

2023年08月09日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 口味型坚果龙头启航，产品+渠道加速成长

## —甘源食品（002991.SZ）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-08-08

当前股价（元）	79.89
总市值（亿元）	74
总股本（百万股）	93
流通股本（百万股）	50
52周价格范围（元）	55.8-94.25
日均成交额（百万元）	62.45

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《甘源食品（002991）：二季度超预期，产品渠道放量延续高增》2023-07-08
- 2、《甘源食品（002991）：一季度超预期，产品渠道加速驱动》2023-04-27
- 3、《甘源食品（002991）：产品渠道双轮驱动，全力以赴完成目标》2023-03-08

### 深耕籽类豆类炒货十七年，口味型坚果抢占先机

总部位于江西萍乡的公司成立于2006年，以研发及生产销售籽类休闲食品起家。营收和归母净利润分别从2016年7/0.5亿元增至2022年15/2亿元，5年CAGR分别为13%/22%。

### 坚果行业高速扩容超千亿，零食量贩店释放红利

休闲食品行业规模从2010年4100亿元增至2022年11654亿元，12年CAGR为9%，2027年将达12378亿元，2020年CR5为23%，集中度仍有提升空间。其中坚果市场2023年将超过2000亿元，籽坚果占比高，树坚果处于起步阶段，增长潜力较大；零食量贩渠道高性价比切中需求快速跑马圈地，零食很忙、零食有鸣、戴永红等快速扩张。

### 口味型坚果领军品牌，持续推陈出新匹配渠道持续放量

**品牌：**多传承中华五谷小吃文化为使命，致力于打造五谷小吃百年品牌。**产品：**深耕坚果领域十七年，老三样打造极致小单品，创新口味型坚果抢占先机，持续开发烘焙等新品类丰富产品矩阵，2022年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆合计收入占比超过80%，2018-2022年CAGR为29%/15%/-2%/-0.4%；其他产品（烘焙、酥类、米制品等）收入占比为17%，2018-2022年CAGR为27%。**渠道：**全渠道布局高速增长，以线下经销模式为主，2022年经销模式/电商模式/其他模式收入占比分别为85%/12%/3%；积极布局零食量贩店、高端会员店，年度销售额贡献均超千万；细分八大事业部，采取精细化的渠道管理运营。**区域扩张：**华东市场为大本营，2022年华东、华中市场合计收入占比38%，华北、西南、西北市场增速亮眼，后续渠道下沉仍有较大潜力。**产能：**目前拥有江西萍乡、河南安阳两大生产基地且产能充足，安阳工厂已调整到位预计扭亏为盈释放规模效应。

### 盈利预测

我们看好公司布局口味性坚果并进行品类创新及渠道精耕细作，零食专营渠道放量加速，同时内部组织架构完成改革优化，叠加棕榈油采购成本下行，有望释放利润弹性。预计2023-2025年EPS分别为2.59/3.49/4.61元，当前股价对应PE分别为31/23/17倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

宏观经济下行风险、商超客流量减少、新品增长不及预期、零食专营渠道增长不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	1,451	2,025	2,681	3,408
增长率 (%)	12.1%	39.6%	32.4%	27.1%
归母净利润 (百万元)	158	241	326	430
增长率 (%)	3.0%	52.4%	34.9%	32.0%
摊薄每股收益 (元)	1.70	2.59	3.49	4.61
ROE (%)	10.5%	14.7%	17.9%	20.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 口味型坚果龙头，深耕籽类豆类炒货十七年.....	6
1.1、 发展历程：口味型坚果龙头，深耕籽类豆类炒货十七年.....	6
1.2、 股权结构：股权结构集中稳定，股权激励显信心.....	7
1.3、 营收规模近 15 亿元，产品矩阵不断丰富.....	9
2、 坚果行业高速扩容，零食专营渠道释放红利.....	13
2.1、 休闲零食规模持续扩大，人均消费有提升空间.....	13
2.2、 细分品类众多，竞争格局较分散.....	15
2.3、 坚果行业快速扩容超千亿，树坚果市场潜力大.....	18
2.4、 零食量贩快速跑马圈地，先行者尽享红利.....	25
3、 口味型坚果领军品牌，产品匹配渠道持续放量.....	27
3.1、 品牌端：五谷小吃领军品牌，品牌优势显著.....	27
3.2、 产品端：深耕坚果领域十七年，持续创新丰富产品矩阵.....	29
3.3、 渠道端：全渠道布局，零食量贩、会员店持续放量.....	34
3.4、 区域扩张：全国化持续扩张，区域分布区域均衡.....	38
3.5、 产能端：产能储备充足，安阳工厂望放量带动规模效应.....	39
4、 盈利预测.....	40
5、 风险提示.....	41

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	6
图表 2：公司高管成员概况.....	8
图表 3：公司股权结构集中且稳定（截至 2023 年 6 月）.....	8
图表 4：2020 年与 2022 年公司高管团队对比情况.....	9
图表 5：2022 年员工持股计划概况.....	9
图表 6：公司 2016 年-2023Q1 业绩发展情况.....	10
图表 7：2017 年-2023Q1ROE 整体呈下降趋势.....	11
图表 8：2017 年-2023Q1 权益乘数整体保持平稳.....	11
图表 9：2017 年-2023Q1 总资产周转率呈下降趋势.....	11
图表 10：2017-2023Q1 毛利率略有下降但仍领先同行.....	11
图表 11：2017 年-2023Q1 净利率处于行业上游.....	12
图表 12：2017-2023Q1 期间费用率呈下降趋势.....	12
图表 13：2017-2023Q1 销售费用率逐年降低.....	12
图表 14：2017-2023Q1 研发费用率呈上升趋势.....	12
图表 15：中国休闲零食行业市场规模持续扩大.....	13
图表 16：中国休闲零食人均消费提升空间巨大.....	14

图表 17: 年轻人群成为休闲食品消费主力 .....	14
图表 18: 休闲食品购买要素热度指数排行 .....	14
图表 19: 各个细分品类下品牌, 竞争格局较分散 .....	16
图表 20: 休闲食品各品类市场份额占比 .....	17
图表 21: 咸味小吃的市场占比最高, 达到 28% .....	17
图表 22: 各品类保持增长趋势, 休闲卤制品、坚果增速最快 .....	17
图表 23: 休闲卤制品 2015-2019 年 CAGR 最高, 达到 15.4% .....	17
图表 24: 2020 年中国休闲食品行业集中度略有下降 .....	18
图表 25: 2020 年中国休闲食品 CR5 仅为 23% .....	18
图表 26: 2019 年中国休闲食品 CR10 约 30%, 英美等国成熟市场大多已超过 60% .....	18
图表 27: 截至 2018 年底, 坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品集中度较低 .....	18
图表 28: 2010-2019 年我国坚果炒货行业规模以上企业销售规模从 725 亿元增长至 1766.4 亿元 .....	19
图表 29: 2021 年我国坚果产量约为 18.85 万吨, 同比增长 4.36%, 整体呈现稳步增长的趋势 .....	19
图表 30: 我国坚果行业发展历程, 目前形成全渠道融合发展 .....	19
图表 31: 2022 年坚果行业主要品牌概况 .....	20
图表 32: 坚果炒货可分为树坚果和籽坚果 .....	21
图表 33: 2013-2020 年中国坚果细分品种消费量占比走势情况, 树坚果有较大的渗透空间 .....	21
图表 34: 2018-2022 年我国树坚果市场规模走势 .....	21
图表 35: 我国坚果人均消费量仅为 0.5kg/年, 有较大渗透空间 .....	22
图表 36: 主要树坚果的全球人均消费量对比, 中国的水平较低 .....	22
图表 37: 2020 年中国坚果炒货行业 CR5 为 7.31% .....	23
图表 38: 2019 年 6 月, 淘宝坚果销售额前三分别为三只松鼠、百草味和良品铺子 .....	23
图表 39: 坚果行业产业链一览 .....	23
图表 40: 口味多元化成为坚果市场的关键因素 .....	24
图表 41: 口味型坚果不断推陈出新, 备受欢迎 .....	24
图表 42: 2022 年消费者对坚果的食用需求 .....	24
图表 43: 61%的消费者表示在购买坚果时, 会关注坚果的健康程度 .....	24
图表 44: 2022 年天猫淘宝坚果产品搜索热词 .....	25
图表 45: 洽洽食品、甘源食品均实现跨界联名合作 .....	25
图表 46: 83%的消费者选购坚果时表示选择知名的大品牌 .....	25
图表 47: 2022 年坚果品牌中, 中高端品牌占比高 .....	25
图表 48: 主要零食渠道品牌门店数量 .....	26
图表 49: 零食很忙门店 .....	26
图表 50: 主要零食量贩店开店情况 .....	26
图表 51: 公司致力于打造五谷小吃百年品牌 .....	27
图表 52: 2021 年公司签约新潮传媒, 大量投放梯媒广告进行品牌宣传 .....	27

图表 53: 甘源食品跨界联名合作 .....	28
图表 54: 销售费用率逐年下降, 费用控制良好 .....	28
图表 55: 2021 年梯媒广告投入加大, 2022 年广告费用明显回落 .....	28
图表 56: 公司持续完善丰富产品矩阵, 在深耕坚果领域的基础上开发出更多品类和口味的产品系列 .....	29
图表 57: 公司持续推陈出新丰富产品矩阵, 创新口味型坚果抢占先机 .....	30
图表 58: 2022 年产品结构更加完善均衡 .....	31
图表 59: 2018-2022 年综合果仁及豆果系列、青豌豆系列等营收占比持续提升, 产品矩阵不断完善 .....	31
图表 60: 2018-2022 年产品整体呈现稳健增长趋势 .....	31
图表 61: 2018-2022 年综合果仁及豆果系列、其他产品系列增速最高 .....	31
图表 62: 高品质原材料奠定强产品基因 .....	32
图表 63: 2018-2022 年公司持续加大研发费用投入, 研发费用率从 0.7% 提升至 1.6% .....	32
图表 64: 2019-2022 年研发人员数量大幅提升, 研发人员数量占比从 1.4% 提升至 7.6% .....	32
图表 65: 公司部分研发项目 .....	33
图表 66: 2018-2022 年公司各产品毛利率基本稳定, 经典老三样产品毛利率最高 .....	34
图表 67: 2019-2022 年棕榈油成本大幅攀升, 2023 年价格回落 .....	34
图表 68: 2017-2022 年, 公司经销商数量从 1512 家快速增长至 2923 家, 5 年 CAGR 为 14% .....	34
图表 69: 公司各区域经销商均呈现增长趋势, 渠道持续扩张 .....	34
图表 70: 公司进行全渠道布局扩张 .....	35
图表 71: 公司在商超设置甘源品牌专柜 .....	35
图表 72: 公司以线下经销模式为主, 占比达到 80% 以上 .....	35
图表 73: 公司细分八大事业部对各渠道进行精细化管理运营 .....	36
图表 74: 公司与零食很忙等量贩零食店进行合作 .....	37
图表 75: 赵一鸣团队与甘源食品进行深度交流和战略合作 .....	37
图表 76: 山姆的芥末味夏果成为小红书爆款 .....	37
图表 77: 甘源品牌的芥末味夏果成为山姆平替产品 .....	37
图表 78: 2018-2022 年电商渠道营收 1.3 亿元提升至 1.67 亿元 .....	38
图表 79: 甘源食品的抖音旗舰店销量达到 159.9 万, 位列健康零食排行榜第一 .....	38
图表 80: 华东市场为大本营, 营收贡献超过 20%, 区域结构逐渐均衡 .....	39
图表 81: 2022 年华东、华北、华中地区收入占比近六成 .....	39
图表 82: 2018-2022 年华北、西北、西南地区的收入增速领先 .....	39
图表 83: 公司 2017 年和 2022 年各地区的经销商数量持续增长 .....	39
图表 84: 南北两大生产基地提供充足的产能储备 .....	40
图表 85: 2017-2019 年产能利用率、产销率维持高位, 2019 年产销率达到 98% .....	40
图表 86: 2020 年公司各产品系列产销率均超过 90% .....	40

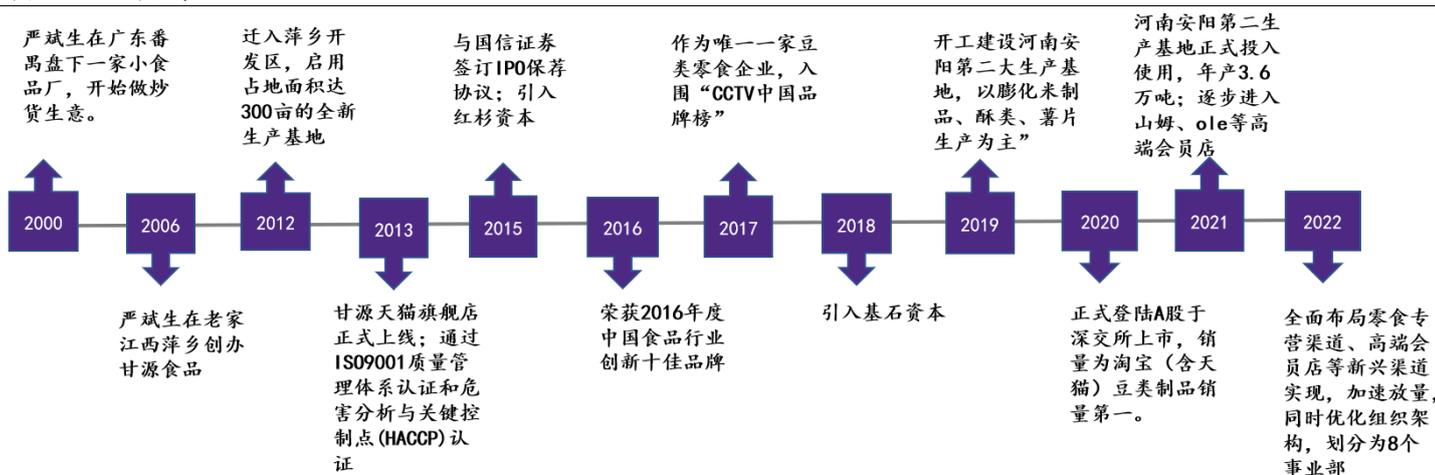
# 1、口味型坚果龙头，深耕籽类豆类炒货十七年

## 1.1、发展历程：口味型坚果龙头，深耕籽类豆类炒货十七年

**口味型坚果龙头，深耕籽类豆类炒货十七年。**公司成立于 2006 年，总部设在江西萍乡，以研发及生产销售籽类休闲食品起家，现已发展成为坚果炒货、谷物酥类为主导的休闲食品生产企业，集研发、生产、销售为一体，2015 年引入红杉资本，2020 年于深交所上市，现在形成以“甘源”品牌为代表的坚果炒货、豆果套餐、果脯蜜饯、膨化小食等多品类的休闲食品矩阵，拥有蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等系列爆款产品，目前处于豆类、籽类休闲产品的领先地位。公司秉持着传承中华五谷小吃的使命，现在拥有蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆老三样和综合果仁、口味型坚果、花生等新三样。公司自主研发能力和规模生产能力较强，目前拥有江西萍乡、河南安阳两大生产基地，产能储备充足。

**细分八大事业部优化渠道运营，布局量贩零食等进行全渠道放量。**2022 年公司优化调整组织架构，细分为八大事业部：袋装事业部、散装事业部、零食直营部、高端会员部、电商事业部、流通事业部、特渠事业部与出口事业部，利于渠道精细化管理和运营。公司线下终端渗透能力强，拥有超过一千家稳定高效的经销商队伍，终端门店覆盖大卖场、高端会员店、超市、零食量贩店、连锁便利店、生鲜水果店、交通站等多个场景。公司自 2022 年全面拥抱零食专营渠道，与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣等建立合作铺设匹配渠道的产品。同时已进入山姆、盒马等高端会员店并持续导入新品加速放量。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司主要发展历程分为三个阶段：

**2000年-2011年，初创期：**2000年，严斌生在广东番禺盘下一家小食品厂，开始做炒货生意；2006年，严斌生在老家江西萍乡创办甘源食品。

**2012年-2019年，高速成长期：**2012年，公司迁入萍乡开发区，启用占地面积达300亩的全新生产基地；2013年，甘源天猫旗舰店正式上线；通过ISO9001质量管理体系认证和危害分析与关键控制点(HACCP)认证；2014年，设立电商事业部，在天猫、京东等平台设有旗舰店作为线上直营渠道，瓜子、豆类销量排名领先；2015年，公司与国信证券签订IPO保荐协议，引入红杉资本；2016年，荣获2016年度中国食品行业创新十佳品牌；2018年，公司引入基石资本；2019年，开工建设河南安阳第二大生产基地，以膨化米制品、酥类、薯片生产为主。

**2020年-至今，快速放量期：**2020年，公司正式登陆A股于深交所上市，销量为淘宝（含天猫）豆类制品销量第一；2021年，河南安阳第二生产基地正式投入使用，年产3.6万吨；逐步进入山姆、ole等高端会员店；2022年，公司全面布局零食专营渠道、高端会员店等新兴渠道，加速放量，同时优化组织架构，将销售团队划分为8个事业部进行精细化运营。

## 1.2、股权结构：股权结构集中稳定，股权激励显信心

**管理层团队深耕食品行业多年，运营经验丰富。**公司创始人兼董事长严斌生曾在多家食品公司担任重要职位，自2006年公司创立以来，先后担任营销总监、总经理、执行董事等职位，已在公司工作近17年，对公司情况的把握全面透彻，能够掌控发展的大方向；副董事长严海雁曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局，把控监管产品质量；副总经理严剑曾任职于润达食品、正源食品，自2006年先后担任公司高级管理职位；财务总监涂文莉曾任职于多家公司的财务管理职位；副总经理张久胜曾任职于今麦郎、百事、好彩头，食品行业从业经历丰富且资历较深。高管团队及董事成员自公司上市以来均在公司任职较长时间，人员变动较少，彰显较强的凝聚力和信心，助力公司未来长期稳定发展。

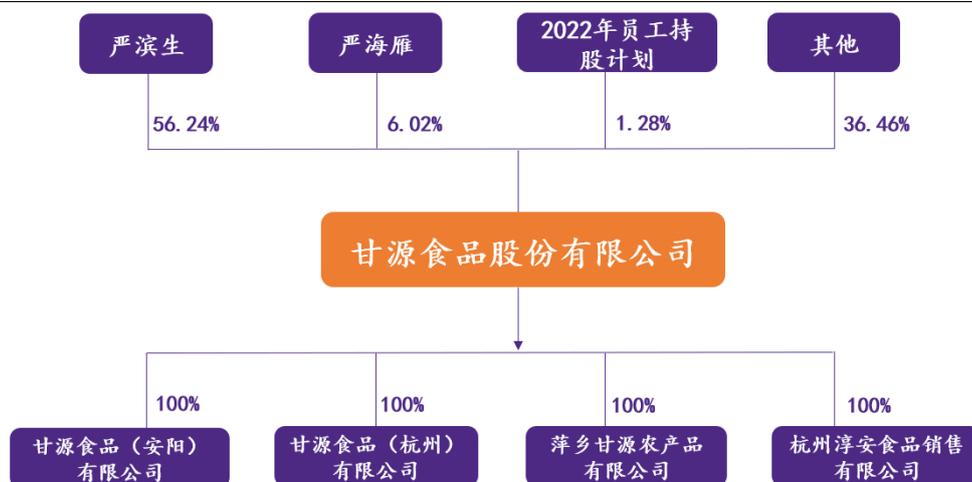
图表 2：公司高管成员概况

姓名	年龄	职务	简历
严斌生	47	董事长、董事、总经理	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 月至今，先后任甘源有限营销总监；甘源有限执行董事；甘源食品董事长、总经理、董事及法定代表人。
严海雁	50	副董事长、董事	曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局，2011 年 12 月至今，先后任甘源有限监事；甘源食品副董事长；甘源食品董事兼副总经理；甘源食品董事会秘书。
严剑	44	副总经理、董事	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 月至今，先后任甘源有限执行董事兼总经理；甘源有限副总经理；甘源食品董事兼总经理；甘源食品董事；甘源食品董事兼副总经理。
涂文莉	41	财务总监、董事	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兼董事。
张久胜	52	副总经理	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，2018 年加入公司，任公司副总经理。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

股权结构集中且稳定，创始人为公司实控人。2012 年，公司第一大股东为严斌生，持股占比为 90%，第二大股东为严海雁，持股占比 10%；2015 年公司进行第二次增资，引入红杉资本，前三大股东严斌生、严海雁、红杉铭德分别持股 79%/9%/12%；2017 年，公司设立员工持股平台铭智投资、铭望投资、铭益投资，用于股权激励以提高团队凝聚力；2018 年再次引入基石资本，截至 2023 年 6 月，创始人、董事长、总经理严斌生为公司第一大股东及实控人，持股占比 56.24%；副董事长、副总经理严海雁为第二大股东，持股占比 6.02%。股权结构较为集中且稳定。

图表 3：公司股权结构集中且稳定（截至 2023 年 6 月）



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 4：2020 年与 2022 年公司高管团队对比情况

2020 年公司高管情况		2023 年公司高管情况	
姓名	职务	姓名	职务
严斌生	董事长、总经理	严斌生	董事长、总经理
严海雁	副董事长、副总经理、董秘	严海雁	副董事长、董事
严剑	副总经理、董事	严剑	副总经理、董事
涂文莉	财务总监	涂文莉	财务总监、董事
		张久胜	副总经理

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

员工持股计划激发团队积极性，产品、渠道理顺到位有望完成业绩目标：2022 年 5 月公司推出 2022 年员工持股计划（草案），计划以 25.66 元/股价格向公司副总经理、财务总监、董事等核心员工出售合计约 126 万股股份，占总股本 1.35%，目前持股为 1.28%。考核要求：以 2021 年为基准，营收端 2022/2023/2024 年相比于 2021 年增长率不低于 20%/56%/103%；归母净利润增长率不低于 20%/56%/103%。2022 年公司营收/归母净利润同比增长 12.11%/3.03%，第一个锁定期公司层面 2022 年业绩考核指标未能达成，主要系疫情冲击线下客流量、原材料价格持续高位、安阳工厂处于磨合期亏损状态。2022 年公司理顺产品、渠道，产品八大事业部逐步到位，产能利用率提升，2023Q1 在疫情扰动春节备货、春节时间错位导致 1 月发货较少的情况下，营收/归母净利润仍同比增长 22.15%/145.02%，盈利能力改善明显，增长动能充足，零食量贩、电商、高端会员店等渠道预计 2023 年将持续放量，叠加棕榈油采购价回落，将加速释放利润弹性。同时，公司今年计划以员工持股计划草案为指引，按渠道拆分销售目标，深度绑定核心员工利益，激发团队积极性，业绩增长目标完成可期。

图表 5：2022 年员工持股计划概况

发布时间	2022 年 4 月 28 日
持股计划发布时当日收盘价（元/股）	42.22
受让价格（元/股）	25.66
授予数量	共计 125.58 万股，占公司总股本的 1.35%
授予人数及范围	董事、监事、高级管理人员、核心管理人员及骨干员工等共计不超过 155 人
第一个考核期	以 2021 年为基数，2022 年营收/净利润增长率不低于 20%
第二个考核期	以 2021 年为基数，2023 年营收/净利润增长率不低于 56%
第三个考核期	以 2021 年为基数，2024 年营收/净利润增长率不低于 103%

资料来源：公司公告，wind，华鑫证券研究

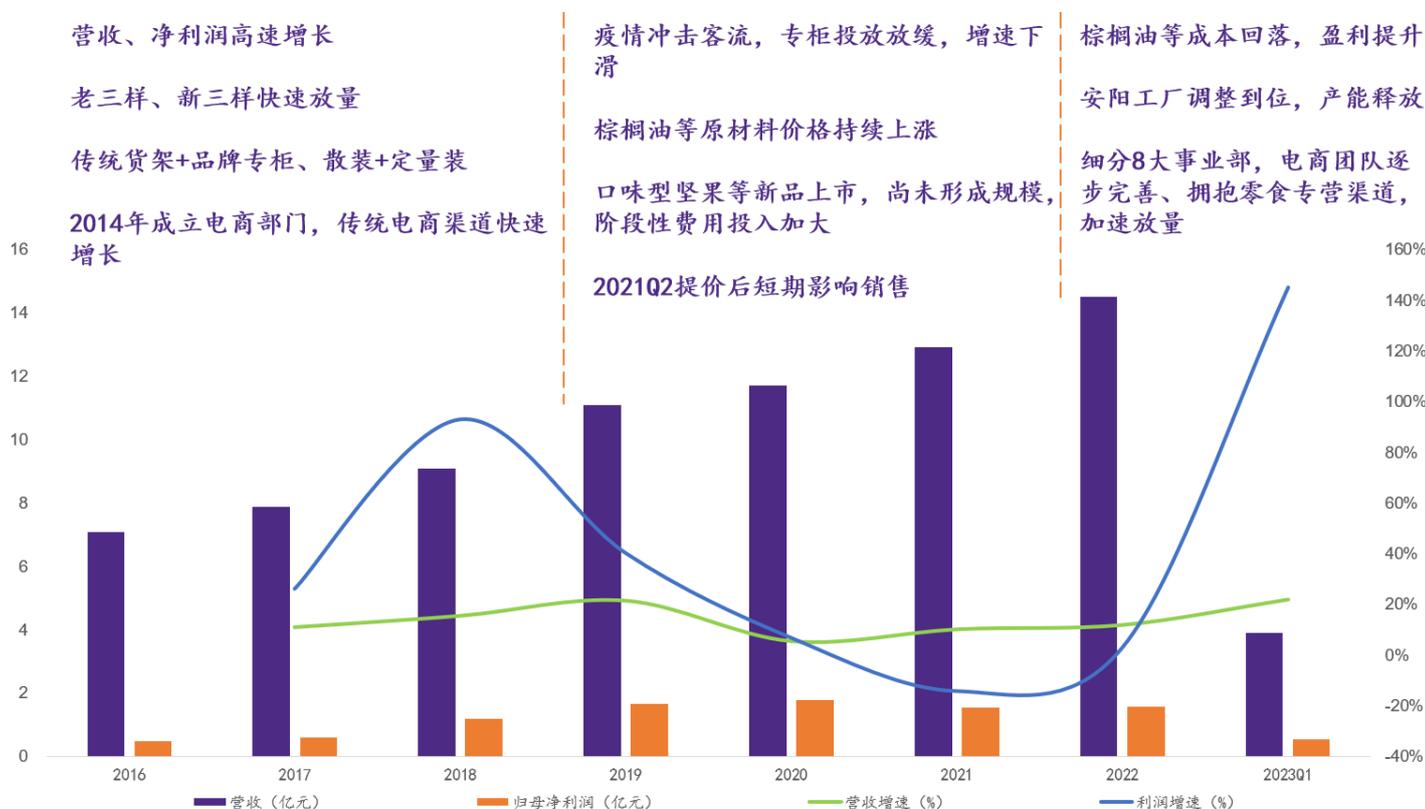
### 1.3、营收规模近 15 亿元，产品矩阵不断丰富

营收和归母净利润分别从 2016 年 7.08/0.49 亿元增至 2022 年 14.51/1.58 亿元，5 年 CAGR 分别为 12.70%/21.55%，长期呈现稳健增长，利润增速高于营收增速，业绩充满韧性。1) 2016-2019 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 16.14%/50.79%，疫情前盈利能力更强：线下商超采用“传统货架+品牌专柜”、“散装+定量装”相结合的方式，

老三样（青豌豆、蚕豆、瓜子仁）稳定、新三样（花生、兰花豆、虾条豆果）快速增长，2014 年成立电商事业部抓住线上红利期，电商渠道快速增长随后趋于稳定；2017 年进行产品提价，叠加棕榈油等大宗原材料成本持续低位，利润持续释放带动盈利能力大幅提升。**2) 2020-2021 年收入、利润放缓：**2020-2021 年疫情冲击线下商超，客流量下滑，公司优势渠道受到严重冲击，专柜投放节奏放缓；棕榈油、瓜子仁、蚕豆等原材料价格持续上涨处于高位，成本端显著承压；2020 年推出口味型坚果、水果燕麦片等新品，尚未形成规模，且新品上市导致条码费、促销宣传等阶段性费用投入加大；2021Q2 公司提价后短期影响销售，收入、利润增速有所回落，业绩承压。**3) 2022 年-2023Q1 业绩高增，利润加速释放：**公司 2023Q1 营收 3.91 亿元，同增 22.15%，归母净利润 0.55 亿元，同增 145.02%，2022 年公司根据渠道特性将内部细分为零食流通渠道、会员店等 8 个事业部，精细化管理；全面拥抱零食专营渠道、高端会员店，根据针对渠道梳理匹配产品，杭州的电商新团队基本磨合完备，重点发力直播、达播，全渠道加速放量；棕榈油等原辅材料在 2022H2 有所回落，安阳工厂产能利用率提升，利润弹性释放，盈利能力提升。

根据最新业绩预告，公司 2023Q2 预计营收 8.08-8.3 亿元，同增 31.58%-35.17%；归母净利润 1.15-1.28 亿元，同增 179.78%-211.41%；扣非归母净利润 0.98-1.1 亿元，同增 199.06%-235.68%，业绩表现超预期。公司产品理顺后，加速零食量贩店、会员店的新品导入，全渠道持续放量，规模效应凸显，叠加棕榈油等部分原材料成本回落、安阳工厂产能预计下半年盈亏平衡、休闲零食迎来旺季，全年增长动能充足。

图表 6：公司 2016 年-2023Q1 业绩发展情况

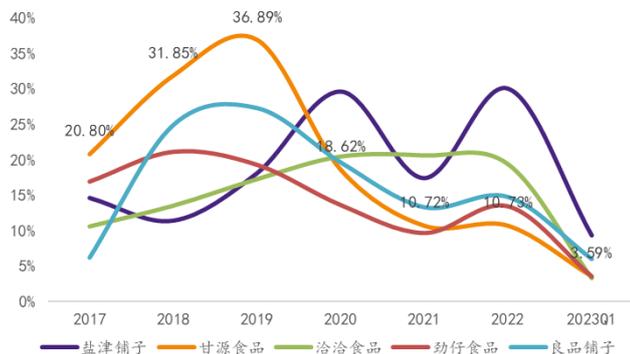


资料来源：wind，公司公告，公司官网，渠道调研，华鑫证券研究

根据杜邦分析拆分来看，公司 ROE 整体处于行业中下游水平，主要系公司为生产型企业，资产规模较大，周转率相对较低。从 2017 年 20.8% 下降至 2022 年 10.73%。整体来看，ROE 的波动主要受总资产周转率、疫情冲击净利率下滑的影响，2017-2020 年 ROE 水平处于领先地位，2020 年上市募集资金增加，2021 年安阳新工厂建设投产，项目投入较多，但由于前期工人与设备磨合、产品组合设计以及招商政策等问题导致生产效率较低。权益乘数近年来稳定在 1.3-1.7，处于行业较低位置，财务风险较小，营运状况良好。总资产周转率整体呈下降趋势，从 2017 年的 1.7 下降至 2022 年的 0.76，主要受安阳工厂产能爬坡的影响。

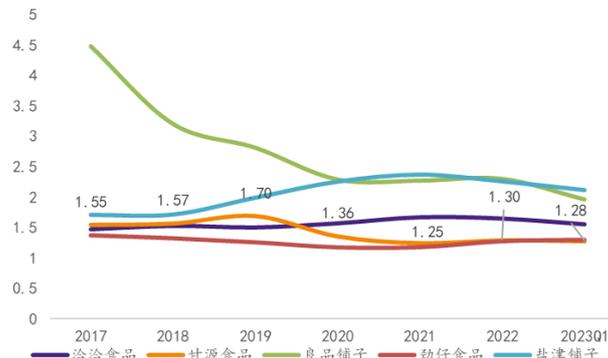
净利率、毛利率整体处于行业中上游水平，稳中有升，2022 年短期承压后有望回升修复。毛利率方面，2017 年-2023Q1 从 37.9% 降低至 36.4%，略有下降但仍领先行业水平，2021、2022 年略有承压，主要受原辅材料价格上涨的影响较大；净利率方面，在行业处于上游水平，整体呈上升趋势，2017 年-2023Q1 从 7.9% 增长至 14.1%，2021-2022 年略有下滑，主要系安阳工厂磨合期、物流费用计入业务成本、广告投放费用增加、原材料等成本上涨影响。2023 年安阳工厂将逐步调整到位、产生收益，成本端回落，规模效应逐步显现，净利率、毛利率有望提升。

图表 7：2017 年-2023Q1 ROE 整体呈下降趋势



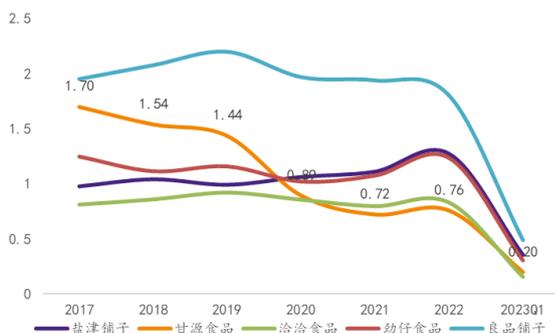
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：2017 年-2023Q1 权益乘数整体保持平稳



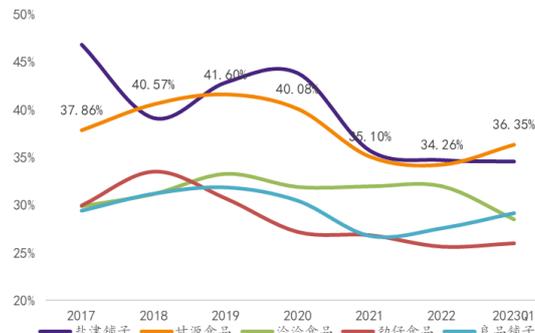
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 9：2017 年-2023Q1 总资产周转率呈下降趋势



资料来源：wind，华鑫证券研究

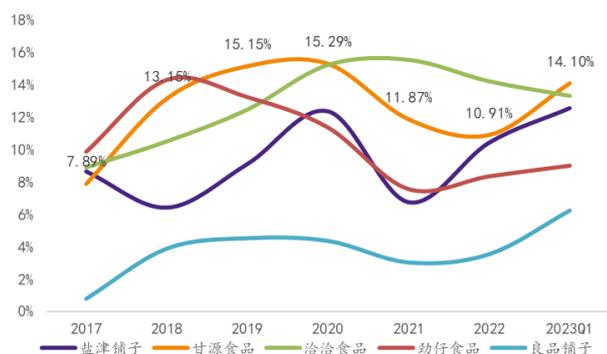
图表 10：2017-2023Q1 毛利率略有下降但仍领先同行



资料来源：wind，华鑫证券研究

期间费用率相比同行较低，稳中有降，费控能力较强。2017年-2023Q1销售期间费用率整体呈下降趋势，从26.7%下降至18.5%，其中销售费用率处于行业中游水平，从21.2%逐年下降至13.7%，2021年由于梯媒广告的投放加大，由于效果不明显在2022年减少了广告投入，后续进行精准投放提高费投效率，有望延续递减趋势。研发费用方面，2017年-2023Q1从0.4%上升至1.1%，公司始终坚持自主研发，获得超过100项专利，重视产品创新，坚果的配方及加工工艺是公司的核心竞争力，构建较强的口味坚果研发壁垒，持续推陈出新丰富完善产品矩阵。

图表 11：2017 年-2023Q1 净利率处于行业上游



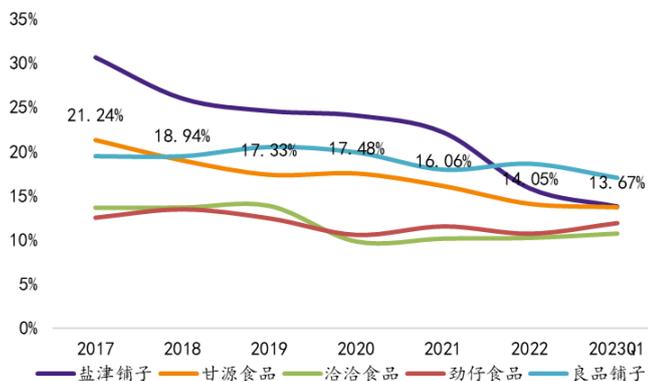
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 12：2017-2023Q1 期间费用率呈下降趋势



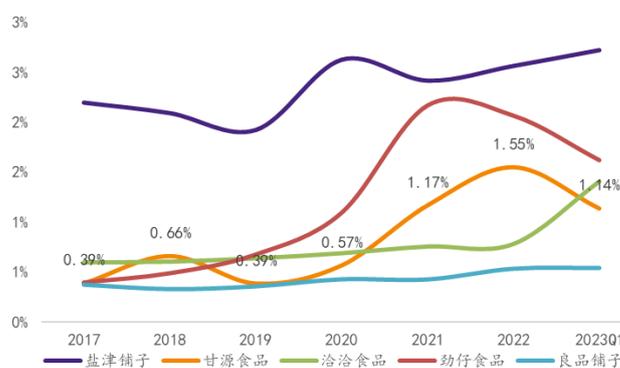
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 13：2017-2023Q1 销售费用率逐年降低



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 14：2017-2023Q1 研发费用率呈上升趋势



资料来源：wind，华鑫证券研究

## 2、坚果行业高速扩容，零食专营渠道释放红利

### 2.1、休闲零食规模持续扩大，人均消费有提升空间

中国休闲零食规模广阔，近年持续增长。随着居民收入水平的提高和消费升级，我国休闲零食行业的市场规模持续扩大并且快速增长。据艾媒咨询，从2010年到2022年中国休闲食品行业市场规模持续增长，从4100亿元增长至11654亿元，2010-2022年CAGR为9%，预计2027年中国休闲食品行业市场规模达12378亿元。因此，我国休闲零食行业未来的发展空间会愈加广阔，稳健增长。

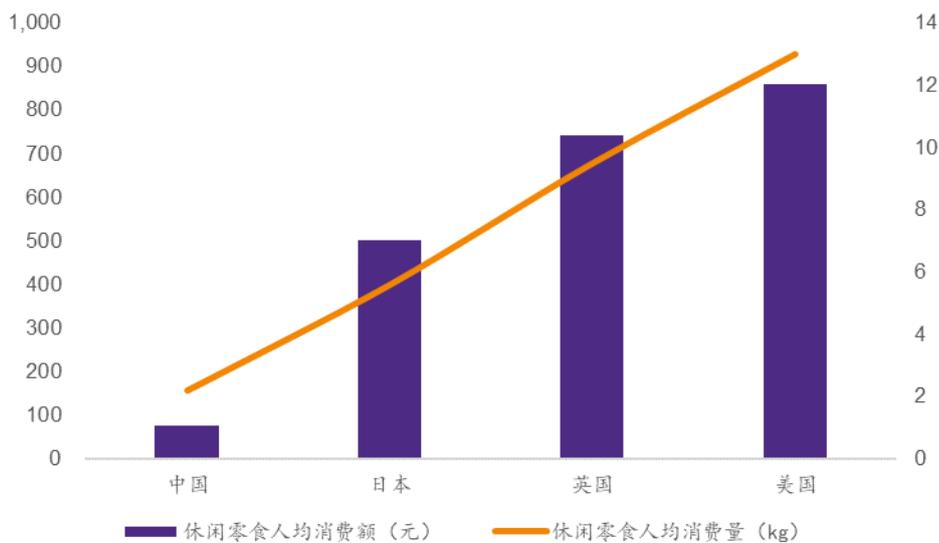
图表 15：中国休闲零食行业市场规模持续扩大



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

我国休闲零食的人均消费水平远低于发达国家，潜力巨大。根据艾媒咨询数据，2019年我国人均休闲零食消费量为2.2kg，而美国、英国、日本的人均消费量分别为13kg、9.5kg、5.6kg；而人均消费额方面，根据观研天下数据，2019年日本、英国、美国人均休闲食品消费额分别约为中国的6.8、7.6以及11.3倍。因此我国人均消费水平显著低于其他国家。近年随着国民经济水平提升、消费结构升级和休闲食品市场规模的持续扩张，休闲零食的人均消费量有巨大增长空间，消费市场仍有较大渗透空间。

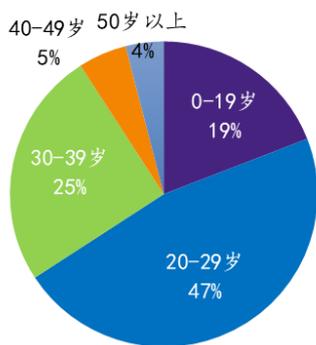
图表 16: 中国休闲零食人均消费提升空间巨大



资料来源: 艾媒咨询, 华鑫证券研究

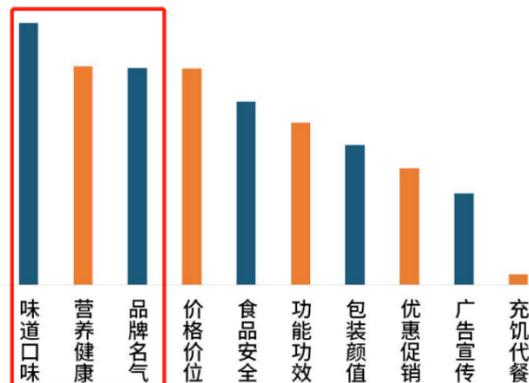
休闲食品的消费人群更加年轻化, 健康化、品牌化特征凸显。随着生活水平的提高, 消费者越来越重视健康和产品品质, 口碑良好的休闲食品的品牌更加得到认可。根据麦肯锡的 2020 年中国消费者调查报告显示, 约 60%的消费者会购买更健康的食品。根据 2020 年亿滋国际发布的《零食现状报告》显示, 全球约九成 (88%) 的成年人在疫情期间享用零食数量比以前更多 (46%) 或相同 (42%), 而千禧一代和居间办公的人们更偏爱零食, 零食消费成为后疫情时代消费“新宠”。受疫情影响, 高蛋白、低糖低卡、优质原料、健康功能等成为新的消费诉求。根据艾媒咨询统计数据, 看重休闲食品的“成分、健康”因素的消费者占比高达 63.8%; 据微热点统计显示, 味道、健康、品牌是消费者最关注的三个购买要素。

图表 17: 年轻人群成为休闲食品消费主力



资料来源: 华经情报网, 华鑫证券研究

图表 18: 休闲食品购买要素热度指数排行



资料来源: 微热点 (统计周期: 2018 年 1-8 月), 华鑫证券研究

## 2.2、细分品类众多，竞争格局较分散

我国休闲食品品类众多，各品类保持增长态势但各子行业处于不均衡的发展状态。休闲食品行业主要包括烘焙蛋糕、糖果、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货、海味零食等。由于国外休闲食品品牌的进军我国市场，使得糖果类、烘焙类食品等发展迅速，加之消费者的需求偏好，因此整个休闲食品市场发展较不均衡。

图表 19: 各个细分品类下品牌, 竞争格局较分散

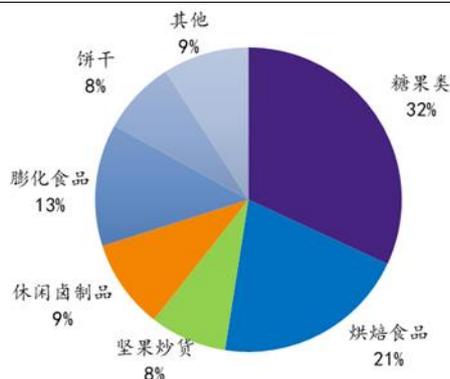
主要品类	代表公司	代表产品
糖果类	  	奶糖、硬糖、软糖、酥糖、夹心糖。
	  	
烘焙类	  	面包、蛋糕、糕点、饼干、曲奇、甜点、麻花、月饼等
	  	
休闲卤制品	   	家禽类、红肉类、蔬菜类、豆腐类等
	 	
坚果类	  	树坚果（杏仁、腰果、榛子、核桃和板栗等）、种子类（花生、葵花子和南瓜子等）
	 	
膨化食品	  	焙烤型膨化食品、油炸型膨化食品、直接挤压型膨化食品、花色型膨化食品
	 	
海味零食	  	鱿鱼丝、小鱼干等、扇贝、花蛤、鲍鱼等
	 	

资料来源: 红星资本局, 华鑫证券研究

根据商务部流通产业促进中心的报告显示, 糖果类的市场份额占比最大, 达到

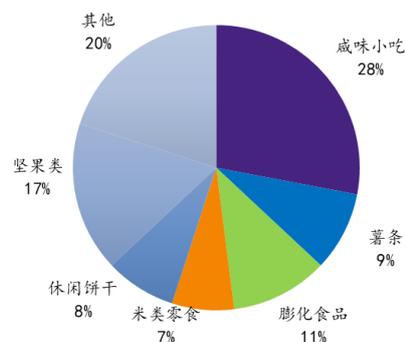
31.95%，其次分别是烘焙蛋糕、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货、饼干占比分别达到20.51%、13.01%、9.51%、8.11%、7.83%；根据前瞻产业研究统计，咸味小吃的收入规模最大，2018年的市场规模占整个休闲食品销售额的28%。增长方面，各品类持续增长，其中休闲卤制品的增速最快，2015-2019年CAGR为15.40%。

图表 20：休闲食品各品类市场份额占比



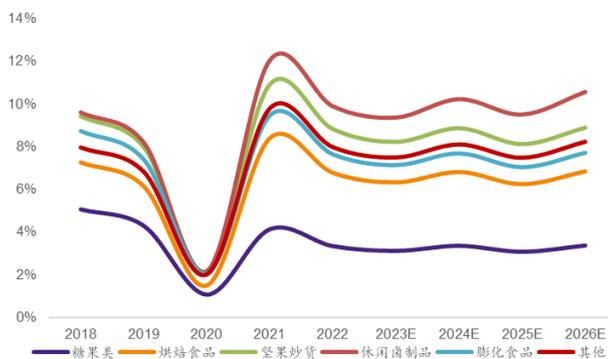
资料来源：商务部流通产业促进中心，华鑫证券研究

图表 21：咸味小吃的市场占比最高，达到 28%



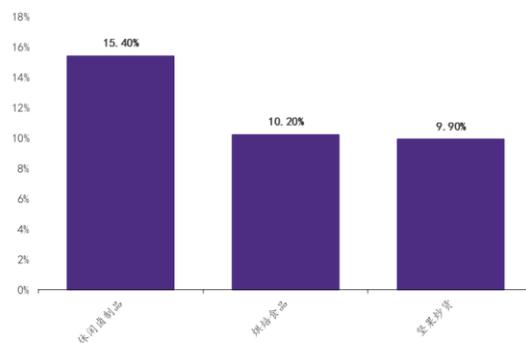
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 22：各品类保持增长趋势，休闲卤制品、坚果增速最快



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

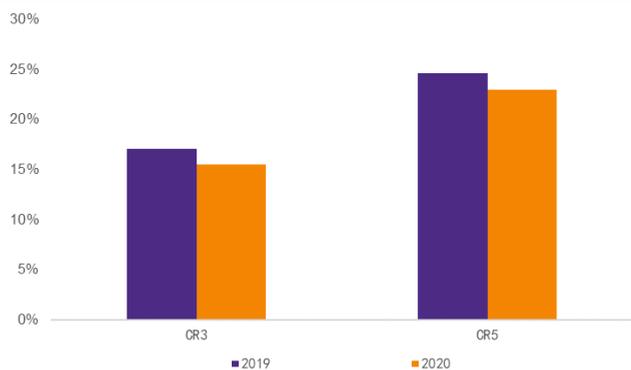
图表 23：休闲卤制品 2015-2019 年 CAGR 最高，达到 15.4%



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

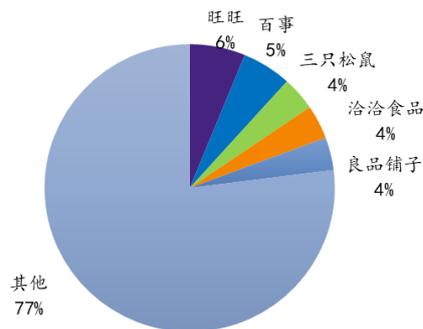
**竞争格局：**我国休闲食品行业目前的竞争格局较分散，行业集中度较低，未来集中度提升空间大。休闲食品行业市场规模大、增速快、处于发展初期，准入门槛较低，接近完全竞争市场，头部品牌尚未在市场覆盖和品类数量上形成绝对优势。但是部分小品类里的个别子行业出现垄断的头部企业，品牌影响和差异化程度逐渐加大。2019-2020年市场集中度略有下降，CR5由24.6%下降至23%，我国休闲食品CR5分别为旺旺、百事、三只松鼠、洽洽食品、良品铺子，集中度下降主要系新冠疫情冲击线下客流量，线上渠道的兴起和流量去中心化导致新品牌逐渐侵占市场份额，因此行业集中度仍有提升空间。

图表 24：2020 年中国休闲食品行业集中度略有下降



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

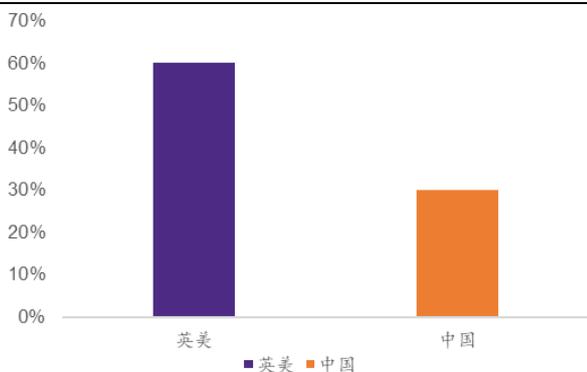
图表 25：2020 年中国休闲食品 CR5 仅为 23%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

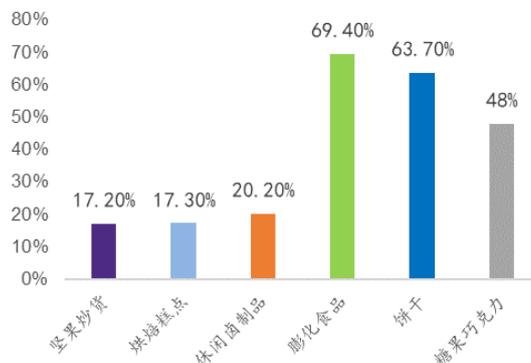
从各细分行业集中度来看，截至 2018 年底，坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品集中度较低，CR5 分别为 17.2%、17.3%和 20.2%；膨化食品、饼干、糖果巧克力集中度较高，CR5 分别为 69.4%、63.7%和 48%。因此，坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品的集中度有望大大提升。

图表 26：2019 年中国休闲食品 CR10 约 30%，英美等国成熟市场大多已超过 60%



资料来源：商务部流通产业促进中心，中国产业经济信息网，华鑫证券研究

图表 27：截至 2018 年底，坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品集中度较低



资料来源：联合资信，华鑫证券研究

## 2.3、坚果行业快速扩容超千亿，树坚果市场潜力大

坚果炒货市场规模达到千亿，产量逐步增长，行业迅速扩容。受益于休闲食品健康化的趋势，近年来坚果行业发展迅速，2010-2019 年我国坚果炒货行业规模以上企业销售规模从 725 亿元增长至 1766.4 亿元，9 年 CAGR 达到 10.5%，随着人们对健康食品需求度的不断提升，坚果行业将持续保持强劲的发展势头，预计 2023 年坚果炒货行业规

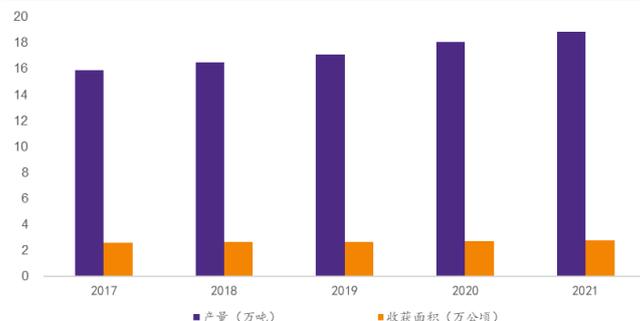
模以上企业销售规模将超过 2000 亿元。供给端，近年我国坚果产量逐渐增长，2021 年我国坚果产量约为 18.85 万吨，同比增长 4.36%。

图表 28：2010-2019 年我国坚果炒货行业规模以上企业销售规模从 725 亿元增长至 1766.4 亿元



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

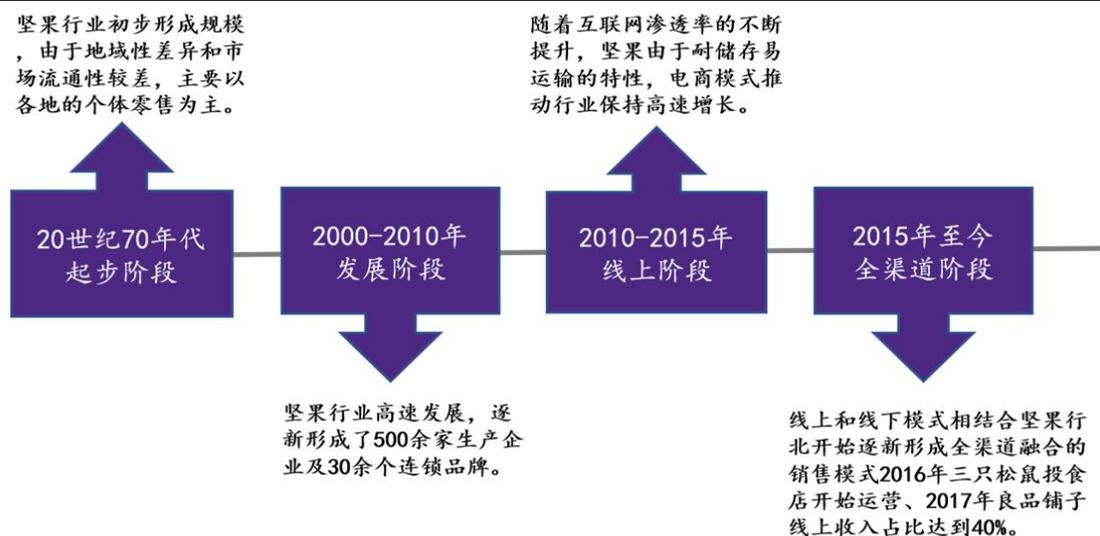
图表 29：2021 年我国坚果产量约为 18.85 万吨，同比增长 4.36%，整体呈现稳步增长的趋势



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

坚果行业在 2000 年后步入高速发展阶段，逐渐形成了 500 余家生产企业及 30 余个连锁品牌形象。2010-2015 年，随着互联网的不断渗透，坚果由于耐储存易运输的特性，电商模式的兴起和发展推动坚果市场迅速扩张，洽洽食品、良品铺子、三只松鼠等坚果品牌逐渐成为代表性企业。2015 年至今，线上和线下模式相结合，坚果行业逐步形成全渠道融合的销售模式，2016 年三只松鼠投食店开始运营。

图表 30：我国坚果行业发展历程，目前形成全渠道融合发展



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

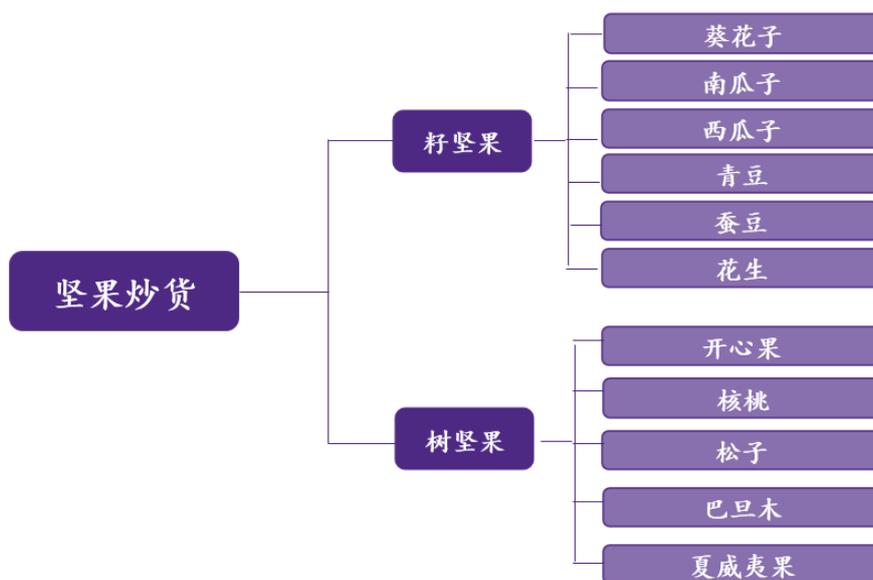
图表 31：2022 年坚果行业主要品牌概况

2022 年主要坚果行业竞争者情况介绍				
品牌	2022 年营收	主要产品组成	产品形态	销售渠道组成
洽洽食品	68.83 亿元（瓜子坚果约 61 亿元）	葵花子（65.56%） 坚果类（23.58%）	定量装产品	主要以国内线下经销渠道为主（占比 84.16%）；直营电商（占比 15.84%）
三只松鼠	72.93 亿元（坚果 41.07 亿元）	坚果（56.32%） 烘焙（15.55%） 肉制品（9.55%） 果干（4.64%） 综合食品（11.97%）	定量装产品	线上（占比 65.66%） 线下（占比 34.34%）
良品铺子	93.19 亿元（坚果炒货 15.67 亿元）	坚果炒货（16.82%） 果干果脯（8.86%） 肉类零食（22.50%） 素食山珍（6.58%） 糖果糕点（22.06%）	定量装产品为主	主要以电商渠道为主（50.40%）；加盟零食店（27.59%）；直营零食店（16.70%）；团购（5.30%）
盐津铺子	28.94 亿元（辣卤零食合计 9.92 亿元）	辣卤零食（34.27%） 深海零食（19.33%） 休闲烘焙（22.53%） 薯片（9.58%） 果干（6.72%）	散装产品+定量装产品	主要以线下经销渠道为主（占比 72.70%）；直营商超（12.85%）；电商（14.46%）
甘源食品	12.32 亿元	经典三样豆类炒货，含青豌豆、瓜子仁、蚕豆系列（58.01%），综合果仁及豆果系列（25.09%）	散装产品+定量装产品	主要以线下经销为主

资料来源：wind，华鑫证券研究

籽坚果发展较成熟，树坚果处于起步阶段，增长潜力较大。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，其中籽坚果即籽类炒货，包括葵花籽、西瓜子、南瓜子、花生、蚕豆等；树坚果即坚果果仁，包括核桃、山核桃、碧根果、开心果、松子、巴旦木、夏威夷果等。籽坚果消费以瓜子为主，树坚果消费以核桃为主。2020 年树坚果及籽坚果的消费量占比分别为 14.72%/85.28%。由于籽坚果自给程度高，国内的种植面积迤，产量大，目前消费以籽坚果为主，籽坚果已经进入较为成熟的发展阶段，瓜子、花生等市场渗透率较高。

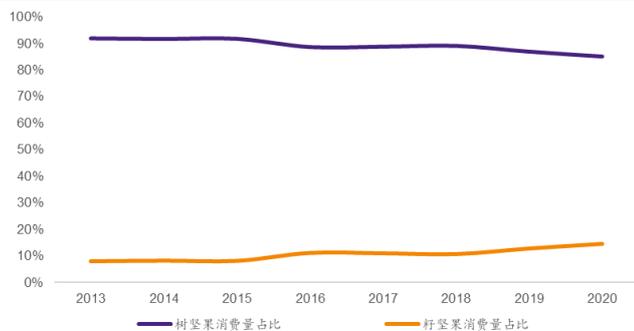
图表 32：坚果炒货可分为树坚果和籽坚果



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

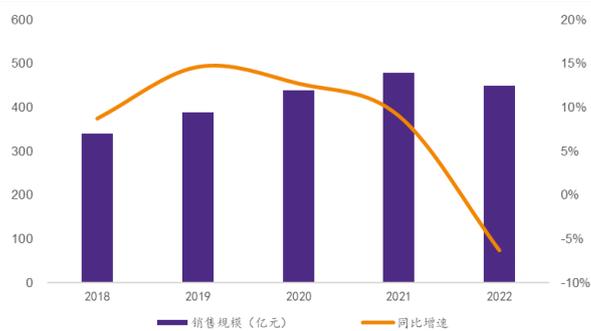
树坚果的营养价值相对更高，但受种植环境限制，国内仅在云贵地区有部分种植基地，产量较为稀缺，原材料高度依赖进口，因此我国树坚果种植起步较晚，产业化水平相对较低。2015年后，澳大利亚进口的坚果免除关税后，树坚果迎来快速增长。根据前瞻产业研究院，中国树坚果市场规模从2005年的99.9亿元增长到2022年的450亿元，以夏威夷果、碧根果等为代表单品坚果市场规模在300-400亿元左右，由于受疫情封控、经济增速放缓、消费萎靡的影响，树坚果线下市场规模在2021-2022年出现下滑。消费量方面，2020年我国树坚果消费总量为76.89万吨，2017-2020年我国树坚果消费总量CAGR为11.97%。价格方面，树坚果的客单价高于籽坚果，根据淘数据，其中山核桃、碧根果、夏威夷果等树坚果客单价高于瓜子、花生等籽坚果。混合坚果客单价最高，达88元。

图表 33：2013-2020 年中国坚果细分品种消费量占比走势情况，树坚果有较大的渗透空间



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

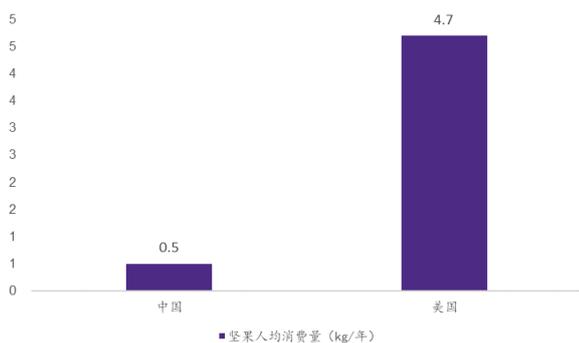
图表 34：2018-2022 年我国树坚果市场规模走势



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

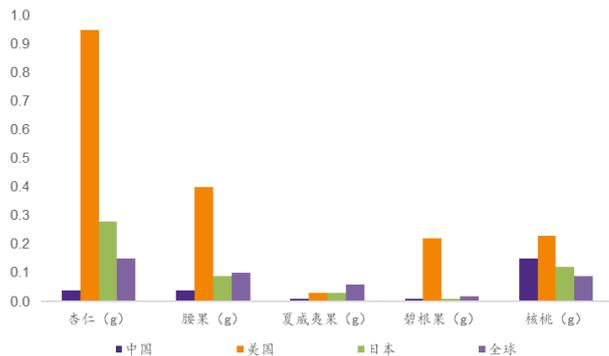
我国坚果的人均消费量低于发达国家，渗透率有望持续提升。虽然近年来坚果消费逐渐常态化，但我国人均坚果摄入量还处于较低水平。里斯中国的调研数据显示，目前中国人均坚果消费量为 0.5kg/年，美国人均坚果消费量是 4.7kg/年，前者仅为后者 1/10；Statista 数据显示，2021 年全球坚果类产品的人均消费达到 1.2kg。因此，我国坚果炒货的消费需求仍然有较大的上升潜力。随着国内消费能力的进一步提升，高端树坚果消费渗透率进一步下沉，国内坚果市场仍有较大增长空间。

图表 35：我国坚果人均消费量仅为 0.5kg/年，有较大渗透空间



资料来源：FDL 数食主张，华鑫证券研究

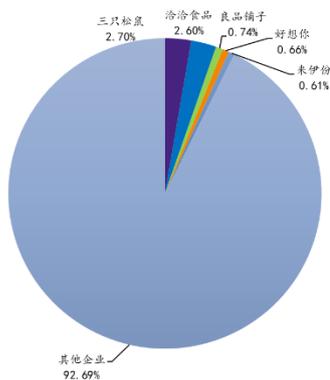
图表 36：主要树坚果的全球人均消费量对比，中国的水平较低



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

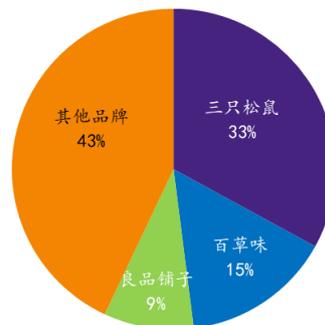
坚果炒货行业的竞争格局较低，头部品牌的市场集中度将进一步提升。根据共研网数据，2020 年中国坚果炒货行业 CR5 为 7.31%，行业集中度较低，坚果行业 CR5 分别为三只松鼠、洽洽食品、良品铺子、好想你、来伊份，2020 年三只松鼠、洽洽食品坚果炒货类产品营收规模超过 40 亿元，行业占比为 2.7%、2.6%。根据前瞻产业研究院，由于坚果行业壁垒较低，进入者较多，赛道日趋拥挤的同时，仍未出现垄断的超级寡头。在整个坚果炒货行业中，大致可分为：1) 以洽洽食品为代表的传统坚果炒货企业，拥有一个或多个单品，如甘源食品；2) 以三只松鼠、百草味为代表的依靠互联网崛起的行业巨头，3) 以来伊份、良品铺子为代表的依靠线下自有门店崛起的连锁巨头；4) 以沃隆为代表的行业黑马以及一些地方性小微企业共同构成了当前国内坚果炒货市场的初步格局。未来头部品牌在产品、服务、供应链方面有较强的背书效应，规模优势之下有更高的议价能力，未来头部品牌的市场集中度将进一步得到提升。

图表 37：2020 年中国坚果炒货行业 CR5 为 7.31%



资料来源：共研网，华鑫证券研究

图表 38：2019 年 6 月，淘宝坚果销售额前三分别为三只松鼠、百草味和良品铺子



资料来源：快消，华鑫证券研究

从分渠道的集中度来看，坚果市场的线上集中度明显高于线下：数据显示，2019 年 6 月，淘宝坚果销售额前三分别为三只松鼠、百草味和良品铺子，其对应线上市占率分别为 33%、15%和 9%。分析认为，在流量红利末期，新进入者流量成本高，线上坚果已经形成较强的进入壁垒。

图表 39：坚果行业产业链一览



资料来源：各家公司官网，华鑫证券研究

**趋势一：口味多元化成为差异化竞争的关键。**在坚果行业高速增长的态势下，行业门槛较低，吸引了越来越多的企业涉足，国内整个行业竞争变得日益激烈。国内坚果炒货的产品同质化非常严重，以近两年走红的每日坚果为例，仅在京东一家电商平台上搜索，就有 37600 多个结果，相关品牌多达 300 多个。因此，加速产品迭代升级、口味的多样化、发展中高端产品、吃法新颖化和代餐化是坚果产业升级的关键。CBNData《白皮书》显示，近一年来，坚果炒货口味多元化趋势明显，主流口味已不能满足市场需求，

草本、绿茶味成市场新宠，也更容易被打造成网红。韩国的汤姆农场在扁桃仁的口味上大做文章，在扁桃仁上包裹各种调味粉末，推出了包括芥末味、草莓味、酸奶味、火鸡味、黑糖奶茶味等新奇口味，火遍韩网。甘源食品作为口味型坚果的领军企业，在同质化竞争中脱颖而出，发展空间巨大。

图表 40：口味多元化成为坚果市场的关键因素

口味多元化，主流口味已不能满足市场需求，草本、绿茶味成市场新宠



资料来源：CBNData，华鑫证券研究

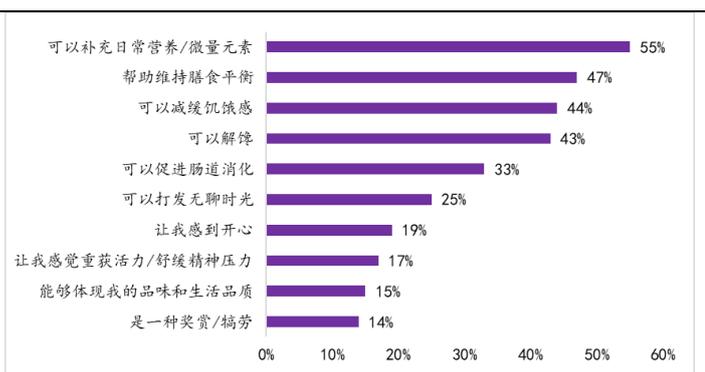
图表 41：口味型坚果不断推陈出新，备受欢迎



资料来源：麦德龙，甘源食品公众号，华鑫证券研究

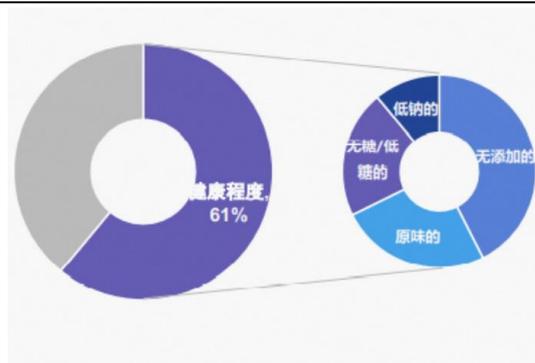
**趋势二：坚果“健康值”的关注度日益提高。**健康要素的持续走高，“坚果是种健康的生活”是潜在趋势。根据前瞻产业研究院，消费者对坚果的使用需求中，可以补充日常营养/微量元素占据 55%。根据《2022 年坚果行业洞察》，61%的消费者表示在购买坚果时，会关注坚果的健康程度，其中“无添加”是消费者最关注的因素。坚果消费渐渐转向低糖无盐、零添加、高蛋白含量、添加益生菌等具有特性功能的营养新品类，蛋白坚果棒、代餐坚果、益生菌坚果销售显著增长。

图表 42：2022 年消费者对坚果的食用需求



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 43：61%的消费者表示在购买坚果时，会关注坚果的健康程度



资料来源：TMIC 联合天猫坚果行业，KANTAR，华鑫证券研究

**趋势三：品质化、高端化更加受消费者青睐。**坚果的产地、果粒的大小、饱满程度等品质特征逐步抢占消费者心智；坚果包装的锁鲜防潮、绿色环保、精致多元化成为新潮流。同时，部分品牌通过跨界联名匹配不同圈层的兴趣爱好，实现消费人群破圈，扩大市场规模，例如洽洽食品与人气手游王者荣耀推出联名瓜子，甘源食品与蜜雪冰城联

名。

图表 44：2022 年天猫淘宝坚果产品搜索热词



资料来源：TMIC 联合天猫坚果行业，KANTAR，华鑫证券研究

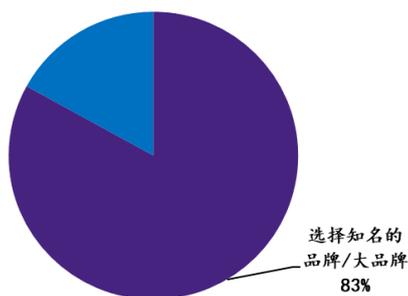
图表 45：洽洽食品、甘源食品均实现跨界联名合作



资料来源：京东，华鑫证券研究

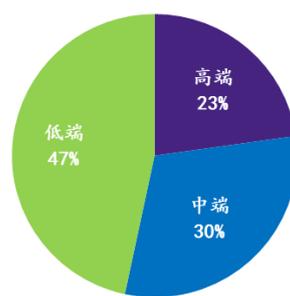
**趋势四：消费者对品牌的认同感和关注度持续提升，中高端品牌的消费占比将越来越大。**品牌越来越成为消费者选购坚果时的重要考量因素。根据《2022 年坚果行业洞察》，其中超半数消费者表示购买时会关注品牌，83%的消费者表示选择知名的大品牌，根据《2023 抖音电商食品饮料行业报告》显示，2022 年零食坚果行业品牌数量为 3.2 万个，同比 2021 年下降 2.3%，低端品牌数量下降是关键原因，而中、高端品牌数量分别同比增长 58.6%、54.6%。同时，越来越多的企业希望通过产品创新升级、精准营销来提升品牌价值，抢占消费者心智，以优化自身盈利能力。中高端品牌是未来的消费趋势，小品牌将逐步退出，有利于头部企业发展。

图表 46：83%的消费者选购坚果时表示选择知名的大品牌



资料来源：TMIC 联合天猫坚果行业，KANTAR，华鑫证券研究

图表 47：2022 年坚果品牌中，中高端品牌占比高



资料来源：2023 抖音电商食品饮料行业报告，华鑫证券研究

## 2.4、零食量贩快速跑马圈地，先行者尽享红利

传统商超受冲击，零食量贩渠道趁势而起高速扩店。传统商超由于受疫情影响，客

流量受到冲击下滑，关店商超较多，同时消费者更倾向于选择高性价比的零食消费，零食专营渠道以压价提量的销售模式备受欢迎，疫情收窄了居民活动半径，居民更倾向于一站式消费进行疫情屯货，让主打零食专营且 SKU 种类丰富的量贩店获得了更多客流，零食量专营店快速跑马圈地，全国零食量贩店已过万家，区域内群雄并起。

图表 48：主要零食渠道品牌门店数量



资料来源：36氪，华鑫证券研究

图表 49：零食很忙门店



资料来源：凤网，华鑫证券研究

**零食专营渠道多品牌、多区域发展。**目前，零食量贩店主要分布在南方地区，以湖南市场为主向外辐射湖北、江西等地。成立于 2010 年的“老婆大人”、2011 年的“糖巢”以加盟模式向华东、华南进行区域扩张，门店数量均在 1000 家以上；以社区门店为主的“零食很忙”成立时间靠后，但发展迅速。2017 年零食很忙在小吃之都长沙创立，此后以直营+加盟模式，深耕湖南、江西两地，5 年时间里 SKU 数量达到 1600 个以上，门店数量超过 2000 家。据零食很忙官网披露的最终发展目标数据“省会饱和 300 家店、下面每个地市 15—30 家店、每个地市下面县城 3—5 家店、每个县城下面 40% 乡镇开 1 家店”来看，其所规划的未来门店规模超过 3 万家。盐津铺子与零食有鸣、赵一鸣、戴永红等系统构建战略合作伙伴，多个系统年销售额有望达到千万量级。

图表 50：主要零食量贩店开店情况

	现有门店数量	未来开店计划	拓店速度
零食很忙	截至 2023 年 6 月，超过 3000 家	截至 2023 年末，计划新增 1500 家	每天新开 6 家
赵一鸣	目前超过 1600 家	-	每月新开 200+家
零食有鸣	超过 2000 家	2026 年扩展至 16000 家	每月新开 200+家
零食优选	2023 年上半年，超过 1000 家	2023 年规划新开 1000 家	-

资料来源：各家公司官网，华鑫证券研究

### 3、口味型坚果领军品牌，产品匹配渠道持续放量

#### 3.1、品牌端：五谷小吃领军品牌，品牌优势显著

传承中华五谷小吃文化为使命，致力于打造五谷小吃百年品牌。公司成立于 2006 年，甘源品牌经过 17 年的深耕与沉淀，以传承中华五谷小吃文化为使命，致力于打造五谷小吃百年品牌，已成为领先的休闲食品品牌。公司初期通过瓜子仁、青蚕豆、蚕豆老三样为主打切入市场，成功打造爆款系列产品。2016 年，公司品牌“甘源”被中国副食品流通协会授予“2016 年度中国食品行业创新十佳品牌”；2017 年，公司蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆获得中国食品工业协会经典产品奖；2018 年，公司“甘源”蟹黄味瓜子仁获得第十六届中国国际农产品交易会参展农产品金奖。

图表 51：公司致力于打造五谷小吃百年品牌



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 52：2021 年公司签约新潮传媒，大量投放梯媒广告进行品牌宣传



资料来源：新潮传媒集团公众号，华鑫证券研究

终端营销方面，公司早期采用传统货架与品牌专柜相结合的形态进行品牌管理，有利于在消费者建立对甘源品牌的坚果产品心智，促进动销实现单位面积效益最大化。2017 年，公司签约影视巨星黄晓明，助力甘源品牌的建设与提升。2020 年末、2021 年，公司加大营销推广的投入力度，借助梯媒广告传播渠道扩大知名度，但效果不佳，后续已停止楼宇广告的投放。同时，公司进行线上营销，通过抖音、B 站短视频宣传片建立坚果品牌认知度，与头部主播或达人合作、在小红书上进行种草、天猫京东旗舰店进行多维度的形象展示。同时，公司积极开展创意跨界合作、联名营销，曾与依能、燕京啤酒、香肠派对进行合作营销，和消费者互动，实现人群破圈，提高销量。

图表 53: 甘源食品跨界联名合作

联名品牌	联名活动	活动宣传
依能	丑水柠瓶盖挑战赛	
燕京啤酒	燕京啤酒 × 甘源联名充分福利群	
香肠派对	甘源食品 × 香肠派对联名大礼包	

资料来源：甘源食品微信公众号，华鑫证券研究

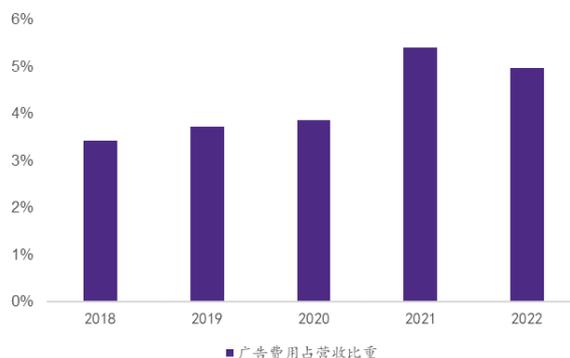
公司的销售费用率呈下降趋势，费用管控良好。2018-2023Q1 销售费用率稳中有降，由 18.9% 降至 13.7%，在行业处于中下游水平，2018-2021 年广告费用占营收比重持续提升，从 3.4% 提升至 5.4%，2021 年由于在全国大量投放梯媒广告以匹配产品投放和铺货节奏，提升营销效果，广告费用显著提升；2022 年费用占比收缩至 5%，主要系减少了梯媒广告的投放费用，费用明显回落。公司在销售费用方面的投放尚有发力空间，有望在品牌宣传方面精准发力，以提高费用效率。

图表 54: 销售费用率逐年下降，费用控制良好



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 55: 2021 年梯媒广告投入加大，2022 年广告费用明显回落



资料来源：wind，华鑫证券研究

### 3.2、产品端：深耕坚果领域十七年，持续创新丰富产品矩阵

深耕坚果领域十七年，持续完善产品矩阵。公司主要经营以“甘源”品牌为代表的休闲豆类、坚果炒货类与休闲烘焙类的零食，产品具有丰富多样的口味，以散装和袋装多种规格形式满足不同地域和不同场景的消费需求。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。其中青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列产品是公司的经典产品，畅销多年。综合果仁及豆果系列包括调味坚果、综合果仁、综合豆果、虾条豆果等产品；其他系列包括花生、薯片、兰花豆、炒米、锅巴、仙贝、雪饼、麦片、水果干、米酥等产品。

图表 56：公司持续完善丰富产品矩阵，在深耕坚果领域的基础上开发出更多品类和口味的产品系列

产品系列	主要产品	价格	产品展示
经典产品	原味青豆、蟹黄味蚕豆、蟹黄味瓜子仁	12.9元/285g (约21包)	
坚果产品	芥末味夏果、炭烧味腰果、蜂蜜琥珀核桃仁、蜂蜜黄油巴旦木、清新芥香松子仁	20.9元/65g	
花生产品	麻辣花生、南乳花生、椒盐味花生、鱼皮花生、多味花生	27元/285g	
膨化烘焙产品	醇香原味薯片、铁板牛排味薯片、甘酸番茄味薯片、醇厚牛乳味雪饼	22.9元/408g (12袋)	
其他产品	虾条豆果、肉松味兰花豆、蟹黄味炒米、每日水果干、金沙咸蛋黄锅巴	虾条豆果12.9元/285g (约22包)； 锅巴16.9元/376g	

资料来源：公司官网，甘源天猫旗舰店，华鑫证券研究

老三样打造极致小单品，持续推陈出新丰富产品矩阵，创新口味型坚果抢占先机。公司早期通过老三样经典产品（青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列）从大型 KA 切入市场，消费者反馈积极，产品力较强。由于老三样的品类略有局限性，经销商的销售体量较小，后续在完善原有优势产品基础上，逐步增加了花生、兰花豆、炒米等产品，并

持续创新开发口味型坚果，打造更丰富完善的坚果产品矩阵，产品体系由籽坚果拓展至树坚果。1) 2020 年公司在原有经典产品系列上开发推出新口味，花生、兰花豆等产品对包装、口味等进行创新升级，推出了好味坚果、水果麦片两大系列产品。2) 2021 年公司新增南乳花生、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。3) 2022 年发力口味型坚果，为山姆代工的芥末味夏果成为爆款，对夏威夷果仁、松子仁和腰果等多种坚果进行了口味的创新、改良升级，拓展至蟹黄味、芥末味、咸蛋黄味等新口味，并且开发出脱油花生，顺应健康化的趋势，同时对老品进行规格、包装的升级，品类方面开拓了薯片等、酥类、米制品新品。4) 2023 年，持续丰富坚果的口味，增加芥末味核桃仁、藤椒腰果，同时推出薯片创新产品，冻干坚果也从高端会员店逐步推向全渠道覆盖。公司持续深耕坚果领域，以老三样打造极致小单品，后续发力口味型坚果细分赛道，由籽坚果成功拓展至树坚果，不断深化品牌的心智。

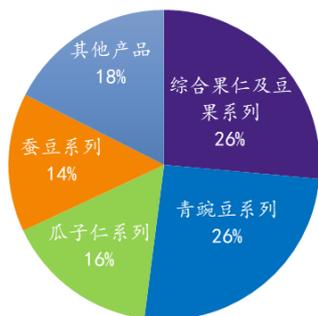
图表 57：公司持续推陈出新丰富产品矩阵，创新口味型坚果抢占先机

时间	产品创新
2020 年	花生、兰花豆等增加新口味，包装升级；好味坚果、水果麦片系列产品
2021 年	南乳花生、五香花生、蒜香味花生、山核桃味花生、鱼皮花生
2022 年	口味型坚果（芥末味、蟹黄味夏果、松子仁等）；脱油花生，金香肉松黑米酥、黄金玉米酥、清新芥香仙味贝、益元乳酸菌味雪饼、金沙咸蛋黄烧米饼等创新产品
2023 年	芥末味核桃仁、藤椒腰果，创新薯片产品，冻干坚果

资料来源：公司公告，甘源食品公众号，华鑫证券研究

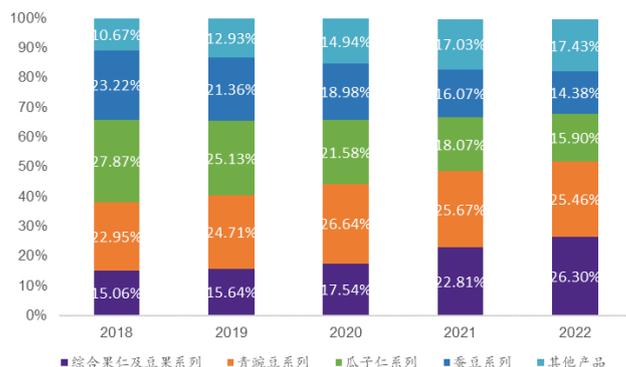
经典老三样为亿级大单品，产品矩阵不断丰富，叠加新老产品持续放量带动收入提升。2022 年，综合果仁及豆果系列/青豌豆系列/瓜子仁系列/蚕豆系列/其他系列营收占比分别为 26%/25%/16%/14%/17%，同比增速为 29%/11%/-1%/0.3%/15%。2018-2022 年，经典老三样产品青豌豆、瓜子仁、蚕豆作为基本盘均为亿级大单品，营收分别为 3.7/2.3/2.1 亿元，其中青豌豆系列呈现稳健增长，瓜子仁、蚕豆系列略有下滑，4 年 CAGR 为 15%/-2%/-0.4%；综合果仁及豆果系列营收从 1.4 亿元增长至 3.8 亿元，4 年 CAGR 为 29%，占比由 15%提升至 26%，呈现快速增长趋势，主要由于口味型坚果在市场上反馈火爆，成为现象级明星单品，公司持续扩大品类、拓展新口味，带动调味坚果持续放量；其他产品包括花生、薯片、兰花豆、炒米、锅巴、仙贝、雪饼、麦片、水果干、米酥等产品，营收从 0.97 亿元增长至 2.53 亿元，4 年 CAGR 为 27%，占比由 11%提升至 17%，主要由于公司将产品矩阵拓展至受欢迎的膨化食品、酥类、米制品，推出米饼、薯片、饼干等创新产品，新品类的开拓和配合渠道放量助力公司收入持续增长。

图表 58：2022 年产品结构更加完善均衡



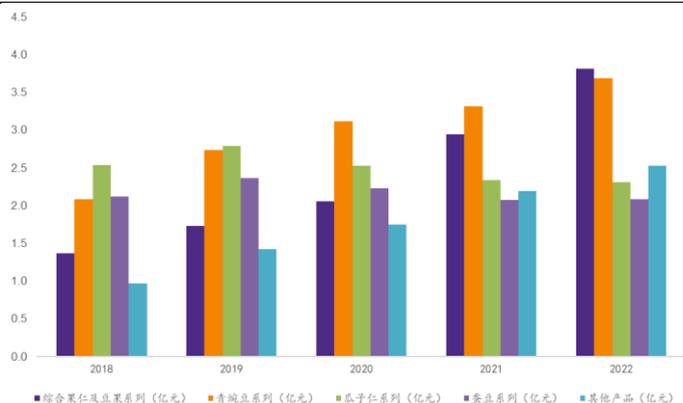
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 59：2018-2022 年综合果仁及豆果系列、青豌豆系列等营收占比持续提升，产品矩阵不断完善



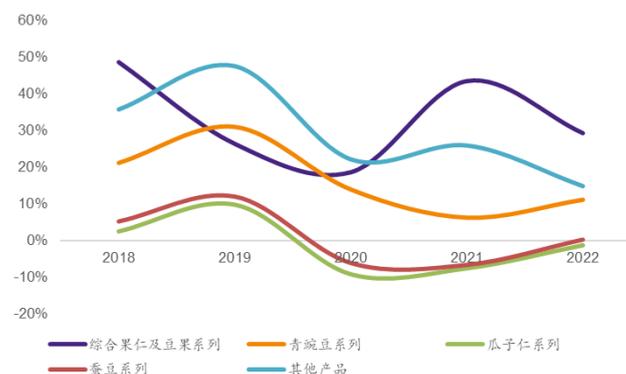
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 60：2018-2022 年产品整体呈现稳健增长趋势



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 61：2018-2022 年综合果仁及豆果系列、其他产品系列增速最高



资料来源：wind，华鑫证券研究

**高品质原材料奠定强产品基因。**产品原材料包括瓜子仁、青豌豆、蚕豆、花生、棕榈油等，公司选取原材料时考虑货源的稳定性和品质，以保证产品的统一的口感。青豌豆主要进口自美国，系美国农场实行精细化管理，蚕豆采购自云南省、甘肃省、河北省，瓜子仁来自内蒙古、新疆，夏威夷果等采购主要为进口，公司采购地生产的坚果颗粒饱满、口感更优、品质及产出优良稳定。

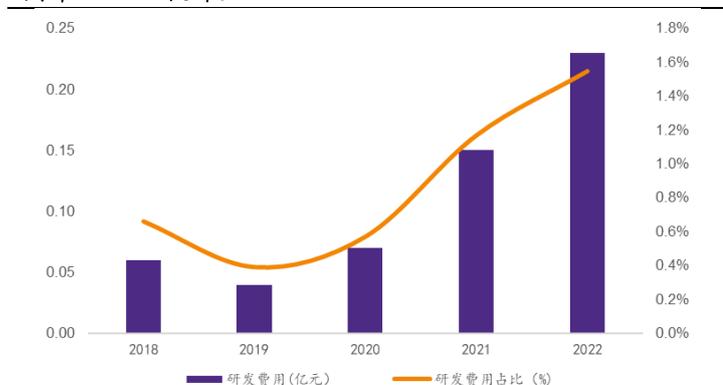
图表 62: 高品质原材料奠定强产品基因

原材料	采购地	
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，华鑫证券研究

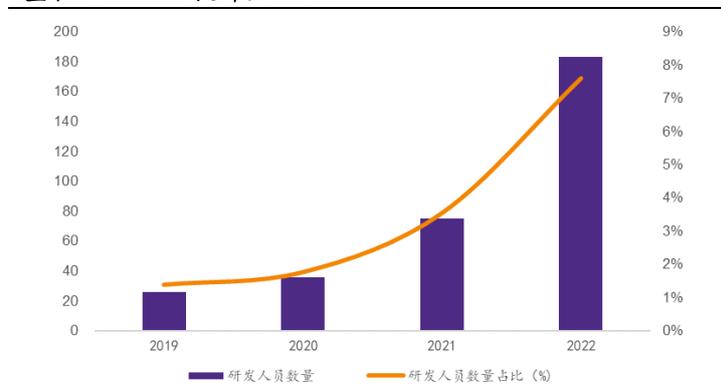
**研发水平领先，专利技术丰富构建护城河。**公司长期重视产品的研发创新，坚持持续加大研发投入，不断创新品类和产品口味，采取多品种差异化组合的方式充分迎合消费需求，以丰富的研发经验、产品生产工艺、口味配方、高级自动化设备形成了较强的研发壁垒和产品竞争力，构筑了产品护城河。专利技术方面，截至 2022 年底，公司已获得超过 100 项专利，掌握了多种休闲食品的生产工艺及口味配方。2022 年成功研发项目包括青豌豆、蚕豆调味段自动撒粉设备的研究、脆皮花生线出料连线输送技术的研究、烘焙薯片及其制备方法的研究、蜂蜜琥珀、椰香琥珀核桃仁油炸工艺及其制备方法的研究、脱油五香花生仁及其制备方法的研究等。2018-2022 年，公司研发费用从 0.06 亿元增长至 0.23 亿元，研发费用率从 0.7% 提升至 1.6%，研发团队不断壮大，2019 年仅为 26 人，2022 年大幅增加至 183 人，研发人员数量占比从 1.4% 提升至 7.6%。

图表 63: 2018-2022 年公司持续加大研发费用投入，研发费用率从 0.7% 提升至 1.6%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 64: 2019-2022 年研发人员数量大幅提升，研发人员数量占比从 1.4% 提升至 7.6%



资料来源：wind，华鑫证券研究

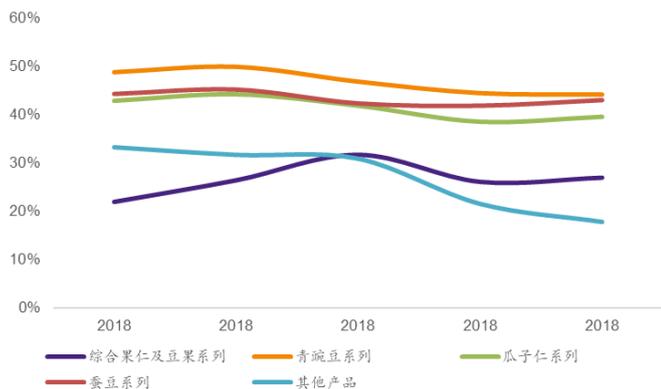
图表 65：公司部分研发项目

项目名称	拟达到目标	对公司发展的影响
新品小锅巴油炸定型模板的研究	提高小锅巴产品品质及生产稳定性	有利于提高锅巴产品的市场占有率，降低能源消耗，降低生产成本
脆皮花生线出料连线输送技术的研究	提高脆皮花生生产线的加工效率，减少人力投入	有利于提高花生单品核心竞争力，对公司扩大花生系列产品生产具有积极影响
烘焙薯片及其制备方法的研究	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
蜂蜜琥珀、椰香琥珀核桃仁油炸工艺及其制备方法的研究	开发核桃仁全新产品，产品酥脆度更佳	有利于丰富公司核桃仁品类，提高公司核桃仁产品的市场竞争力
鱼皮/多彩花生及其制备方法的研究	鱼皮/多彩花生及其制备方法达到国内先进水平。开发花生系列全新产品	有利于丰富公司花生产品品类，提高公司花生产品的市场竞争力
椒盐花生线油炸工艺研究	实现优化椒盐花生线油炸工艺	有利于提高公司椒盐花生产品的生产效率和市场竞争力
小虾条配方优化及其制备方法的研究	升级更新小虾条配方，搭配多种辅料使其营养更全面、口感更酥脆	有利于提高公司椒盐花生产品的生产效率和市场竞争力
甘酸番茄味白米酥及其制备方法的研究	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
青豆泡油冷却水回收利用技术的研究	实现泡油冷却回收水完全回收	有利于减少能源消耗，降低成本

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

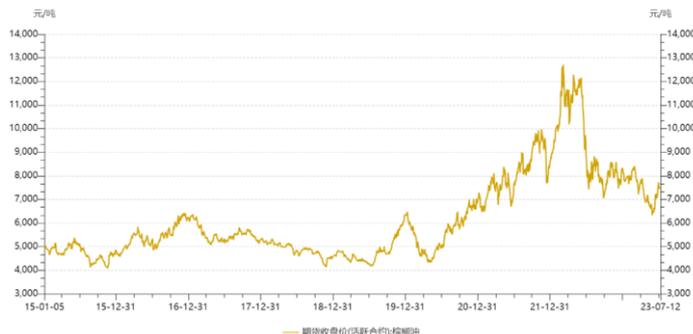
原材料成本方面，公司主要成本包括了各类坚果与籽类农产品、棕榈油、包装材料等，主要为直接材料成本，占比达 78%以上，其中棕榈油为进口，近年由于疫情等原因，价格上涨导致成本端受波动，2021 年由于棕榈油采购价格同比涨幅高达 43%，公司于 2021 年 4 月对产品进行提价以缓解原材料成本的压力。2022 年，公司采用稻米油以代替价格攀升的棕榈油，体现了公司较好的控制成本的能力。毛利率方面，公司各产品毛利率基本稳定，经典老三样产品青豌豆、蚕豆、瓜子仁系列毛利率最高，2022 年分别为 44%/43%/40%，2021-2022 年其他产品系列毛利率略有下滑，主要系米制品、薯片等由安阳工厂生产，工厂由于工人设备的磨合、产能利用率处于爬坡阶段，生产量较小，运营成本较高。2023 年，安阳工厂基本调整到位，薯片产线基本满产，米饼等处于产品调试中，工厂整体处于持平状态，后续将扭亏为盈，规模效应显现，盈利能力提升。

图表 66: 2018-2022 年公司各产品毛利率基本稳定, 经典老三样产品毛利率最高



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 67: 2019-2022 年棕榈油成本大幅攀升, 2023 年价格回落

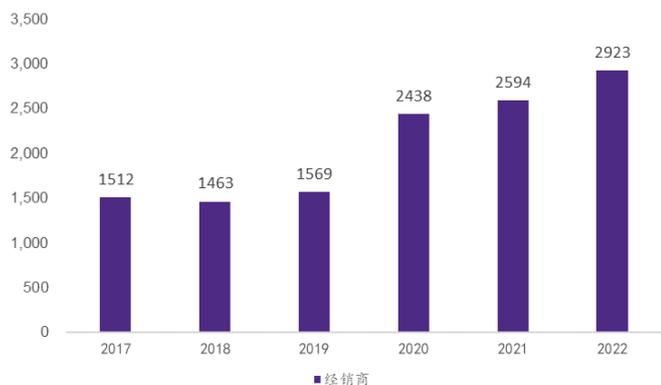


资料来源: wind, 华鑫证券研究

### 3.3、渠道端：全渠道布局，零食量贩、会员店持续放量

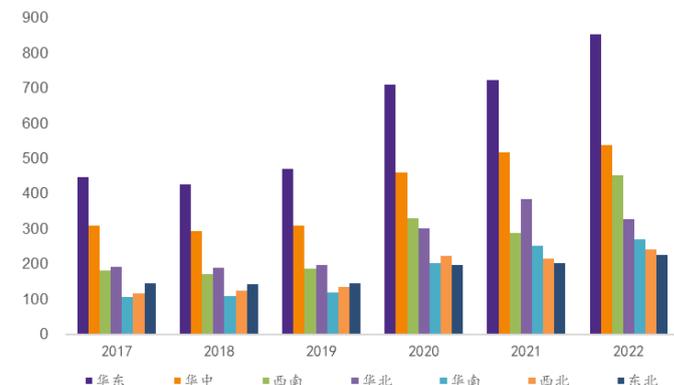
**全渠道布局扩张，优化经销商管理。**公司的销售模式分为经销模式、电商模式和其他模式三种。公司 2022 年经销模式/电商模式/其他模式收入占比分别为 85%/12%/3%，目前收入结构仍以经销为主，2017-2021 年经销模式占比超过 80%，通过经销商覆盖全国各地大卖场、连锁商超、小型超市、便利店、批发市场等销售渠道，其中商超渠道为核心渠道。2017-2022 年，公司经销商数量从 1512 家快速增长至 2923 家，5 年 CAGR 为 14%，经销商网络已覆盖全国各地，区域分布较为分散和均匀。2022 年公司对经销商进行优化，淘汰尾部经销商，提升扶持部分经销商，并且把热门产品推给较为优秀的经销商，销售额预计不断提升。

图表 68: 2017-2022 年，公司经销商数量从 1512 家快速增长至 2923 家，5 年 CAGR 为 14%



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

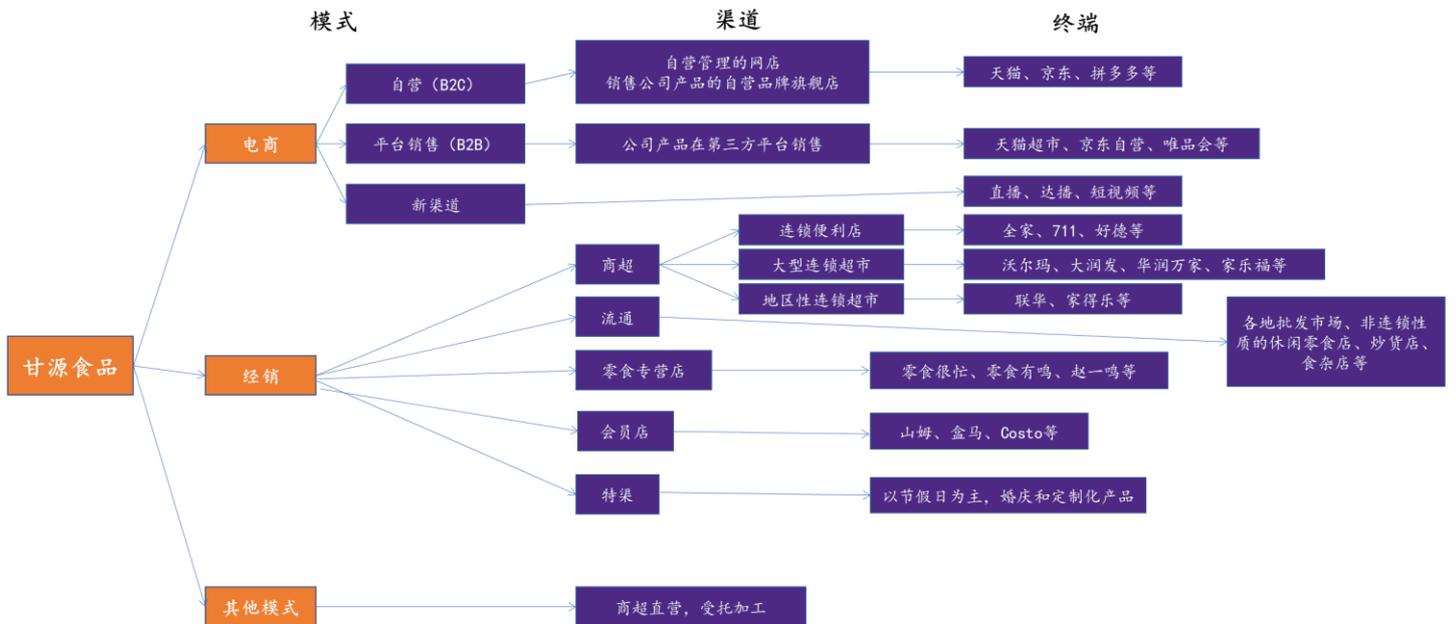
图表 69: 公司各区域经销商均呈现增长趋势, 渠道持续扩张



资料来源: wind, 华鑫证券研究

早期终端卖场精耕细作，后期全面布局新兴渠道，电商、零食渠道持续放量。公司早期进行店中岛品牌专柜的投放，采取传统货架+品牌专柜提升品牌形象，满足消费者“一站购齐”的需求。2022年公司对于大型KA商超展开五个一工程，聚焦五类产品包括“老三样”、“混合果仁及调味坚果”、“薯片”、“208g系列”、“流通性产品（兰花豆、椒盐花生等）”，调整产品规格及价格以匹配KA商超渠道。同时由于疫情冲击商超客流量，公司积极拓展零食专营渠道、高端会员店渠道、电商等新兴渠道。电商方面，公司已入驻淘宝、京东、拼多多等平台，除了旗舰店外另有多个经销商开设的店铺，2021年成立杭州运营中心发展电商渠道，开展自播、达播。2022年，公司全面拥抱零食专营渠道，调整规格匹配渠道，目前已经与零食很忙、零食有鸣等零食量贩店达成合作。高端会员店方面，公司已与山姆、盒马、Costo等会员店达成合作。特渠方面，公司以节假日为主，推出婚庆和定制化产品。

图表 70：公司进行全渠道布局扩张



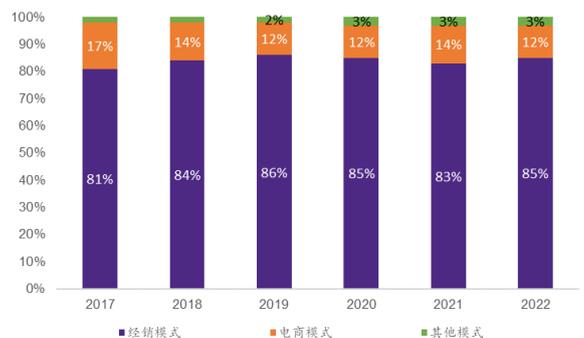
资料来源：渠道调研，公司公告，华鑫证券研究

图表 71：公司在商超设置甘源品牌专柜



资料来源：食评方，华鑫证券研究

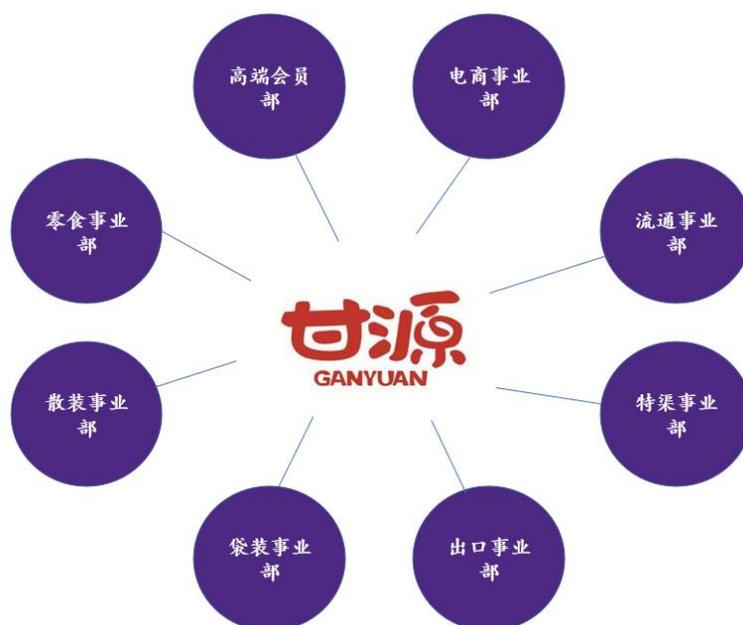
图表 72：公司以线下经销模式为主，占比达到 80% 以上



资料来源：wind，华鑫证券研究

**细分八大事业部，采取精细化的渠道管理运营。**公司于 2022 年变革销售组织，实行事业部制并划分袋装事业部、散装事业部、流通、特渠、零食系统、会员店、电商、外贸出口等八大事业部，通过采取精细化的管理模式以精准匹配渠道服务、拓展销售空间。公司为各大事业部引进经验丰富的专业管理人员，同时建立数据化考核机制，对各事业部单独进行营收、成本核算，以充分调动销售团队积极性，并保障内部管理及目标执行。

图表 73：公司细分八大事业部对各渠道进行精细化管理运营



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

**积极拥抱零食专营渠道快速放量。**公司于 2022 年全面拥抱零食量贩系统，积极调整产品规格对接零食量贩店的需求。2022 年公司已经与零食很忙、零食有鸣等 17 家零食量贩店达成合作，持续导入 sku，其中主要包括老三样、豆果组合、花生、调味坚果以及安阳工厂的烘焙膨化产品，通过不同口味与不同包装形态组成了 54 款产品来匹配零食、流通渠道。未来随着零食量贩店持续下沉扩张，有望带动合作的产品数量的增长以及快速放量，持续释放红利。

图表 74：公司与零食很忙等量贩零食店进行合作



资料来源：零食很忙官网，华鑫证券研究

图表 75：赵一鸣团队与甘源食品进行深度交流和战略合作



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

**高端会员制商超：借助山姆品牌打造爆款产品提升品牌势能，持续拓展高端会员店的合作。**公司为山姆代工生产的芥末味夏威夷果仁产品于 2021 年下半年进入山姆渠道后，凭借创新口味成功打造爆款，迅速走红，2021、2022 年贡献千万销售额。高端会员超市选品较为严苛，山姆爆款的成功打造再一次验证了公司极强的产品力。风味坚果产品已经进入沃尔玛、盒马、麦德龙全线门店，高客单价、大包装的口味型坚果契合会员类超市消费者的需求，公司持续加大高端会员店渠道的开拓力度，导入匹配高端需求的产品。截至 2023Q1，公司已合作约 42 家会员店，包括盒马、Ole、永辉、麦德龙等，其中合作的盒马全国总计超过 300 家，其他会员店在持续扩店中。2023 年冻干坚果将在会员店上架，并且将继续扩大合作的品类。另一方面，由于高端会员店的爆款产品走红，部分消费者寻求高性价比的替代产品，以夏威夷果为例，山姆门店售卖 94 元/500g，而甘源品牌售卖 13 元/65g，山姆产品的爆火成功为甘源公司的产品引流，提升品牌势能和销量。

图表 76：山姆的芥末味夏果成为小红书爆款



资料来源：小红书，华鑫证券研究

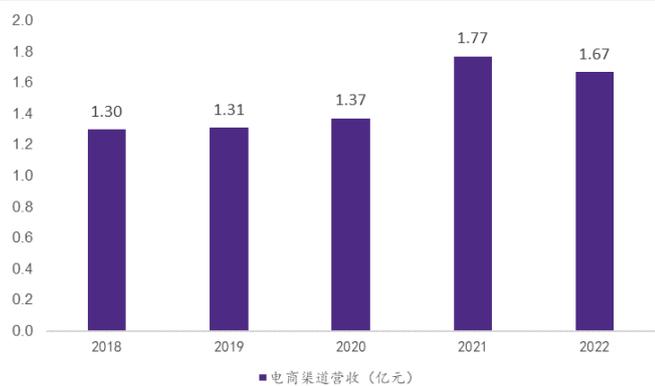
图表 77：甘源品牌的芥末味夏果成为山姆平替产品



资料来源：淘宝，华鑫证券研究

电商渠道不断优化完善，及时抢占直播电商红利。2018-2022 年电商渠道营收 1.3 亿元提升至 1.67 亿元，4 年 CAGR 为 6.5%。公司于 2014 年率先开设天猫旗舰店等以布局传统电商平台，抓住早期的电商红利。近年抖音、直播发展迅速，公司 2022 年引进运营经验丰富的电商业务总监，重新组建电商团队，并且将电商中心迁至杭州，加大直播、自播、达播等业务铺设，制定抖音、快手等新型平台的运营计划，并且梳理匹配线上渠道的产品，主打高性价比，电商渠道销售额逐步提升。截至 2023 年 8 月，甘源食品的抖音旗舰店销量达到 159.9 万，位列健康零食排行榜第一。

图表 78：2018-2022 年电商渠道营收 1.3 亿元提升至 1.67 亿元



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 79：甘源食品的抖音旗舰店销量达到 159.9 万，位列健康零食排行榜第一

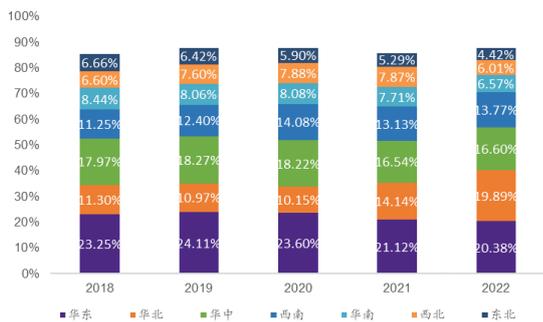


资料来源：抖音，华鑫证券研究

### 3.4、区域扩张：全国化持续扩张，区域分布区域均衡

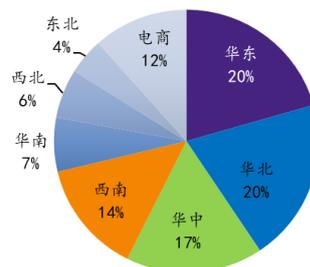
市场分布趋于均衡，华东市场为大本营。由于公司从江西萍乡起家，华东市场为核心市场，2018-2022 年华东市场营收占比持续超过 20%，营收贡献较为稳定。其中华北地区营收增速领先；2018-2022 年占比从 11%提升至 20%，2022 年同比增长 58%，逐渐发展成为除华东区域之外的第二大市场；西南地区营收增速较快，营收贡献持续加大，2018-2022 年占比分别从 11%提升至 14%。公司在成熟市场仍有下沉空间。截至 2022 年，公司华东/华中/西南/华北/华南/西北/东北/电商收入占比分别达 21%/17%/14%/20%/7%/6%/4%/12%。早期由于公司产品结构相对单一，市场扩张速度较慢，后续公司完善产品矩阵，扩充产品品类，更加吸引经销商，华北、华南、西北、西南地区仍有较大的空白市场，未来渠道下沉的广度和深度仍有较大潜力。

图表 80：华东市场为大本营，营收贡献超过 20%，区域结构逐渐均衡



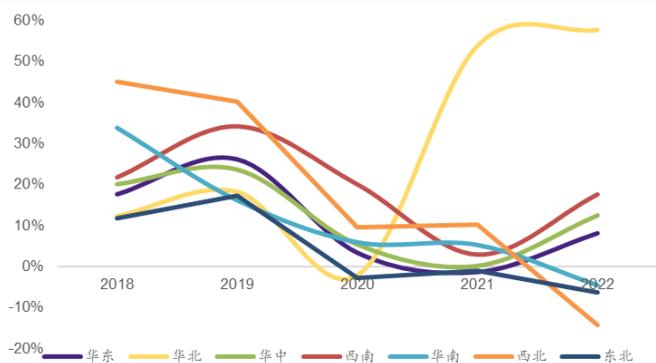
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 81：2022 年华东、华北、华中地区收入占比近六成



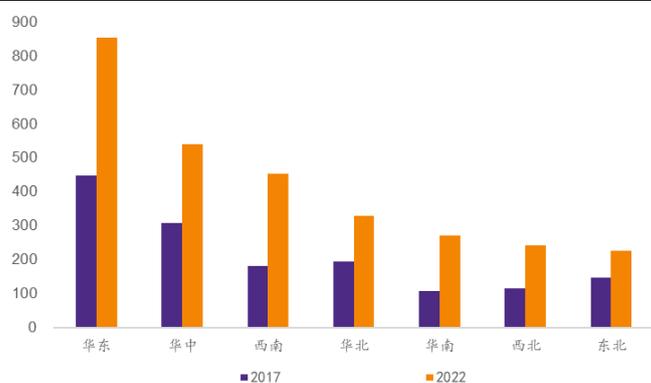
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 82：2018-2022 年华北、西北、西南地区的收入增速领先



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 83：公司 2017 年和 2022 年各地区的经销商数量持续增长



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 3.5、产能端：产能储备充足，安阳工厂望放量带动规模效应

南北两大生产基地提供充足的产能储备。公司实行自主生产，以销定产的模式。目前共布局了两大生产基地辐射全国市场，南方基地为江西萍乡工厂，主要生产经典老三样产品、综合果仁及豆果等产品，2012 年投产。2019-2020 年由于市场需求增加，公司产能逐步进入瓶颈期，产能利用率、产销率常年维持高位，2019 年产销率达到 98%，2020 年主要产品系列产销率超过 100%。公司于 2020 年上市，募投资项目包括位于河南安阳的 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设项目，总投资 4.13 亿元，建设期 3 年，主要生产薯片等烘焙膨化食品，设计产能 3.6 万吨。安阳工厂采用以销定产的模式，作为老品的产能补充以及新品的扩充，同时可以帮助实现更高效的物流配送和客户服务，缓解产能。

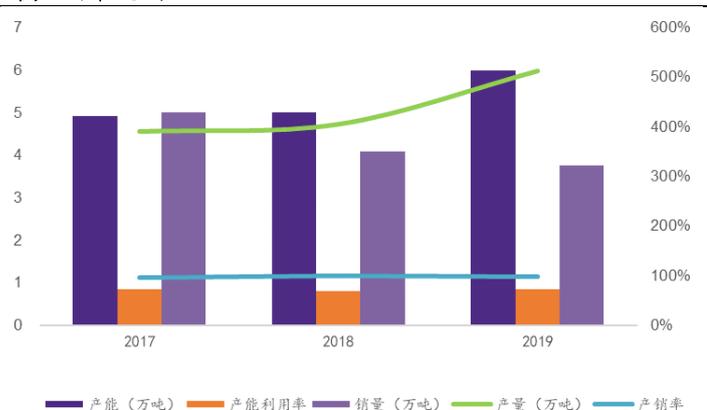
图表 84：南北两大生产基地提供充足的产能储备

生产基地	时间	占地面积	产能	生产品类
萍乡工厂	2012 年投产	300 亩	5.98 万吨（2019 年）	青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁及豆果等
安阳工厂	2021 年投产	328 亩	3.6 万吨（规划）	薯片、酥类、米类等烘焙膨化食品，以零食系统、便利店渠道为主

资料来源：公司公告，公司官网，华鑫证券研究

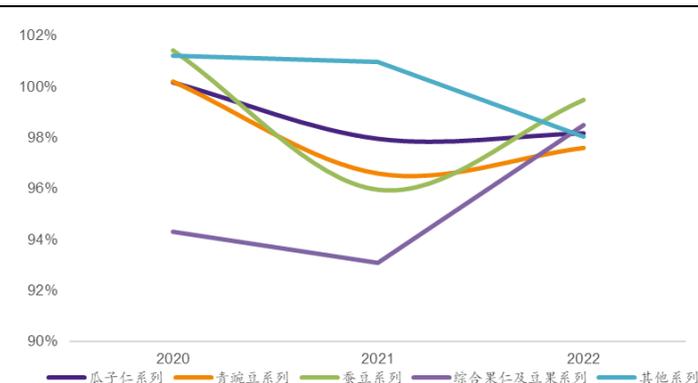
安阳工厂基本调整到位，新品储备充分有望释放红利提升规模效应。安阳工厂于 2021 年投产以解决产能不足，初期由于工人与设备的磨合、产品生产战略有误造成后端包装复杂等问题，运营成本较高，产能处于爬坡阶段。公司后续积极调整工厂的生产及产品组合，生产以薯片、酥类、米类为主，渠道以零食系统、便利店等流通渠道为主，主打少量经典口味，目前薯片产能已满产，后端正在升级为全自动化包装，成本实现优化，提升生产效率，安阳工厂将转亏为盈，产能逐步释放，规模效应有望显现。

图表 85：2017-2019 年产能利用率、产销率维持高位，2019 年产销率达到 98%



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 86：2020 年公司各产品系列产销率均超过 90%



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

## 4、盈利预测

我们看好公司布局口味性坚果并进行品类创新及渠道精耕细作，零食专营渠道放量加速，同时内部组织架构完成改革优化，叠加棕榈油采购成本下行，有望释放利润弹性。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.59/3.49/4.61 元，当前股价对应 PE 分别为 31/23/17 倍，维持“买入”投资评级。

## 5、风险提示

- 1、宏观经济下行风险；
- 2、零食专营渠道增长不及预期；
- 3、商超客流量减少；
- 4、新品增长不及预期。

公司盈利预测（百万元）

请阅读最后一页重要免责声明

41

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	473	591	739	977
应收款	26	28	33	37
存货	137	148	185	196
其他流动资产	625	677	717	746
流动资产合计	1,261	1,443	1,674	1,958
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	588	628	658	678
固定资产	483	510	499	475
在建工程	99	39	16	6
无形资产	100	95	90	85
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	62	62	62	62
非流动资产合计	743	706	667	629
资产总计	2,004	2,149	2,341	2,586
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	139	148	156	160
其他流动负债	154	154	154	154
流动负债合计	373	385	398	407
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	125	125	125	125
非流动负债合计	125	125	125	125
负债合计	498	510	523	532
<b>所有者权益</b>				
股本	93	93	93	93
股东权益	1,506	1,639	1,818	2,054
负债和所有者权益	2,004	2,149	2,341	2,586

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	158	241	326	430
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	52	37	39	38
公允价值变动	1	4	5	6
营运资金变动	101	-12	-40	-16
经营活动现金净流量	312	270	329	458
投资活动现金净流量	-145	-8	4	13
筹资活动现金净流量	-49	-109	-147	-193
现金流量净额	118	154	187	278

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1,451</b>	<b>2,025</b>	<b>2,681</b>	<b>3,408</b>
营业成本	954	1,325	1,746	2,202
营业税金及附加	17	23	31	38
销售费用	204	281	370	467
管理费用	65	89	115	143
财务费用	-11	-17	-21	-27
研发费用	23	32	43	55
费用合计	280	386	508	637
资产减值损失	-1	-2	-1	-1
公允价值变动	1	4	5	6
投资收益	7	7	7	7
<b>营业利润</b>	<b>212</b>	<b>311</b>	<b>419</b>	<b>552</b>
加: 营业外收入	1	3	2	1
减: 营业外支出	5	3	2	1
<b>利润总额</b>	<b>208</b>	<b>311</b>	<b>419</b>	<b>552</b>
所得税费用	50	69	93	122
<b>净利润</b>	<b>158</b>	<b>241</b>	<b>326</b>	<b>430</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>158</b>	<b>241</b>	<b>326</b>	<b>430</b>

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	12.1%	39.6%	32.4%	27.1%
归母净利润增长率	3.0%	52.4%	34.9%	32.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.3%	34.6%	34.9%	35.4%
四项费用/营收	19.3%	19.1%	18.9%	18.7%
净利率	10.9%	11.9%	12.1%	12.6%
ROE	10.5%	14.7%	17.9%	20.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.8%	23.7%	22.4%	20.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.9	1.1	1.3
应收账款周转率	56.3	73.0	81.1	91.3
存货周转率	7.0	9.1	9.6	11.4
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.70	2.59	3.49	4.61
P/E	46.9	30.8	22.8	17.3
P/S	5.1	3.7	2.8	2.2
P/B	4.9	4.5	4.1	3.6

## 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**何宇航：**山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

**肖燕南：**湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。