



买入（首次）

所属行业：食品饮料/休闲食品
当前价格(元)：78.33

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

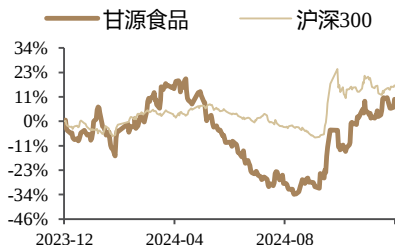
黄欣培

资格编号：S0120524100002

邮箱：huangxp3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.89	24.23	54.44
相对涨幅(%)	7.53	24.29	29.41

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

甘源食品（002991.SZ）：强研发能力护航，产品渠道双轮驱动

投资要点

- 专注口味研发创新，深耕豆类炒货十八年。**公司 2006 年成立于江西省萍乡，前身为甘源食品有限公司，是一家以籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类为主导的休闲零食生产企业，目前主要产品为瓜子仁、蚕豆、青豌豆、豆果、果仁、米酥和锅巴等多品类休闲零食。公司创始人及董事长严斌生先生持有公司 56.24% 的股权，为公司的实控人，股权相对集中。发展早期甘源食品选择以瓜子仁、青豌豆、蚕豆三种产品切入市场，“老三样”成为公司传统核心产品，后续又推出综合果仁及豆果、口味坚果和膨化小食等系列不断丰富产品矩阵。公司业绩近五年实现稳步增长，收入和利润分别从 2018 年的 9.11 亿元和 1.20 亿元提升至 2023 年的 18.48 亿元和 3.29 亿元，5 年 CAGR 分别为 15.20% 和 22.35%。
- 休闲零食万亿市场规模，坚果炒货加速增长。**根据艾媒咨询统计，2022 年中国休闲零食市场规模为 11654 亿元，预计 2027 年将达到 12378 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 1.21%，长期保持稳健增长。其中根据弗若斯特沙利文数据，坚果炒货板块 2021 年市场规模为 1512 亿元，2016-2021 年 5 年 CAGR 为 7.7%，预计 2026 年规模将达到 2220 亿元，2021-2026 年 5 年 CAGR 提升至 8.0%，加速增长。坚果炒货行业参与者众多，行业集中度提升空间广阔，未来具备研发和渠道优势的龙头企业有望获得更多市场份额。
- 强研发护航持续推新，渠道变革红利延续。**（1）产品上公司一直坚持对产品口味的创新研发，在品种口味方面进行多种改良，利用口味配方差异铸就自身护城河。依托扎实的研发基础，公司持续开发新品。伴随着新品的不断推出，公司能够及时捕捉消费者需求空白处，满足不同消费人群的需求，从而打开品类天花板；（2）渠道上重分八大事业部，精细化运营提效率。近些年零食量贩门店快速拓张，成为线下零售重要渠道之一。公司积极面对渠道和需求变化，2022 年就逐步开始和零食量贩渠道进行合作，陆续导入自身老三样、综合果仁及豆果和烘焙膨化食品。后续有望持续享受量贩渠道自身高速增长的红利。此外高端会员店渠道崛起，新品导入有望持续提高渗透率。之前芥末味夏威夷果在山姆的成功提高了公司品牌能力，后续有望开拓其他会员店渠道。新品“黑金蒜香菜味翡翠豆”已经上架山姆，有望持续提升公司在会员店渠道中的渗透率。最后海外渠道方兴未艾，有望出海成功拓新篇。2024 年公司以经济活跃的东南亚市场作为切入口进行了产品出海的尝试，目前已经建立了比较稳定的合作关系。后续伴随销售团队的组建和产品的扩充，海外业务布局将进一步完善。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司在 2024-2026 年分别实现营收 22.63/27.23/32.36 亿元，同比+22.5%/20.3%/18.8%；实现归母净利润 4.01/4.64/5.66 亿元，对应 EPS 为 4.30/4.97/6.08 元。选取休闲零食行业内可比公司，25 年行业平均估值为 19.62x，考虑到公司渠道和新品的拓展，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：**原材料价格波动、新品推广不及预期、食品安全风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	93.22		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	49.69	营业收入(百万元)	1,451	1,848	2,263	2,723	3,236
52 周内股价区间(元):	46.85-85.13	(+/-)YOY(%)	12.1%	27.4%	22.5%	20.3%	18.8%
总市值(百万元):	7,301.60	净利润(百万元)	158	329	401	464	566
总资产(百万元):	2,057.82	(+/-)YOY(%)	3.1%	107.8%	21.9%	15.6%	22.2%
每股净资产(元):	17.34	全面摊薄 EPS(元)	1.70	3.53	4.30	4.97	6.08
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	34.3%	36.2%	35.7%	34.6%	35.0%
		净资产收益率(%)	10.5%	19.5%	21.0%	20.5%	21.1%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 公司介绍：坚果炒货领军品牌，深耕豆类炒货十八年	5
1.1. 发展历程：专注口味研发创新，深耕豆类炒货十八年	5
1.2. 股权结构：创始人为公司实控人，股权相对集中	5
1.3. 主营业务：老三样为公司基本盘，产品矩阵不断丰富	6
1.4. 财务分析：业绩稳健增长，2023 年增长加速	8
2. 行业分析：休闲零食万亿大市场，坚果炒货空间广阔	9
3. 未来发展：强研发护航持续推新，渠道变革红利延续	11
3.1. 产品：强研发能力护航，持续推新贡献增长动力	11
3.2. 渠道：积极拥抱零食量贩渠道，多元化拓展加速增长	12
4. 盈利预测与投资建议	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

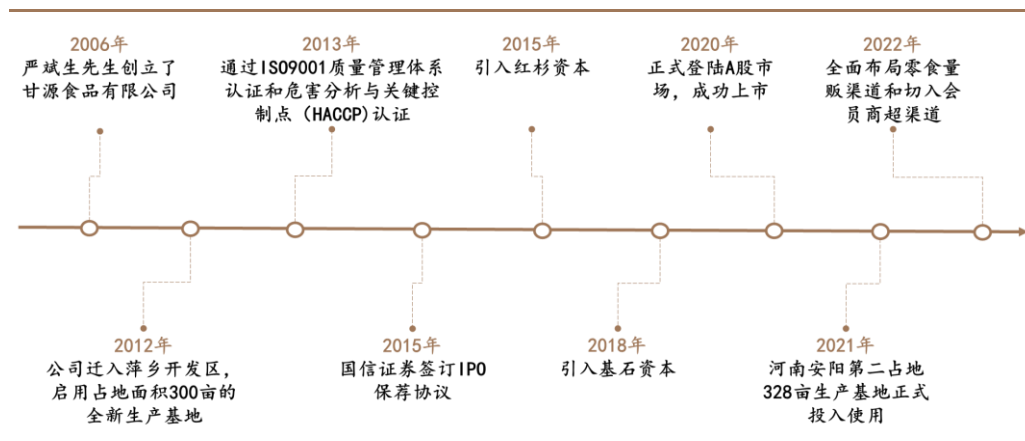
图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截止到 2024 年 12 月 9 日)	5
图 3: 公司产品矩阵	6
图 4: 2019-2023 年各主营业务产品收入占总收入比例 (%)	7
图 5: 2019-2023 年各主营业务产品增速 (%)	7
图 6: 2019-2023 年各地区收入 (百万元)	7
图 7: 2019-2023 年各地区收入占总收入比例 (%)	7
图 8: 2019-2023 年各渠道主营业务收入 (亿元)	8
图 9: 2019-2023 年主营业务各渠道收入占总收入比例 (%)	8
图 10: 2018-2023 年公司营业总收入 GAGR 为 15.2% (亿元, %)	8
图 11: 2018-2023 年公司归母净利润 GAGR 为 22.4% (亿元, %)	8
图 12: 2018-2023 年公司毛净利率 (%)	9
图 13: 2018-2023 年公司期间费用率 (%)	9
图 14: 休闲零食市场规模及 YOY (亿元, %)	9
图 15: 2018 年坚果行业市场竞争格局分散	10
图 16: 坚果炒货行业供应链	11
图 17: 2022 年公司重新划分 8 大事业部	12
图 18: 零食量贩行业空间广阔 (亿元)	12
图 19: 零食量贩主要品牌门店数 (家)	12
图 20: 山姆渠道新品“黑金蒜香菜味翡翠豆”	13
图 21: 山姆大单品“芥末味夏威夷果仁”	13
表 1: 2022 年股权激励计划	6
表 2: 2022 年股权激励受让人	6
表 3: 休闲零食各分类市场零售额及复合增速 (亿元, %)	10
表 4: 2023 年公司部分已研发成功项目	11
表 5: 甘源食品盈利预测 (亿元, %)	14
表 5: 可比公司估值	14

1. 公司介绍：坚果炒货领军品牌，深耕豆类炒货十八年

1.1. 发展历程：专注口味研发创新，深耕豆类炒货十八年

公司 2006 年成立于江西省萍乡，前身为甘源食品有限公司，是一家以籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类为主导的休闲零食生产企业，目前主要产品为瓜子仁、蚕豆、青豌豆、豆果、果仁、米酥和锅巴等多品类休闲零食。

图 1：公司发展历程

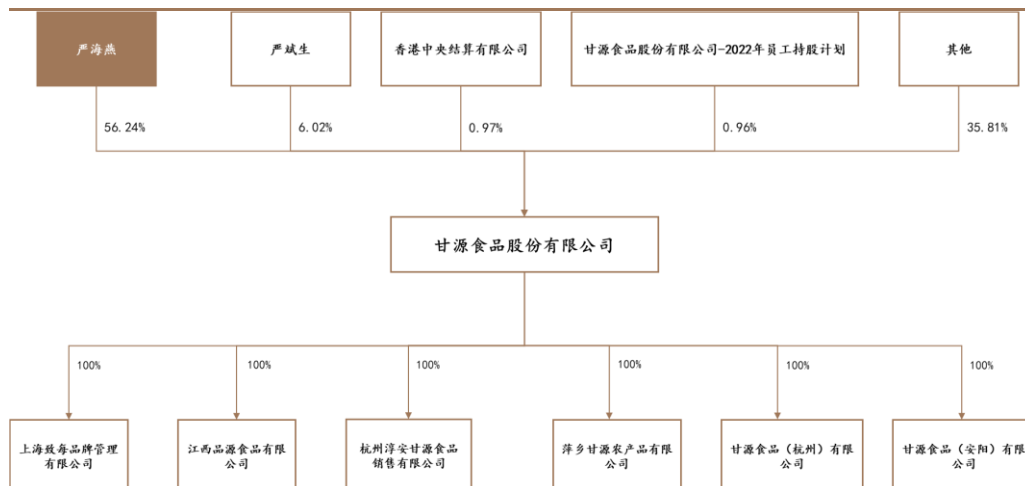


资料来源：甘源食品公司官网，公司公告，德邦研究所

1.2. 股权结构：创始人为公司实控人，股权相对集中

公司创始人及董事长严斌生先生持有公司 56.24% 的股权，为公司的实控人；副董事长严海雁先生持股 6.02%，为公司第二大股东。2022 年 4 月 28 日公司实施股权激励计划，以 25.66 元每股授予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（不超过 155 人）合计约 125 万股份，长期绑定管理层与公司之间利益。

图 2：公司股权结构（截止到 2024 年 12 月 10 日）



资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

表 1：2022 年股权激励计划

预案发布时间	2022 年 4 月 28 日
规模（万股）	125.58
价格（元/股）	25.66
授予人数（人）	≤155（其中核心高管 7 人，其他核心骨干不超过 148 人）
授予对象	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
考核目标	以 2021 年为基数，2022/2023/2024 年收入和利润增长率分别不低于 20%/56%/103%

资料来源：《2022 年员工持股计划》公告，德邦研究所

表 2：2022 年股权激励受让人

持有人	职务	拟认购份额（万份）	占员工持股计划份额的比例
张久胜	副总经理	139.85	4.34%
严剑	副总经理	115.45	3.58%
涂文莉	财务总监	46.70	1.45%
万厚雄	董事	32.59	1.01%
梁祥林	董事	14.11	0.44%
谢义先	董事	18.73	0.58%
周国新	董事	14.11	0.44%
核心管理人员、核心骨干人员（不超过 148 人）		2683.01	83.26%
预留		157.81	4.90%
合计		3222.36	100.00%

资料来源：《2022 年员工持股计划》公告，德邦研究所

1.3. 主营业务：老三样为公司基本盘，产品矩阵不断丰富

发展早期甘源食品选择以瓜子仁、青豌豆、蚕豆三种产品切入市场，“老三样”成为公司传统核心产品。后续又陆续推出综合果仁及豆果、口味坚果和膨化小食等系列产品不断丰富产品矩阵。

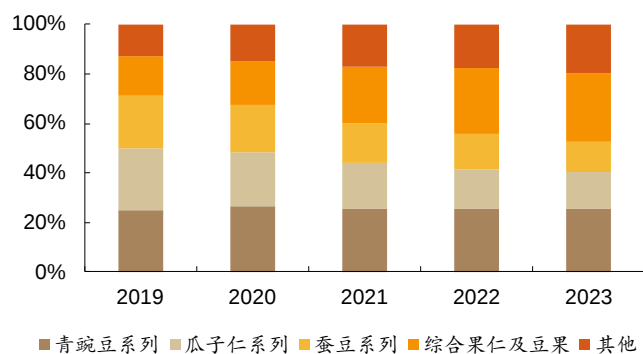
图 3：公司产品矩阵

产品系列	产品类型	产品展示			
老三样	青豆、蚕豆、瓜子仁				
综合果仁及豆果	综合豆果、缤纷综合果仁等				
口味坚果	夏威夷果、腰果、核桃仁等				
烘焙膨化产品	薯片、锅巴、雪饼等				

资料来源：甘源食品公司官网，1688 购物网，德邦研究所

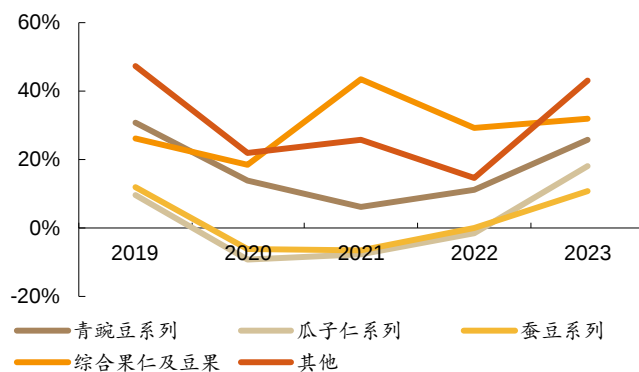
老三样为公司基本盘保持稳健，新品收入比例持续提升。分产品来看，青豌豆系列、瓜子仁系列和蚕豆系列构成的老三样依旧是公司最核心的收入来源，2019-2023 年收入占比均超过半数；综合果仁及豆果则实现了快速增长，总收入中占比从 2019 年的 15.64% 迅速提升至 2023 年的 27.29%，成为公司第一大品类，2018-2023 年 5 年收入 CAGR 为 29.72%；其他系列则主要是由花生、薯片和雪饼等产品构成，伴随市场渠道的不断渗透其收入也稳步提升，公司整体产品结构日趋均衡。

图 4：2019-2023 年各主营业务产品收入占总收入比例 (%)



资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

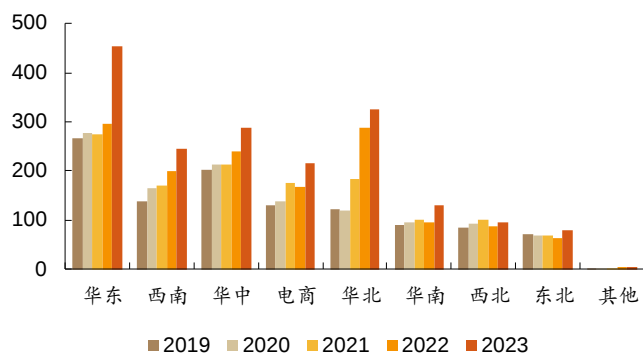
图 5：2019-2023 年各主营业务产品增速 (%)



资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

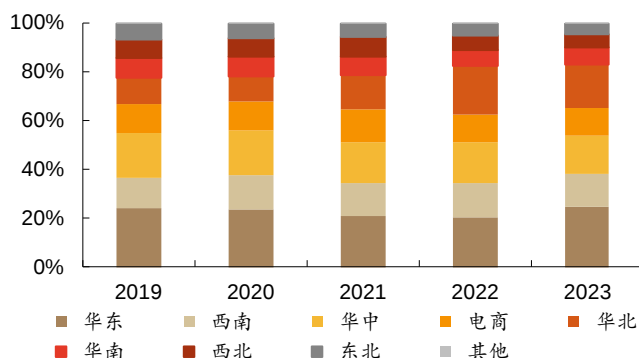
华东为收入最高区域，华东华中西南共同构成核心收入地区。2019-2023 年华东地区收入占比均在 20% 以上，是公司收入最高的地区。华中和西南则是公司营收占比第二和第三大收入地区，三个地区合计占据了公司的近半数的收入。具体来看，2023 年华东/华中/西南分别实现营业收入 4.53/2.89/2.45 亿元，占比分别为 24.5%/15.6%/13.3%。

图 6：2019-2023 年各地区收入 (百万元)



资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

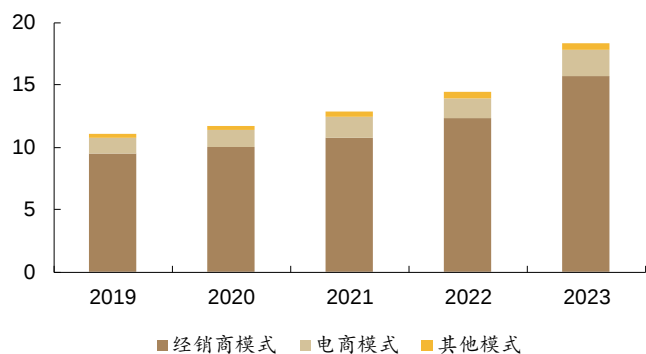
图 7：2019-2023 年各地区收入占总收入比例 (%)



资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

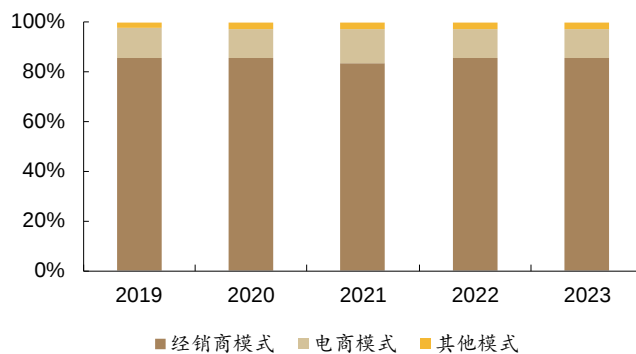
经销为绝对核心渠道，渠道结构保持稳定。公司渠道主要分为经销、电商和其他渠道，其中经销渠道 2019-2023 年收入占比均在 80% 以上，是公司绝对的核心渠道。另外电商渠道占比保持稳定，2019-2023 年收入占比分别 11.8%/11.7%/13.7%/11.5%/11.7%。

图 8：2019-2023 年各渠道主营业务收入（亿元）



资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

图 9：2019-2023 年主营业务各渠道收入占总收入比例（%）

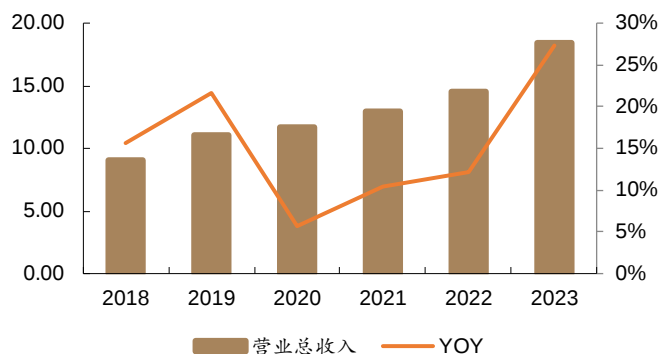


资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

1.4. 财务分析：业绩稳健增长，2023 年增长加速

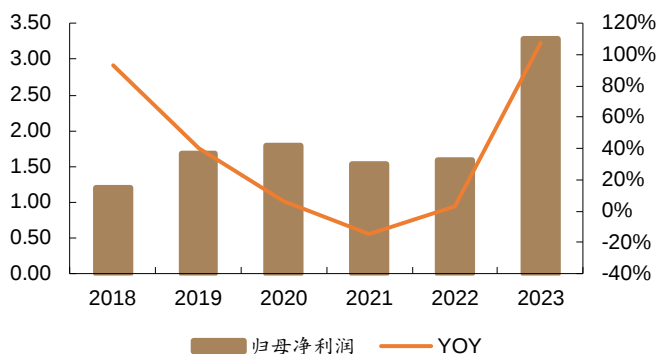
收入利润稳步增长，2023 年迎来高增。公司业绩近五年实现稳步增长，收入和利润分别从 2018 年的 9.11 亿元和 1.20 亿元提升至 2023 年的 18.48 亿元和 3.29 亿元，5 年 CAGR 分别为 15.20%和 22.35%。同时，在 2023 年公司迎来业绩的高增，收入和利润分别同比增长 27.36%和 107.87%。

图 10：2018-2023 年公司营业总收入 GAGR 为 15.2%（亿元，%）



资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

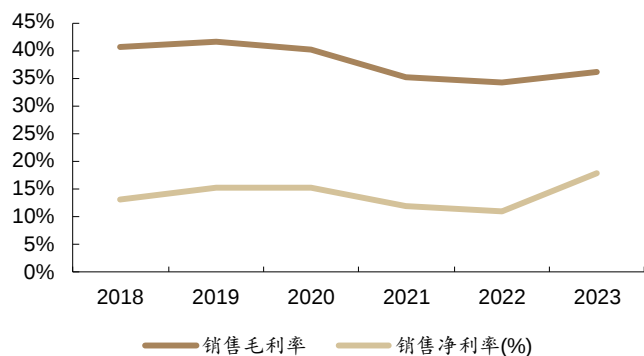
图 11：2018-2023 年公司归母净利润 GAGR 为 22.4%（亿元，%）



资料来源：ifind，公司公告，德邦研究所

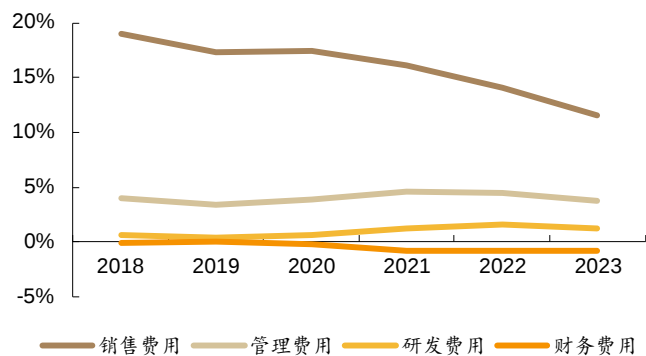
利润率呈现先低后高趋势，期间费用率管控良好。公司毛净利润率自 2019 年逐步回落，到 2022 年最低点后开始修复，2023 年公司毛利率和净利率分别为 36.24%和 17.81%。同时期间费用率整体呈现持续下降态势，从 2018 年的 23.50%回落到 2023 年的 15.71%，拆分来看主要是销售费用率的减少所致，公司整体费用率管控良好。

图 12: 2018-2023 年公司毛净利率 (%)



资料来源: ifind, 公司公告, 德邦研究所

图 13: 2018-2023 年公司期间费用率 (%)

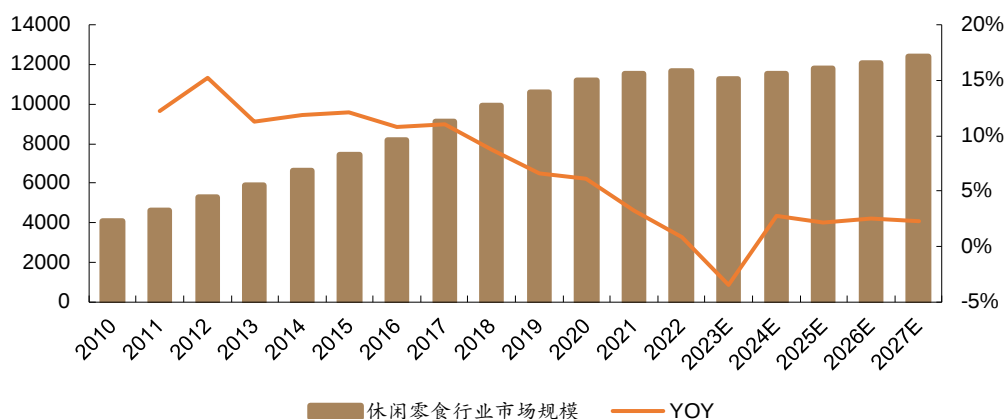


资料来源: ifind, 公司公告, 德邦研究所

2. 行业分析: 休闲零食万亿大市场, 坚果炒货空间广阔

休闲零食万亿市场规模, 坚果炒货加速增长。根据艾媒咨询统计, 2022 年中国休闲零食市场规模为 11654 亿元, 预计 2027 年将达到 12378 亿元, 2022-2027 年 CAGR 为 1.21%, 长期保持稳健增长。其中根据弗若斯特沙利文数据, 坚果炒货板块 2021 年市场规模为 1512 亿元, 2016-2021 年 5 年 CAGR 为 7.7%, 预计 2026 年规模将达到 2220 亿元, 2021-2026 年 5 年 CAGR 提升至 8.0%, 加速增长。

图 14: 休闲零食市场规模及 YOY (亿元, %)



资料来源: 艾媒咨询, 食品招商网公众号, 德邦研究所

表 3：休闲零食各分类市场零售额及复合增速（亿元，%）

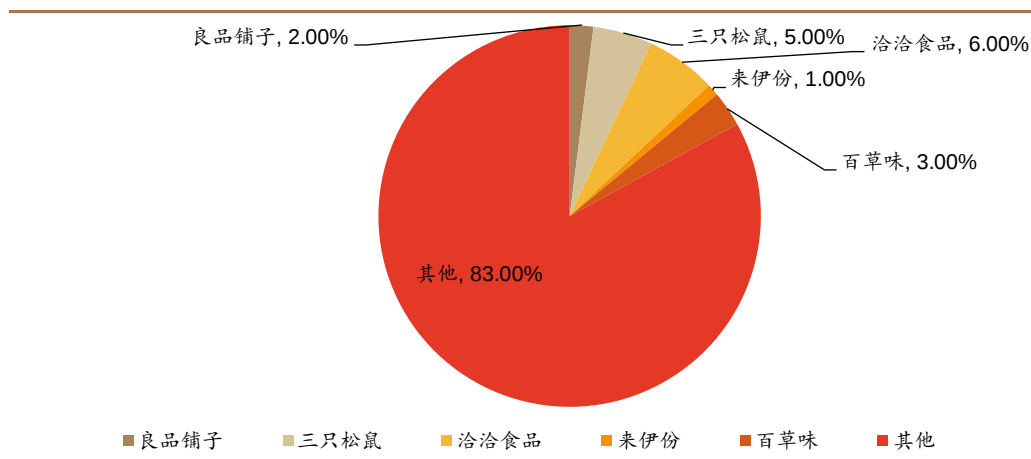
	2016	2021	2026E	2016-2021 年 CAGR	2021-2026 年 CAGR
糖果、巧克力及蜜饯	1595	1922	2293	3.80%	3.60%
种子及坚果炒货	1042	1512	2220	7.70%	8.00%
香脆休闲食品	673	941	1333	6.90%	7.20%
面包、蛋糕与糕点	682	888	1218	5.40%	6.50%
饼干	635	823	1105	5.30%	6.10%
肉制品以及水产动物制品	614	852	1223	6.80%	7.50%
调味面制品	291	455	697	9.40%	8.90%
休闲蔬菜制品	146	286	626	14.40%	17.00%
休闲豆干制品	128	182	257	7.30%	7.10%
其他休闲食品(1)	322	390	500	3.90%	5.10%
合计	6128	8251	11472	6.10%	6.80%

资料来源：卫龙美味招股说明书，弗若斯特沙利文，国家统计局，中国食品工业协会，德邦研究所

注：（1）其他休闲零食包括果冻、鸡蛋等产品

坚果行业参与者众多，市场竞争格局分散。根据弗若斯特沙利文的数据，2018 年坚果行业 CR5 约为 17%，其中洽洽食品占比最高为 6%，剩下分别为三只松鼠的 5%、百草味的 3%、良品铺子的 2%和来伊份的 1%。除上述品牌外的其他品牌占据了 83%的市场份额，行业参与者众多，集中度提升空间广阔。

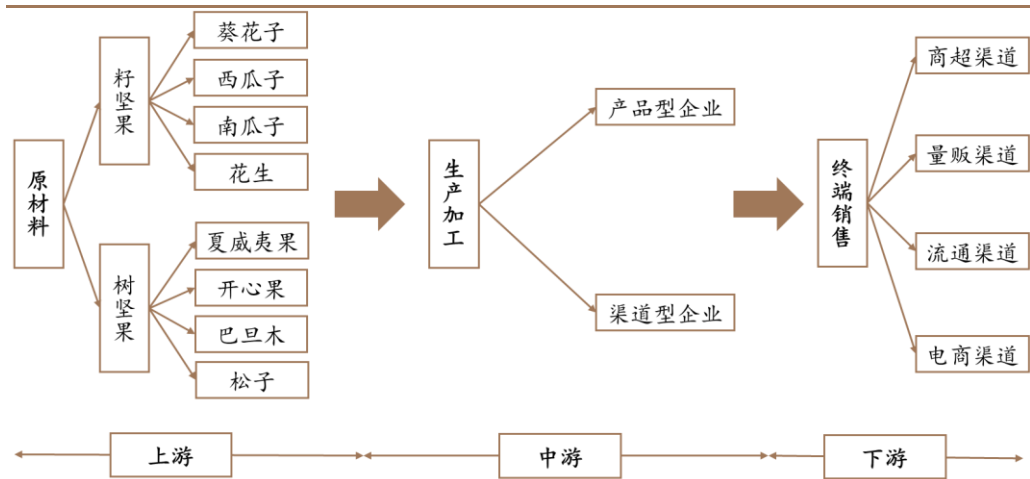
图 15：2018 年坚果行业市场竞争格局分散



资料来源：前瞻产业研究院，弗若斯特沙利文，德邦研究所

伴随竞争加剧和产品同质化，具备研发和渠道优势的龙头企业未来有望获得更多市场份额。龙头企业在上游能够凭借大规模采购在议价权和产品品质上具有一定优势；中游通过不同于 OEM 的自主生产模式拥有更好的质量的稳定性和产品的差异性；下游相较于其他品牌具有更好的品牌认知度和更广泛的营销团队，从而形成产品、品牌和渠道的核心壁垒，我们认为未来有望占据更多市场份额。

图 16：坚果炒货行业供应链



资料来源：智研咨询，华经产业研究院，德邦研究所

3. 未来发展：强研发护航持续推新，渠道变革红利延续

3.1. 产品：强研发能力护航，持续推新贡献增长动力

持续研发投入，打造口味品质护城河。公司一直坚持对产品口味的创新研发，在品种口味方面进行多种改良，利用口味配方差异铸就自身护城河。截止到 2023 年年底，公司共有 140 项专利，拥有迅速将新产品从概念到工艺设备改进、配方改良、批量生产及销售的综合实施能力。

表 4：2023 年公司部分已研发成功项目

主要研发项目名称	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
咸蛋黄味/芥末味榛子仁及其制备方法的研究	降低榛子油感的同时增加产品的独特风味	提高榛子仁产品营养的同时增加产品风味	有利于提高公司榛子仁产品的市场竞争力
藤椒腰果及其制备方法的研究	将藤椒味与烘烤腰果结合，既能开胃，又能将腰果有醇香留于齿间，达到口味上的创新	丰富了腰果品类的口味	有利于丰富公司腰果的品类，提高公司腰果产品的市场竞争力
青蚕豆类产品及其制备方法的研究	本项目旨参考兰花豆产品，使用青蚕豆为原料生产出一款绿色兰花豆，并赋予一定风味支撑	在较大的温差下油炸使产品酥脆可口，经泡油入味和调味后赋予产品较佳的风味口感	有利于提高公司蚕豆类产品的市场竞争力
番茄味松脆仙贝制备方法的研究	研究番茄味松脆仙贝制备方法，丰富产品的口味	番茄味的仙贝不仅满足了口感上的需求,还能够增添营养价值	仙贝口味的多元化,有利于提高公司产品的市场竞争力
核桃仁裹粉挂浆工艺的研究	本项目的研发是为了解决现有核桃仁产品存在挂糖过多，甜味重、酥脆度不够的问题，食之发腻	通过搭配多种辅料使其营养更全面、口感更酥脆	通过赋予产品较佳的风味口感，有利于提高产品的市场竞争力

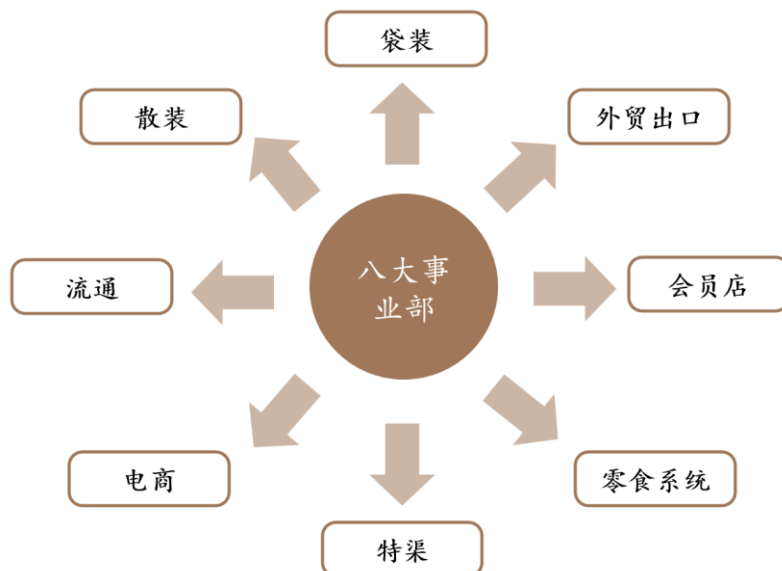
资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

依托扎实的研发基础，公司持续开发新品。公司在原有老三样的基础上，陆续推出芥末味夏威夷果、咸蛋黄味夏威夷果、仙贝、鲜虾饼、冻干榴莲腰果等众多新品，其中芥末味夏威夷果成为山姆渠道爆品。伴随着新品的不断推出，公司能够及时捕捉消费者需求空白处，满足不同消费人群的需求，从而打开品类天花板。

3.2. 渠道：积极拥抱零食量贩渠道，多元化拓展加速增长

重分八大事业部，精细化运营提效率。公司之前对原有销售组织进行变革，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、外贸出口八大事业部。八大事业部根据产品渠道进行划分，能够根据不同渠道之间自身的差异性精准匹配适合各自渠道发展的战略和打法，拓展业绩增长空间。

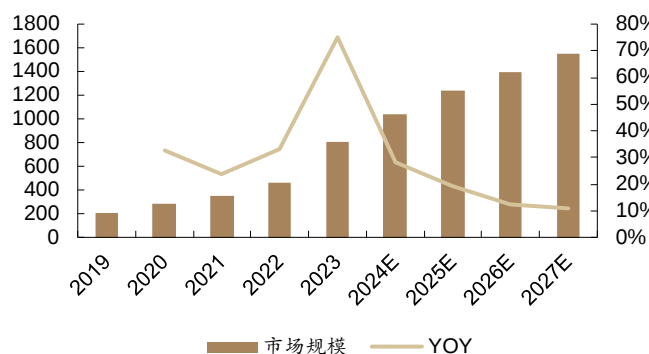
图 17：2022 年公司重新划分 8 大事业部



资料来源：公司公告，公司投资者关系活动记录表，德邦研究所

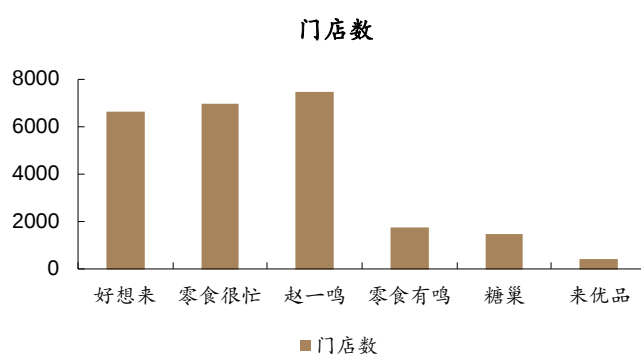
量贩门店数增长+SKU 数增长，量贩渠道红利延续。近些年零食量贩门店快速拓张，成为线下零售重要渠道之一。公司积极面对渠道和需求变化，2022 年就逐步开始和零食量贩进行合作，陆续导入自身老三样、综合果仁及豆果和烘焙膨化食品。作为业内细分品类的领军品牌，相比于其他中小品牌具有更强的客户粘性和议价能力，后续有望持续享受量贩渠道自身高速增长的红利。同时也得益于零食量贩迅速崛起的门店数，加速了公司对下沉市场的渗透，使得更多消费者能够接触到公司的产品。同时由于量贩渠道追求“短、平、快”的极致效率，使得公司能够通过量贩渠道对新品进行快速试错，及时获取消费者的反馈进行修改调整。

图 18：零食量贩行业空间广阔（亿元）



资料来源：艾媒咨询，第一财经，食品招商网公众号，德邦研究所

图 19：零食量贩主要品牌门店数（家）



资料来源：万辰生物 2024 年半年报，零食很忙官网，赵一鸣官网，窄门餐眼，德邦研究所
注：除好想来外其他品牌数据截止至 2024 年 12 月 3 日

高端会员店渠道崛起，新品导入有望持续提高渗透率。高端会员商超是从传统 KA 商超迭代升级而来的新兴零售渠道，定位普遍偏高端，其代表品牌山姆截止到目前在中国已经有 48 家门店。之前芥末味夏威夷果在山姆的成功使得甘源品牌力得以提升，同时新品“黑金蒜香菜味翡翠豆”也已经上架山姆，后续伴随新品的导入和新会员商超渠道的拓展，会员店渠道有望成为公司核心渠道之一。

图 20：山姆渠道新品“黑金蒜香菜味翡翠豆”



资料来源：山姆官方 APP，德邦研究所

图 21：山姆大单品“芥末味夏威夷果仁”



资料来源：山姆官方 APP，德邦研究所

海外渠道方兴未艾，有望出海成功拓新篇。2024 年公司以经济活跃的东南亚市场作为切入口进行了产品出海的尝试，目前已经建立了比较稳定的合作关系。在品类上相比于其他休食品类，豆类产品在海外市场客户接受程度较高，能够被海外当地人民所认可。后续伴随海外团队的组建和产品的扩充，海外业务布局将进一步完善。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司在 2024-2026 年分别实现营收 22.63/27.23/32.36 亿元，同比 +22.5%/20.3%/18.8%。分业务来看：

- (1) 综合果仁及豆果：考虑到综合果仁和豆果近几年的快速放量势头和新品的持续推出，我们预计综合果仁及豆果 2024-2026 年整体收入增长分别 44.5%/36.5%/33.0%。
- (2) 青豌豆、瓜子仁和蚕豆系列：三者作为公司传统核心“老三样”，近几年依旧保持稳健增速。同时考虑到零食量贩渠道自身门店数的增长，分别预计青豌豆系列 2024-2026 年收入增长为 12.5%/11.5%/10.0%；瓜子仁系列 2024-2026 年收入增长为 10.5%/9.5%/8.0%；蚕豆系列 2024-2026 年收入增长为 10.5%/9.5%/8.0%。
- (3) 其他：其他品类也逐步成为公司产品矩阵中的重要组成部分，其中米饼、薯片等产品稳步放量，因此我们预计 2024-2026 年其他系列收入增长分别为 20.0%/18.0%/14.5%。

表 5: 甘源食品盈利预测 (亿元, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
综合果仁及豆果	2.95	3.82	5.04	7.29	9.95	13.23
YoY	43.5%	29.3%	32.2%	44.5%	36.5%	33.0%
毛利率	26.10%	26.95%	27.51%	29.01%	28.23%	29.58%
青豌豆系列	3.32	3.69	4.65	5.24	5.84	6.42
YoY	6.3%	11.2%	26.0%	12.5%	11.5%	10.0%
毛利率	44.57%	44.27%	49.00%	46.24%	45.76%	46.50%
瓜子仁系列	2.34	2.31	2.73	3.02	3.30	3.57
YoY	-7.6%	-1.3%	18.4%	10.5%	9.5%	8.0%
毛利率	38.51%	39.56%	45.04%	44.89%	44.39%	45.01%
蚕豆系列	2.08	2.09	2.32	2.56	2.80	3.03
YoY	-6.5%	0.3%	11.0%	10.5%	9.5%	8.0%
毛利率	41.90%	43.08%	44.08%	41.24%	40.71%	41.37%
其他	2.20	2.53	3.62	4.35	5.13	5.88
YoY	25.8%	14.8%	43.3%	20.0%	18.0%	14.5%
毛利率	21.53%	17.79%	19.97%	23.11%	23.11%	23.78%
其他业务	0.05	0.08	0.11	0.18	0.21	0.24
YoY	24.5%	67.7%	41.1%	70.0%	15.0%	12.0%
毛利率	98.55%	60.78%	49.25%	69.55%	69.55%	69.55%
合计	12.94	14.51	18.48	22.63	27.23	32.36
YoY	10.4%	12.1%	27.4%	22.5%	20.3%	18.8%
毛利率	35.10%	34.26%	36.24%	35.69%	34.59%	34.98%

资料来源: ifind, 公司公告, 德邦研究所

4.2. 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 4.01/4.64/5.66 亿元, 对应 EPS 为 4.30/4.97/6.08 元。选取休闲零食行业内的有友食品、盐津铺子、劲仔食品和三只松鼠作为可比公司, 25 年行业平均估值为 19.62x, 考虑到公司渠道和新品的拓展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

股票代码	公司简称	市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603697	有友食品	4499.32	156.39	198.65	240.86	28.28	22.26	18.36
002847	盐津铺子	13995.66	651.16	826.31	1026.16	21.66	17.07	13.75
003000	劲仔食品	5807.84	300.28	374.05	458.66	19.50	15.62	12.75
300783	三只松鼠	12679.62	398.09	552.95	734.03	32.54	23.52	17.78
可比公司平均						25.50	19.62	15.66
002991	甘源食品	7055.51	401.02	463.62	566.36	17.59	15.22	12.46

资料来源: ifind, 德邦研究所

注: 当前市值为 2024/12/09 收盘价, 有友食品、盐津铺子、劲仔食品和三只松鼠采用 ifind 一致预期, 甘源食品使用德邦预测

5. 风险提示

原材料价格波动：若棕榈油、夏威夷果、瓜子仁和包材等原材料价格大幅度上涨，或将对公司盈利造成冲击。

新品推广不及预期：公司通过推出新品持续提升各渠道渗透率，若推出新品动销不达预期，将影响公司收入增长和利润水平的提升。

食品安全风险：公司作为食品加工企业，若发生食品质量问题将会对公司品牌和经营造成不利影响，从而进一步影响公司品牌信誉并可能面临处罚或赔偿。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.58	4.30	4.97	6.08
每股净资产	18.07	20.49	24.22	28.78
每股经营现金流	2.77	5.90	5.88	6.97
每股股利	2.18	1.07	1.24	1.52
价值评估(倍)				
P/E	19.96	17.59	15.22	12.46
P/B	3.95	3.69	3.12	2.63
P/S	3.61	3.12	2.59	2.18
EV/EBITDA	13.59	11.44	9.37	7.12
股息率%	3.1%	1.4%	1.6%	2.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.2%	35.7%	34.6%	35.0%
净利润率	17.8%	17.7%	17.0%	17.5%
净资产收益率	19.5%	21.0%	20.5%	21.1%
资产回报率	16.1%	17.6%	17.3%	17.9%
投资回报率	18.3%	20.1%	19.3%	19.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.4%	22.5%	20.3%	18.8%
EBIT 增长率	90.0%	21.0%	13.5%	21.1%
净利润增长率	107.8%	21.9%	15.6%	22.2%
偿债能力指标				
资产负债率	19.6%	22.7%	22.3%	21.3%
流动比率	4.2	3.6	3.9	4.2
速动比率	3.5	3.0	3.2	3.6
现金比率	2.2	2.4	2.8	3.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	4.9	4.9	4.9	5.0
存货周转天数	48.0	48.6	48.5	49.3
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	3.7	4.1	4.7	5.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	329	401	464	566
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	70	65	74	83
非经营收益	-23	-8	-12	-14
营运资金变动	-117	92	22	14
经营活动现金流	258	550	548	650
资产	-174	-88	-78	-83
投资	233	130	50	50
其他	-113	14	15	17
投资活动现金流	-54	56	-13	-16
债权募资	0	3	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-162	-178	-116	-141
融资活动现金流	-162	-175	-116	-141
现金净流量	42	431	419	492

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 10 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,848	2,263	2,723	3,236
营业成本	1,178	1,455	1,781	2,104
毛利率%	36.2%	35.7%	34.6%	35.0%
营业税金及附加	19	23	28	33
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	212	274	324	382
营业费用率%	11.5%	12.1%	11.9%	11.8%
管理费用	70	79	98	115
管理费用率%	3.8%	3.5%	3.6%	3.5%
研发费用	23	28	33	39
研发费用率%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
EBIT	379	458	520	629
财务费用	-15	-19	-32	-45
财务费用率%	-0.8%	-0.9%	-1.2%	-1.4%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	9	14	15	17
营业利润	406	481	555	677
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	403	477	552	674
EBITDA	443	523	594	712
所得税	74	76	88	108
有效所得税率%	18.3%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	329	401	464	566

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	648	1,079	1,498	1,991
应收账款及应收票据	29	33	41	48
存货	177	216	264	313
其它流动资产	407	287	246	206
流动资产合计	1,262	1,614	2,049	2,558
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	525	574	597	605
在建工程	157	129	106	95
无形资产	98	98	98	98
非流动资产合计	833	855	856	853
资产总计	2,095	2,469	2,905	3,410
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	111	167	202	233
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	186	276	329	378
流动负债合计	297	443	531	611
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	113	116	116	116
非流动负债合计	113	116	116	116
负债总计	410	559	647	727
实收资本	93	93	93	93
普通股股东权益	1,685	1,910	2,258	2,683
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,095	2,469	2,905	3,410

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。