

投资评级 优于大市 维持

大包装+散称驱动，步入快速成长阶段

投资要点：

02 月 08 日收盘价(元) 13.56
52 周股价波动(元) 9.67-16.64
总股本/流通 A 股(百万股) 451/222
总市值/流通市值(百万元) 6116/3014

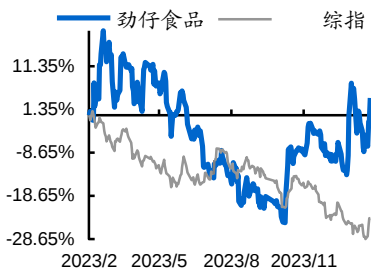
相关研究

《单三季度收入继续高增长，毛利率呈现改善态势》2023.10.25

《单二季度收入继续维持较快成长，大包装+散称助推产品矩阵优化》2023.08.21

《大包装/新品持续发力，一季度营收/利润继续保持高速增长》2023.05.04

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.2	12.3	13.0
相对涨幅(%)	16.8	13.4	19.8
资料	： 证券研究所		

- 风味鱼制品龙头，进入快速成长阶段。**公司总部位于湖南省长沙市，是我国具有较高知名度的传统风味休闲食品企业之一。公司聚焦深耕休闲食品，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。上市后公司积极引入人才，制定股权激励机制深度绑定核心管理和技术人才，调动团队积极性。17-22 年公司营收 CAGR=13.78%，23Q1-Q3 营收同比增长 47.85%。
- 辣卤休闲食品空间广阔，小鱼单品仍有较大提升空间。**辣味休闲食品的零售额由 2016 年的 1139 亿元增长至 2021 年的 1729 亿元（CAGR=8.7%）。此外辣味休闲食品在整体休闲食品行业中的份额从 2016 年的 18.6% 扩张至 2021 年的 21.0%，呈现较高景气度。公司的核心单品“劲仔小鱼”在休闲鱼制品行业占据领先地位，不过我们认为对比旺旺米果类产品 58.43 亿元，卫龙调味面制品 27.19 亿元、洽洽葵花子 45.12 亿元，“劲仔小鱼”依然有较大的进步空间。
- 大包装+散称驱动，“超十亿”单品小鱼持续夯实领先，鹌鹑蛋快速放量。**（1）“劲仔小鱼”以鳀鱼为主要原材料，将湖湘卤味与现代工艺创新融合开发出香辣、麻辣、糖醋等不同口味小鱼干。据公司 2022 年年报援引淘系和京东平台的数据，公司鱼制品销量连续多年均为即食鱼类零食行业第一（线上渠道），是公司“超十亿级”大单品。2020-2022 年鱼制品 CAGR 为 20.26%，2023H1 公司鱼制品销售收入增长 35.01% 至 6.03 亿元。
- （2）公司禽类制品主要包括鹌鹑蛋和手撕肉干两个产品系列。**公司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”。鹌鹑蛋表现持续亮眼，23Q3 单月月销达 4400 万元，已成为公司第二大单品。此外劲仔“手撕肉干”产品自上市以来快速发展，2021 年进入公司亿元级单品行列，目前保持稳定增长趋势。
- （3）豆制品属于公司的两亿级产品。**近年来，公司在豆制品的产品升级上持续投入，深耕发展豆制品，2021 年陆续开发和储备了“短保鲜卤豆干”、“豆干+”等产品，未来将通过进一步提高产品力和品牌力，打造休闲豆制品的全国领导品牌。
- （4）2021 年下半年以来，公司以“大包装”为战略抓手，推动整盒装、袋装“大包装”产品销售。**大包装策略从 2021 年 Q3 开始陆续铺设，到 2022 年从鱼制品推广到其他品类，经过一年时间的验证，取得了较好的成效。同时，公司结合大包装战略布局，陆续开发专业散称经销商推动三大品类产品系列散称产品铺市，提高客单价，填补渠道空白。23H1 公司大包装产品的销售收入同比增长接近 70%，散称产品的销售收入增长超过 220%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1111	1462	2068	2666	3263
(+/-)YoY(%)	22.2%	31.6%	41.4%	28.9%	22.4%
净利润(百万元)	85	125	207	281	369
(+/-)YoY(%)	-17.8%	46.8%	65.9%	36.1%	31.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.28	0.46	0.62	0.82
毛利率(%)	26.8%	25.6%	26.1%	26.7%	27.4%
净资产收益率(%)	9.6%	12.9%	17.6%	19.3%	20.2%

资料：公司年报（2021-2022）， 证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

“流通”、“现代”、“线上”全渠道齐发展。公司已形成了覆盖全国市场的高效、全面的营销网络体系，销售模式以经销模式为主、直营模式为辅。其中 2017-2022 年经销模式平均收入占比为 92.40%，收入 CAGR 为 8.69%，2017-2022 年直营模式收入占比从 17 年的 2.61% 提升至 22 年的 16.21%，保持较快提升，期间收入 CAGR 为 51.08%。目前公司销售渠道以流通为主，未来公司将进一步提高现代渠道、线上渠道销售的占比。此外公司经销商数目持续快速发展，2019-2022 年公司经销商数目为 1390 家、1734 家、1869 家、2267 家，2023 上半年公司经销商数量为 2559 家。

盈利预测与估值。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 20.68/26.66/32.63 亿元，归母净利润分别为 2.07/2.81/3.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.46/0.62/0.82 元/股。结合可比公司估值情况，给予公司 20-25 倍的 PE（2024E）估值区间，对应合理价值区间为 12.40-15.50 元，继续给予“优于大市”评级。

风险提示。（1）食品安全风险，（2）下游需求不及预期，（3）市场竞争加剧，（4）新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，（5）上游原材料成本价格以及费用投放波动。

目 录

1. 风味鱼制品龙头，进入快速成长阶段	7
1.1 风味鱼制品龙头企业	7
1.2 历史业绩稳健，22 年开始进入高成长阶段	9
2. 辣卤休闲空间广阔，小鱼单品仍有较大提升空间	10
2.1 辣味休闲景气度高，前景广阔	10
2.2 与其他赛道龙头相比，单品仍有较大进步空间	12
3. 大包装+散称驱动，“超十亿”单品小鱼持续夯实领先，鹌鹑蛋快速放量	13
3.1 超十亿级单品“劲仔小鱼”持续夯实龙头地位	13
3.2 禽类制品势头强劲，鹌鹑蛋产品快速成长	14
3.3 豆制品持续打造全国领先品牌	15
3.4 多元化产品持续丰富	16
3.5 大包装+散称齐发力，竞争力不断增加	17
4. “流通”、“现代”、“线上”全渠道齐发展	18
5. 持续扩产体现未来发展信心	21
6. 盈利预测与估值	22
7. 风险提示	23
财务报表分析和预测	24

图目录

图 1	公司发展历程	7
图 2	公司股权结构（2023 年半年报）	8
图 3	公司 2017 年以来营业总收入及增速	9
图 4	公司 2017 年以来归母净利润及增速	9
图 5	公司 2017 年以来毛利率变化情况	10
图 6	公司 2017 年以来归母净利润率变化情况	10
图 7	公司 2017 年以来的期间费用率	10
图 8	公司 2017 年以来的研发费用（百万）	10
图 9	中国休闲食品行业按口味划分的零售额	11
图 10	2018-2023 年中国卤制品行业市场规模占比变化	12
图 11	2022 年各单品营业收入（亿元）	12
图 12	公司主要产品图示	13
图 13	公司鱼制品 2017 年以来的营业收入及增速	14
图 14	公司鱼制品 2017 年以来的毛利率变化情况	14
图 15	公司鱼类零食产品图示	14
图 16	公司禽蛋零食产品图示	15
图 17	公司禽肉制品 2019 年以来的营业收入及增速	15
图 18	公司豆制品 2017 年以来的营业收入及增速	16
图 19	公司豆制品 2017 年以来的毛利率变化情况	16
图 20	公司都干零食产品图示	16
图 21	公司 2017 年以来其他产品营业收入	17
图 22	公司 2019 年以来产品收入占比	17
图 23	公司大包装产品图示	17
图 24	2017-2023H1 公司不同销售模式占比	18
图 25	2017-2023H1 公司经销模式营业收入及增速	18
图 26	2017-2023H1 公司直营模式营业收入及增速	18
图 27	2019-2023H1 公司经销商数量变化（单位：个）	19
图 28	2019-2022 公司单个经销商营业收入变化（单位：万元）	19
图 29	公司分渠道业绩增长情况（万元）	20
图 30	2017-2022 年公司鱼制品产能、产量、产能利用率变化	21

图 31	2017-2022 年公司豆制品产能、产量、产能利用率变化	21
------	-------------------------------------	----

表目录

表 1	公司股权激励对象名单及授予情况	8
表 2	募集资金用途	22
表 3	可比上市公司估值表（2024 年预测 PE，倍）	23
表 4	公司营业收入预测	23

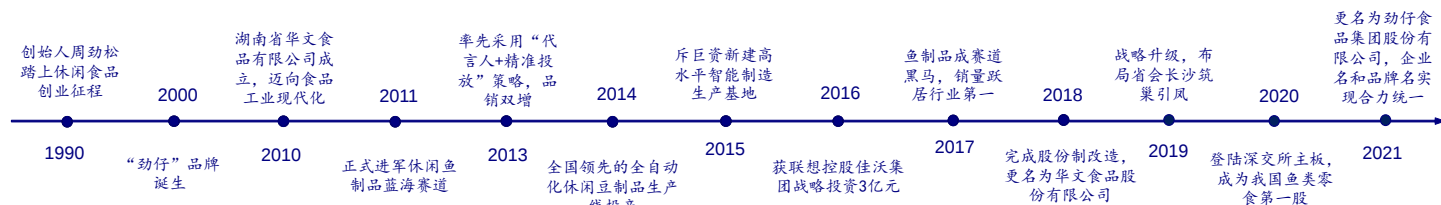
1. 风味鱼制品龙头，进入快速成长阶段

1.1 风味鱼制品龙头企业

公司总部位于湖南省长沙市，是我国具有较高知名度的传统风味休闲食品企业之一。公司主要从事风味休闲食品的研发、生产和销售，现有主要产品有鱼制品、豆制品、禽类制品等系列。公司以湖湘卤味工艺为基础，研发出香辣、麻辣、酱汁、糖醋等符合全国消费者口味的休闲卤味零食。随着营业收入稳步增长，公司已经跻身为风味鱼制品和风味豆制品的细分市场中行业龙头企业之一，目前产品覆盖全国，并远销法国、日本、韩国等全球约 30 个国家。

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。2010 年，周劲松成立公司，选择切入小鱼零食行业。2016 年公司引进联想控股旗下佳沃集团为第二大控股股东，建设自动化生产基地。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。2020 年 9 月 14 日在深交所主板挂牌上市，成为“鱼类零食第一股”。2021 年为提高品牌知名度与市场影响力，公司更名为劲仔食品，同时推行“大包装”产品战略，线上线下齐发力，全渠道综合发展。2022 年推出鹤鹑蛋产品，成为最快晋升为“亿元级单品”的劲仔产品。2023 年，公司完成第一期股权激励计划，经过多年积累与发展，公司现已成为行业内较为知名的休闲食品企业。

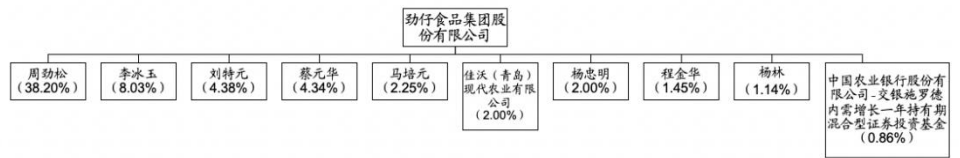
图1 公司发展历程



资料：公司官网，公司微信公众号，中国经济网，证券研究所

2021 年公司控制人周劲松夫妇合计直接持有公司 39.84% 的股份，2022 年 5 月周劲松先生以现金认购公司非公开发行股票 4789.9 万股，完成此次定增后周劲松夫妇持有股份提升至 46.23%。我们认为，这表明了实际控制人对公司未来的信心，进一步稳定了公司控制权，更有效地推动公司战略目标的实现，确保公司长远发展。

图2 公司股权结构（2023 年半年报）



资料：2023 年半年报， 证券研究所

上市后公司积极引入人才，制定股权激励机制深度绑定核心管理和技术人才，调动团队积极性。2021 年公司制定股权激励方案，向 23 名公司管理及核心人员授予限制性股票 319 万股。2023 年再次制定股权激励方案，向 27 名公司董事、高级管理人员、核心人员授予 333 万股限制性股票。

表 1 公司股权激励对象名单及授予情况

2021					2023				
姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的 比例	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的 比例
康厚峰	副总经理、财务总监	35	8.93%	0.0875%	康厚峰	副总经理、财务总监	35	9.43%	0.0776%
丰文姬	董事、副总经理、董事会秘书	35	8.93%	0.0875%	丰文姬	董事、副总经理、董事会秘书	35	9.43%	0.0776%
苏彻辉	副总经理	35	8.93%	0.0875%					
核心人员（20 人）		214	54.59%	0.5350%	核心人员（25 人）		263	70.89%	0.5830%
预留股份		73	18.62%	0.1825%	预留股份		38	10.24%	0.0842%
合计		392	100.00%	0.9800%	合计		371	100.00%	0.8224%

资料：劲仔食品集团股份有限公司关于向激励对象首次授予 2021 年限制性股票的公告，劲仔食品集团股份有限公司关于向激励对象首次授予 2023 年限制性股票的公告， 证券研究所

产品方面，公司聚焦深耕休闲食品，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。公司的拳头产品劲仔深海小鱼销量稳居休闲鱼制品行业第一，成为全球销量领先的卤味零食，休闲豆制品、休闲肉制品均跻身行业前列。此外公司还针对不同渠道开发适配的 SKU 产品，积极研发年节礼盒、线上专售品类、品牌联名产品等创新产品，不断丰富产品矩阵，满足消费者多样化的需求。

渠道方面，公司构建了线上和线下立体式渠道结构，已形成了覆盖全国市场的高效、全面的营销网络体系。在线下渠道方面，公司专注于批发市场、社区便利店、校园超市、BC 超市等流通渠道和大型 KA 卖场、CVS 连锁便利等现代渠道，逐渐扩展零食很忙、糖巢、老婆大人等零食专营渠道；在线上渠道方面，公司主要通过第三方电商平台打造电商渠道，利用 B2B 或 B2C 的模式向天猫、京东或阿里零售通、1688 等实现销售，并且引入了抖音、快手、小红书等新媒体平台逐步扩展电商渠道的模式，此外公司还入驻了兴盛优选、美团优选、多多买菜等团购平台，打造社区团购的新兴渠道。

产能方面，公司目前拥有湖南岳阳平江和康王工业园两大生产基地。此外公司 2022 年 5 月通过向周劲松先生非公开发行业股票实现募集资金 2.85 亿元，用于“湘卤风味休闲食品智能生产项目”、“营销网络及品牌建设推广项目”、“新一代风味休闲食品研发中心

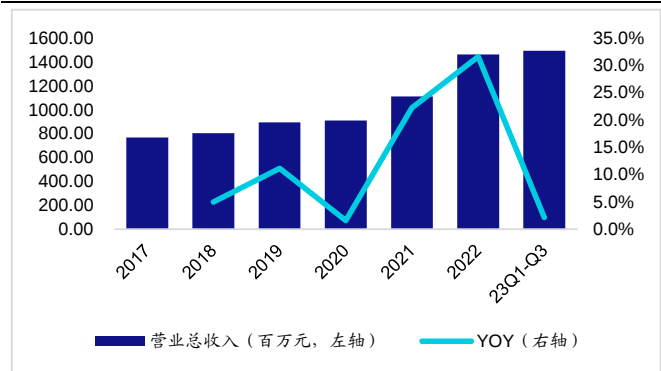
项目”三大产能项目建设，这将进一步提升公司营销能力和研发能力。2023年6月公司募集资金对子公司湖南咚咚食品有限公司增资至10000万元，并由其引进禽肉蛋制品休闲食品深加工项目，推进公司继续深耕湘卤风味休闲食品主营业务。

1.2 历史业绩稳健，22年开始进入高成长阶段

公司营收从2017年的7.67亿元增长至2022年的14.62亿元（CAGR=13.78%），公司归母净利润由2017年的0.76亿元增长至2022年的1.25亿元（CAGR=10.50%）。此外受益于21年下半年公司推出的大包装策略带来新增长动力，公司连续8个季度营业收入和归母净利润呈现持续较快增长：2021年Q4-2023年Q3营业收入增长率为67.80%/15.53%/45.60%/40.11%/25.39%/68.39%/35.17%/45.92%，归母净利润增长率为12.34%/-5.79%/84.72%/47.15%/63.88%/95.41%/20.24%/48.36%。

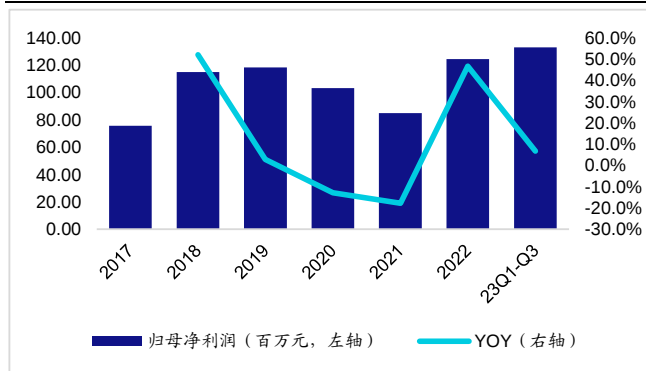
2023年Q1-Q3受益于持续开发及优化经销商、落实终端市场建设、新产品推广以及新媒体平台收入增长，营业收入达14.93亿元，同比增长47.85%。

图3 公司2017年以来营业总收入及增速



资料：Wind， 证券研究所

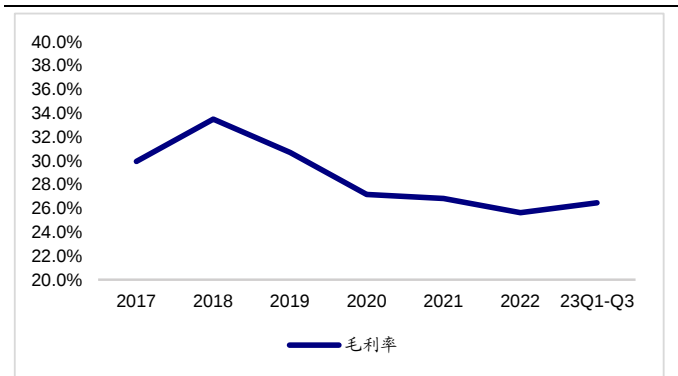
图4 公司2017年以来归母净利润及增速



资料：Wind， 证券研究所

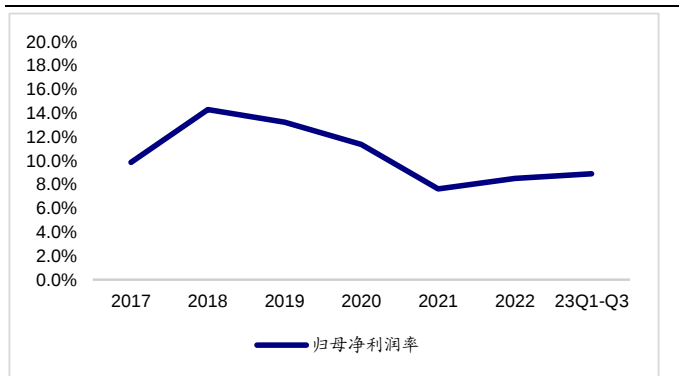
公司毛利率从2017年的29.95%下降至2022年的25.62%，平均毛利率为28.96%。其中2021与2022年毛利率下降主要是由于原材料价格的上涨以及新产品推广初期毛利率较低所导致。2023年Q1-Q3，公司实现毛利率26.47%，同比增长0.43pct，受益于营收高增长，毛利率有所改善。我们认为，随着原材料成本的控制、渠道的优化以及新产品的持续推广，看好公司毛利率提升。

图5 公司 2017 年以来毛利率变化情况



资料：Wind， 证券研究所

图6 公司 2017 年以来归母净利润率变化情况

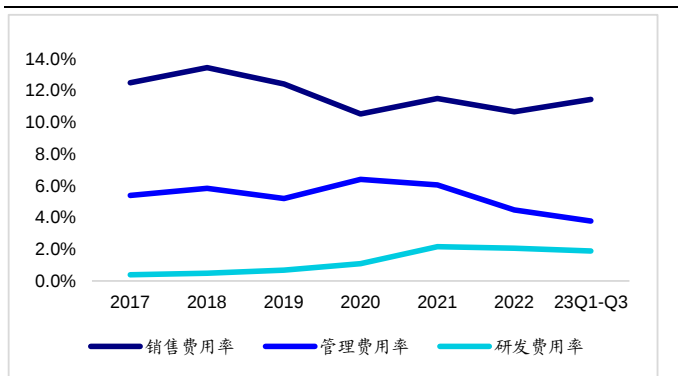


资料：Wind， 证券研究所

公司期间费用率比较稳定，17-22 年平均期间费用率为 17.66%。其中销售费用率从 2017 年的 12.5% 下降至 2022 年的 10.67%，整体呈现下降的趋势；管理费用率较为平稳；受公司产品研发持续投入的影响，公司研发费用不断增加，研发费用率逐步提升。

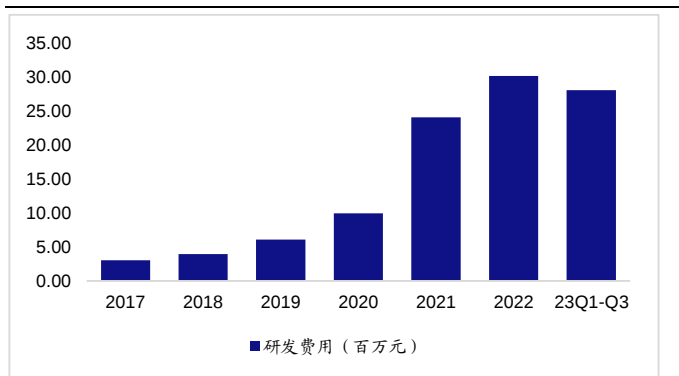
公司 2017-2022 年平均归母净利润率为 10.82%。2023 年 Q1-Q3，公司实现归母净利润率 8.92%，基本维持稳定。

图7 公司 2017 年以来的期间费用率



资料：Wind， 证券研究所

图8 公司 2017 年以来的研发费用（百万）



资料：Wind， 证券研究所

2. 辣卤休食空间广阔，小鱼单品仍有较大提升空间

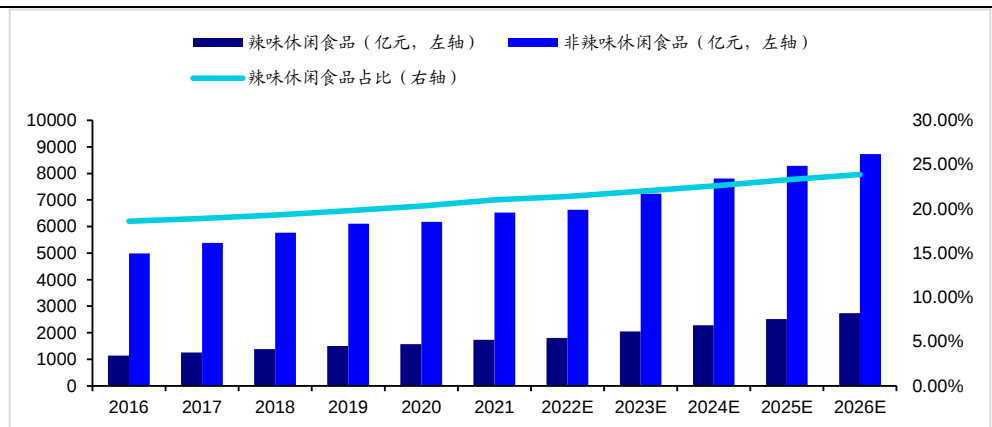
2.1 辣味休食景气度高，前景广阔

据卫龙美味招股说明书 2022 年 11 月 23 日申请版本，中国是全球最大的休闲食品市场之一，2021 年市场规模达到 8251 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 6.1%。受可支配收入增长、城镇化进程加快、现有产品持续升级及新产品推出等影响，预计 2021 至 2026 年中国休闲食品行业市场规模 CAGR 为 6.8%，到 2026 年将达到人民币 11472 亿元。

休闲食品按口味可分为辣味休闲食品和非辣味休闲食品两大类。辣味休闲食品的零售额由 2016 年的 1139 亿元增长至 2021 年的 1729 亿元，CAGR 为 8.7%，高于中国整

体休闲食品行业年复合增长率。另据弗若斯特沙利文报告。辣味休闲食品预计 2021 至 2026 年 CAGR 为 9.6%。此外辣味休闲食品在整体休闲食品行业中的份额从 2016 年的 18.6%扩张至 2021 年的 21.0%，呈现较高景气度。

图9 中国休闲食品行业按口味划分的零售额

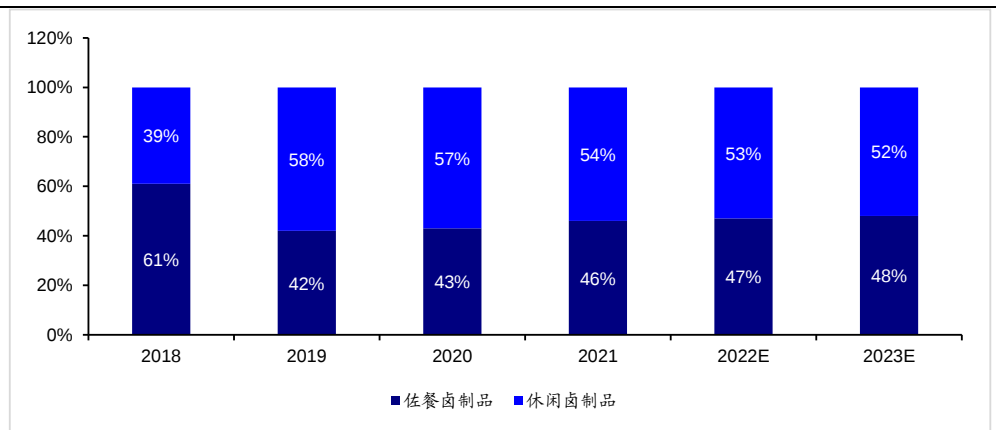


资料：卫龙美味招股说明书援引弗若斯特沙利文报告， 证券研究所

（1）休闲卤制品市场稳定增长，卤味零食受欢迎。在消费升级的背景下，卤制食品维持稳定增长趋势。根据 研究院相关统计数据，卤制品行业规模从 2016 年的 1982 亿元增长至 2020 年的 2540 亿元，年均复合增长率为 6.3%。预计 2023 年的卤制品市场规模将达到 4051 亿元。休闲卤制品增速大于卤制品整体水平，预计 2023 年休闲卤制食品市场规模有望达 1924 亿元，其中包装休闲卤制品的市场规模增速明显快于散装卤制品。

（2）休闲鱼制品增速可观，未来前景巨大。休闲鱼制品行业具有高增长性，增长空间大，目前休闲鱼制品还处于行业分散、快速发展的阶段。据公司 2022 年年报援引行业协会资料显示，休闲鱼制品作为加工水产品的重要品类，具备美味、便捷、便于运输、品质稳定等优势，其增长速度较为可观，未来前景巨大。据公司 2023 年半年报，休闲鱼制品 2020 年的零售总额约为 200 亿元，预计 2030 年市场规模可达 600 亿元。

图10 2018-2023 年中国卤制品行业市场规模占比变化



资料：观研报告网，中国卤制品行业发展态势分析与投资战略评估报告（2023-2030 年），证券研究所

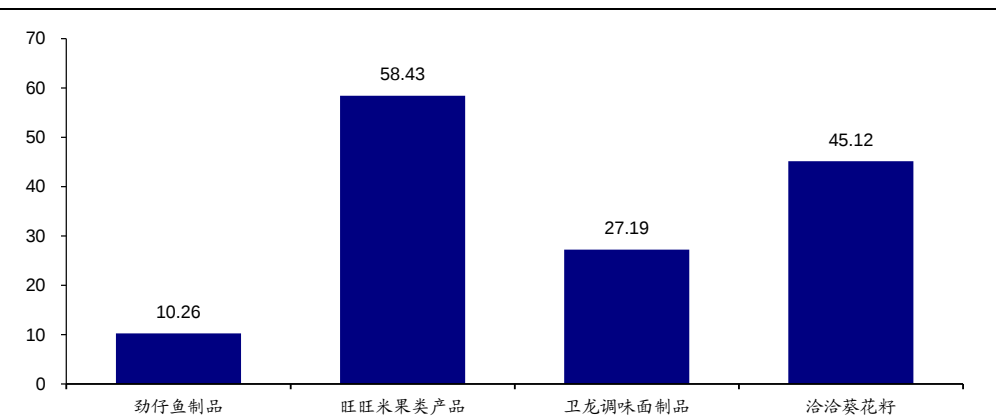
（3）休闲豆制品行业分散，且全国各地消费习惯差异较大。根据公司 2023 年半年报援引弗若斯特沙利文报告，休闲豆干制品 2022 年行业规模已达到 168 亿元，预计到 2025 年，休闲豆干制品行业规模将达到 246 亿元。

（4）休闲肉制品市场规模大，禽类制品势头强劲。近年来国内休闲肉制品发展迅速，具有口味独特、产品多样、食用方便等特点。根据公司 2022 年年报援引研究院相关数据，禽类卤制品在休闲卤制品中占比 50%左右，是休闲卤制品的主要品类。

2.2 与其他赛道龙头相比，单品仍有较大进步空间

我们认为，作为即食鱼类零食行业龙头，2022 年，劲仔鱼制品实现营业收入 10.26 亿元。对比旺旺米果类产品 58.43 亿元，卫龙调味面制品 27.19 亿元、洽洽葵花子 45.12 亿元，因此我们认为“劲仔小鱼”有较大的进步空间。未来公司将继续专注深耕鱼类零食，发挥公司优势，聚焦强势领域推出新品，不断提升市占率，巩固领导地位，引领休闲鱼制品行业进一步发展。

图11 2022 年各单品营业收入（亿元）



资料：公司 2022 年年报，中国旺旺 2022 年年报，卫龙 2022 年年报，洽洽食品 2022 年年报，证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/286150203021010050>