛋有较大挖潜增效的空间。

图46: 洽洽坚果收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

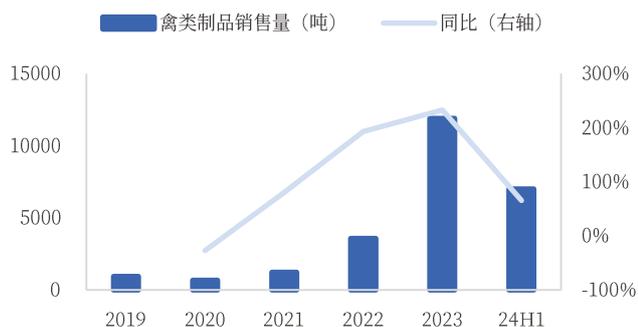
图47: 妙可蓝多奶酪棒收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

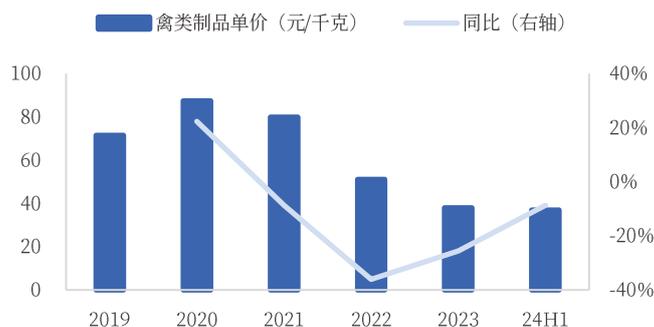
肉干辅助，禽类制品打开第二成长曲线。2022年起禽类制品单价开始下行，主要系推出鹌鹑蛋后产品结构发生变化；24H1降幅已明显收窄。在鹌鹑蛋驱动下，禽类制品2023年放量增长，成功跃升为公司第二大品类；规模效应下毛利率亦逐渐爬坡，截至24H1已由2022年低点上行7.6pcts。

图48: 2021-2023年禽类制品销量复合增速为212.2%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图49: 2021-2023年禽类制品单价复合增速为-31%

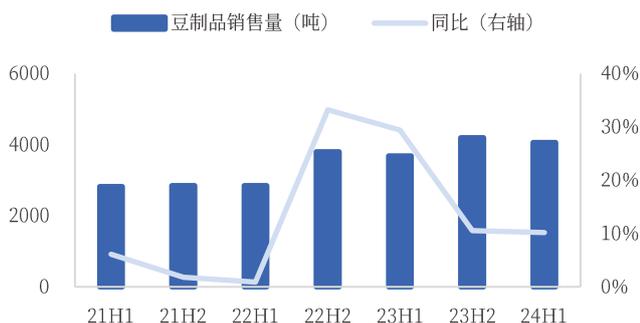


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 其他产品：预期豆制品重新发力，储备魔芋补充产品矩阵

高规模低集中赛道，豆干为公司元老级产品。据弗若斯特沙利文，2025年休闲豆干制品市场规模预计将达到246亿元。全国各地消费习惯差异较大，市场群雄割据。公司在休闲豆制品位列前十，且始终在产品矩阵中坚守豆制品重要占位，叠加相关研发投入与技术突破，24年已有新品发布。

图50: 2021-2023 年豆制品销量复合增速为 17.9%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

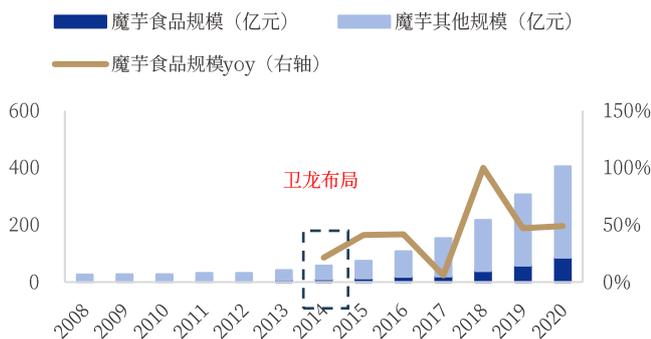
图51: 2021-2023 年豆制品单价复合增速为 4.4%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

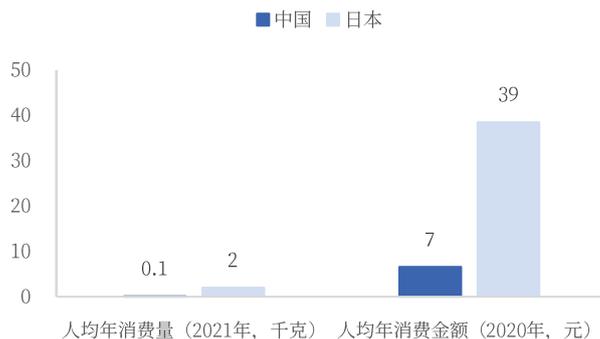
蔬菜制品跑出大黑马，魔芋业务有望跟随行业增长。卫龙早在 2014 年就成功开发出大单品魔芋爽，近年来受益原料健康+口味优势，魔芋迎来新一轮风口，市场规模有望持续增长。据日本魔芋协会调查，2020 年日本人均年魔芋消费量 2.0 千克，中国该值为 0.1 千克，渗透率有较大提升空间。尽管公司大单品战略暂未锚定魔芋，我们认为目前已有业务布局的“亿元级”基数，有望跟随卫龙、盐津铺子的市场培育实现较高速增长。

图52: 中国魔芋市场规模



资料来源: 中国魔芋协会, 商业新知, 中国银河证券研究院

图53: 魔芋消费渗透空间较大



资料来源: 日本魔芋协会, 卫龙美味招股说明书, 中国银河证券研究院

三、渠道：产品升级赋能，构筑多元渠道

此前公司渠道结构较为单一，以流通为主，产品主要以小包装形式售卖，部分限制了公司的品牌扩张。在品规升级的推动下，公司已形成更加完善的多元渠道结构，且充分把握住新兴渠道红利。24H1 线上渠道占比 20%，零食量贩占比约 10%，接近行业常态水平；现代渠道占比实现显著提升。

表4：劲仔不同品规对比

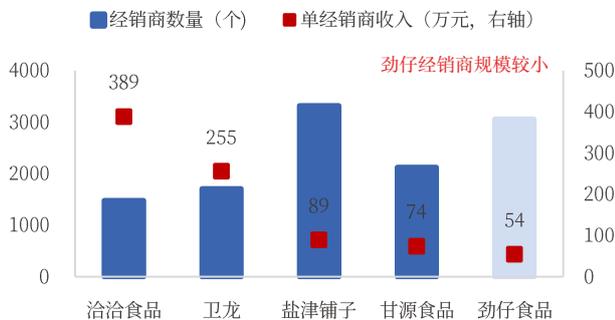
品规	价格	店铺陈列	渠道	经销商需求
小包装	1-2 元	侧边挂网、货架底端拆开售卖	流通渠道、BC、KA	批发型传统经销商
散称	-	货缸陈列	BC、KA、零食系统	散称经销商
大包装	5-6 或 10-12 元	主流货架挂带区	现代渠道、线上渠道	终端服务型经销商

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（一）传统渠道：流通为基本盘，下沉机遇充分

公司通过不同品规产品布局多元渠道，传统通路以 12 克小包装产品为主。2024 年前三季度小包装销售收入占比约 51%，同比增长 25%，仍为公司收入的最大构成部分。据尼尔森，全国快消品 C 端网点约 600 万个；截至 2023 年公司约有 40 万终端，其中一半有 4 个小包装产品覆盖，反映小包装产品下沉能力较强。从单店来看，公司单经销商收入提升空间显著；当前公司通过新增与汰换经销商，推动弱势渠道开商和经销商转型升级。

图54：劲仔单经销商规模有提升空间（2023 年）



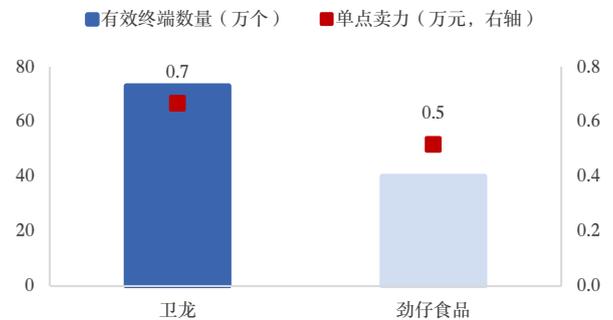
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图56：经销商加速新增（个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图55：劲仔终端数量仍有提升空间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

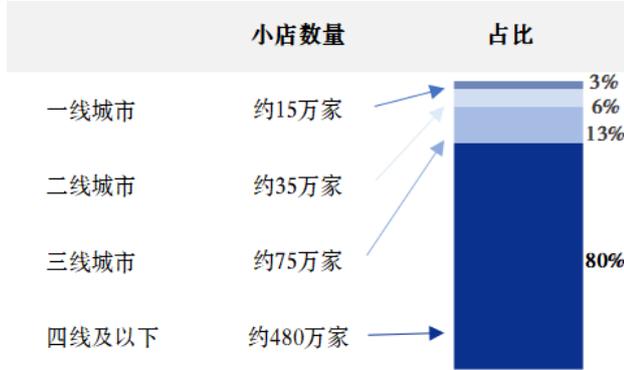
图57：单经销商质量提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

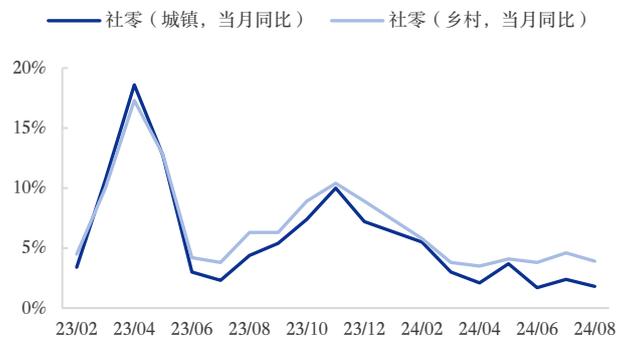
流通渠道展望：以夫妻店为代表的小B为零售业最末端，但为市场下沉提供了充沛工具。夫妻店等流通渠道供货通路往往超过六个层级，且经营管理相对比较粗放，因此一度被视为落后渠道；然而它仍然是下沉市场中最有活力的经营业态。零售小店多集中在三线及以下城市，与之匹配的是高价格敏感度的获客群体，与劲仔小包装产品适配。

图58：零售小店多集中于三线及以下城市



资料来源：新经销，尼尔森，中国银河证券研究院

图59：县域消费能力增速更快



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

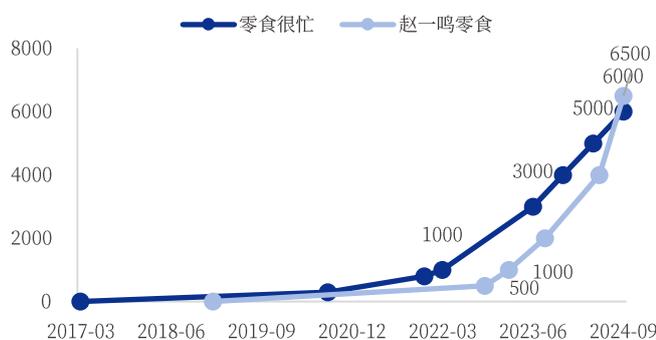
（二）新增渠道：品牌势能向上，开启增量空间

1. 零食量贩

早期布局零食量贩，把握渠道风口。对于零食很忙、赵一鸣、好想来、老婆大人、零食有鸣等快速发展的新兴零食专营渠道，公司在2022年开始布局，位居零食企业响应速度前列，当年业绩迎来放量。23Q1-Q3公司合作的零食量贩渠道从40家增长到70家；2024年初与主要零食系统2万家门店实现合作，营收超1亿元。

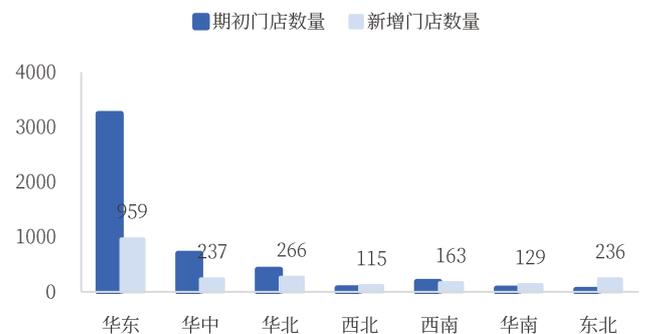
量贩渠道展望：万店模型跑通，渠道加盟扩张竞争激烈。零食量贩门店快速成长，2024年6月12日鸣鸣很忙集团全国门店总数破万；万辰旗下好想来计划2025年实现万店目标，截至2024年上半年万辰门店总数仅6618家，或加快展店进度。区域扩张与展店仍为各企业核心诉求，加盟或成为短中期常态化竞争，两超玩家受益资源优势，将持续巩固领先位置，且将竞争延伸向更高维度。从空间/时间周期看，量贩渠道仍然存在较大增长潜力。当前零食系统在一线城市与北方市场相对空白，华中、华北渗透率仍有提升空间，预计渠道红利将持续一年以上。

图60：鸣鸣很忙系门店数量（个）



资料来源：零食很忙、赵一鸣零食公司官网，中国银河证券研究院

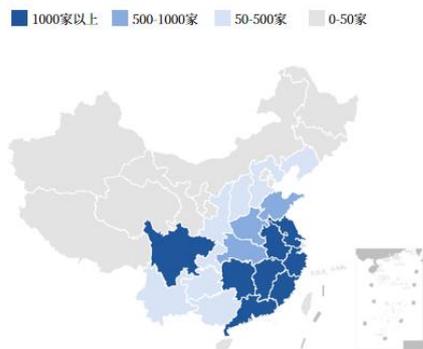
图61：万辰集团2024年上半年快速展店（个）



资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

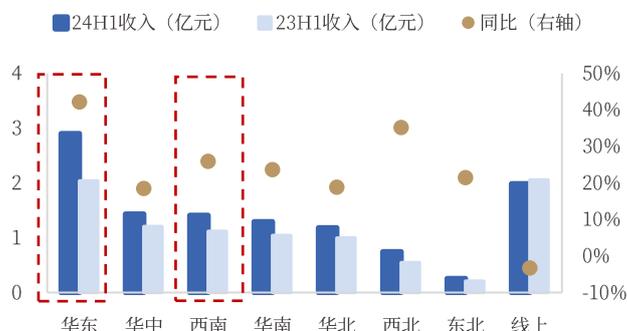
行业扩张区域与劲仔互补, 成长具备可持续性。量贩龙头之一的鸣鸣很忙集团旗下“零食很忙”、“赵一鸣”分别起家湖南、江西, 当地具备食辣与零食消费习惯, 且为劲仔前期较为薄弱区域, 渠道合作有助于弥补劲仔区域渗透。此外, 行业门店增长节奏与品牌合作深化将释放渠道红利, 叠加劲仔第二大单品鹌鹑蛋逐步入局零食系统, 预计 24 年劲仔零食渠道收入有望翻倍。

图62: 华东、西南、华中零食专营店布局率较高 (2023 年 9 月)



资料来源: 欧睿, 万辰集团, 中国银河证券研究院

图63: 劲仔 24H1 华东、西南收入增速较高



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 现代渠道

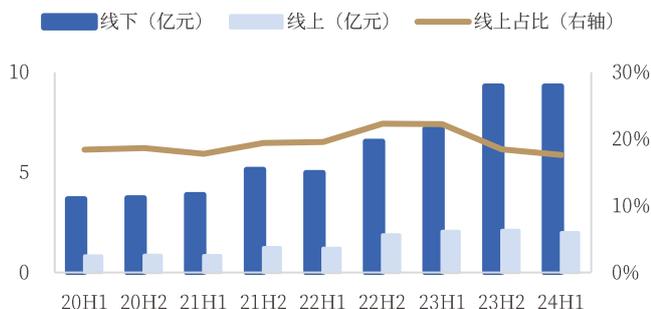
大包装升级进入现代渠道, 实现品牌势能提升。大包装产品能够陈列于主流货架挂袋区, 品牌露出更为充分, 且渠道利润相对丰厚。由此劲仔成功进入 KA、BC 渠道, 并将 BC 定位为品牌建立主阵地; 配合赞助“种地吧”、“魔方新世界”等综艺节目, “强品牌”经营策略成效显著。

现代渠道展望: 传统 KA 流量下滑并不构成对劲仔的制约。传统大卖场在电商冲击和较高入场成本的制约下迎来调整, 但我们认为现代渠道内部的流量变迁对劲仔影响有限。一方面, 劲仔产品渗透率较低, 渗透率提升有望较好对冲整体流量的影响; 且公司产品上新、升级后动销良好, 终端占比提升亦可以推动持续增长。另一方面, 早期小包装战略致使劲仔现代渠道布局缺失, 搭建 KA、BC 为完善渠道结构的必要之举, 将有效提升品牌形象, 进而带动全渠道增长。

3. 线上渠道

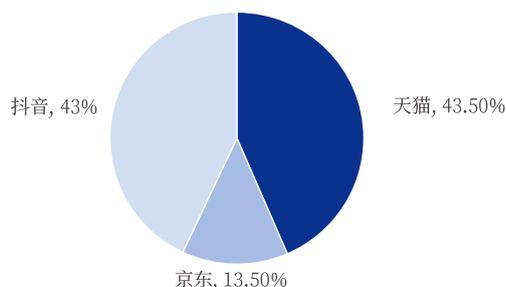
劲仔早期电商渠道占比较低, 面对传统电商渠道流量增速放缓, 公司紧跟新媒体发展趋势, 布局短视频、社交平台、达人直播等新兴渠道, 前期实现品牌和销量的双重提升。但 2024 年初抖音以“价格力”为首要战略, 加重费用投放压力, 公司产品在线上的可持续发展需要调整货盘、寻找平衡、逐渐摸索, 因此短期增长有所承压。

图64: 劲仔线上渠道收入



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

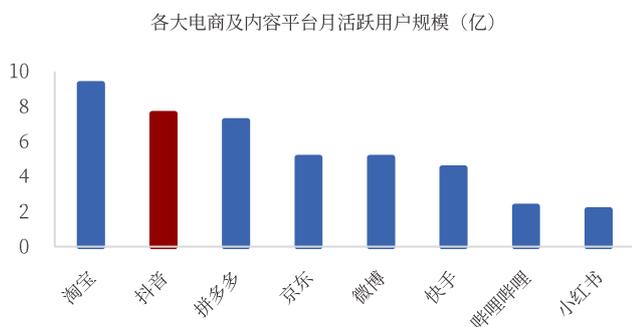
图65: 零食行业天猫、京东、抖音销售额占比 (2024 年)



资料来源: 商派, 久谦中台, 中国银河证券研究院

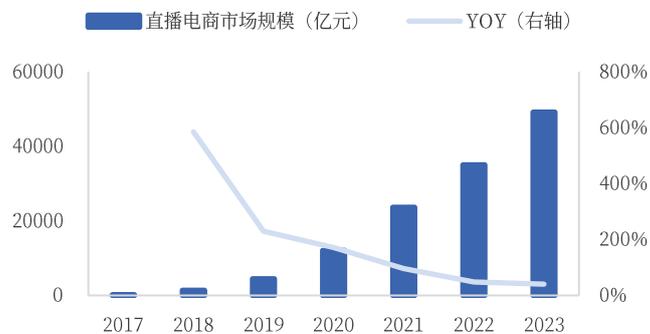
电商渠道展望：渠道对 GMV 诉求提升。1) 传统电商，业态无限货架供应与零食行业长尾格局、企业 SKU 多元的特征契合，伴随劲仔产品线与 SKU 不断丰富，将有效形成共振。2) 抖音，直播模式多出达人层级，天然无法做到极致性价比，24H2 渠道开始优化低价相关动作，叠加劲仔团队与打法积极变化、塘心鹌鹑蛋线上首发，线上新媒体亦有望成为增长点。

图66：线上流量呈现新媒体与传统电商共同发展格局



资料来源：QuestMobile, 中国银河证券研究院

图67：直播电商市场规模



资料来源：网经社, 中国银河证券研究院

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

1. 收入预测

预计 2024-2026 年营收分别为 24.9/30.4/36.6 亿元，分别同比+20.4%/22.4%/20.5%。

鱼制品：公司核心单品“劲仔小鱼”稳居细分领域第一，产品持续迭代升级，高势能渠道动销旺盛且反哺小包装产品，带动市占率提升；叠加海味零食规模拓展，公司将继续夯实龙头地位。假设 2024-2026 年收入同比+17.5%/16.0%/16.0%。

禽类制品：鹌鹑蛋具有广泛消费基础，且符合美味+健康发展趋势。公司“小蛋圆圆”成为最快破亿产品，“七个博士”溏心蛋丰富产品矩阵，上市后首批备货产品短时间内售罄；优质品类叠加优秀产品，鹌鹑蛋业务具备十亿元单品潜力，进驻零食专营与线上渠道后有望高斜率增长。假设 2024-2026 鹌鹑蛋收入同比+50.0%/60.0%/38.9%，对应 2024-2026 禽类制品收入同比+34.9%/44.6%/32.7%。

表5: 劲仔食品收入拆分与预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (亿元)	14.6	20.7	24.9	30.4	36.6
YoY	31.6%	41.3%	20.4%	22.4%	20.5%
鱼制品收入 (亿元)	10.3	12.9	15.2	17.6	20.4
YoY	24.7%	25.9%	17.5%	16.0%	16.0%
禽类制品收入 (亿元)	1.8	4.5	6.1	8.8	11.7
YoY	87.2%	147.6%	34.9%	44.6%	32.7%
豆制品收入 (亿元)	1.8	2.2	2.4	2.7	3.1
YoY	27.5%	18.7%	12.0%	12.0%	14.0%
蔬菜制品收入 (亿元)	0.4	0.7	0.8	1.0	1.1
YoY	-	88.2%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 成本与费用预测:

成本：公司主要原料包括鳀鱼干、大豆、粮油、包装材料等。2024 年原材料价格呈下行趋势，后期自建产线与销售端规模效应有望平抑鱼制品和禽类制品成本波动；考虑公司产品结构优化，预计 2024-2026 年公司整体毛利率分别为 30.2%/30.0%/29.9%。

表6: 劲仔食品分业务毛利率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
鱼制品	28.1%	30.1%	32.5%	32.2%	32.0%
禽类制品	14.6%	19.8%	22.6%	24.0%	25.0%
豆制品	24.1%	27.8%	31.0%	30.5%	30.5%
蔬菜制品	15.8%	30.6%	35.0%	35.5%	35.5%
合计	25.6%	28.2%	30.2%	30.0%	29.9%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

费用：销售方面，公司对新渠道的布局处于流量竞争阶段，对费用投入有一定要求；品牌露出诉求下，终端推广建设费用亦将增加；研发方面，为充分实现矩阵布局，提高产品力与创新性，研发投入将相应增长。考虑公司未来收入维持较高增速，假设 2024-2026 年销售费用率略有上行，研发费用率保持稳定，其他费用率边际下降。

综上所述，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.9/3.6/4.3 亿元，分别同比+39.5%/21.8%/20.0%。

（二）估值复盘

上市日至 2024 年 11 月 20 日公司 PE 平均水平约 41X，受行业景气度与公司业绩共同驱动。

2021 年 5 月-2022 年 5 月，估值下修，股价回调：次新股效应导致初期估值较高，成本等外部因素冲击下业绩承压。21Q3 开启多项改革，10 月底发布三季报后业绩展现向好趋势，股价回升。

2022 年 6 月-2023 年 3 月，估值修复，股价上涨：22 年年报显示重回增长区间，H2 零食量贩风起，公司获得相应估值溢价；品规改革后业绩亦在低基数下高增，实现 $\alpha+\beta$ 双击。

2023 年 3 月-2023 年 10 月，估值下修，股价回调：23Q2-Q3 板块整体情绪不振，公司增速略降引发市场对渠道等可持续性的担忧。

2023 年 11 月-2024 年 3 月，估值稳定，股价上涨：新品鹌鹑蛋以超越历史经验的速度放量；全渠道建设成效显著，共同推升业绩增长并带动股价反弹。

2024 年 3 月-2024 年 11 月，估值下修，股价震荡：24Q3 公司增长斜率放缓，9 月底的系列政策出台带动股价强反弹。

图68：劲仔食品上市以来股价变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（三）相对估值

根据品类与商业模式的相似性，选取洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、三只松鼠作为可比公司；2024-2026 年可比公司 PE 算术均值分别为 21/17/14 倍（其中盐津铺子、甘源食品数据取自 Wind 一致预期）。

表7: 劲仔食品与可比公司估值 (2024年11月20日)

PE	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
洽洽食品	26.0	22.0	15.5	13.5	11.9
盐津铺子	46.2	26.9	22.5	17.7	14.2
甘源食品	44.9	20.2	17.1	14.2	12.1
三只松鼠	66.7	32.9	30.6	21.8	16.3
平均值	46.0	25.5	21.4	16.8	13.6
劲仔食品	38.1	26.3	19.1	15.7	13.1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值, 得出公司合理每股价值约 14.08-17.06 元, 对应市值区间为 63-77 亿元。

1) 公司 WACC: 约为 8.87%, 核心假设见下表。

2) 三阶段: 2024-2026 年为增长期, 收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标, 详细见前文收入拆分与预测。2027-2029 年为过渡期, 预计公司收入保持年均 8% 的增速, 主因公司业务属于零食行业市场近年兴起的品类, 新品具备一定生命周期, 后续需要市场进一步验证。2029 年后公司进入永续阶段, 假设公司收入永续增长率为 3%。

表8: FCFF 核心假设

指标	数值	备注
无风险利率 Rf=	2.11%	2024/11/18 十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm=	8.50%	2024/11/18 近二十年沪深 300 指数收益率
股票 beta	1.07	劲仔食品相对沪深 300 指数 Beta
WACC	8.87%	$WACC = Kd * Wd * (1-T) + Ke * (1-Wd)$
过渡期年数	3	我们认为当前业务结构至少能持续 3~6 年发展
过渡期增长率	8.00%	劲仔为高速增长企业, 布局品类前景充分, 且竞争优势逐渐确立, 公司有望维持长期良性成长
永续增长率	3.00%	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表9: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

永续增长率	WACC						
	8.57%	8.67%	8.77%	8.87%	8.97%	9.07%	9.17%
2.70%	15.37	15.14	14.91	14.69	14.48	14.28	14.08
2.80%	15.56	15.32	15.09	14.87	14.65	14.44	14.23
2.90%	15.76	15.52	15.28	15.04	14.82	14.60	14.39
3.00%	15.97	15.71	15.47	15.23	15.00	14.77	14.56
3.10%	16.18	15.92	15.66	15.42	15.18	14.95	14.73
3.20%	16.41	16.13	15.87	15.61	15.37	15.13	14.90
3.30%	17.06	16.78	16.50	16.24	15.99	15.74	15.50

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（五）投资建议

预计公司 2024-2026 年收入分别为 24.9/30.4/36.6 亿元，分别同比+20.4%/22.4%/20.5%；归母净利润分别为 2.9/3.6/4.3 亿元，分别同比+39.5%/21.8%/20.0%，对应 PE 为 19/16/13x。绝对估值法下，公司每股价值合理区间为 14.08-17.06 元。考虑公司第一曲线小鱼正在由流通大单品向全渠道拓展，第二曲线鹌鹑蛋加速升级，未来业绩有望持续增长，且当前估值较为合理，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

新品表现不及预期的风险。2024年公司各个品类均加速上新升级产品，当前处于市场培育与动销验证阶段。若公司新品表现不及预期，将影响营收增速与未来空间。

渠道拓展不及预期的风险。公司近两年的快速增长部分得益于渠道扩张，小鱼从传统流通向新兴渠道拓展。若后续渠道自身增速或公司拓展进度不及预期，将影响公司的营业收入。

竞争加剧的风险。公司品牌已在市场具备较高的知名度，且产品逐渐形成差异化的竞争优势，但成本下行驱动新的竞争者持续加入市场。若公司未能有效应对竞争，可能面临发展速度放缓的风险。

食品安全的风险。公司在生产过程中严格执行质量管理体系和食品安全管理体系，但仍可能在采购、运输、储存等过程中出现引发食品安全风险的随机因素。若发生食品安全问题，将对公司声誉与业务产生重大不利影响。

图表目录

图 1: 风味小鱼为劲仔食品核心产品	4
图 2: 2018 年以前基本完成基础建设	4
图 3: 2017 年与 2023 年两大生产基地产能情况	5
图 4: 2017 年与 2023 年两大生产基地产量匹配销量	5
图 5: 公司经销与直营业务收入占比	5
图 6: 2017 年劲仔分区域收入结构	5
图 7: 大豆 19 年底开启涨价周期	6
图 8: 粮油平均采购价格 2020 年持续上涨	6
图 9: 2019-2021 年公司经销商数量 (个)	6
图 10: 2019-2021 年公司经销与直营占比	6
图 11: 2021 年起年公司开始大力布局线上电商	6
图 12: 对比 2017 年, 2020 年华中地区收入及占比实现较快增长	6
图 13: 截至招股说明书发布, 公司股权结构仍较分散	7
图 14: 公司第一次股权激励业绩指引	7
图 15: 公司研发费用率在 2020 年引来向上拐点	7
图 16: 公司 2020 年研发人员与占比大幅提升	7
图 17: 2021H1 劲仔产品矩阵初具雏形	8
图 18: 公司散称与大包装品规占比提升	8
图 19: 小包装增长持续加速	8
图 20: 小鱼上新口味	9
图 21: 第二曲线占营业收入比例同比提升	9
图 22: 渠道结构更加多元	9
图 23: 经销商数量与单点产出同步提升	9
图 24: 公司 2023 年圆满完成倍增目标	10
图 25: 公司第三阶段以来分季度收入与利润水平	10
图 26: 劲仔品类结构持续优化	11
图 27: 劲仔鱼制品收入	12
图 28: 劲仔鱼制品毛利率	12
图 29: 劲仔鱼制品升级路径	12
图 30: 劲仔通过冠名综艺推广深海鳀鱼	12
图 31: 我国风味零食消费量在各品类中居前 (万吨)	13
图 32: 鱼制品市场规模	13

图 33: 鳀鱼具有极高营养价值.....	13
图 34: 我国人均鱼肉每日摄入量较推荐量存在差距.....	13
图 35: 劲仔对标零食行业大单品市占率公司仍有渗透空间.....	14
图 36: 24H1 公司全国化布局较为均衡.....	14
图 37: 肯尼亚鳀鱼首次公开亮相第三届中非经贸博览会.....	14
图 38: 劲仔小鱼产能.....	14
图 39: 2021-2023 年小鱼销量复合增速 24.1%.....	15
图 40: 2021-2023 年小鱼单价复合增速 1%.....	15
图 41: 鹌鹑蛋最小单次开袋食用单价明显低于其他肉类零食 (2024 年 9 月).....	15
图 42: 休闲鹌鹑蛋处于品类成长期.....	16
图 43: 鹌鹑蛋价格呈现周期性波动.....	16
图 44: 鹌鹑蛋每百克蛋白质含量较高 (克).....	16
图 45: 富硒鹌鹑蛋入选《食品工业营养健康行动标志性成果名录》.....	16
图 46: 洽洽坚果收入及增速.....	17
图 47: 妙可蓝多奶酪棒收入及增速.....	17
图 48: 2021-2023 年禽类制品销量复合增速为 212.2%.....	17
图 49: 2021-2023 年禽类制品单价复合增速为-31%.....	17
图 50: 2021-2023 年豆制品销量复合增速为 17.9%.....	18
图 51: 2021-2023 年豆制品单价复合增速为 4.4%.....	18
图 52: 中国魔芋市场规模.....	18
图 53: 魔芋消费渗透空间较大.....	18
图 54: 劲仔单经销商规模有提升空间 (2023 年).....	19
图 55: 劲仔终端数量仍有提升空间.....	19
图 56: 经销商加速新增 (个).....	19
图 57: 单经销商质量提升.....	19
图 58: 零售小店多集中于三线及以下城市.....	20
图 59: 县域消费能力增速更快.....	20
图 60: 鸣鸣很忙系门店数量 (个).....	20
图 61: 万辰集团 2024 年上半年快速展店 (个).....	20
图 62: 华东、西南、华中零食专营门店布局率较高 (2023 年 9 月).....	21
图 63: 劲仔 24H1 华东、西南收入增速较高.....	21
图 64: 劲仔线上渠道收入.....	21
图 65: 零食行业天猫、京东、抖音销售额占比 (2024 年).....	21
图 66: 线上流量呈现新媒体与传统电商共同发展格局.....	22
图 67: 直播电商市场规模.....	22
图 68: 劲仔食品上市以来股价变化.....	24

表 1: 2016 年 11 月 19 日华文有限持股 5%以上股东.....	4
表 2: 针对核心高管进行股权激励（所任职位截至 2024 年 4 月）	7
表 3: 公司上市以后股权激励与定向增发	9
表 4: 劲仔不同品规对比.....	19
表 5: 劲仔食品收入拆分与预测	23
表 6: 劲仔食品分业务毛利率预测	23
表 7: 劲仔食品与可比公司估值（2024 年 11 月 20 日）	25
表 8: FCFE 核心假设	25
表 9: WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）	25

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1239.02	1329.50	1489.54	1672.99
现金	747.32	774.20	830.73	899.68
应收账款	8.67	13.81	16.90	20.35
其它应收款	3.73	4.68	5.73	6.90
预付账款	10.20	14.71	17.36	20.12
存货	367.32	424.10	520.82	627.93
其他	101.79	98.00	98.00	98.00
非流动资产	579.26	641.89	697.88	748.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	406.53	459.75	505.05	542.52
无形资产	39.95	44.38	49.38	54.08
其他	132.78	137.76	143.45	151.67
资产总计	1818.28	1971.39	2187.41	2421.26
流动负债	475.68	502.47	554.83	586.72
短期借款	150.00	100.00	50.00	0.00
应付账款	108.23	136.06	167.09	201.45
其他	217.44	266.41	337.74	385.27
非流动负债	29.80	35.73	39.73	43.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.80	35.73	39.73	43.73
负债合计	505.48	538.21	594.57	630.46
少数股东权益	6.25	9.20	12.80	17.12
归属母公司股东权益	1306.55	1423.97	1580.04	1773.68
负债和股东权益	1818.28	1971.39	2187.41	2421.26

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	155.78	355.56	421.12	470.45
净利润	212.08	295.39	359.67	431.71
折旧摊销	49.94	52.59	60.31	67.61
财务费用	1.62	2.75	1.83	0.91
投资损失	-4.33	-7.46	-6.08	-3.66
营运资金变动	-106.42	12.87	-1.15	-32.60
其它	2.90	-0.58	6.55	6.49
投资活动现金流	-184.75	-107.50	-116.76	-120.83
资本支出	-158.59	-120.08	-122.85	-124.50
长期投资	-30.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.84	12.58	6.08	3.66
筹资活动现金流	257.85	-218.82	-247.83	-280.67
短期借款	150.00	-50.00	-50.00	-50.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	107.85	-168.82	-197.83	-230.67
现金净增加额	231.33	26.89	56.53	68.95

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2065.21	2485.61	3041.53	3663.57
营业成本	1483.51	1733.93	2129.36	2567.29
营业税金及附加	12.64	15.21	18.62	22.42
营业费用	222.23	310.70	364.98	432.30
管理费用	83.37	87.00	103.41	120.90
财务费用	-8.07	-12.20	-13.65	-15.70
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.33	7.46	6.08	3.66
营业利润	266.62	353.94	429.69	514.38
营业外收入	0.27	0.20	0.23	0.22
营业外支出	6.93	6.63	6.78	6.71
利润总额	259.96	347.52	423.14	507.89
所得税	47.88	52.13	63.47	76.18
净利润	212.08	295.39	359.67	431.71
少数股东损益	2.50	2.95	3.60	4.32
归属母公司净利润	209.58	292.43	356.07	427.39
EBITDA	303.51	387.91	469.79	559.80
EPS (元)	0.46	0.65	0.79	0.95

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41.26%	20.36%	22.37%	20.45%
营业利润	79.62%	32.75%	21.40%	19.71%
归属母公司净利润	68.17%	39.53%	21.76%	20.03%
毛利率	28.17%	30.24%	29.99%	29.92%
净利率	10.15%	11.77%	11.71%	11.67%
ROE	16.04%	20.54%	22.54%	24.10%
ROIC	14.02%	18.38%	20.91%	23.04%
资产负债率	27.80%	27.30%	27.18%	26.04%
净负债比率	-44.51%	-45.83%	-47.68%	-48.82%
流动比率	2.60	2.65	2.68	2.85
速动比率	1.60	1.58	1.54	1.58
总资产周转率	1.33	1.31	1.46	1.59
应收账款周转率	221.60	221.20	198.10	196.70
应付账款周转率	14.23	14.20	14.05	13.93
每股收益	0.46	0.65	0.79	0.95
每股经营现金	0.35	0.79	0.93	1.04
每股净资产	2.90	3.16	3.50	3.93
P/E	26.66	19.10	15.69	13.07
P/B	4.28	3.92	3.54	3.15
EV/EBITDA	16.24	12.71	10.28	8.42
P/S	2.71	2.25	1.84	1.52

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn