

# 甘源食品 (002991.SZ)

## 口味坚果行业领跑者，蓄力新品扬帆再起航

买入

### 核心观点

**行业：我国坚果行业空间大、增速快，未来口味的多元化和本土化或是其重要发展趋势之一，口味坚果大有可为。**2020年我国坚果行业市场规模约1400亿，预计未来5年复合增速约9%，是休闲食品行业中增速最快的细分赛道之一。我国很多坚果品类目前仍以带壳消费为主，随着消费升级，未来口味的多元化、本土化或是其重要发展趋势，口味坚果市场空间广阔。

**产品：公司是我国口味坚果行业领跑者，研发、生产优势显著；公司籽类坚果龙头地位稳固，树类坚果进入加速推广期，或打造新成长曲线。**十多年来，公司聚焦口味坚果，依靠突出的产品力，确立了在瓜子仁、青豌豆、蚕豆等籽类口味坚果细分赛道的龙头地位。依赖卓越的研发和产品优势，公司逐渐向树类口味坚果领域拓展；经过反复打磨，产品逐渐成熟，今年进入加速推广期，效果值得期待——芥末味夏威夷果的初步成功就是很好的验证。

**渠道：管理改革、品类扩展、下游渠道变革等多因素促使公司渠道短板加速完善。**①近年来商超在经营压力加大背景下加速向会员店模式转型，而会员店模式sku大幅缩减，选品要求提升，这对甘源食品类的产品型公司有利。②河南工厂投产完善公司产品矩阵（如烘焙、膨化等），渠道下沉空间打开。③近年公司对渠道管理、销售激励进行了多方面改革，有望推动公司的渠道短板加速完善。

**成长能力分析：短期看经营拐点显现，长期看产品、渠道多因素有望推动公司进入新成长阶段。**短期看，经营拐点显现：①去年在渠道冲击、成本上涨、动销疲软等因素影响下，公司业绩基数较低；今年需求复苏、新品推出、渠道拓展，公司业绩具备高增基础。②棕榈油价格近期大幅回落，下半年后公司利润率有望提升。长期看，渠道、产品多重因素公证下，公司树类口味坚果有望成为新增长曲线：①公司传统优势产品老三样市占率仅约10%，仍有较大提升空间。②在坚果口味本土化趋势下，公司产品力突出，新品口味坚果经过打磨逐渐成熟，表现值得期待，或成为公司长期新成长曲线。

**盈利预测与投资建议：从籽坚果到树坚果，公司有望打造新成长曲线，估值业绩或双提升。**在渠道变革、新品逐渐成熟、渠道拓展加速、管理势能释放等多重因素作用下，我们认为公司有望进入新成长阶段，预计公司2022-2024年收入同比26%/29%/26%，净利润同比24%/33%/32%，对应PE为31/23/17x；给予公司2023年25-30倍PE，目标价75.0-81.9元，维持“买入”评级。

**风险提示：业务增速不达预期风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；经营管理风险。**

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,172	1,294	1,629	2,105	2,645
(+/-%)	5.7%	10.4%	25.9%	29.3%	25.6%
净利润(百万元)	179	154	190	254	334
(+/-%)	6.7%	-14.3%	24.0%	33.3%	31.5%
每股收益(元)	1.92	1.65	2.04	2.72	3.58
EBIT Margin	17.1%	12.2%	14.1%	14.8%	15.5%
净资产收益率(ROE)	12.6%	10.6%	12.3%	15.2%	18.1%
市盈率(PE)	32.4	37.8	30.5	22.9	17.4
EV/EBITDA	26.6	31.5	23.5	17.6	13.8
市净率(PB)	4.09	4.02	3.76	3.48	3.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

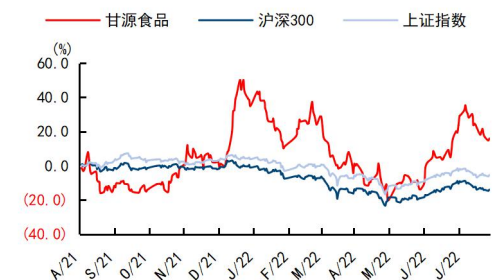
#### 食品饮料·休闲食品

证券分析师：陈青青 联系人：胡瑞阳  
0755-22940855 0755-81982908  
0755-81983057  
chenqingq@guosen.com.cn huruiyang@guosen.com.cn  
S0980520110001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	75.00 - 81.90元
收盘价	61.91元
总市值/流通市值	5758/2229百万元
52周最高价/最低价	84.78/41.78元
近3个月日均成交额	68.97百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《甘源食品(002991.SZ)-2021年年报及2022年一季报点评：多短期因素扰动下经营稳健，新品推出有望打开全新成长空间》  
——2022-05-05

## 内容目录

<b>公司概况：产品力突出的口味坚果行业龙头</b> .....	5
公司简介：以产品优势起家的籽类口味坚果行业龙头.....	5
业务结构：籽坚果占比约 60%，树坚果等新品占比逐渐提升.....	6
股权结构：大股东绝对控股，股权激励到位.....	9
<b>坚果行业：较高增长下口味本土化或是趋势，口味坚果大有可为</b> .....	10
坚果行业是我国休闲食品行业中规模大、增速快、集中度低的优质细分赛道.....	10
多因素驱动我国坚果行业持续较高速增长.....	12
口味的多元化、本土化是我国坚果行业发展的重要趋势之一，口味坚果大有可为.....	13
<b>核心竞争力：专注品质、匠心研发，产品力优势明显</b> .....	14
口味坚果制作特点决定其研发、生产壁垒较高.....	14
公司口味坚果的研发生产优势明显.....	15
芥末味夏威夷果的成功推出是公司产品力强的有力验证.....	15
<b>产品拓展：从籽类向树类口味坚果拓展，前景看好</b> .....	15
籽类口味坚果（老三样）优势显著，基本盘稳固.....	15
树类口味坚果经过多年积淀进入加速推广期.....	16
河南新品推出，完善产品矩阵.....	16
<b>渠道拓展：渠道变革、新品推出、管理改革三因素促使公司渠道或进入加速拓展期</b> .....	17
商超会员店模式的快速崛起有利于产品型公司的份额提升.....	17
河南新品将有效助力渠道下沉.....	18
渠道管理改革、股权激励助力公司渠道短板加速完善.....	19
<b>成长能力分析：新品推出和渠道改革共振，新增长曲线打造值得期待</b> .....	19
老三样市占率仍有提升空间，稳增长确定性强.....	19
树类口味坚果有望成为公司新成长曲线.....	20
河南新品助力渠道下沉，高增长可期.....	20
<b>盈利预测与投资建议：打造口味坚果新成长曲线，有望带来业绩、估值双提升</b> .....	20
假设前提：新品推广如期推进，棕榈油价格中枢有所下移.....	20
盈利预测：预计 2022-2024 年复合增速约 30%.....	22
绝对估值：75.0-98.2 元.....	22
相对估值：68.3-81.9 元.....	23
投资建议：新成长曲线打造中，估值业绩或双提升.....	24
<b>风险提示</b> .....	25
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	27
<b>免责声明</b> .....	28

## 图表目录

图 1: 公司发展历程示意图.....	5
图 2: 公司营收变化趋势图 (亿元; %) .....	6
图 3: 公司归母净利润变化趋势图 (亿元; %) .....	6
图 4: 公司产品矩阵示意图.....	7
图 5: 公司各产品营收变化趋势图 (亿元) .....	7
图 6: 公司各产品毛利率变化图 (%) .....	7
图 7: 公司通过散装+定量装产品组合精耕终端 (左图为散装柜, 右图为定量装柜) .....	8
图 8: 公司经销商数量逐年递增.....	8
图 9: 公司各渠道营收变化趋势图 (亿元; %) .....	8
图 10: 公司在不同区域销售额变化图 (亿元) .....	9
图 11: 公司在不同区域销售占比变化趋势图 (%) .....	9
图 12: 公司股权结构示意图.....	9
图 13: 中国人均休闲食品消费额尚有较大提升空间.....	11
图 14: 中国休闲食品人均消费额随着居民可支配收入的增加而增加.....	11
图 15: 预计中国休闲食品市场规模 2020-2025 年复合增速约 7%.....	11
图 16: 2018 年休闲食品各子行业 CR5 (%).....	11
图 17: 中国休闲食品细分市场规 模变化图 (亿元) .....	12
图 18: 中国休闲食品各细分市场年复合增速 (%) .....	12
图 19: 我国坚果行业市场规模持续扩大 (亿元; %) .....	13
图 20: 2019 年我国坚果消费人群年龄分布.....	13
图 21: 中国坚果炒货市场发展变化图.....	14
图 22: 2019 年中国坚果消费人群购买坚果时的考虑因素.....	14
图 23: 河南工厂投产有望缓解公司产能瓶颈.....	17
图 24: 公司新品系列推出与渠道拓展的对应关系.....	18
图 25: 2021 年公司电商营收占比提升显著.....	19
图 26: 公司上市以来股价波动及原因分析示意图.....	25

表1: 公司员工参与持股计划份额表.....	10
表2: 公司核心管理层人员简介.....	10
表3: 近年来公司老三样业务营收及增速情况表.....	16
表4: 公司新品矩阵示意图.....	17
表5: 中国商超会员店模式高速发展.....	20
表6: 公司主要业务营收预测(亿元).....	21
表7: 未来3年盈利预测表.....	22
表8: 公司盈利预测假设条件(%).....	22
表9: 资本成本假设.....	22
表10: FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元).....	23
表11: 同行可比公司基本经营情况表.....	23
表12: 可比公司估值表.....	24

## 公司概况：产品力突出的口味坚果行业龙头

### 公司简介：以产品优势起家的籽类口味坚果行业龙头

坚果炒货是指植物果实经过晾晒、烘干、油炸等加工方法制成的一类休闲零食。根据原材料的不同，坚果可大致分为籽坚果和树坚果两大类，其中籽坚果是指瓜、果、蔬菜、油料等植物的籽粒，主要包括葵花籽、西瓜子、南瓜子、花生、蚕豆等；树坚果一般是指有着坚硬外壳的木本植物的籽粒，包括核桃、巴旦木、腰果仁、夏威夷果、开心果、榛子、山核桃、松子等。其中籽坚果在我国自给率高，而树坚果大部分品类对进口依赖较高，属于舶来品。

公司以籽类休闲零食起家，依赖卓越的产品力优势，经过 16 年发展，逐渐成长为瓜子仁、青豌豆、蚕豆（老三样）等籽类口味坚果细分行业的龙头。公司 2006 年成立于江西萍乡，以籽类休闲零食起家，通过口味创新、工艺改进、生产设备改良等一系列举措，成功打造蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等系列爆款产品，逐渐确立了公司在老三样（瓜子仁、青豌豆、蚕豆）籽类休闲食品细分行业的领导地位。在老三样稳步增长的同时，近年来公司逐渐开拓综合果仁等其他新品类，使得公司收入和利润近 5 年复合增速分别约为 12.82%、25.74%，实现稳步增长。展望未来，2021 年和 2022 年公司进行了重要的渠道改革和新品拓展（逐渐从籽类口味坚果向树类口味坚果拓展，打造新成长曲线），后续进展值得期待。

回顾历史，公司发展历程可分为以下三个阶段：

- ✓ **2006-2014 年：打造经典爆品，确立老三样细分赛道龙头地位。** 创立初期，公司通过口味创新、工艺改进、生产设备改良等举措，推出蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等系列爆款产品，确立了公司在老三样籽类休闲食品细分行业的领导地位。2012 年，公司迁入萍乡开发区、启用萍乡生产基地。
- ✓ **2014-2020 年：持续渠道开拓并进一步向树坚果领域拓展。** 公司从 2015 年起先后获得红杉铭德、领誉基石等的增资。在资本的加持下，公司通过持续的产品推新和渠道拓展，实现营收和净利润的稳定增长。2020 年下半年，公司初步尝试性推出 4 款口味坚果，开启从口味籽坚果向树坚果转型的新纪元。
- ✓ **2021 年-至今：新品、渠道、组织结构多方面改革，打造新成长曲线。** ①聚焦树类口味坚果的研发和推广；②河南工厂投产，新品补充产品品类，助力渠道下沉，③优化销售人员、设立渠道分管部门，渠道管理逐渐完善。

图1：公司发展历程示意图



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司营收变化趋势图（亿元；%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润变化趋势图（亿元；%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 业务结构：籽坚果占比约 60%，树坚果等新品占比逐渐提升

近年来，随着公司新品树类坚果果仁（核桃、杏仁、开心果、夏威夷果和松子等）和谷物酥类（米酥、锅巴、麻花、江米条等）营业收入的快速增加，公司传统产品老三样籽类口味坚果（瓜子仁、蚕豆、青豌豆）收入占比从 2016 年的 86% 下降至 2021 年的 60%，未来随着口味型坚果和河南膨化等新品营收的增长，我们预计老三样收入占比仍将逐渐下降。

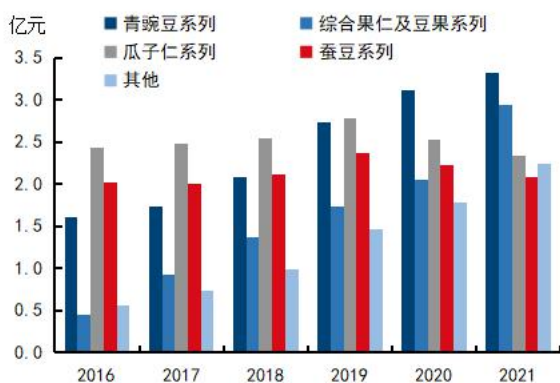
- ◆ **瓜子仁、青豌豆、蚕豆（老三样）为公司传统优势单品，目前市占率第一，收入占比约 60%。**青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列产品是公司的经典产品，具有多种口味、多种规格，可满足不同地域和不同场景的消费需求，深受消费者喜爱，是公司的优势大单品，目前在细分赛道市占率第一。2021 年老三样合计营收 7.74 亿元，在总营收中占比接近 60%。毛利率方面，由于老三样优势显著，在市场上拥有一定定价权，因此多年来毛利率维持约 40% 的较高水平。
- ◆ **近年来综合果仁收入占比快速提升，我们预计未来随着公司更多口味坚果新品的推出以及针对性的渠道拓展，其占比仍将持续提升。**综合果仁及豆果是公司近年来推出的新品，包括综合豆果、腰果、夏威夷果、核桃等，随着新品的不断推出，营收从 2016 年的 0.45 亿元增长至 2021 年的 2.95 亿元，年复合增长率约 46%；营收占比也快速提升至 22.8%，且未来随着口味型坚果（如芥末味夏威夷果等）新品的推出以及渠道的拓展，占比有望持续提升。毛利率方面，综合果仁和豆果系列市场竞争较为激烈，毛利率相比老三样较低，约为 30%。
- ◆ **随着河南安阳工厂的投产，我们预计公司未来酥类等其他新品的收入占比亦将逐渐提升。**其他主营业务包括花生、锅巴、炒米、兰花豆、水果干、麦片、玉米等多品种产品，是公司产品矩阵的重要拓展。2021 年其他主营业务实现营收 2.2 亿元，占总营收比约 17%，5 年复合增速约 32.4%。随着河南工厂的米酥类、雪饼、薄脆饼干类等新品的放量，未来有望持续快速成长。毛利率方面，其他主营业务市场竞争较为激烈，毛利率相比老三样亦较低，约 30%。

图4：公司产品矩阵示意图



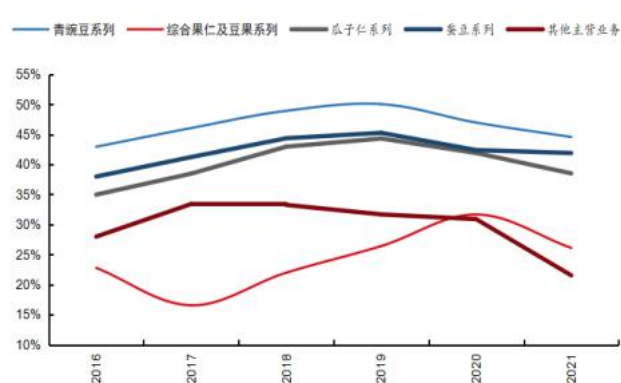
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图5：公司各产品营收变化趋势图（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司各产品毛利率变化图（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销售模式方面，公司通过散装+定量装产品组合精耕终端，经销渠道占比80%以上。公司终端销售以散装+定量装相结合的形式，其中散装产品主要在商超渠道放置在散装柜中销售，占比约55%；定量装产品在商超、流通渠道（如便利店、学校店等）均有销售，占比约45%。公司的销售模式分为经销模式、电商模式和其他模式三种，其中经销是公司主要的销售渠道，占比80%以上，未来随着直播带货的开展以及商超会员店等直营渠道的拓展，非经销渠道有望加速成长。

- ✓ **经销是公司最主要的销售模式。**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、批发市场等渠道。随着渠道的拓展，经销商数量逐年递增，截止2021年底，公司拥有经销商近1700个。2021年，经销模式

实现营收 10.74 亿元，在总营收中占比约 83%。

- ✓ **电商渠道是经销渠道的重要补充，占比有望进一步提升。**电商渠道是消费者沟通与品牌传播的重要窗口。公司已与天猫、京东、拼多多、唯品会等数十家电商平台建立合作关系，并持续深耕。2021 年，电商模式实现营收 1.77 亿元，在总营收中占比约 13.7%，未来随着直播带货等新销售模式的开展，占比有望进一步提升。
- ✓ **随着商超会员店、部分头部零食专卖店和便利店等渠道的拓展，直营渠道有望进一步成长。**其他销售模式主要是直营模式，2021 年营收占比仅 3%。未来随着商超会员店、部分头部零食专卖店和便利店等渠道的拓展，直营业务有望进一步成长。

**公司销售区域集中在起源地周边的华东、华中、华北和西南。**公司起于江西（华中和华东交界），发展过程中主要向华东其他地区及华中、华北、西南等地拓展渠道。从目前区域销售占比来看，公司销售优势区域集中在华东和华中（收入占比合计约 42%），其次是华北和西南（收入占比约 25%）。

图7：公司通过散装+定量装产品组合精耕终端（左图为散装柜，右图为定量装柜）



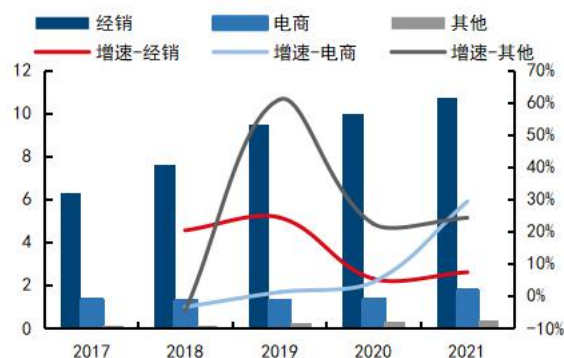
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图8：公司经销商数量逐年递增



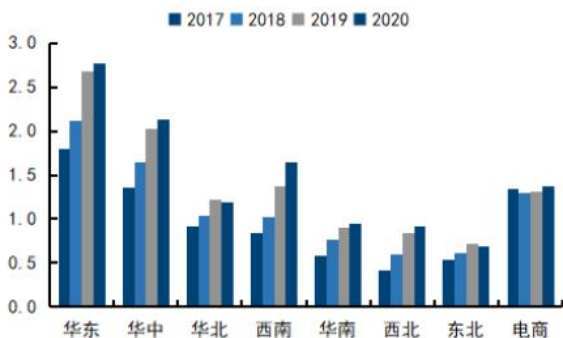
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司各渠道营收变化趋势图（亿元；%）



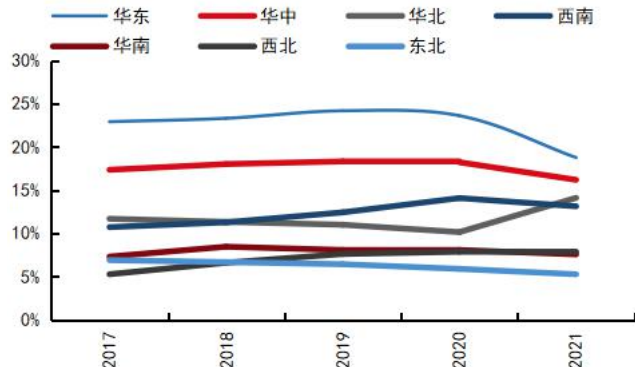
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司在不同区域销售额变化图（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司在不同区域销售占比变化趋势图（%）

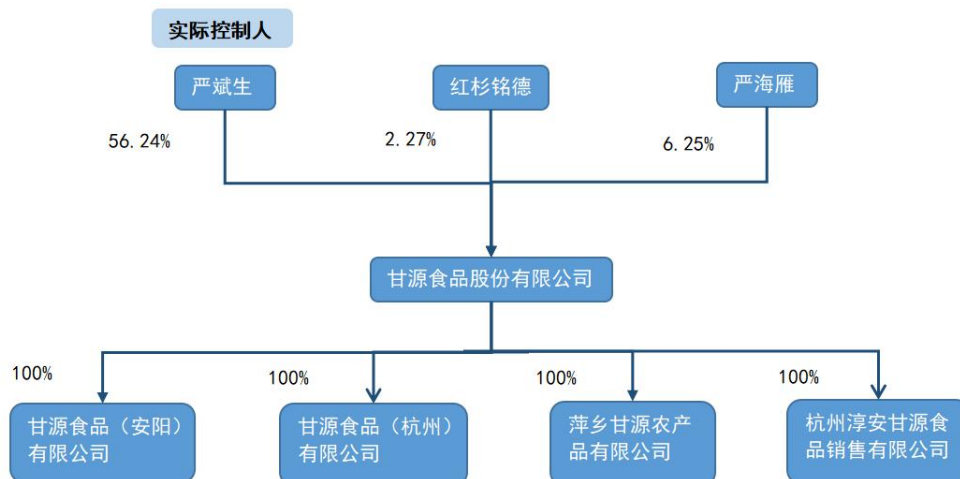


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 股权结构：大股东绝对控股，股权激励到位

严斌生为公司实控人，持股比例 56.24%，绝对控股，持股相对集中。2006 年，严剑与严景剑出资设立萍乡市甘源食品有限公司；2011 年由于经营不善，未能盈利，严斌生（与严剑为兄弟关系）从严剑、严景剑处受让公司全部股份，同时严斌生和严海燕以货币形式向公司增资。此后严斌生与严海雁多次向公司增资并引入战略投资者，但公司持股比例仍相对集中，截止 22Q1，严斌生持股比例为 56.24%，严海雁持股比例为 6.25%，大股东绝对控股。

图12：公司股权结构示意图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

股权激励范围广，充分绑定管理层利益；业绩考核目标明年复合增速约 30%，彰显发展信心。2022 年 4 月 28 日，公司推出《2022 年员工持股计划(草案)》，拟向不超过 155 人（不含预留份额）的公司核心管理层及骨干员工授予不超过约 125.6 万股股票，占公司当前股本总额的 1.35%，购买回购股票的价格为 25.66 元/股。本次股权激励计划公司层面考核目标为以 2021 年为基础，2022-2024 年的营收和净利润增长率均不低于 20%/56%/103%，对应 2022-2024 年的营收和净利润的同比增速均为 20.0%/30.0%/30.1%，业绩考核目标 3 年翻倍。21、22 年是公

司改革的重要年份——新品推出与渠道拓展加速，而股权激励计划的推出亦是公司改革的重要一环，能够更好调动管理层积极性，为打造新的成长曲线打下基础。

表1：公司员工参与持股计划份额表

持有人	职务	拟认购份额（万份）	薪酬（百万元）	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	139.85	128	4.34%
严剑	副总经理	115.45	64	3.58%
涂文莉	财务总监	46.70	82	1.45%
万厚雄	董事	32.59	53	1.01%
梁祥林	董事	14.11	42	0.44%
谢义先	监事	18.73	32	0.58%
周国新	监事	14.11	19	0.44%
<b>合计</b>		<b>381.55</b>	<b>420</b>	<b>11.84%</b>
<b>核心管理人员、核心骨干人员（不超过148人）</b>		<b>2683.01</b>	-	<b>83.26%</b>
预留		157.81	-	4.90%
<b>合计</b>		<b>3222.36</b>	-	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：公司以“份”作为认购单位，每份份额为1元

表2：公司核心管理层人员简介

姓名	职务	出生年份	简介
严斌生	董事长、总经理	1975	曾任甘源食品有限公司营销总监、执行董事兼总经理；2012年至今担任公司董事，董事长兼总经理，甘源食品(安阳)有限公司执行董事兼总经理，甘源食品(杭州)有限公司执行董事兼总经理等职务。
严海雁	副董事长、董事、副总经理、董事会秘书	1972	大学本科学历。曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局，2012年8月至2017年8月任甘源食品副董事长；2017年8月至今任甘源食品副董事长兼副总经理；2018年10月至今担任公司董事，副董事长，副总经理，董事会秘书等职务。
梁祥林	董事	1965	大学本科学历。2017年加入公司，曾任职于深圳市高时石材有限公司，浙江苏强格液压股份有限公司，江西福斯特新能源股份有限公司，江西特种电机股份有限公司，江西正拓新能源科技股份有限公司财务总监，现任公司董事，财务中心税务筹划专家等职务。
严斌生	董事	1975	曾任甘源食品有限公司营销总监、执行董事兼总经理；2012年至今担任公司董事，董事长兼总经理，甘源食品(安阳)有限公司执行董事兼总经理，甘源食品(杭州)有限公司执行董事兼总经理等职务。
严剑	董事、副总经理	1978	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。2012年8月至2015年10月任甘源食品董事兼总经理；2015年10月至2017年8月任甘源食品董事；2017年8月至今担任公司董事兼副总经理等。
涂文莉	董事、财务总监	1981	2017年加入公司，曾任职于广州心赢销服装有限公司财务经理，广东小猪班纳服饰股份有限公司财务经理，现任公司财务总监职务。
万厚雄	董事	1976	毕业于湖北大学企业管理专业，本科学历。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职务。
张久胜	副总经理	1970	毕业于浙江理工大学，本科学历。2018年加入公司，曾任职于今麦郎(天长)饮料有限公司总经理，百事饮料(中国)有限公司运营总监，好彩头食品饮料有限公司生产中心总经理，现任公司副总经理职务。

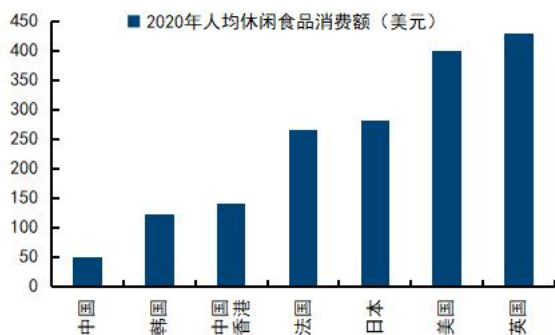
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 坚果行业：较高增长下口味本土化或是趋势，口味坚果大有可为

坚果行业是我国休闲食品行业中规模大、增速快、集中度低的优质细分赛道

对比国外，我国休闲食品发展空间仍大，预计 2025 年市场规模有望突破万亿，年均复合增速约为 7%。根据 Frost & Sullivan 数据，按零售额计算，2020 年我国休闲食品市场规模约 7749 亿元，预计 2025 年有望达到 11014 亿元，对应 2020-2025 年复合增速为 7.3%；目前 CR15 仅 22.4%，是典型的“大行业小企业”发展格局。尽管近年来随着我国居民可支配收入的提高，我国人均休闲食品消费额呈逐年上升趋势，但与经济发达国家/地区相比仍有较大差距。2020 年中国休闲食品人均消费额仅约 50 美元，远低于西方发达国家（如英美人均年休闲零食消费额约 400 美元）和饮食习惯相近的日本（人均年休闲零食消费额约 282 美元）和韩国（人均年休闲零食消费额约 123 美元），与中国香港的 141.1 美元也有较大差距。随着居民可支配收入的增加、城镇化进程的加快，我们认为我国休闲食品市场仍有较大的发展空间。

图 13: 中国人均休闲食品消费额尚有较大提升空间



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 14: 中国休闲食品人均消费额随着居民可支配收入的增加而增加



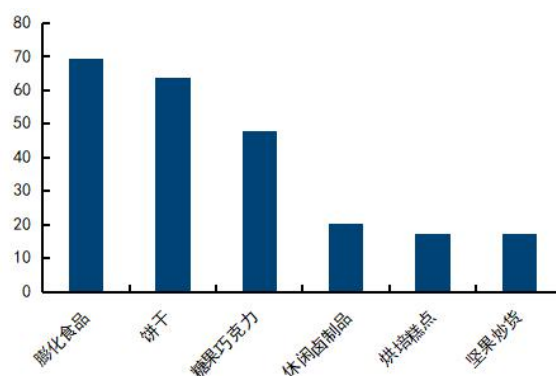
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 15: 预计中国休闲食品市场规模 2020-2025 年复合增速约 7%



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2018 年休闲食品各子行业 CR5 (%)

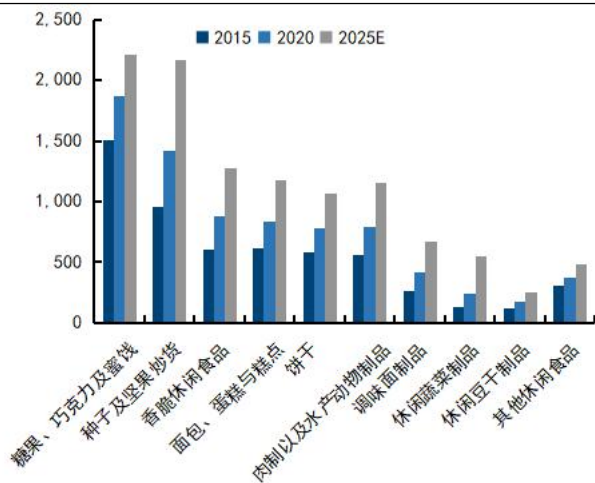


资料来源: 前瞻产业研究院, 中国食品工业协会, 国信证券经济研究所整理

坚果是我国休闲食品行业中规模大、增速快、集中度低的优质细分子赛道之一。我国休闲食品种类繁多，各细分赛道发展情况差异较大，但综合来看，坚果炒货是我国休闲食品细分行业中市场规模大（2020 年市场规模约 1400 亿，排名第二）、

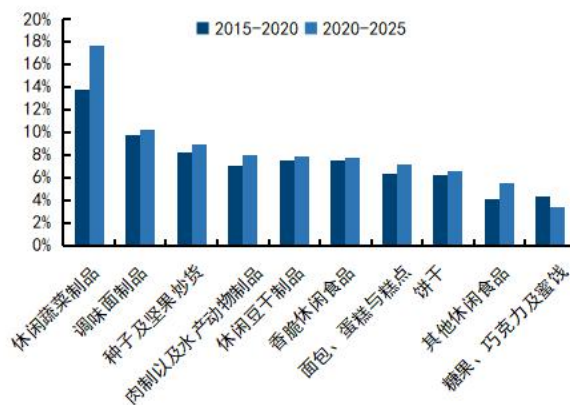
增速快（未来 5 年预计增速约 9%，排名第三）且集中度低（CR5 仅不到 20%）的优质细分子赛道。

图 17：中国休闲食品细分市场规 模变化图（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理，Frost & Sullivan 数据零食分类：(i)糖果、巧克力及蜜饯；(ii)种子及坚果炒货；(iii)香脆休闲食品；(iv)面包、蛋糕与糕点；(v)饼干；(vi)肉制以及水产动物制品；(vii)调味面制品；(viii)休闲蔬菜制品；(ix)休闲豆干制品；及(x)其他休闲食品。

图 18：中国休闲食品各细分市场年复合增速（%）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

## 多因素驱动我国坚果行业持续较高速增长

**坚果炒货是千亿级市场，2015-2020 年复合增速约 8%，高于行业平均。**据 Frost & Sullivan 的数据显示，2020 年我国种子及坚果炒货行业市场规模约 1400 亿，2015-2020 年复合增速约 8%；根据艾媒数据中心，2020 年我国坚果炒货行业市场规模约 1800 亿元，2015-2020 年复合增速约 8%。我国坚果行业维持较高速增长是多因素共同驱动的：

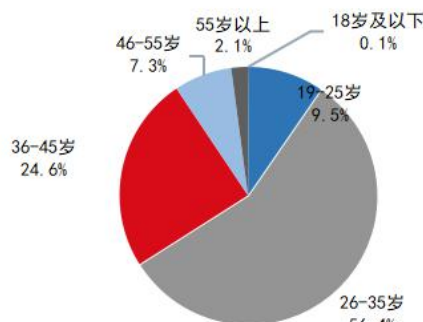
- ✓ **坚果炒货的消费群体广且仍在持续扩大。**坚果炒货基本覆盖各个年龄段的消费者，其中 26-35 岁年龄段的消费者占比最高，达到 56.4%，36-45 岁/19-25 岁年龄段消费者占比分别为 24.6%和 9.5%。在饮食健康化的趋势下，越来越多的消费者加入坚果炒货的消费，根据 CBNData 联合天猫发布《2019 坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书》，95 后、90 后、85 后是行业主要的消费群体，同时 70 前的消费人群也在快速增加。
- ✓ **消费升级趋势下，多元化需求促进人均坚果消费量逐渐提升。**坚果炒货含有丰富的脂肪、糖类、蛋白质、多种维生素和矿物质，是健康类休闲食品的典型代表。随着消费升级，营养、代餐、娱乐等多元化的消费需求的增加引领坚果消费场景逐渐拓宽至如下午茶、旅行、办公、休闲娱乐等，促进人均坚果消费量逐渐增加。
- ✓ **线上消费高速发展，引领行业持续增长。**一方面坚果具有的单价低、消费频次高、运输成本低等特点与线上消费高度适配，且 90 后、95 后等坚果主力消费人群也是线上消费的主力人群，因此零食电商的高速发展带动了坚果行业的增长。另一方面，线上销售促进了渠道下沉，激发了下沉市场的坚果消费潜力，为坚果行业带来新的增长动力。

图19：我国坚果行业市场规模持续扩大（亿元；%）



资料来源：艾媒数据中心、国信证券经济研究所整理

图20：2019年我国坚果消费人群年龄分布



资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

## 口味的多元化、本土化是我国坚果行业发展的重要趋势之一，口味坚果大有可为

我们观察发现，大部分坚果作为舶来品（尤其是树坚果），进入我国后都经历了一个逐渐多元化、本土化和深加工化的发展过程。我们观察国内的坚果行业消费，从舶来品逐渐融入本土消费，同时伴随着消费升级和消费者需求的多元化，2015年后行业呈现从有核到无核、从单品到复品、从粗加工到深加工的升级发展趋势。

我国坚果炒货市场的发展历程可分为以下三个阶段：

**阶段一（2010年前）：发展初期以个体零售为主。**坚果如瓜子、花生等籽坚果在我国自给率较高，消费历史悠久。而绝大多数树坚果受种植环境限制，产地多集中于澳大利亚、美国、非洲等海外地区，原材料需要进口，因此多数树坚果在我国属于舶来品，消费历史较短。由于地域性差异、物流限制和原材料的自给率不同等，早期我国坚果市场产品种类较少（以籽坚果为主），销售模式以个体零售为主。

**阶段二（2010-2015年）：线上消费引领行业发展。**2010年后互联网逐渐普及，零食电商崛起，由于坚果产品具备单价低、消费频次高、品类众多便于混搭销售、易于保存且运输成本低的特点，与线上渠道高度适配，在线上消费的带动下，坚果炒货市场高速发展。

**阶段三（2015年后）：消费升级驱动行业升级发展。**随着居民消费水平的提升，坚果炒货消费主要呈现出以下几方面的发展趋势：

- ✓ **从有壳变无壳：**除壳坚果食用方便、更加环保，越来越受到消费者的青睐。
- ✓ **从单品变复合：**2015年沃隆率先推出每日坚果（一种由6-8种坚果、果干组成的小包装混合坚果），开启混合坚果消费的热潮，帮助沃隆在2017年实现10亿营收。此后洽洽食品等主要休闲食品厂家也纷纷入局，推动每日坚果市场高速发展——2019年每日坚果在天猫坚果消费人群的渗透率达到47%，根据前瞻产业研究院数据，预计2021年每日坚果的市场规模约200亿。
- ✓ **从粗加工到深加工：**随着消费升级，坚果炒货的加工逐渐精细化，包装逐渐便携化，除了简单的去壳或烘烤外，各大厂家还通过口味创新俘获消费者味蕾，如三只松鼠推出的草本味纸皮核桃、洽洽食品推出的益生菌每日坚果、

甘源食品推出的口味型坚果等。

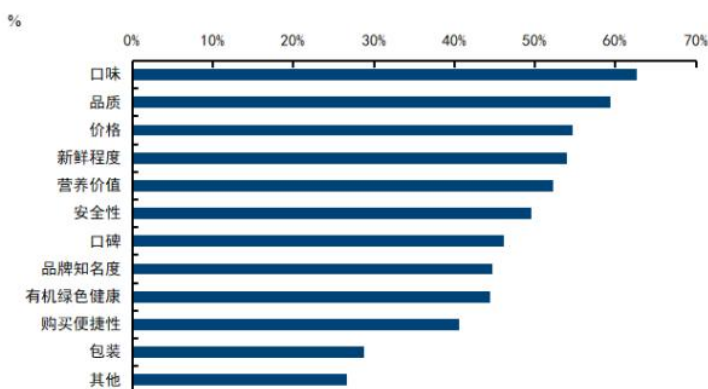
图 21：中国坚果炒货市场发展变化图



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

经过口味处理的坚果或更加符合中国消费者的口味，在消费升级的趋势下，消费者对坚果口味的诉求逐渐多元化。因此我们认为未来坚果口味的本土化或是趋势，口味坚果细分赛道有望快速成长。根据CBNData发布的《2021 天猫坚果消费趋势报告》，传统的原味、五香、香辣等口味的坚果已越来越无法满足中国消费者多样化的口味需求，通过厂商创新研发，如芥末味、蜂蜜黄油、怪味等口味的坚果受到越来越多消费者的喜爱，尤其是90后、95后等坚果主力消费人群。随着各种新口味坚果的不断推出，口味坚果市场也在快速扩容，因此我们认为未来坚果口味本土化或是趋势。

图 22：2019 年中国坚果消费人群购买坚果时的考虑因素



资料来源：iResearch、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

## 核心竞争力：专注品质、匠心研发，产品力优势明显

### 口味坚果制作特点决定其研发、生产壁垒较高

口味型坚果是在烘烤和去壳之后，根据坚果本身的成分构成和口味特性将坚果与

不同粉皮、口味结合后制成的坚果休闲食品。它的特点决定了其研发和生产具有较高壁垒：

①口味坚果的研发需要根据坚果本身的口味和成分构成，将坚果与不同粉皮或口味进行结合，期间口味和粉皮的选择、各种参数的选择都有较大的灵活性，需要厂商具备较强的研发能力，才能研发出更受消费者喜欢的产品。

②口味坚果的生产属于非标工艺，需要自主研发生产工艺、设计生产流程、组合和设计相应的生产设备，批量化标准化生产需要较长的设备研发和调试周期。

综上，口味型坚果的特性决定了其生产研发周期相对较长、壁垒较高，因此我们认为公司在口味型坚果的研发和生产方面的先发优势使之竞争壁垒较高。

## 公司口味坚果的研发生产优势明显

深耕口味型坚果多年，公司拥有丰富的研发经验。公司多年来深耕口味型坚果，不仅在口味方面进行了多种创新改良——率先将蟹黄味、台式卤肉味等新式口味引入，接连又推出了酱香肉汁味、蒜香味、香辣味等十多种口味；还掌握了多种产品的生产工艺及口味配方。正是通过成功的产品研发，公司老三样产品力领先同行，逐渐做到相应细分赛道的龙头位置，也为公司从口味籽坚果向树坚果的产品拓展打下坚实的研发基础。

口味型坚果的生产工艺是非标准的，公司通过多年的设备研发和调试，已实现工业化生产，这进一步提升了公司的竞争壁垒。由于口味型坚果的生产工艺是非标准的，相关生产设备在市场上无法买到，因此相关厂家实现工业化生产需要较长时间的设备研发和调试。而甘源食品多年来深耕口味型坚果产品，通过设备研发和调试，在行业内率先实现工业化生产，且生产的自动化程度远高于同品类其他厂商。公司还拥有近 90 名工程人员对生产设备进行研发和维护，业内罕见，可见公司生产对设备有较高要求。综上，我们认为非标生产工艺一定程度上提高了行业门槛，是公司核心竞争力之一。

值得一提的是，由于在中国多数树坚果是舶来品，若大规模采购需要从国外进口，具有一定的采购周期（例如夏威夷果采购周期是 2-3 个月），并需要厂商具备一定的资金实力，这也一定程度上提高了口味型坚果细分赛道的准入壁垒。

## 芥末味夏威夷果的成功推出是公司产品力强的有力验证

夏威夷果的成功推出印证了公司做口味型坚果的能力。21 年 10 月公司首创推出的芥末味夏威夷果凭借选自澳洲的优质果仁、纯烘烤非油炸的工艺、“香、酥、上头”的口感，在商超会员店渠道上架即实现 1000+ 万的月销量。这一方面印证了公司做口味型坚果产品的能力，另一方面也提升了公司产品在商超会员店渠道的影响力，为后续的会员店渠道拓展起到示范引领作用。

## 产品拓展：从籽类向树类口味坚果拓展，前景看好

### 籽类口味坚果（老三样）优势显著，基本盘稳固

传统老三样优势凸出，公司基本盘稳定。老三样（瓜子仁、蚕豆、青豌豆）是公司的优势大单品，在原材料品质、口味、口感、自动化程度等多方面领先竞争对手，如蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等系列爆品在市场中也拥有一定的

品牌认知度，当前市占率第一。分品类看，蚕豆、瓜子仁营收近年来保持相对稳定，青豌豆近 5 年复合增速约 15.6%。虽然部分品类增长稍显乏力但公司基本盘仍较为稳定。

表3：近年来公司老三样业务营收及增速情况表

	2021 年营收（亿元）	2016-2019 年 CAGR	2016-2021 年 CAGR
青豆	3.53	15.12%	17.00%
瓜子仁	2.43	0.65%	0%
蚕豆	2.07	4.96%	0.39%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**渠道下沉和消费升级是推动公司老三样产品持续增长的主要动力。**此前由于公司产品矩阵单一，在渠道下沉的过程中经销商进货意愿不强，因此公司老三样产品销售地区集中在高线城市。随着河南工厂新品的推出，公司渠道有望加速拓展和下沉，老三样产品亦有望实现进一步增长。此外，公司优势大单品如青豌豆等有众多的地方性企业生产，随着消费升级，凭借领先的产品力，公司产品有望成为越来越多消费者的选择。因此我们认为在渠道加速下沉和消费持续升级的背景下，公司老三样产品有望迎来“新的春天”。

### 树类口味坚果经过多年积淀进入加速推广期

**从籽坚果到树坚果，经过多年打磨，公司树类口味型坚果系列进入加速推广期。**公司早期以口味籽类坚果起家，多年来聚焦口味坚果，不仅在口味上多番创新，还向树坚果方向拓展产品品类。早在 2020 年下半年公司就尝试性推出几款常规口味坚果（如核桃等），此后公司逐渐拓展口味坚果品类，在 2021 年下半年推出夏威夷果、巴旦木等产品的 1.0 版本。经过一段时间的试销，公司持续通过工艺改良等打磨产品品质，并于 22 年推出了多口味、多品类、全新包装的口味型坚果系列新品，因此我们认为公司的口味型坚果正式进入推广期。

**芥末味夏威夷果在商超会员店的成功推出为品牌做了背书，公司口味型坚果系列有望受益于中国商超会员店的高速发展，进入加速推广期。**受疫情管控、新兴渠道冲击导致客流量下滑的影响，下游商场渠道普遍面临较大的经营压力。但仓储会员门店凭借着高质量选品、精准对接消费人群等，依旧维持着较好的盈利能力，成为商超零售的重要改革方向。2021 年芥末味夏威夷果在商超会员店的成功推出已为公司品牌做了背书，且公司已进入家乐福会员店、麦德龙、Fudi 等多个商超会员店，因此我们认为公司口味型坚果有望受益于中国商超会员店的高速发展，进入加速推广期。

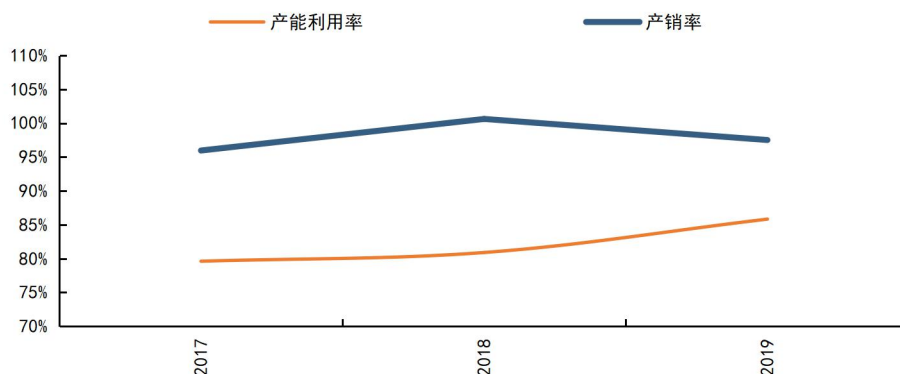
### 河南新品推出，完善产品矩阵

**河南新品有望完善产品矩阵、补充升级散装柜。**此前公司散装柜产品以老三样和谷物酥类为主，种类较少，且缺乏能够吸引消费者的大单品。而河南工厂新品主要包括米饼类、薯片类、薄脆饼干类和米酥类四个品类，这些产品是休闲食品中消费者认知度较高的大单品。此外，公司的产品包含一定的创新元素，如乳酸菌、咸蛋黄等新口味米饼产品，多口味白米酥、黑米酥等产品。因此我们认为河南新品的推出有望补充升级散装柜，提高单柜营收。

**河南工厂投产、招商工作持续推进，河南新品推出效果值得期待。**公司河南安阳工厂从 2018 年开始建设，于 2021 年 10 月正式投产，产能正处于爬坡阶段，未来满产可达 10 亿+产值，可缓解公司的产能瓶颈，为新品的营收增长提供产能保障。同时，公司已于 22 年 3 月召开多场新品发布会，随着招商工作的持续推进，公司

渠道逐渐下沉，河南新品的推广效果亦值得期待。

图 23: 河南工厂投产有望缓解公司产能瓶颈



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4: 公司新品矩阵示意图

产品	示意图			
坚果				
	45g-咸蛋黄味夏威夷果仁	45g-咸蛋黄味芝士花生	45g-椒香炭烧腰果	45g-椒香琥珀核桃仁
烘焙				
	袋装-雪饼-益生乳酸菌味雪饼	袋装-薄脆饼干-咸蛋黄味芝士脆饼干	袋装-薄脆饼干-芥香海苔味薄脆饼干	袋装-烧米饼-金沙咸蛋黄味烧米饼
膨化				
	袋装-米酥-甘露酱茄味米酥	袋装-米酥-益生乳酸菌味白米酥	袋装-米酥-金香肉松味燕麦谷物酥	袋装-米酥-黄金玉米酥

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

## 渠道拓展：渠道变革、新品推出、管理改革三因素促使公司渠道或进入加速拓展期

商超会员店模式的快速崛起有利于产品型公司的份额提升

我们判断下游商场渠道在普遍面临经营压力背景下，向会员店模式转型成为行业重要变化趋势，会员店在商超中占比将快速、大幅提升。近年来，商超零售行业受到了社区团购、生鲜电商等新零售渠道分流影响严重，同时，在常态化疫情防

控背景下人流进一步受到影响，使得商超渠道普遍面临较大经营压力，倒逼其加速改革和转型，会员店模式就是重要的改革方向。

- ✓ 商超会员店模式是一种以会员为目标顾客，实行储销一体、批零兼营，以提供基本服务、优惠价格和大包装商品为主要特征的零售业态。相比普通超市，会员门店通过提升供应链效率为消费者提供高性价比的产品，且能够精准锚定目标消费群体以增加复购，实现渠道流量的最大化变现。因此，在客流量和销售额下滑的背景下，会员店模式依然能够实现较好盈利。

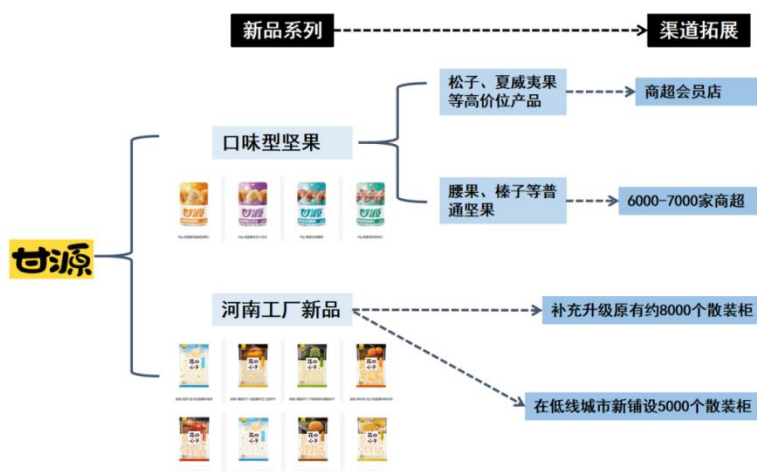
**商超渠道向会员店模式转型或利好甘源食品类产品型企业的崛起。**借鉴海外经验，美国零售业逐渐由“百货商场”发展至“仓储会员店”的过程中，商超零售企业通过供应链提效提高坪效来降低加价率，以“产品”和“消费者需求”为核心构筑竞争壁垒，从而提高消费者粘性。如山姆店以中高端收入家庭为核心客户，凭借丰富的全球采购资源和供应链优势，通过严苛的选品体系和品质管控标准，为客户提供高质量、高性价比产品，逐渐成为中国付费会员制零售的“头号玩家”。区别于传统商场收条码费盈利的模式，商超会员店 sku 大幅缩减，选品要求更高，对产品型公司的更有利。目前公司产品已快速进入家乐福会员店、麦德龙、Fudi 等多个头部商超会员店，其他会员店亦在拓展进程中，后续效果值得期待。因此我们认为公司未来有望充分受益于会员店模式的快速发展，从而实现快速成长。

### 河南新品将有效助力渠道下沉

公司河南新品（主要为烘焙、膨化类产品）可对公司商超散装柜产品种类形成有力补充，提升坪效和招商吸引力，助力渠道下沉空间快速打开。此前公司由于散装柜产品品类较少，导致单柜产品不高（销量低），因此在渠道下沉过程中对经销商吸引力不足，渠道下沉受阻。而本次河南工厂推出的米酥、膨化类新品以散装为主，有望升级散装柜并提高单柜产出，增强公司在渠道下沉过程中对经销商的吸引力，从而助力公司渠道下沉。

**新品推出亦有望助力零食专卖店、便利店等渠道的拓展。**由于公司的传统产品品类较少且消费者认知度不高，因此其他非商超渠道的拓展难度较大，随着产品矩阵的丰富，公司已成功拓展如零食很忙等零食专卖店、便利蜂等连锁便利店渠道，未来公司有望持续加深与这些下游渠道的合作并打入更多新品。

图 24：公司新品系列推出与渠道拓展的对应关系



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 渠道管理改革、股权激励助力公司渠道短板加速完善

通过优化销售人员和设立渠道分管部门，公司的渠道管理逐渐完善，同时 22 年推出的股权激励有望进一步激发渠道活力。公司成立多年，部分销售人员无法跟上公司成长脚步，为增加销售人员的终端拓展和管理能力，公司从 2020 年底开始，对从大区经理到基层销售人员做了较大幅度的调整，新聘请的大区经理均来自行业知名公司，调整于 21 年二季度基本完成。同时，22 年公司还新设立 KA、特渠等部门，精细化渠道管理。通过组织的优化升级，公司渠道管理工作有望日趋完善。此外，本次股权激励人员范围包括公司新引入的大区经理等销售人员，有望进一步焕发渠道活力，助力渠道拓展工作加速推进。

**组建新团队、发力线上直播，电商渠道有望加速成长。**公司积极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，并新成立了社群营销部门，借助线上多种主流社交平台，开启新营销模式的探索与实践。为加强人才引进，公司已将运营中心搬到杭州，并成立新的电商运营团队与长沙原有的电商运营团队共同负责公司的线上经营。未来长沙工厂和河南工厂亦会参与到直播中，电商渠道有望加速成长。

图 25：2021 年公司电商营收占比提升显著



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 成长能力分析：新品推出和渠道改革共振，新增长曲线打造值得期待

### 老三样市占率仍有提升空间，稳增长确定性强

公司籽坚果老三样市占率第一，但我们估算占比仍低，仅约 10%，尚有较大提升空间；而老三样产品力突出，我们认为随着渠道下沉逐渐推进，维持稳增长确定性较高。我们预计公司老三样所在细分市场行业规模合计约 60-80 亿元，2021 年公司老三样营收共约 8 亿元，市占率排名第一但占比仍低，约为 10%（大致估算）。对比同类龙头，如包装瓜子龙头洽洽食品，其市占率可达 40% 以上，我们认为公司老三样市占率仍有较大提升空间。①青豆：青豆市场规模较大，参与者众多，但大多为地方性企业；公司青豆产品品质高、口感更好，随着公司渠道下沉的逐渐推进有望抢占更多市场份额。②瓜子仁和蚕豆：市场空间相对青豆稍小，但考

考虑到公司市占率仍低，随着公司渠道拓展和消费者消费习惯的逐渐养成，我们认为仍能维持稳定增长。总体来看，公司老三样产品优势显著，具备一定品牌认知度，而市占率仍有较大提升空间，我们认为未来随着公司渠道拓展和渠道下沉（散装柜下沉以及拓展零食专卖店、便利连锁店等渠道），老三样增长确定性较强。

## 树类口味坚果有望成为公司新成长曲线

公司树类口味坚果可分为高端坚果和普通坚果。

**高端坚果：**公司高端口味坚果如松子仁、夏威夷果等主要通过商超会员店渠道销售，前景看好。一方面公司芥末味夏威夷果已在商超会员店取得初步成功，验证了公司产品的消费者认可度，为公司进入更多的会员店打下很好的品牌知名度，下一步新的会员店的拓展亦是公司的工作重点，进展和效果值得期待。另一方面，由于下游渠道变革，商超会员店模式快速发展，有利于如甘源食品类产品型公司的市场份额的提升。

**普通口味坚果：**公司普通坚果如碧根果、核桃、腰果、榛子等主要通过普通商超销售，随着产品逐渐成熟和量产，已进入快速推广期，后续新的爆款打造和渠道拓展进度均值得期待。我们认为①公司口味坚果经过几年的反复打磨和投入市场试验，目前已经较为成熟。②普通口味坚果可以通过扩品类的方式快速进入公司已覆盖终端，进场速度会相对更快。

表5：中国商超会员店模式高速发展

品牌	截止 2021 年底 会员店数量	2021 年新开店数	未来开店计划
山姆	36	5	每年新增 4-5 家
Costco	2	1	未来两年，新店将落地杭州、宁波、南京、深圳等城市
盒马 X 会员	4	4	2022 年 1 月份新开 3 家店，预计 22 年新增会员店数量不会少于 2021 年
Fudi	1	1	2022 年 1 月新开一家会员店；计划 2022 年在北京的门店将开到 3 到 5 家，2023 年在北京的门店将达到 10 家以上，同时 2023 年下半年将走向全国市场。
麦德龙 plus	20	20	计划在河北、安徽新开 2 家会员店，2022 年计划再改造 80 多家卖场门店为会员店
永辉仓储超市	55	55	2022 年目标是调优，开有质量的仓储超市
家乐福会员店	2	2	未来 3 年，计划在一线和新一线城市拓展 100 家付费会员店
北京华联会员店	1	1	-
家家悦会员店	1	1	-
北国仓储超市	1	1	-

资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

## 河南新品助力渠道下沉，高增长可期

公司河南安阳工厂根据产能规划未来满产或能贡献 10 亿+收入，且已于 2021 年 10 月正式投产；且公司 22 年 3 月开始全面招商，因此河南新品目前仍处于产能爬坡和市场开拓期。22 年 Q1 在疫情影响下，公司的招商和生产工作受到一定限制，二季度开始逐渐步入正轨，预计河南新品对今年增长的贡献也将逐渐体现。

## 盈利预测与投资建议：打造口味坚果新成长曲线，有望带来业绩、估值双提升

**假设前提：新品推广如期推进，棕榈油价格中枢有所下移**

我们的盈利预测基于以下假设条件：

#### 收入端：渠道下沉和新品推广如期进行

- ✓ 老三样：随着公司渠道下沉和品牌知名度的提升，我们假设公司老三样青豌豆、瓜子仁、蚕豆未来3年增速约5%-10%，其中由于青豌豆市场规模更大、且终端消费基础更好，因而增速更快。此外22年由于疫情影响公司的招商动作，且公司渠道下沉及散装柜升级需要一定时间，故而我们假设22年增速相比23-24年稍低。
- ✓ 新品口味坚果：公司本次推出的口味型坚果新品品相较多、产品力强，随着KA和商超会员店等渠道的拓展，以及相应试吃等营销活动的开展，有望助力公司综合果仁和豆果系列实现持续较高速增长，因此我们假设综合果仁及豆果系列产品未来3年增速约35%-40%。22年由于疫情影响公司的招商、商超进场洽谈等动作，且公司渠道开拓需要一定时间，故而假设22年增速相对较低。
- ✓ 近年来随着花生、麦片等新品的推出，其他主营业务营收占比逐年提升，未来随着散装柜的产品升级与渠道下沉，河南工厂如米酥类、薯片等新品亦有望逐渐放量。考虑其他主营业务目前基数较低且散装柜的升级和新柜产出爬坡需要一定时间，因此我们假设其2022-2024年增速分别为80%、50%、30%。其中河南新品2022-2024年的销量分别是1.5亿、3亿和5亿。

#### 毛利率：棕榈油价格中枢三季度后回归到8000元/吨左右

- ✓ 由于公司产品生产大多涉及油炸环节，故棕榈油在公司成本中占比较高。此前受多因素影响，棕榈油价格（期货结算价）持续上涨至超过12000元/吨，对公司的盈利能力产生较大影响。但近期在印尼出口政策调整、进入丰产季等多重因素影响下，期货价格已快速回落，我们认为油脂上涨周期或已结束。我们假设三季度后公司棕榈油采购价格中枢回落到8000以内。
- ✓ 由于公司目前提价已顺利传导，我们假设公司吨价按照提价幅度有所提升。

#### 费用端：公司费用投入配合新品推广有序进行，整体费用率稳定

- ✓ 随着公司新品的推出，公司销售费用投入稳步推进，主要包括商超进场费、终端试吃等营销推广费用，但无大规模广告费，因此我们假设公司各项费率基本保持稳定。

基于以上假设，我们假设公司各业务营业收入如下表6。

表6：公司主要业务营收预测（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
青豌豆系列（亿元）	3.32	3.65	4.38	5.26
-增速（%）	6.41%	10.00%	20.00%	20.00%
综合果仁及豆果系列（亿元）	2.95	3.98	5.58	7.81
-增速（%）	43.20%	35.00%	40.00%	40.00%
瓜子仁系列（亿元）	2.34	2.46	2.70	2.97
-增速（%）	-7.51%	5.00%	10.00%	10.00%
蚕豆系列（亿元）	2.08	2.18	2.40	2.64
-增速（%）	-6.73%	5.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务（亿元）	2.20	3.96	5.94	7.72
-增速（%）	25.71%	80.00%	50.00%	30.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测：预计 2022–2024 年复合增速约 30%

基于以上假设，我们预计公司 2022–2024 年营收分别为 16.3/21.1/26.5 亿元，同比增长 25.9%/29.3%/25.6%；归母净利润 1.9/2.5/3.3 亿元，同比增速 24.0%/33.3%/31.5%；每股收益分别为 2.0/2.7/3.6 元。

表 7：未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1294	1629	2105	2645
营业成本（百万元）	840	1038	1337	1667
销售费用（百万元）	208	261	337	423
管理费用（百万元）	59	69	88	110
财务费用（百万元）	(10)	(12)	(15)	(22)
营业利润（百万元）	202	253	333	435
利润总额（百万元）	199	253	333	435
归属于母公司净利润（百万元）	154	191	252	331
EPS	1.65	2.04	2.70	3.55
ROE	11%	12%	15%	18%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 绝对估值：75.0–98.2 元

由于公司商业模式具有持续增长能力，我们认为适合绝对估值方法，如下文。盈利预测假设前提正如前文所述，我们在此不再赘述。其他参数：我们取十年期国债收益率 2.79% 作为无风险利率，参考行业和公司情况假设无杠杆 Beta 为 0.9，股票风险溢价为 6.00%。详细假设见表 8 和表 9。根据以上提到的主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 75.0–98.2 元。

表 8：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	10.38%	25.85%	29.27%	25.65%	17.28%	12.70%	9.30%
毛利率	35.10%	36.51%	36.94%	37.22%	36.96%	37.06%	37.24%
管理费用/营业收入	4.37%	3.99%	3.89%	3.79%	3.69%	3.60%	3.60%
研发费用/营业收入	1.17%	1.00%	0.90%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
销售费用/销售收入	16.06%	16.00%	16.00%	15.80%	15.70%	15.60%	15.50%
所得税税率	22.77%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设和整理

表 9：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.9	T	25.00%
无风险利率	2.79%	Ka	8.19%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.96
公司股价（元）	62.37	Ke	8.54%
发行在外股数（百万）	93	E/(D+E)	92.08%
股票市值（E，百万元）	5814	D/(D+E)	7.92%
债务总额（D，百万元）	500	WACC	8.27%
Kd	6.79%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 10 是公司绝对估值相对上述

两因素变化的敏感性分析。

表 10: FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.3%	7.8%	<b>8.26%</b>	8.8%	9.3%
永续增长率变化	3.5%	128.93	113.56	101.43	91.62	83.53
	3.0%	117.72	105.07	94.84	86.40	79.32
	2.5%	108.87	98.19	89.39	82.01	75.73
	<b>2.0%</b>	101.70	92.51	<b>84.81</b>	78.26	72.63
	1.5%	95.78	87.74	80.91	75.04	69.93
	1.0%	90.80	83.68	77.55	72.23	67.56
	0.5%	86.56	80.17	74.62	69.76	65.46

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：68.3-81.9 元

休闲食品上市公司较多，但所处细分赛道、商业模式均有所差异，因此没有完全和甘源食品可类比的公司。我们下面选取休闲食品主流公司洽洽食品、有友食品、盐津铺子、三只松鼠、良品铺子、劲仔食品与公司进行比较和讨论，我们认为基于以下三方面原因甘源食品应享受相比可比公司而言更高的估值溢价：

- ✓ 经营模式不同：甘源食品属于生产、渠道、品牌一体化的综合型企业，按照可比公司来看，相比渠道型企业可以享受更高估值。从已上市休闲食品公司来看，三只松鼠、良品铺子主要做品牌和渠道，不自己生产；近年来由于渠道竞争加剧，增速放缓，估值相对较低。甘源食品和盐津铺子、洽洽食品、有友食品、劲仔食品这几家公司更类似，均以自主生产为主，盈利能力较强，因此可以享受更高估值。
- ✓ 所处细分赛道不同：甘源食品所处细分赛道（口味坚果细分行业）增速更快，且有较大成长空间，甘源作为该细分龙头应享受更高估值溢价。
- ✓ 所处成长阶段不同：甘源食品正处于新品和渠道的加速拓展期，未来有望维持 20%-30% 左右增速。而很多细分行业龙头，例如劲仔食品、洽洽食品、有友食品等大单品和渠道已经相对比较成熟，增速相对比较缓慢。因此，我们认为甘源食品可以给予相对更高估值。

综上所述，我们认为公司从商业模式、所处细分赛道、所处成长阶段均与行业可比公司有差异，而公司在下游渠道变革、公司新品进入加速拓展期、公司渠道短板加速完善等多重因素影响下，有望实现相对而言更高的持续增长，因此我们认为可以给予公司相比同行略高的估值溢价，我们给予公司 2023 年 25-30 倍 PE，对应价格区间为 68.3-81.9 元。

表 11: 同行可比公司基本经营情况表

公司名称	2021 年营收 (亿元)	毛利率	净利率	主要产品	生产模式	销售模式
三只松鼠	97.7	29.4%	4.2%	坚果、烘焙、综合、肉制品、果干	代工	电商&线下开店
良品铺子	93.2	26.8%	3.0%	肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍	代工	电商&线下开店
盐津铺子	22.8	35.7%	6.8%	烘焙产品、鱼糜制品、肉制品、果干类、豆制品、素食蜜饯炒货	自产	直营商超&经销&电商
洽洽食品	59.9	32.0%	15.5%	葵花籽类、坚果类、薯片、西瓜子类	自产	经销&电商
劲仔食品	11.1	26.8%	7.6%	风味小鱼、风味豆干、风味肉干	自产	直营&经销
有友食品	12.2	32.0%	18.0%	肉制品、竹笋、豆干	自产	经销
甘源食品	12.9	35.1%	11.9%	青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁	自产	经销&电商

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 12: 可比公司估值表

代码	公司简称	总市值 (亿元)	PE				净利润-yoy				营业收入-yoy			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002991	甘源食品	58	53.7	30.6	22.9	17.4	-14.3%	24.0%	32.2%	31.3%	10.4%	25.9%	29.3%	25.7%
产品型企业：因主要产品已成熟且产品相对单一，故增速较慢														
603697	有友食品	35	24.3	14.1	11.1	9.6	-2.7%	12.8%	27.4%	15.2%	11.6%	11.5%	15.1%	10.7%
002557	洽洽食品	246	35.8	22.3	19.3	16.7	15.4%	18.4%	15.8%	15.4%	13.2%	16.7%	14.9%	13.9%
003000	劲仔食品	34	52.7	30.7	24.7	18.9	-17.8%	28.7%	23.3%	30.0%	22.2%	21.6%	20.0%	18.5%
平均值			37.6	22.4	18.4	15.1	-1.7%	20.0%	22.2%	20.2%	15.7%	16.6%	16.7%	14.4%
渠道型企业：在新零售等渠道冲击下，增速较慢														
300783	三只松鼠	87	32.6	23.5	18.2	15.3	36.4%	-9.8%	28.8%	19.1%	-0.2%	3.4%	13.4%	12.8%
603719	良品铺子	98	43.1	27.9	21.9	17.7	-18.1%	24.5%	27.2%	23.6%	18.1%	17.0%	16.6%	16.2%
002847	盐津铺子	118	84.8	40.2	28.3	21.9	-37.7%	96.5%	43.0%	30.7%	16.5%	22.1%	21.2%	18.7%
平均值			53.5	30.5	22.8	18.3	-6.4%	37.1%	33.0%	24.5%	11.4%	14.1%	17.1%	15.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除甘源食品、洽洽食品、盐津铺子外，其余公司均为 Wind 一致预测

## 投资建议：新成长曲线打造中，估值业绩或双提升

综合分析公司上市以来的股价波动情况，我们认为公司上市后逐渐进入组织升级、新品研发、渠道拓展的调整期，且在成效尚未显现的情况下，市场对公司信心不足。此外，公司受商超人流量下滑、成本大幅上涨、终端动销疲软等外部因素的冲击较大。因此我们认为未来随着新品推出、渠道加速拓展，公司兼具短期弹性与长期成长空间，有望重新获得市场认可。下面我们对公司上市以来的股价波动情况进行分析：

上市后-2021年初：公司上市后，在主要销售渠道商超人流量下滑、大单品增速放缓、原材料成本上涨等的影响下，股价逐渐回调。

2021年1月份-2月中旬：公司产品销售良好，主要系①在春节提前、“就地过年”政策的影响下，春节期间零食、坚果等消费场景增加，公司产品在春节期间动销量好；②棕榈油、瓜子仁等成本大幅上涨的压力下，公司宣布提价，故经销商积极打款订货。

2021年2月中旬-10月中：公司股价继续回调，主要有以下几点原因：

- ✓ 2021年8月20日和9月4日，公司披露大股东红杉铭德的减持股份预披露公告，其计划减持股份分别占总股本的6.0%和2.0%。
- ✓ 公司21年上半年净利润同比下滑约46%，主要系①在成本大幅上涨、终端动销疲软的影响下，提价不及预期；②公司品牌宣传过程中营销投入增大，拖累利润；③公司主要销售渠道商超受到社区团购等新零售渠道冲击，叠加终端动销疲软，产品销售受到较大影响。
- ✓ 公司处于组织升级、新品研发、渠道拓展的调整期，成效尚未显现。

2021年10月中-12月末：公司股价逐步回调，主要系：

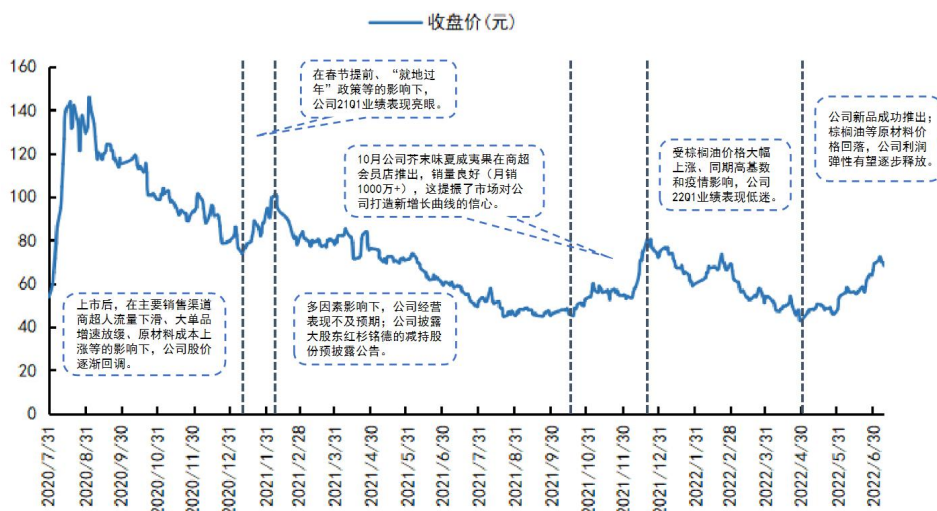
- ✓ 10月公司芥末味夏威夷果在商超会员店推出，销量良好（月销1000万+），体现了公司产品卓越的产品力，这提升了公司的品牌影响力，也提振了市场对公司信心。
- ✓ 在去年同期低基数、且22年春节期间返乡客流量显著回暖的影响下，公司21Q4终端动销同比表现良好。

2021 年末-2022 年 4 月底：公司股价震荡回落，主要系棕榈油价格大幅上涨；且受同期高基数和疫情影响，公司 22Q1 业绩表现低迷。

2022 年 4 月底-今：公司股价持续震荡反弹，主要系：

- ✓ 3 月份，公司召开新品发布会，新品推出效果良好。
- ✓ 棕榈油等原材料价格的逐渐回落，公司利润弹性有望逐步释放。
- ✓ 2022 年 6 月 9 日，公司披露股东严海雁先生（现任公司副董事长、副总经理、董事会秘书、董事）减持股份预披露公告，其计划减持股份占公司总股本的 0.9%。

图 26: 公司上市以来股价波动及原因分析示意图



### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 75.0-81.9 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.79%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司同行业的成熟公司进行比较，同时考虑公司成长性，最终给予公司 2023 年 25-30 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- 第一、若经济出现大幅波动，消费需求下降，可能影响休闲食品的终端动销。
- 第二、公司品牌知名度不高，产品推新和渠道拓展进程可能相对较慢，有可能影响整体公司增速。

### 经营风险

- 第一、随公司规模快速扩张很容易出现管理滞后的现象，造成公司管理效率降低，竞争力下降。公司的快速发展需要高效的运营管理及内部协同，为此需要不断打通边界，强化和完善各类管理制度，规范和优化业务流程，并通过信息化手段，构建管理自动化体系，提高信息流、物流与资金流的周转效率，形成较为科学、完善的内部流转系统，对公司规模快速扩张形成强力支撑。
- 第二、公司由于渠道拓展新市场与推广新产品而使得费用支出超出预期的风险。新市场的开拓与新产品的推广会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

### 市场风险

- 第一、随着籽类休闲食品行业规模的扩大，未来市场竞争可能存加剧风险，影响公司在赛道上的议价力及固有优势。
- 第二、公司产品的部分原料采购自国际市场，如树坚果等，上游议价能力较弱，且原材料采购需要一定周期，因此对公司的资金要求较高；上游原材料价格波动也会直接影响公司产品利润以及现金流。
- 第三、如果出现行业性事件，如行业内其他企业经营不规范造成食品质量安全事件，也可能对本企业造成影响。公司将通过加大品牌建设等方式，树立良好安全的品牌形象，严格保证自身产品的质量安全。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	149	510	1080	1031	1142	营业收入	1172	1294	1629	2105	2645
应收款项	13	17	21	26	34	营业成本	702	840	1034	1328	1661
存货净额	89	127	153	198	250	营业税金及附加	13	14	19	24	30
其他流动资产	15	44	29	45	64	销售费用	205	208	261	337	418
<b>流动资产合计</b>	<b>1230</b>	<b>1118</b>	<b>1704</b>	<b>1721</b>	<b>1910</b>	管理费用	45	59	69	86	104
固定资产	392	549	601	598	591	研发费用	7	15	16	19	21
无形资产及其他	100	98	95	92	89	财务费用	(2)	(10)	(9)	(8)	(16)
投资性房地产	39	58	58	58	58	投资收益	9	14	10	11	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	9	6	6	7	6
<b>资产总计</b>	<b>1760</b>	<b>1822</b>	<b>2457</b>	<b>2468</b>	<b>2648</b>	其他收入	15	(1)	(16)	(19)	(21)
短期借款及交易性金融负债	0	4	500	300	200	营业利润	242	202	254	339	445
应付款项	67	97	116	143	187	营业外净收支	(1)	(3)	0	0	0
其他流动负债	149	148	159	205	257	<b>利润总额</b>	<b>241</b>	<b>199</b>	<b>254</b>	<b>339</b>	<b>445</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>216</b>	<b>248</b>	<b>775</b>	<b>648</b>	<b>644</b>	所得税费用	62	45	63	85	111
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	124	129	138	148	156	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>179</b>	<b>154</b>	<b>190</b>	<b>254</b>	<b>334</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>124</b>	<b>129</b>	<b>138</b>	<b>148</b>	<b>156</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>339</b>	<b>377</b>	<b>913</b>	<b>796</b>	<b>800</b>	净利润	179	154	190	254	334
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	4	1	0	(0)
股东权益	1421	1445	1544	1673	1848	折旧摊销	31	39	57	64	68
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1760</b>	<b>1822</b>	<b>2457</b>	<b>2468</b>	<b>2648</b>	公允价值变动损失	(9)	(6)	(6)	(7)	(6)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(2)	(10)	(9)	(8)	(16)
每股收益	1.92	1.65	2.04	2.72	3.58	营运资本变动	(17)	(52)	25	17	26
每股红利	1.07	0.75	0.97	1.35	1.70	其它	2	(4)	(1)	(0)	0
每股净资产	15.24	15.50	16.57	17.94	19.82	<b>经营活动现金流</b>	<b>184</b>	<b>135</b>	<b>266</b>	<b>328</b>	<b>421</b>
ROIC	43%	18%	18%	23%	30%	资本开支	0	(203)	(101)	(51)	(51)
ROE	13%	11%	12%	15%	18%	其它投资现金流	(725)	543	0	0	0
毛利率	40%	35%	37%	37%	37%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(725)</b>	<b>340</b>	<b>(101)</b>	<b>(51)</b>	<b>(51)</b>
EBIT Margin	17%	12%	14%	15%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	15%	18%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	10%	26%	29%	26%	支付股利、利息	(100)	(70)	(91)	(126)	(159)
净利润增长率	7%	-14%	24%	33%	31%	其它融资现金流	818	25	496	(200)	(100)
资产负债率	19%	21%	37%	32%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>619</b>	<b>(115)</b>	<b>406</b>	<b>(326)</b>	<b>(259)</b>
息率	1.7%	1.2%	1.6%	2.2%	2.7%	<b>现金净变动</b>	<b>78</b>	<b>360</b>	<b>571</b>	<b>(49)</b>	<b>111</b>
P/E	32.4	37.8	30.5	22.9	17.4	货币资金的期初余额	71	149	510	1080	1031
P/B	4.1	4.0	3.8	3.5	3.1	货币资金的期末余额	149	510	1080	1031	1142
EV/EBITDA	26.6	31.5	23.5	17.6	13.8	企业自由现金流	0	(94)	153	264	351
						权益自由现金流	0	(69)	655	70	263

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032