

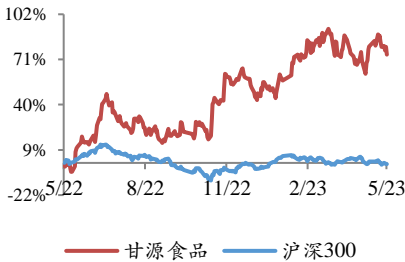
产品为矛渠道为盾，改革深化开启发展加速度

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-05-19

收盘价(元)	85.56
近12个月最高/最低(元)	94.25/46.04
总股本(百万股)	93
流通股本(百万股)	36
流通股比例(%)	39.07
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	31

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

主要观点：

● 甘源食品是坚果炒货细分领域的龙头公司，以经销模式为主

甘源食品于2006年在江西萍乡创立，是一家以籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类为主要产品的休闲食品生产企业。公司主要销售模式为经销模式，经销渠道覆盖大卖场、连锁超市、批发市场、便利店等多类终端。公司已构建起全国化渠道网络，“甘源食品”的品牌影响力与认可度正持续提升。目前公司已是瓜子仁、青豌豆、蚕豆细分领域的龙头，并在口味型坚果细分赛道处于领先地位。

● 新增长动能正培育成熟，近年来盈利能力受成本上涨压制

2017-2022年公司营业总收入CAGR为12.9%，其中经典老三样（瓜子仁、青豌豆、蚕豆）系列产品近年来增速有所放缓（2017-2022年收入CAGR约5.4%），公司积极培育增长新动能，综合果仁及豆果/其他系列产品快速成长（2017-2022年收入CAGR为32.8%/28.7%）。盈利能力方面，公司净利率水平在同行可比公司中处于中上水平，2020年以前净利率保持逐步提升趋势，2020年公司净利率达到15.3%。2020年下半年以来公司成本压力增大，2022年公司净利率降至近年来低位。

● 坚果炒货优质赛道，供给需求两侧共同推动行业规模增长

休闲食品行业市场规模超万亿，但休闲食品品类众多，格局较为分散。公司所在的坚果炒货细分市场2021年规模约2000亿元，当前市场集中度不高。坚果营养价值高、口味佳、消费场景丰富支撑需求持续增长，同时供给端加大力度进行产品创新、消费者教育与渠道网络铺设，国内坚果行业增长空间仍大，并有望在疫后加速扩容。

● 公司本轮改革力度大、程度深，积极梳理产品配合渠道结构优化

面对老三样系列产品增速放缓、核心渠道商超渠道流量下滑的挑战，公司进行了一轮力度大、程度深的改革。产品端，公司加快产品创新，推出夏威夷果、松子仁、巴旦木仁等高端树坚果系列产品，产品力进一步提升，受到消费者高度认可。同时补充膨化类、烘焙类、酥类产品，丰富产品矩阵并助力渠道的扩张与下沉。渠道端，公司一方面积极拥抱快速发展的新兴渠道，包括零食专营、高端会员店、新兴电商等渠道，另一方面致力于做大做强商超、流通等传统渠道。为精细化运营各类细分渠道，公司将销售团队的组织结构调整调整为八大事业部，并为各事业部匹配专业能力强、具备丰富经验的负责人。2022年下半年开始，公司针对各细分渠道特征进行产品线梳理，为各渠道打造最适配的产品库。本轮改革已接近尾声，公司产品动销能力与渠道扩张能力显著增强。

● 高成长性新兴渠道有力拉动增长，传统渠道优化调整培育动能

零食行业正面临渠道结构的显著变化，以量贩零食专营店为代表的新兴渠道快速成长，公司在此轮深化改革后，已具备与此类渠道合作的基础与优势。量贩零食渠道方面，合作品牌的下游门店扩张+公司合作产品

SKU 数量增加+合作量贩零食品牌数量增加共同驱动公司产品销售规模高速增长。高端会员店方面，公司产品力突出，后续将与高端会员店合作更多 SKU，可更大程度受益于高端会员店渠道的高客户粘性以及高端会员店数量的稳步增长。电商方面，专业化电商运营团队已组建完毕、电商渠道产品梳理完成，后续自播、达播、分销齐发力，电商渠道收入预计将维持快速增长态势。KA 渠道方面，公司积极调整优化产品组合，并对经销商队伍进行汰换与改造，KA 渠道大盘有望呈现稳中有进的增长态势。流通渠道方面，公司在此渠道基础较为薄弱，目前处于补短板、打基础阶段，未来增长可期。

● **成本压力缓解、规模效应显现，净利率水平将逐渐修复**

2020H2 至 2022H1，公司毛利率大幅受制于棕榈油价格的显著上涨。2022Q3 起棕榈油价格大幅回落此后维稳，2023Q1 棕榈油现货平均价格基本回落至 2021 年上半年价格水平。我们判断今年棕榈油不再具备大幅上涨的基础，若无特殊事件冲击，棕榈油价格区间震荡的概率较大，公司毛利率向上修复的确定性较强。此外，随着公司聚焦优势品类，以及后续坚果新品的推出，规模效应进一步显现，2023 年安阳工厂大概率扭亏，亦将促进公司盈利能力提升。公司 2023Q1 业绩已开始验证此轮改革效果，后续改革红利将持续释放。

● **盈利预测与投资建议**

我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 20.4/24.6/29.3 亿元，同比 +40.5%/+21.0%/+19.0%；实现归母净利润 2.8/3.6/4.5 亿元，同比 +76.1%/+27.9%/+25.2%；EPS 分别为 2.99/3.82/4.79 元。目前公司股价对应 PE 分别为 29/22/18 倍，考虑到公司正处于深化改革后的加速发展期，成长空间与成长速度可观，且具备在产品、品牌、渠道上的竞争优势，我们认为当前估值水平处于合理区间的下限，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

- 1) 渠道扩张不及预期风险；
- 2) 成本再次大幅上涨风险；
- 3) 新品推广不及预期风险；
- 4) 食品安全事件风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1451	2038	2465	2932
收入同比 (%)	12.1%	40.5%	21.0%	19.0%
归属母公司净利润	158	279	356	446
净利润同比 (%)	3.0%	76.1%	27.9%	25.2%
毛利率 (%)	34.3%	36.5%	37.2%	37.6%
ROE (%)	10.5%	16.6%	18.8%	20.6%
每股收益 (元)	1.72	2.99	3.82	4.79
P/E	44.35	28.62	22.37	17.88
P/B	4.72	4.76	4.20	3.68
EV/EBITDA	25.11	18.78	14.54	11.58

资料来源: Wind, 华安证券研究所

正文目录

1 甘源食品：休闲食品细分领域龙头，近年来业绩表现有所承压	6
1.1 籽类炒货及坚果果仁为主要产品，经销渠道为绝对主力	6
1.2 股权结构集中，实控人在公司任职时间长	8
1.3 主要受制于成本大幅上涨，公司盈利能力已降至历史低位	11
2 休闲食品赛道宽阔，坚果细分市场发展潜力大	14
2.1 休闲食品行业体量大、品类多、格局分散	15
2.2 坚果炒货行业需求扩容供给发力，未来树坚果增长潜力大	16
2.3 口味型坚果应运而生，精细化产品开发有助于提升产品附加值	20
3 公司此轮改革力度大、程度深，积极梳理产品配合渠道结构优化	22
3.1 产品研发基础好，产品矩阵逐渐充实，核心单品竞争力强	22
3.2 渠道改革力度大，渠道结构趋于完善，运营水平持续提升	24
3.3 股权激励瞄准高增长目标，充分调动人员积极性	27
4 展望：渠道扩张新品放量拉动增长，净利率水平逐步修复	29
4.1 收入端：高成长性新兴渠道有力拉动增长，传统渠道优化调整培育动能	29
4.2 利润端：成本压力缓解、规模效应显现，净利率水平逐渐修复	32
4.3 2023Q1 业绩表现已开始验证改革成果	34
5 盈利预测与投资建议	34
6 风险提示	36
财务报表与盈利预测	37

图表目录

图表 1 甘源食品 2017-2022 年分品类收入情况	6
图表 2 甘源食品 2017-2022 年分品类毛利润贡献情况	6
图表 3 甘源食品产品矩阵	7
图表 4 甘源食品渠道营收结构变化	8
图表 5 甘源食品不同渠道增长趋势不同	8
图表 6 甘源食品分地区营收结构变化	8
图表 7 甘源食品 2017-2022 年不同地区营业收入增速情况	8
图表 8 甘源食品历史沿革	9
图表 9 甘源食品股权结构 (截至 2022 年 12 月 31 日)	9
图表 10 甘源食品核心高管成员简介	10
图表 11 甘源食品高级管理人员对比	10
图表 12 休闲食品公司营业收入对比 (百万元)	11
图表 13 休闲食品公司归母净利润对比 (百万元)	11
图表 14 甘源食品分产品收入 CAGR	11
图表 15 甘源食品营业收入及同比变化	12
图表 16 甘源食品净利润及同比变化	12
图表 17 2022 年甘源食品成本结构	13
图表 18 2020 / 2021 / 2022H1 棕榈油采购均价及同比增速	13
图表 19 葵花籽现货价格走势	13
图表 20 棕榈油现货价格走势	13
图表 21 不同产品品类毛利率	13
图表 22 不同产品品类收入增速	13
图表 23 2019-2022 年公司综合毛利率走势	14
图表 24 甘源食品销售/管理/费用率变化	14
图表 25 甘源食品净利率与同行业可比公司对比	14
图表 26 休闲食品行业规模超万亿	15
图表 27 休闲食品细分品类市场份额	15
图表 28 休闲食品品牌图谱	15
图表 29 上市休闲食品公司收入体量对比, 2022 年	16
图表 30 坚果炒货行业市场规模	17
图表 31 坚果行业市场份额	17
图表 32 中国坚果零售额	18
图表 33 中国坚果零售量	18
图表 34 坚果消费情况	18
图表 35 树坚果客单价通常高于籽坚果	19
图表 36 中国籽坚果, 树坚果消费量占比	19
图表 37 中外人均树坚果消费量对比	19
图表 38 良品铺子分产品毛利率, 2021 年	20
图表 39 洽洽食品分产品毛利率, 2021 年	20

图表 40 2019 年我国坚果消费人群购买坚果考虑因素	21
图表 41 MAT2020 天猫坚果品类搜索热词	21
图表 42 不同品类巴旦木价格对比	21
图表 43 甘源食品不同品类销售收入占比	22
图表 44 甘源食品老三样细分产品收入及同比增速	22
图表 45 甘源食品综合果仁及豆果、其他系列产品销售收入及同比增速	23
图表 46 甘源食品研发人员数量及薪酬	24
图表 47 甘源食品研发费用及研发费用率	24
图表 48 甘源食品设置八大事业部匹配不同细分渠道	25
图表 49 公司产品进驻零食专营渠道	26
图表 50 公司产品进驻高端会员店渠道	26
图表 51 公司产品在流通渠道的陈列	27
图表 52 公司产品在电商渠道的陈列	27
图表 53 甘源食品员工持股计划授予情况	28
图表 54 甘源食品员工持股计划设置解锁条件	28
图表 55 量贩零食品牌区域分布情况	30
图表 56 公司部分产品已进驻麦德龙会员店	31
图表 57 公司部分产品已进驻盒马会员店	31
图表 58 甘源食品棕榈油采购价格及毛利率变化	32
图表 59 棕榈油现货、期货价格	32
图表 60 2021&2022 年公司分产品毛利率及变化幅度	33
图表 61 甘源食品产能利用率	33
图表 62 公司收入及毛利率预测	35
图表 63 公司费用率、净利率及归母净利润预测	35
图表 64 甘源食品估值情况 (PE, TTM)	36

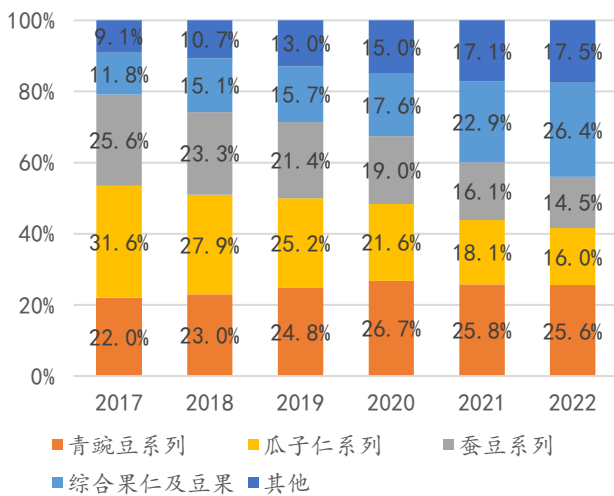
1 甘源食品：休闲食品细分领域龙头，近年来业绩表现有所承压

1.1 籽类炒货及坚果果仁为主要产品，经销渠道为绝对主力

甘源食品以籽类炒货起家，专注于休闲食品的研发、生产和销售，现已发展成为以坚果炒货为特长的品牌零食企业。甘源食品于 2006 年在江西萍乡创立，是一家以籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类为主要产品的休闲食品生产企业。公司自成立以来坚持在休闲食品行业深耕，持续创新产品、改进生产工艺、提升运营能力，在过去近二十年的时间里成功实现从手工作坊制作到生产自动化、标准化与品牌化运营的转变。成立之初，甘源食品选择以瓜子仁、青豌豆、蚕豆三种产品切入市场，随后又推出综合果仁及豆果、膨化小食等系列产品构成较为丰富的产品矩阵。公司亦构建起全国化渠道网络，“甘源食品”的品牌影响力与认可度正持续提升。目前公司已是瓜子仁、青豌豆、蚕豆细分领域的龙头，并在口味型坚果等细分赛道处于领先地位。

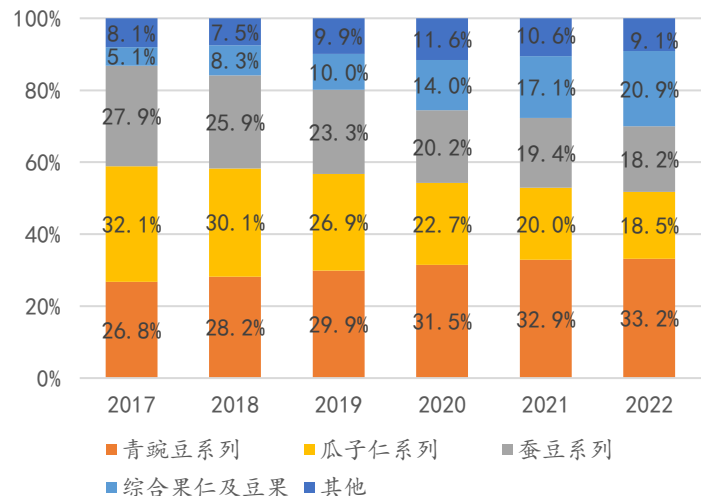
产品方面，甘源食品秉承“传承中华五谷小吃文化”使命，打造覆盖籽类炒货、坚果果仁、豆果类、膨化类等多品类的产品矩阵。目前公司籽类炒货类产品包括瓜子仁、青豌豆、蚕豆和花生等；坚果果仁包括核桃、杏仁、开心果、夏威夷果等；豆果类包括综合豆果和虾条豆果等；膨化小食包括米酥、锅巴、炒米等。老三样（瓜子仁、青豌豆、蚕豆）产品是公司营收与利润贡献主力，2022 年老三样的收入与毛利润贡献比例分别达 56.03% / 69.98%。但近年来公司老三样以外的其他产品收入占比逐步提升，产品结构趋于均衡。综合果仁及豆果系列产品高速增长，2017-2022 年收入 CAGR 为 32.82%，2022 年末收入与毛利润贡献分别为 26.44% / 20.88%。其他系列产品销售收入同样高速增长，2017-2022 年收入 CAGR 为 28.67%，2022 年末收入与毛利润贡献分别为 17.53% / 9.14%。老三样 2017-2022 年收入 CAGR 为 5.40%，收入占比呈下降趋势。

图表 1 甘源食品 2017-2022 年分品类收入情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 甘源食品 2017-2022 年分品类毛利润贡献情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

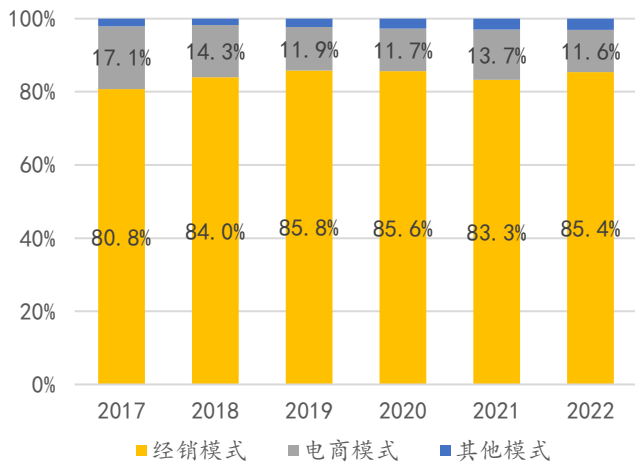
图表 3 甘源食品产品矩阵

豆类产品		口味坚果		膨化食品	
产品名称	产品图片	产品名称	产品图片	产品名称	产品图片
瓜子仁		夏威夷果		米酥	
青豌豆		腰果		锅巴	
蚕豆		核桃仁		炒米	
花生		松子仁		薄脆饼干	
兰花豆		碧根果仁		雪饼	
综合豆类		花生		仙味贝	
		巴旦木仁		薯片	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

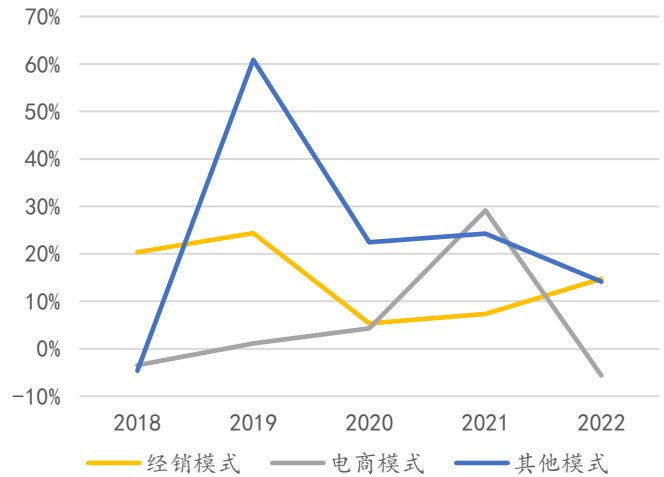
渠道方面，经销模式为公司主要销售模式，公司通过经销商覆盖多类渠道，其中商超为核心渠道。公司坚持“经销为主，电子商务等模式为辅”的渠道策略，2022年经销/电商/其他渠道营收占比分别为 85.35%/11.56%/3.09%。经销模式销售收入稳健增长，2017-2022 年收入 CAGR 为 14.18%。截至 2022 年，公司拥有 2923 家稳定高效的经销商，经销商网络已覆盖全国各地，区域分布较为分散和均匀。经销商的终端销售渠道以商超渠道、流通渠道为主，以电商渠道、特殊渠道为辅，覆盖大卖场、连锁超市、批发市场、便利店等多个场景。公司的电商模式主要有 B2C 和 B2B 两种模式。目前公司开展 B2C 的自营品牌旗舰店有天猫、京东、拼多多等；公司合作开展 B2B 的第三方销售平台有天猫超市、京东自营、唯品会等。其他模式包括商超直营、受托加工等，收入贡献小但增速可观。

图表 4 甘源食品渠道营收结构变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

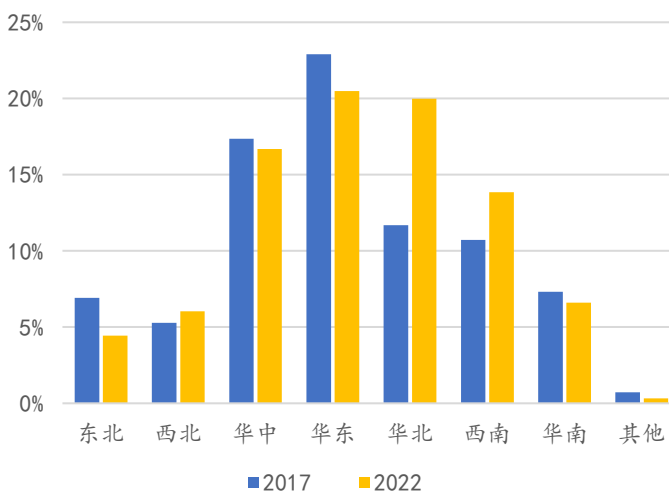
图表 5 甘源食品不同渠道增长趋势不同



资料来源: Wind, 华安证券研究所

市场分布方面, 近年来华东地区贡献 2 成左右营业收入, 为公司第一大支柱。华北及西部地区逐渐发力, 公司市场结构趋于均衡。2006 年公司从江西萍乡起家, 华东地区始终为公司的核心市场。2017 年华东地区营收占比为 22.91%, 2022 年华东地区营收占比为 20.49%。华中地区和华南地区营收贡献较为稳定。华北地区营业收入增速较快, 2017 年华北地区营收占比为 11.69%, 2022 年营收占比达到 19.99%, 表现较为亮眼, 对公司营收贡献在所有区域中排名第二, 与华东地区差距逐渐缩小。近年来西南地区 and 西北地区营业收入增幅领先, 仅次于华北地区, 营收占比整体呈增长趋势, 东北地区营收占比有所降低, 整体来看, 弱势市场快速增长, 公司市场结构趋于均衡。

图表 6 甘源食品分地区营收结构变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 甘源食品 2017-2022 年不同地区营业收入增速情况



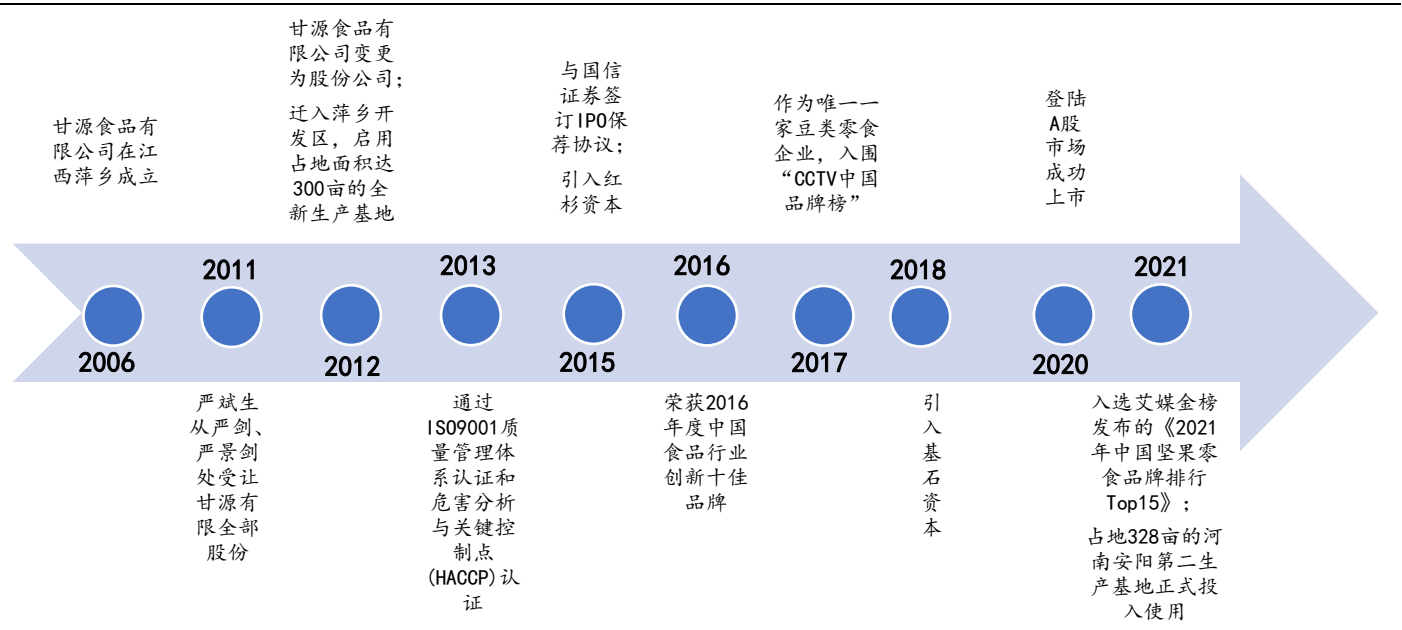
资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.2 股权结构集中, 实控人在公司任职时间长

公司股权结构集中, 第一大股东及实控人为严斌生先生。甘源食品有限责任公

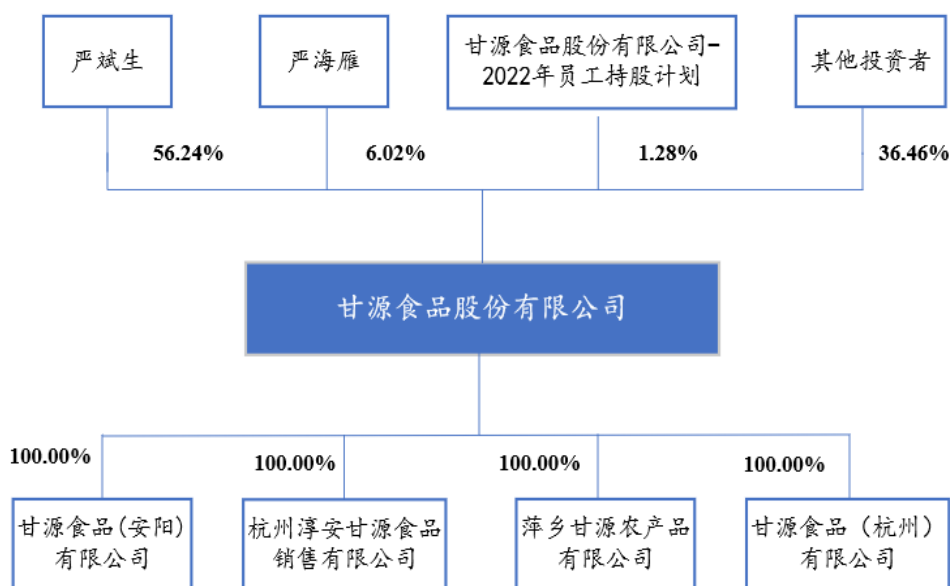
公司创立于 2006 年。2012 年甘源食品有限责任公司整体变更成为甘源食品股份有限公司，公司股东为严斌生先生和严海雁先生 2 人，分别持有公司 90.0%/10.0% 的股份。此后公司于 2015 年引入红杉资本，2017 年设立铭智投资、铭望投资、铭益投资三大员工持股平台持有公司股份，2018 年再引入基石资本，2020 年公司在 A 股公开发行上市。截至 2022 年末，公司第一大股东及实控人为严斌生先生，其持有公司 56.24% 股份，目前担任董事长、董事、总经理职位。公司第二大股东严海雁先生，持股比例为 6.02%，目前担任公司副董事长、董事职位。

图表 8 甘源食品历史沿革



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

图表 9 甘源食品股权结构 (截至 2022 年 12 月 31 日)



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

公司高管团队在食品行业拥有较丰富的运营管理经验，团队稳定性较强。公司创始人严斌生先生曾在多家食品公司任职，自甘源食品创立以来，其先后担任营销总监、执行董事、董事长等重要职位，已在公司工作近 17 年，领导决策能力出众，管理经验丰富，能够把握公司发展大方向。副董事长严海雁先生曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局。副总经理严剑先生，张久胜先生，财务总监涂文莉及董事万厚雄都拥有较为丰富的食品行业工作经验，能够发挥自身优势为公司发展赋能。截至 2022H1，公司在上市之后高级管理人员仅发生一次变动，2021 年 4 月公司聘任张久胜先生为副总经理。高级管理人员团队相对稳定，具有共同认知，有利于公司长期发展。

图表 10 甘源食品核心高管成员简介

姓名	职务	年龄	履历简介
严斌生	董事长、董事、 总经理	47	曾任职于广东七宝一丁食品有限公司、佛山市高明森和园食品有限公司、广州市番禺区石基甘源食品厂、顺德市花之心食品有限公司等食品公司。2006 年 2 月至今，先后担任甘源有限营销总监；甘源有限执行董事；甘源食品董事长、总经理、董事及法定代表人。
严海雁	副董事长、董事	50	曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局，2011 年 12 月至今，先后担任甘源有限监事；甘源食品副董事长；甘源食品董事兼副总经理；甘源食品董事会秘书。
严剑	副总经理、董事	44	曾任职于东莞市润达食品责任有限公司、江西正源食品工业有限公司。2006 年 2 月至今，先后担任甘源有限执行董事兼总经理；甘源有限副总经理；甘源食品董事兼总经理；甘源食品董事；甘源食品董事兼副总经理。
涂文莉	财务总监、董事	41	曾任职于岳阳岳泰集团科技饲料贸易有限公司、青岛海信电器股份有限公司、湖南金旺实业有限公司金旺大酒店、广东小猪班纳服饰股份有限公司等公司，2017 年 7 月至今，先后担任甘源食品财务副总监；甘源食品财务总监。
张久胜	副总经理	52	2018 年加入公司，曾任职于今麦郎（天长）饮料有限公司，百事饮料（中国）有限公司，好彩头食品饮料有限公司，现任公司副总经理。
万厚雄	董事	46	2019 年加入公司，曾任职于武汉顶津食品有限公司人事科科长，武汉顶益食品有限公司人资处处长，现任公司人资行政中心总监兼董事。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 甘源食品高级管理人员对比

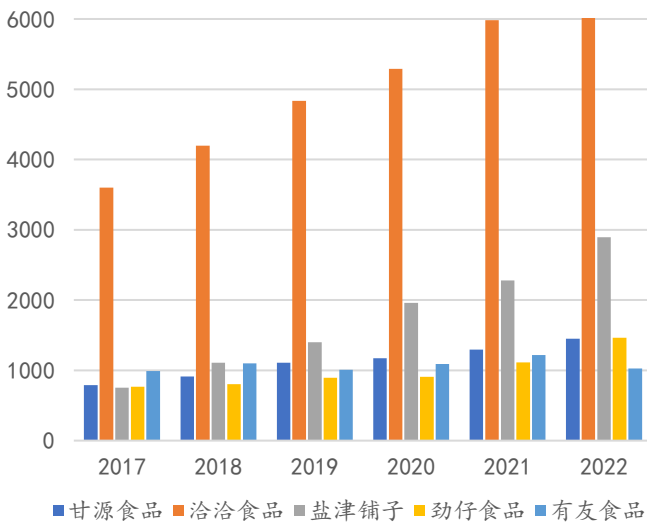
上市时公司高级管理人员情况		2022 年公司高级管理人员情况	
姓名	职务	姓名	职务
严斌生	总经理	严斌生	总经理
严海雁	副总经理、董事会秘书	严海雁	副总经理、董事会秘书
严剑	副总经理	严剑	副总经理
涂文莉	财务总监	涂文莉	财务总监
		张久胜	副总经理

资料来源：公司公告，华安证券研究所

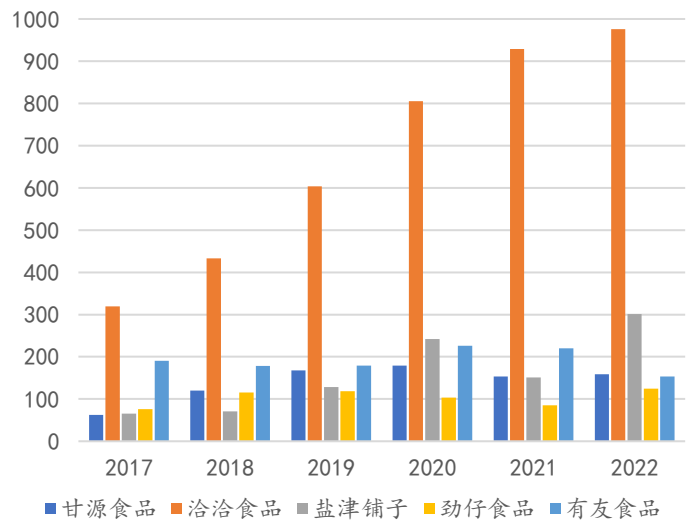
1.3 主要受制于成本大幅上涨，公司盈利能力已降至历史低位

对标行业内可比公司，公司收入、利润仍有较大增长空间。公司自主生产所售产品，并通过布局广泛的经销网络、线上电商渠道、直营 KA 渠道及其他渠道实现产品销售，因此公司属于典型的产品生产型休闲食品公司。与洽洽食品、盐津铺子等其他产品生产型休闲食品上市公司对比，甘源食品的营业收入与利润规模处于第二梯队，位列洽洽食品、盐津铺子之后。对标休闲食品龙头洽洽食品，洽洽聚焦瓜子及坚果细分赛道，全国化渠道优势明显，甘源的产品品类则相对更为丰富。随着公司持续强化产品/渠道/品牌能力，未来收入、利润仍有较大增长空间。

图表 12 休闲食品公司营业收入对比 (百万元)



图表 13 休闲食品公司归母净利润对比 (百万元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

2017-2022 年公司营业总收入 CAGR 为 12.9%，归母净利润 CAGR 为 20.6%。

收入端，2020 年前公司营收保持较快增速，2020-2021 年期间收入增长放缓，主要原因包括：1) 老三样增速放缓，新品处于市场导入期，形成规模需要一定时间；2) 公司传统优势渠道商超受新兴渠道的冲击显著；3) 21H1 产品提价后短期销售受阻。分产品来看，综合果仁及豆果 2017-2022 营收 CAGR 居首，为 32.8%，收入增量贡献较为显著，收入占比在 2022 年末达到 26.4%。利润端，2020 年前保持高速增长，但近三年公司业绩增速表现有所欠缺，主因：1) 2020 年下半年以来原辅料价格持续上涨，成本端显著承压；2) 为配合新品导入市场，公司阶段性增大促销力度及广宣费投力度。考虑到 2020-2022 年的业绩压制因素偏短期，随着公司调整完成、上游成本压力缓解，后续有望重现高业绩成长性。

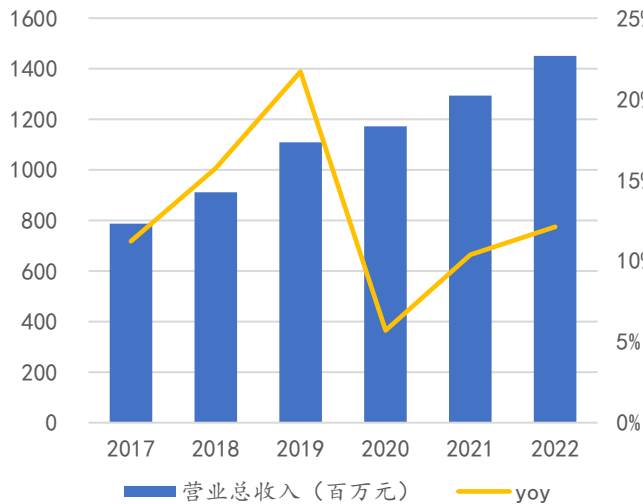
图表 14 甘源食品分产品收入 CAGR

业务	2017 年		2022 年		CAGR
	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比	
青豌豆系列	172.54	21.96%	369.27	25.59%	16.44%
瓜子仁系列	247.90	31.55%	230.71	15.99%	-1.43%

蚕豆系列	201.15	25.60%	208.58	14.45%	0.73%
综合果仁及豆果	92.32	11.75%	381.55	26.44%	32.82%
其他	71.71	9.13%	252.91	17.53%	28.67%
合计	785.62	100.00%	1443.02	100.00%	12.93%

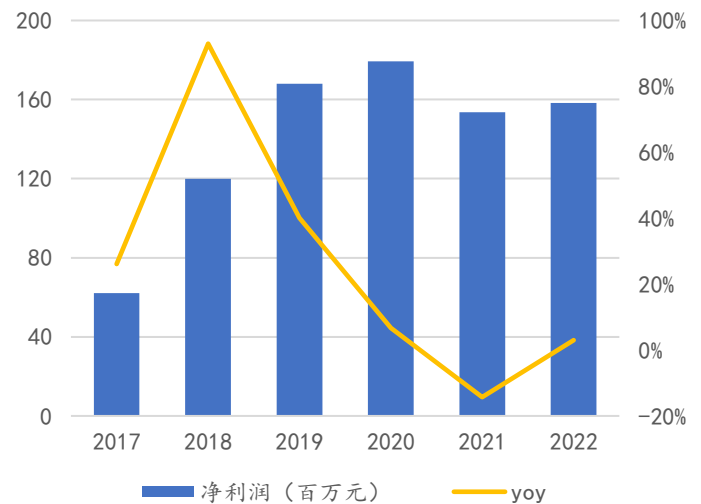
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 甘源食品营业收入及同比变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 甘源食品净利润及同比变化

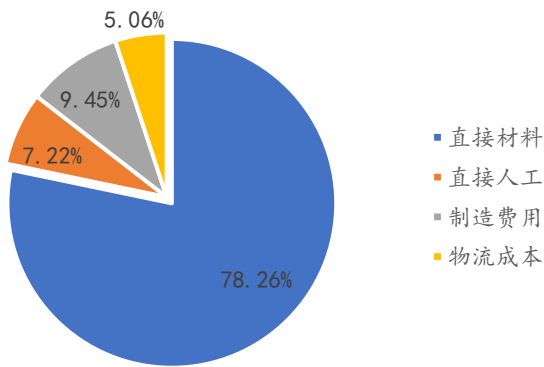


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2020H2-2022H1 原材料价格上涨显著, 2022H1 毛利率降至 2018 年以来低位。

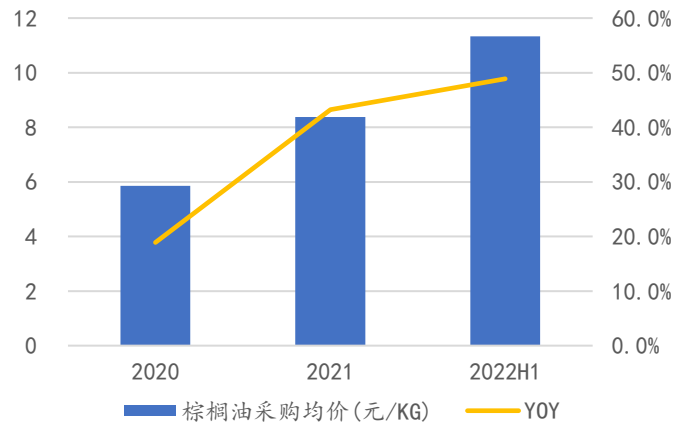
直接材料成本占公司总营业成本的比重达 78% 以上, 公司生产的原材料包括葵花籽、青豌豆、蚕豆、花生等坚果及籽类农产品, 棕榈油、糯米粉等辅料, 及卷膜、纸箱等包装材料。2020 年下半年, 以棕榈油为代表的生产原材料价格开始大幅走高, 2021 年棕榈油采购均价同比上涨 43.25%, 造成主营业务成本增加约 3300 万元, 2022H1 棕榈油采购均价同比上涨 48.88%, 造成主营业务成本增加约 1800 万元, 2022H2 原材料价格有所回落, 成本压力逐步缓解。此外, 公司产品结构持续变化, 毛利率相对较高的老三样产品销售收入占比从 2020 年的 67.42% 降至 2022 年的 56.03%, 毛利率相对较低的综合果仁及豆果、其他系列产品销售增速更快, 在一定程度上稀释综合毛利率。2018-2020 年公司毛利率保持在 40% 以上, 2021 年毛利率还原运费口径下同比下滑约 1.2 个百分点, 22H1 末毛利率降至历史低位 32.10%, 22H2 毛利率逐步回升, 22 年全年毛利率同比降约 0.8 个百分点。

图表 17 2022 年甘源食品成本结构



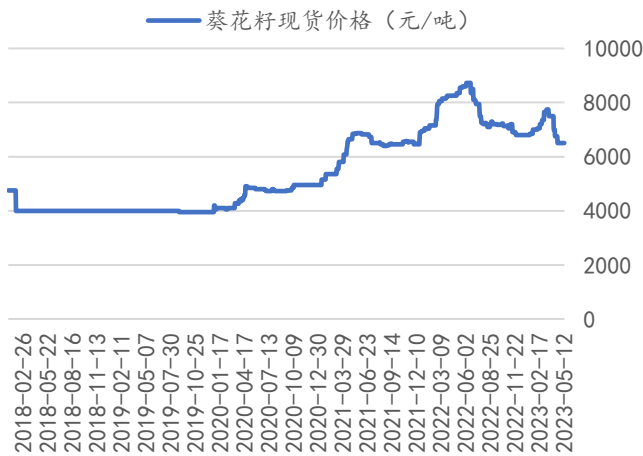
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 18 2020 / 2021 / 2022H1 棕榈油采购均价及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 19 葵花籽现货价格走势



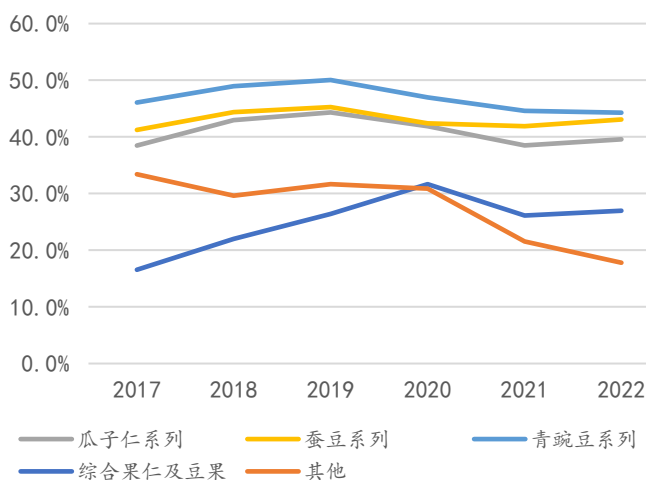
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 20 棕榈油现货价格走势



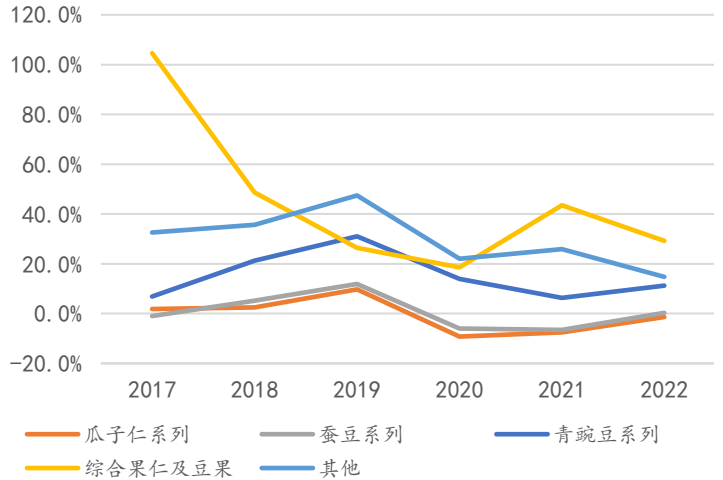
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 不同产品品类毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 22 不同产品品类收入增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

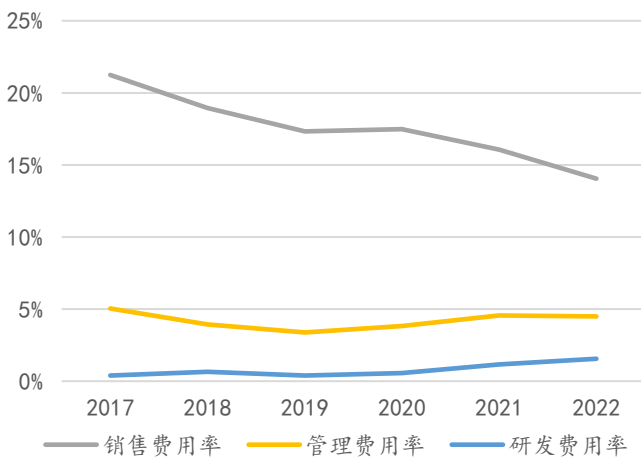
图表 23 2019-2022 年公司综合毛利率走势



资料来源: Wind, 华安证券研究所

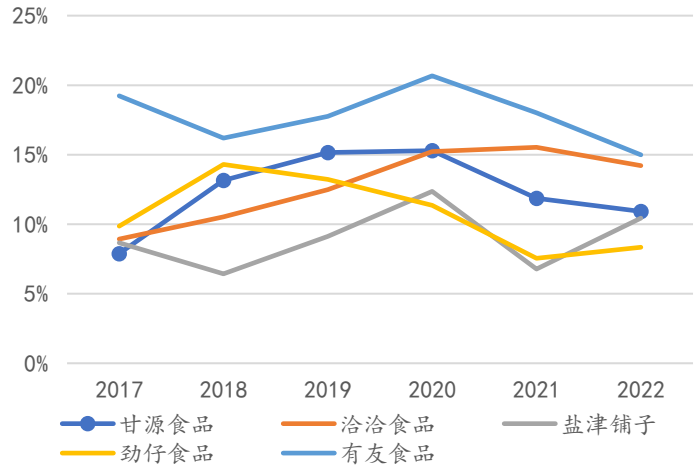
公司净利率在 10-15% 区间波动, 整体呈先升后降走势。2020 年达到历史峰值后, 净利率跟随毛利率下降, 同时受费用投放力度波动的影响。2020Q4 开始公司曾较大幅度增加梯媒广告投放, 且直播电商费用、商超费用、市场费用等亦有较大幅度增加, 导致 2021 年还原运输费用口径下销售费用率同比提升明显。同时因公司进行组织架构调整使得职工薪酬有所增加, 2021 年管理费用率亦有明显上升。2022 年公司调整优化费用投放策略, 费投效率显著提升, 销售费用率同比下降, 管理费用率亦企稳, 净利率降幅明显收窄。横向对比来看, 即使近年来成本大幅上涨对净利率的压制作用明显, 甘源食品净利率仍处于同行可比上市公司中的中等水平。

图表 24 甘源食品销售/管理/费用率变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 25 甘源食品净利率与同行业可比公司对比



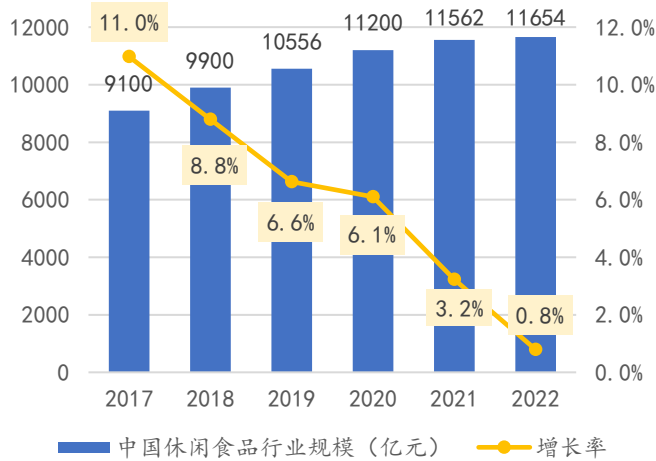
资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 休闲食品赛道宽阔, 坚果细分市场发展潜力大

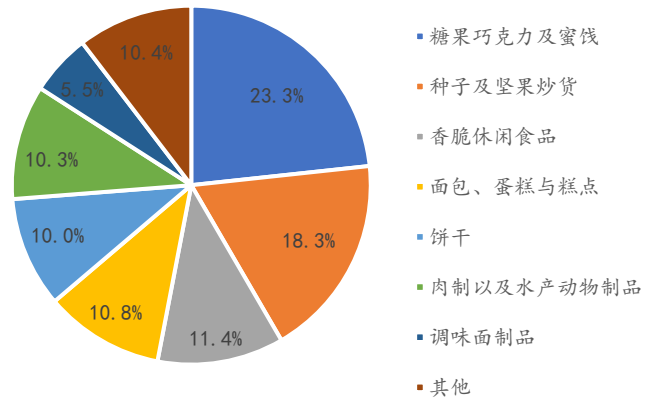
2.1 休闲食品行业体量大、品类多、格局分散

休闲食品行业规模大，品类众多。休闲食品是指通常在正餐以外的时间里或休闲时间食用的食品，涵盖了糖果、巧克力、蜜饯、饼干、薯片、坚果炒货、面包、蛋糕、点心、肉脯、海味零食、调味面制品、熟卤制品、果脯果干等众多品类。据艾媒数据中心，2022年中国休闲食品行业市场规模为11654亿元，2017年至2022年年均复合增长率为5.07%。休闲食品品类众多，据卫龙美味招股说明书及Frost & Sullivan报告，2021年市场份额占比排名前七的细分品类分别为：糖果巧克力及蜜饯（23.3%）、种子及坚果炒货（18.3%）、香脆休闲食品（11.4%）、面包蛋糕及糕点（10.8%）、饼干（10.0%）、肉制及水产动物制品（10.3%）、调味面制品（5.5%），总共占据约90%的市场份额。

图表 26 休闲食品行业规模超万亿



图表 27 休闲食品细分品类市场份额



资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所

资料来源：卫龙美味招股书，Frost & Sullivan，华安证券研究所

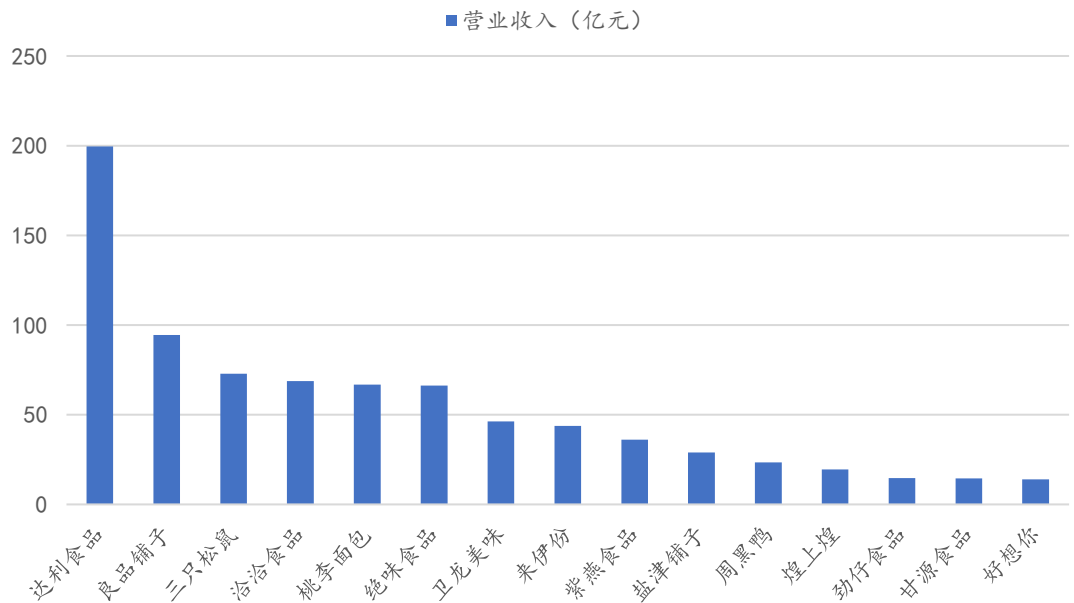
图表 28 休闲食品品牌图谱

		坚果炒货	熟卤制品	烘焙糕点	果脯果干	海味零食	素食山珍	膨化食品	糖果巧克力
纯单一品类		沃隆 华味亨	绝味食品 煌上煌	嘉士利 桃李	溜溜梅 佳宝	海狸先生 渔大叔	功德林 祖名	乐事 卡乐比	大白兔 金帝 Le conté
主营单一品类	洽洽食品	洽洽	虎皮凤爪		芒果干		素肉排	糯米锅巴、烘焙薯片	
	好想你	薄皮核桃、抱抱果			好想你				
多品类	上好佳							上好佳	八宝果糖、硬糖等
	达利食品		达利园					卫龙	
全品类	盐津铺子		卤鸭货	憨豆爸爸	卫龙铺子	3鲜	豆干、素毛肚	烘烤薯片	
	良品铺子	良品铺子	猪肉脯、鸭翅中	空气蛋糕	榴莲干、芒果干	鳕鱼肠、鱿鱼仔	豆干、海带结	薯片、米饼	果汁软糖

资料来源：华安证券研究所整理

大体量孕育众多休闲食品品牌，市场格局相对分散。休闲零食行业体量大，孕育出众多休闲食品公司及休闲食品品牌。但由于不同休闲食品细分产品的产品属性差异大，对企业生产制造经营的要求不同，目前未有休闲食品公司占据明显领先的市场份额。休闲零食企业通常在自己擅长的一个或少数几个细分赛道精耕，如卫龙美味主营休闲辣味食品，绝味食品主营休闲卤制品，洽洽食品主营瓜子及坚果，盐津铺子主做烘焙点心、深海零食、辣卤零食、薯片、果干五大品类，也有少数渠道型休闲零食公司进行全品类运营，如良品铺子、来伊份。上市休闲食品企业中，多品类、多品牌运营的达利食品 2022 年营业收入达到 199.57 亿元，其余公司体量均未超过百亿，市场格局相对分散。

图表 29 上市休闲食品公司收入体量对比，2022 年

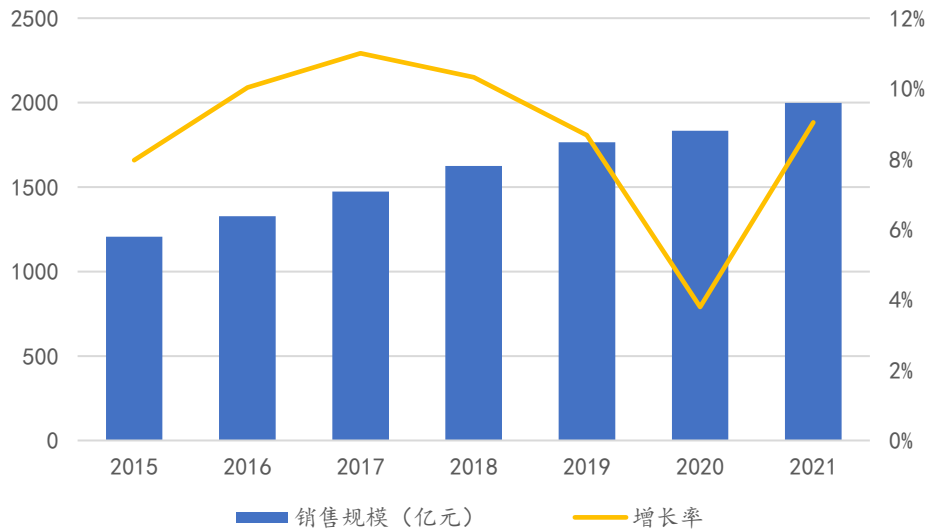


资料来源: Wind, 华安证券研究所整理

2.2 坚果炒货行业需求扩容供给发力，未来树坚果增长潜力大

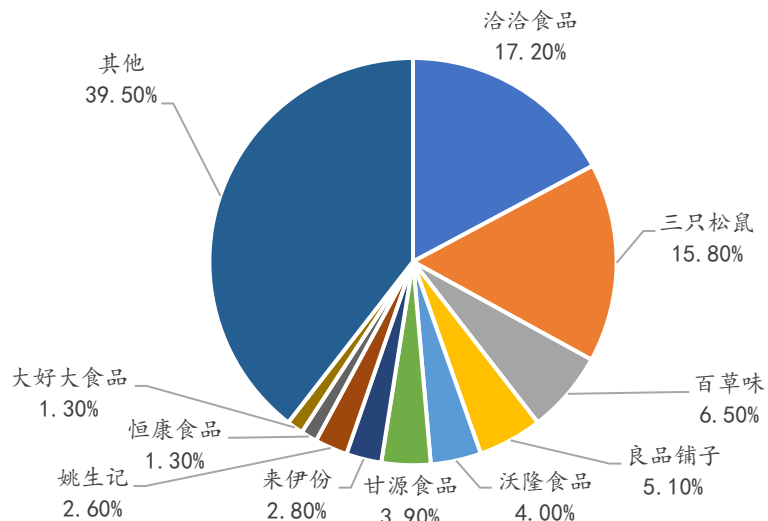
公司主要产品属于坚果炒货细分行业，行业规模大、格局分散。坚果炒货含有丰富的脂肪、糖类、蛋白质、多种维生素和矿物质，是健康类休闲食品的典型代表。2021 年坚果炒货行业市场规模约 2000 亿元，2020 年疫情前市场规模保持 8%-12% 的稳定增速，2020 年疫情冲击下增速下滑，2015-2021 年市场规模 CAGR 为 8.78%。据 Euromonitor，2022 年坚果行业市场份额第一名为洽洽食品，占比达到 17.2%，第二名为三只松鼠，占比达到 15.8%，第三名为百草味，占比达到 6.5%，CR3 为 39.5%。甘源以 3.9% 的份额位居第六，其他仍有较多品牌市场份额未超过 3%，行业玩家多、格局分散。

图表 30 坚果炒货行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，艾媒咨询，华安证券研究所

图表 31 坚果行业市场份额

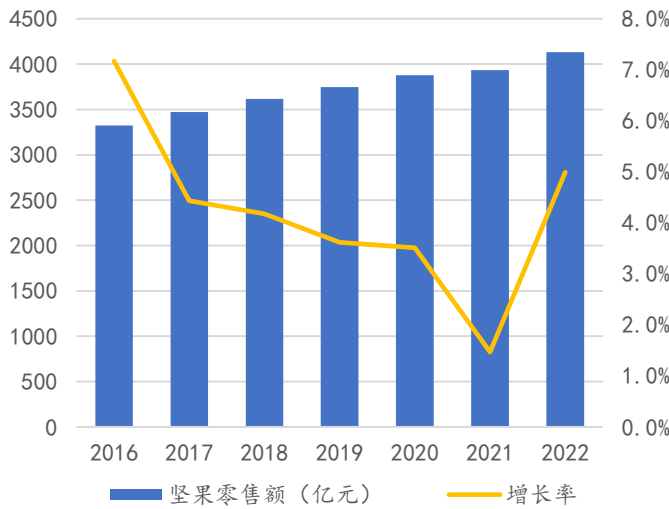


资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

坚果营养价值高、口味佳、消费场景丰富支撑需求扩容，供给侧发力进一步促进市场规模增长。随着人均可支配收入的增长和健康意识的提升，坚果因既能补充人体所需营养，又能满足消费者味蕾享受需求，且消费场景丰富多样，受到更多消费者的青睐，需求持续增长。供给端，洽洽食品、甘源食品、沃隆食品等坚果行业领军企业致力于消费者教育并持续推陈出新，大力培育国内坚果消费市场；同时三只松鼠，良品铺子等坚果销售企业一方面打造线下零食门店，另一方面打通坚果线上销售渠道，助力坚果销售渠道网络的多元化、立体化建设。据 Euromonitor，中国坚果终端零售额逐年增长，2016-2022 年 CAGR 达到 3.70%。坚果零售量持续增长，2016-2022 年 CAGR 达到 1.93%。据此测算，坚果零售均价从 2016 年的 48.13 元/千克增长到 2022 年的 53.34 元/千克，2016-2022 年 CAGR 为 1.73%。整体来看，即使受到疫情扰动，近年来坚果行业仍呈现量价齐升趋势。展望未来，需求持续扩

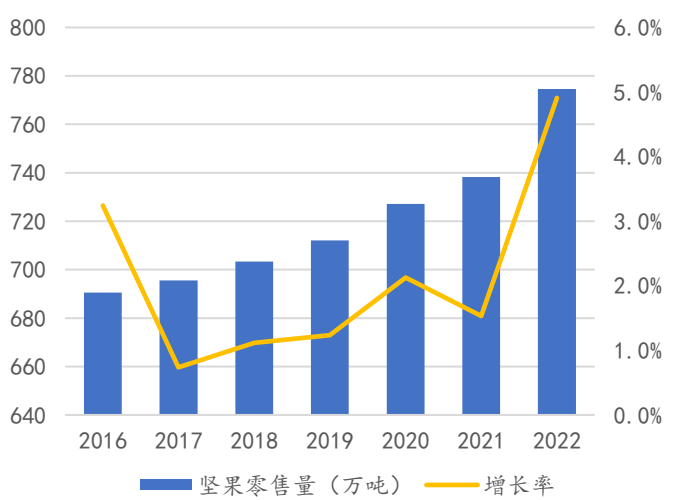
容叠加供给侧发力, 预计国内坚果行业将在疫后迎来加速发展期。

图表 32 中国坚果零售额



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 33 中国坚果零售量



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

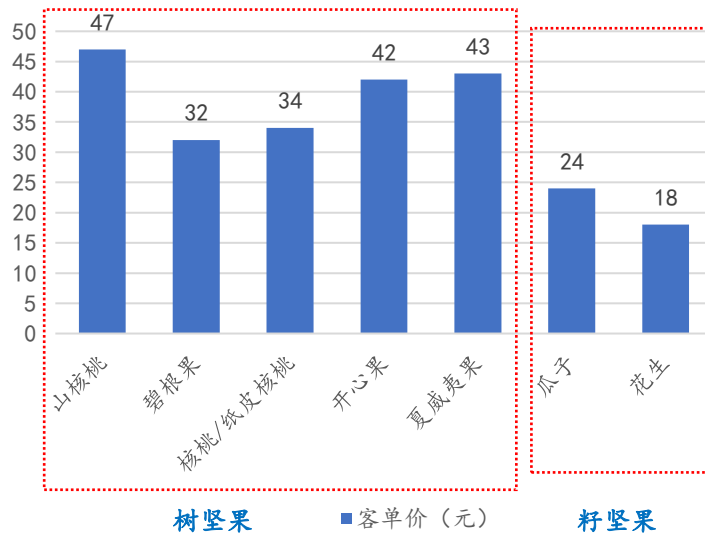
图表 34 坚果消费情况

主要产品	主要消费人群	主要消费场景	主要价格带
混合坚果	儿童, 孕妇, 上班族等	伴餐食用 工作学习 健身前后	50-90 元/斤
单品坚果 (瓜子, 开心果, 花生等)	80 后, 90 后 高消费力	外出旅游 休闲时光 正餐佐菜	15-80 元/斤
口味坚果	90 后, 00 后	家中休闲 聚会闲聊	80-150 元/斤
坚果礼盒	送礼人群	过年送礼	100-300 元/盒

资料来源: TMIC, 华安证券研究所

坚果炒货大致分为籽坚果、树坚果两大类, 目前国内坚果市场呈现“籽坚果为主, 树坚果为辅”的格局, 树坚果消费量正逐步提升。坚果炒货大致可分为籽类坚果炒货 (以下简称“籽坚果”) 与树生坚果 (以下简称“树坚果”) 两大类: 籽坚果为瓜、果、蔬菜、油料等植物的籽粒, 主要包括葵花籽、花生、南瓜子、西瓜子等, 树坚果是具有坚硬外壳的木本植物的籽粒, 主要包含腰果、核桃、榛子、夏威夷果、巴旦木等品种。目前我国籽坚果已经进入较为成熟的发展阶段, 瓜子、花生等品类的市场渗透率高。而由于国内树坚果产量较为稀缺, 我国树坚果品类渗透率还不高, 人均消费量较低、客单价偏高。近年来树坚果消费量占比正逐渐提升, 2013 年我国籽坚果/树坚果的消费量占比分别为 91.99%/8.01%, 2020 年我国籽坚果/树坚果的消费量占比分别为 85.28%/14.72%。

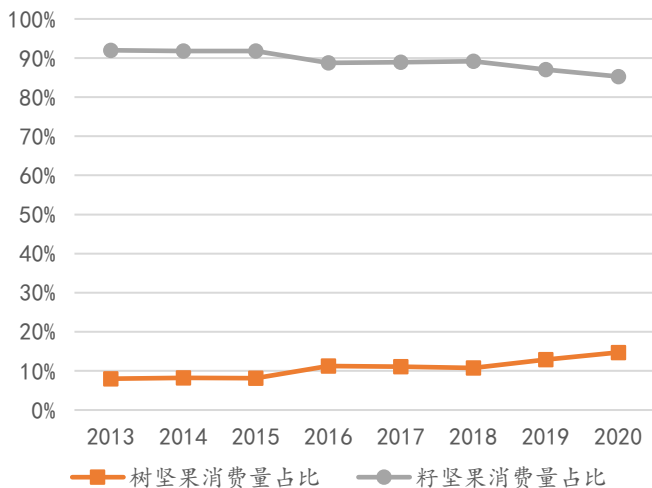
图表 35 树坚果客单价通常高于籽坚果



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

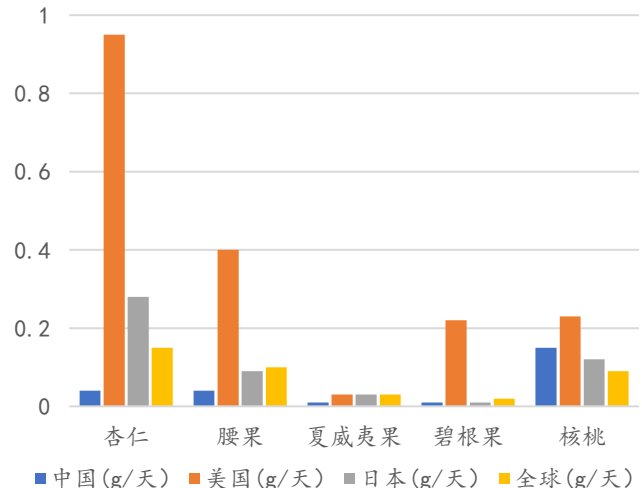
树坚果契合健康化、多样化消费趋势，对标国际市场，我国树坚果未来仍有较大发展空间。树坚果的营养价值更加全面丰富，预防疾病效果更加明显，更能契合消费者“健康化，多元化，个性化”的消费理念。据相关研究¹：每多食用 30g 树坚果，死亡风险会降低 25%；每周食用树坚果超过 120g 者，死亡或主要不良心血管事件的发生风险会降低 17%。而花生、葵花子等籽坚果虽然有降低死亡风险的趋势，但对最终结果无显著影响。此外，相较于籽坚果，树坚果的种类更加多元，口感更加丰富，能够满足消费者多元化，个性化的消费需求。当前我国树坚果人均消费量与海外发达国家及全球平均水平的差距较大，未来树坚果消费量仍有较大提升空间。

图表 36 中国籽坚果，树坚果消费量占比



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 37 中外人均树坚果消费量对比



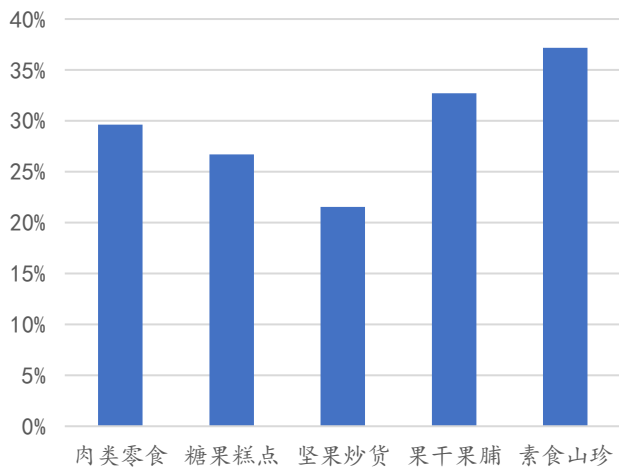
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

¹ [1] Association of nut intake with risk factors, cardiovascular disease, and mortality in 16 countries from 5 continents: analysis from the Prospective Urban and Rural Epidemiology (PURE) study.[J]. The American journal of clinical nutrition,2020,112(1).

2.3 口味型坚果应运而生，精细化产品开发有助于提升产品附加值

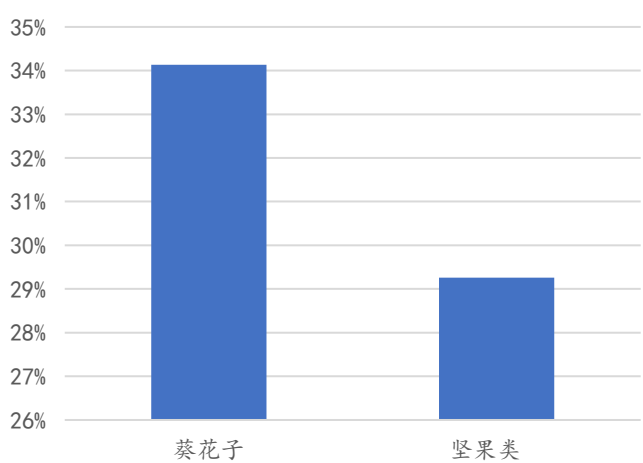
目前我国坚果市场主要产品的产品形态较为原始、产品成熟度偏低。随着坚果的消费者喜爱度持续提升，越来越多的休闲食品企业开始加入坚果赛道。但目前我国坚果市场产品形态较为原始，产品成熟度偏低，多为粗加工的农副产品。如当前坚果市场销量占比较高的混合型每日坚果类产品，其以榛子仁、腰果仁、扁桃仁、核桃仁等坚果仁及蓝莓干、蔓越莓干等风味果干为主要原材料，采用低温烘焙轻加工的加工方式，再对坚果及果干进行简单搭配而成。由于制作工艺较为简单，进入门槛相对较低，可复制性强，市场上混合型每日坚果类产品同质化程度高，竞争较为激烈。这也导致参与竞争企业的坚果业务毛利率普遍偏低。

图表 38 良品铺子分产品毛利率，2021 年



资料来源：良品铺子 2021 年年度报告，华安证券研究所

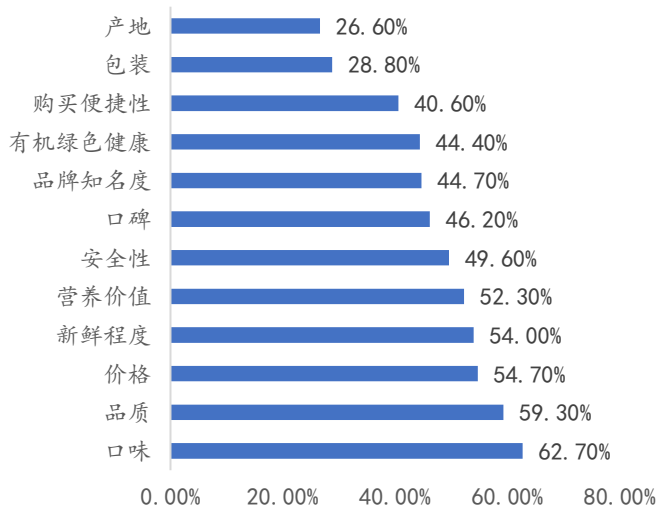
图表 39 洽洽食品分产品毛利率，2021 年



资料来源：洽洽食品 2021 年年度报告，华安证券研究所

坚果消费者对于丰富口味的需求凸显，口味型坚果应运而生并逐渐流行。2019 年坚果消费者调研显示，超过 50% 的坚果消费者会优先考虑口味、品质、价格、新鲜程度、营养价值等因素，其中口味因素以 62.70% 的比例占据坚果消费人群购买坚果时考虑因素第一名。2020 年天猫坚果品类搜索热词中，多味，小包装，薄壳，蟹黄味，奶油味等词语出现频率较高，均表明口味型坚果产品需求凸显。在此背景下，经裹粉、调味、油炸等工艺精细加工而成的口味型坚果应运而生并逐渐流行，如甘源食品的芥末味夏威夷果、咸蛋黄味夏威夷果等品质高、口味佳的产品，一经推出便快速“出圈”。此类口味型坚果为消费者提供丰富的口味选择，其中不乏榴莲、菊香、藤椒等独特口味，有效满足消费者多样化消费需求。

图表 40 2019 年我国坚果消费人群购买坚果考虑因素



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 41 MAT2020 天猫坚果品类搜索热词



资料来源：CBNData 消费大数据，华安证券研究所

口味型坚果赛道壁垒相较于粗加工类坚果品类更高，有助于参与企业打破同质化竞争僵局。一方面，口味型坚果的生产具备一定的技术门槛，对粉层涂抹等生产工艺要求较高。目前市场上缺乏标准化生产的机器，产线难以实现高度自动化。另一方面，口味型坚果产品的重要卖点之一在于口味，面对需求快速变化的休闲食品行业，具备较强产品创新研发能力的企业才能针对不同品类的坚果适配不同的口味，打造出味道新奇、口感俱佳的产品。口味型坚果的可差异化程度及产品附加值更高，售价也相应更高，有助于提升生产企业利润水平。以巴旦木为例，散装巴旦木的售价基本在 30-40 元/斤，粗加工巴旦木的售价在 45-60 元/斤，口味型巴旦木的售价基本在 70-100 元/斤。

图表 42 不同品类巴旦木价格对比

类型	售价	图片
散装巴旦木	30-40 元/斤	
粗加工巴旦木	45-60 元/斤	
口味性巴旦木	70-100 元/斤	

资料来源：草根调研，华安证券研究所

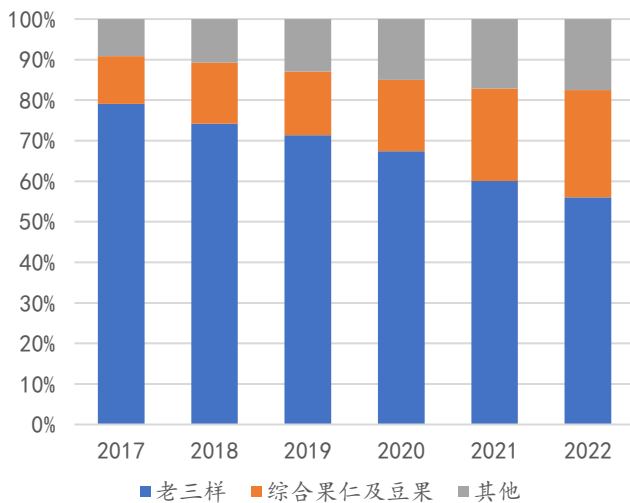
3 公司此轮改革力度大、程度深，积极梳理产品配合渠道结构优化

3.1 产品研发基础好，产品矩阵逐渐充实，核心单品竞争力强

公司核心产品经典老三样产品力突出，在其细分赛道极具竞争优势。老三样指的是瓜子仁系列、青豌豆系列和蚕豆系列，是公司的经典产品，也是公司业绩的核心支柱。公司掌握专业生产技术和独家产品配方，同时严格筛选原材料采购地和供应商以保障产品品质和口感，例如：瓜子仁从内蒙古、新疆采购，因为果仁饱满，品质较高。青豌豆选择的是品种优良，口感更佳且质量稳定的美国青豌豆，蚕豆选择生虫率较低、口感更优的云南/甘肃蚕豆。蟹黄味瓜子仁、原味青豆、蟹黄味蚕豆等老三样代表产品深受广大消费者喜欢，甘源也确立了在老三样细分赛道的领导地位。

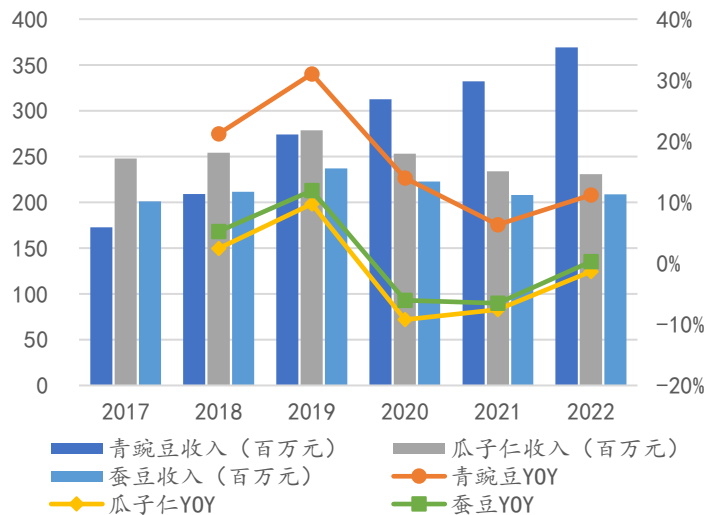
细分品类增长空间有限，近年来老三样收入增速放缓。近年来由于品类增速放缓、主要销售渠道 KA 商超客流量下滑严重等，老三样销售收入略有减少，占比有所降低，2022 年占销售收入比重为 56.03%。其中仅有青豌豆系列销售收入保持增长，瓜子仁和蚕豆系列近两年销售收入均出现小幅下滑。整体来看，老三样 2017-2022 年收入 CAGR 为 5.40%，略低于公司整体收入增速。2022 年公司通过丰富老三样口味、积极推动老三样的渠道扩张与下沉，助力产品重回增长趋势。

图表 43 甘源食品不同品类销售收入占比



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 44 甘源食品老三样细分产品收入及同比增速



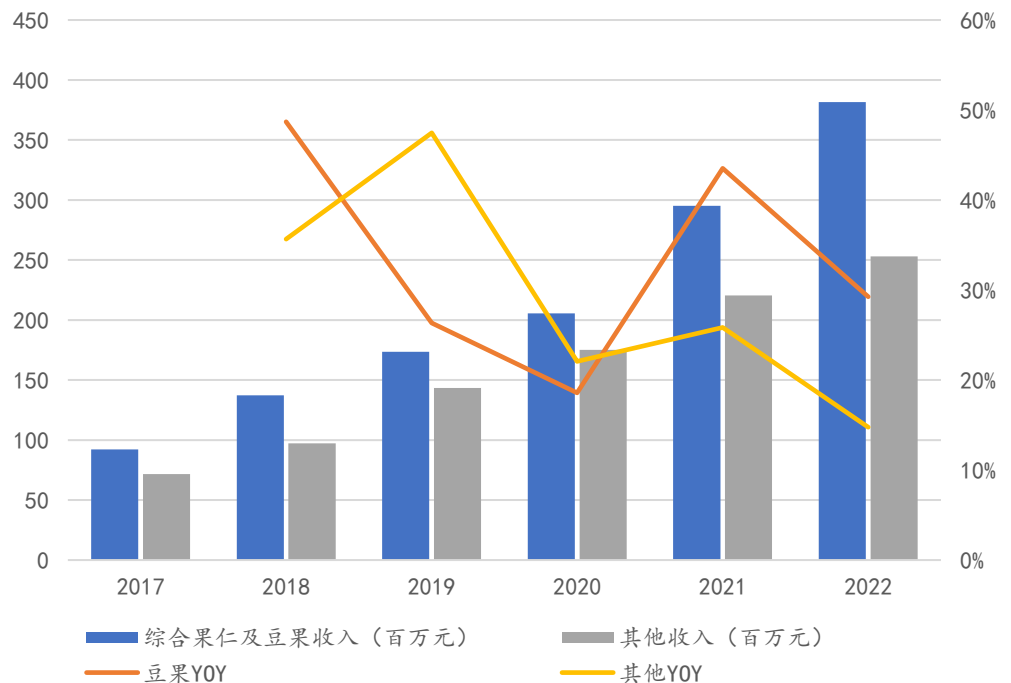
资料来源：Wind，华安证券研究所

口味型坚果新品火爆、消费者认可度高，充分体现公司产品研发实力。公司意识到仅依靠老三样难以打破增长瓶颈，为实现可持续发展，公司加快产品研发创新。公司根据坚果行业发展趋势，及时在原有产品的基础上进行品类延伸，推出不同口味的夏威夷果、松子仁、巴旦木仁等高端树坚果产品。其中芥末味夏威夷果因其新奇口味和独特口感，2021Q4 进驻山姆会员超市后实现迅速放量，一度成为山姆会

员超市的明星产品。消费者也在小红书等社交平台上种草公司的口味型坚果产品，进一步增强公司产品影响力，也提升了甘源的品牌美誉度。2021 年公司进一步推进产品创新，2022 年推出 6 大类 40 多款包装的口味型坚果和多款突破传统工艺的创新型花生。

开发膨化、烘焙等其他品类完善产品矩阵，助力渠道扩张与下沉。口味型坚果逐步放量，甘源食品并没有因此停止产品研发的脚步，而是持续丰富自身产品矩阵。除口味型坚果之外，公司瞄准消费者认知度较高的膨化食品、烘焙食品和酥类赛道，推出米饼类、薯片、饼干、米酥等创新口味产品，主要由河南安阳工厂生产。安阳工厂新品推出以来，公司其他系列产品销售收入和占比持续增加，2017-2021 年收入 CAGR 为 32.40%，有效助推公司收入增长。同时与传统坚果产品相比，此类产品以小包装为主要形态，价格相对偏低，更有利于公司进行渠道扩张与下沉。

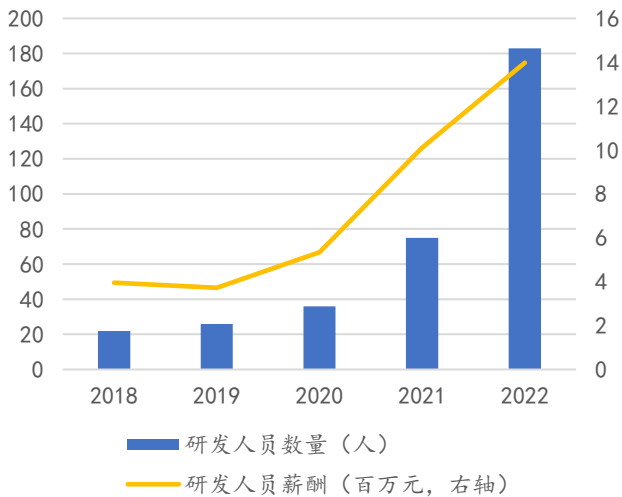
图表 45 甘源食品综合果仁及豆果、其他系列产品销售收入及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

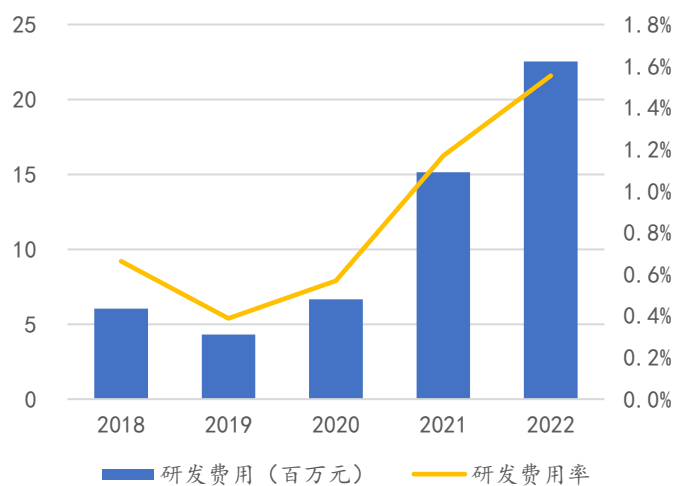
公司高度重视产品研发创新，坚持研发费用投入，为引领消费风潮快速变化的休闲食品行业的发展奠定坚实的研发基础。深耕坚果行业多年，公司已积累了丰富的研发经验，已获得 159 项专利，其中包括 106 项实用新型专利，拥有高级自动化生产设备，蟹黄口味瓜子仁等各类产品配方和工艺，成为公司核心竞争力的重要组成部分。2022 年成功研发项目包括青豌豆、蚕豆调味段自动撒粉设备的研究、脆皮花生线出料连线输送技术的研究、烘焙薯片及其制备方法的研究、蜂蜜琥珀、椰香琥珀核桃仁油炸工艺及其制备方法的研究、脱油五香花生仁及其制备方法的研究等，有利于丰富公司产品口味，提高产品生产效率，提高公司产品的市场竞争力。

图表 46 甘源食品研发人员数量及薪酬



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 47 甘源食品研发费用及研发费用率



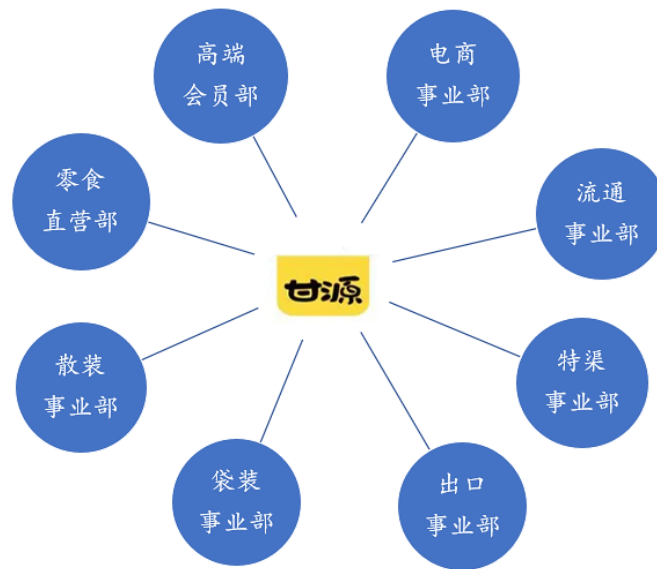
资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.2 渠道改革力度大, 渠道结构趋于完善, 运营水平持续提升

此前公司渠道结构略显集中, 当前大力推动渠道改革, 完善渠道结构。经销模式是公司最主要的销售模式, 2017-2021 年经销模式贡献八成以上营业收入。公司通过经销商覆盖全国各地大卖场、连锁商超、小型超市、便利店、批发市场等销售渠道, 其中商超系统占比最重, 对营收的贡献在一半以上, 是公司渠道网络的核心。但近年来零售渠道呈现去中心化、细分化趋势, 此前公司传统优势渠道线下商超被分流, 对公司产品销售造成一定冲击。此外, 公司此前较为依赖经销商进行渠道及终端运营, 渠道精细化管理程度有所欠缺, 且缺乏合适的产品与下沉市场需求相匹配, 公司渠道下沉面临的阻力较大。面对挑战, 公司开始大力推动渠道改革, 一方面积极拥抱快速发展的新兴渠道, 包括零食专营、高端会员店、新兴电商等渠道, 另一方面致力于做大做强商超、流通等传统渠道。

销售团队细分为八大事业部, 渠道运营精细化。此前食品公司传统的销售团队组建方式是以区域划分为主, 如大区-省区-城市的层级结构。当前休闲食品销售渠道趋于多元化、细分化, 一个区域销售团队或难同时管理及服务好商超渠道、流通渠道、零食专营渠道、便利店渠道等, 因此公司在 2022Q4 着力对销售团队组织架构进行调整优化, 将其划分为八大事业部: 袋装事业部、散装事业部、零食直营部、高端会员部、电商事业部、流通事业部、特渠事业部与出口事业部, 以便精细化运营各类细分渠道。公司也为各事业部引进对应专业能力强、运营经验丰富的销售总监。此外, 公司建立数据化考核机制, 对各事业部单独进行营收、成本核算, 以充分调动销售团队积极性, 并保障内部管理及目标执行。

图表 48 甘源食品设置八大事业部匹配不同细分渠道



资料来源：公司公告，华安证券研究所

- **零食专营渠道：**零食专营渠道兼具便捷性和高性价比特征，可更好满足消费者“多快好省”的消费需求，目前处于高速发展阶段。公司于 2022 年 4 月前后开始切入零食专营渠道，此后不断增加并巩固与头部零食专营品牌的合作，与此同时持续梳理产品线，储备了 50 余个产品 SKU 以适配零食专营渠道。
- **高端会员店渠道：**高端会员超市选品较为严苛，但公司已具备与头部高端会员超市的合作经验且取得了较为显著的合作效果。2021 年末，公司研发生产的芥末味夏威夷果进驻山姆后成为畅销爆品，也充分反映了公司产品研发能力突出、产品品质精良。2022 年公司加大高端会员店渠道的开拓力度，与多家会员超市洽谈合作，推出匹配其需求的高端特色产品。公司产品入驻高端会员店不仅有利于拉动销量，也有利于提升品牌形象、增强品牌影响力。目前公司已经与盒马、Ole、永辉、麦德龙、Costco 等高端会员超市建立合作关系，产品陆续进驻。

图表 49 公司产品进驻零食专营店渠道



资料来源：草根调研，华安证券研究所

图表 50 公司产品进驻高端会员店渠道



资料来源：草根调研，华安证券研究所

- **流通渠道：**此前公司在流通渠道发展相对滞后，存在广泛的空白市场。2022Q4 公司组建新的流通渠道销售团队，成立流通事业部，从外部引进经验丰富的流通渠道负责人。前期公司着力梳理匹配流通渠道的产品，新推出 1 - 3 元的小包装老三样产品，包括 30g、55g、65g 等定量装产品。与此同时，流通事业部正加大力度开发流通渠道客户和门店，推动公司产品进入社区店、学校店等终端。
- **电商渠道：**2022 年前三季度，公司线上电商渠道表现欠佳，对整体营收有所拖累。2022 年 10 月公司新引进经验丰富、电商运营能力强的电商负责人，同时将电商营销中心搬迁至电商运营更为集中的杭州滨江区，加大头部主播、达播、自播方面的业务铺设，制定抖音、快手、拼多多等新型电商平台的运营计划。同时公司重新梳理匹配线上渠道的产品，主推组合类高性价比产品。此外，以往公司线上渠道销售产品从萍乡发货，目前公司与申通、圆通达成合作，在长沙前置仓发货，有效提高供应效率。

图表 51 公司产品在流通渠道的陈列



资料来源：草根调研，华安证券研究所

图表 52 公司产品在电商渠道的陈列



资料来源：草根调研，华安证券研究所

- **特通渠道:** 特通渠道比较依赖经销商资源,属于过去公司相对弱势的渠道。2022年下半年,公司单独招募专业的特渠总监,招募的特渠总监对渠道非常熟悉,同时具备一定资源。此外,公司为特渠搭配相应产品,并对产品包装进行单独设计。2023年公司在车站、码头、单位定制、婚庆等特通渠道上发力。
- **散装、定量装渠道:** 由于不同省份散装和定量装产品的销售比例存在差异,而且不同团队所擅长运营的产品不同,为实现终端的精细化运营、整体销售业绩的提升,公司将原来主要对接 KA 的渠道细化拆分为散装、定量装两个渠道,以便在散装/定量装相对弱势的区域针对性补强相应渠道。散装与定量装产品主要通过经销商实现销售,2023年以来公司积极推进经销商队伍的汰换工作,并向经销商深度讲解公司产品,促进实现单个经销商销售体量的进一步扩大。散装、定量装渠道主推的产品包括经典老三样、混合果仁(即调味坚果)、208g 定量装系列、薯片及其他高性价比产品(兰花豆,椒盐花生,多味花生等产品)。

3.3 股权激励瞄准高增长目标,充分调动人员积极性

发布员工持股计划,股份授予对象覆盖面较广,有效调动员工积极性。2022年4月28日,公司发布《甘源食品股份有限公司2022年员工持股计划(草案)》。本次员工持股计划的授予对象范围广泛,具体包括公司副总经理、财务总监、董事等高层管理人员、核心管理人员和核心骨干人员,其中核心管理人员和核心骨干人员拟认购份额所占比例达到83.26%。公司以25.66元/股价格向员工出售119.43万股,本次员工持股计划所持有的股票总数占公司总股本的1.28%。员工持股计划的授予价格合理,属于激励性方案。

股权激励方案瞄准高增长目标,彰显公司发展信心。此次股权激励方案授予的限制性股票解锁条件为:以2021年为基数,2022-2024年营业收入增长率和净利

润增长率分别不低于 20%/56%/103%。据此测算公司 2022-2024 年营业收入与净利润同比增速需不低于 20%/30%/30.13%，三年 CAGR 需达 26.62%。本次股权激励计划业绩考核涉及收入和利润两项指标，且设立不低的收入、利润增速目标，彰显公司对未来发展的信心，也将充分调动管理层、核心骨干的积极性，从内激发公司的市场竞争活力。

图表 53 甘源食品员工持股计划授予情况

持有人	职务	拟认购份额(份)	拟认购份额占本员工持股计划总份额的比例
张久胜	副总经理	1398470	4.34%
严剑	副总经理	1154520	3.58%
涂文莉	财务总监	467012	1.45%
万厚雄	董事	325882	1.01%
梁祥林	董事	141130	0.44%
谢义先	监事	187318	0.58%
周国新	监事	141130	0.44%
合计		3815462	11.84%
核心管理人员、核心骨干人员 (不超过 148 人)		26830096	83.26%
预留		1578090	4.90%
合计		32223648	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 54 甘源食品员工持股计划设置解锁条件

	以 2021 年为基数	换算为同比增长	最低收入目标 (百万元)	最低利润目标 (百万元)
2022 年	营业收入增长率和净利润增长率不低于 20%	营业收入增长率和净利润增长率不低于前一年的 20%	1552.80	184.38
2023 年	营业收入增长率和净利润增长率不低于 56%	营业收入增长率和净利润增长率不低于前一年的 30%	2018.63	239.70
2024 年	营业收入增长率和净利润增长率不低于 103%	营业收入增长率和净利润增长率不低于前一年的 30.13%	2626.81	311.91

资料来源：公司公告，华安证券研究所

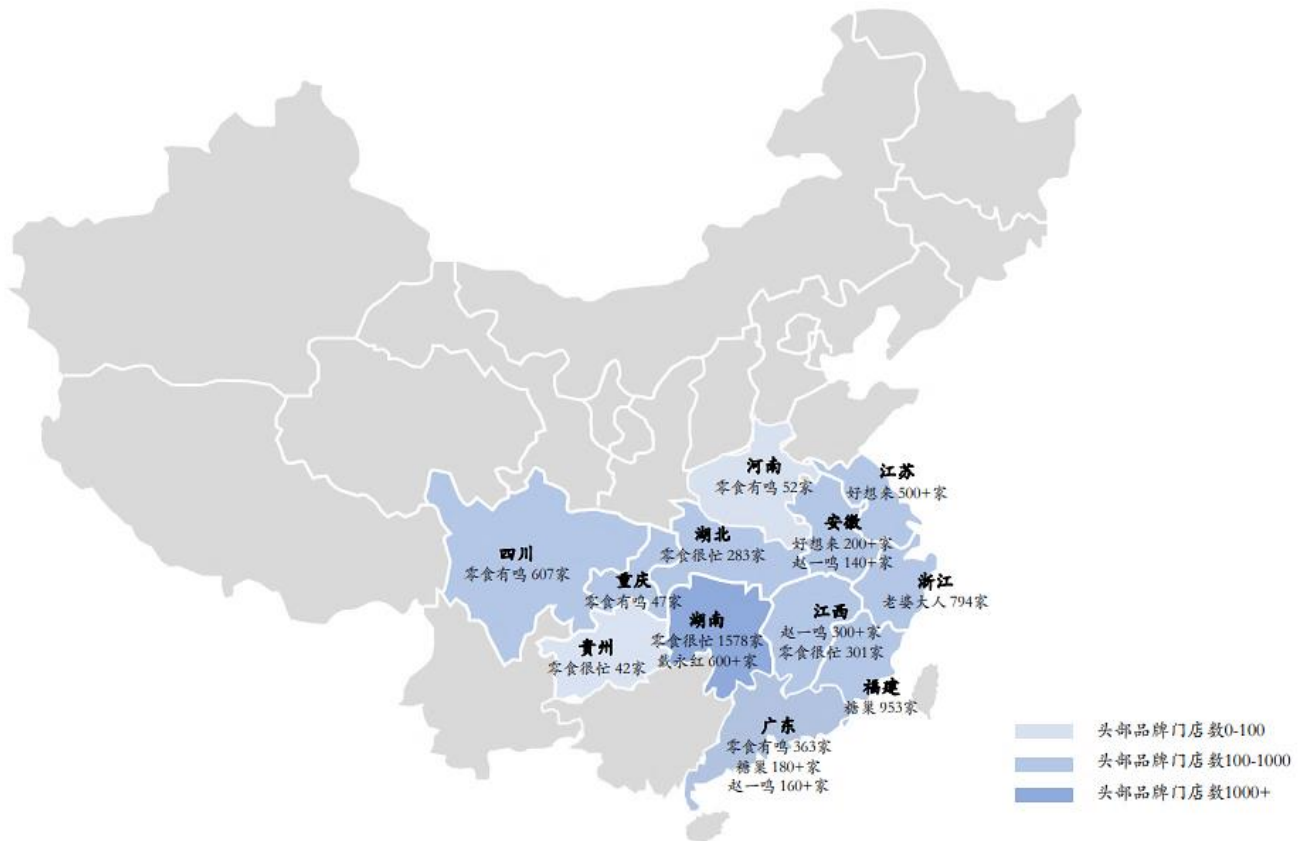
4 展望：渠道扩张新品放量拉动增长，净利率水平逐步修复

4.1 收入端：高成长性新兴渠道有力拉动增长，传统渠道优化调整培育动能

量贩零食充分满足消费者多快好省的需求，业态正处快速发展期，赛道红利显著。量贩零食专卖是指通过开设线下门店售予 C 端消费者平价休闲零食产品的经营模式。近两年量贩零食业态崛起，出现了零食很忙、零食有鸣、老婆大人、戴永红、赵一鸣、糖巢等具有一定规模的连锁品牌。量贩零食专营业态的诞生更大程度满足了广大零食消费群体对商品消费“多快好省”的需求，而零食专营企业则是在更扁平渠道层级+更低各环节加价率的设置中，得以实现以更便宜的价格将商品出售给消费者，最终实现更高效的货品流转。故量贩零食业态的崛起契合零售渠道变迁方向，业态发展具备可持续性。在资本的加持下，2023 年主要量贩零食品牌扩店计划积极，如零食很忙计划 23 年新开店约 1000 家、零食有鸣预计新开店 2000 家以上等。我们判断当前量贩零食业态处于快速发展期，在整体零食销售渠道中的重要性快速提升，把握此渠道的高成长性机会对于零食生产企业而言尤为重要。

甘源食品积极拥抱量贩零食高成长性渠道，在合作品牌的下游门店扩张+公司合作产品 SKU 数量增加+合作量贩零食品牌数量增加共同驱动下，收入规模有望高速增长。公司于 2022 年 4 月进入零食专营渠道，9 月公司梳理出不同口味与包装形态的 50 余款产品来匹配零食专营渠道的销售，种类主要包括老三样、豆果组合、花生、调味坚果以及安阳工厂的烘焙膨化产品，包装以散装称重和 1-3 元/包的小规格定量装为主。自与量贩零食品牌合作以来，公司在此渠道销售额快速提升，业绩增量贡献较为显著。截至目前，公司已经与 20 余家零食系统展开合作，包括零食很忙、零食有鸣、赵一鸣、老婆大人等头部量贩零食系统。一方面，随着各大零食系统加速扩店，公司对其出货量将相应增长；另一方面，甘源与量贩零食品牌的合作 SKU 数量仍在持续增加。两者共同促进公司在某一零食专营系统中的销售额以较快的速度增长。此外，考虑到公司在豆类、口味型坚果等细分零食品类具备经典大单品，引流效果显著。在当前下游零食品牌加速扩店竞争加剧的环境下，预计将有更多零食品牌与公司洽谈合作。

图表 55 量贩零食品牌区域分布情况



资料来源：各品牌官网，百度地图，腾讯地图，华安证券研究所整理

高端会员超市稳步扩张，公司产品力经过充分验证，后续将与高端会员店合作更多 SKU。 高端会员超市亦是从传统 KA 迭代升级而来的效率更高的零售渠道，目标客户人群更聚焦、门店 SKU 数量更少、产品动销更快。目前国内高端会员超市正稳步扩张，如龙头山姆会员店截至 2022 年末已在全国开设出 42 家门店。从供应商角度看，高端会员店渠道具有选品严苛的特征。甘源食品在产品品质与产品研发创新方面具备优势，公司在 2021 年首次与山姆会员超市合作的芥末味夏威夷果一经推出便快速放量，并在小红书等社交平台上引发风潮，产品受到消费者的高度关注与认可。在与山姆渠道成功合作后，公司愈发重视此渠道，一方面持续在产品研发创新上下功夫，推出系列定位偏高端的高品质口味型坚果产品，另一方面成立高端会员店事业部并匹配相应的人员，专门对接高端会员渠道，更好、更及时地响应客户的需求。高端会员店具备高客户粘性的特征，进驻单品可收获较为可观的销售规模且较为稳定。公司与山姆合作的 SKU 在持续增加，2023 年 3-5 月山姆合作订单增长约 50%。除山姆外，公司亦有多款产品已进驻盒马、华润万家、永辉、麦德龙、Costco 等高端会员店系统。预计今年公司在高端会员店渠道将有亮眼表现。

图表 56 公司部分产品已进驻麦德龙会员店



资料来源：草根调研，华安证券研究所

图表 57 公司部分产品已进驻盒马会员店



资料来源：草根调研，华安证券研究所

把握新型电商崛起之机遇，自播、达播、分销齐发力，电商渠道收入快速增长。

对于零食企业而言，线上电商不仅是一种销售渠道，也是重要的品牌传播平台。22Q4 公司整合原有销售团队，聘请曾带队实现近 10 亿销售规模的电商总监出任公司电商事业部负责人，并招募相关电商人才，组建专业化的电商运营团队，并将电商营销中心迁至杭州电商氛围最好的滨江区，在团队配置与资源方面做好准备。同时公司针对电商渠道的特征重新梳理匹配电商渠道的产品，主推组合类产品，以帮助电商业务更快发展。电商团队的调整及产品梳理工作于 2022 年末基本完成，调整优化的效果明显，春节备货旺季（22 年 12 月与 23 年 1 月）电商渠道实现翻倍式增长，此后电商渠道仍延续强增长势能。当前以抖音、快手、拼多多为代表的新型电商平台增速仍然显著，公司电商事业部有专业团队负责此类新型电商平台的运营，运营方式包括自播、达播等。此外，公司此前对接线上电商的经销商较为匮乏，目前亦在加大线上经销商的开发力度。在自播、达播、分销共同发力下，今年公司电商业务的高成长具有强确定性。

传统渠道优化调整、提升运营效率，KA 渠道大盘稳健增长。

虽然面临 KA 渠道流量下滑的挑战，公司积极调整运营策略、提升运营效率。过去公司在 KA 渠道主要以销售老三样散称产品为主，目前散装及定量装齐头并进：一方面扩大并优选散称柜产品种类以提升散装坪效，另一方面对原有的 75g 袋装规格进行扩充，推出中大规格的袋装产品和礼盒类产品，如新增 208g 大容量的老三样组合产品、105g 口味型坚果，更加适用于家庭分享的消费场景。组织结构方面，公司原先负责 KA 渠道的销售人员进一步细拆为散装与袋装事业部，以便在各个区域针对性地补强弱项。同时公司推进对经销商队伍的汰换与改造工作，帮助传统优势渠道进一步焕发增长动力。目前公司大型 KA 门店已经覆盖 7000+家，2023 年开年以来 KA 渠道增势较好，预计在此轮渠道深化改革后，传统 KA 渠道将维持稳健增长状态，销售大盘稳定。

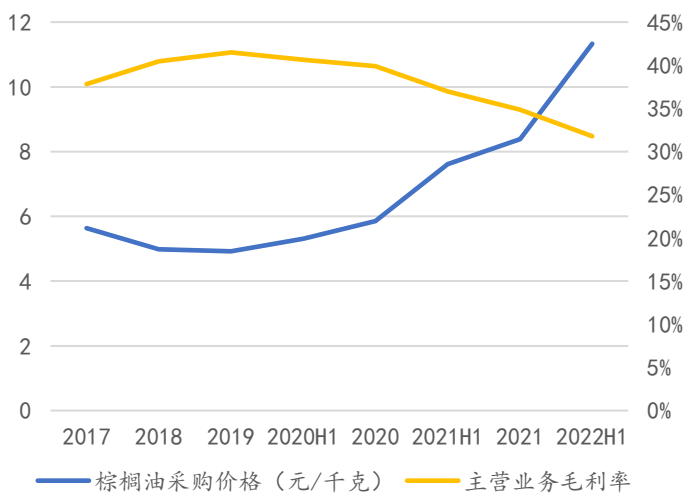
流通渠道发展空间广阔，目前公司积极梳理产品重塑战略，蓄势待发。

去在流通渠道表现欠佳，流通渠道的系统多样且分散，属于公司的空白市场。2022年公司梳理出不同规格、性价比高、适合于流通渠道销售的多款产品，丰富产品储备；同时引进专门做流通渠道的销售负责人，成立流通事业部。公司计划先从连锁店突破，再逐步渗透至其他流通渠道，并加快流通渠道的下沉扩张。流通渠道市场空间广阔，一旦形成较好的规模优势及成本优势，流通渠道销售额将会出现较为迅速的增长。目前公司在流通渠道处于补短板、打基础阶段，未来增长可期。

4.2 利润端：成本压力缓解、规模效应显现，净利率水平逐渐修复

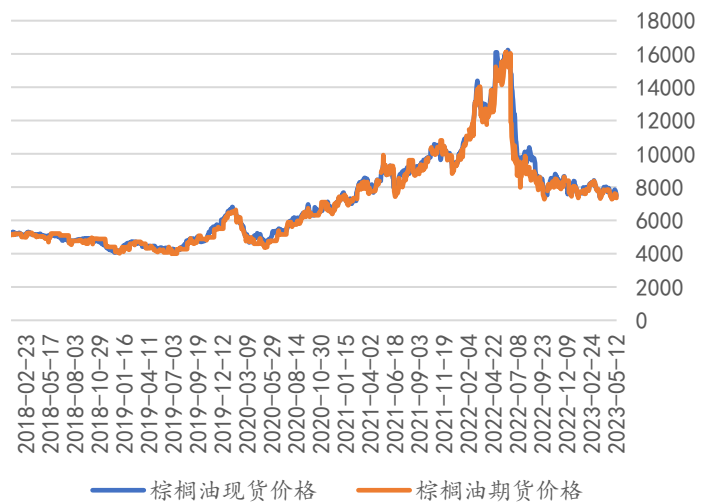
公司主要辅料棕榈油价格近年来经历大幅上涨，毛利率受到压制。近期棕榈价格显著回落，公司毛利率修复的确定性高。棕榈油用于油炸，是公司的重要成本构成之一。2017-2021年棕榈油占公司总成本的比例平均约13%，2022年棕榈油占公司总成本的比例在15%左右，棕榈油价格上涨对于公司成本端的影响较为明显。2018-2020年，棕榈油价格较为稳定，波动幅度不大。2020-2022年，棕榈油价格持续攀升，尤其是2022年上半年，受到印尼紧缩出口、国内棕油库存低、粮食危机和俄乌战争等多重因素的影响，棕榈油价格陡升，最高达到16237.5元/吨。面对原辅料价格的显著上涨，2021年公司曾进行产品提价，但仍未能充分对冲成本压力，盈利能力受损。据公司公告，2020/2021H1/2021/2022H1公司棕榈油采购均价分别为5.85/7.61/8.38/11.33元/千克，同比+18.90%/+43.31%/+43.25%/+48.88%，期间对应主营业务毛利率39.90%/36.95%/34.87%/31.78%，同比-1.59pct/-3.68pct/-5.03pct/-5.17pct。毛利率受棕榈油价格上涨的影响显著。2022Q3起，棕榈油价格开始大幅回落，2023Q1棕榈油现货平均价格约为7878元/吨，基本回落至2021年上半年的采购价格水平。我们判断今年棕榈油不再具备大幅上涨的基础，若无特殊事件冲击，棕榈油价格在8000元/吨附近或略高的价格区间波动的概率较大，公司毛利率向上修复的确定性较高。

图表 58 甘源食品棕榈油采购价格及毛利率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 59 棕榈油现货、期货价格

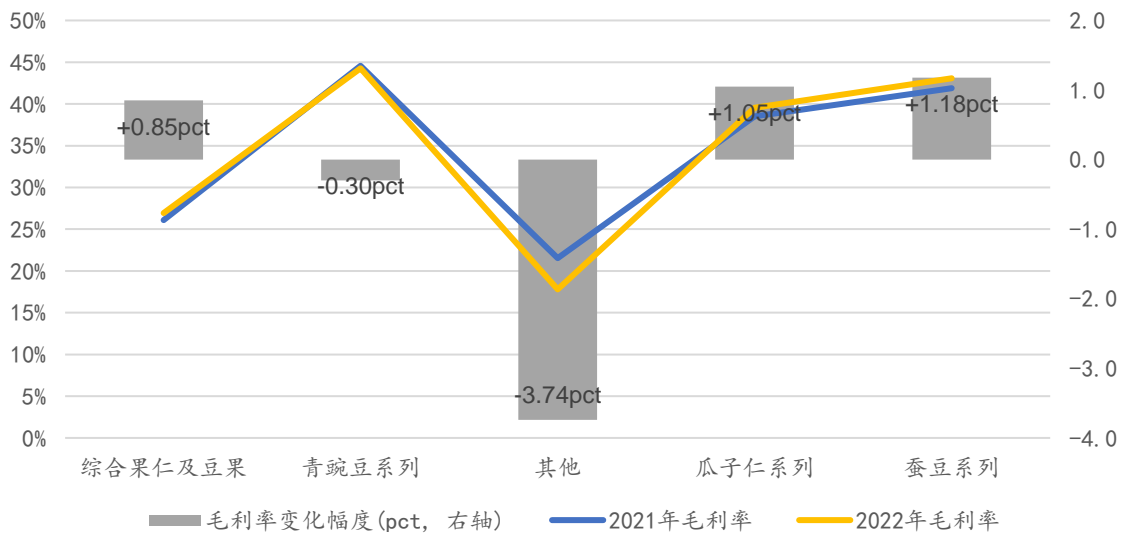


资料来源：Wind，华安证券研究所

聚焦优势品类+坚果新品推出，23年安阳工厂扭亏将促进盈利能力提升。2022

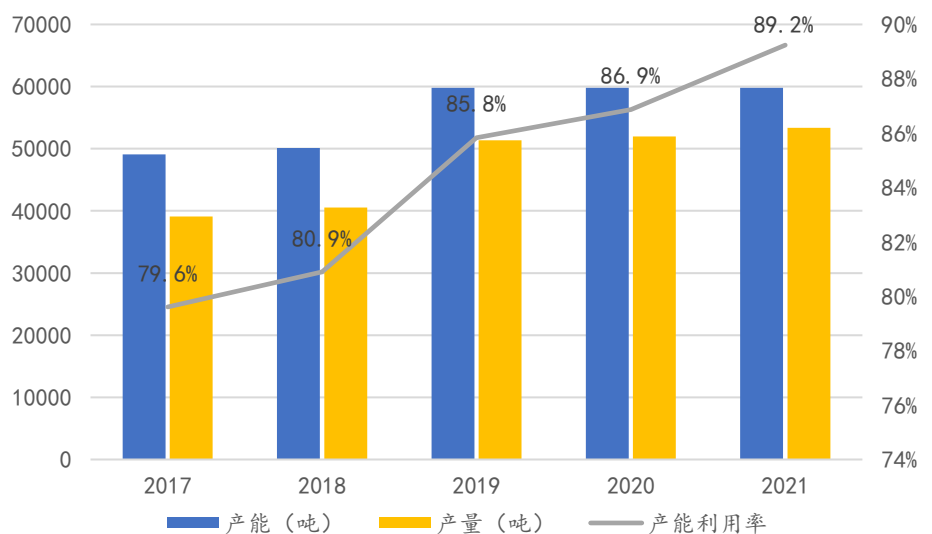
年公司推出多种膨化、烘焙类产品，主要由河南安阳工厂生产。但受制于单品类销售规模较小，产能利用率较低、人工及设备成本摊销额较高，安阳新品的盈利能力不高，安阳工厂整体处于亏损状态。2023 年以来公司积极调整，产品推广方面更加聚焦，主推老三样、口味型坚果、花生、薯片，目前安阳工厂的薯片产线产能利用充分。今年公司将创新式推出冻干坚果系列产品，此类产品交由安阳工厂生产。考虑到公司在坚果品类创新方面具有领先实力，且在坚果品类中具有较好的消费者基础，叠加公司重视此产品的市场推广，预计冻干坚果推出后将有很好的销售表现，这也将带动安阳工厂的产能利用率提升，进一步摊薄设备折旧、租金等固定成本，进而促进公司的利润水平的提升。

图表 60 2021&2022 年公司分产品毛利率及变化幅度



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 61 甘源食品产能利用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.3 2023Q1 业绩表现已开始验证改革成果

23Q1 疫后销售积极回补，渠道改革效果显著。2023Q1 公司实现营业收入 3.91 亿元，同比+22.2%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比+145.0%；扣非净利润 0.49 亿元，同比+103.1%。2022 年 11 月以来，疫情感染高峰影响公司的生产与发货，故春节旺季销售受到一定程度的影响，部分订单丢失，22Q4 公司收入同比增速 9.85%。春节返工后销售积极回补，23Q1 实现营业收入同比增长 22.2%，环比 22Q4 加速，其中散称、定量装部门保持稳健增长，零食量贩渠道、高端会员店和电商渠道维持高速增长。剔除春节错期影响，23Q1+22Q4 公司实现营业收入 8.73 亿元，同比增长 15.05%。截至 23Q1 末，公司基本理顺渠道，各大渠道匹配的产品和增长目标基本均已落实。23 年八大事业部将各司其职，共同发力推动公司业绩增长。

成本压力缓解，费用控制良好，23Q1 利润率得到明显修复。毛利端，23Q1 公司实现毛利率 36.3%，同比提升 1.5pct，核心原因为原料成本同比下降，23Q1 棕榈油的采购均价较 22Q1 下降 22%。此外，电商渠道产品在 22Q2 逐步提价到位，带动 23Q1 电商模式毛利率同比提升 9pct。费用端，23Q1 销售/管理/研发费用率分别同比 -3.5pct/-1.0pct/-0.8pct，销售费用率同比下降较多与 23Q1 部分销售费用前置到 22Q4 有关，但公司整体费用投放效率提升明显，同时也受益于收入增长带来的规模效应。净利端，23Q1 公司实现净利率 14.1%，同比大幅提升 7.1pct；实现扣非归母净利率 12.6%，同比提升 5.0pct。在各细分渠道发力增长、成本回落、费控良好的主要带动下，盈利能力大幅改善。

5 盈利预测与投资建议

我们根据前文分析对公司不同渠道或业务类型的销售表现、盈利能力作出如下假设：

1. 经销模式：在 KA 大盘稳健增长，零食专营、高端会员店等渠道快速增长的带动下，预计 2023-2025 年公司经销模式营业收入分别同比增长 35.6%/18.7%/16.6%；
2. 电商模式：专业化电商团队组建完毕、产品梳理完成，当前电商渠道延续高速增长势能，预计 2023-2025 年公司电商模式营业收入分别同比增长 83.0%/33.5%/30.6%；
3. 其他模式：公司其他模式主要包括商超直营及委托加工业务，预计 2023-2025 年维持稳健增长状态，收入增速假设为 18%。
4. 其他业务：其他业务占比小，预计 2023-2025 年收入增速分别为 30.0%/25.0%/20.0%。
5. 毛利率：在主要原辅料价格下降以及安阳工厂扭亏的主要带动下，预计 2023-2025 年公司综合毛利率分别为 36.5%/37.2%/37.6%。
6. 费用率：一方面，公司更注重费用使用效率，预计大额媒体广告费用投放将有所减少；另一方面，随着销售体量的快速提升，规模效应更加明显。预计费用率维持每年小幅下降的趋势。

图表 62 公司收入及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经销模式					
营业收入 (百万元)	1,073.61	1,231.63	1,669.68	1,982.49	2,311.07
YOY	7.3%	14.7%	35.6%	18.7%	16.6%
毛利率	35.5%	33.2%	36.1%	36.7%	37.1%
电商模式					
营业收入 (百万元)	176.82	166.87	305.42	407.86	532.87
YOY	29.1%	-5.6%	83.0%	33.5%	30.6%
毛利率	28.3%	37.6%	35.9%	36.7%	37.4%
其他模式					
营业收入 (百万元)	39.00	44.52	52.53	61.99	73.14
YOY	24.2%	14.1%	18.0%	18.0%	18.0%
毛利率	46.5%	45.9%	46.0%	46.0%	46.0%
其他业务					
营业收入 (百万元)	4.57	7.66	9.96	12.45	14.94
YOY	24.5%	67.7%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	98.5%	60.9%	70.0%	75.0%	80.0%
综合					
营业总收入 (百万元)	1,294.00	1,450.68	2,037.59	2,464.79	2,932.03
YOY	10.4%	12.1%	40.5%	21.0%	19.0%
毛利率	35.1%	34.3%	36.5%	37.2%	37.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

图表 63 公司费用率、净利率及归母净利润预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
综合毛利率	35.1%	34.3%	36.5%	37.2%	37.6%
销售费用率	16.1%	14.1%	13.5%	13.3%	13.0%
管理费用率	4.6%	4.5%	4.3%	4.1%	3.9%
研发费用率	1.2%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%
净利率	11.9%	10.9%	13.7%	14.5%	15.2%
归母净利润 (百万元)	153.65	158.30	278.70	356.47	446.15

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

综上，我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 20.4/24.6/29.3 亿元，同比 +40.5%/+21.0%/+19.0%；实现归母净利润 2.8/3.6/4.5 亿元，同比 +76.1%/+27.9%/+25.2%；EPS 分别为 2.99/3.82/4.79 元。目前公司股价对应 PE 分别为 29/22/18 倍，考虑到公司正处于深化改革后的加速发展期，成长空间与成长速度可观，且具备在产品、品牌、渠道上的竞争优势，我们认为当前估值水平处于合理区间的下限，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 64 甘源食品估值情况 (PE, TTM)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

6 风险提示

1. **渠道扩张不及预期风险:** 公司与零食专营渠道、高端会员店渠道的合作谈判进展不顺畅导致销售额无法维持快速增长;
2. **成本再次大幅上涨风险:** 大宗商品的价格波动受多重因素影响, 公司核心辅料棕榈油价格再次大幅上涨将加大成本端压力, 导致盈利能力无法如期修复;
3. **新品推广不及预期风险:** 食品新品推广效果具有一定的无法预见性, 若公司推出的口味型坚果、冻干坚果等新产品不被消费者认可, 则会直接影响公司销售收入, 亦会间接影响公司固定费用摊销等, 从而影响公司利润表现;
4. **食品安全事件风险:** 若公司或行业内其他公司出现食品安全事件, 将会冲击消费者信心, 公司产品销售或面临较长时间的下滑。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1261	1352	1550	1857	营业收入	1451	2038	2465	2932
现金	473	506	635	775	营业成本	954	1295	1549	1830
应收账款	22	25	28	34	营业税金及附加	17	23	27	33
其他应收款	4	5	5	6	销售费用	204	275	328	381
预付账款	25	32	37	42	管理费用	65	88	101	114
存货	137	185	198	255	财务费用	-11	-10	-11	-14
其他流动资产	600	598	646	744	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
非流动资产	743	856	939	979	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	15	10	10
固定资产	483	545	573	575	营业利润	212	367	467	582
无形资产	100	101	101	100	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	160	210	265	304	营业外支出	5	4	4	4
资产总计	2004	2208	2489	2836	利润总额	208	364	464	579
流动负债	373	408	461	543	所得税	50	86	108	133
短期借款	0	0	0	0	净利润	158	279	356	446
应付账款	139	149	161	205	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	234	259	300	338	归属母公司净利润	158	279	356	446
非流动负债	125	126	127	126	EBITDA	265	398	505	622
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.72	2.99	3.82	4.79
其他非流动负债	125	126	127	126					
负债合计	498	534	588	669					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	93	93	93	93	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	936	936	936	936	成长能力				
留存收益	477	645	872	1138	营业收入	12.1%	40.5%	21.0%	19.0%
归属母公司股东权	1506	1675	1901	2167	营业利润	4.9%	73.4%	27.2%	24.7%
负债和股东权益	2004	2208	2489	2836	归属于母公司净利	3.0%	76.1%	27.9%	25.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	34.3%	36.5%	37.2%	37.6%
					净利率 (%)	10.9%	13.7%	14.5%	15.2%
					ROE (%)	10.5%	16.6%	18.8%	20.6%
					ROIC (%)	10.0%	15.8%	18.1%	19.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	24.8%	24.2%	23.6%	23.6%
					净负债比率 (%)	33.1%	31.9%	30.9%	30.9%
					流动比率	3.38	3.32	3.37	3.42
					速动比率	2.91	2.76	2.84	2.86
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.97	1.05	1.10
					应收账款周转率	82.00	85.71	90.00	92.31
					应付账款周转率	8.11	9.00	10.00	10.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.72	2.99	3.82	4.79
					每股经营现金流薄)	3.35	3.18	4.71	5.53
					每股净资产	16.15	17.96	20.39	23.25
					估值比率				
					P/E	44.35	28.62	22.37	17.88
					P/B	4.72	4.76	4.20	3.68
					EV/EBITDA	25.11	18.78	14.54	11.58

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	312	297	439	516
净利润	158	279	356	446
折旧摊销	65	50	56	61
财务费用	-9	0	0	0
投资损失	-7	-15	-10	-10
营运资金变动	99	-26	31	13
其他经营现金流	66	313	331	439
投资活动现金流	-145	-155	-181	-195
资本支出	-123	-128	-85	-54
长期投资	-170	-40	-105	-150
其他投资现金流	148	14	9	10
筹资活动现金流	-76	-109	-129	-181
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-22	0	0	0
其他筹资现金流	-53	-109	-129	-181
现金净增加额	91	33	129	140

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，2年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。