



晨会纪要20230602

证券分析师

王鸿行 S0630522050001
whxing@longone.com.cn

重点推荐

- 1.甘源食品 (002991): 迎加速期, 口味型坚果龙头崛起——公司深度报告
- 2.零食的瓶颈与演绎——零食行业专题报告
- 3.安靠智电 (300617): 市场技术先行者, GIL龙头蓄势待发——公司深度报告

财经要闻

- 1. 欧元区5月CPI超预期降温。欧元区5月CPI初值同比6.1%，预期6.3%，前值7%；环比持平，预期0.2%，前值0.6%。

正文目录

1. 重点推荐	3
1.1. 甘源食品 (002991): 迎加速期, 口味型坚果龙头崛起——公司深度报告..	3
1.2. 零食的瓶颈与演绎——零食行业专题报告	4
1.3. 安靠智电 (300617): 市场技术先行者, GIL 龙头蓄势待发——公司深度报告	5
2. 财经新闻	6
3. A 股市场评述	7
4. 市场数据	8

1.重点推荐

1.1.甘源食品(002991):迎加速期,口味型坚果龙头崛起——公司深度报告

证券分析师:丰毅,执业证书编号:S0630522030001;证券分析师:任晓帆,执业证书编号:S0630522070001;

联系人:龚理, gongli@longone.com.cn

甘源食品为口味型坚果龙头。同时基于口味型坚果长期深耕以及较早的全国布局,在零食赛道优势突出。而在本轮零食渠道变革加速的环境下,我们认为制造型龙头有望成为“笑到最后的人”。甘源食品专注树坚果、多品布局、持续研发,不仅能够适应不同渠道需求,拿到更多SKU订单,零食专营系统进入较晚但发展较快,还能通过供应链调整,逐步提升规模效应;而公司KA等渠道经验充足,无论从品牌势能、还是客户服务、供应链保障,从高势能渠道进入其他渠道往往更加容易,在公司单独拆分不同渠道不同包装事业部后,我们认为今年渠道弹性较强确定性较高。

业绩:长期高质量成长,短期迎加速。公司2016-2022年营收、归母净利润复合增速分别为12.70%、21.47%,整体盈利增长快于收入;疫情前该特征更加突出,2016-2019年营收、归母净利润复合增速达16.13%、50.50%,在老三样稳定、新品收入提升背景下,产品提价,叠加单位原材料、制造成本持续下降,结合费效比提升,盈利增长持续快于收入;疫情以来,公司受成本、新品铺市和疫情影响,收入、盈利均受到一定影响,2019-2022年营收、归母净利润增速分别达9.36%、-1.96%。2022年下半年以来,受益芥末味夏威夷果在会员超市放量以及公司渠道改革,业绩逐步加速,近三个季度业绩持续加速。我们预计,基于公司事业部改制带来的多个渠道、散装及定量装的精细化管理,随着公司新品持续落地,下半年有望进一步带来业绩弹性。

公司:产品推陈出新,渠道改革深挖红利。①**产品专注,持续迭代,研发为业绩发动机:**老三样(青豌豆、瓜子仁、蚕豆)占比约6成,规模效应强、净利率突出;同时通过较强的口味型坚果及树坚果研发经验和能力,每年持续推新,成为渠道扩张发动机。2022年下半年芥末味夏威夷果推出后迅速成为爆款。2023预计仍有大单品推出。②**事业部改制,全渠道扩张:**2022年公司事业部改制,分为袋装、散装及各个渠道共8个事业部,管理更加精细化,电商迎来新的掌舵人。2023年通过产品包装、价格等适应性改革及渠道推动,公司在全渠道发力的基础上,更容易抓住渠道红利。从全年角度看,预计高端会员店、零食专营系统、线上有望继续延续一季度以来强势表现。

行业:分散持续,行业进入以质取胜阶段。①**行业稳增,分散持续:**2021年零食行业规模1.12万亿,自高成长阶段进入稳增长阶段,同时因品类及渠道分层竞争,CR5多年持续下降。②**进入以“质”取胜阶段,制造龙头对渠道龙头替代进入加速阶段:**在经历了生产为王(2000年前)、渠道为王(2000-2010年)、渠道去中心化(2010-2020年),行业进入到以质取胜阶段,综合供应链实力(产能、研发、渠道触达)将成为制胜法宝;制造龙头因为规模效应和研发优势,整体费用低盈利高,对渠道龙头产生替代并逐步加速。③**零食专营短期为催化剂:**零食渠道商超及现代渠道价格高、线上龙头OEM为主性价比有限连带率较低、流通渠道缺少散称品类有限,零食专营店通过缩短供应层级、高SKU、极致性价比,短期区域割据、快速扩张,壁垒有限,但制造龙头最为受益。④**模式之差,先苦后甜:**区别于主流渠道型龙头的无产能盈利弱,及单品型龙头的第二增长曲线发展困难,公司通过先“苦”(建立重资产供应链、口味坚果多品类、高势能KA渠道)后“甜”(专营店、高端会员店等新渠道占比快速提升),业绩弹性打开。

投资建议：基于有益公司的行业变革持续（短期零食专营爆发，长期制造龙头崛起），公司去年渠道改革见成效、多渠道放量、今年新品储备充足。我们预计2023/2024年公司归母净利润分别为2.66/3.42亿元，同比增速为68.04%/28.59%，对应EPS为2.86/3.67元/股，对应P/E为30/23，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：零食专营店竞争加剧的风险；部分细分产品竞争加剧的风险；产品原材料价格波动的风险；食品安全的风险。

1.2.零食的瓶颈与演绎——零食行业专题报告

证券分析师：丰毅，执业证书编号：S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

行业各细分板块长期低增长，未来预期增长相对有限，同时因渠道持续变革、分散化、去中心化，国内零食行业2010年以来集中度持续下降，这导致渠道型龙头崛起，需求端性价比减弱的同时，产业结构与海外差异也逐步出现，在此影响下，制造型龙头渠道结构也纷纷“偏科”。主流渠道红利减弱、需求承压、疫情打击、成本压力下，行业迎来新一轮洗牌，制造龙头因模式优势更能抓住新渠道机遇，制造、渠道龙头分化加剧。虽然，结合海外发展史，多品类制造型龙头集中度加速提升并在成长中逐步从规模壁垒升华为品牌壁垒，将成为长期趋势，而短期因“多块好省”爆发的零食专营店将加速这一趋势。而零食专营店的相对“脆弱”的店型同样有望进一步加剧制造与渠道型龙头分化。

需求红利少：持续低增长，行业进入以质取胜阶段。①行业低增，分散持续：2022年零食行业规模接近万亿，根据欧睿数据及预测，历史（2017-2022）、未来（2022-2027）19个欧睿零食二级行业零售额CAGR过7%的均不超过5个，并主要在风味零食领域。零食长期为社零“拖累项”，基于行业商业模式及竞争格局，同前7年一样，未来5年零食行业零售额CAGR仍有望继续低于GDP增速。同时因品类及渠道分层竞争，尤其是渠道“分散化”及“去中心化”，CR5多年持续下降，2010年以来仅少量渠道型龙头市占率提升，直到近两年集中度才有所好转。②进入以“质”取胜阶段，制造龙头对渠道龙头替代进入加速阶段：在经历了生产为王（2000年前）、渠道为王（2000-2010年）、渠道去中心化（2010-2020年），随着零食专营店爆发，行业正式进入到以质取胜阶段，综合供应链实力（产能、研发、渠道触达）将成为制胜法宝；制造龙头因为规模效应和研发优势，整体费用低盈利高，对渠道龙头产生替代并逐步加速。

供给迎变革：零食专营短期为催化剂。①爆发因素：商超现代渠道及高端品牌店价格高、线上龙头OEM为主性价比有限连带率较低、流通渠道缺少散称且品类有限，零食专营店通过缩短供应层级，最终获得更低客单价（预计低于高端零食品牌、线上核心渠道龙头一半，约20-30元），更高单量（300+单/天，往往5-10倍于高端品牌店），2020年以来快速扩张，区域割据，行业约1.3万家左右。②空间大，瓶颈仍在。单店模型店效虽高、单店盈利仍有限、门店品牌方净利率较低，叠加同质化竞争、壁垒有限、部分区域品牌已停止开店，我们预计瓶颈仍在。③制造龙头最为受益。1>零食专营店品牌厮杀，渠道龙头受损，受益方主要为制造龙头。2>零食品类龙头厂商利润往往比白牌更高，发展差异增大。3>制造龙头，主要盈利增长点往往来其他渠道，如高端会员店、现代渠道等，零食专营店产品存差异，仅带来部分增量。

制造弹性起：基于渠道持续变化特征，我们认为制造龙头弹性较大。①工厂：1>制造龙头因较强规模效应、研发能力较强，能够在拥有相对更优产品品质情况下拥有更低产品成本。2>制造龙头比渠道龙头拥有更好现金流、更强盈利能力。②渠道：基于更高规模效应，经销、渠道往往可以拥有更高利润，驱动充足，多渠道铺设后，非KA、商超的渠道

费用也往往更低，高势能渠道向低势能渠道布局的企业盈利往往提升。③**终端**：1>产品性价比较渠道龙头更突出，成交率更好。2>能够通过更强研发抓住爆品机会。3>能够进入更多渠道。④**行业终局**：对比海外，行业巨头，基于优质供应链壁垒，往往为多品类制造型龙头。

投资建议：基于制造龙头集中度加速提升的逻辑，我们持续推荐盐津铺子、甘源食品和劲仔食品。

风险提示：零食专营店竞争加剧的风险；部分细分产品竞争加剧的风险；产品原材料价格波动的风险；食品安全的风险。

1.3.安靠智电（300617）：市场技术先行者，GIL 龙头蓄势待发——公司深度报告

证券分析师：周啸宇，执业证书编号：S0630519030001

联系人：王珏人，wjw@longone.com.cn

投资要点：

GIL 龙头蓄势待发，战略布局多点开花。公司创立于 2006 年，深耕输电行业十余年。成立初期，公司为国家电网、南方电网等多家电力企业客户提供地下智能输电系统整体解决方案和电力工程勘察设计及施工的配套服务。2007 年，公司完成 500kV 超高压电缆连接件系统研发，打破国外巨头垄断。2015 年，公司推出全球首创的 220kV 三相共箱 GIL 产品。2020 年，公司自研“开变一体机”，将变压器和 GIS 开关融为一体。2021 年，公司涉足数字能源领域，研发智慧海绵电力系统。目前公司战略布局主要围绕四项业务展开，分别为电缆连接件、气体绝缘金属封闭输电线路（GIL）、智能电力以及智慧模块化变电站。

电缆连接件：筑牢业务基本盘。电缆连接件是电缆输电系统的核心组件，在保证整个电网输电可靠性中发挥着重要作用。随着国家电力电网投资提升及应用领域不断拓宽，电缆和电缆附件需求呈稳定增长态势。同时，受益于技术进步和产业政策支持，新能源发电行业将进一步催生电线电缆的增量需求。公司是国内少数实现 500kV 电缆连接件商业化运行的企业之一，深耕输电行业十余年，积累了大量优质客户资源。电缆连接件作为公司业务基本盘，历年营收维持在 2-3 亿之间。由于宏观经济影响导致电缆项目开工率不足，叠加超高压电缆连接件部分订单未确认收入，公司连接件业务 2022 年营收同比下滑。预计 2023 年起经济复苏，延迟项目批量开工、复工，该项业务将有效修复。

GIL：技术先发，静待花开。GIL 即“气体绝缘金属封闭输电线路”具有输电容量大、土地使用面积少、运维简单、寿命长、无辐射、环境影响小等显著优点，逐渐成为特殊环境下替代高压架空线、地下电缆的首选方案。GIL 在海外已稳定运营四十余年，实例证明在非长距离大容量输电项目中，GIL 是比电缆更合适的技术选择，电力电网的建设对电力传导设备的需求有望推动国内企业加快研发和布局。GIL 的应用场景大体分为城市高压架空线入地、特高压建设和工业园区需求三个方向，经我们测算行业潜在空间超 2000 亿元。公司首创三相共箱技术，进一步优化制造和敷设成本并有效提升绝缘性能，经测算若采用 SF6/N2 混合气体（70%N2）填充单公里相比单相可节约 36.9%~41.1%的建造成本；同时三相结构的最大场强值为 17.77kV/mm，显著优于单相。公司凭借技术先发优势+长期沉淀奠定国内 220kV GIL 行业龙头地位，包揽行业近九成 220kV GIL 项目订单，目前在手订单充足，2023 年投运的七个项目总长超 28km，同年年底产能有望达到 35km，我们认为公司现有及新增产能可以逐步得到有效消化并带来稳定的盈利增长。预计 2023-2025 年公司 GIL 销量分别为 18/35/50km，对应业务收入分别 5.76/9.60/12.60 亿元。

智慧模块化变电站：打造第二成长曲线。相比传统变电站，模块化变电站能够实现变电站设备的箱式化，将变电站内各设备模块按功能进行整合，具有施工周期短、现场作业少、

占地面积小等特点，能够有效解决传统变电站的痛点。公司于 2020 年布局智慧模块化变电站业务，以单体容量大、单台价值高的智慧模块化变电站产品切入 IDC 建设、城市变配电网改造、新能源等用户侧市场，研发核心产品“开变一体机”属世界首创，技术先进性位于行业乃至世界前列。目前业务顺利推进，2020 年以来签订的合同金额总计约 2.64 亿元，预计 2023-2025 年业务收入分别为 1.65/1.89/2.74 亿元。

我们选取与安靠智电具有相似业务的公司作为比对，其中国电南瑞具备 220kV GIL 的生产能力、长缆科技主营业务设计中低高压的电缆附件及配套产品。参照可比公司估值水平，考虑到公司电缆连接件业务作为基本盘较为稳定、GIL 技术市场领先、智慧模块化变电站逐步成为公司第二成长曲线，预期公司 2023-2025 年实现营收 12.81/17.45/21.78 亿元，分别同比增长 65.77%/36.15%/24.86%，净利润 2.51/3.99/5.28 亿元，分别同比增长 60.14%/59.32%/32.23%，对应 2023 年 5 月 31 日收盘价，PE 为分别 26.40/16.89/12.89 倍。首次覆盖，予以买入评级。

风险提示：GIL 市场需求不及预期；GIL 行业竞争加剧；产能投放不及预期。

2.财经新闻

1.欧元区 5 月 CPI 超预期降温

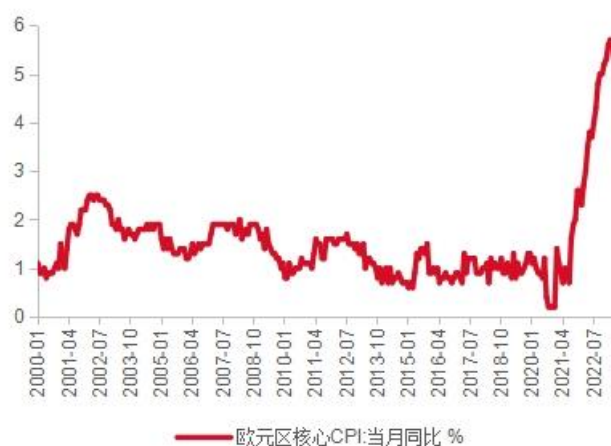
欧元区 5 月 CPI 初值同比 6.1%，预期 6.3%，前值 7%；环比持平，预期 0.2%，前值 0.6%。核心 CPI 初值同比 5.3%，预期 5.5%，前值 5.6%。分项来看，食品饮料、酒精、烟草预计在 5 月同比增长最高，其次是非能源工业品和服务业，能源价格同比预计将继续下降。本次欧元区 CPI 初值发布之前，欧洲主要经济体 5 月通胀水平普遍回落，其中德国 5 月 CPI 同比 6.1%，较前值下降 1.1 个百分点；法国 5 月 CPI 同比 5.1%，较前值下降 0.8 个百分点。欧央行 5 月会议纪要显示，大多数委员表示可以接受加息 25 个基点，有必要采取更果断的行动将利率调至足够严格的区间，以确保通胀及时回归目标水平。当前欧元区核心通胀依然较为顽固，欧央行行长拉加德表示“需要继续加息周期，直到通胀能够回归目标”，6 月欧央行或将继续加息 25 个基点。

图1 欧元区 CPI, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 欧元区核心CPI, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.A 股市场评述

证券分析师：王洋，执业证书编号：S0630513040002，wangyang@longone.com.cn

上交易日上证指数平盘报收，短线仍需量能资金流的进一步支持

上一交易日上证指数全天震荡，平盘报收，仍收于 3204 点。深成指、创业板双双收涨，主要指数多呈收涨。

上交易日上证指数早盘一度拉升，再度收复 5 日均线及年线压力位，但午后在 10 日均线附近遇阻回落，收复战役失败，再度收于两条重要均线之下。指数收盘收小实体星状 K 线，带上影线。量能略放，大单资金净流出约 36 亿元，净流出金额明显收敛，但仍无做多资金的大举介入。日线 KDJ、MACD 仍是死叉延续，虽 5 日均线走平并拐头向上，但短线仍需量能资金流的大力支持，才能再度打响上攻的战役。隔夜欧美股市多呈收涨，关注能否提振 A 股市场。

上证周线呈小实体阴 K 线，仍以 1 点之差险守 60 周均线。目前周 KDJ、MACD 死叉延续，仍无修复迹象，短线仍或考验 60 周均线的支撑力度。上交易日深成指、创业板双双收红，收盘分别上涨 0.39%、0.59%，均收小实体红阳线。两指数虽盘中一度上破 5 日均线，但均失败而还。目前 5 日均线仍未走平向上，短线仍需等待量价指标配合向好。

上交易日同花顺行业板块中，收红板块占比 65%，收红个股占比 51%，涨超 9% 的个股 66 只，跌超 9% 的个股 15 只。上交易日上证指数虽然没有明显上涨，但板块个股活跃度有所增强。

在同花顺行业板块中，传媒板块收涨居首，收盘上涨 3.57%。其次，教育、医疗服务、景点及旅游、互联网电商、黑色家电、汽车整车等板块涨幅居前，计算机应用等板块持续活跃。而回落调整居前的板块，有机场航运、中药、电力、煤气、厨卫电器、医药商业等板块。

具体看各板块。传媒板块，昨日收盘大涨 3.57%，在同花行业板块中涨幅居首。指数上破 30 日均线压力位，量能明显放大，大单资金大幅净流入超 34 亿元，金额较为可观。日线 MACD 虽尚未金叉，但 120 分钟线 MACD 金叉延续，目前指数尚未出现明显的拉升结束迹象。但指数连收 5 根红阳线，5 个交易日上涨近 14%，短线或有震荡整理需求。可待整理充分后再行观察。板块内 137 家个股，表现分化，仍需谨慎甄别。

国防军工板块，昨日收盘上涨 0.76%，表现活跃。指数在 5 月 17 日在前期下降趋势线与近期高点压力下未能上破阻力，转而震荡整理。昨日指数收红阳线，量能明显放大，大单资金虽仍呈净流出约 3 亿元，但日线 MACD 金叉延续，红柱加长，日线指标有所向好。目前指数正处于 60 日均线压力位处，若能得到大单资金支持，有效上破 60 日均线，则指数仍或有震荡盘升动能。

表1 行业涨跌幅情况

行业涨跌幅前五			
行业	涨幅前五 (%)	行业	跌幅前五 (%)
出版	5.25	航空机场	-3.70
电视广播 II	4.26	白色家电	-2.74
影视院线	3.65	中药 II	-2.04
数字媒体	2.90	家电零部件 II	-1.89
软件开发	2.88	非金属材料 II	-1.86

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.市场数据

表2 市场表现

2023/6/1	名称	单位	收盘价	变化
资金	融资余额	亿元,亿元	15189	15
	北向资金	亿元	-18.02	/
	南向资金	亿港元	-36.64	/
	逆回购到期量	亿元	70	/
	逆回购操作量	亿元	20	/
	国内利率	1 年期 MLF	%	2.75
1 年期 LPR		%	3.65	/
5 年期以上 LPR		%	4.3	/
DR001		%,BP	1.7466	4.63
DR007		%,BP	1.8343	-25.02
国外利率	10 年期中债到期收益率	%,BP	2.6825	-0.25
	10 年期美债到期收益率	%,BP	3.6100	-3.00
	2 年期美债到期收益率	%,BP	4.3300	-7.00
股市	上证指数	点,%	3204.63	0.00
	创业板指数	点,%	2206.43	0.59
	恒生指数	点,%	31148.01	0.84
	道琼斯工业指数	点,%	33061.57	0.47
	标普 500 指数	点,%	4221.02	0.99
	纳斯达克指数	点,%	13100.98	1.28
	法国 CAC 指数	点,%	7137.43	0.55
	德国 DAX 指数	点,%	15952.73	-0.20
	英国富时 100 指数	点,%	7490.27	0.59
	外汇	美元指数	/,%	103.5740
美元/人民币(离岸)		/,BP	7.1042	-152.00
欧元/美元		/,%	1.0762	0.68
美元/日元		/,%	138.79	-0.39
国内商品	螺纹钢	元/吨,%	3546.00	2.40
	铁矿石	元/吨,%	743.00	5.77
国际商品	COMEX 黄金	美元/盎司,%	1995.10	0.66
	WTI 原油	美元/桶,%	70.15	3.03
	布伦特原油	美元/桶,%	74.32	2.37
	LME 铜	美元/吨,%	8231.50	1.76

资料来源：同花顺，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089