



Research and
Development Center

新品蓄势待发，渠道布局加快

—甘源食品(002991)公司覆盖报告

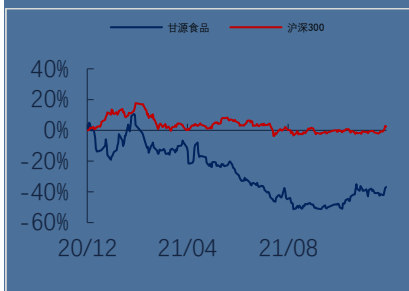
2021年12月12日

马铮 食品行业首席分析师
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

1. 短期业绩受渠道影响，调整节奏长期可期
2. 甘源食品（002991.SZ）：全面调整，业绩有望加速

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
甘源食品(002991)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	59.36
52周内股价波动区间(元)	103.93-45.74
最近一月涨跌幅(%)	17.07
总股本(亿股)	0.93
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	55.33

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编:100031

新品蓄势待发，渠道布局加快

2021年12月12日

本期内容提要：

◆**投资建议：**甘源食品是典型的“产品主义”型公司，凭借青豆、蚕豆、瓜子仁的超强产品力，成为了籽坚果赛道头部品牌。2020年中上市之后，公司因内外部原因致收入增速放缓，市场关注度低。我们判断，2022年，新品密集升级、放量，成本端和费用端均有摊薄或回落的趋势，业绩有一定的弹性，估值也将伴随业绩提速预期而提升。我们预计公司21-23年EPS为1.49、2.52、3.69元，给予“买入”评级。

◆**2021重心在产品，2022重心在营销，凭借强产品力和丰富的产品组合，公司将进入加快发展期。**公司已于近一年推出了综合果仁、口味型坚果、花生等新产品，2022年预计将进一步产品升级、推出更多的新品，这样的“产品叠加”不仅可以直接带动收入增长，更关键的是，带动老产品组成更加丰富的产品矩阵，对经销商的吸引力大增，预计公司在超市、便利店、流通渠道、电商都可以实现较高的增长。

◆**传统卖场面临转型需要，甘源有机会凭借产品力对接更多选品能力强的卖场。**公司对渠道转型反应迅速，个别口味型坚果在市场反馈较好，对公司新品信心提振较大，计划打造更多优质产品，带动各大渠道深度合作。从奥昆给会员类商超供应麻薯、瑞士卷等爆款产品看，不仅体现了公司的产品力，更能提升公司的行业地位。传统超市面临重要转型期，“躺着”收进场费的模式已经不能满足当下的竞争要求，主动的、强大的选品能力将成为卖场竞争关键能力之一，预计甘源凭借其产品口碑有机会进入更多会员类超市。

◆**成本端和费用端有下行的空间。**其一，疫情下，棕榈油、包材、部分坚果原料等出现不同程度的上涨，伴随疫情可控，可变成本将从高位回落；其二，安阳工厂的固定成本将伴随新品的放量而摊薄，加速制造设备的自动化水平也有助于降低运营成本；其三，销售端，新品进场的条码费属于一次性投入，随着新品的放量，这块费用将被持续摊薄；其四，品牌端，根据先产品、再渠道、后品牌的发展思路，公司在广告推广费上将更加务实。公司于2019、2020年的净利润率达到了15%，而2021年受到内外部因素的影响，利润率出现较大幅度的下降，预计这四个因素将有助于公司利润率逐步回到前期水平，甚至超过。

◆**公司已进行股份回购用于下一步的股权激励，组织力进一步提升。**截止2021年11月30日，公司已完成近6000万元的股份回购，回购价格45-49元附近。同时，公司在2021年陆续引入多位行业资深人士任命大区总监，可看作对营销团队的一次升级。短期的人员交替影响了销量，但组织力边际改善值得期待。

◆**股价催化剂：**新品类销售超预期、渠道开拓超预期。

◆**风险因素：**原材料价格波动风险、口味型坚果行业竞争加剧、商超人流量进一步下滑。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,109	1,172	1,295	1,708	2,145
增长率 YoY %	21.7%	5.7%	10.5%	31.9%	25.6%
归属母公司净利润 (百万元)	168	179	139	235	344
增长率 YoY%	40.1%	6.7%	-22.7%	69.5%	46.3%
毛利率%	41.6%	40.1%	35.7%	37.0%	38.2%
净资产收益率 ROE%	33.3%	12.6%	8.8%	13.0%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.92	1.49	2.52	3.69
市盈率 P/E(倍)	0.00	42.61	39.92	23.55	16.09
市净率 P/B(倍)	0.00	5.38	3.51	3.06	2.61

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 12 月 11 日收盘价

目录

1. 投资逻辑	5
2. 深耕五谷小吃，内部激励到位	6
2.1. 籽类休闲领军品牌，营收稳步提升	6
2.2. 管理团队经验丰富，员工持股提升积极性	8
3. 休闲行业空间大，坚果持续扩容	9
3.1. 行业双位数高增长，树坚果人均提升空间大	9
3.2. 籽坚果集中度有望提升，口味型坚果有望引领潮流	10
4. 新品老品持续放量，渠道布局加快	12
4.1. 产品矩阵逐步完善，明年有望进入加速期	12
4.2. 电商势头好，经销布局预计加快	14
4.3. 提价及原材料价格预期回落，明年利润具备高弹性	15
5. 估值与投资评级	17
6. 风险因素	19

表目录

表 1: 甘源食品发展历程	6
表 2: 甘源食品产品系列展示	6
表 3: 管理团队食品运营经验丰富	9
表 4: 安阳工厂即将投产，将推出新产品数十款	13
表 5: 公司主要原材料 2021 年涨价幅度较大	16
表 6: 分品类盈利预测	17
表 7: 可比公司估值对比	17

图目录

图 1: 2020 年营业收入突破 11 亿元	7
图 2: 青豌豆、瓜子仁、蚕豆等老三样贡献主要收入	7
图 3: 老三样增速有所放缓	7
图 4: 综合果仁、口味型坚果等新品增速快	7
图 5: 产品结构影响下毛利率有所下降	8
图 6: 老三样毛利率相对高	8
图 7: 创始人严斌生为公司实际控制人	8
图 8: 休闲食品大行业保持双位数增长	9
图 9: 坚果炒货占休闲食品份额 17%	9
图 10: 炒货坚果行业保持双位数高增长	10
图 11: 国内人均坚果消费持续提升	10
图 12: 坚果可细分为籽坚果和树坚果两大类	10
图 13: 国内人均坚果消费持续提升	10
图 14: 洽洽在包装化瓜子市场中市占率一枝独秀	11
图 15: 青豆等籽坚果品类集中度提升空间大	11
图 16: 消费者对三只松鼠的消费频次逐步提升	11
图 17: 树坚果相比籽坚果客单价更高	11
图 18: 零食消费诉求以口味为先	12
图 19: 每日坚果行业集中度较高	12
图 20: 安阳工厂投产后，公司产能进一步提升	12
图 21: 对比盐津铺子，甘源单个经销商产出提升空间大	12
图 22: 公司推出多款口味型坚果	13
图 23: 洽洽、三只松鼠、沃隆强势竞争每日坚果方向	13
图 24: 公司研发费用投放逐年提升	14
图 25: 地区销售分布相对均匀，产品具备全国化的基础	14
图 26: 经销商数量后续有望快速提升	14
图 27: 各地区经销商仍有较大提升空间	15
图 28: 电商渠道增长势头好	15
图 29: 电商平台的毛利率相对低	15
图 30: 各区域经销商仍有提升空间	15
图 31: 2021 年以来棕榈油价格处于高位	16
图 32: 提价下 2022 年吨价同比有望提升	16

1. 投资逻辑

甘源食品是典型的“产品主义”型公司，凭借青豆、蚕豆、瓜子仁的超强产品力，成为了坚果赛道头部品牌。2020年中上市之后，公司因内外部原因致收入增速放缓，市场关注度低。我们判断，2022年，新品密集升级、放量，成本端和费用端均有摊薄或回落的趋势，业绩有一定的弹性，估值也将伴随业绩提速预期而提升。

2021重心在产品，2022重心在营销，凭借强产品力和丰富的产品组合，公司将进入加快发展期。上市之初，公司产品力强，但渠道布局不够完善，品牌力偏弱，很多消费者吃过甘源的产品，但不知道是甘源的出品现象较多。我们认为，这样的公司有机会做大，但需要把握好“先产品、再渠道、后品牌”的节奏，过早的投入品牌推广，其效力将因渠道不足而打折。而渠道不足很重要的原因是品类太小、产品太少，从而对渠道的抓手太少。所以，新品的不断丰富实际上是在增强渠道推力，让渠道赚更多的钱。而让渠道持续赚钱的核心还是持续的动销，背后是产品力的极致和差异化，这方面是公司的优势。公司已于近一年推出了综合果仁、口味型坚果、花生等新产品，2022年预计将进一步产品升级、推出更多的新品，这样的“产品叠加”不仅可以直接带动收入增长，更关键的是，带动老产品组成更加丰富的产品矩阵，对经销商的吸引力大增，预计公司在超市、便利店、流通渠道、电商都可以实现较高的增长。

传统卖场面临转型需要，甘源有机会凭借产品力对接更多选品能力强的卖场。公司对渠道转型反应迅速，个别口味型坚果在市场反馈较好，对公司新品信心提振较大，计划打造更多优质产品，带动各大渠道深度合作。从奥昆给会员类商超供应麻薯、瑞士卷等爆款产品看，不仅体现了公司的产品力，更能提升公司的行业地位。当前传统超市面临重要转型期，过去“躺着”收进场费的模式已经不能满足当下的竞争要求，主动的、强大的选品能力将成为卖场竞争关键能力之一，我们预计甘源凭借其产品口碑有机会进入更多会员类超市。

公司提价已被渠道接受，2022年收入增长有近一年的提价红利。受原材料成本影响，公司于21Q2进行了产品提价，短期内影响了销售情况，但目前从终端到经销商已经理顺价格体系，渠道推力增强。公司产品定价亲民，价值感高，消费者接受成度高。2022年收入和利润增长将有一部分来自产品提价。

成本端和费用端有下行的空间。其一，疫情下，棕榈油、包材、部分坚果原料等出现不同程度的上涨，伴随疫情可控，可变成本将从高位回落；其二，安阳工厂的固定成本将伴随新品的放量而摊薄，加速制造设备的自动化水平也有助于降低运营成本；其三，销售端，新品进场的条码费属于一次性投入，随着新品的放量，这块的费用将被持续摊薄；其四，品牌端，根据先产品、再渠道、后品牌的发展思路，公司在广告推广费上将更加务实。公司于2019、2020年的净利润率达到15%，而2021年受到内外部因素的影响，利润率出现较大幅度的下降，我们预计以上的四个因素将有助于公司利润率逐步回到前期水平，甚至超过。

公司已进行股份回购用于下一步的股权激励，组织力进一步提升。截止2021年11月30日，公司已完成近6000万元的股份回购，回购价格45-49元附近。同时，公司在2021年陆续引入多位行业资深人士任命大区总监，可看作对营销团队的一次升级。短期的人员交替影响了销量，但组织力边际改善值得期待。

2. 深耕五谷小吃，内部激励到位

2.1. 籽类休闲食品领军品牌，营收稳步提升


籽类炒货起家，深耕五谷小吃十五余年。甘源食品成立于 2006 年，总部位于江西萍乡，2015 年与国信证券签订 IPO 保荐协议并引入红杉资本，2020 年甘源食品正式登陆 A 股市场。公司专注于休闲食品的研发、生产和销售，主要产品有瓜子仁、蚕豆、青豌豆、豆果、果仁、米酥等。

表 1: 甘源食品发展历程

上世纪 90 年代末，创始人在广东东莞从事零食销售时，敏锐察觉到炒货市场的商机。
2000 年，在广东番禺盘下一家小食品厂，开始做炒货生意。
2006 年，创始人回到家乡江西萍乡创办甘源食品。
2012 年，公司迁入萍乡开发区，启用占地面积三百亩的全新生产基地
2013 年，通过 ISO9001 质量管理体系认证和危害分析与关键控制点（HACCP）认证
2015 年，与国信证券签订 IPO 保荐协议、引入红杉资本。
2018 年，引入基石资本。
2020 年，正式登陆 A 股市场成功上市。
2021 年，河南安阳第二生产基地正式投入使用，占地 390 亩。

资料来源:公司官网,信达证券研发中心整理

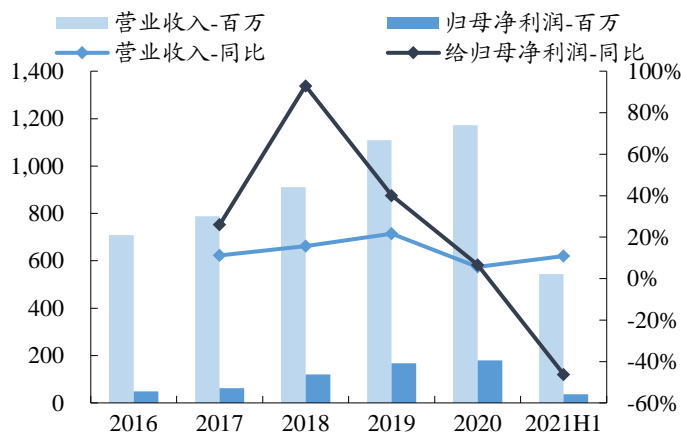
表 2: 甘源食品产品系列展示

产品系列	图片展示
豆果系列 (蚕豆、青豌豆、瓜子仁、花生等)	
坚果系列 (口味型坚果、综合果仁)	
炒货 (炒米、花生、西瓜子等)	
面食小吃 (小麻花、花生酥等)	

资料来源:公司官网,信达证券研发中心整理

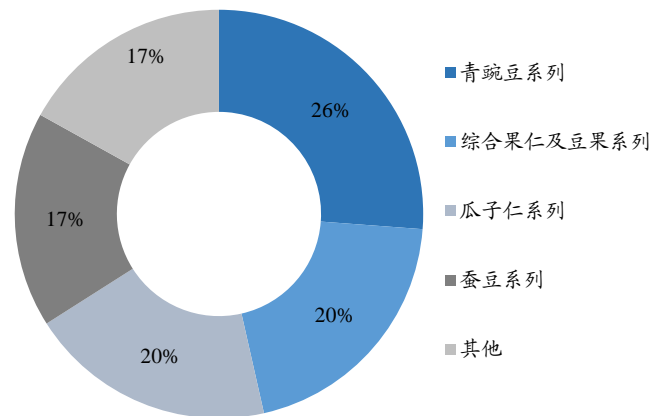
老三样贡献主要收入，新三样快速增长。公司2020年实现营收11.72亿元，同比+5.7%，受疫情影响营收增长有所降速。主营产品为青豌豆、蚕豆、瓜子仁老三样及综合果仁、口味型坚果、花生等新三样，其中青豌豆、瓜子仁、蚕豆等老三样为公司经典产品，具有多种口味、多种规格，满足不同地域和不同场景的消费需求，贡献主要收入，2020年合计占比63%。综合果仁及豆果系列包括综合果仁ABC套餐、综合豆果ABC套餐、虾条豆果、腰果、夏威夷果、核桃、巴旦木、碧根果等多品种产品，2020年销售占比约20%，处于快速增长阶段，其他系列包括花生、锅巴、炒米、兰花豆、水果干、麦片、玉米、兰花豆等多品种产品，2020年销售占比约17%，新三样为公司进一步进行品类多元化发展的重要拓展产品。整体毛利率在40%左右，2021受上游原材料涨价风险，毛利率有所下滑，分品类来看，老三样毛利率相对高，新三样仍在持续放量当中，预计毛利率仍有进一步提升空间。净利率在规模效应下逐年提升，但受原材料价格及商超渠道人流量下滑影响，2021H1净利率下滑至6.81%。

图1: 2020年营业收入突破11亿元



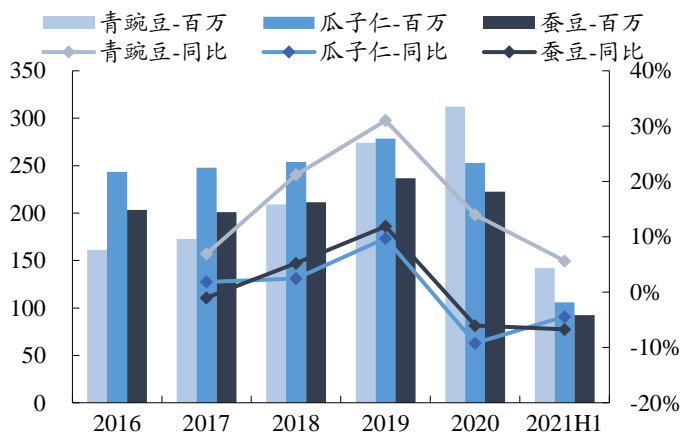
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图2: 青豌豆、瓜子仁、蚕豆等老三样贡献主要收入



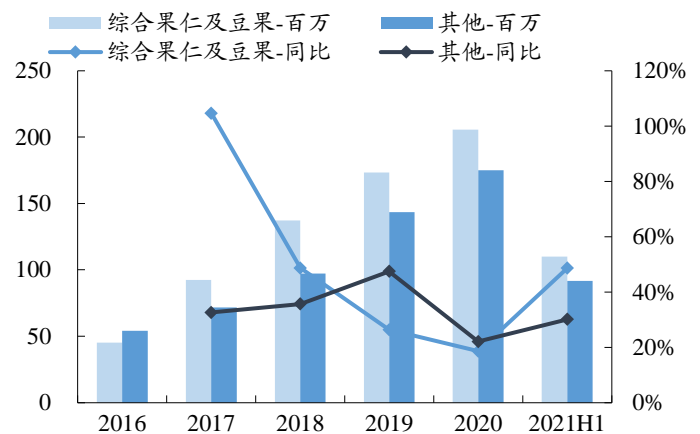
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图3: 老三样增速有所放缓

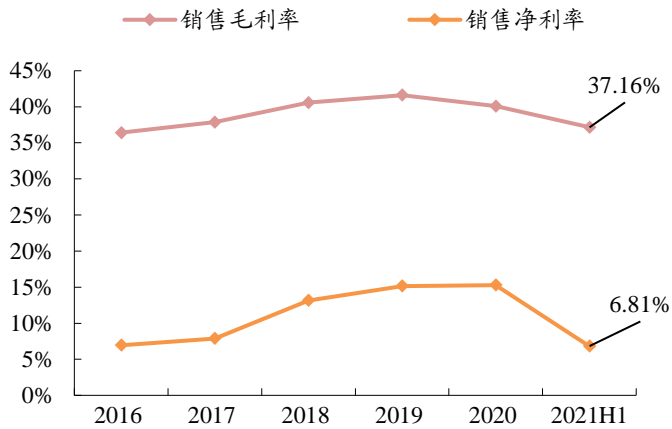


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

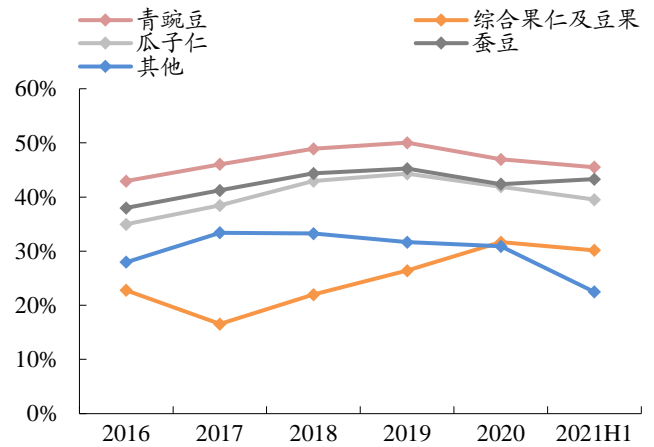
图4: 综合果仁、口味型坚果等新品增速快



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 5: 产品结构影响下毛利率有所下降


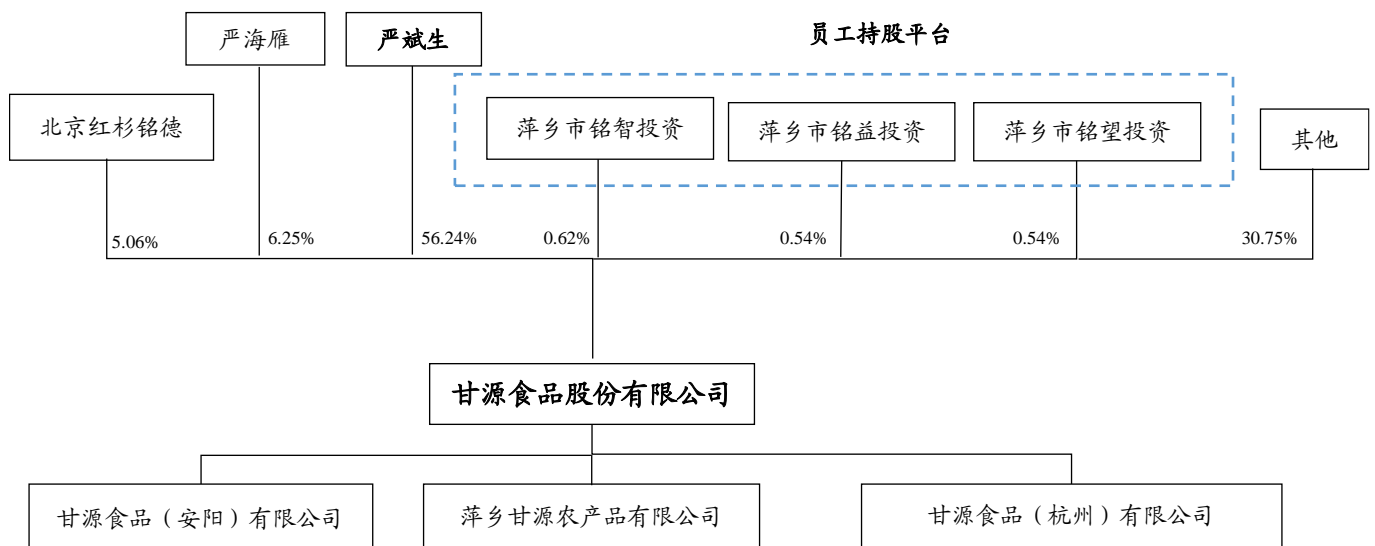
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 6: 老三样毛利率相对高


资料来源:公司公告,信达证券研发中心 注:各产品品类毛利率

2.2. 管理团队经验丰富，员工持股提升积极性

股权结构稳定，建立员工持股平台绑定长远利益。创始人为公司实控人，目前持股 56.24%，自然人股东严海雁目前担任公司副董事长一职，持股占比 6.25%。公司设立了铭智投资、铭益投资、铭望投资三个员工持股平台，合计持股 1.7%，覆盖副总经理严剑、营销中心督察总监宋新兴等核心管理人员，深度绑定管理团队与公司长远发展利益，有利于降低委托代理问题，激发公司内部积极性。2021.8 公司通过回购计划，计划使用自有资金回购公司股份用于员工持股计划或者股权激励计划，有望进一步绑定员工与公司长远发展利益。

图 7: 创始人严斌生为公司实际控制人


资料来源:公司公告,信达证券研发中心整理 注:股权结构更新到 2021H1

表 3: 管理团队食品运营经验丰富

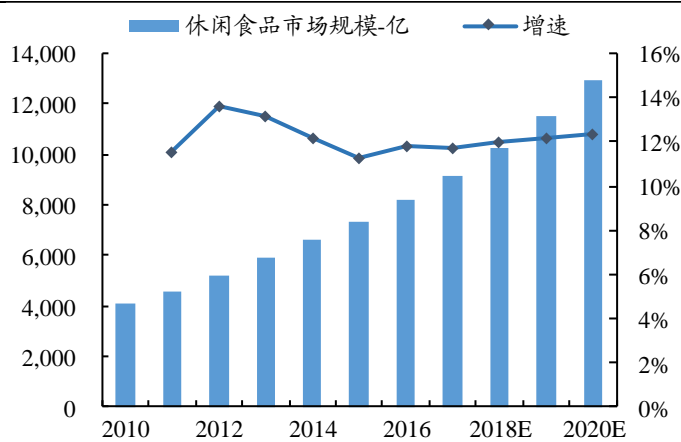
姓名	年龄	现任职务	个人简历
严斌生	45	董事长、总经理	严斌生先生，曾任职于广东七宝一丁食品、佛山市高明森和园食品、广州市番禺区石基甘源食品厂、顺德市花之心食品、佛山市南海新甘源食品等。
严海雁	48	副董事长、副总经理、 董事会秘书	严海雁先生，曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局。
严剑	42	董事、副总经理	严剑先生，曾任职于东莞市润达食品、江西正源食品。
涂文莉	39	董事、财务总监	涂文莉女士，曾任职于岳阳岳泰集团科技饲料贸易、青岛海信电器、湖南金旺实业、东莞市时艺时装制衣、广东小猪班纳服饰、广州心赢销服装，2017 年起任甘源食品财务总监。

资料来源:公司公告,信达证券研发中心整理

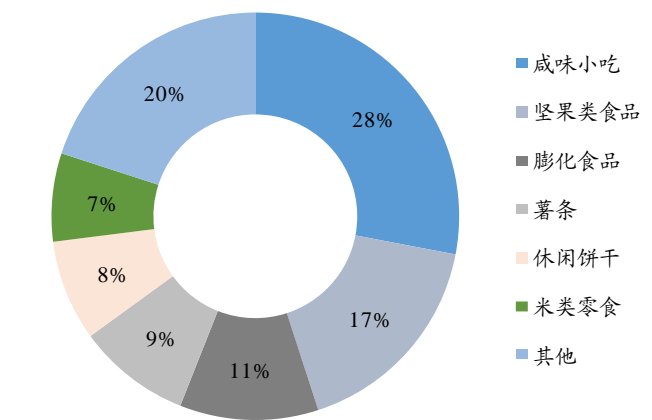
3. 休闲食品行业空间大，坚果持续扩容

3.1. 行业双位数高增长，树坚果人均提升空间大

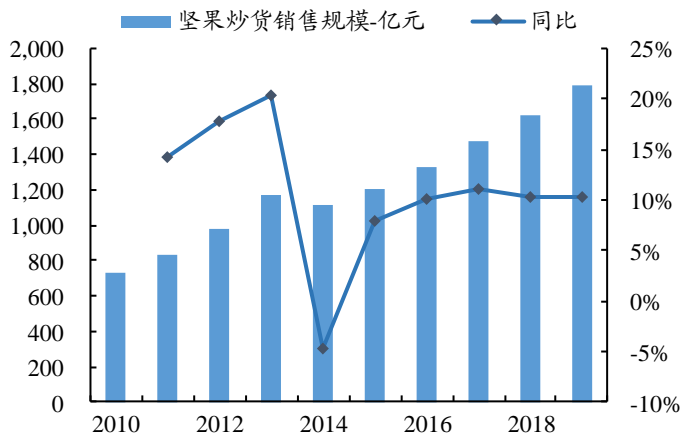
坚果炒货行业千亿市场，人均坚果消费量持续提升。据 Frost&Sullivan 数据显示，我国休闲食品市场规模 2020 年预计达到 12984 亿元，近五年复合增速达 12%。从休闲食品的细分市场来看，坚果炒货占比约 17%，并在持续不断的扩容。据中国食品工业协会数据显示，坚果炒货行业 2019 年市场规模预计达 1791 亿元，2015-2019 年 CAGR 约 10.4%，行业保持双位数的高速增长。同时据中国统计年鉴的数据，我国人均坚果消费量持续提升，但城乡消费量之间存在较大差异，随着城镇化水平的提升，农村居民的坚果消费量仍有提升空间。

图 8: 休闲食品大行业保持双位数增长


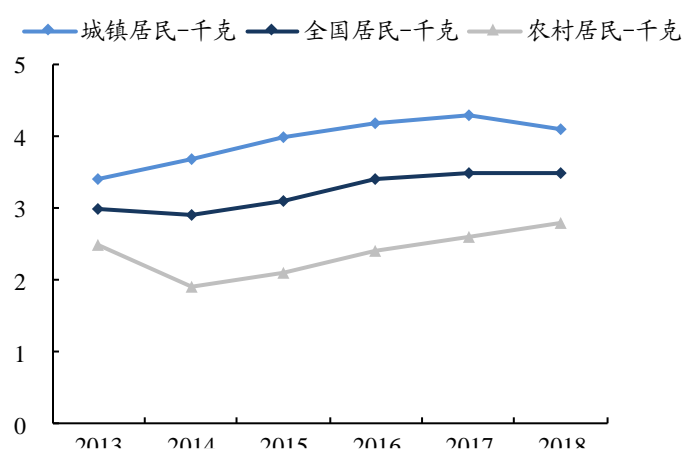
资料来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

图 9: 坚果炒货占休闲食品份额 17%


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

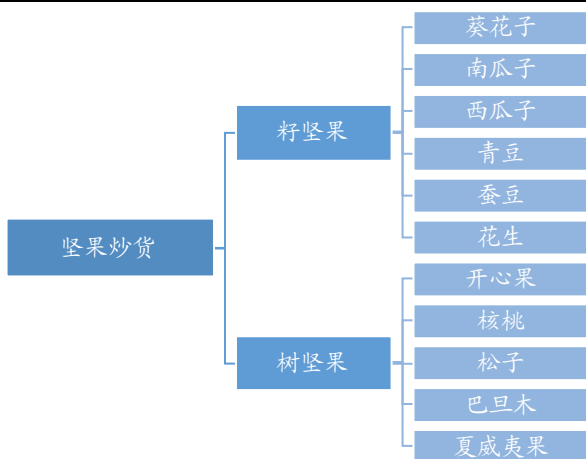
图 10: 炒货坚果行业保持双位数高增长


资料来源: 中国食品工业协会,信达证券研发中心

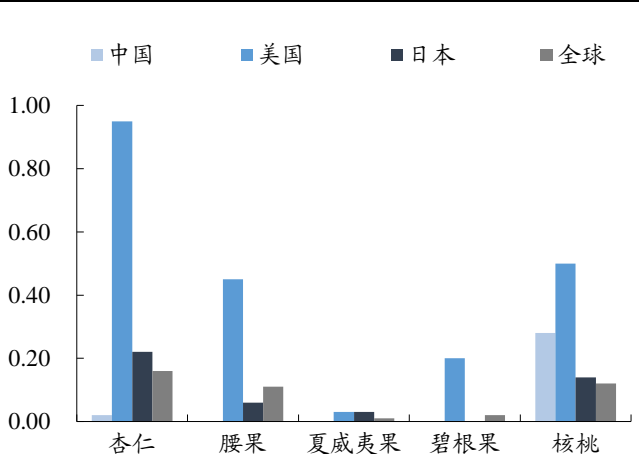
图 11: 国内人均坚果消费持续提升


资料来源: 中国统计年鉴 2019,信达证券研发中心

树坚果人均消费量提升空间大，预计持续推动行业高速扩容。回顾国内坚果炒货行业的发展历程，21 世纪之前，坚果行业主要以瓜子、花生等籽坚果品类为主，涌现出了一批瓜子企业包括傻子瓜子、金鸽、大好大等品牌。进入 21 世纪之后，坚果行业迎来快速发展，洽洽凭借产品创新及渠道深耕成为瓜子龙头企业。借助互联网发展的风口，以百草味、三只松鼠等电商品牌为代表主营树坚果的企业陆续发力，坚果品类呈现多元化发展的态势。2015 年，沃隆推出“每日坚果”这一混合坚果品类，开启坚果品类发展新纪元。随后，洽洽、三只松鼠、百草味等相继入局，“每日坚果”品类迎来快速发展。目前，以瓜子、花生、青豆、蚕豆为代表的籽坚果行业较为成熟，我们预计后续有望保持平稳小幅增长态势。树坚果仍处于起步阶段，我国人均细分坚果品类消费量远低于全球平均水平，随着国内经济发展及居民健康意识的不断提升，腰果、夏威夷果等树坚果消费量预计持续提升，行业有望持续高速扩容。

图 12: 坚果可细分为籽坚果和树坚果两大类


资料来源: 甘源食品招股说明书,信达证券研发中心

图 13: 国内人均坚果消费持续提升


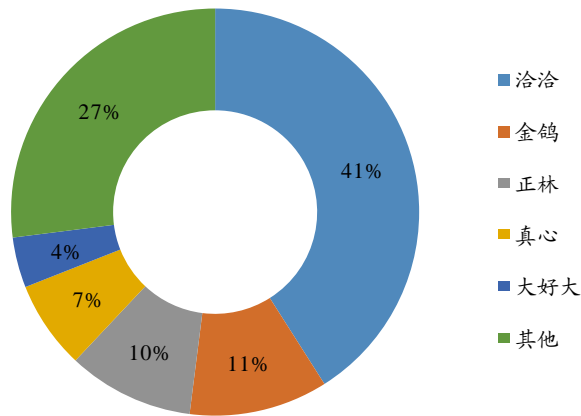
资料来源: 三只松鼠招股说明书, INC,信达证券研发中心 注: 单位-kg/人/年

3.2. 籽坚果集中度有望提升，口味型坚果有望引领潮流

青豆、蚕豆等籽坚果龙头品牌市占率提升空间大。从包装化瓜子竞争格局来看，洽洽以超过 40%的市占率一枝独秀，市占率第二的金鸽占比仅为 11%。相比瓜子的竞争格局，青豆、蚕豆等籽类细分品类的市场集中度仍低，我们预计青豆、蚕豆等合计市场规模在 80 亿元左

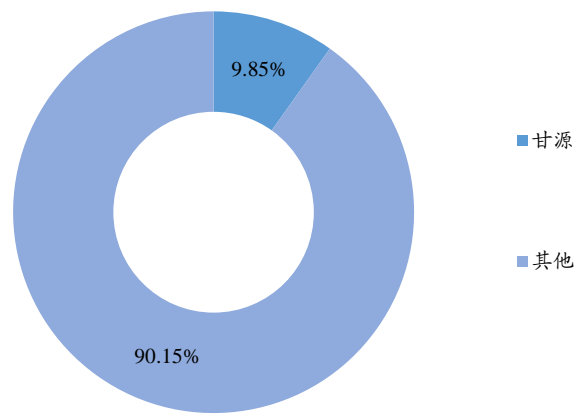
右，甘源为包装类产品的龙头品牌，2020年老三样销售规模为7.88亿元，市占率仍不足10%，对标瓜子的市场竞争格局，甘源市占率提升空间仍大。同时，从市场调研情况来看，青豆、蚕豆等品类目前行业包装率仍低，而随着消费者的品牌及健康安全意识逐步提升，行业头部品牌有望受益于此获得市占率的提升。目前甘源作为青豆、蚕豆等籽坚果的领导品牌，产品力已被市场初步验证，渠道运营加码之下空间广阔。

图 14: 洽洽在包装化瓜子市场中市占率一枝独秀



资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心 图为 2018 年的市占率测算

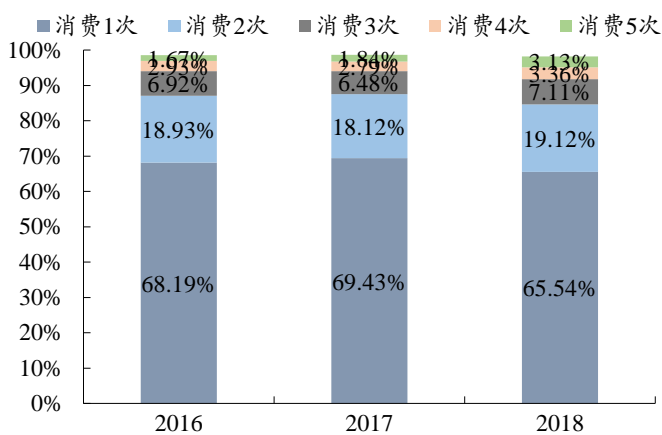
图 15: 青豆等籽坚果品类集中度提升空间大



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 根据公司口径营收市场空间

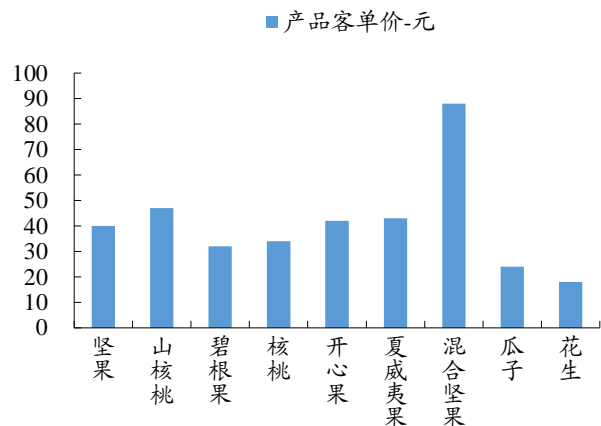
口味型坚果有望成为坚果市场扩容的重要方向。从终端实际的消费数据来看，消费者对于坚果品类的消费频次逐步提升，侧面验证坚果行业保持高景气度。每日坚果聚焦营养健康概念，迎着品类的快速发展迅速提升市场份额，目前竞争格局相对明确，参与者以洽洽、沃隆、三只松鼠、良品铺子等为主。而根据艾瑞咨询的数据来看，消费者购买零食的首要诉求为产品口味，以此来看，口味型坚果切中了消费者的核心诉求，市场空间有望获得快速发展。

图 16: 消费者对三只松鼠的消费频次逐步提升

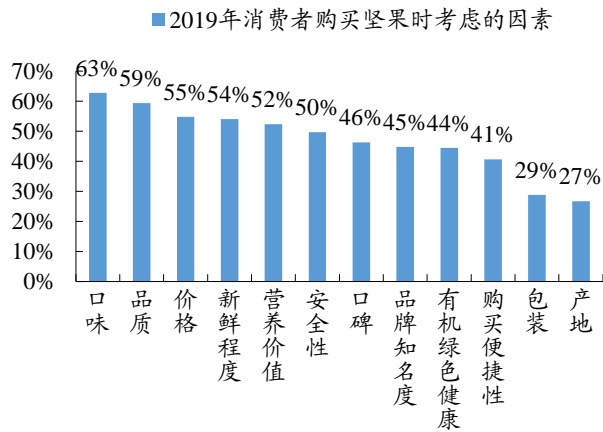


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

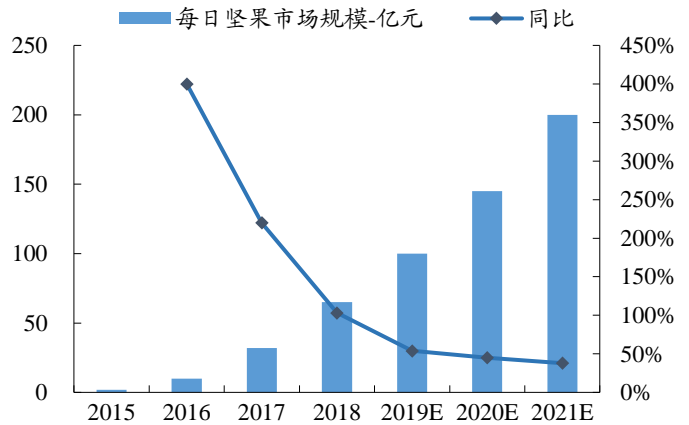
图 17: 树坚果相比籽坚果客单价更高



资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心 注: 2019 年数据, 每日坚果一般按照箱购买

图 18: 零食消费诉求以口味为先


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

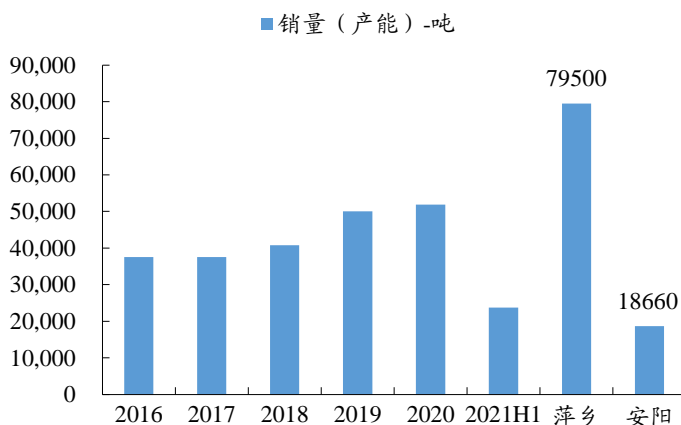
图 19: 每日坚果行业集中度较高


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

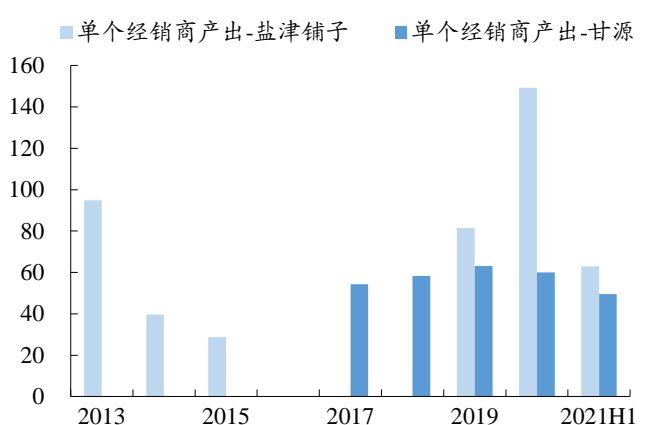
4. 新品老品持续放量，渠道布局加快

4.1. 产品矩阵逐步完善，明年有望进入加速期

产品矩阵搭建初具雏形，有望带动老三样重回快速增长。公司老三样经过多年的运营，渠道端采用自上而下的打法，先从大型 KA 端切入，产品力经过大 KA 验证，渠道下沉和扩张更多是渠道运作。而过去老三样渠道下沉的主要痛点在于品类较少，对于经销商而言销售体量较小，难以吸引到优质经销商。公司近年也持续推出口味型坚果等产品丰富产品矩阵，随着安阳工厂的投产（预计今年年底或者明年年初），产品矩阵的进一步丰富有望带动老三样吸引到优质经销商，持续扩大销售范围，同时新品也有望带来业绩增量。与盐津铺子相比，公司单个经销商产出显著更低，通过老三样“单打独斗”进行渠道下沉预计竞争阻力过大，通过产品矩阵的打法吸引优质经销商，持续扩大渠道广度和深度预计更为有效。

图 20: 安阳工厂投产后，公司产能进一步提升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 对比盐津铺子，甘源单个经销商产出提升空间大


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 单位-万元, 盐津铺子 16-18 年数据缺失

表 4: 安阳工厂即将投产, 将推出新产品数十款

工厂	工厂简介
萍乡工厂	2012 年启用占比 300 亩的全新生产基地, 工厂设计产能 7.95 万吨, 拥有国内第一条全自动豆类休闲食品生产线。炒货自主生产线日常能达 100 吨, 酥类日产能达 30 吨, 小吃类日产能 20 吨 (2018 年数据)。
安阳工厂	2018 年在河南安阳投资兴建年产能 3.6 万吨的甘源华北生产基地, 占地 390 亩, 总投资超 4 亿元, 计划分两期建设, 建设期 3 年, 一期拟在 12 月进入投产阶段, 计划新产品约有数十款。

资料来源:公司公告,公司官网, 信达证券研发中心整理

口味型坚果具备强产品力, 渠道持续铺货有望带动业绩增长。公司近年持续推出口味型坚果, 聚焦风味差异化切入坚果行业, 目前渠道对于产品反馈好, 品类持续放量。对于休闲食品而言, 消费者的诉首要诉求为口味, 而口味型坚果兼具这两者, 目前市场上知名品牌纷纷入局每日坚果, 竞争态势激烈。但对于口味型坚果而言, 目前竞争格局未定, 公司产品力强, 在口味洞察和研发上具备丰富经验, 创立至今, 先后研发出蟹黄味、牛肉味、酱香烤肉味等创新型口味, 2017 年, 公司蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆获得中国食品工业协会经典产品奖。目前我国人均坚果消费量仍低, 口味型坚果有望成为品类发展的重要方向, 甘源有望凭借优秀的产品力持续获得市场份额。同时, 甘源渠道端起家于 KA, 大型商超运营经验丰富, 口味型坚果目前客单价高, 从高端或者大型 KA 切入市场有望打开局面。

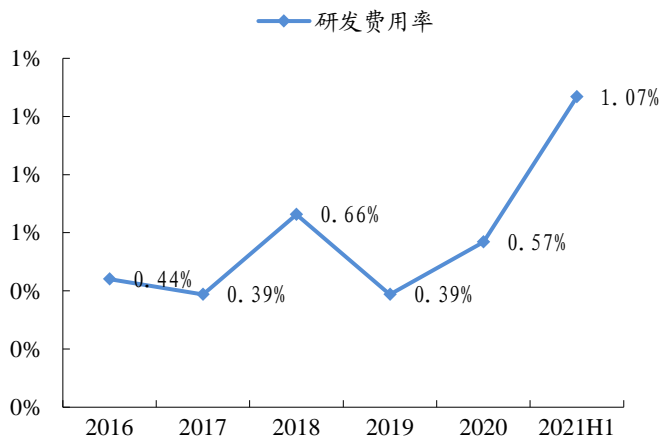
图 22: 公司推出多款口味型坚果


资料来源:淘宝 APP,信达证券研发中心

图 23: 洽洽、三只松鼠、沃隆强势竞争每日坚果方向


资料来源:各公司官网, 信达证券研发中心

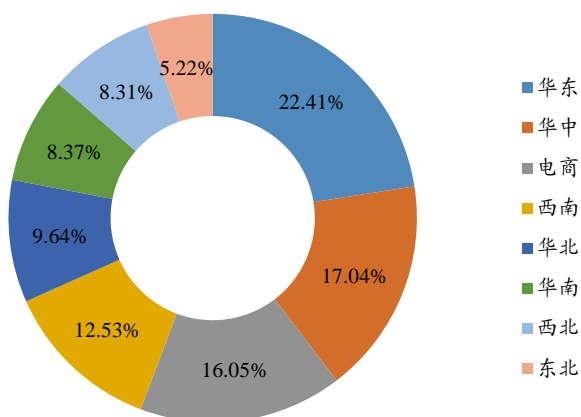
口味型花生缺少核心品牌, 甘源有望脱颖而出。目前花生赛道集中度仍分散, 小厂商居多, 尚未出现核心品牌。甘源在花生品类已介入多味花生、椒盐花生等, 相比竞争对手黄飞鸿主打麻辣口味, 甘源在口味丰富度上更高。甘源在籽类坚果赛道深耕多年, 品牌具备一定势能, 介入花生品类具备一定的品牌基础性。在产品 and 品牌优势下, 公司有望整合花生品类, 获得长足发展。

图 24: 公司研发费用投放逐年提升


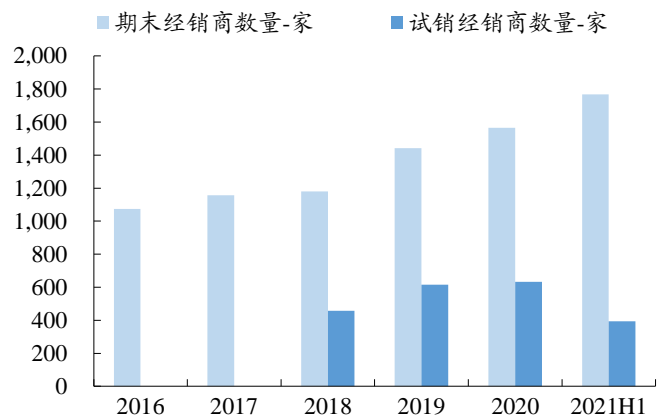
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

4.2. 电商势头好, 经销布局预计加快

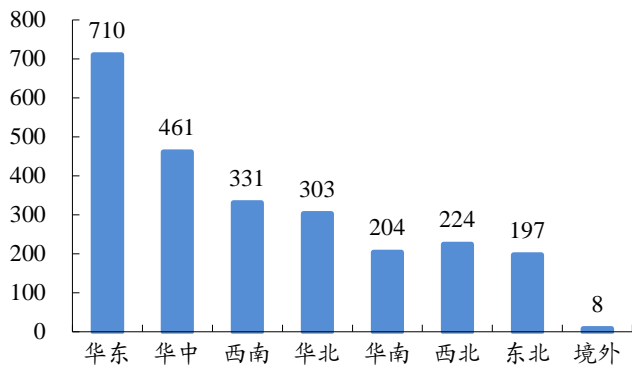
过去渠道受制于产品丰富度不足的问题将得到改善。甘源从产品属性上看具备全国扩张, 甚至走向海外的能力。海外业务在上市前后主动放缓, 伴随疫情影响减弱, 公司产品依旧可以实现海外的发展。国内方面, 各省份发展情况不一, 四川、山东、湖南、湖北、河南等地发展较好, 而广东等地发展较慢, 结合产品属性和渠道布局来看, 我们认为, 主要还是由于渠道网络搭建不足有关, 发展好的地区也是通过招到了优秀的经销商才实现了快速下沉, 还不是一种系统性的打法。从产品角度看, 类似洽洽通过做透瓜子品类成为行业龙头的时代已经过去, 过去产品丰富度不足成为影响代理商积极性的核心原因。而良品铺子、三只松鼠、盐津铺子、零食很忙等零食企业之所以能够快速发展, 多品类叠加发展无疑可以扩大消费者的覆盖面, 提升客单价, 对渠道而言也丰富了利润空间。甘源从青豆、蚕豆起家, 如今延展出口味型坚果更大的品类, 接下去也将在五谷类小吃进一步深耕, 切入中华五谷零食大赛道, 围绕口味做文章, 发展极具特色, 也将极大吸引更有资源的经销商加盟。

图 25: 地区销售分布相对均匀, 产品具备全国化的基础


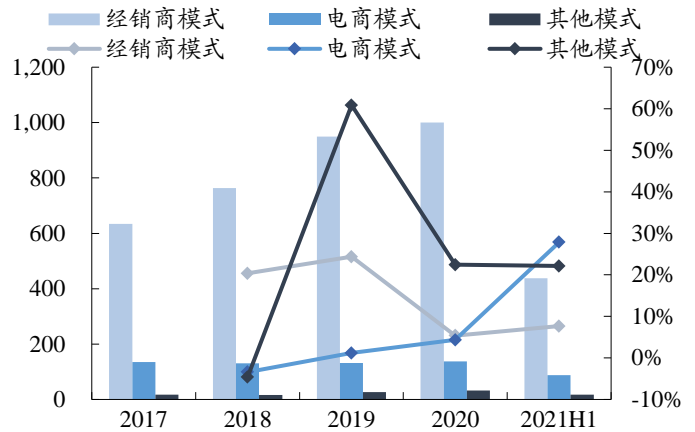
资料来源:公司公告,信达证券研发中心 2021H1 数据

图 26: 经销商数量后续有望快速提升


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

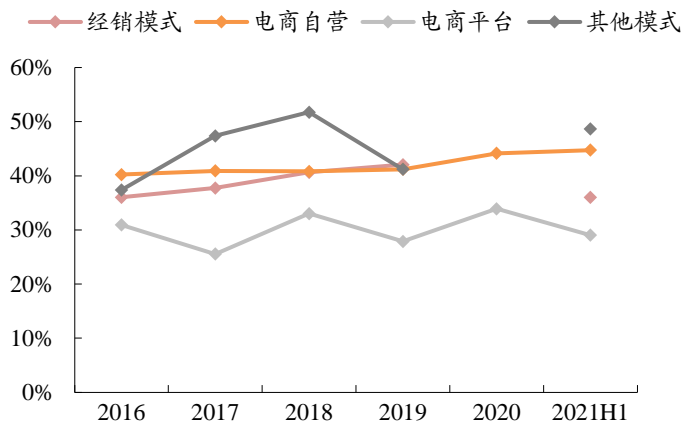
图 27: 各地区经销商仍有较大提升空间


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

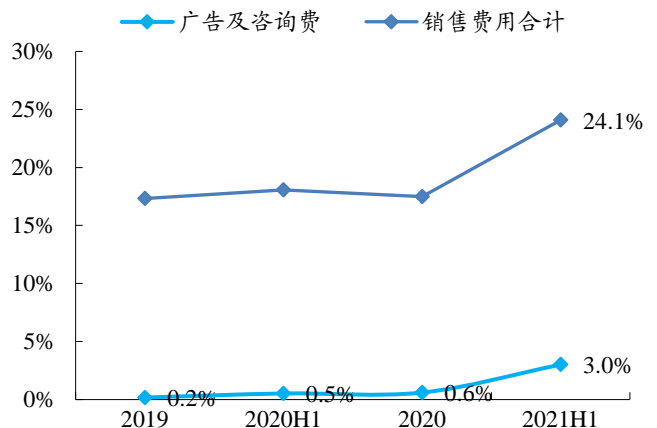
图 28: 电商渠道增长势头好


资料来源:公司公告,信达证券研发中心 注:单位-百万元

公司积极拥抱直播电商，不断扩大品牌认知群体。公司将营销中心设往杭州，同时与天猫、京东、拼多多、唯品会等数十家电商平台建立关系，拥抱直播带货等新销售模式，建立与快手、抖音、淘宝等平台头部主播的合作，通过社群营销部门专门对接线上多种主流社交平台，既可以保证一定的盈利水平，又做了消费人群的品牌植入。今年以来，公司电商渠道显著提速，后续有望持续保持较高增长。

图 29: 电商平台的毛利率相对低


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 30: 品牌推广费率有 2-3pct 的下降空间


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

品牌推广将更加务实，销售费用率有一定的下降空间。2020Q4 公司开始借助梯媒广告的投放，以期提高品牌知名度。但从 2021 年的投放效果来看较为一般，我们认为公司当前不适合大规模的品牌投放，丰富产品组合，进而布局渠道网络更加重要。同时，通过直播电商也可以有效提升公司的品牌影响。因此，公司的品牌推广可以结合重点渠道的深耕进行费用投放，加强投入效果的考核，广告费用率有 2-3pct 的下降空间。

4.3. 提价及原材料价格预期回落，明年利润具备高弹性

明年原材料价格有望回落，预计带来利润弹性。公司的原材料主要为葵花籽、青豆、蚕豆、花生、棕榈油、包材等，今年以来，棕榈油、包材价格持续上涨，涨幅最高时价格近一倍翻番，严重稀释公司产品的利润。展望后续，当前棕榈油等原材料价格处于历史较高位，随着疫情逐步恢复，各国经济及贸易逐步恢复，我们预计棕榈油等原材料价格有望逐步下行，公司明年利润端预计具备更强的弹性。同时，公司今年 3-4 月对终端价格进行了

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

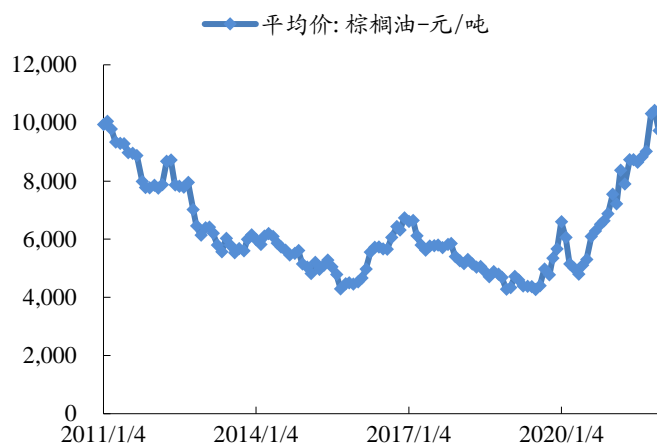
10%左右幅度的提价，9-10月终端价格基本理顺，明年预计存在涨价和原材料价格下行带来的盈利剪刀差。

表 5: 公司主要原材料 2021 年涨价幅度较大

原材料成本, 单位-万元	名称	2017	占比	2018	占比	2019	占比
I 类原料 (主要原材料)	瓜子仁	4,316.44	9.86%	4,309.35	9.33%	4,442.89	7.77%
	青豌豆	3,327.21	7.60%	3,828.98	8.29%	5,247.19	9.17%
	带壳蚕豆	817.4	1.87%	254.04	0.55%	591.34	1.03%
	蚕豆片	2,159.05	4.93%	2,954.65	6.40%	3,354.26	5.86%
	其他 I 类原料	8417.47	19.22%	9637.53	20.87%	12245.96	21.41%
II 类原料 (主要辅料)	棕榈油	5,431.93	12.41%	5,337.55	11.56%	6,711.47	11.73%
	糯米粉	1,994.70	4.56%	1,970.61	4.27%	2,431.76	4.25%
	调味料	3,084.29	7.04%	3,027.26	6.55%	3,863.30	6.75%
	其他 II 类原料	3065.02	7.00%	3115.75	6.75%	4291.14	7.50%
III 类原料 (主要包材)	纸箱	3,260.90	7.45%	2,894.13	6.27%	2,837.43	4.96%
	包膜	4,463.22	10.19%	5,142.27	11.13%	6,062.68	10.60%
	其他 III 类原料	3449.33	7.88%	3711.48	8.04%	5,123.29	8.96%
	合计	43,786.96	100.00%	46,183.60	100.00%	57,202.71	100.00%

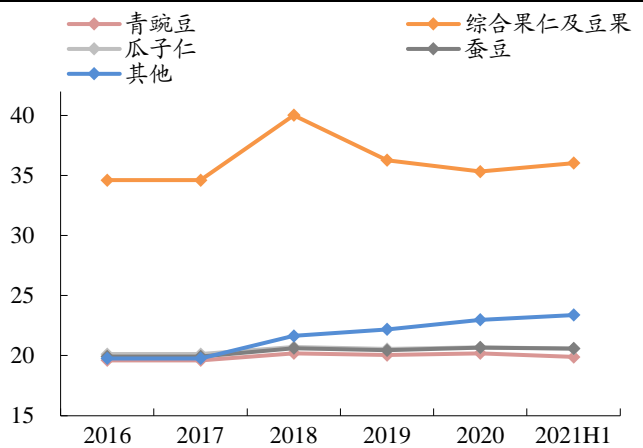
资料来源:公司公告,信达证券研发中心整理

图 31: 2021 年以来棕榈油价格处于高位



资料来源:wind,信达证券研发中心

图 32: 提价下 2022 年吨价同比有望提升



资料来源:公司公告,信达证券研发中心 注:单位-元/kg

5. 估值与投资评级

收入端：我们预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 12.95、17.08、21.45 亿元，同比增长 10%、32%、26%。随着 21 年底安阳工厂逐步投产，公司青豌豆、蚕豆、瓜子仁老三样预计在产品矩阵更为丰富的情况下加速渠道扩张和下沉，预计 21-23 年青豌豆同比保持 5%、10%、12% 的增长，蚕豆、瓜子仁随着锁定原材料采购，预计销售受原材料价格波动小，后续增长有望随着渠道加快扩张而加速，预计 21-23 年瓜子仁、蚕豆分别同比-5%/8%/10%、-7%/8%/10%，综合果仁及豆果系列随着口味型坚果持续放量，预计持续保持较快增长，预计 21-23 年同比 40%、60%、40%，其他系列随着安阳工厂投产新品进入市场，及口味型花生持续整合花生零食品牌，预计 21-23 年同比 30%、75%、40%。

表 6: 分品类盈利预测

单位-百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入-百万元	1109	1172	1295	1708	2145
青豌豆系列	274	312	328	361	404
综合果仁及豆果系列	173	206	288	461	645
瓜子仁系列	279	253	240	260	286
蚕豆系列	237	223	207	224	246
其他	143	175	228	398	558
青豌豆系列-同比	31%	14%	5%	10%	12%
综合果仁及豆果系列-同比	26%	19%	40%	60%	40%
瓜子仁系列-同比	10%	-9%	-5%	8%	10%
蚕豆系列-同比	12%	-6%	-7%	8%	10%
其他-同比	47%	22%	30%	75%	40%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

成本费用端：考虑到今年原材料价格处于历史高位，各品类毛利率有所被稀释，明年预计原材料价格有所回落，其次在规模效应下，各品类毛利率仍有提升空间，预计青豌豆、综合果仁及豆果、瓜子仁、蚕豆 21-23 年毛利率分别为 44.5%/47%/48%、29%/32%/33%、38.5%/40%/40%、41%/42.5%/43.5%，考虑到安阳新品包含一些毛利率高的膨化产品，预计其他系列 21-23 年毛利率为 22.5%/28%/33%。费用率端，考虑到公司仍处于渠道空白点多，需要加快产品铺市率的阶段，预计广告投放动作会放缓，考虑规模效应，假设 21-23 年销售费用率为 18.22%、15.49%、13.53%，假设管理费用率 21-23 年分别为 4.2%、3.6%、3.3%，研发费用率持续保持较高水平，假设 21-23 年分别为 0.57%、0.60%、0.63%。预计 21-23 年实现净利率 10.70%、13.75%、16.03%。对应 21-23 年归母净利润 1.39、2.35、3.44 亿元。

投资评级：选取同行业 7 家休闲食品上市公司进行对比，公司的市盈率水平低于行业平均，考虑到公司当前正处于新品蓄势待发，渠道加快布局的时期，利润端原材料价格回落后具备较高弹性，给予 2022 年 35XPE，对应市值 82 亿元，给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值对比

2021/12/12	总市值 亿元	EPS			CAGR 2020-22	PE			PEG	PS		
		20A	21E	22E		20A	21E	22E		20A	21E	22E
绝味食品	417	1.15	1.83	2.10	35%	59	37	32	0.9	7.9	6.3	5.2
煌上煌	75	0.55	0.58	0.72	14%	27	25	20	1.4	3.1	2.7	2.3

良品铺子	174	0.86	1.04	1.27	22%	50	42	34	1.6	2.2	1.8	1.6
三只松鼠	156	0.75	1.19	1.47	40%	52	33	26	0.7	1.6	1.4	1.2
洽洽食品	293	1.59	1.80	2.15	16%	36	32	27	1.7	5.5	5.0	4.3
盐津铺子	126	1.87	1.53	2.75	21%	52	64	35	1.7	6.4	5.4	4.2
劲仔食品	42	0.26	0.27	0.34	14%	40	38	30	2.1	4.6	4.0	3.2
平均					23%	45	39	29	1.3	4.5	3.8	3.2
甘源食品	55	1.92	1.49	2.52	14%	43	40	24	1.6	4.7	4.3	3.2

资料来源：Wind，信达证券研发中心注：甘源食品以外的公司 EPS 和 PE 均采用 Wind 一致预测，更新于 2021 年 12 月 12 日

甘源食品是典型的“产品主义”型公司，凭借青豆、蚕豆、瓜子仁的超强产品力，成为了籽坚果赛道头部品牌。2020 年中上市之后，公司因内外部原因致收入增速放缓，市场关注度低。2022 年，新品密集升级、放量，成本端和费用端均有摊薄或回落的趋势，业绩有一定的弹性，估值也将伴随业绩提速预期而提升。我们预计公司 21-23 年 EPS 为为 1.49、2.52、3.69 元，给予“买入”评级。

6. 风险因素

原材料价格波动风险。原材料价格过快上涨将侵蚀公司的盈利能力。

口味型坚果行业竞争加剧。公司战略性看好口味型坚果市场的发展前景，若行业竞争加剧，将对公司品类成长产生影响。

商超人流量进一步下滑的风险。公司目前主营渠道中大型商超占比较高，若终端商超业态进一步恶化，短期将对公司营收产生不利影响。

附:公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	431	1,230	1,333	1,444	1,640	
货币资金	71	149	233	305	460	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	11	9	10	13	16	
预付账款	7	10	12	15	19	
存货	99	89	105	136	168	
其他	243	973	973	975	977	
非流动资产	431	531	620	811	1,001	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	278	304	384	541	696	
无形资产	101	100	108	143	178	
其他	52	127	127	127	127	
资产总计	862	1,760	1,953	2,255	2,641	
流动负债	250	216	251	324	400	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	84	67	80	103	127	
其他	165	149	172	221	273	
非流动负债	108	124	124	124	124	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	108	124	124	124	124	
负债合计	358	339	375	448	523	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	504	1,421	1,578	1,807	2,118	
负债和股东权益	862	1,760	1,953	2,255	2,641	

重要财务指标

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,109	1,172	1,295	1,708	2,145	
同比(%)	21.7%	5.7%	10.5%	31.9%	25.6%	
归属母公司净利润	168	179	139	235	344	
同比(%)	40.1%	6.7%	-22.7%	69.5%	46.3%	
毛利率(%)	41.6%	40.1%	35.7%	37.0%	38.2%	
ROE%	33.3%	12.6%	8.8%	13.0%	16.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.92	1.49	2.52	3.69	
P/E	0.00	42.61	39.92	23.55	16.09	
P/B	0.00	5.38	3.51	3.06	2.61	
EV/EBITDA	-0.29	31.76	28.60	16.11	10.55	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,109	1,172	1,295	1,708	2,145	
营业成本	648	702	833	1,076	1,326	
营业税金及附加	14	13	14	17	20	
销售费用	192	205	236	265	290	
管理费用	38	45	54	62	71	
研发费用	4	7	7	10	14	
财务费用	0	-2	-3	-5	-7	
减值损失合计	-2	-1	0	0	0	
投资净收益	6	9	9	9	9	
其他	8	32	23	23	23	
营业利润	226	242	186	316	462	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
利润总额	225	241	187	316	463	
所得税	57	62	48	81	119	
净利润	168	179	139	235	344	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	168	179	139	235	344	
EBITDA	242	236	185	325	481	
EPS(当年)(元)	1.80	1.92	1.49	2.52	3.69	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	237	203	180	305	427	
净利润	168	179	139	235	344	
折旧摊销	28	36	34	45	57	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-6	-9	-9	-9	-9	
营运资金变动	41	-7	16	34	35	
其它	6	5	0	0	0	
投资活动现金流	-216	-859	-61	-174	-185	
资本支出	-76	-151	-70	-183	-194	
长期投资	-146	-718	0	0	0	
其他	6	10	9	9	9	
筹资活动现金流	-70	733	-35	-59	-86	
吸收投资	0	855	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-70	-100	-35	-59	-86	
现金流净增加额	-50	78	84	72	156	

研究团队简介

马铮, 食品饮料首席分析师, 厦门大学经济学博士, 资产评估师, 6年证券研究经验, 曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题(国家社科基金)研究, 关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券, 具有销售+研究从业经历, 聚焦突破行业及个股, 对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪, 重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。