

新品推广，渠道扩张，公司步入快速成长期

甘源食品(002991)

核心要点：

公司籽类炒货起家，专注深耕十六载。甘源食品成立于2006年，目前主要产品类型分为青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列、综合果仁及豆果系列和其他五个系列产品，具备强研发能力。

休闲零食行业：规模稳健增长，渠道建设是推动销售增长的有力抓手。休闲零食行业具有大行业和小公司的特点，行业整体规模超万亿，其中坚果炒货规模超千亿，但行业集中度较低，坚果领域CR5低于20%，单品坚果格局分散，行业空间广阔可以容纳多款过亿级单品。各公司在产品禀赋和渠道优势上各具特点，渠道建设和铺货率的提升能有力推动销售增长。

渠道扩张：招商、下沉提高铺货率，坚果布局中高端会员店，填补空白市场对公司营收有显著的拉动作用。安阳工厂新品有效优化公司散装产品矩阵，有望帮助公司加速渠道下沉，22年公司重点开发四五线及县城市场，下半年招商进度有望加速。爆款口味性坚果已获高端渠道认可，22年计划进入200家高端会员制商超和6000家KA终端门店，公司已进入山姆、麦德龙、家乐福、盒马、fudi等高端会员店，未来2-3年有望进入持续放量增长期。

爆款口味性坚果打开中高端渠道，优质渠道头部集中，品牌食品生产商优势凸显。头部零售公司因为具备更好的选品机制和更新迭代速度，获得新一代消费者的欢迎，渠道往头部集中明显，进驻商场、与头部渠道开展合作的消费品生产商将受益，获得更多的曝光频次和购买机会。中国山姆会员店的数量今年保持稳定增长，2021年净增长9家，体现了消费者对于头部零售公司的需求和认可不断增加。优质渠道需要具备强研发能力和快速推新品的品牌商，甘源食品凭借前期在产品方面的积累入驻山姆，扩大了销售渠道和消费人群，对最前沿的消费数据有了更深的掌握。

销售改革：组织改革大刀阔斧，激励计划充分。20年下半年至今，公司坚定发力组织结构调整，引入多位销售团队高管，发力营销体系变革，加强直营团队建设，同步发力线上直播，增强品牌曝光。公司员工持股计划已落地，22-24年营收及利润CAGR为26.6%，其中22年收入及净利目标增速20%，23/24年同比增速均为30%，未来3年迎来快速增长期。

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号：S1440518060003

SFC 中央编号：BOT242

余璇

yuxuan@csc.com.cn

19910604634

SAC 执证编号：S1440521120003

发布日期：2022年08月13日

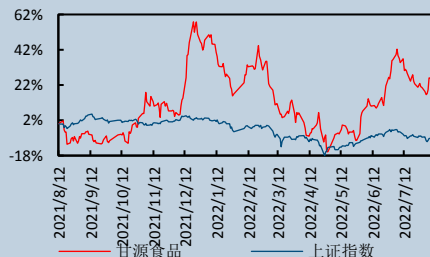
当前股价：64.8元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-6.8/-5.84	33.9/26.61	25.12/32.23
12月最高/最低价(元)			84.78/41.78
总股本(万股)			9,321.58
流通A股(万股)			3,641.99
总市值(亿元)			60.4
流通市值(亿元)			23.6
近3月日均成交量(万股)			109.09
主要股东			
严斌生			56.24%

股价表现



相关研究报告

22.08.10 【中信建投食品加工】甘源食品(002991):渠道拓展积极,收入高增

盈利预测与投资建议：公司是籽类炒货龙头公司，当前公司覆盖区域存在较大提升空间，产品矩阵完善和渠道扩张助力公司快速发展，新品成功突破山姆会员店等渠道的壁垒，不仅为公司带来增量收入，更带来了更广泛的消费人群。综合来看，我们预计公司未来收入能保持较高增长，2022-2024 年间，预测收入分别为 16.15、20.31、25.83 亿元，公司归母净利润分别为 1.85、2.41、3.12 亿元，对应 PE 分别为 32、25、19。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、食品质量控制，疫情恶化、竞争加剧等风险。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,172	1,294	1,615	2,031	2,583
增长率(%)	5.7	10.4	24.8	25.7	27.2
净利润(百万元)	179	154	185	241	312
增长率(%)	6.7	-14.3	20.6	30.2	29.3
ROE(%)	12.6	10.6	12.1	14.2	16.2
EPS(元/股，摊薄)	1.92	1.65	1.99	2.59	3.35
P/E(倍)	33.5	39.1	32.4	24.9	19.2

资料来源：公司公告，中信建投

目录

1、公司简介：具备强研发能力的籽类炒货龙头	7
1.1 籽类炒货起家，细分行业领先	7
1.2 管理团队优异，员工激励灵活	7
1.3 营收净利稳步增长，产品结构逐步提升.....	9
2、行业发展：规模稳健增长，渠道建设助力品牌发展.....	10
2.1 休闲零食行业稳健增长，行业集中度低，全渠道助力品牌发展.....	10
2.2 坚果行业发展迅速，健康需求释放新动力.....	11
3、产品拓宽：构建产品矩阵，开发口味性坚果.....	12
3.1 老三样是基本盘，新三样增长迅速，未来发力口味性坚果.....	13
3.2 公司研发持续投入，产品力高，议价能力强.....	15
4、渠道扩张：招商、下沉提高铺货率，坚果布局中高端会员店.....	17
4.1 新品招商提速，渠道持续下沉	17
4.2 爆款口味性坚果打开中高端渠道	19
5、销售改革：组织改革大刀阔斧	22
5.1 团队大幅调整，改革决心坚定	22
5.2 员工持股落地，三年规划开启	23
6、盈利预测及投资建议	24
风险提示	25
报表预测	26

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1230	1118	1061	1159	1295	营业收入	1172	1294	1615	2031	2583
现金	149	510	456	488	583	营业成本	702	840	1040	1290	1634
应收票据及应收账款合计	9	14	0	0	0	营业税金及附加	13	14	17	23	29
其他应收款	5	4	7	6	0	销售费用	205	208	266	329	413
预付账款	10	24	18	34	33	管理费用	45	59	66	83	103
存货	89	127	140	191	229	研发费用	7	15	16	20	26
其他流动资产	968	440	440	440	440	财务费用	-2	-10	-10	-8	-9
非流动资产	531	704	762	849	978	资产减值损失	-1	-3	-0	-0	-2
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	8	3	3	4	5
固定资产	304	476	539	626	744	其他收益	23	20	15	16	19
无形资产	100	98	112	123	126	投资净收益	9	14	9	9	10
其他非流动资产	127	131	111	100	107	营业利润	242	202	246	324	422
资产总计	1760	1822	1823	2009	2273	营业外收入	0	0	1	1	1
流动负债	216	248	164	169	193	营业外支出	1	3	1	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	241	199	246	323	421
应付票据及应付账款合计	67	97	0	0	0	所得税	62	45	61	80	103
其他流动负债	149	152	164	169	193	净利润	179	154	185	243	318
非流动负债	124	129	129	129	129	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	179	154	185	243	318
其他非流动负债	124	129	129	129	129	EBITDA	272	230	283	370	467
负债合计	339	377	293	298	322	EPS (元)	1.92	1.65	1.98	2.61	3.41
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	93	93	93	93	93	主要财务比率					
资本公积	958	958	958	958	958	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
留存收益	369	453	569	698	866	成长能力					
归属母公司股东权益	1421	1445	1530	1711	1951	营业收入(%)	5.7	10.4	24.8	25.7	27.2
负债和股东权益	1760	1822	1823	2009	2273	营业利润(%)	7.0	-16.5	21.8	31.8	30.4
						归属于母公司净利润(%)	6.7	-14.3	20.2	31.6	30.8
						获利能力					
						毛利率(%)	40.1	35.1	35.6	36.5	36.7
						净利率(%)	15.3	11.9	11.4	12.0	12.3
						ROE(%)	12.6	10.6	12.1	14.3	16.4
						ROIC(%)	57.3	27.4	26.7	29.3	32.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.3	20.7	16.1	14.9	14.2
						净负债比率(%)	-10.5	-35.0	-29.8	-28.6	-30.1
						流动比率	5.7	4.5	6.5	6.8	6.7
						速动比率	5.3	4.0	5.6	5.7	5.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.7	0.9	1.1	1.2
						应收账款周转率	118.8	115.3	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	9.3	10.3	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.92	1.65	1.98	2.61	3.41
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.20	1.32	1.55	2.44	3.72
						每股净资产(最新摊薄)	15.24	15.50	16.39	18.27	20.78
						估值比率					
						P/E	33.3	38.8	32.3	24.5	18.8
						P/B	4.2	4.1	3.9	3.5	3.1
						EV/EBITDA	17.8	21.9	18.0	13.7	10.6

26

图表目录

图表 1: 公司发展历程	7
图表 2: 公司股权架构及员工持股平台(22Q1)	7
图表 3: 公司三大员工持股平台涵盖各业务部门骨干	8
图表 4: 公司管理层经营丰富	8
图表 5: 2017-2021 年公司营收及归母净利润	9
图表 6: 2017-2021 年公司主营产品营收(亿元)	9

图表 7: 公司主营业务产品营收占比	9
图表 8: 2017-2021 年公司主要产品毛利率	9
图表 9: 公司老三样产品 (青豌豆、瓜子仁、蚕豆)	10
图表 10: 公司新三样产品 (花生、兰花豆、豆果)	10
图表 11: 2016-2022E 年中国休闲零食市场规模与预测	10
图表 12: 休闲零食行业竞争格局 (2020 年)	10
图表 13: 2021 年休闲零食代表企业营收结构对比	11
图表 14: 2014-2021 年中国坚果炒货行业销售规模及增速	11
图表 15: 坚果炒货行业竞争格局 (2018 年)	11
图表 16: 中国居民平衡膳食宝塔	12
图表 17: 中国主要年份城乡居民每人每日坚果摄入量统计	12
图表 18: 公司产品矩阵	13
图表 19: 2018-2021 年老三样整体销售情况	13
图表 20: 2021 年老三样业务占比	13
图表 21: 2018-2021 年综合果仁及豆果系列销售情况	14
图表 22: 2021 年综合果仁及豆果系列业务占比	14
图表 23: 2018-2021 口味性坚果及米酥销售情况	15
图表 24: 2021 年口味性坚果及米酥业务占比	15
图表 25: 公司 2021 年新增食品专利情况	15
图表 26: 公司及产品获奖情况 (部分)	16
图表 27: 2021 年公司研发投入加大	16
图表 28: 同行业公司毛利率对比	16
图表 29: 公司前五大经销客户收入结算情况	17
图表 30: 2017-2021 年公司销售渠道分布	17
图表 31: 2017-2021 年公司正式经销商及试销商数量	17
图表 32: 2017-2021 年公司主营业务区域及电商营收 (亿元)	18
图表 33: 2021 年公司区域及电商营收占比	18
图表 34: 2020-2021 年公司各地经销商年均经销规模	18
图表 35: 公司经销销售金额区域分布	18
图表 36: 公司陈列所用 1.8m*1.8m(36 缸)G 柜及 0.65m*0.3m (12 缸) D 柜	19
图表 37: 公司与头部主播合作销售口味性坚果	20
图表 38: 公司代工的芥末味夏威夷果成为爆款	20
图表 39: 公司对经销商推广行为有明确的补贴要求	21
图表 40: 公司直营销售团队已对接渠道情况	21
图表 41: 公司组织架构调整	22
图表 42: 公司高管变动	23
图表 43: 员工持股计划三年目标增速 CAGR26.6%	23
图表 44: 分业务盈利预测	24

1、公司简介：具备强研发能力的籽类炒货龙头

1.1 籽类炒货起家，细分行业领先

籽类炒货起家，专注深耕十六载。甘源食品成立于 2006 年，是一家以炒货、坚果果仁和谷物酥类为主导的休闲食品企业，以籽类炒货为起点，目前主要产品类型分为青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列、综合果仁及豆果系列和其他五个系列产品，一年畅销 16 亿包。甘源食品是一家具备新品持续开发能力的公司，从最初的瓜子仁、青豌豆、蚕豆等籽类炒货品类新增了坚果果仁、谷物酥类产品，为山姆会员店代工的芥末味夏威夷坚果成为爆品，验证了公司卓越的产品开发能力，新投产的安阳工厂又开发出膨化类、烘焙类和酥类产品，包含口味性花生、米制品、薯片、薄脆、米酥等多个系列产品，形成了丰富的产品矩阵。

图表1：公司发展历程

2000年 严斌生先生用50万元收购广东番禺濒临破产的甘源食品厂	2007年 率先运用剥壳、涂层等深加工技术	2009年 将海外受欢迎的蟹黄、芥末等口味引入国内	2015年 引入红杉资本	2020年 A股成功上市	2021年11月 代工生产的芥末味夏威夷果成为山姆爆款
2006年 严斌生先生将公司搬迁至老家江西萍乡正式创立甘源食品	2008年 推出独立包装的手抓包产品	2012年 迁入萍乡开发区启用300亩生产基地	2018年 引入基石资本	2021年10月 河南安阳工厂正式投产占地390亩	2022年2月 推出口味性坚果和膨化类零售等新品

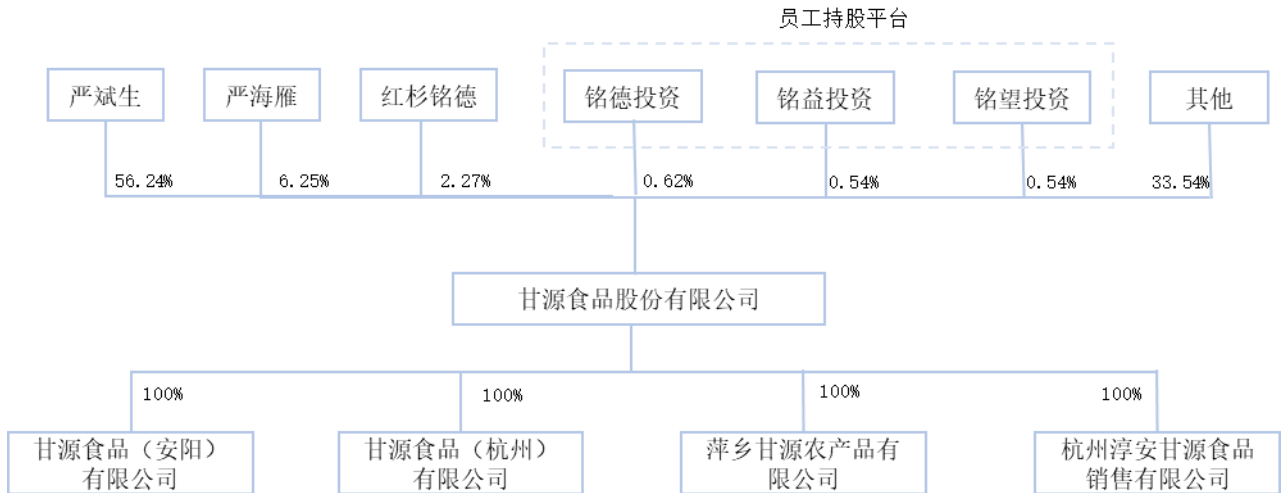
资料来源：公司官网，公开资料整理，中信建投

包装、口味不断迭代出新，产品不断入驻新渠道。董事长在行业内率先将散装炒货做成独立手抓包产品，并在传统炒货口味基础上，引进芥末味等欧化口味，逐渐在休闲零食市场崭露头角。在籽类休闲食品领域，公司率先将蟹黄味、芥末味、台式卤肉味等新式口味引入，后又推出了酱香肉汁味、蒜香味、香辣味等十多种口味，蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、蒜香味青豌豆等产品为消费者熟知，其中蟹黄瓜子仁为公司首创产品，受到广大消费者的欢迎。同时，公司将口味性籽类炒货的优势复制到口味性坚果领域，20年下半年推出7种口味性坚果，21年上半年推出南乳花生、蒜香花生、鱼皮花生、山核桃花生等8种口味性花生以及多种口味性坚果，21年公司代工的芥末味夏威夷果成为爆款。

1.2 管理团队优异，员工激励灵活

股权结构清晰，具备三大员工持股平台。截至 22Q1，创始人严斌生为公司实控人，所持股份占公司总股本的 56.24%，任职公司董事长和总经理，控制权稳定。严海雁持股 6.25%，为公司第二大股东，任公司副董事长、董事会秘书和副总经理。红杉铭德为公司第三大股东，是公司在 2015 年引进的战略投资者，上市时曾持股 8.78%，目前已减持至 2.27%。另外公司在 2017 年成立三大员工持股平台，分别为铭智投资、铭望投资、铭益投资，覆盖公司核心高管、各部门业务骨干合计 71 名，与核心员工进行绑定，具备良好的员工激励基础。

图表2：公司股权架构及员工持股平台（22Q1）



资料来源: WIND, 公司招股书, 中信建投

图表3: 公司三大员工持股平台涵盖各业务部门骨干

员工持股平台	铭智投资	铭望投资	铭益投资
成立时间	2017年10月27日	2017年10月27日	2017年10月27日
出资合计	1095.02万	750.01万	750.02万
普通合伙人	宋新兴	宋新兴	宋新兴
权益比例最高	张铁强(20.55%)	严剑(66.03%)	严剑(36.77%)
有限合伙人	前财务总监张铁强、副总经理严剑, 审计、销售、行政、采购和财务中心等核心管理人员, 共计28人	副总经理严剑, 行政、质量、仓储物流、工程动力、生产、技术、项目中心等核心管理人员, 共计24人	副总经理严剑, 技术中心副总监, 营销中心管理人员和业务骨干, 共计22人

资料来源: 公司招股书, 中信建投

管理层经验丰富。创始人严斌生先生, 1975年出生于江西省萍乡市, 曾任职于广东七宝一丁食品、佛山市高明森和园食品、顺德市花之心食品公司、佛山市高明森和园食品公司, 在食品行业有着多年经验。副总经理严剑先生曾任职于东莞市润达食品和江西正源食品, 与严斌生先生为兄弟关系。副总经理严海雁先生曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局, 2011年加入公司。公司核心管理层关系密切, 深耕食品行业多年, 管理经验丰富。

图表4: 公司管理层经营丰富

姓名	职务	从业经历
严斌生	董事长、总经理	1975年出生, 曾任职于广东七宝一丁、佛山市高明森和园、顺德市花之心等食品公司。2006年2月-2011年11月, 任甘源有限营销总监; 2012年8月起任甘源食品董事长。
严剑	董事、副总经理	1978年出生, 曾任职于东莞市润达食品、江西正源食品。2006年至2011年, 任甘源总经理, 2012年至今任副总经理源食品。

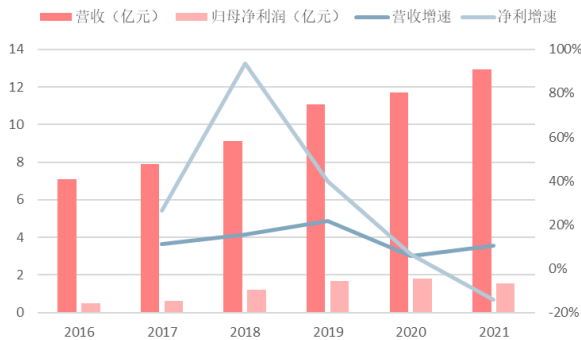
严海雁	副董事长、董秘、副总经理	1972 年出生，曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局，2011 年 12 月起任职于甘源食品，2012 年起任副董事长。
涂文莉	财务总监	1981 年出生，曾任职于青岛海信电器、广东小猪班纳服饰等公司。2017 年 7 月起任甘源财务总监。

资料来源：公司招股书，中信建投

1.3 营收净利稳步增长，产品结构逐步提升

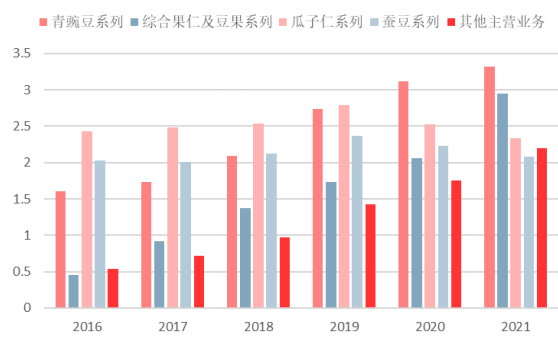
公司营收净利稳步增长，产品结构逐步提升，高客单价的坚果新品占比逐渐增加。公司收入每年保持约 20% 的增长，净利润较快增长，2021 年主要因成本上升和费用投放过多受到影响。产品结构中，老三样（青豌豆、瓜子仁、蚕豆）占比约 70%，整体营收平稳，新三样（花生、兰花豆、虾条豆果）及其他新品（综合果仁、口味性坚果）高速增长，2017-2021 年综合果仁及豆果系列和其他产品整体收入 CAGR 为 33%，营收占比从 17 年的 21.1% 提升至 21 年的 40.2%，综合果仁及豆果系列 21 年营收占比 22.8%，是公司第二大产品，。

图表5： 2017-2021 年公司营收及归母净利润



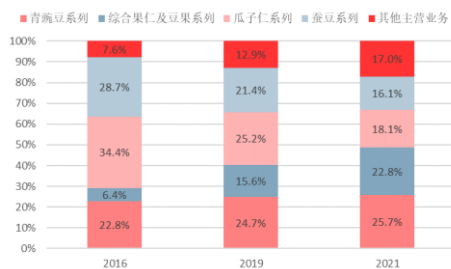
资料来源：WIND，中信建投

图表6： 2017-2021 年公司主营产品营收（亿元）



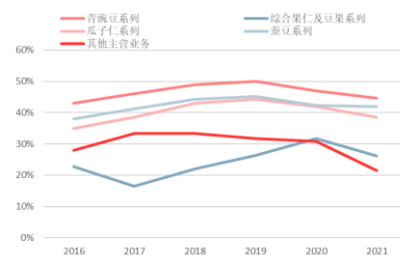
资料来源：WIND，中信建投

图表7： 公司主营业务产品营收占比



资料来源：WIND，中信建投

图表8： 2017-2021 年公司主要产品毛利率



资料来源：WIND，中信建投

老三样毛利率相对较高，新三样毛利率偏低。老三样整体毛利率在 40%-50% 之间，相对稳定，2019 年后有

所下滑，其中青豌豆系列毛利率最高。新三样毛利率偏低，与老三样毛利率差距明显，综合果仁及豆果产品受益于规模效应，2017-2021 年毛利率提升明显，21 年受原材料上涨影响有所下降。

图表9：公司老三样产品（青豌豆、瓜子仁、蚕豆）



资料来源：公司官网，中信建投

图表10：公司新三样产品（花生、兰花豆、豆果）



资料来源：公司官网，中信建投

2、行业发展：规模稳健增长，渠道建设助力品牌发展

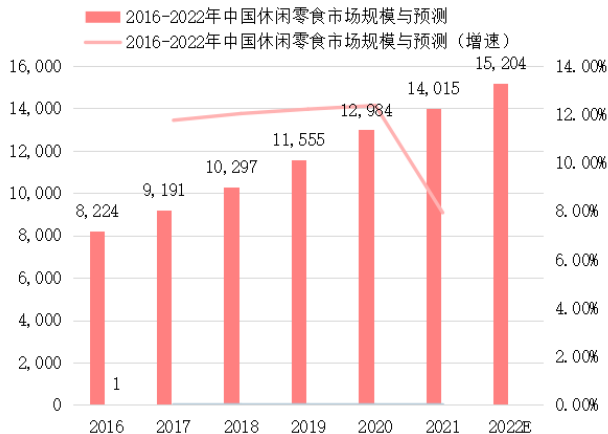
2.1 休闲零食行业稳健增长，行业集中度低，全渠道助力品牌发展

休闲零食行业规模快速增长，从2016年的8224亿元到2021年的14015亿元，五年复合增长率达到11.25%，预计2022年将增长至15204亿元。休闲零食行业发展的推手主要是国民可支配收入的提高带动的消费升级，同时，线上线下渠道的融合改变了消费场景，让休闲零食触手可得。

休闲食品市场集中度低，CR5由2019年的24.6%下降至2020年23%。目前，我国休闲零食行业前五大企业分别为旺旺、百事、三只松鼠、洽洽食品和良品铺子。休闲零食行业集中度较低，原因主要是：（1）休闲零食进入门槛较低，市场上生产企业众多。（2）中国各地饮食习惯和口味偏好的区别，造成全品类或者全国性的休闲零食企业发展困难。未来，随着食品安全条例的出台以及疫情带来的健康危机意识，规范化作业将会普及，设备更先进、生产条件更卫生的企业生产模式会取代路边摊、夫妻店等作坊型生产模式，市场集中度也将会进一步提升。

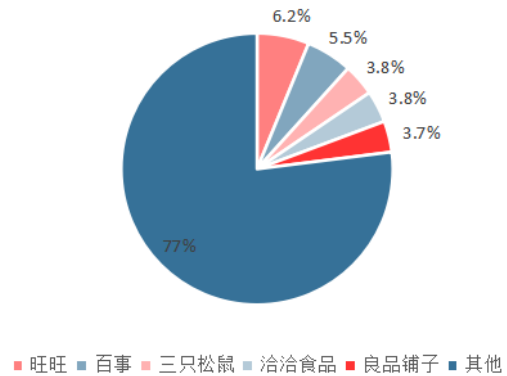
图表11：2016-2022E年中国休闲零食市场规模与预测

图表12：休闲零食行业竞争格局（2020年）



资料来源: CBNDdata, 中信建投

2020年中国休闲食品企业市场份额占比情况



资料来源: 华经产业研究院, 中信建投

休闲零食行业需要高渗透，渠道力是关键的竞争力之一。近几年，三只松鼠、良品铺子等互联网品牌开始大力布局线下，旺旺、洽洽等线下为主的品牌也加大了对线上的投入。各家公司对全渠道的构建的原因是目前线下销售仍是休闲零食销售的主要渠道，商超、零售店等占据销售渠道的83%，网上渠道占13%。同时，互联网的普及和现代物流体系的完善降低了销售成本与物流成本，网络消费人群的习惯已经培养，线上渠道也不容忽视。

图表13: 2021年休闲零食代表企业营收结构对比

品牌		三只松鼠	良品铺子	洽洽食品	盐津铺子	甘源	来伊份
渠道	线上	66.3%	53.1%	9.5%	6.1%	16.1%	15.9%
	线下	33.7%	46.9%	90.5%	93.9%	83.9%	84.1%

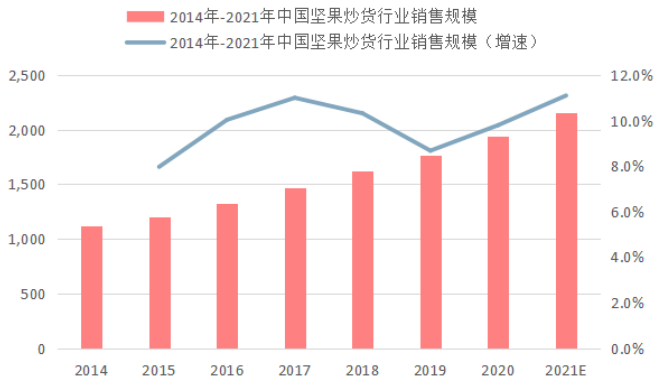
资料来源: WIND, 中信建投

2.2 坚果行业发展迅速，健康需求释放新动力

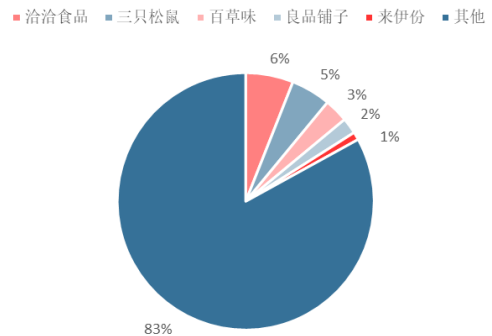
受益于人均可支配收入的提高、消费结构的升级以及电商红利发展等因素的影响，近年来坚果行业发展迅速，2019年我国规模以上坚果炒货企业收入1766.4亿元，据Frost & Sullivan预测20-25年坚果炒货CAGR约9%。与休闲零食行业类似，坚果行业的行业集中化低，CR5仅17%，格局相对分散，集中度提升空间较大。

图表14: 2014-2021年中国坚果炒货行业销售规模及增速

图表15: 坚果炒货行业竞争格局 (2018年)



资料来源：中国食品工业协会，前瞻产业研究院，中信建投



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投

坚果作为高客单价的零食，主要的增长驱动因素来自消费者对健康意识的提升。根据中国居民平衡膳食宝塔与《中国居民膳食指南 2022》指出，成人建议每天摄入大豆和坚果类为 25-35g，其中坚果为每天 10g 左右。2012 年国内居民每日坚果摄入量仅为 3.8g，到 2018 年也仅增长到每天 7g。在消费健康化趋势引领下，消费者对营养摄入需求仍将上涨，未来坚果市场具备长期增长潜力。

图表16：中国居民平衡膳食宝塔



资料来源：中国营养学会，中信建投

图表17：中国主要年份城乡居民每人每日坚果摄入量统计

合计			
	1992	2002	2012
	3.1	3.8	3.8
城市			
	1992	2002	2012
	3.4	5.5	4.7
农村			
	1992	2002	2012
	3	3.2	2.8

资料来源：《中国卫生和计划生育统计年鉴 2021》，中信建投

坚果行业未来的发展方向主要是树立品牌、拓展渠道、产品研发、布局食品原料上游等方面。行业领头羊洽洽食品利用自身的品牌优势和 20 余年的渠道优势，在巩固瓜子行业领先地位的同时不断推出新品类，以坚果品类打造第二成长曲线，聚焦每日坚果。2013 年布局上游坚果种植，2015-2016 年自种的夏威夷果、碧根果现已结果，2015 年-2021 年将坚果营收占比由 0.6% 提升至 22.8%。三只松鼠利用品牌优势打造 IP，通过将品牌人格化，推出系列动漫、周边等，充分挖掘品牌力，借助互联网流量红利，实现了业绩增长。各企业利用自身优势，在优势领域拓展坚果行业发展的新方向。

3、产品拓宽：构建产品矩阵，开发口味性坚果

3.1 老三样是基本盘，新三样增长迅速，未来发力口味性坚果

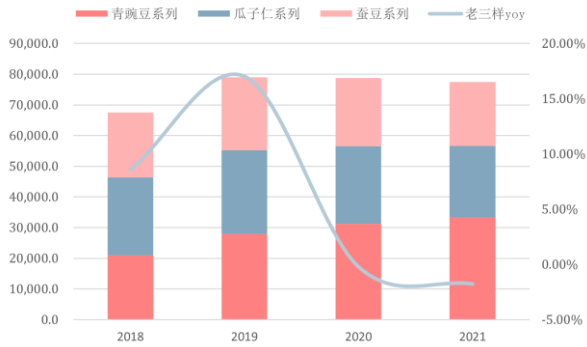
公司产品线丰富，覆盖种类逐步增长。甘源产品覆盖坚果炒货、豆果套餐、果脯蜜饯、膨化小食等多品类产品组合。经过十余年的发展，公司目前布局南北两大现代化生产基地，产能辐射全国，一年畅销 16 亿包。公司南方基地位于安徽萍乡，总产能 7.95 万吨；北方基地位于河南安阳，总产能 3.6 万吨，建成产能 1.8 万吨。根据产品上市时间和销售规模，我们将公司产品划分为三大类：老三样，新三样，口味性坚果及米制酥类。

图表18：公司产品矩阵

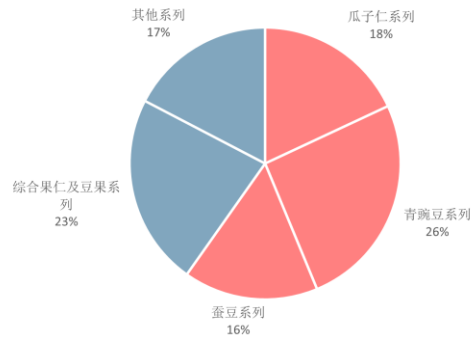
系列	产品展示	描述、售价
老三样		青豌豆、蚕豆、瓜子仁 公司基本盘，2021年销售占比60% 蟹黄味蚕豆：12.9元/220克 原味青豌豆：22.8元/500克 蟹黄味瓜子仁：21.0元/200克
新三样		花生、兰花豆、虾条豆果 公司发力点，2021年销售占比23% 椒盐花生：19.9元/285克 兰花豆：15.9元/285克 虾条豆果：16.9元/285克
口味型坚果、米制酥类		夏威夷果仁、口味型腰果、米酥、麻花、锅巴等 蟹黄味夏威夷果仁：19.9元/65克 椰香炭烧腰果：38.5元/100克 糯香锅巴：36.5元/376克

资料来源：公司官网，京东，中信建投

图表19：2018-2021 年老三样整体销售情况
图表20：2021 年老三样业务占比



资料来源：公司公告，中信建投

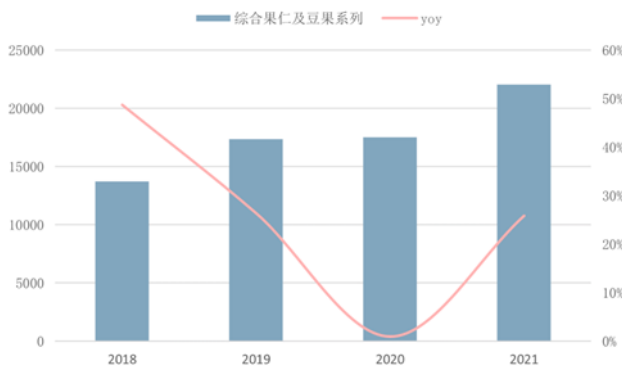


资料来源：公司公告，中信建投

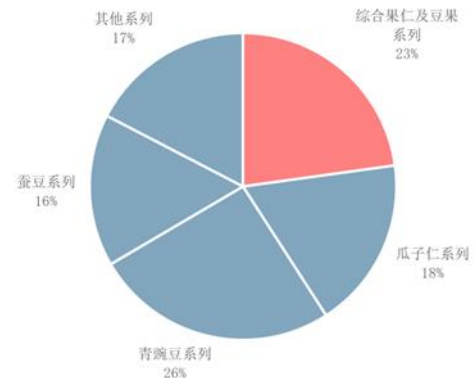
老三样口味优良，业绩贡献大，近两年规模趋于平稳。青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列是公司经典产品，合称老三样；老三样产品成熟，具有多种口味、多种规格，深受消费者喜爱。老三样包含蟹黄味、酱汁牛肉味、原味等多种明星口味，满足消费者办公、休闲、娱乐等多种需求，享誉全网。老三样是炒货中传统的品类，历史悠久竞争者众多，但公司产品口味独特，在十余年的差异化经营中开辟了新的细分品类，最终脱颖而出。2021年青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列销售额分别为 3.32 亿、2.34 亿、2.08 亿，占营收比重分别为 25.67%、18.07%、16.07%。老三样 2021 年合计销售 7.74 亿元，占公司全年营收的 60% 以上，是目前公司业绩的核心。2020 年以来受疫情影响，老三样增长放缓。

图表21： 2018-2021 年综合果仁及豆果系列销售情况

图表22： 2021 年综合果仁及豆果系列业务占比



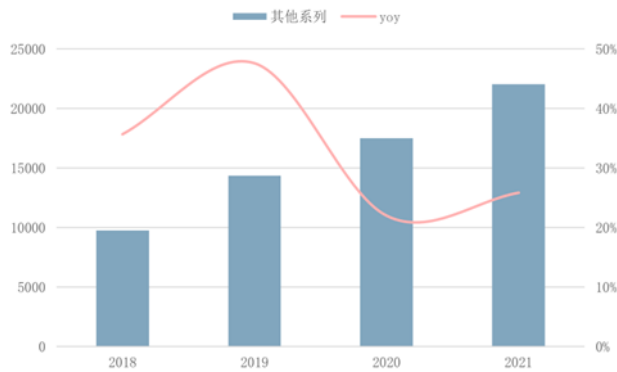
资料来源：公司公告，中信建投



资料来源：公司公告，中信建投

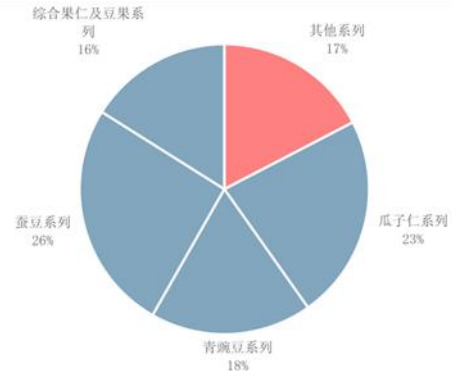
新三样精准把握需求，逆势快速增长，有望持续放量。新三样包含花生、兰花豆、虾条豆果，在公司公告中又称综合果仁及豆果系列，是公司的增量产品。目前公司在新三样上着重投入研发，提升口味口感，产品线不断丰富。根据公司年报，仅在 2021 年，在花生一个种类下公司就新增南乳花生、五香花生、蒜香味花生、山核桃味花生、鱼皮花生等多个口味的花生类产品。疫情期间花生、兰花豆、虾条豆果产品销量逆势增长，业绩占比提升迅猛，占公司营收比例已从 2017 年的 11.75% 迅速提升至 2021 年的 22.81%。随着公司研发和推广的不断投入，新三样产品被更多消费者知晓，花生、兰花豆和虾条豆果有望持续高增长。

图表23： 2018-2021 口味性坚果及米酥销售情况



资料来源：公司公告，中信建投

图表24： 2021 年口味性坚果及米酥业务占比



资料来源：公司公告，中信建投

口味性坚果和米酥全面布局，未来有望成为第二业务核心。口味性坚果包含夏威夷果、腰果、碧根果、核桃、巴旦木等，米制酥类包含米酥、锅巴、麻花、江米条等。公司捕捉到炒货行业消费健康化的趋势，针对坚果口味单一，口感平淡苦涩的问题，开始布局蟹黄味、咸蛋黄味、椰香味、炭烧味等“好吃的坚果”。公司在 2021 年开发了口味性坚果、烘焙类、膨化类和酥类等一系列新产品，同时针对部分产品包装进行了全新设计，采用不同口味匹配不同色彩的原则，以清新的色彩元素，使产品包装更具系列化，品牌更具识别度。公司敏锐把握行业动向，首先提出“口味性坚果”概念，成为了该品类的先行者。2021 年口味性坚果和米酥销售 2.20 亿元，业务占比依然较低，但 2017-2021 五年 CAGR 高达 32.4%。基于公司多年口味研发积累的经验，结合新品推广实力，公司有望作为该品类的领军人，开辟新的蓝海市场，整合坚果消费需求，打造出第二个“老三样”。

3.2 公司研发持续投入，产品力高，议价能力强

公司主打口味性“小单品”，路径独特，产品力研发能力强。坚果炒货行业在我国由来已久，在上世纪 90 年代，行业已经诞生了像洽洽食品这样单品创收数亿的头部公司；2010 年前后乘互联网行业的东风，行业又诞生了一批如三只松鼠、盐津铺子等耳熟能详的互联网炒货企业。这些头部企业拥有成熟的产品线，稳定的渠道架构，和一到数千广为人知的大单品，竞争优势显著。作为坚果炒货行业的后入局者，公司实行差异化经营策略，避开传统坚果炒货行业的坚固壁垒，从口味研发入手，主打大量 SKU 的“小单品”策略。根据公司天猫旗舰店数据，甘源食品在营 SKU 高达 212 个，显著多于洽洽食品和三只松鼠等竞品公司的 SKU 数量。公司通过“小单品”策略，精耕细作，充分消化消费者尚未被满足的的差异化需求和新生需求，产品品质后来居上，成功破局。

公司研发能力强，专利持续产出，获多个国内外食品大奖。根据 2021 年报，公司在当年完成研发的食品专利数为 14 个，涉及青豆、营养保健炒米、夏威夷果、坚果等多个品类，目标优化口味，提升公司产品竞争力，降低公司生产成本。由于研发的持续投入，公司产品力突出，口味独特，获得副食品流通协会、国际农产品交易协会颁发的多个大奖，在小红书、简书等新消费平台上也有大量用户自发评测，好评颇多。2021 年，公司研发投入加大，研发团队由 36 人增加至 75 人，同比增长 108.3%；研发投入占比从 0.57% 上升到 1.17%，增加 0.60pct。

图表25： 公司 2021 年新增食品专利情况

专利名称	研发状态	简介	对公司经营的影响
原料精选车间青豆线色选机及精选方法研究	已成功研发	为适应公司销售量不断增加、同时保障品控要求，对原有青豆线色选机进行结构改进优化，并开展相应的精选工艺研究，制定的生产工艺符合公司发展规划，解决了原料的品质风险。	提高公司青豆产品市场占有率降低生产成本
营养保健炒米制作工艺的研究	已成功研发	炒米油炸后有很多不良特征，如比较粘牙，且易结块。针对遇到的这些问题，特对炒米工艺进行优化处理，实验探索研究最佳浸泡水温、浸泡时间、油炸温度进行分析研究，摸索出符合炒米工艺的最佳工艺参数。	提高公司炒米产品的市场竞争力
香脆芥末味夏威夷果/蟹黄味夏威夷果的研发	已成功研发	夏威夷果是世界上品质最佳的食用坚果，风味和口感都远比其他坚果好，但其含油量高达80-80%，如果仅食用单纯坚果，多食易腻；本项目希望通过工艺、配方等从色香味多方面考虑设计生产一款适合市场的高端坚果。	丰富了夏威夷果仁的口感，保健效果，提高市场竞争力
真空油炸坚果果仁生产工艺的研究	已成功研发	坚果中所含的多不饱和脂肪酸及大量的维生素为不耐高温物质，在加工过程中，容易被氧化而失去其营养价值。公司立项研究真空油炸坚果果仁，以期在加工过程中最大程度保留其营养价值的同时，又能获得坚果果仁的良好口感口味。	提高公司坚果果仁产品的市场竞争力

资料来源：公司公告，中信建投

图表26：公司及产品获奖情况（部分）

年份	授予单位	获奖情况
2016年	中国副食品流通协会	中国食品行业创新十佳品牌
2017年	中国食品工业协会	“蟹黄味蚕豆”获经典产品奖
2018年	中国国际农产品交易协会	“蟹黄味瓜子仁”获金奖

资料来源：招股说明书，中信建投

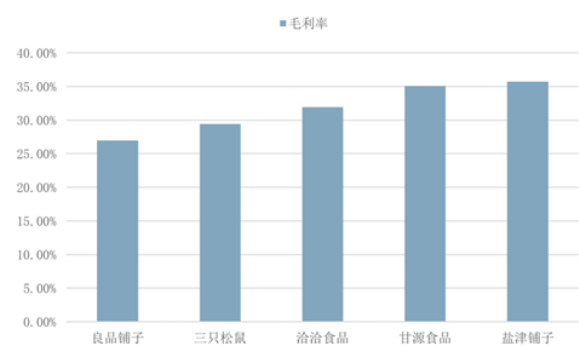
产品口味独特，差异性强，毛利率处于行业高位。公司具备优秀的产品制造和产品研发能力，多次引领行业创新，口味的独特性和差异性为公司带来了优秀的议价能力，公司毛利率处于行业领先水平。2021年公司毛利率 35.10%，仅略低于盐津铺子，因为疫情反复略有承压，但仍显著高于良品铺子（26.98%）和三只松鼠（29.40%）。

图表27：2021 年公司研发投入加大



资料来源：WIND，中信建投

图表28：同行业公司毛利率对比



资料来源：WIND，中信建投

议价能力强，对经销商实行先款后货。公司 2021 年年报显示，公司对前五大经销客户销售收入占年营业额的 9.61%，且对前五大经销商全部实行先款后货。经销商对公司的议价能力和经销商规模高度相关，

经销商采购量越大，下游议价能力越强。最大的 5 名经销商拥有最强的议价能力，根据公司对前五名经销商分销结算全部采用先款后货来看，合理推断公司对经销商全部使用先款后货制，资金周转率高。

图表29： 公司前五大经销客户收入结算情况

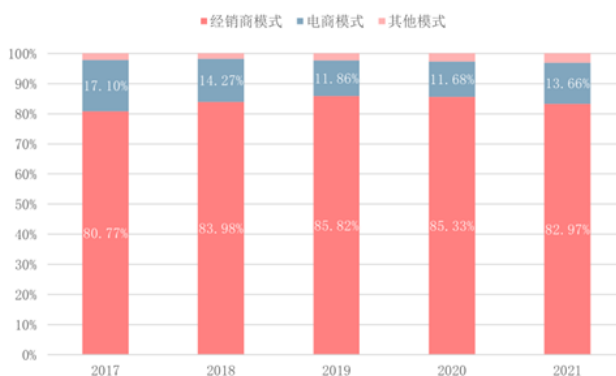
前五大经销客户	结算方式	经销方式	销售收入
客户1	先款后货	买断	60562911.03
客户2	先款后货	买断	14304373.96
客户3	先款后货	买断	9486776.7
客户4	先款后货	买断	9430105.86
客户5	先款后货	买断	9418489.62

资料来源：公司公告，中信建投

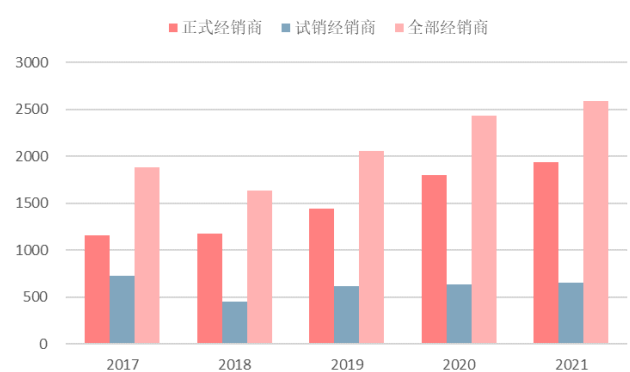
4、渠道扩张：招商、下沉提高铺货率，坚果布局中高端会员店

4.1 新品招商提速，渠道持续下沉

主营线下线上支撑，双线发力助力产品快速放量。公司始终坚持线上线下双线发展，线下渠道为主、线上渠道为辅的经营策略。作为后发入局的坚果炒货企业，公司入局行业时两种炒货渠道模式已经基本成型：洽洽食品等传统炒货厂商通过精耕细作，已经布局了庞大的经销商网络；三只松鼠等新型炒货企业乘互联网的东风，发力品牌营销，通过主营线上策略搭建品牌高度迅速辐射全国。公司取用两种渠道策略的优势，新品通过电商自营平台推广销售，迅速提升产品知名度；同时在线下商超卖场渠道逐步发力，力争渠道下沉提高渗透率。2021年，公司线下渠道销售占比 82.98%，线上渠道占比 13.68%。

图表30： 2017-2021 年公司销售渠道分布


资料来源：WIND，中信建投

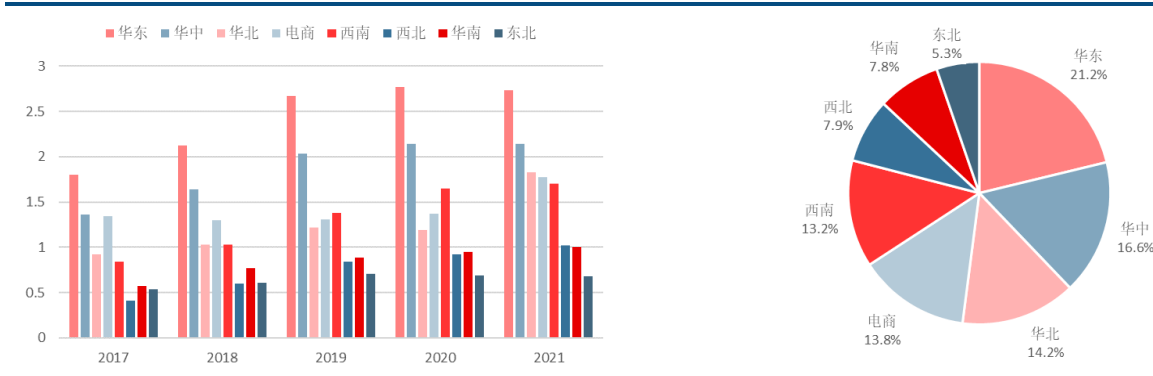
图表31： 2017-2021 年公司正式经销商及试销商数量


资料来源：WIND，中信建投

经销收入占比超 80%，华东居首，仍有较大开拓空间。公司以经销收入为主，电商收入为辅，21 年经销收入占比超 80%，电商收入占 13.8%。2016-2020 年公司电商收入 CAGR 仅 0.6%，主要原因是电商自营业务收入下降，21 年公司重新发力线上业务，21 年线上增速 29.2%。21 年公司华东区域营收占比居首位，华中仅次于华

东，东北和华南区域营收相对较小，仍有开拓潜力，产品具备全国化基础。

图表32： 2017-2021年公司主营业务区域及电商营收(亿元) 图表33： 2021年公司区域及电商营收占比



资料来源: WIND, 中信建投

资料来源: WIND, 中信建投

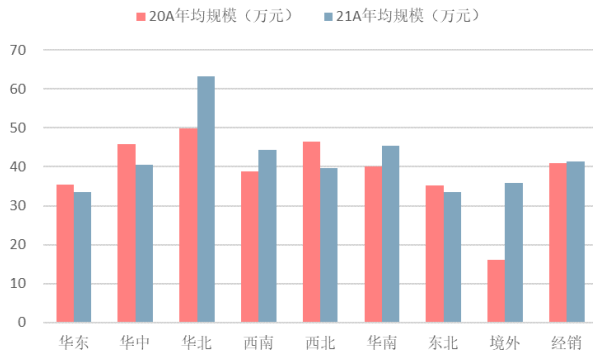
渠道稳步拓展，经销商数量逐年提升。公司管理层清晰地意识到，渠道是坚果炒货企业长期发展的核心。行业龙头洽洽通过深耕渠道，经营稳健不断出新；而初期成长迅猛的互联网型炒货企业三只松鼠、良品铺子等因线下渠道占比相对较低，在线上流量红利逐步消失后出现了增长乏力、盈利能力下滑的问题，现在面临转型。公司目前体量依然较小，适宜精耕线下渠道稳扎稳打。2021年期末公司经销商 1943 家，同比增长 7.6%。预计随着公司单品销售规模提升，招商不断发力，经销商数量将加速增长。

安阳新品丰富产品矩阵，渠道有望加速下沉。公司仍处在全国化初期，之前主要销售区域为一二线城市，所覆盖下沉市场仍然较少，核心原因在于公司过往产品组合相对有限，以豆类、花生、玉米等产品进行组合，产品品类不够丰富，单柜坪效较低，无法支撑散装岛柜的投放效率，因此头部经销商合作意愿较低，公司经销商年均销售规模较小。21 年末，公司正式经销商 1943 名，单个经销商年均进货规模为 41.4 万元（出厂口径），营收占比最大的华东区域单个经销商年均规模仅 33.5 万元，与盐津铺子单个经销商年均进货规模有较大差距，21 年盐津铺子单个经销商年均进货额约 84.8 万元，公司在低线渠道覆盖率和单个经销商进货规模上仍有较大提高空间。

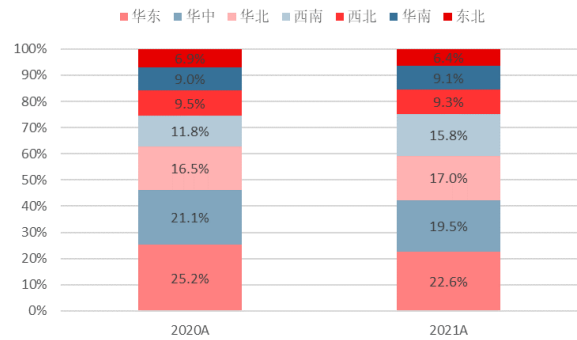
安阳工厂生产的膨化类、烘焙类和酥类新品发布后，散装米饼、米酥、薯片等新产品与老三样产品处于同价格带，能够与表现较好的老品组合，有效丰富公司散装产品矩阵，组合后的专柜品类更加丰富，匹配有消费基础的大单品系列，专柜坪效可以得到优化，将吸引更多优质经销商，有助于公司销售渠道向县级城市下沉，提升公司产品覆盖率拉动收入增量。

图表34： 2020-2021年公司各地经销商年均经销规模

图表35： 公司经销销售金额区域分布



资料来源: WIND, 中信建投



资料来源: WIND, 中信建投

公司 22 年规划重新组装散装柜重点开发空白市场，招商集中 22 年下半年。公司截止 21 年末共有散装专柜约 8100 条，大多数集中在省会城市及地级市，下沉市场空间广阔，22 年公司重点下沉到具有开发潜力的四五线及县级城市。公司原计划 3 月安阳新品发布后重点通过春糖会、中食展等展销会在全国范围开启大规模招商。然而，22 年上半年受疫情冲击，部分区域物流管控、春糖会和中食展推迟等因素影响招商进程，公司上半年招商进度相对较慢，3 月安阳新品推出后新招募的经销商数量有限，新增陈列柜相对较少，因此招商和岛柜增加集中在下半年。6 月以来全国疫情逐步缓和，物流管控解除，糖酒会有望重启大规模招商，有利于公司在县级市场寻找头部经销商，下半年公司新招商进度有望加快。此外，公司增设数据部门，通过大数据收集方法精准分析全国专柜投放效率，挖掘优质经销商。

图表36: 公司陈列所用 1.8m*1.8m(36 缸)G 柜及 0.65m*0.3m (12 缸) D 柜



资料来源: 甘源营销, 中信建投

4.2 爆款口味性坚果打开中高端渠道

持续打磨出现的爆款口味性坚果抢占中高端渠道。公司在芥末味夏威夷果的爆发具备一定的偶然性，但也具备必然性。必然性方面，公司在 21 年反复试验调整口味性坚果口感，对 20 年底推出的口味修正提升，在 21 年

9 月再次推出升级完成后的口味性坚果，其中芥末味夏威夷果为公司完全自主创新生产，此前在国内外市场从未出现该产品。口味性坚果对生产技术的要求较高，对粉皮结构的处理、坚果入味工艺都需要经过反复调试，并且生产设备也是非标准化定制产品，由公司数十人的工程部团队配合调试而成，在国内几乎没有同类型的竞争对手，且国内优质的夏果原料基本都已经由公司预订，其他竞争对手短时间内难以模仿公司爆款。公司持续专注对口味性产品的投入开发，决定了公司爆款出现的必然性。

图表37： 公司与头部主播合作销售口味性坚果



资料来源：甘源营销，中信建投

图表38： 公司代工的芥末味夏威夷果成为爆款



资料来源：小红书APP，中信建投

优质渠道头部集中，品牌食品生产商优势凸显。头部零售公司因为具备更好的选品机制和更新迭代速度，获得新一代消费者的欢迎，渠道往头部集中明显，进驻商场、与头部渠道开展合作的消费品生产商将受益，获得更多的曝光频次和购买机会。中国山姆会员店的数量今年保持稳定增长，2021 年净增长 9 家，体现了消费者对于头部零售公司的需求和认可不断增加。优质渠道需要具备强研发能力和快速推新品的品牌商，甘源食品凭借前期在产品方面的积累入驻山姆，扩大了销售渠道和消费人群，对最前沿的消费数据有了更深的掌握。今年以来甘源食品进驻的商超会员店有盒马 X、FUDI、麦德龙会员店等，后续会继续加大与商超会员店的合作力度。

明确补贴标准，引导经销商终端卖场精耕细作。产品开拓市场需要向卖场提交进场费、陈列费、促销费，对资金不充裕的中小经销商来说是压力。公司对经销商开拓市场所产生的费用进行补贴，在解决经销商资金压力的同时，引导经销商按公司战略开拓市场，精耕细作。2019 年公司对经销商补贴 8996.2 万元，占当年营业收入的 8.11%。经销商补贴提高了经销商开拓市场的积极性，也让经销商行为更符合公司拓商战略规划。

图表39： 公司对经销商推广行为有明确的补贴要求

	定义	条件	补贴标准（元/每条码）	
			袋装	散称
进场费	销售终端收取的产品进场费、条码费等，一般在公司产品进驻新店或新品进场时发生。	a) 国际性大卖场；如家乐福、大润发、沃尔玛等；		
		b) 地方性的核心系统门店（包括在市区和郊县的门店）；如步步高、利群	500-1200	1000-3000
		c) 地级市市区的，达到 SPMA 标准的单体卖场（营业面积至少 2000 平米，并且至少设置 10 个以上的收银台）	300-500	500-1000
		d) 地方有影响力的，有统一配送中心的连锁便利系统，至少超过 100 家门店。如 7 11、罗森、美宜佳等	15-50	-

资料来源：公司公告，中信建投

针对高端和大众化坚果制定不同扩张路线，高端渠道逐步起量。公司对口味性坚果的渠道扩张规划清晰，对特殊渠道和会员渠道新成立直营部，扩充专业直营销销售人员，设计差异化定量装、组合装等包装匹配各个渠道，以定量装为主聚焦大商超与便利店放量铺货，充分发挥口味性坚果的品类差异化优势，目前公司对高端会员店、大型 KA、连锁便利店、零售专营等渠道都已逐步进入。

针对高端坚果，如夏威夷果、松子等，公司 22 年目标进驻 200 家高端会员制商超，以 380g 袋装为主。会员店方面，已进驻 5 个高端会员店体系，分布为北京 Fudi（2 家）、上海家乐福会员店（2 家）、麦德龙、山姆会员店和盒马 X 会员店（6 月上架），除山姆会员店继续通过经销商北京万佳利进行，其他会员店均为公司直营团队直接合作，并且采用公司自主品牌，毛利率将高于公司老三样产品，随着公司未来更多口味的推出，高端会员体系的选品数量有望增加。

针对大众化坚果，如核桃仁、碧根果、腰果等，公司 22 年目标进驻 6000 家门店，以 75g 袋装为主。大型 KA 端，公司已进入步步高和永辉超市的核心店铺，后续还将持续推进，永辉合作正在逐落地，预计后续 SKU 还会逐步增加。零食专营渠道方面，公司已上架老婆大人和零食很忙，全国门店已上架，5 月进入零食很忙系统，6 月已上架 10 余个 SKU，门店数量超过 1000 家。便利店端，公司已进入美宜佳、便利蜂，采用更适合便利店的专属包装，较 21 年表现有所改善。

图表40： 公司直营销售团队已对接渠道情况

渠道类型	名称	门店数量	经营情况
高端会员店	麦德龙	101	21 年底大陆门店数量 101 家，覆盖全国 60 多个城市，其中包括在北京、成都、南京、青岛、大连、无锡、长春、常州等城市开设的会员店 16 家，19-20 年财年麦德龙中国销售额 229.5 亿元
	山姆	36	目前山姆在 23 城市共 36 家门店，预计 22 年底，山姆开业及在建门店将达到 40-45 家
	盒马	>300	21 年销售额约 400 亿元，覆盖全国 27 个城市，截至 22 年 1 月，盒马 X 会员店共有 7 家，未来重点向省会城市拓展
	家乐福	205	21 年家乐福中国营收 312.8 亿元，目前家乐福会员店数量为 2 家，均位于上海，21 年 10 月家乐福 CEO 表示规划未来 3 年内将 200 家大卖场中 100 家全面升级改造为会员店
	Fudi	2	本土仓储会员店，截止 22 年 1 月已开业 2 家门店，均在北京市
大型商超	步步高	386	21 年销售额 133.6 亿元，门店分布湖南、广西、江西、四川地区，其中湖南省内门店 248 家

	永辉超市	1057	21 年销售额合计 910.6 亿元，覆盖全国 29 个省市，国内商超龙头企业
便利店	美宜佳	26168	21 年销售额 340.75 亿元，国内最大的连锁便利店企业之一
	便利蜂	3000	21 年门店数继续高速增长，已覆盖全国 38 座城市
零食专营渠道	老婆大人	522	门店覆盖 8 省 21 个城市，集中在浙江省内，浙江省门店 509 家、贵州 4 家、上海 2 家、安徽 2 家、河南 2 家、山西 1 家、天津 1 家
	零食很忙	>1000	22 年 3 月门店数超过 1000 家，主要集中于湖南省，正在拓展江西、湖北等全国其他省份

资料来源：窄门餐饮，中国连锁经营协会，零食很忙官网，WIND，中信建投

5、销售改革：组织改革大刀阔斧

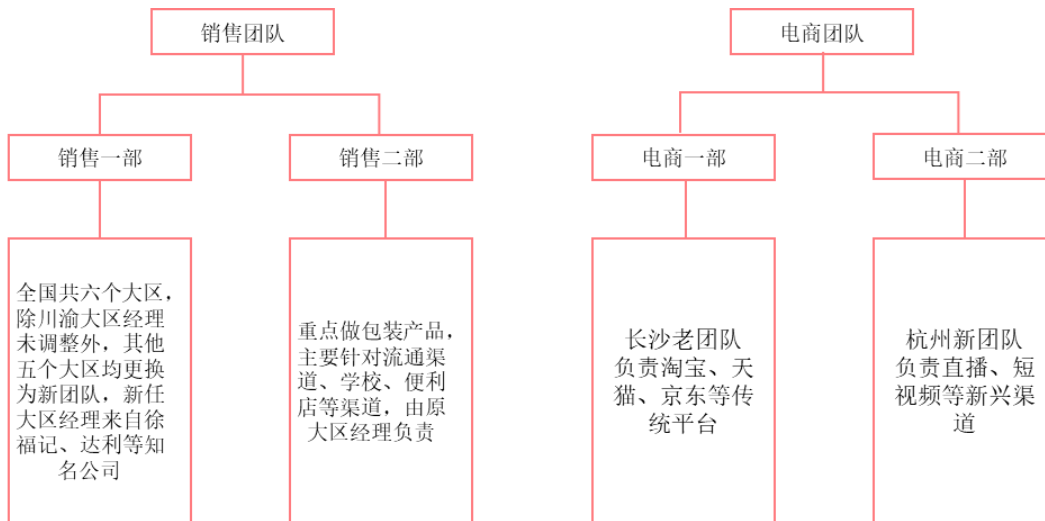
5.1 团队大幅调整，改革决心坚定

新产品对销售能力提出更高要求，董事长力抓销售提升。公司过往销售团队以服务经销商为主，开拓高端渠道能力相对较弱，而口味性坚果主打高端坚果渠道，与过往的渠道禀赋有所差异，亟需组织调整。公司 22 年不断强化直营销售团队建设，增强团队开发 KA 渠道、山姆、麦德龙等特殊渠道的能力。在考核机制上，更加注重渠道开发拓展，加强对利润和费用指标的考核。同时，22 年董事长将重心从生产端转移至销售端，亲自挂帅主抓销售，将给销售团队带来较大动力。

公司变革大刀阔斧，20 年下半年至 21 年引入多位高管。组织结构调整是公司 21 年的重点工作，自 20 年下半年以来，公司先后对全国数位大区的销售总监进行了更换，新任大区总监均来自徐福记、达利食品等业内知名食品公司，其中多位有着多年散装零食产品的销售管理经验，在业内颇有口碑，能够在渠道拓展、渠道运营、培训管理等方面，有效提高公司销售团队战斗力。更换的数位前大区总监调整至销售二部，重点负责包装产品的销售，主要针对流通、学校、便利店等渠道。至 21 年下半年，公司销售大区总监已经调整完成，下属的各城市业务团队还在加强培训、逐步调整中，预计磨合期后将释放更大团队势能。

落地杭州，发力电商。21 年公司在杭州新设立销售子公司，利用杭州区域人才集中和电商产业配套优势，大力发展电商业务，在原长沙电商团队之外，在杭州组建电商新团队，负责直播、短视频等新兴流媒体渠道，扩大自播业务团队，并且与头部网红主播加强合作、与各大电商及新媒体平台展开种草，增强品牌曝光。目前在萍乡工厂、杭州和长沙均有直播基地，安阳工厂也在 22 年开通直播。公司将线上定位为品牌传播阵地、产品的重要销售渠道以及新品类试销推广的重要平台，重点挑选几款线下渠道产品力较强、消费者认可度高的品类在线上重点推广，并尝试在直播中打造爆款产品。

图表41： 公司组织架构调整



资料来源: 公司公告, 中信建投

生产端方面, 公司在 21 年 4 月任命张久胜先生任甘源食品副总经理负责公司生产管理, 张久胜先生曾任职杭州顶津饮料厂长、今麦郎(天长)饮料总经理、百事饮料(中国)运营总监、好彩头公司生产中心总经理, 具备丰富的生产运营经验。同时, 公司 21 年对生产管理層也进行大量更换, 高薪从统一、旺旺等知名食品企业引进三十多名总监以上级别的高管, 将有效增强公司生产制造、设备管理等方面的能力。

图表42: 公司高管变动

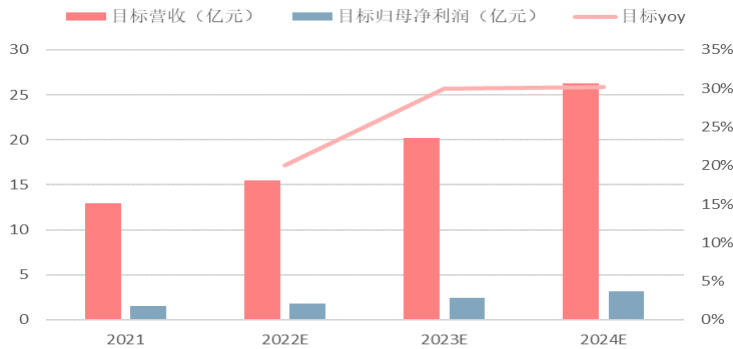
姓名	职务	从业经历
张久胜	副总经理(主管生产)	1970 年出生, 毕业于浙江理工大学, 大学本科。曾任杭州顶津饮料有限公司厂长, 今麦郎(天长)饮料有限公司总经理, 百事饮料(中国)有限公司运营总监, 好彩头食品饮料有限公司生产中心总经理, 2018 年 9 月至今任甘源食品股份有限公司董事长特别助理。

资料来源: 公司公告, 中信建投

5.2 员工持股落地, 三年规划开启

三年目标复合增速 26.6%, 增速前低后高。22 年公司员工持股计划涵盖总人数不超过 155 人, 包括副总经理张久胜、严剑等高管以及销售、生产等部门的核心管理人员, 其中新上任的大区经理和销售团队也是重点激励对象, 合计不超过 125.58 万股, 占当前总股本的 1.35%。激励目标为 22/23/24 年收入和净利润相比于 21 年同比增长均不低于 20%/56%/103%, 其中净利润指剔除激励费用影响的归母净利润, 对应 22 年收入/净利目标同比增速为 20%, 23/24 年同比增速均为 30%, 22-24 年 CAGR26.6%, 未来 3 年将迎来快速增长期, 公司信心十足, 激励充分。

图表43: 员工持股计划三年目标增速 CAGR26.6%



资料来源：公司公告，中信建投

6、盈利预测及投资建议

营收端，“老三样”青豌豆、瓜子仁、蚕豆是公司的成熟品类，基数较高，预计未来随着渠道扩张销量稳健提升；综合果仁及豆果系列的产品不断丰富，除现有的商超渠道有大幅铺货空间以外，坚果产品因单价高、具备送礼属性，也逐步拓展会员超市、精品店等新渠道，具备较大放量空间，未来几年呈现快速增长态势。

利润端，考虑到上半年棕榈价格高位，而棕榈油占公司成本的 13% 左右，故毛利率今年承压。若后续大宗商品价格能持续下行，公司利润具备一定弹性。费用端，公司去年分众广告积累经验的基础上，改为更高效的投放方式，线上会做一些小红书种草，精准用户分层影响，预计销售费用未来随规模效应而下降。

公司是籽类炒货龙头公司，当前公司覆盖区域存在较大提升空间，产品矩阵完善和渠道扩张助力公司快速发展，新品成功突破山姆会员店等渠道的壁垒，不仅为公司带来增量收入，更带来了更广泛的消费人群。综合来看，我们预计公司未来收入能保持较高增长，2022-2024 年间，预测收入分别为 16.15、20.31、25.83 亿元，公司归母净利润分别为 1.85、2.41、3.12 亿元，对应 PE 分别为 32、25、19。维持“买入”评级。

图表44：分业务盈利预测

(百万元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	788	911	1109	1172	1294	1615	2031	2583
yoy		16%	22%	6%	10%	25%	26%	27%
毛利率	38%	41%	42%	40%	35%	36%	37%	37%
青豌豆系列	173	209	274	312	332	366	399	432
yoy		21%	31%	14%	6%	10%	9%	8%
综合果仁及豆果系列	92	137	173	206	295	480	757	1152
yoy		49%	26%	19%	44%	63%	58%	52%
瓜子仁系列	248	254	279	253	234	255	284	315
yoy		2%	10%	-9%	-8%	9%	11%	11%
蚕豆系列	201	212	237	223	208	227	241	255
yoy		5%	12%	-6%	-7%	9%	6%	6%
其他主营业务	72	97	143	175	220	280	343	420
yoy		36%	47%	22%	26%	27%	22%	22%
其他业务	2	2	3	4	5	6	7	9
yoy		7%	26%	40%	25%	25%	25%	25%

资料来源：wind，中信建投

风险提示

原材料价格波动的风险。棕榈油价格存在一定的波动性，可能会对公司的成本产生负面影响。

食品质量控制的风险。上游供应商未能完全按照有关法规及公司的要求进行供货，食品安全问题会受到外界一些不可控因素的影响。

疫情恶化的影响。如果疫情在全国多个地方爆发且恶化，人流量减少及消费能力减弱会对公司收入产生负面影响。

竞争加剧的影响。其他品牌可能会模仿公司产品或使用低价策略，若行业竞争加剧，会使得公司利润受到巨大影响。

报表预测

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1230	1118	1061	1159	1295	营业收入	1172	1294	1615	2031	2583
现金	149	510	456	488	583	营业成本	702	840	1040	1290	1634
应收票据及应收账款合计	9	14	0	0	0	营业税金及附加	13	14	17	23	29
其他应收款	5	4	7	6	10	销售费用	205	208	266	329	413
预付账款	10	24	18	34	33	管理费用	45	59	66	83	103
存货	89	127	140	191	229	研发费用	7	15	16	20	26
其他流动资产	968	440	440	440	440	财务费用	-2	-10	-10	-8	-9
非流动资产	531	704	762	849	978	资产减值损失	-1	-3	-0	-0	-2
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	8	3	3	4	5
固定资产	304	476	539	626	744	其他收益	23	20	15	16	19
无形资产	100	98	112	123	126	投资净收益	9	14	9	9	10
其他非流动资产	127	131	111	100	107	营业利润	242	202	246	324	422
资产总计	1760	1822	1823	2009	2273	营业外收入	0	0	1	1	1
流动负债	216	248	164	169	193	营业外支出	1	3	1	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	241	199	246	323	421
应付票据及应付账款合计	67	97	0	0	0	所得税	62	45	61	80	103
其他流动负债	149	152	164	169	193	净利润	179	154	185	243	318
非流动负债	124	129	129	129	129	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	179	154	185	243	318
其他非流动负债	124	129	129	129	129	EBITDA	272	230	283	370	467
负债合计	339	377	293	298	322	EPS (元)	1.92	1.65	1.98	2.61	3.41
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	93	93	93	93	93						
资本公积	958	958	958	958	958						
留存收益	369	453	569	698	866						
归属母公司股东权益	1421	1445	1530	1711	1951						
负债和股东权益	1760	1822	1823	2009	2273						

现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元						会计年度					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	203	131	144	227	347	成长能力					
净利润	179	154	185	243	318	营业收入(%)	5.7	10.4	24.8	25.7	
折旧摊销	36	46	51	61	62	营业利润(%)	7.0	-16.5	21.8	31.8	
财务费用	-2	-10	-10	-8	-9	归属于母公司净利润(%)	6.7	-14.3	20.2	31.6	
投资损失	-9	-14	-9	-9	-10	获利能力					
经营性应收项目的减少	-5	-34	19	-16	2	毛利率(%)	40.1	35.1	35.6	36.5	
经营性应付项目的增加	-11	18	-81	6	24	净利率(%)	15.3	11.9	11.4	12.0	
其他经营现金流	4	-11	-92	-43	-15	ROE(%)	12.6	10.6	12.1	14.3	
投资活动现金流	-859	-32	-103	-135	-175	ROIC(%)	57.3	27.4	26.7	29.3	
资本支出	152	205	63	88	129	偿债能力					
长期投资	-718	538	0	0	0	资产负债率(%)	19.3	20.7	16.1	14.9	
其他投资现金流	-1425	711	-40	-48	-47	净负债比率(%)	-10.5	-35.0	-29.8	-28.6	
筹资活动现金流	733	-135	-96	-60	-76	流动比率	5.7	4.5	6.5	6.8	
短期借款	0	0	0	0	0	速动比率	5.3	4.0	5.6	5.7	
长期借款	0	0	0	0	0	营运能力					
普通股增加	23	0	0	0	0	总资产周转率	0.9	0.7	0.9	1.1	
资本公积增加	814	0	0	0	0	应收账款周转率	118.8	115.3	0.0	0.0	
其他筹资现金流	-104	-135	-96	-60	-76	应付账款周转率	9.3	10.3	0.0	0.0	
现金净增加额	78	-36	-54	32	95	每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.92	1.65	1.98	2.61	
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.20	1.32	1.55	2.44	
						每股净资产(最新摊薄)	15.24	15.50	16.39	18.27	
						估值比率					
						P/E	33.3	38.8	32.3	24.5	
						P/B	4.2	4.1	3.9	3.5	
						EV/EBITDA	17.8	21.9	18.0	13.7	

资料来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

余璇：中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准:A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
 电话: (8610) 8513-0588
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk