

公司深度

甘源食品 (002991.SZ)

食品饮料 | 休闲食品

甘泉有源稳中求进，守正创新与时偕行

2023年07月07日

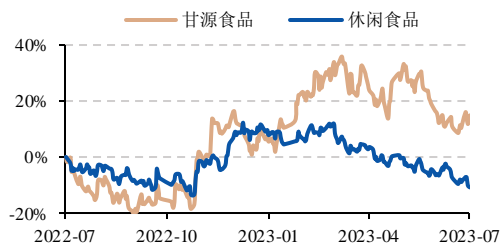
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	78.81
52周价格区间(元)	55.80-94.25
总市值(百万)	7346.34
流通市值(百万)	2870.26
总股本(万股)	9321.60
流通股(万股)	3642.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
甘源食品	-1.16	-8.50	13.65
休闲食品	-4.73	-13.45	-11.50

蔡凌寒 分析师

执业证书编号:S0530523050001
cailinghan@hncshasing.com

相关报告

1 甘源食品 (002991.SZ)：2022 年报和 2023 一季报点评：全渠道放量可期，成本下降带来利润弹性 2023-05-04

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	1,294	1,451	2,013	2,589	3,168
归母净利润(百万元)	154	158	241	326	401
每股收益(元)	1.65	1.70	2.58	3.50	4.30
每股净资产(元)	15.50	16.15	17.45	19.20	21.35
P/E	47.81	46.41	30.50	22.50	18.33
P/B	5.09	4.88	4.52	4.11	3.69

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- **公司：坚果炒货起家，深耕休闲零食行业。**公司专注于休闲食品的研发、生产和销售，持续加强产品研发创新，进一步丰富产品品类，目前覆盖了坚果炒货、豆果、膨化小食等多类产品组合，致力于打造多样化、新风味、高品质的休闲零食，同时积极拓展零食量贩连锁等新兴渠道，实现产品+渠道双轮驱动。
- **坚果炒货行业：竞争格局较为分散，行业规模稳步增长。**行业集中度较低，目前市场参与者主要分为两大类：1) 以坚果产品为主，专注坚果细分赛道的企业；2) 拥有坚果产品，覆盖多个休闲食品细分赛道、品类较为丰富的企业。行业主要参与者的规模相对较小，仅三只松鼠、良品铺子、洽洽食品营业收入超过 50 亿元，仅计算坚果炒货产品营业收入，三者市占率之和约为 7.44%。根据卫龙招股说明书数据，2021 年我国种子及坚果炒货行业市场规模为 1512 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 7.73%，预计 2026 年市场规模为 2220 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 8.0%。
- **作为产品型公司，我们觉得公司的发展路径应当是先产品，再渠道，后品牌，当前公司处在全渠道布局、并逐步建立起品牌知名度的阶段。**

1) 先产品：公司以籽类炒货起家，发展前期主要还是以老三样产品为主，虽然公司开拓了蟹黄味、芥末味等新式口味应用于老三样产品，但整体产品结构还是略显单一。公司上市之后开始产品战略转型，以老三样为基本盘，逐渐开拓了口味型坚果、花生等多个系列产品，并将口味创新和品类创新相结合，产品矩阵逐步完善，在行业内进行差异化定位，以产品力破局。2) 再渠道：在休闲食品行业较为分散的竞争格局下，单靠大单品战略难以突破规模天花板，且难和有较大规模和资源优势的经销商建立合作关系，导致渠道也相对单一。在丰富产品品类、完善产品矩阵之后有望与更大规模经销商合作，并且丰富的 sku 也有利于适配不同渠道。3) 后品牌：在多个渠道广泛布局之后能增加品牌可见度，有利于抓住消费者心智、形成消费者认知，从而逐步建立起品牌知名度。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为

20.13/25.89/31.68 亿元，同比分别增长 38.76%/28.60%/22.38%，归母净利润分别为 2.41/3.26/4.01 亿元，同比分别增长 52.15%/35.55%/22.74%，EPS 分别为 2.58/3.50/4.30 元/股，对应 PE 分别为 30.50x/22.50x/18.33x。公司组织架构改革带动改革红利释放，在持续推出差异化新产品的的基础上，深化全渠道布局，有望带动新兴渠道快速放量，此外，棕榈油采购成本有所下降，安阳工厂有望实现盈亏平衡，预计将带来较大业绩弹性，参考同行业可比公司，我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 原材料价格大幅波动，行业竞争加剧，新品销售不及预期。

内容目录

1 休闲食品龙头企业，产品矩阵持续扩充	5
1.1 坚果炒货为核心产品，产品力驱动.....	5
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	8
2 行业竞争格局较为分散，坚果炒货行业规模增长较快	10
2.1 休闲食品：品类较为细分，口感和健康是消费者的重要关注点.....	10
2.2 坚果炒货：树坚果消费量快速增长，高品质产品具备较大优势.....	11
3 以产品为基石，全渠道齐发力	15
3.1 产品：产品为核心驱动力，持续完善产品矩阵.....	15
3.1.1 加强研发，提升产品和品类创新能力.....	16
3.1.2 打造差异化产品，丰富产品系列.....	17
3.2 渠道：渠道精细化管理，高性价比渠道快速增长.....	19
3.2.1 优化组织架构，分为八大事业部.....	20
3.2.2 全渠道布局，新兴渠道快速增长.....	20
4 盈利预测与投资建议	26
5 风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：2016-2023Q1 公司营业总收入及同比增速.....	5
图 3：2016-2023Q1 公司归母净利润及同比增速.....	6
图 4：2016-2023Q1 公司利润率变动.....	6
图 5：2022 年公司主营业务成本构成.....	6
图 6：2012-2023 年棕榈油价格（元/吨）.....	6
图 7：公司主要产品.....	7
图 8：2016-2022 年各产品系列营业收入（亿元）.....	7
图 9：2016-2022 年各产品系列营业收入占比（%）.....	7
图 10：2017-2022 年公司各渠道营业收入（亿元）.....	8
图 11：2017-2022 年公司各渠道营业收入占比（%）.....	8
图 12：公司股权结构.....	8
图 13：2010-2027 年中国休闲食品行业规模及预测.....	10
图 14：2021 年中国消费者休闲食品消费场景分析.....	10
图 15：2020 年中国休闲食品行业市场份额.....	11
图 16：2022 年主要休闲食品公司营业收入.....	11
图 17：消费者购买休闲零食的情感动机情况.....	11
图 18：消费者选择休闲零食的主要关注点.....	11
图 19：坚果炒货包括籽坚果和树坚果.....	12
图 20：坚果炒货行业市场规模.....	12
图 21：2013-2020 年我国树坚果和籽坚果消费量占比.....	13
图 22：2018-2022 年我国树坚果市场规模.....	13
图 23：坚果零食主要关注点.....	15
图 24：判别坚果品质的主要维度.....	15
图 25：2017-2022 年公司研发费用及增速.....	17

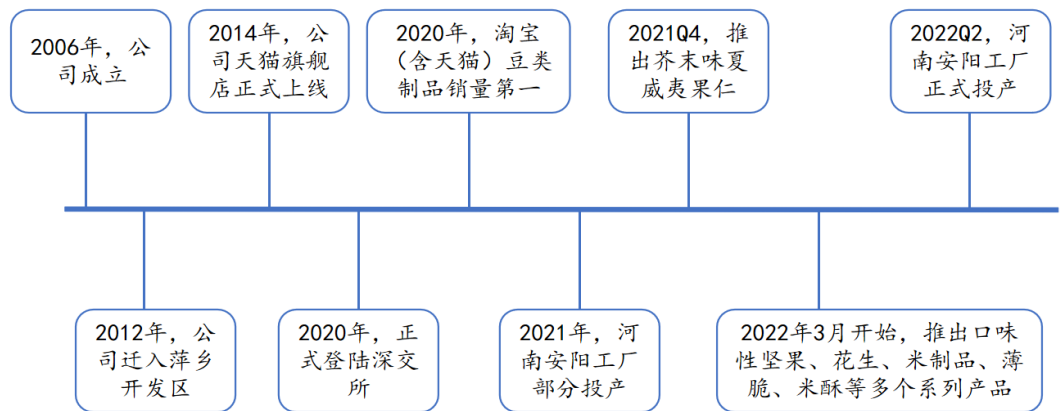
图 26: 2017-2022 年主要休闲零食企业研发费用率对比.....	17
图 27: 2019-2022 年公司研发人员数量及增速.....	17
图 28: 2019-2022 年主要休闲零食企业研发人员数量占比对比.....	17
图 29: 公司新产品系列推出时间.....	18
图 30: 我国消费者信心指数历史变化.....	20
图 31: 全国居民人均可支配收入持续增长.....	20
图 32: 公司组织架构.....	20
图 33: 2017-2022 年公司经销商数量及单个经销商销售额.....	21
图 34: 2017-2022 年主要休闲零食企业单个经销商销售额对比 (万元).....	21
图 35: 2012-2024E 中国仓储会员超市行业市场规模.....	22
图 36: 1996-2021 年山姆会员店数量.....	22
图 37: 2021 年中国消费者选择仓储会员超市的因素.....	22
图 38: 芥末味夏威夷果仁位列山姆聚会小食热度榜第一.....	23
图 39: 公司淘宝旗舰店销售多规格平替产品.....	23
图 40: 零食很忙门店数量快速增长.....	24
图 41: 天猫淘宝销售额增速放缓.....	24
图 42: 天猫淘宝和抖音销量发展趋势出现分化.....	24
图 43: 天猫淘宝零食销售额和抖音食品饮料销量的走势出现分化.....	25
图 44: 2017-2022 年公司电商营业收入及同比增速.....	25
图 45: 2017-2022 年公司电商分模式营业收入及增速.....	25
图 46: 公司在天猫淘宝渠道的销售额和销量变化.....	26
表 1: 公司主要产品系列介绍.....	7
表 2: 员工持股计划主要内容.....	9
表 3: 公司核心高管介绍.....	9
表 4: 休闲食品细分品类市占率.....	10
表 5: 坚果炒货行业主要公司对比.....	12
表 6: 树坚果和籽坚果销售单价对比.....	13
表 7: 公司部分已成功研发项目.....	16
表 8: 主要原材料采购情况.....	18
表 9: 公司主要产品销售规格及渠道.....	19
表 10: 公司盈利预测拆分.....	26
表 11: 可比公司估值对比表.....	27

1 休闲食品龙头企业，产品矩阵持续扩充

1.1 坚果炒货为核心产品，产品力驱动

坚果炒货起家，深耕休闲零食行业。公司于 2006 年成立于江西萍乡，2020 年登陆深交所主板。公司专注于休闲食品的研发、生产和销售，持续加强产品研发创新，进一步丰富产品品类，目前覆盖了坚果炒货、豆果、膨化小食等多类产品组合，致力于打造多样化、新风味、高品质的休闲零食，同时积极拓展零食量贩连锁等新兴渠道，实现产品+渠道双轮驱动。

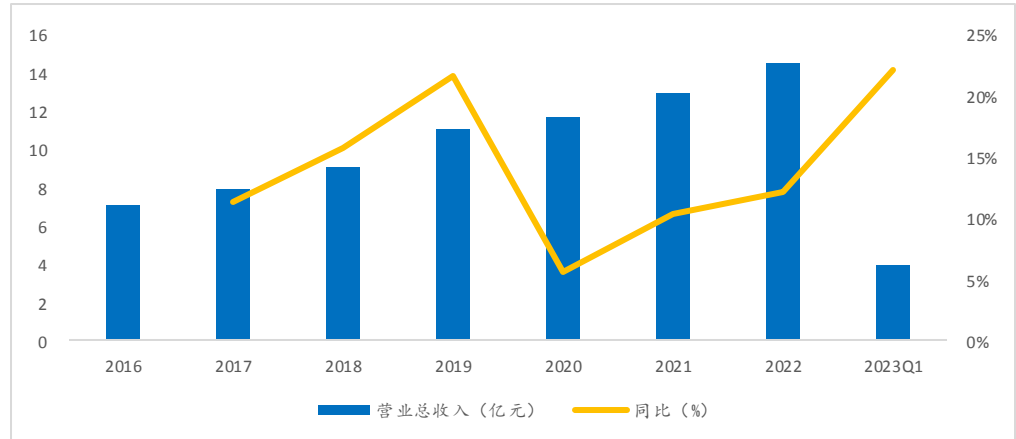
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，wind，财信证券

近年来营收增长有所放缓，2017-2022 年营收 CAGR 为 12.99%。公司在 2017-2019 年营业收入快速增长，2020-2022 年营收增速有所放缓，主要原因是：1) 商超作为公司的主要销售渠道受到社区团购和消费者消费习惯改变导致流量下滑；2) 公司经典老三样产品增速有所放缓。2021 年来公司不断拓展新的产品品类，以优秀的产品力突围，利用芥末味夏威夷果仁打入山姆渠道，同时积极拓展社区团购、电商、其他会员制超市、量贩零食店等新的销售渠道，2023Q1 公司实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 22.15%。

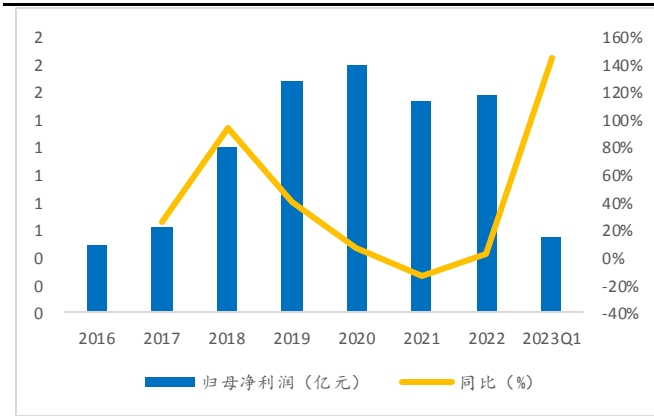
图 2：2016-2023Q1 公司营业总收入及同比增速



资料来源：wind，财信证券

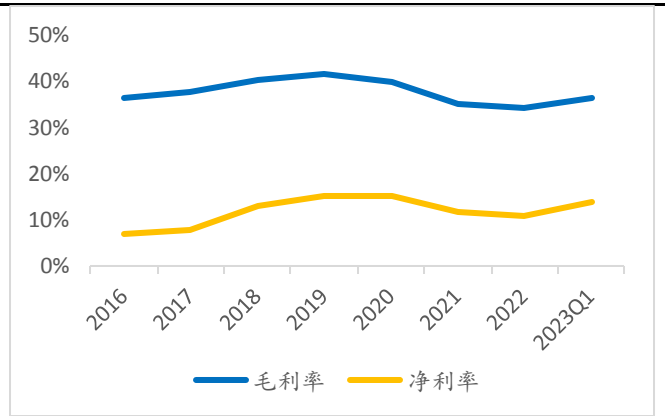
利润受原材料价格影响波动较大。根据公司年报数据，公司直接材料成本占营业成本的 78%以上，主要原材料为各类坚果与籽类农产品、棕榈油、包装材料等，其中青豌豆、坚果和棕榈油主要来自于进口。2021-2022 年，公司归母净利润同比分别-14.29%/3.03%，毛利率同比分别-4.98/-0.84pcts，净利率同比分别-3.42/-0.96pcts。2021 年利润下滑主要系在全球通胀和大宗商品价格大幅上行的背景下棕榈油价格大幅抬升，2022 年利润略有回升主要系提价对冲部分原材料涨价影响和产品结构变化。2023Q1 公司实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 145.02%，实现扣非归母净利润 0.49 亿元，同比增长 103.08%，毛利率和净利率分别为 36.35%/14.10%，同比分别+1.5/+7.07pcts，主要系原材料价格回落（主要是棕榈油）和渠道提价逐步到位所致。

图 3：2016-2023Q1 公司归母净利润及同比增速



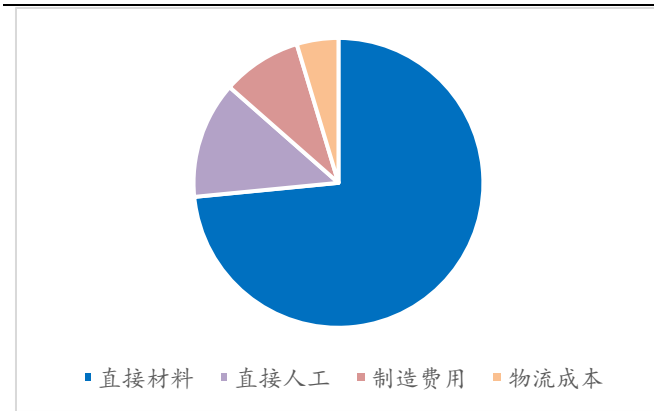
资料来源：wind，财信证券

图 4：2016-2023Q1 公司利润率变动



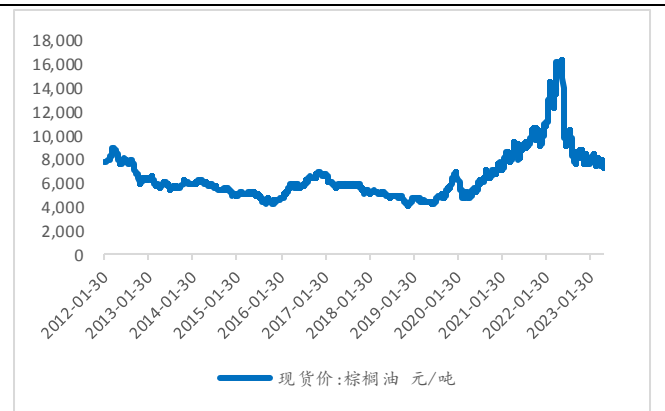
资料来源：wind，财信证券

图 5：2022 年公司主营业务成本构成



资料来源：公司年报，财信证券

图 6：2012-2023 年棕榈油价格（元/吨）



资料来源：iFind，财信证券

产品：老三样构筑基本盘，丰富产品结构打开成长天花板。分产品来看，公司主要有青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁及豆果和其他系列产品，其中青豌豆、瓜子仁、蚕豆为公司经典老三样产品，营业收入占比超过 50%，但近年来营收增速有所放缓。此外，公司加强口味型坚果和烘焙膨化类产品的研发创新，陆续推出口味型坚果等新品，发力树坚果行业，并成功打造出芥末味夏威夷果仁等爆品，带动综合果仁及豆果和其他系列营业收入有较快增长，产品结构优化，2022 年营业收入同比分别增长 29.43%/14.81%，营业收入占比分别为 26.33%/17.44%。

表 1：公司主要产品系列介绍

产品类别	主要产品
经典产品	青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列
综合果仁及豆果系列	调味坚果、综合果仁、综合豆果、虾条豆果等
其他系列	花生、薯片、兰花豆、炒米、锅巴、仙贝、雪饼、麦片、水果干、米酥等

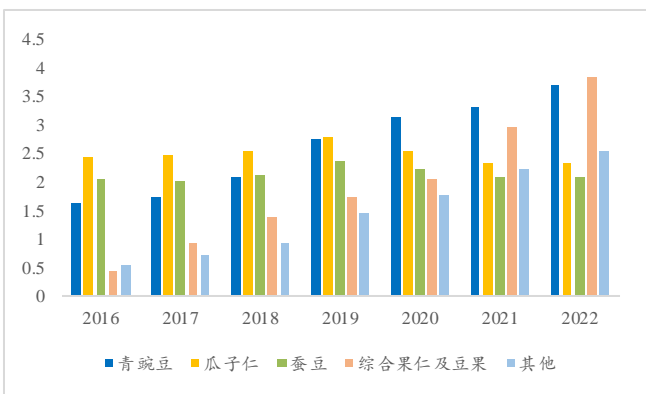
资料来源：公司年报，财信证券

图 7：公司主要产品



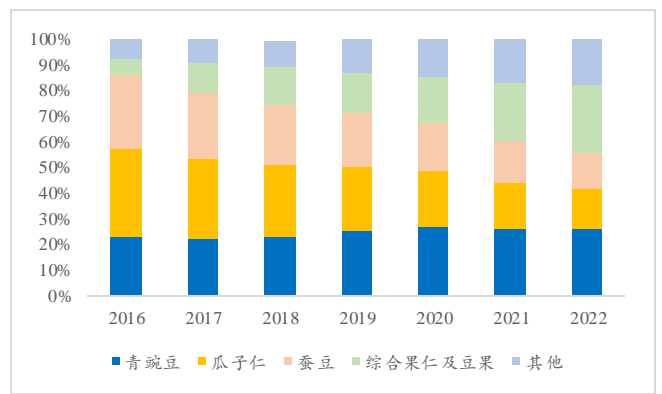
资料来源：公司官网，财信证券整理

图 8：2016-2022 年各产品系列营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

图 9：2016-2022 年各产品系列营业收入占比（%）

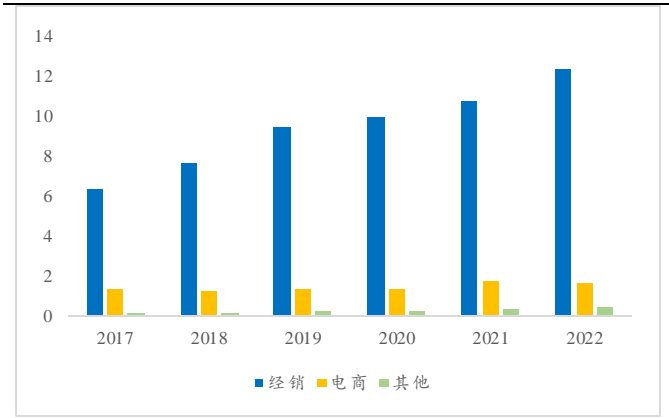


资料来源：公司公告，财信证券

渠道：经销为主，发力电商。公司的销售渠道分为经销、电商和其他（直营、受托加工等），以经销为主，营收占比在 80% 以上。2022 年经销/电商/其他渠道营业收入分别同比+14.90%/-5.62%/14.15%，营业收入占比分别为 85.04%/11.50%/3.07%，经销渠道保持稳健增长，电商渠道略有下滑，我们估计主要系疫情对物流的影响和团队经验不足导致，2022Q4 公司对电商团队进行调整并且重新梳理了匹配电商渠道销售的产品，预计今

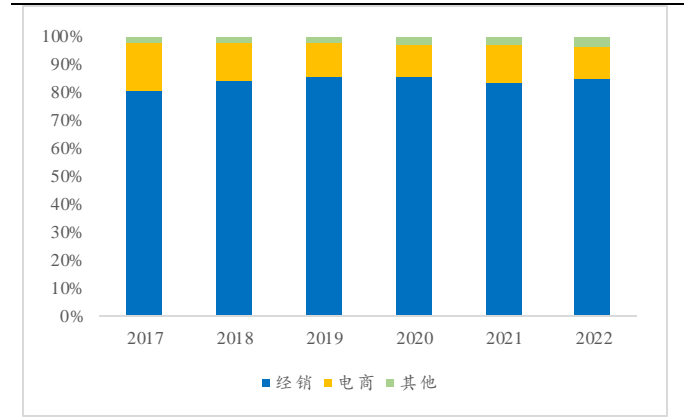
年开始该渠道有望释放新活力。

图 10：2017-2022 年公司各渠道营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

图 11：2017-2022 年公司各渠道营业收入占比（%）

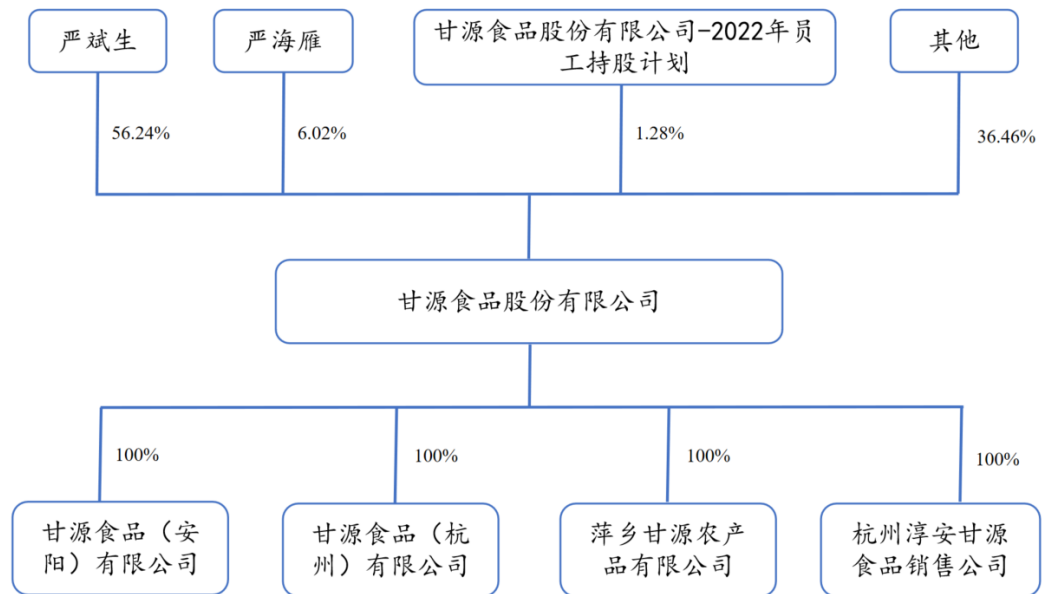


资料来源：公司公告，财信证券

1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

股权较为集中，董事长为公司实际控制人。截至 2023 年一季度末，公司董事长严斌生先生作为公司实际控制人，持股比例为 56.24%；严海雁先生作为公司副董事长，为公司第二大股东，持股比例为 6.02%，公司股权较为集中，股权结构稳定。

图 12：公司股权结构



资料来源：公司公告，财信证券

推行员工持股计划，充分激发员工能动性。公司于 2022 年 4 月首次推出员工持股计划，授予对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用和影响的董事（不含独立董事）、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干员工，覆盖不超过 155 名员工，授予数量合计不超过 125.58 万股，回购价格为 25.66 元/股。2022-2024 年业绩考核目标为营业

收入增速不低于 20%/30%/30%，归母净利润增速不低于 20%/30%/30%，2022 年受原材料价格上涨和渠道变革影响未能完成考核目标，在 22H2 的组织架构改革和新兴渠道拓展成效逐步显现的基础上，未来公司有望加速发展，保持较高经营动能。

表 2：员工持股计划主要内容

员工持股计划	主要内容
发布时间	2022 年 4 月 28 日
授予价格	25.66 元/股
授予数量	合计不超过 125.58 万股
授予对象	张久胜、严剑、涂文莉、万厚雄、梁祥林、谢义先、周国新等核心高管（7 人）、其他核心管理人员和核心骨干人员（不超过 148 人）
授予人数	不超过 155 人
业绩考核目标	2022-2024 年业绩考核目标为营业收入增速不低于 20%/30%/30%，归母净利润增速不低于 20%/30%/30%

资料来源：公司公告，财信证券

管理层食品行业经验丰富，管理团队较为稳定。公司创始人严斌生先生曾在广东省七宝一丁等多家食品公司任职，具备丰富的食品行业从业经验。公司其他核心高管和董事均有较为丰富的食品行业从业经验，且在公司任职时间较长，伴随公司共同成长，公司核心管理团队构成较为稳定，有利于公司经营战略的贯彻执行和中长期的稳健发展。

表 3：公司核心高管介绍

姓名	职务	简介
严斌生	董事长、董事、总经理	1975 年出生，曾任职于广东七宝一丁食品有限公司、佛山市高明森和园食品有限公司、广州市番禺区石基甘源食品厂、顺德市花之心食品有限公司、佛山市南海新甘源食品有限公司。2006 年 2 月至 2011 年 11 月，任甘源有限营销总监；2011 年 11 月至 2012 年 8 月，任甘源有限执行董事；2012 年 8 月至 2015 年 10 月，任甘源食品董事长；2015 年 10 月至今，任甘源食品董事长、总经理及法定代表人；2017 年 10 月至今，任安阳甘源执行董事、总经理及法定代表人。
严海雁	副董事长、董事	1972 年出生，曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局，2011 年 12 月至 2012 年 8 月，任甘源有限监事；2012 年开始，先后担任甘源食品副董事长、甘源食品副董事长兼副总经理、甘源食品董事会秘书。
严剑	副总经理、董事	1978 年出生，曾任职于东莞市润达食品责任有限公司、江西正源食品工业有限公司。2006 年 2 月至 2011 年 11 月，任甘源有限执行董事兼总经理；2011 年 11 月至 2012 年 8 月，任甘源有限副总经理；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，任甘源食品董事兼副总经理。
涂文莉	财务总监、董事	1981 年出生，曾任职于岳阳岳泰集团科技饲料贸易有限公司、青岛海信电器股份有限公司、湖南金旺实业有限公司金旺大酒店、东莞市时艺时装制衣有限公司、广东小猪班纳服饰股份有限公司、广州心赢销服装有限公司，2017 年 7 月至 2018 年 9 月任甘源食品财务副总监。2018 年 10 月至今，任甘源食品财务总监。
张久胜	副总经理	1970 年出生，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，2021 年 4 月起至今担任公司副总经理职务。

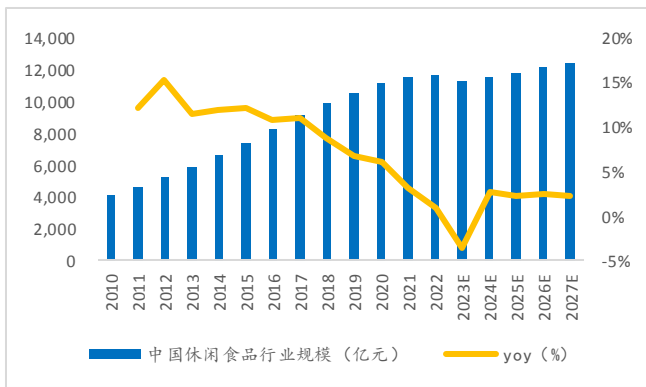
资料来源：公司公告，财信证券

2 行业竞争格局较为分散，坚果炒货行业规模增长较快

2.1 休闲食品：品类较为细分，口感和健康是消费者的重要关注点

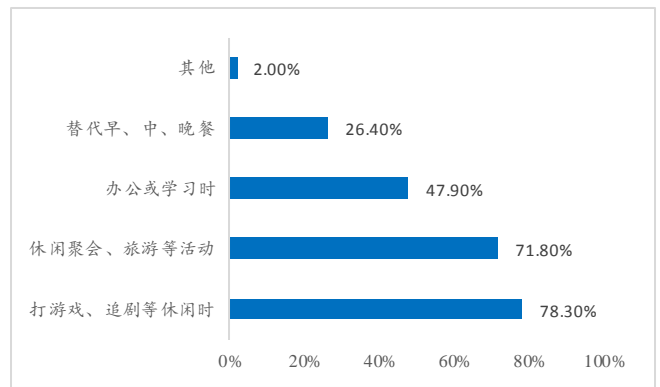
休闲食品行业规模平稳增长，品类丰富，行业覆盖领域较为细分。休闲食品指的是人们在闲暇、休息时吃的食品，休闲食品品类众多，主要包括糖巧及蜜饯、种子及坚果炒货、香脆休闲食品、面包、蛋糕与糕点、饼干、肉制以及水产动物制品、调味面制品、休闲蔬菜制品、休闲豆干制品和其他休闲食品。根据卫龙招股说明书，2021年市场占有率前三的品类分别为糖巧及蜜饯（23.29%）、种子及坚果炒货（18.33%）、香脆休闲食品（11.40%），CR3为53.02%，预计到2026年市占率增长前三的品类为休闲蔬菜制品（+1.99pcts）、种子及坚果炒货（+1.03pcts）、调味面制品（+0.56pct）。根据艾媒咨询数据显示，2010-2022年中国休闲食品行业市场规模从4100亿元增长至11654亿元，CAGR为9.10%，预计2027年行业规模达12378亿元。

图 13：2010-2027 年中国休闲食品行业规模及预测



资料来源：艾媒咨询，财信证券

图 14：2021 年中国消费者休闲食品消费场景分析



资料来源：艾媒咨询，财信证券

表 4：休闲食品细分品类市占率

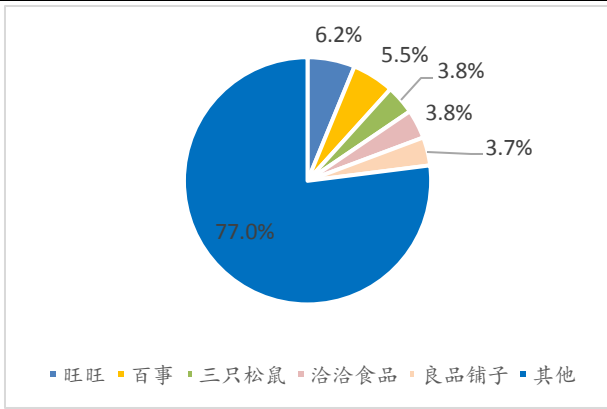
	2021 年	2026 年 (预测)	市占率变动
糖巧及蜜饯	23.29%	19.99%	-3.31%
种子及坚果炒货	18.33%	19.35%	1.03%
香脆休闲食品	11.40%	11.62%	0.21%
面包、蛋糕与糕点	10.76%	10.62%	-0.15%
饼干	9.97%	9.63%	-0.34%
肉制以及水产动物制品	10.33%	10.66%	0.33%
调味面制品	5.51%	6.08%	0.56%
休闲蔬菜制品	3.47%	5.46%	1.99%
休闲豆干制品	2.21%	2.24%	0.03%
其他休闲食品	4.73%	4.36%	-0.37%

资料来源：卫龙招股说明书，财信证券

竞争格局较为分散，呈现“大行业，小公司”的特点。休闲食品行业品类极度细分，不同品类之下还有多个细分领域，并且由于行业进入壁垒较低、消费者的消费习惯和口

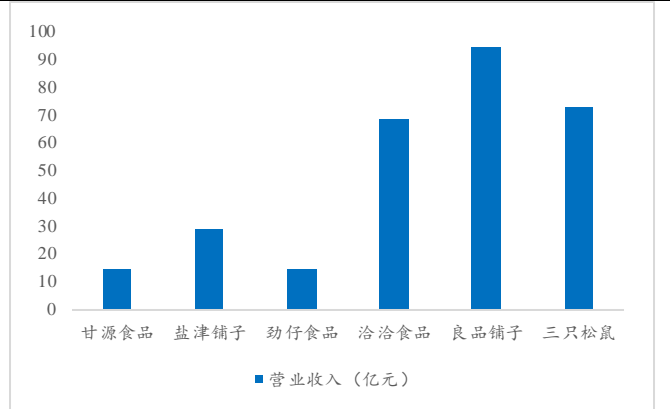
味偏好有较大不同，品牌区域性较强，行业集中度相对较低。根据欧睿数据，2020年前五大休闲食品公司及市占率分别为旺旺（6.2%）、百事（5.5%）、三只松鼠（3.8%）、洽洽食品（3.8%）、良品铺子（3.7%），CR5为23%。

图 15：2020 年中国休闲食品行业市场份额



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，财信证券

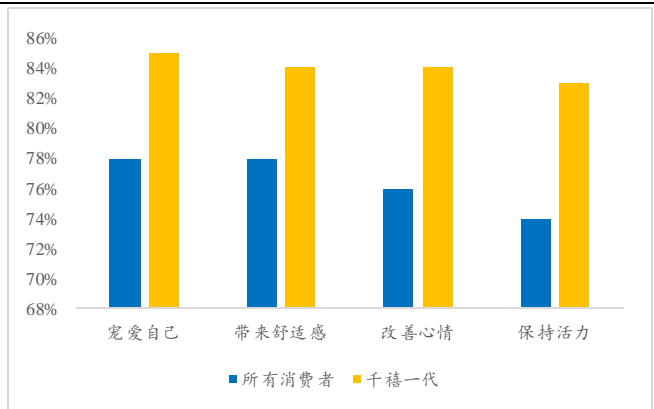
图 16：2022 年主要休闲食品公司营业收入



资料来源：wind，财信证券

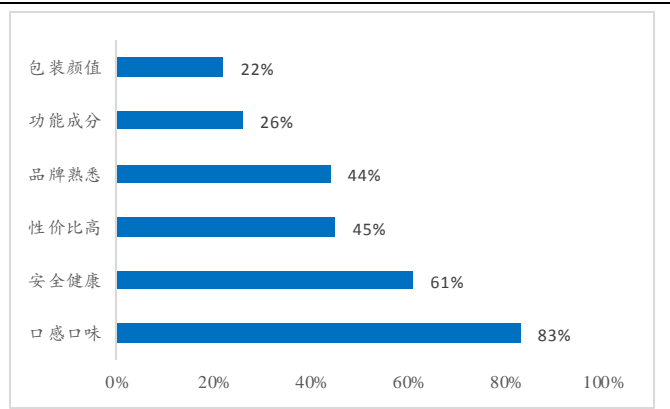
口感和健康成为选择休闲零食的重要考量因素。随着居民生活水平的提升，对饮食的需求不再仅局限于果腹，休闲食品作为日常休闲时解馋用的零食小吃，更多的是提供味觉的满足感，并在拥有好口感的基础上更注重健康。

图 17：消费者购买休闲零食的情感动机情况



资料来源：前瞻产业研究院，财信证券

图 18：消费者选择休闲零食的主要关注点



资料来源：CBNData (2022 年 10 月调研数据)，财信证券

2.2 坚果炒货：树坚果消费量快速增长，高品质产品具备较大优势

坚果炒货行业发展空间广阔。坚果炒货是指以果蔬籽、坚果或果仁等为主要原料，通过炒制、烘烤、油炸或其他工艺制成的食品，为仅次于糖果、巧克力及蜜饯的第二大休闲食品子行业。根据原材料的不同，可将坚果分为籽坚果和树坚果，其中籽坚果主要指的是瓜果、蔬菜等植物的籽粒，包括葵花子、南瓜子、花生、蚕豆、西瓜子等；树坚果指的是坚果果仁，包括核桃、碧根果、开心果、松子、夏威夷果、巴旦木等。根据卫龙招股说明书数据，2021 年我国种子及坚果炒货行业市场规模为 1512 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 7.73%，未来随着需求端对健康的追求和供给端生产工艺的持续改进，预计

2026 年市场规模为 2220 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 8.0%。

图 19：坚果炒货包括籽坚果和树坚果

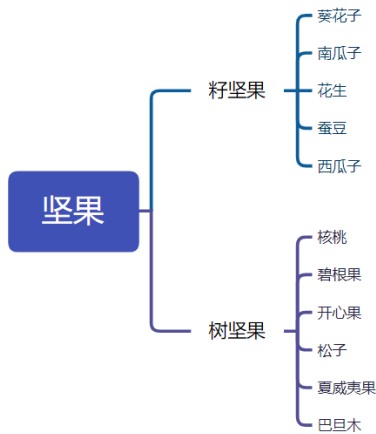
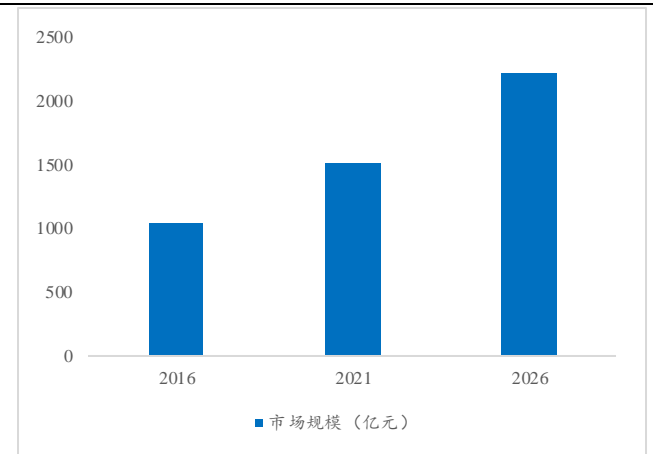


图 20：坚果炒货行业市场规模



资料来源：公司招股说明书，财信证券

资料来源：卫龙招股说明书，财信证券

坚果炒货行业集中度较低，市场格局较为分散。坚果炒货行业进入壁垒较低，市场参与者较多。目前市场参与者主要分为两大类：1) 以坚果产品为主，专注坚果细分赛道的企业，以甘源食品、洽洽食品、沃隆食品为代表；2) 拥有坚果产品，覆盖多个休闲食品细分赛道、品类较为丰富的企业，以盐津铺子、良品铺子、来伊份、三只松鼠为代表。根据卫龙招股说明书数据，2021 年我国种子及坚果炒货行业市场规模为 1512 亿元，预计 2021-2026 年 CAGR 为 8.0%，考虑到 2022 年物流运输受限对销售有一定影响，但由于原材料上涨，部分产品有所提价，所以我们假设 2022 年行业规模增速为 5%，2022 年行业市场规模约为 1587.6 亿元。整体来看，行业竞争格局较为分散，行业主要参与者的规模相对较小，仅三只松鼠、良品铺子、洽洽食品营业总收入超过 50 亿元，仅计算坚果炒货产品营业收入，三者市占率之和约为 7.44%。

表 5：坚果炒货行业主要公司对比

代表企业	主要产品	2022 年营业收入 (亿元)	2022 年坚果炒货产品营业收入 (亿元)	2022 年市占率估算
甘源食品	瓜子仁、蚕豆、青豌豆、夏威夷果、花生等综合果仁	14.51	11.98	0.75%
专注坚果赛道	洽洽食品	68.83	61.35	3.86%
	沃隆食品	11.08 (2021 年)	10.66 (2021 年)	0.71% (2021 年)
	盐津铺子	28.94	/	/
多品类企业	良品铺子	94.4	15.67	0.99%
	来伊份	43.82	9.89	0.62%

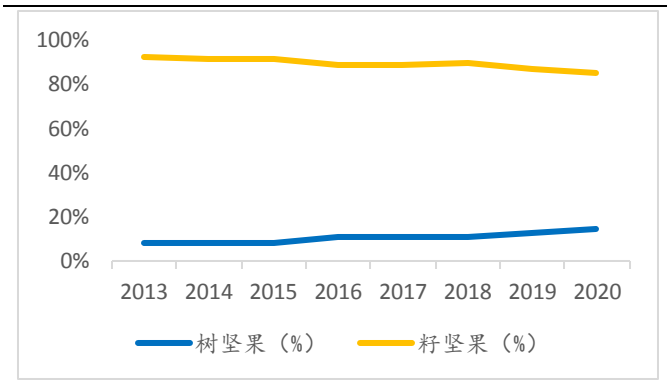
三只松鼠	每日坚果等坚果类、果干蜜饯、枣类、肉类零食、糖果、饮料等	72.93	41.07	2.59%
------	------------------------------	-------	-------	-------

资料来源：公司年报，沃隆食品招股说明书，良品铺子、来伊份等公司官网，财信证券

注：1) 2022 年各公司坚果炒货产品营业收入为根据各公司年报中披露的分产品营业收入中与坚果、炒货产品相关营业收入；2) 根据盐津铺子年报披露的数据，无法计算出其中坚果炒货相关营业收入，故此处不进行计算；3) 沃隆食品最新年报数据为 2021 年，来自招股说明书，此处使用 2021 年营收数据。

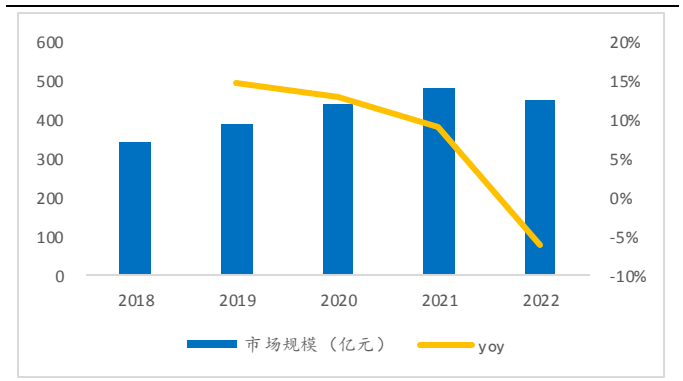
目前坚果消费以籽坚果为主，树坚果消费量快速增长。籽坚果发展历史悠久，但随着我国经济的发展和居民收入水平的提升，对高品质坚果炒货的需求增加，富含较高蛋白质的树坚果消费量呈现快速增长态势，制造企业也从传统的粗放式加工模式逐步向自动化、深加工模式转变。根据华经产业研究院数据，2013-2020 年，我国树坚果消费量占比从 8.01% 增长至 14.72%，增长 6.71pcts；籽坚果消费量占比从 91.99% 回落至 85.28%。此外，整体来看树坚果每克销售价格区间在 0.08-0.24，籽坚果每克销售价格区间在 0.03-0.11，树坚果的销售价格约为籽坚果的 2.5 倍。2022 年受疫情影响，物流运输受限、经济增速放缓导致树坚果市场规模略有下降，根据前瞻产业研究院数据，2022 年树坚果市场规模为 450 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 7.26%，预计后续随着经济的修复，市场规模有望重回增长轨道。

图 21：2013-2020 年我国树坚果和籽坚果消费量占比



资料来源：华经产业研究院，财信证券

图 22：2018-2022 年我国树坚果市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，财信证券

表 6：树坚果和籽坚果销售单价对比

种类	代表品牌	价格/净含量	单价 (元/g)	
瓜子 (带壳)	洽洽食品	16.70 元/350g	0.05	
	三只松鼠	8.90 元/280g	0.03	
	良品铺子	14.22 元/240g	0.06	
籽坚果	蟹黄味瓜子仁	甘源食品	12.90 元/285g	0.05
	百草味	20.70 元/200g	0.10	
	良品铺子	18.9 元/330g	0.04	
花生	甘源食品	13.90 元/285g	0.05	
	三只松鼠	11.90 元/200g	0.06	
	来伊份	7.20 元/186g	0.04	
	洽洽食品	24.9 元 450g	0.05	

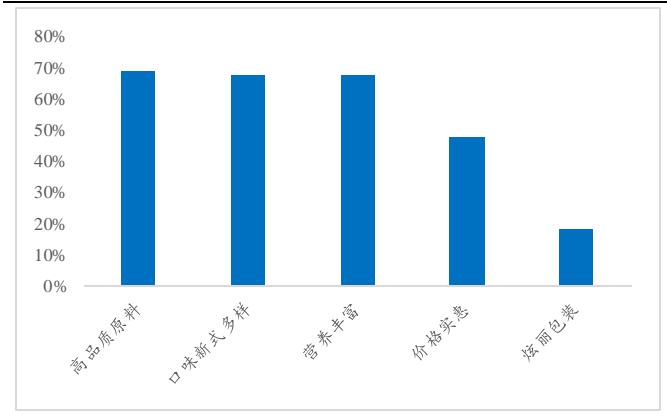
蚕豆	甘源食品	12.90 元/285g	0.05
	百草味	20.7 元/210g	0.10
	良品铺子	10.9 元/200g	0.05
	来伊份	10.9 元/205g	0.05
青豆	甘源食品	21.90 元/570g	0.04
	来伊份	7.20 元/125g	0.06
	百草味	17.70 元/200g	0.09
南瓜子	百草味	14.70 元/100g	0.15
	洽洽食品	19.00 元/500g	0.04
	来伊份	26.90 元/250g	0.11
	甘源食品(脱壳)	29.90 元/580g	0.05
夏威夷果	甘源食品(脱壳)	14.9 元/65g	0.23
	百草味	24.9 元/258g	0.09
	三只松鼠	32.9 元/500g	0.07
	良品铺子	59.25 元/500g	0.12
	来伊份	14.90 元/100g	0.15
开心果	三只松鼠	50.90 元/500g	0.10
	百草味	29.90 元/250g	0.12
	良品铺子	54.90 元/500g	0.11
	来伊份	15.9 元/100g	0.16
核桃仁	甘源食品	12.90 元/75g	0.17
	来伊份	10.90 元/108g	0.10
	百草味	19.90 元/168g	0.12
树坚果			
腰果	甘源食品	24.90 元/180g	0.14
	三只松鼠	19.90 元/160g	0.12
	来伊份	44.9 元/500g	0.09
	百草味	44.9 元/500g	0.09
松子	百草味	69.90 元/500g	0.14
	三只松鼠	62.90 元/500g	0.13
	良品铺子	79.00 元/500g	0.16
	洽洽食品	37.91 元/200g	0.19
碧根果	三只松鼠	38.90 元/500g	0.08
	百草味	49.90 元/500g	0.10
	良品铺子	59.9 元/500g	0.12
	来伊份	23.9 元/150g	0.16

资料来源：淘宝，财信证券整理

注：价格截止于2023年7月2日，为优惠后价格

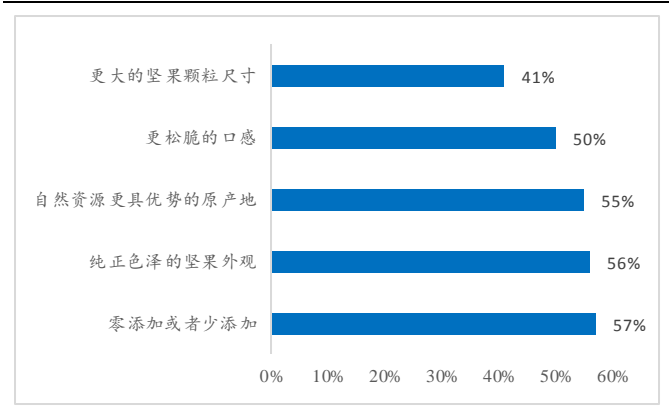
坚果单件价值量在零食行业中相对略高，具备较高营养价值，高品质为重要影响因素。根据第一财经商业数据中心发布的《2022 健康休闲零食白皮书》，近六成的消费者有高频食用坚果的习惯，其丰富的营养价值让消费者选择其作为日常零食，并且在选购时，高品质原料成为消费者最重要的关注点，良好外观、优质原产地等也是重要考量因素。以甘源食品的爆品芥末味夏威夷果仁为例，原材料从原产国澳大利亚进口，采用烘烤而非油炸的生产工艺，精选当季果仁，单个果仁颗粒饱满，用芥末的微辣清新口感中和了坚果的油腻感，兼具口感和高品质。

图 23：坚果零食主要关注点



资料来源：CBNData (2022 年 10 月调研数据)，财信证券

图 24：判别坚果品质的主要维度



资料来源：CBNData (2022 年 10 月调研数据)，财信证券

3 以产品为基石，全渠道齐发力

作为产品型公司，我们觉得公司的发展路径应当是先产品，再渠道，后品牌，当前公司处在全渠道布局、并逐步建立起品牌知名度的阶段。1) 先产品：公司以籽类炒货起家，发展前期主要还是以老三样产品为主，虽然公司开拓了蟹黄味、芥末味等新式口味应用于老三样产品，但整体产品结构还是略显单一。公司上市之后开始产品战略转型，以老三样为基本盘，逐渐开拓了口味型坚果、花生等多个系列产品，并将口味创新和品类创新相结合，产品矩阵逐步完善，在行业内进行差异化定位，以产品力破局。2) 再渠道：在休闲食品行业较为分散的竞争格局下，单靠大单品战略难以突破规模天花板，且难和有较大规模和资源优势的经销商建立合作关系，导致渠道也相对单一。在丰富产品品类、完善产品矩阵之后有望与更大规模经销商合作，并且丰富的 sku 也有利于适配不同渠道。3) 后品牌：在多个渠道广泛布局之后能增加品牌可见度，有利于抓住消费者心智、形成消费者认知，从而逐步建立起品牌知名度。

3.1 产品：产品为核心驱动力，持续完善产品矩阵

产品力来源：满足消费者需求，核心在于复购率的提升。休闲食品单价相对较低、消费频次相对较高，做的是复购的生意，初次购买或许有渠道便捷性等因素，但更多具有随机性，只有真正满足消费者需求的产品才能带来良好复购。我们主要从两个维度拆解产品：1) 品质。品质主要体现在原材料和产品口感两个方面，原材料质量的高低对产品的口感有重要影响，而休闲零食作为一种在人们闲暇时消费的产品，更多的是满足消

费者味蕾快感、轻松愉悦、闲暇享受的需求，口感是影响复购的重要因素。2) 价格。休闲零食整体品牌力较弱、单件价值较低、产品同质化程度较高，消费者可选性很大，议价权相对较强。所以我们觉得零食的底层逻辑是好的品质匹配上合适的价格来满足消费者需求，提高复购率。

3.1.1 加强研发，提升产品和品类创新能力

重视产品创新，以产品力为核心驱动力。公司董事长严斌生拥有较为丰富的食品行业从业经验，重视产品口味和品类的创新，带领公司研发团队进行产品口味和产品工艺的创新，在业内率先将散装炒货做成独立手抓包形式的产品。同时，公司研发团队持续优化产品生产工艺和制备方法，旨在推出具有口味更丰富、更大程度保留产品营养价值的差异化产品。

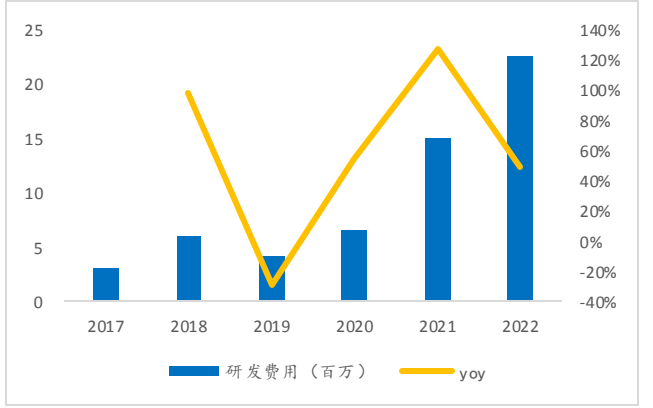
表 7：公司部分已成功研发项目

项目名称	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
烘焙薯片及其制备方法的研究	旨在通过立项研究烘焙薯片制备方法，以研发口味更丰富，营养更全面的薯片产品。	烘焙薯片及其制备方法达到国内先进水平。薯片产品口感酥脆，易于吸收消化	有利于提高公司薯片产品的市场竞争力
榴莲味腰果及其制备方法的研究	腰果含有丰富的营养元素、口感甘甜。目前市场上的腰果产品含油量较高，口感风味较为单一，本项目旨在降低腰果油感的同时增加腰果特有口感。	榴莲味腰果及其制备方法达到国内先进水平。开发出口味独特的榴莲腰果。	有利于丰富公司腰果产品品类，提高公司腰果产品的市场竞争力
芥香/菊香松子仁及其制备方法的研究	松子仁含有丰富的营养元素，香气特，备受消费者欢迎。由于松子仁油脂较高，本项目旨在改善松子仁产品油腻感，开发芥香/菊香松子仁产品。	开发口感丰富、香味独特且不油腻的芥香/菊香松子仁全新产品	有利于增加松子仁产品风味多样化，提高公司松子仁产品的市场竞争力
菊香碧根果仁及其制备方法的研究	碧根果仁含有丰富的营养元素，果仁去壳化使其食用更加便捷，备受消费者欢迎。本项目旨在为消费者提供口感富、具有健康理念的休闲碧根果仁食品	开发口感丰富的菊香碧根果仁全新产品	有利于增加碧根果仁产品品类。提高产品品质，增强公司碧根果仁产品的市场竞争力
乳酸菌味/藤椒泡菜味/咸蛋黄芝士味花生及其制备方法的研究	花生作为中国传统休闲零食，具有较大的市场空间。本项目旨在通过工艺路线设计及入味技术、配方研究，开发出口感酥香美味的健康烘焙花生产品。	开发花生新产品	有利于丰富公司花生产品口味，形成风味花生系列，提高公司花生产品的市场竞争力
青豌豆、蚕豆调味段自动撒粉设备的研究	本项目旨在针对青豌豆、蚕豆调味段自动撒粉设备进行优化	改进撒粉机械结构，使得使用更加方便并提高加工效率	有利于提高青豌豆、蚕豆产品的生产加工效率
甘酸番茄味白米酥及其制备方法的研究	米酥作为谷物类休闲零食，具有浓郁的米花香香味，含有丰富的营养成分。但市面上大部分的米酥产品原料单一、口味单一，糖分较重、口感黏腻。本项目旨在通过研究米酥制备方法，以寻求口味更丰富，营养更全面的米酥产品。	开发番茄风味米酥产品，中和了米酥原有的甜腻感，使得产品风味较为独特	有利于丰富公司米酥类产品口味，提高公司米酥产品的市场竞争力

资料来源：公司年报，财信证券

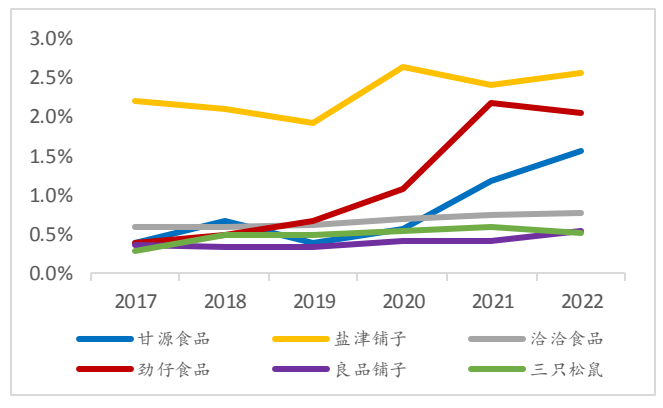
持续加大研发投入，以产品为根本。2022 年公司研发投入同比增长 48.8%，占营业收入比例为 1.55%，同比提升 0.38pct。2022 年公司研发人员数量为 183 人，同比增长 144%，研发人员数量占比为 7.62%，同比提升 4.06pcts，主要系因部分工程技术人员、生产人员等作为辅助人员参与到新品试产当中，使新品研发工作完成得更快。公司研发费用率和研发人员数量占比均处于行业前三，截至 2022 年底，公司已获得超过 100 项专利，掌握了多种休闲食品的生产工艺及口味配方。

图 25：2017-2022 年公司研发费用及增速



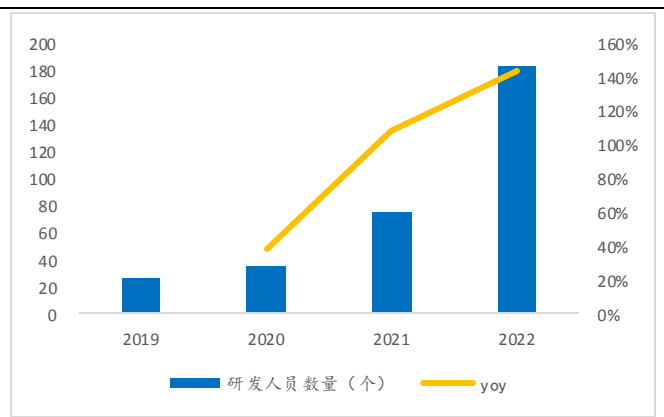
资料来源：公司公告，财信证券

图 26：2017-2022 年主要休闲零食企业研发费用率对比



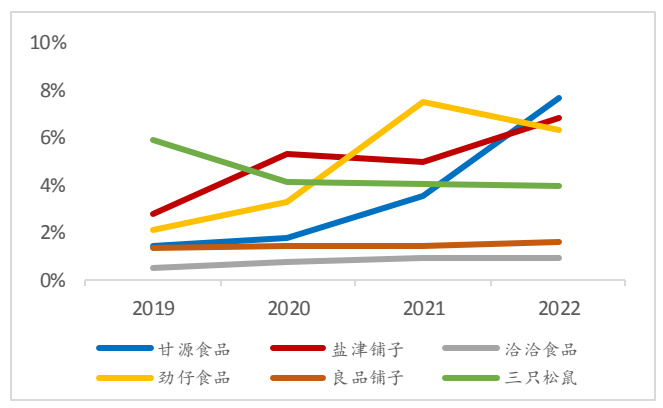
资料来源：公司公告，财信证券

图 27：2019-2022 年公司研发人员数量及增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 28：2019-2022 年主要休闲零食企业研发人员数量占比对比



资料来源：公司公告，财信证券

3.1.2 打造差异化产品，丰富产品系列

采购高品质原材料，口感更优。公司主要原材料有瓜子仁、青豌豆、蚕豆、花生、棕榈油等，选取货源时主要考虑了货源的稳定性和品质，打造高品质产品。比如，瓜子仁主要采购自内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区，这两个地区是我国瓜子的主要种植地区，能够保证供应的持续与稳定，同时当地地产出的瓜子颗粒较大、果仁饱满、品质较高。

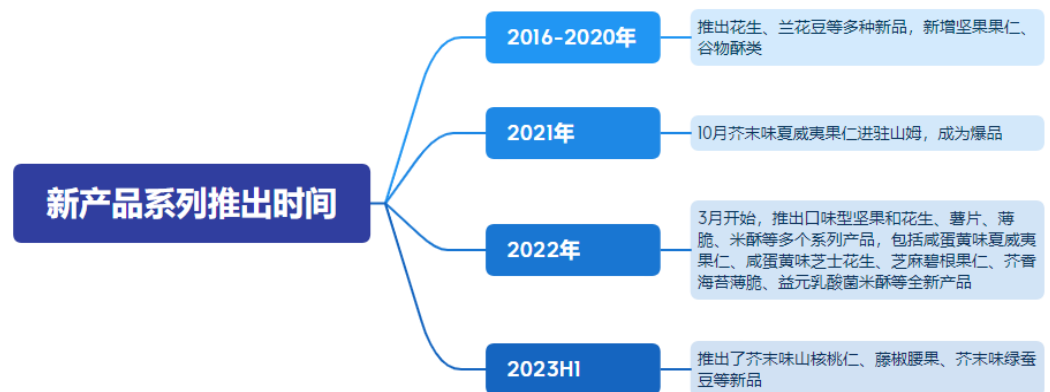
表 8：主要原材料采购情况

原材料	采购地	优势
瓜子仁	内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区	内蒙古与新疆是我国瓜子主要种植区，能够保证供应的持续与稳定，同时当地产出的瓜子颗粒较大，果仁饱满，品质较高。
蚕豆	甘肃、云南	甘肃和云南是国内蚕豆主要种植产区，占比达到全国总量的70%，相比于其他地域生虫率较低，在实际生产试验过程中产出成品的口感更优于其它产区。
青豌豆	美国	美国种植青豌豆采用农场大面积种植方式，并进行精细化管理，该种植方式能够做到在一定区域内只种植单一品种的青豌豆，能够有效避免不同品种青豌豆之间交叉授粉的问题，所以种植出来的青豌豆品种优良且质量稳定，保证公司青豌豆类产品统一的口感。
花生	山东	花生在我国主产区为山东、东北、河南、江西等，其中山东种植面积最大，其中青岛市下属莱西市更是被誉为花生乡。同时山东地区产的花生黄曲霉毒素低，使公司在生产中能更好的控制产品质量。
坚果	进口自越南、美国、土耳其、澳大利亚等国	主要采购于各坚果的原产国，腰果原产地为越南、扁桃仁原产地为美国、榛子仁原产地为土耳其，夏威夷果原产地为澳大利亚，在价格和品质上都有优势。

资料来源：公司公告，财信证券

持续推出差异化产品，完善产品矩阵。公司以籽类产品起家，并率先将蟹黄味、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。近年来在籽类产品的基础上，推出了坚果果仁和谷物酥类系列产品，持续丰富产品品类，籽类产品主要包括瓜子仁、蚕豆和青豌豆；坚果果仁产品主要包括核桃、杏仁、开心果、夏威夷果和松子等；谷物酥类主要包括米酥、锅巴、江米条等。2021年开始，公司加强新品研发创新，当年10月进驻山姆的芥末味夏威夷果仁成为爆品；2022年3月开始，推出口味型坚果和花生、薯片、薄脆、米酥等多个系列产品；2023年上半年推出了芥末味山核桃仁、藤椒腰果等新产品，近期冻干坚果也在Costco、盒马上架。

图 29：公司新产品系列推出时间



资料来源：wind，公司官方业绩说明会，财信证券

打造多规格产品，适配不同渠道进行销售。除了传统散装之外，还有在山姆渠道销售的 500g 大规格，在电商渠道销售的 1080g、855g、520g、485g 等量贩装，还有其他中等规格如 258g、208g、138g 等在商超等渠道销售。此外，现代流通渠道包含便利店、校园店、社区店等不同业态，也推出了 100g、65g、40g 等规格，不同规格的产品和新包装有利于匹配不同的消费需求和消费场景。

表 9：公司主要产品销售规格及渠道

产品品类	销售规格	主要销售渠道
芥末味/咸蛋黄味夏威夷果	520g、500g、288g、180g、65g*5、65g*4、65g*3、65g*2、65g 等	电商、山姆、盒马等渠道
老三样	1000g、800g、628g、567g、285g、200g、175g、138g、100g、65g、40g 等	电商、商超、量贩零食、便利店等渠道
综合果仁及豆果（除夏威夷果）	1140g、1000g、855g、600g、570g、567g、500g、325g、210g、208g、175g、100g、65g、40g 等	电商、商超、量贩零食、便利店等渠道

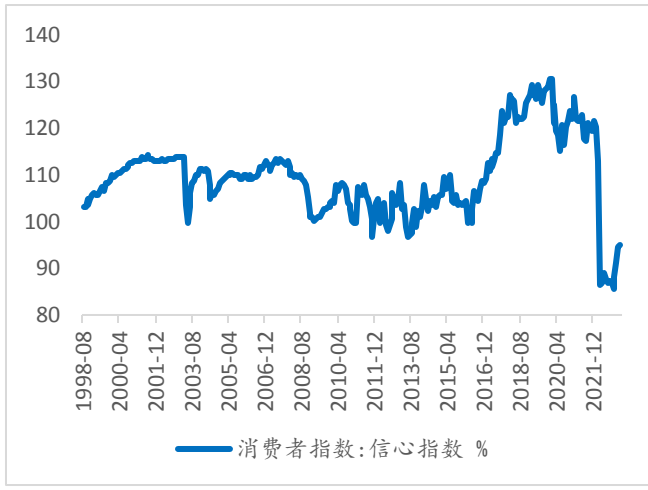
资料来源：淘宝，盒马 APP，山姆会员商店 APP，财信证券整理

3.2 渠道：渠道精细化管理，高性价比渠道快速增长

渠道变迁：核心是效率的提升。休闲食品渠道主要经历了“传统批发市场-商超-电商-量贩零食”的四个变革阶段，每一轮渠道变革都有着较大的渠道红利，核心是效率的提升。具体来看，商超满足了“一站式购物”的需求，电商满足了“便宜（方便、便宜）”的需求，量贩零食渠道满足了“多、快、好、省”的需求。

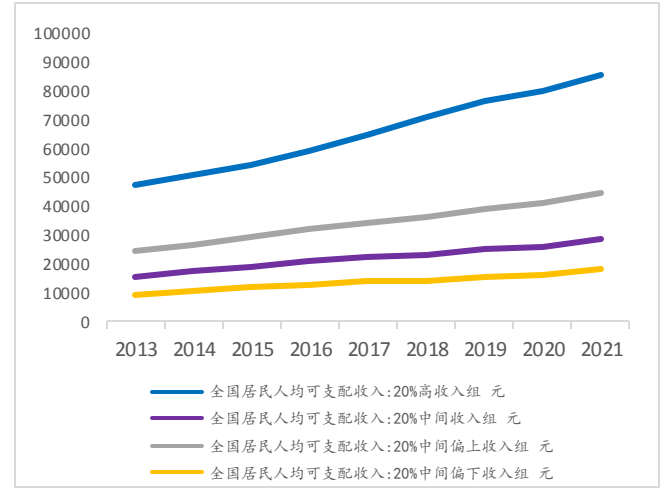
消费升级本质是品质的升级，经济增速放缓之下更追求性价比，高端会员、零食量贩和电商渠道主打高性价比，即以有竞争力的价格销售同等品质的产品。2017 年以来随着我国经济水平的提升、居民收入的增加，我国中产阶级数量也在增加，催生出消费升级这一趋势。但我们觉得消费升级本质上是品质的升级，在经济增长较快时期，消费能力增强，消费信心快速增长（2017-2020 年），对于高品质的产品愿意接受一定程度的品牌和品质溢价。但在近年来经济增速放缓的大环境下，消费信心指数有所下降（2020 年以来），而消费升级存在一定程度的不可逆性，此时消费者则会更追求产品的性价比，即在保证产品高品质的前提下选择价格更优惠的购买渠道，高端会员、零食量贩和电商渠道具备一定优势。

图 30：我国消费者信心指数历史变化



资料来源：国家统计局，财信证券

图 31：全国居民人均可支配收入持续增长

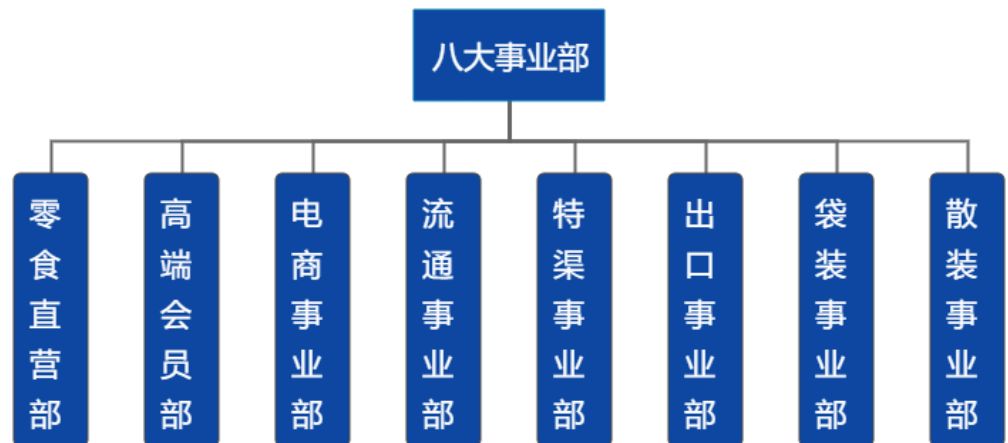


资料来源：国家统计局，财信证券

3.2.1 优化组织架构，分为八大事业部

组织架构改革，渠道精细化管理。公司原来的组织架构较为简单，主要是分区域管理，随着公司规模的增长和多渠道的扩张，曾经的组织架构难以适应同时在一个区域管理各个不同类型的渠道。2022H2 公司进行了组织架构改革，侧重于分渠道管理，按渠道分为八大事业部，零食直营部、高端会员部、电商事业部、流通事业部、特渠事业部、出口事业部，并将 KA 部门分为了袋装事业部和散装事业部，更有针对性地拓展不同渠道，有助于提升公司整体运营效率。

图 32：公司组织架构



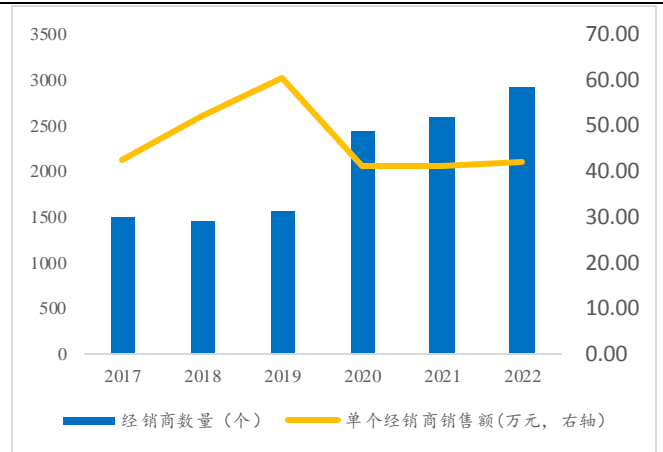
资料来源：公司公告，财信证券

3.2.2 全渠道布局，新兴渠道快速增长

经销渠道：持续打造新品，积极拓展新兴渠道。公司经销渠道以商超和流通渠道为主，公司安阳工厂于 2021 年部分投产后主要是为 KA 商超渠道生产产品。但近年来随着商超流量下滑、经济增速放缓带来的消费降级导致商超渠道增速下降，公司开始积极拓

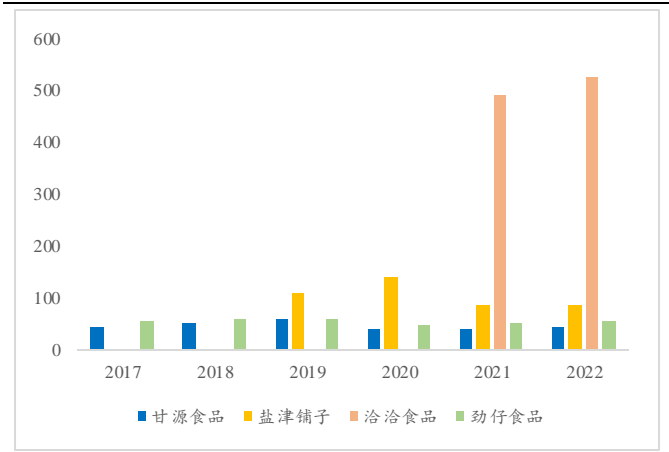
展量贩零食、电商等新兴渠道，调整安阳工厂产品战略，将其生产的米酥、薯片等产品重新梳理，降低供应链成本。多个产品梳理完成后有利于带动新产品在各个渠道的放量，提高产能利用率，主要体现在：1) 商超渠道销售的产品价格有所调整，有利于提升产品竞争力；2) 薯片、仙贝等产品成功推广至量贩零食等新拓展渠道；3) 新产品系列的增加能提高公司整体规模，也有利于公司拓展新经销商、提升经销商中较大规模经销商的比例。公司近三年经销商数量稳步增加，但单个经销商销售额稳定在 40 万元左右，处于行业较低水平，未来有望随着规模的增加而增长，仍有较大增长空间。

图 33：2017-2022 年公司经销商数量及单个经销商销售额



资料来源：公司公告，财信证券

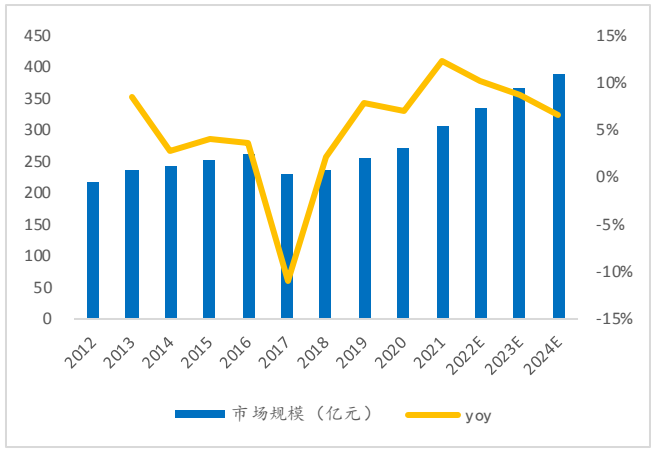
图 34：2017-2022 年主要休闲零食企业单个经销商销售额对比（万元）



资料来源：公司公告，财信证券

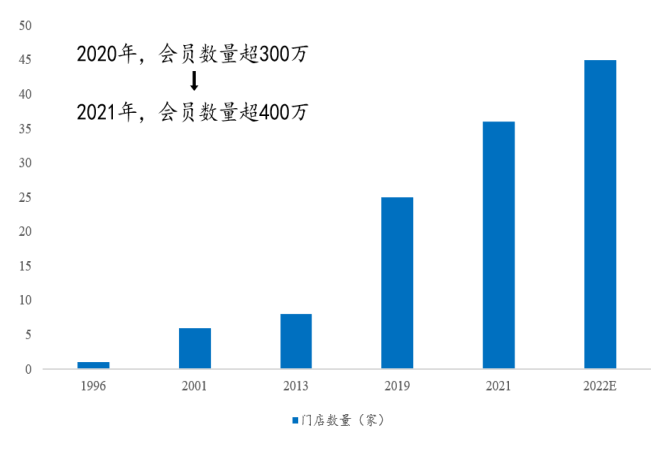
- 1) **高端会员店渠道：精准定位，严格选品。** 高端会员店以山姆、Costco 为代表，采用的是产品薄利多销、利润主要来自会员费商业模式，自 1996 年进入中国大陆市场，近年来得到快速发展。以山姆为例，该渠道对目标人群进行精准定位，即中产消费人群。同时进行严格选品，主要以自有品牌销售产品，一方面，精选产品，从而精简 sku 数量，节省消费者在类似产品上的选择时间，也能提升其规模采购的价格优势，提高周转率；另一方面，严格把控产品品质，让消费者觉得物有所值，让其成为高品质的代名词，增强品牌力。所以我们觉得山姆以直接的规模化采购、优化物流、品牌背书等优势提高议价权，从而能在收取年度会员费才能入场的基础上，以较为优惠的价格销售给消费者，成功实现商业模式的闭环。

图 35：2012-2024E 中国仓储会员超市行业市场规模



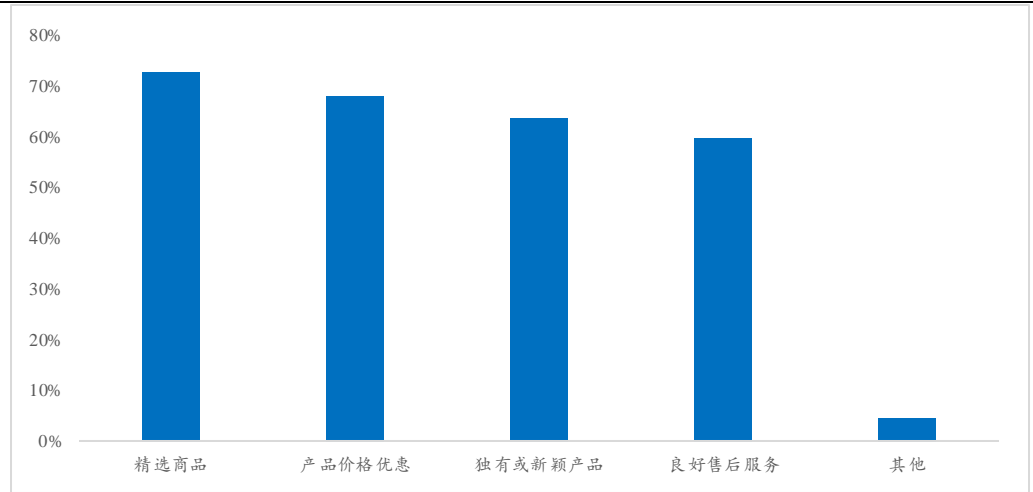
资料来源：艾媒咨询，财信证券

图 36：1996-2021 年山姆会员店数量



资料来源：艾媒咨询，财信证券

图 37：2021 年中国消费者选择仓储会员超市的因素



资料来源：艾媒咨询，财信证券

成功在山姆打造爆款产品，借助山姆品牌背书拓展其他渠道。 公司为山姆代工生产的芥末味夏威夷果仁产品于 2021 年 10 月进入山姆渠道后在小红书等社交平台被广泛推荐，芥末味的辛辣感有效中和了坚果的油腻感，迅速成为爆品，截至 2023 年 6 月底，根据山姆会员商店 APP，该产品仍位列聚会小食热度榜第一，回购热度为 98.1%。此外，公司后续还陆续在山姆上新了咸蛋黄味夏威夷果仁、芥末味松子仁等产品。借助山姆品牌背书，公司与 Costco、麦德龙、盒马 X 等其他会员超市、商超、量贩零食等渠道也逐渐建立起合作关系，并在电商渠道推出山姆平替的同款夏威夷果仁产品，并提供多种不同规格产品供消费者选择，并且公司在其他会员超市、商超、电商、量贩零食渠道等渠道均使用自有品牌销售，有利于增加品牌露出，为品牌力的建设奠定基础。

图 38: 芥末味夏威夷果仁位列山姆聚会小食热度榜第一



资料来源: 山姆会员商店APP, 财信证券

图 39: 公司淘宝旗舰店销售多规格平替产品

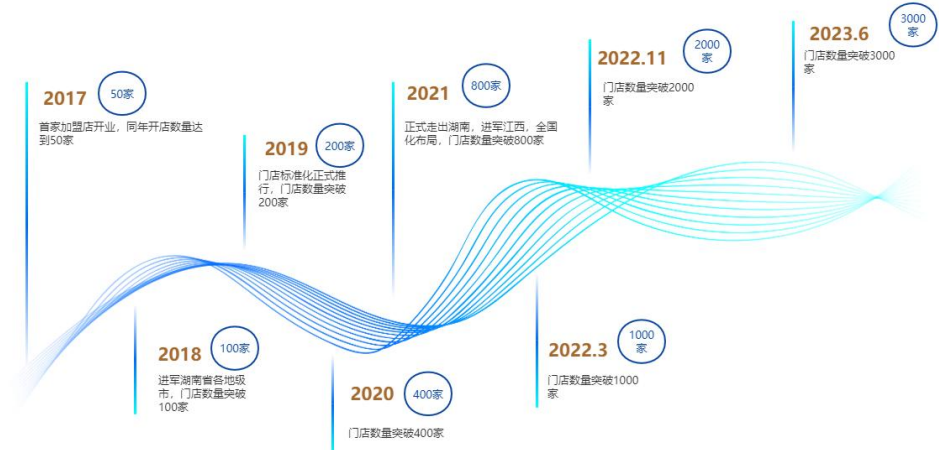


资料来源: 淘宝, 财信证券

2) 零食量贩渠道: 高性价比+高周转的商业模式, 跑马圈地进行时。零食量贩渠道采取的是“水饮引流+白牌盈利+高周转”的一种硬折扣的商业模式, 通过“不收取进场费和条码费+不占用上游资金+总部与总部直接对接”的方式换取较低的采购成本。该渠道近年来得到快速发展, 以零食很忙、零食有鸣、赵一鸣为代表的零食量贩品牌正处在快速跑马圈地的过程中, 以大本营市场为中心, 向周边省份辐射, 主要是为了抢占优质点位, 获取先发优势, 因为优质铺面有限, 随着后续竞争加剧, 店铺转让费、租金等或会水涨船高。该渠道仍处在渠道改革红利释放期, 上游供应商与其合作有利于: 1) 随着与该渠道合作的广度(合作店铺数量)和深度(合作sku数量)的加强而快速放量; 2) 提升产业链单个环节的效率, 借助该渠道加速渠道下沉和区域扩张, 增强品牌认知度; 3) 能及时得到最新的销售数据, 跟踪消费者需求变化, 并及时调整产品。

梳理产品, 丰富sku, 零食量贩渠道以散装和小规格定量装为主。公司于2022年5月开始与零食量贩渠道合作, 逐步优化供应链、降低采购和生产成本, 合作前期由于供应链梳理未完全到位, 且当时安阳工厂主要目标对接渠道仍为KA渠道, 仅有2-3个sku进驻量贩零食渠道, 主要以老三样为主。5-8月公司加大渠道和供应链调整力度, 梳理出多个sku, 并于9月在该渠道月销破千万, 预计今年月销在2000万以上。2022年安阳工厂由于产品策略调整, 产能利用率较低, 实现近3000万元亏损, 预计今年随着零食量贩渠道的放量, 预计安阳工厂产能利用率有所提升, 有望扭亏为盈。

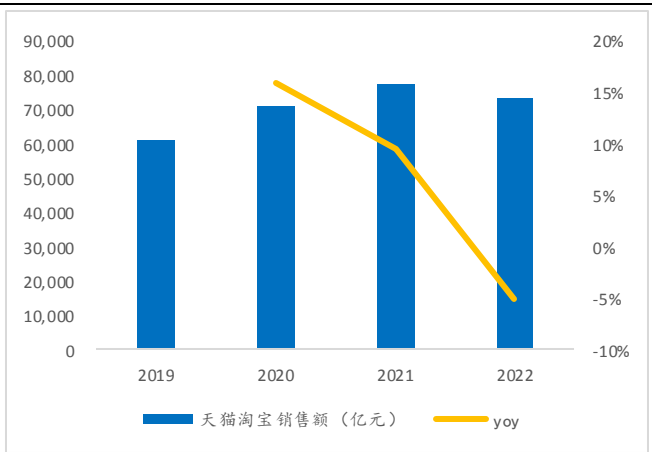
图 40：零食很忙门店数量快速增长



资料来源：零食很忙官网，财信证券

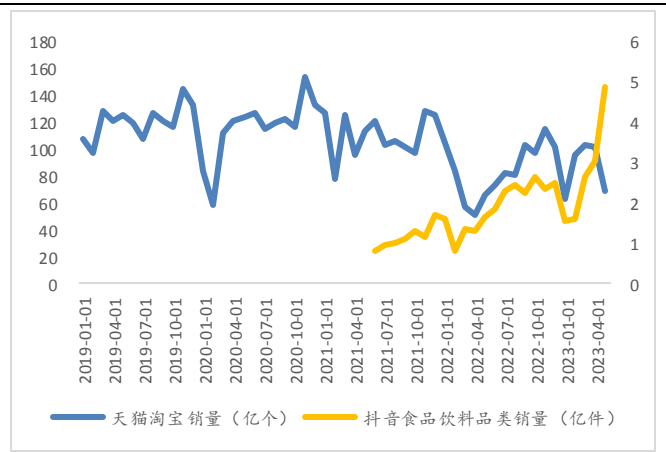
3) 电商渠道：以量贩装为主，是新品推广、品牌宣传的重要渠道。零食行业由于各地口味偏好不一，区域性较强，电商渠道能突破地面区域的限制，直达消费者、和消费者产生直接和深刻的互动，扩大消费者触达范围，是品牌宣传的重要渠道。此外，电商渠道的消费痛点在于“便宜、方便”，对于零食这种单件价值量较低的产品，该渠道通常以量贩装为主，销量增加有利于提高产能利用率，以公司在抖音上的旗舰店“甘源零食旗舰店”为例，截至2023年7月4日，兔年干果零食大礼包累计销量52.1万，销量占店铺总销量比重约为34%，为销量第一的产品。整体来看，淘宝、天猫等传统电商增速有所放缓，抖音、快手等新兴电商快速增长。根据魔镜数据，2022年天猫淘宝销售额同比-4.98%，根据抖音电商生态大会数据，2022年抖音电商GMV同比增长80%。

图 41：天猫淘宝销售额增速放缓



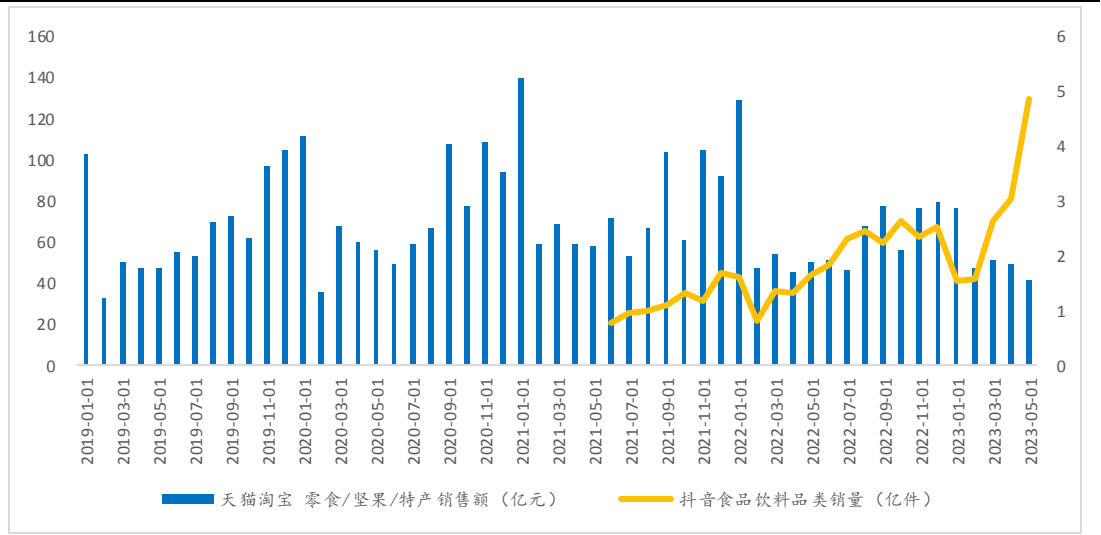
资料来源：通联数据，财信证券

图 42：天猫淘宝和抖音销量发展趋势出现分化



资料来源：通联数据，财信证券

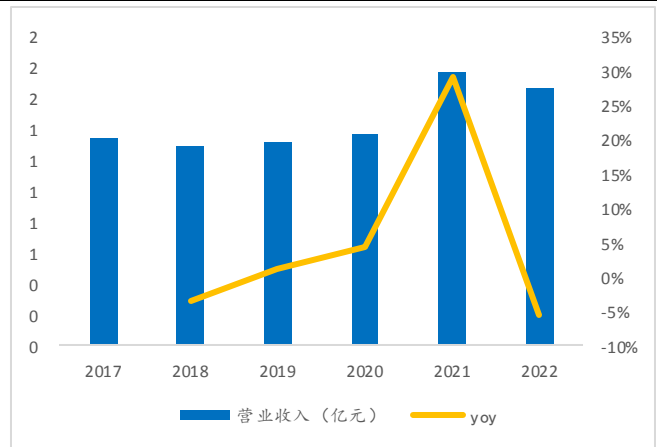
图 43：天猫淘宝零食销售额和抖音食品饮料销量的走势出现分化



资料来源：通联数据，财信证券

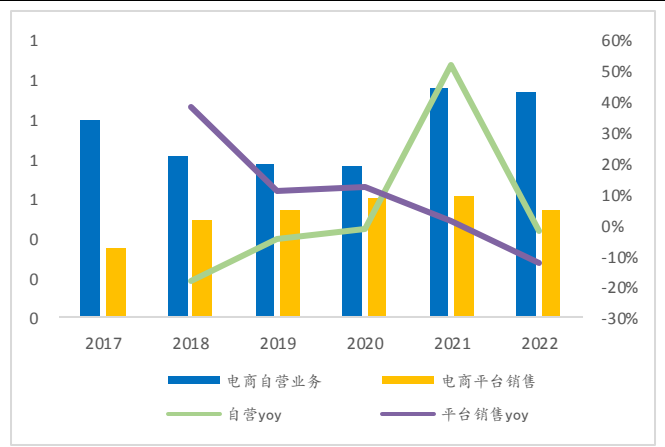
渠道调整完成，电商逐步发力。去年公司电商团队尚未完善，2022 年 10 月电商总监到位，并对线上渠道做了两大调整：1) 调整线上销售结构。过去线上销售以传统电商平台为主，公司根据渠道流量变化和线上渠道发展趋势，在抖音、快手等达播、自播平台加大推广力度；2) 调整产品结构。过去线上产品以老三样为主，通过产品梳理，推出了适配线上渠道的混合豆果、调味坚果、膨化烘焙产品、混合组合型产品等。目前公司线上分销商占比较低，预计后续随着线上分销商的优化拓展、sku 的持续丰富，电商渠道销售规模有望进一步提升。

图 44：2017-2022 年公司电商营业收入及同比增速



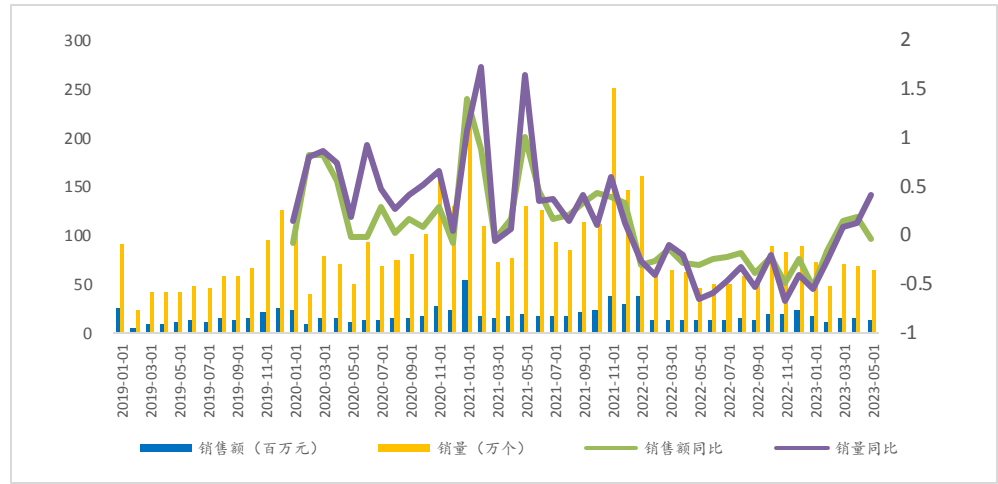
资料来源：公司公告，财信证券

图 45：2017-2022 年公司电商分模式营业收入及增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 46：公司在天猫淘宝渠道的销售额和销量变化



资料来源：通联数据，财信证券

4 盈利预测与投资建议

我们分产品对盈利预测进行拆分：

- 1) 老三样：老三样中青豌豆系列稳健增长，瓜子仁和蚕豆系列增速放缓，老三样系列产品目前也以散装和定量装形式进入零食量贩渠道电商渠道，有望受益于渠道扩张带来小幅修复性增长。我们预计 2023-2025 年青豌豆系列营业收入增速分别为 12%/9%/6%，瓜子仁系列营业收入增速分别为 6%/5%/4%，蚕豆系列营业收入增速分别为 7%/5%/4%。
- 2) 综合果仁及豆果：坚果是公司的重点发力方向，持续推出新品，叠加组织架构改革红利释放、渠道布局深化，有望带动该系列销量快速增长，我们预计 2023-2025 年综合果仁及豆果系列营业收入增速分别为 65%/38%/30%。
- 3) 其他系列：其他系列主要包括花生、米酥、薯片等产品，随着零食量贩渠道和电商渠道的快速发展，有望快速放量。我们预计 2023-2025 年其他主营业务系列营业收入增速分别为 98%/55%/35%。

表 10：公司盈利预测拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（亿元）	12.94	14.51	20.13	25.89	31.68
yoy		12.11%	38.76%	28.60%	22.38%
综合果仁及豆果系列					
营业收入（亿元）	2.95	3.82	6.30	8.70	11.31
yoy		44%	29%	65%	38%
青豌豆系列					
营业收入（亿元）	3.32	3.69	4.13	4.50	4.78
yoy		6%	11%	9%	6%

瓜子仁系列						
营业收入 (亿元)	2.34	2.31	2.45	2.57	2.67	
yoy	-8%	-1%	6%	5%	4%	
蚕豆系列						
营业收入 (亿元)	2.08	2.09	2.24	2.35	2.44	
yoy	-7%	0%	7%	5%	4%	
其他主营业务系列						
营业收入 (亿元)	2.20	2.53	5.01	7.76	10.48	
yoy	26%	15%	98%	55%	35%	
其他						
营业收入 (亿元)	0.05	0.08	0.13	0.18	0.24	
yoy		68%	65%	45%	30%	

资料来源: wind, 财信证券预测

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 20.13/25.89/31.68 亿元, 同比分别增长 38.76%/28.60%/22.38%, 归母净利润分别为 2.41/3.26/4.01 亿元, 同比分别增长 52.15%/35.55%/22.74%, EPS 分别为 2.58/3.50/4.30 元/股, 对应 PE 分别为 30.50x/22.50x/18.33x。公司组织架构改革带动改革红利释放, 在持续推出差异化新产品的的基础上, 深化全渠道布局, 有望带动新兴渠道快速放量, 此外, 棕榈油采购成本有所下降, 安阳工厂有望实现盈亏平衡, 预计将带来较大业绩弹性, 参考同行业可比公司, 我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE, 维持“买入”评级。

表 11: 可比公司估值对比表

公司简称	股票代码	收盘价 (元)	PE				EPS			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
盐津铺子	002847.SZ	80.85	46.22	33.97	26.34	20.95	2.34	2.38	3.07	3.26
良品铺子	603719.SH	24.26	44.07	21.66	17.33	14.27	0.84	1.12	1.40	1.70
三只松鼠	300783.SZ	19.36	66.71	26.89	22.51	19.56	0.32	0.72	0.86	0.99
洽洽食品	002557.SZ	40.06	25.97	18.63	15.53	13.35	1.93	2.15	2.58	3.00
劲仔食品	003000.SZ	12.56	38.13	32.21	24.15	19.63	0.31	0.39	0.52	0.64
行业平均		35.42	44.22	26.67	21.17	17.55	1.15	1.35	1.69	2.04
行业中位数		32.16	45.15	24.27	19.92	16.91	1.38	1.64	1.99	2.35
甘源食品	002991.SZ	78.81	46.41	30.50	22.50	18.33	1.70	2.58	3.50	4.30

资料来源: wind, iFinD, 财信证券

注: 收盘价截止于 2023 年 7 月 7 日

5 风险提示

原材料价格大幅波动, 行业竞争加剧, 新品销售不及预期。

报表预测(单位:百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,294	1,451	2,013	2,589	3,168	营业收入	1,294	1,451	2,013	2,589	3,168
减:营业成本	840	954	1,288	1,645	2,009	增长率(%)	10.38	12.11	38.76	28.60	22.38
营业税金及附加	14	17	23	29	36	归属母公司股东净利润	154	158	241	326	401
营业费用	208	204	282	349	428	增长率(%)	-14.29	3.03	52.15	35.55	22.74
管理费用	59	65	87	106	130	每股收益(EPS)	1.65	1.70	2.58	3.50	4.30
研发费用	15	23	31	40	49	每股股利(DPS)	1.09	1.07	1.29	1.75	2.15
财务费用	-10	-11	-2	-3	-4	每股经营现金流	1.36	3.30	4.07	5.89	6.36
减值损失	-4	-4	-6	-7	-9	销售毛利率	0.35	0.34	0.36	0.36	0.37
加:投资收益	14	7	10	9	9	销售净利率	0.12	0.11	0.12	0.13	0.13
公允价值变动损益	3	1	0	0	0	净资产收益率(ROE)	0.11	0.11	0.15	0.18	0.20
其他经营损益	0	0	0	0	0	投入资本回报率(ROIC)	0.34	0.25	0.42	0.55	0.81
营业利润	202	212	321	434	532	市盈率(P/E)	47.81	46.41	30.50	22.50	18.33
加:其他非经营损益	0	0	0	0	0	市净率(P/B)	5.09	4.88	4.52	4.11	3.69
利润总额	199	208	317	430	528	股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03
减:所得税	45	50	77	104	127	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	154	158	241	326	401	收益率					
减:少数股东损益	0	0	0	0	0	毛利率	35%	34%	36%	36%	37%
归属母公司股东净利润	154	158	241	326	401	三费/销售收入	21%	19%	18%	18%	18%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	15%	14%	16%	17%	17%
货币资金	510	473	677	1,002	1,344	EBITDA/销售收入	18%	18%	22%	22%	21%
交易性金融资产	420	588	550	550	550	销售净利率	12%	11%	12%	13%	13%
应收和预付款项	37	47	63	82	100	资产获利率					
其他应收款(合计)	4	4	6	7	9	ROE	11%	11%	15%	18%	20%
存货	127	137	188	239	292	ROA	8%	8%	11%	13%	14%
其他流动资产	20	12	21	25	32	ROIC	34%	25%	42%	55%	81%
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本结构					
金融资产投资	0	0	0	0	0	资产负债率	21%	25%	27%	29%	30%
投资性房地产	0	0	0	0	0	投资资本/总资产	35%	30%	27%	20%	14%
固定资产和在建工程	555	588	549	456	348	带息债务/总负债	0%	1%	0%	0%	0%
无形资产和开发支出	98	100	116	132	147	流动比率	450%	338%	324%	311%	314%
其他非流动资产	51	55	46	33	33	速动比率	381%	291%	271%	261%	263%
资产总计	1,822	2,004	2,216	2,525	2,854	股利支付率	66%	63%	50%	50%	50%
短期借款	0	0	0	0	0	收益留存率	34%	37%	50%	50%	50%
交易性金融负债	0	0	0	0	0	资产管理效率					
应付和预收款项	196	280	352	461	559	总资产周转率	0.71	0.72	0.91	1.03	1.11
长期借款	2	3	2	1	1	固定资产周转率	2.68	2.97	4.34	5.68	9.11
其他负债	179	215	235	273	304	应收账款周转率	93.61	67.29	74.25	71.77	72.58
负债合计	377	498	589	736	864	存货周转率	6.63	6.98	6.86	6.90	6.88
股本	93	93	93	93	93	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	958	936	936	936	936	EBIT	189	197	316	427	524
留存收益	393	477	597	760	961	EBITDA	235	258	443	581	671
归属母公司股东权益	1,445	1,506	1,626	1,790	1,990	NOPLAT	146	159	247	333	406
少数股东权益	0	0	0	0	0	归母净利润	154	158	241	326	401
股东权益合计	1,445	1,506	1,626	1,790	1,990	EPS	1.65	1.70	2.58	3.50	4.30
负债和股东权益合计	1,822	2,004	2,216	2,525	2,854	BPS	15.50	16.15	17.45	19.20	21.35
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	47.81	46.41	30.50	22.50	18.33
经营性现金净流量	127	308	379	549	593	PEG	-3.35	15.33	0.58	0.63	0.81
投资性现金净流量	-32	-145	-56	-64	-53	PB	5.09	4.88	4.52	4.11	3.69
筹资性现金净流量	-135	-76	-119	-161	-197	PS	5.68	5.06	3.65	2.84	2.32
现金流量净额	-40	87	204	324	342	PCF	57.89	23.85	19.37	13.37	12.40

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438