

劲仔食品（003000.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧
食品饮料、游戏行业研究员

2025年12月17日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	11.57
总市值	52.17 亿
PE-TTM	20.91
PB-MRQ	3.92

估值结果

价值	58.65 亿
DDM 估值	上行空间 12%
状态	合理估值
价值	52.76 亿
动态估值	上行空间 1.1%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

劲仔食品为休闲鱼制品龙头，品牌定位“好吃又健康的零食”，品类包括深海鲣鱼、鹌鹑蛋和豆干等。

公司的成长空间处于中等水平，由于下游渠道（零食量贩及抖音电商）的扩容速度趋缓，预计公司收入增速将小幅放缓。但另一方面，其渠道调整较为灵活，且品类契合零食健康化趋势，未来5年成长空间的确定性较高。公司盈利趋势处于中等水平，零食行业内的差异化程度虽不算高，但劲仔在鱼制品行业的龙一地位稳固；且随着完善渠道布局和延伸上游供应链，市占率有望进一步提升。公司产业格局较好，其所处的行业进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的替代风险较低。公司护城河较深，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，随着单点卖力持续提升，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小；另一方面，考虑到零食行业新品迭代较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。

假设劲仔未来业绩增量来自品类推新和渠道变革驱动下的中式零食行业扩容，以及公司鱼制品业务市占率的提升，当前其处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

市场认为劲仔在量贩和电商渠道将保持快速增长，而我们认为公司所依赖的渠道红利正经历结构性转变。一方面，量贩和电商等新渠道的增长势头有所放缓，红利渐尽；另一方面，以山姆为代表的会员商超在国内持续渗透。当前劲仔正精简低ROI的电商渠道，并加大对会员商超等高效渠道的投入，在增长驱动力的转变下，预计未来5年收入CAGR将小幅放缓至5~10%。

风险提示

若公司未能顺利进驻会员商超渠道，其新品动销或低于预期；若鲣鱼干和鹌鹑蛋等成本大幅上涨，或对公司的盈利能力有一定扰动。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

公司于2010年成立于湖南省，主要从事中式风味休闲食品的研发、生产和销售，主要产品有鱼制品、禽类制品及豆制品等，被称为“鱼类零食第一股”。公司以湖湘风味工艺为基础，旗下品牌包括劲仔、周鲜鲜和小蛋圆圆等。

2. 业务介绍

对于劲仔食品公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

鱼制品：

鱼制品零食是以鲜（冻）鱼和鱼肉为主要原料，经烹调或干制等熟制而成的可直接食用的鱼类制品。常见的形式包括调味鱼干、鱼脯和鱼片等，适合在休闲时光食用。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

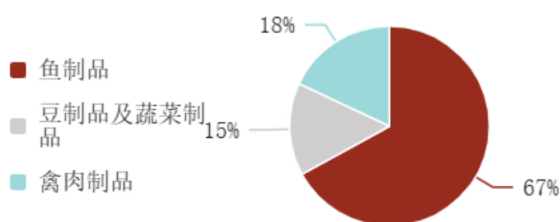
豆制品及蔬菜制品：

豆制品零食是指以大豆等豆类为主要原料，经加工制成的适合休闲消费的豆制品，常具有独立包装，便于携带和保存，包括卤制豆干及新型豆制品（大豆蛋白膨化食品和大豆素肉）等。蔬菜制品零食是指以蔬菜为主要原料，经加工制成的适合休闲消费的蔬菜制品，包括魔芋丝和风味海带等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

禽肉制品：

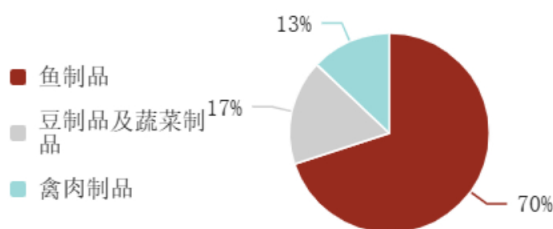
禽肉制品零食是指以禽类（如鸡、鸭和鹌鹑等）肉或蛋为主要原料，通过卤制、烤制及油炸制成的口味多样的休闲食品，常见产品包括泡椒凤爪、卤鸭脖和鹌鹑蛋等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司为休闲鱼制品龙头，其客户集中度较低，而资产强度、研发强度及营销强度处于中等水平。其以自主生产和经销模式为主，并持续推进线下传统流通渠道、现代渠道及零食专营渠道的稳健发展，渠道结构持续优化。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司的资产强度处于中等水平，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重约22%。一方面，劲仔作为自主生产型零食公司，其资产强度高于代工生产型公司（如三只松鼠和良品铺子）。另一方面，劲仔相较于盐津铺子等品类多元化公司，其更加聚焦核心品类，故近年来的产能扩张相对保守。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司的研发强度处于中等水平，2024年其研发费用率为2%。一方面，零食行业的技术门槛不算高，即使是研发新品类，也无需复杂的研发设备或高端技术，故研发费用率本身便低于其他消费细分行业。另一方面，劲仔在A股零食公司中研发费用率领先，系其主打健康零食品类，已形成了优质蛋白（如鱼和禽）及营养素（如硒和DHA）等多个健康零食研发体系。

3.3 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司的营销强度处于中等水平，2024年其销售费用率为12%。一方面，公司近年来随着宣传推广新品、布局电商渠道，销售费用率有所上行。但另一方面，其当前销售费用率仍低于以线下门店模式为主的零食公司（如来伊份和良品铺子）。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的客户集中度较低，2024年其top5客户营收占比为14%。公司的销售模式以经销模式为主，目前合作经销商达3406家，在流通渠道（社区便利店和BC超市）、现代渠道（大型KA卖场和CVS连锁便利）及零食量贩渠道均有广泛布局，故其下游的集中度较低。

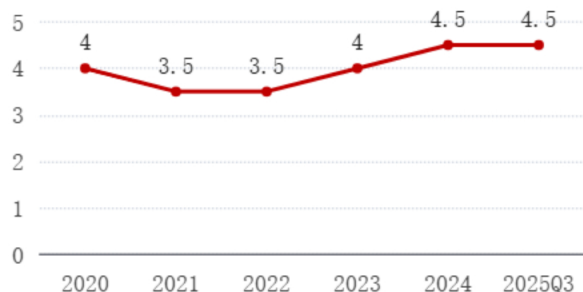
4. 历史经营绩效

公司的经营绩效整体较优秀，其成长能力较好，盈利能力、业务控制力及股东回报能力均优秀。公司作为休闲鱼制品龙头，渠道调整较为灵活，且品类契合零食健康化趋势。得益于较好的现金流状况，公司分红能力及意愿均较强。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



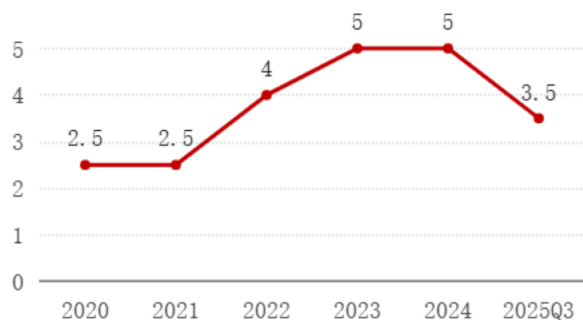
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力虽有一定波动，但整体较为优秀。2021年盈利能力略有下滑，系公司加大对抖音、快手渠道的销售费用投放。自2023年起公司盈利能力呈上升态势，主要系鳀鱼及鹌鹑蛋成本回落；且公司内部管理不断提效。整体来看，公司的ROIC水平领先于同行平均水平，主要得益于自主生产模式（扣非净利率高于代工模式）以及较完善的渠道布局（经营周转率更高）。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力呈一定波动，但当前仍较好，系鱼制品业务随线下网点扩张，保持稳健增长。其中2022~2023年成长星级持续上升，系零食量贩和视频电商渠道兴起，带来新一轮渠道红利；且公司于2022年推出新品鹌鹑蛋，卡位高景气赛道收入高增。2025年由于鹌鹑蛋品类竞争加剧，叠加公司对电商渠道进行调整，成长星级有所下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



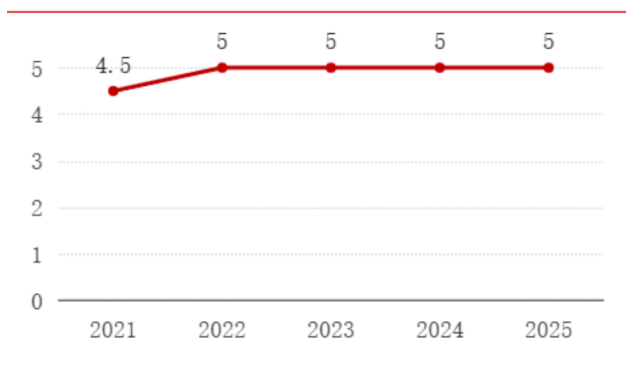
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力稳中向好，当前处于优秀水平。公司2024年的净占款/净资产比例达17%，高于食品加工行业中位数，主要系其为休闲鱼制品龙头，采用买断式的销售方式及先款后货的结算方式。公司凭借丰富的产品矩阵，在与下游渠道合作时更具话语权，回款能力也较好。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力优秀。一方面，受益于自主生产模式及较完善的渠道布局，公司的盈利能力本身便处于优秀水平。另一方面，近5年来公司的分红率均在60%以上，主要系公司的现金流状况良好，且短中期的新产能规划有限，分红能力及意愿较强。

5. 四维评级

公司的成长空间处于中等水平，由于下游渠道（零食量贩及抖音电商）的扩容速度趋缓，预计公司收入增速将小幅放缓。但另一方面，其渠道调整较为灵活，且品类契合零食健康化趋势，未来5年成长空间的不确定性较高。公司盈利趋势处于中等水平，零食行业内的差异化程度虽不算高，但劲仔在鱼制品行业的龙一地位稳固；且随着完善渠道布局和延伸上游供应链，市占率有望进一步提升。公司产业格局较好，其所处的行业进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的替代风险较低。公司护城河较深，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，随着单点卖力持续提升，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小；另一方面，考虑到零食行业新品迭代较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级处于中等水平。由于下游渠道（零食量贩及抖音电商）的扩容速度趋缓，预计公司收入增速也将小幅放缓。但另一方面，公司的渠道调整较为灵活，且品类契合零食健康化趋势，其未来5年成长空间的不确定性较高。

鱼制品 (2.5星)：

该业务预计未来5年收入CAGR为5~10%，成长空间星级处于中等水平。一方面，由于下游的零食量贩及抖音电商渠道已从高速扩容转为缓慢增长阶段，故该业务未来增速预计小幅放缓。但另一方面，公司在休闲鱼制品行业的龙一地位稳固，全渠道布局日益完善，我们认为其未来5年成长空间的不确定性较高。

豆制品及蔬菜制品 (2星)：

该业务预计未来5年收入CAGR仅为0~5%，成长空间星级较低。一方面，由于下游的零食量贩及抖音电商渠道已从高速扩容转为缓慢增长阶段，故该业务未来增速预计小幅放缓。另一方面，豆制品零食由于各地区口味差别较大，行业格局相较鱼制品零食更为分散，预计公司该业务市占率较难获得提升。

禽肉制品(2星):

该业务预计未来5年收入CAGR仅为0~5%，成长空间星级较低。2018年公司推出风味肉干，但由于肉类零食竞争较激烈，叠加卤制品业态的冲击，收入有所下滑。此后于2022年推出鹌鹑蛋，相较于鱼制品，该业务在先发优势和产品力上并不突出，故未来增速预计小幅放缓。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势处于中等水平，零食行业内的差异化程度虽不算高，但劲仔在鱼制品行业的龙一地位稳固；且随着完善渠道布局和延伸上游供应链，市占率有望进一步提升。

鱼制品(3星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。虽然鱼制品行业的集中度不算高（CR5约为26%，系去头去腥等加工技术和整条不漏油等包装技术的难度较大，故标准化生产进程较晚），但劲仔的龙一地位稳固。此外，考虑到劲仔具备产品力优势（“劲仔头条鱼”进驻盒马高端会员店）及成本优势（布局上游鲢鱼供应链），预计市占率有望从2024年的16%提升至稳态的21%。

豆制品及蔬菜制品(2.5星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。豆制品及蔬菜制品行业的格局较为分散（CR5仅约9%，豆制品零食的各地区口味差别较大，尚无全国性品牌），劲仔当前位列中部梯队，市占率约为1%。考虑到公司对该业务的新品研发和推广力度有限，品牌认知度一般，预计市占率未来较难获得提升。

禽肉制品(2.5星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。禽肉制品行业的格局较为分散（其中涵盖肉干、鹌鹑蛋等较多品类，由于进入门槛较低，CR5仅约10%），劲仔当前位列二线龙头。考虑到公司在该业务上的产品创新度一般，较难在同质化竞争中脱颖而出，预计市占率未来基本稳定在9%左右。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好，其所处行业的进入壁垒虽不算高，但上下游议价能力较好，且业务的被替代风险较小。一方面，零食产业链上游主要是农副产品供应商，上游行业格局分散。而公司作为中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节；并凭借丰富的产品矩阵，在与下游渠道合作时更具话语权，故其上下游议价能力领先于同行水平。另一方面，零食具有高频低价的特征，常与休闲、社交及娱乐等场景紧密关联，故该品类被替代的风险较低。

鱼制品(3.5星):

该业务产业格局较好，鱼制品行业的进入壁垒虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。劲仔为休闲鱼制品龙一，其经销模式采用买断式的销售方式及先款后货的结算方式，公司的产业链议价权较强。此外，鱼制品富含优质蛋白质和维生素等营养成分，契合零食消费健康化的趋势，品类被替代的风险较小。

豆制品及蔬菜制品(3.5星):

该业务产业格局较好，豆制品及蔬菜制品行业的进入壁垒虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。劲仔作为零食产业链中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节；并凭借较丰富的sku矩阵，上下游议价能力领先于同行水平。此外，豆制品零食具有低脂肪和低胆固醇的特点；蔬菜制品零食则符合消费者对膳食均衡的需求，其健康定位难以被其他高油高糖的品类替代。

禽肉制品(3.5星):

该业务产业格局较好，禽肉制品行业的进入壁垒虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。劲仔为禽肉制品二线龙头，采用买断式的销售方式及先款后货的结算方式，上下游议价能力领先于同行水平。此外，禽肉制品零食契合消费者对高蛋白食品的需求趋势，品类被替代的风险较小。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，随着单点卖力持续提升，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小；另一方面，考虑到零食行业新品迭代速度较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
鱼制品	(4.5星) 该业务的护城河宽度星级高。公司为鱼制品行业龙一，市占率约为16%。该业务经壹评级调整的ROE为39%，经壹评级调整的ROIC为37%，公司凭借自主生产模式（扣非净利率高于代工模式）以及灵活的渠道调整（经营周转率更高），超额收益领先同行竞争对手。此外，公司业务控制力较优秀，系其采用买断式的销售方式及先款后货的结算方式，产业链议价权较强。	(4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线下渠道、规模经济及产品力护城河。首先，公司近年来积极推进网点布局，单点卖力稳步提升，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。其次，劲仔凭借先发优势及成本优势，未来市占率有望提升，预计规模经济优势在长期被侵蚀的可能性较小。最后，考虑到零食行业新品迭代速度较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。
豆制品及蔬菜制品	(3星) 该业务的护城河宽度处于中等水平。豆制品及蔬菜制品行业的格局较分散，公司位列中部梯队，市占率仅为1%。但另一方面，该业务经壹评级调整的ROE为26%，经壹评级调整的ROIC为25%，系公司不断推进多渠道布局，凭借较丰富的sku矩阵，经营周转率领先于同行水平，具备一定的超额收益。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，公司的营销网络基本覆盖全国各省、自治区和直辖市，在流通渠道、现代渠道及零食专营渠道均有布局，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。另一方面，考虑到其豆制品零食以传统口味和工艺为主，营销投入力度一般，预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。
禽肉制品	(3星) 该业务的护城河宽度处于中等水平。禽肉制品行业的格局较分散，公司位列二线龙头，市占率仅为9%。但另一方面，该业务经壹评级调整的ROE为20%，经壹评级调整的ROIC为17%，系公司渠道调整较为灵活，单点卖力稳步提升，凭借较高的经营周转率，具备一定的超额收益。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，公司具备较强的终端渗透能力及敏锐的渠道调整能力，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。另一方面，考虑到其在鹌鹑蛋品类的创新成效一般，预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来业绩增量来自品类推新和渠道变革驱动下的中式零食行业扩容，以及公司鱼制品业务市占率的提升，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，劲仔食品处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：鱼制品、禽肉制品、豆制品及蔬菜制品业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：鱼制品业务

收入假设：

- 1) 行业端：鱼制品零食本身具有高蛋白和低脂肪的特点，契合零食消费健康化的趋势；但其他品类健康零食（如植物蛋白零食）的崛起或分流部分需求，预计未来5年该行业规模CAGR在0~5%。
- 2) 公司市占率：对标日本海味零食龙头那多利（市占率约20%），其主要优势为大单品芝士鳕鱼的创新产品力，与劲仔类似（劲仔于2023年推出深海鳕鱼，以富含DHA等升级卖点，拉高价格带）。考虑到劲仔具备产品力优势（劲仔头条鱼进驻盒马高端会员店，占领鱼肉小食热卖榜top1）及成本优势（布局上游鳕鱼供应链），预计市占率有望从2024年的16%提升至稳态的21%。

盈利能力假设：虽然公司将继续加大鳕鱼的供应链建设布局，但考虑到其注重对鱼制品零食的持续创新，预计研发费用投放将有所增加，其经营性净利率预计由2024年的13.2%小幅下滑至2030年的11.9%，并在半显性期维持在11%左右。

业务2：豆制品&蔬菜制品业务

收入假设：

- 1) 行业端：豆制品&蔬菜制品零食虽然契合健康化及功能化的需求趋势，但多数企业仍集中在传统口味和工艺改进，同质化现象普遍，预计未来5年该行业规模CAGR在0~5%。
- 2) 公司市占率：豆制品及蔬菜制品行业的格局较为分散（CR5仅约9%，豆制品零食的各地区口味差别较大，尚无全国性品牌），劲仔当前位列中部梯队，市占率约为1%。考虑到公司对该业务的新品研发和推广力度有限，品牌认知度一般，预计市占率未来较难获得提升，稳态市占率仍在1%左右。

盈利能力假设：考虑到后续为配合魔芋京门爆肚新品上市，将会加大宣传推广投入，故经营性净利率预计由2024年的11.4%下滑至2030年的9.2%，并在半显性期维持在9%左右。

业务3：禽肉制品业务

收入假设：

1) 行业端：禽肉制品零食行业经过多年发展，部分品类行业规模已趋于饱和，如传统风味的禽肉干和肉脯，消费者对其新鲜感和需求增速逐渐放缓。但考虑到低卡肉类零食等新兴品类的崛起，预计未来5年该行业规模CAGR在0~5%。

2) 公司市占率：该行业的格局较为分散（其中涵盖肉干、鹌鹑蛋等较多品类，由于进入门槛较低，CR5仅约10%），劲仔当前位列二线龙头。考虑到公司在该业务上的产品创新度一般，较难在同质化竞争中脱颖而出，预计市占率未来仍稳定在9%左右。

盈利能力假设：虽然该行业竞争有所加剧，但考虑到公司对渠道结构进行优化，故该业务经营性净利率预计基本稳定，半显性期仍维持在6%左右。

表2：公司整体业绩预测

劲仔食品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.6	20.7	24.1	25.5	27.9	30.0	32.0	34.1
归母净利润(亿)	1.2	2.1	2.9	2.8	3.1	3.4	3.6	3.8
归母净利润增速(%)	46.8	68.0	39.0	-4.4	11.4	9.2	6.0	6.3
经营性净利润(亿)	1.1	2.0	2.8	2.6	3.0	3.2	3.5	3.7
经营性净利润增速(%)	50.3	82.5	39.7	-5.1	12.6	9.4	6.4	6.6
经营性归母净利润(亿)	1.1	2.0	2.8	2.6	2.9	3.2	3.4	3.7
经营性归母净利润增速(%)	51.7	76.6	40.3	-4.3	11.9	9.6	6.5	6.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

鱼制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.3	12.9	15.3	17.1	18.7	20.2	21.9	23.5
收入增速(%)	24.7	25.9	18.8	11.6	9.0	8.5	8.1	7.6
经营性净利润(亿)	1.0	1.5	2.0	2.0	2.3	2.5	2.7	2.9
经营性净利率(%)	9.4	11.5	13.2	11.9	12.2	12.2	12.1	12.1
经营性净利润增速(%)	42.9	53.9	37.1	0.5	11.7	8.6	7.4	7.5
豆制品及蔬菜制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.5	3.2	3.7	3.8	4.0	4.3	4.5	4.7
收入增速(%)	32.7	27.0	14.6	2.2	7.0	6.1	4.8	4.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	3.7	8.3	11.4	8.2	9.0	9.6	9.4	9.4
经营性净利润增速(%)	203.7	186.2	56.9	-26.2	16.8	13.4	3.4	3.7
禽肉制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.8	4.5	5.1	4.7	5.2	5.5	5.7	5.9
收入增速(%)	87.2	147.6	12.7	-8.4	11.2	5.4	3.5	3.4
经营性净利润(亿)	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	1.8	5.3	6.4	6.1	6.3	6.6	6.6	6.6
经营性净利润增速(%)	61.5	612.8	36.4	-12.6	15.0	9.9	2.7	3.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
豆制品及蔬菜制品	1.4%	中低	较好	较强	8.0%	11.79	0.4
禽肉制品	2.4%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	0.4
鱼制品	3.6%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	2.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
豆制品及蔬菜制品 (亿)	1.5	3.7	5.2	1.0	0.4	—	5.8
禽肉制品(亿)	1.4	3.8	5.3	1.3	0.1	—	6.5
鱼制品(亿)	8.7	27.8	36.6	4.0	0.1	—	40.5
公司整体测算(亿)	11.6	35.4	47.0	6.3	0.6	—	52.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
豆制品及蔬菜制品 (亿)	3.6	2.0	5.7	1.0	0.4	—	6.2
禽肉制品(亿)	3.4	2.2	5.6	1.3	0.1	—	6.8
鱼制品(亿)	23.6	18.1	41.6	4.0	0.1	—	45.6
公司整体测算(亿)	30.6	22.3	52.9	6.3	0.6	—	58.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于中等水平。虽然中式零食行业仍处于成长期，行业未来的品类迭代及渠道变革较难预测；但劲仔与市场交流的频率较高，盈利预测的关键数据（公司各业务及各渠道的动销情况）披露频次较高，故公司数据的可持续跟踪性较好。整体来看，我们对于公司估值的确定性为中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。