

甘源食品（002991.SZ）

产品为王，渠道革新

风味优势品类延展，渠道红利叠加拓展。甘源食品自 2006 年成立后，即锚定风味坚果赛道，不断积累风味研发经验，并在成功打造“老三样”后，外延拓展风味坚果及风味小吃赛道，实现第一曲线稳定增长+第二曲线培育放量，持续拓宽产品边界。2021 年后零售渠道变革也催生了新的渠道流量红利，大单品天然适配全渠道销售，甘源快速拓展量贩零食店、会员店等新兴渠道，实现第二曲线与渠道红利叠加双击成长。2024 年公司实现营收 22.6 亿元，过去三年 CAGR 达 20.4%，同时老三样以外产品占比从 2020 年拓展风味坚果之初的 32.6%持续提升至 2024 年 50.9%。当前公司进一步延展风味坚果及风味小吃产品体系，拓展海外市场、调整国内渠道，短期成长节奏相对放缓，但厚积薄发后续成长潜力可期。从利润角度看，过去三年在棕榈油价格回落以及规模效应释放之下，2024 年实现归母净利润 3.8 亿元，3 年 CAGR 达 34.8%；2025 年受制于棕榈油成本及营销品牌建设，25H1 归母净利润预计同比下降 55.0-56.2%至 7300-7500 万元，短期承压但品牌建设的长期意义深远。

匠心构建产品壁垒，工艺风味更上层楼。从公司能力边界角度看，甘源产品力足够强，“老三样”已打造为全国化大单品，在线下市场基本实现现代渠道全面铺货，线上单品销量也远超友商竞品。在多年匠心深耕风味化的过程中，公司不仅创新芥末、藤椒、青瓜等风味，更根据不同坚果特性，搭配适应口味及工艺，当前风味坚果已形成裹粉、冻干、巧克力涂层三种工艺，风味小吃在传统品类上迭代创新，背后的研发功底非一日之功，形成产品力深厚竞争壁垒。

稳存量扩增量，渠道力稳步加强。甘源从商超等现代渠道构建产品认知之后，2021 年以来的渠道扩张更多来自于量贩零食店及会员店的渠道红利，传统渠道的运营模式仍然相对传统。2024 年起公司对传统商超调整为直营模式，在渠道管理方面更加精细化管控运营，有望在传统渠道承压背景下稳住存量，同时开启东南亚等海外市场布局，东南亚本身具备带壳坚果消费习惯，但风味坚果市场相对空白，甘源有望打开海外风味坚果市场。

盈利预测：甘源在产品端的实力表现突出，渠道维度公司拓展量贩及会员店的基础之上，进一步稳传统渠道存量，扩海外市场增量。预计公司 2025-2027 年营收分别同比+3.0%/+20.4%/+16.7%至 23.3/28.0/32.7 亿元，归母净利润分别同比-12.9%/+35.4%/+23.0%至 3.3/4.4/5.5 亿元。

风险提示：渠道竞争加剧、新品推广不及预期、食品安全问题、原材料成本上涨。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,848	2,257	2,326	2,801	3,267
增长率 yoy（%）	27.4	22.2	3.0	20.4	16.7
归母净利润（百万元）	329	376	328	444	546
增长率 yoy（%）	107.8	14.3	-12.9	35.4	23.0
EPS 最新摊薄（元/股）	3.53	4.04	3.52	4.76	5.86
净资产收益率（%）	19.5	21.9	18.1	22.8	25.9
P/E（倍）	16.4	14.3	16.5	12.2	9.9
P/B（倍）	3.2	3.1	3.0	2.8	2.6

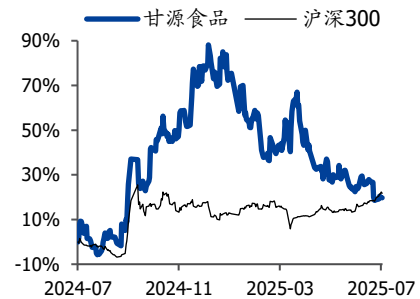
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 07 月 25 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	休闲食品
07 月 25 日收盘价（元）	57.91
总市值（百万元）	5,398.13
总股本（百万股）	93.22
其中自由流通股（%）	53.30
30 日日均成交量（百万股）	0.94

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 王玲瑶

执业证书编号：S0680524060005

邮箱：wanglingyao@gszq.com

研究助理 吴林轩

执业证书编号：S0680124070006

邮箱：wulinxuan@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1262	1248	1274	1509	1791
现金	648	532	627	840	1099
应收票据及应收账款	29	104	129	140	164
其他应收款	4	6	6	8	9
预付账款	32	79	76	92	108
存货	177	260	254	282	300
其他流动资产	372	266	181	146	111
非流动资产	833	1023	978	924	857
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	525	673	730	727	688
无形资产	98	118	114	110	106
其他非流动资产	209	232	134	86	62
资产总计	2095	2270	2252	2432	2647
流动负债	297	417	283	331	382
短期借款	0	40	40	40	40
应付票据及应付账款	111	171	34	41	53
其他流动负债	186	206	210	250	289
非流动负债	113	138	156	156	156
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	113	138	156	156	156
负债合计	410	556	439	487	538
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	93	93	93	93	93
资本公积	941	948	948	948	948
留存收益	739	815	913	1046	1210
归属母公司股东权益	1685	1715	1813	1946	2109
负债和股东权益	2095	2270	2252	2432	2647

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258	327	260	512	618
净利润	329	376	328	444	546
折旧摊销	64	71	98	99	102
财务费用	-10	-8	1	1	1
投资损失	-9	-6	-7	-8	-10
营运资金变动	-117	-107	-164	-24	-22
其他经营现金流	2	1	3	0	0
投资活动现金流	-54	-167	52	13	25
资本支出	-174	-267	-50	-40	-30
长期投资	233	126	100	50	50
其他投资现金流	-113	-26	2	3	5
筹资活动现金流	-162	-321	-216	-312	-384
短期借款	0	40	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	7	0	0	0
其他筹资现金流	-167	-368	-216	-312	-384
现金净增加额	42	-161	95	213	259

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1848	2257	2326	2801	3267
营业成本	1178	1457	1523	1847	2159
营业税金及附加	19	20	20	25	29
营业费用	212	286	330	342	370
管理费用	70	85	89	95	103
研发费用	23	32	35	39	46
财务费用	-15	-11	-4	-5	-7
资产减值损失	-5	-3	0	0	0
其他收益	39	49	47	56	65
公允价值变动收益	3	5	0	0	0
投资净收益	9	6	7	8	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	406	441	386	522	642
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	4	2	0	0	0
利润总额	403	440	386	522	642
所得税	74	64	58	78	96
净利润	329	376	328	444	546
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	329	376	328	444	546
EBITDA	443	490	480	617	737
EPS (元/股)	3.53	4.04	3.52	4.76	5.86

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	27.4	22.2	3.0	20.4	16.7
营业利润(%)	91.7	8.7	-12.6	35.4	23.0
归属母公司净利润(%)	107.8	14.3	-12.9	35.4	23.0
获利能力					
毛利率(%)	36.2	35.5	34.5	34.0	33.9
净利率(%)	17.8	16.7	14.1	15.8	16.7
ROE(%)	19.5	21.9	18.1	22.8	25.9
ROIC(%)	18.3	20.3	17.4	22.0	25.0
偿债能力					
资产负债率(%)	19.6	24.5	19.5	20.0	20.3
净负债比率(%)	-38.3	-28.0	-31.8	-40.6	-49.7
流动比率	4.2	3.0	4.5	4.6	4.7
速动比率	3.5	2.1	3.2	3.2	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	73.3	34.0	19.9	20.8	21.5
应付账款周转率	9.4	11.5	21.6	—	—
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.53	4.04	3.52	4.76	5.86
每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	3.51	2.79	5.49	6.63
每股净资产(最新摊薄)	18.07	18.40	19.45	20.87	22.63
估值比率					
P/E	16.4	14.3	16.5	12.2	9.9
P/B	3.2	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	13.6	16.8	10.0	7.5	5.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 25 日收盘价

内容目录

1 甘源食品：风味优势品类延展，渠道红利叠加拓展	5
1.1 发展历程：深耕铸就风味壁垒，品类渠道持续扩张	5
1.2 公司治理：股权结构集中，管理层多年深耕	6
2 产品：匠心构建产品壁垒，工艺风味更上层楼	9
2.1 行业：树坚果需求高增，风味坚果品质升级	9
2.2 甘源：聚焦风味零食，工艺壁垒深厚	10
2.3 复盘康师傅方便面：风味爆品驱动成长，龙头拓展空间充足	14
2.4 成本管控：结构均衡保障供应，成本管控能力强化	15
3 渠道：稳存量扩增量，渠道力稳步加强	17
3.1 行业：理性消费趋势显著，新兴渠道高效演绎	17
3.2 甘源：积极拥抱新兴渠道，打开海外市场空间	19
3.3 品宣：代言联名推广，扩张品牌声量	22
4 盈利预测	24
5 风险提示	26

图表目录

图表 1: 甘源食品发展历程	6
图表 2: 甘源食品股权结构图	6
图表 3: 创始人团队掌舵，管理层经验丰富	7
图表 4: 甘源食品员工持股计划梳理	8
图表 5: 2023 年中国年轻人对于质量及性价比的关注度处于高位	9
图表 6: 2023 年线下零食新品销售额 TOP100，其中西式糕点、糖果、坚果炒货三大领域推新数量领先	9
图表 7: 籽坚果市场成熟，树坚果渗透率较低	10
图表 8: 2015-2023 年中国坚果行业市场规模 CAGR 达 8%	10
图表 9: 2023 年调查显示 45.3% 的调查对象周坚果摄入量低于居民膳食指南推荐下限 50g	10
图表 10: 公司综合果仁及豆果系列业务拉动收入增长（亿元）	11
图表 11: 2024 年老三样以外产品占比提升至 50.9%	11
图表 12: 甘源沿着风味豆果-风味坚果-风味小吃方向持续推新，打开营收增长空间	12
图表 13: 天猫旗舰店甘源的口味体系及销量远超友商	13
图表 14: 2020-2024 年甘源研发费用率从 0.6% 提升至 1.4%，高于其他坚果基、植物基公司	14
图表 15: 2020-2024 年甘源研发人员占比从 1.8% 增长至 9.6%，远高于同行	14
图表 16: 康师傅方便面业务通过风味爆款实现规模快速提升，奠定龙头地位	15
图表 17: 甘源毛利率维持 34% 以上高水平，综合果仁及豆果系列毛利率稳中有升	16
图表 18: 棕榈油为公司主要原材料，对公司毛利率影响较大	16
图表 19: 综合果仁及豆果系列成本、出厂价均高于老三样	16
图表 20: 综合果仁及豆果与其他主营业务上新较多，预计在原料端、制造端均具备较大成本改善空间	16
图表 21: 2019-2024 年中国休闲食品饮料产品分渠道 GMV（亿元）	17
图表 22: 量贩零食店门店数量正在快速扩张过程中（家）	17
图表 23: 万辰集团伴随门店数量扩张净利率水平持续提升	18
图表 24: 鸣鸣很忙 3.0 店型包含现制产品及日化等品类	18
图表 25: 山姆中国门店数量进入快速扩张阶段	18
图表 26: 山姆选品流程	18
图表 27: 线上线下实现协同增长，线下贡献主要增量	19
图表 28: 2024 年线下经销收入占比达 85.8%	19
图表 29: 2024 年甘源区域分布均匀，华中、西南、华南收入均实现较快增长（亿元）	20
图表 30: 甘源分区域经销商数量及体量对比	20
图表 31: 甘源经销商平均体量处于较低位置，通过小商实现渠道覆盖	20
图表 32: 公司正式及试销经销商数量持续增加（家）	20
图表 33: 2022 年量贩零食店成为公司第三大客户（营收占比 2.1%）	21

图表 34:	甘源联合老婆大人主题店	21
图表 35:	2022-2024 年电商业务营收 CAGR 为 19.7%	21
图表 36:	2024 年电商业务由于线上促销短期毛利率承压	21
图表 37:	公司部分产品会员店进展	22
图表 38:	2025 年 1 月公司官宣丁禹兮担任品牌代言人	23
图表 39:	与武功山联动搭建线下快闪店	23
图表 40:	甘源食品收入拆分及利润预期	25
图表 41:	甘源食品可比公司估值	25
图表 42:	甘源食品估值变动	26

1 甘源食品：风味优势品类延展，渠道红利叠加拓展

1.1 发展历程：深耕铸就风味壁垒，品类渠道持续扩张

甘源食品作为休闲炒货龙头，在打造老三样核心优势之后，沿着“风味豆果-风味坚果-风味小吃”的大单品打造路径，持续深耕风味化领域，拓展风味创新边界，构建工艺技术壁垒。公司最初以线下商超等主流渠道建立消费者认知及品牌形象，在渠道分散化的当下，快速拓展量贩、电商等新兴渠道，直营对接会员店，打开渠道成长空间，并积极拓展海外市场，多品类+全渠道+全球化释放成长势能。

初创成长期（2006-2011 年）：聚焦籽类炒货，构建风味基因

率先布局风味炒货，差异化单品打入市场。成立初期，公司即锚定豆果炒货赛道，推出瓜子仁、青豌豆和蚕豆系列（老三样）。2009 年公司率先研发出蟹黄、芥末等口味，差异化打造蟹黄瓜子仁、蒜香青豌豆等爆款产品，在豆果同质化竞争中打造风味化心智，并借助连锁商超发展机遇，通过经销商覆盖广泛市场渠道。

快速发展期（2012-2019 年）：口味品类创新，线上渠道扩张

品类创新渠道拓展，实现全国快速扩张。1) 产品维度，公司在“老三样”基础上推新综合果仁、谷物酥类产品，并丰富酱香味、香辣味等风味体系。2) 渠道维度，深耕细作线下终端卖场，建立“传统货架+品牌专柜”双重业态模式，加大品牌曝光、提高铺货率。2016-2019 年公司经销收入从 5.7 亿元提升至 9.5 亿元，CAGR 达 18.8%。2014 年甘源拓展天猫旗舰店，开启线上渠道布局，至 2019 年实现线上营收 1.3 亿元，占比 11.8%。

拓展改革期（2020 年至今）：多品类+全渠道+全球化，释放成长势能

1) 产品维度：加速口味品类推新，爆品打开品牌声量。2020 年推出风味坚果系列，将风味研发优势从籽坚果拓展向树坚果，21H2 借以山姆渠道打造芥末夏威夷果爆品，论证风味坚果品类空间，2022 年后进一步丰富冻干、巧克力等加工工艺，2020-2024 年期间综合果仁及豆果系列收入从 2.1 亿元提升至 7.0 亿元，CAGR 达 36.1%。同时拓展锅巴、薯片、米饼等膨化品类，此阶段其他系列收入从 1.8 亿元提升至 4.4 亿元，CAGR 达 25.8%。老三样以外品类占比从 32.6%提升至 50.9%，品类边界显著拓展。

2) 渠道维度：全渠道扩张，出海东南亚。当前零售行业持续变革，量贩零食店、抖音等业态快速崛起，消费者对性价比的偏好更进一步，同时购买习惯更加趋向于社区业态。甘源积极拓展量贩渠道，探寻电商运营打法，把握山姆合作契机的同时，进驻 Costco、盒马等会员店业态，以增量渠道驱动成长发展。2024 年公司积极布局海外市场，在越南市场打造标杆式成长，2025 年进一步拓展马来西亚、新加坡等东南亚市场，加码海外布局。经过产品的打磨及渠道的快速发展，至 2024 年公司实现营收 22.6 亿元，3 年 CAGR 达 20.4%，利润受原材料价格波动及规模效应相互影响，净利率较为波动，2024 年实现归母净利润 3.8 亿元，3 年 CAGR 达 34.8%，预计 25H1 归母净利润同比下降 55.0-56.2% 至 7300-7500 万元，短期在成本上涨及品宣战略调整影响下利润承压，但长期来看成本扰动会被抹平，品牌建设意义深远。

图表1: 甘源食品发展历程



初创成长期 (2006-2011年)：

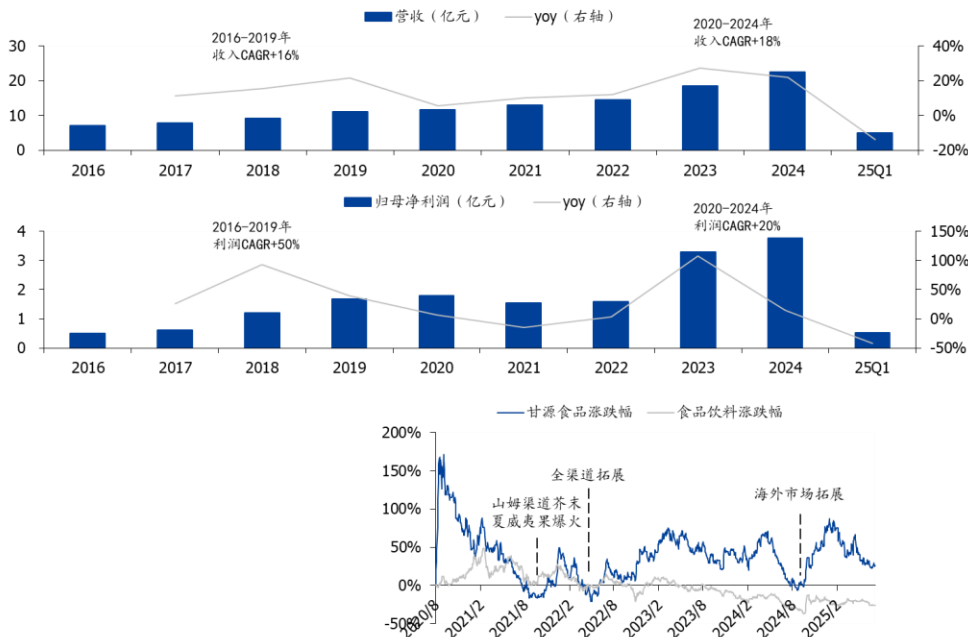
成立初期，公司即锚定坚果炒货赛道，成功打造老三样，并持续拓展差异化风味体系，通过经销商覆盖广泛市场渠道。

快速发展期 (2012-2019年)：

产品维度，公司在“老三样”基础上推新综合果仁、谷物酥类产品。渠道维度，深耕细作线下终端卖场，建立“传统货架+品牌专柜”双重业态模式。

拓展改革期 (2020年至今)：

产品维度，2020年推出风味坚果系列，将风味研发优势从坚果拓展向坚果，2022年后进一步丰富冻干、巧克力等加工工艺。渠道维度，线下积极拓展会员店与零食量贩，线上探索直播电商模式；同时着力推进海外市场布局。



资料来源：Wind，公司官网，公司公告，公司公众号，财联社，国盛证券研究所

1.2 公司治理：股权结构集中，管理层多年深耕

创始人控股，股权结构集中。公司创始人严斌生为实控人，截至 2025 年一季度末，创始人严总持有公司 56.24% 股权，副董事长严海雁持股 5.67%，股权结构集中，董事长把关公司战略导向，保障公司稳健经营。同时公司 2022 年发布股权激励计划，绑定高管及核心骨干利益，激发团队积极性。

图表2: 甘源食品股权结构图



资料来源：Wind，国盛证券研究所
注：股权结构截至 2025 年一季度末

创始人战略掌舵，管理层经验丰富。公司创始人严斌生持续深耕一线，主导公司战略发展，定调经营方向；副董事长严海雁、董事兼副总经理严剑从公司创立之初即跟随公司共同成长，具备深厚一线运营经验；董秘张婷总在公司任职多年，具备丰富基层工作及管理经验，深度了解公司业务。人资行政中心总监万厚雄、质量中心总监曹勇、副总经理张久胜与副总经理张佳宁分别曾任职于百事可乐、康师傅、旺旺等快消品巨头，产业经验丰富。

图表3: 创始人团队掌舵，管理层经验丰富

姓名	职务	年龄	加入甘源时间	持股比例	介绍
严斌生	董事长，总经理	49	2006 年	56.24%	曾任职于广东七宝一丁食品、佛山高明森和园；2006 年创立甘源食品，历任公司销售总监、执行董事；2012 年 8 月至今任公司董事长兼总经理
严海雁	副董事长	52	2011 年	5.67%	曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局；历任公司监事、副董事长及副总经理；2012 年 8 月至今任公司副董事长
严剑	董事，副总经理	46	2006 年	-	曾任职于东莞润达食品有限责任公司、江西正源食品有限责任公司；曾经担任公司总经理；2017 年 8 月至今任公司副总经理
涂文莉	董事，财务负责人	43	2017 年	-	历任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；2018 年 10 月至今任公司财务总监
万厚雄	董事，人资行政中心总监	48	2019 年	-	本科毕业于湖北大学企业管理专业；历任武汉顶津食品有限公司人事科科长、武汉顶益食品有限公司人资处处长；2021 年 11 月至今任公司董事
曹勇	董事，质量中心总监	43	2015 年	-	曾经担任江西旺旺食品有限公司品保部经理；2024 年 11 月至今任公司董事
张久胜	副总经理	54	2018 年	-	历任今麦郎（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 月至今任公司副总经理
张佳宁	副总经理	40	2021 年	-	历任上海旺旺食品集团有限公司厂长、漯河市卫龙商贸食品有限公司总厂长、上海初课食品有限公司供应链总监、漯河市欧阳柳南食品有限公司总经理；2024 年 11 月至今任公司副总经理
张婷	董事会秘书	37	2010 年	-	历任公司客服部主管、销售服务部经理、证券事务代表；2023 年 4 月至今任公司董事会秘书

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

注: 数据截至 2024 年

发布员工持股计划，助力业务扩张。2022 年公司发布员工持股计划，给予 155 位董事、高管及核心人员合计 126 万股股份，占公司总股本的 1.35%，锚定 22-24 年营业收入目标 CAGR 为 27%，净利润目标 CAGR 为 27%。在公司推广风味坚果+渠道快速布建阶段，给予团队股权激励，激发员工积极性。

图表4: 甘源食品员工持股计划梳理

2022 年员工持股计划						
授予规模及价格		由二级市场回购，授予不超过 125.58 万股限制性股票，占总股本 1.35%，以 25.66 元/股价格授予				
持有人		拟认购股份（万股）		占总股本比例		
张久胜		5.45		0.06%		
严剑		4.50		0.05%		
涂文莉		1.82		0.02%		
万厚雄		1.27		0.01%		
梁祥林		0.55		0.01%		
谢义先		0.73		0.01%		
周国新		0.55		0.01%		
核心管理人员、核心骨干人员（不超过 148 人）		104.56		1.12%		
核心管理人员、核心骨干人员（不超过 10 人）*		6.15		0.07%		
合计		125.58		1.35%		
激励计划的限售期和解除限售安排			业绩考核目标			
第一个解锁期-30%			2022 年营收同比增速不低于 20%，且净利润同比增速不低于 20%			
第二个解锁期-30%			2023 年营收同比增速不低于 30%，且净利润同比增速不低于 30%			
第三个解锁期-40%			2024 年营收同比增速不低于 30%，且净利润同比增速不低于 30%			
首次授予限制性股票数量 （万股）	首次授予摊销费用 （万元）	2022 年（万元）	2023 年（万元）	2024 年（万元）	2025 年（万元）	
119.43	2727.77	928.20	1113.84	534.19	151.54	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

注：*为 2022 年员工持股计划预留份额分配方案

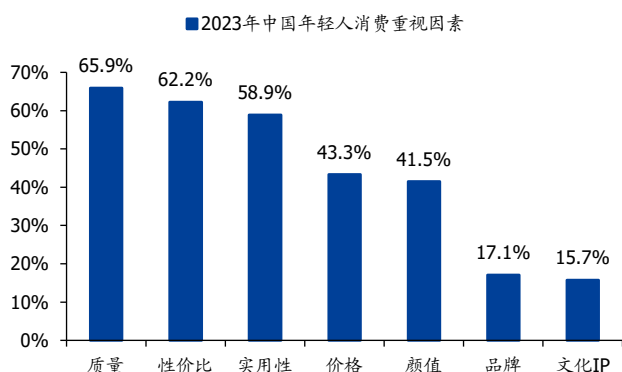
2 产品：匠心构建产品壁垒，工艺风味更上层楼

2.1 行业：树坚果需求高增，风味坚果品质升级

健康、风味趋势同步演进，生产能力构建综合优势。1) 需求端，根据沙利文《2024 中国食品饮料行业白皮书》，Z 世代与 Y 世代成为当前消费主力人群，历经全球化与互联网的发展，对于食品健康化和风味化的诉求更进一步，推动零食的边际创新及产品迭代速度提升。根据灼识咨询，咸味零食、辣味零食、坚果在高份额的基础上依然实现高增速，其中咸味及辣味零食具备成瘾性，需求仍在快速扩张；坚果作为舶来品，过去以礼赠及健康化属性构建消费者心智认知、拓展市场空间，但风味坚果赛道相对空缺，参考米饼、薯片、方便面等品类发展历程，均在具备一定市场空间之后，持续进行风味化创新突破品类边界，预计后续风味坚果也将实现坚果品类进阶，打开市场空间。根据马上赢数据，2023 年中国线下零食 TOP100 新品中，坚果炒货以 20 个 SKU 位列第三大推新品类，印证坚果创新具备充分潜力，市场可挖掘空间充裕。

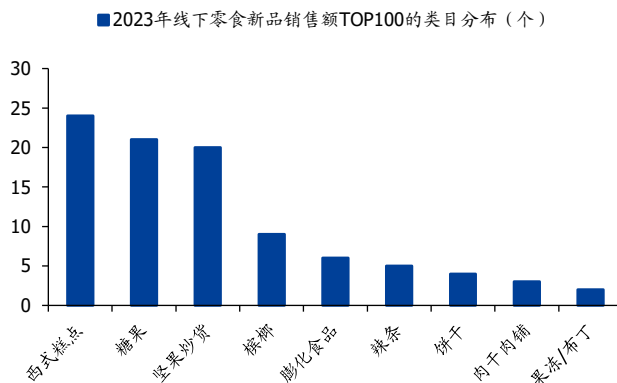
2) 供给端，中国零食产业制造能力持续提升，生产自动化水平及数字化配套能力显著增强，支撑产品快速推新，以及工艺持续精进。当前零食供给相对过剩，对于生产企业的供应链制造水平及成本控制能力提出了更高要求，实现精益生产、优化综合成本优势、提升规模效应的公司，更能实现竞争优势。

图表5：2023 年中国年轻人对于质量及性价比的关注度处于高位



资料来源：沙利文《2024 中国食品饮料行业白皮书》，国盛证券研究所

图表6：2023 年线下零食新品销售额 TOP100，其中西式糕点、糖果、坚果炒货三大领域推新数量领先



资料来源：马上赢，国盛证券研究所

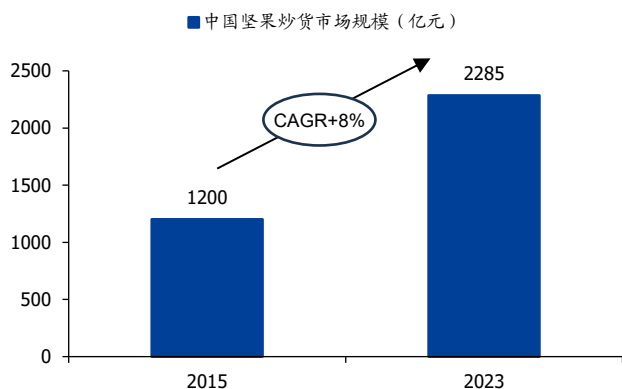
坚果行业低渗透率，健康、风味助力推广。根据智研咨询数据，2015-2023 年中国坚果行业市场规模从 1200 亿元提升至 2285 亿元，CAGR 达 8%。从细分品类看，籽类炒货为中国传统休闲食品，消费习惯已相对稳定成熟；树坚果更多为舶来品，早期以籽坚果升级消费及礼赠属性打开市场空间，伴随健康化需求提升、风味化研发推新，树坚果渗透率及复购率持续提升。根据中研普华数据显示，2022 年树坚果销售额占坚果品类比重不足 20%，仍有充足提升空间。

图表7: 籽坚果市场成熟，树坚果渗透率较低

分类	定义	核心品类	营养成分	2022 年市场份额
籽坚果	瓜果、蔬菜及油料等植物的籽粒	花生、葵花籽、南瓜子、西瓜子	脂肪含量较低，富含蛋白质和纤维，多饱和脂肪酸	近 80%
树坚果	具有坚硬外壳的木本类植物的籽粒	杏仁、腰果、榛子、山核桃、松子、核桃、板栗、银杏、开心果、夏威夷果	富含脂肪、蛋白质、维生素及矿物质，多不饱和脂肪酸	不足 20%

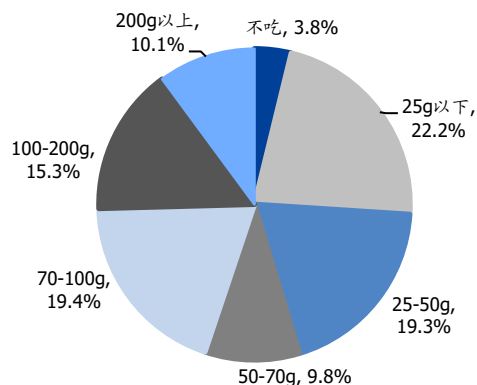
资料来源：智研咨询，中研普华，中国营养学会《中国坚果营养与市场发展白皮书》，国盛证券研究所

图表8: 2015-2023 年中国坚果行业市场规模 CAGR 达 8%



资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

图表9: 2023 年调查显示 45.3% 的调查对象周坚果摄入量低于居民膳食指南推荐下限 50g

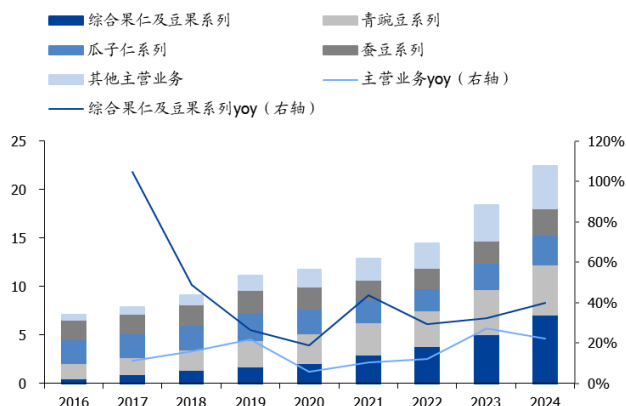


资料来源：中国营养学会《中国坚果营养与市场发展白皮书》，国盛证券研究所

2.2 甘源：聚焦风味零食，工艺壁垒深厚

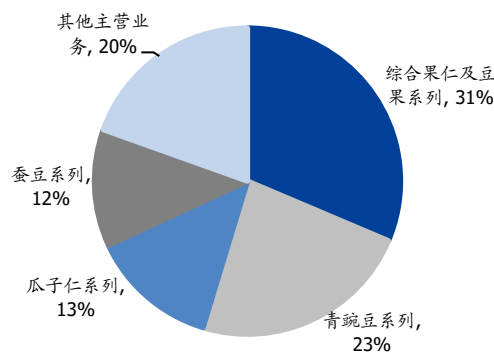
老三样稳定增长，风味坚果放量高增。在产品创新、渠道扩张下，公司各品类营收协同增长。具体来看，青豌豆、瓜子仁、蚕豆“老三样”基本盘稳健，2024 年分别实现营收 5.2/3.0/2.8 亿元，2020-2024 年 CAGR 分别为 13.8%/4.5%/5.6%；后续跟进推新的风味坚果及风味小吃逐步放量增长，2024 年综合果仁及豆果、其他系列分别实现营收 7.0/4.4 亿元，2020-2024 年 CAGR 分别为 36.1%/25.8%。随着产品矩阵不断丰富，公司老三样以外产品占比已提升至 2024 年的 50.9%，对基本盘的依赖逐步减少，转由风味坚果、风味小吃等新品贡献主要增量。

图表10: 公司综合果仁及豆果系列业务拉动收入增长 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 2024 年老三样以外产品占比提升至 50.9%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

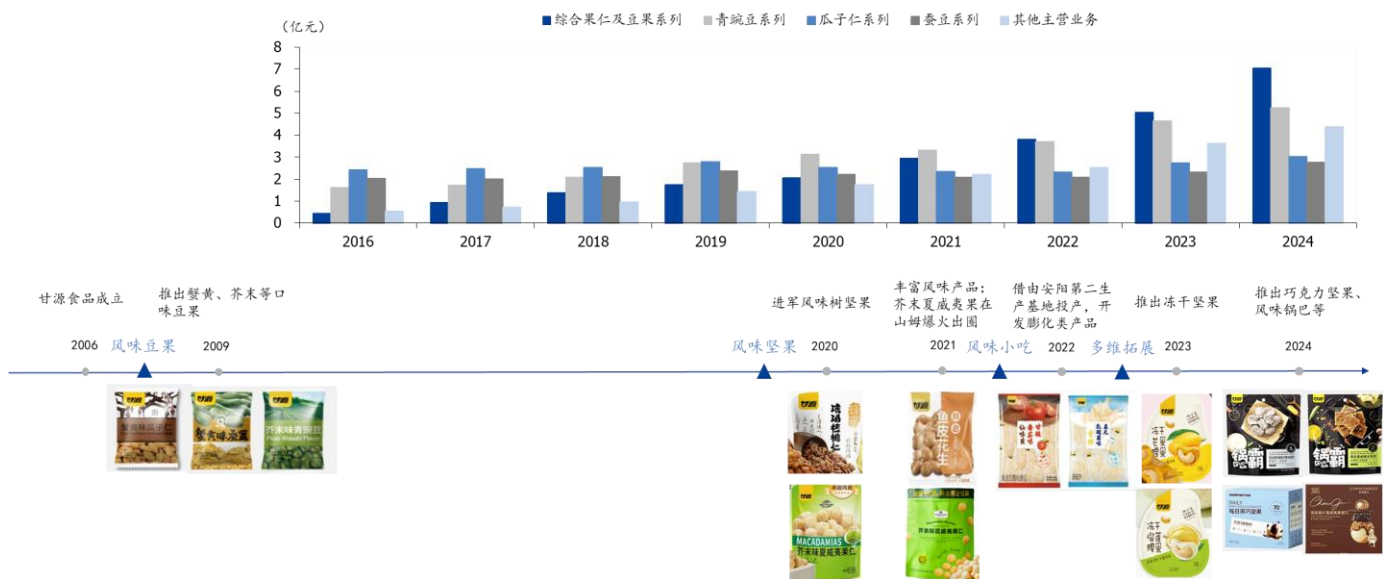
构建五谷零食体系，品类风味持续创新。甘源以风味化创新为基础，持续在风味领域深耕，除了产品体系的拓展、口味的不断延展，更打造出多重生产工艺，构建风味研发壁垒：

1) 风味豆果 (2009-2019 年): 公司早期以风味豆果炒货起家，凭借蟹黄、芥末等风味的瓜子仁、蚕豆、青豌豆 (老三样) 快速打开市场，并持续推出酱香肉汁、蒜香、香辣等口味，拓展风味边界。

2) 风味坚果 (2020-2021 年): 2020 年公司进军风味坚果赛道，推出芥末夏威夷果、咸蛋黄腰果、蜂蜜琥珀核桃等风味坚果产品，并形成系列化产品矩阵；21Q4 芥末夏威夷果上架会员店实现爆发式增长，带动销量提速的同时，印证风味坚果的市场空间。2023 年公司延展冻干坚果，将风味加工工艺延展向冻干，实现更加干净配方、更加健康理念。2024 年秋糖以“果果嘿巧”子品牌推出巧克力坚果，经过多重涂层工艺，叠加空间广阔、客单价高、礼赠属性清晰的巧克力品类，产品想象空间进一步打开。

3) 风味小吃 (2022 年至今): 2022 年安阳工厂投产，公司将风味优势拓展向空间更加广阔的小吃领域，推出薯片、锅巴、米饼等新品，并持续迭代口味体系。从甘源推新的小吃产品来看，面对已有大单品认知的品类而言，甘源以创新风味+性价比模式拓展，打破过去传统品牌口味固定、缺乏创新的局面；面对市场相对空白的冬笋饼等品类，甘源以创新优化的模式引入市场，拓展渠道覆盖。整体来看，甘源的风味小吃沿着“配料纯净、健康美味”的方向提供更加健康的零食，契合消费者需求方向。

图表12: 甘源沿着风味豆果-风味坚果-风味小吃方向持续推新, 打开营收增长空间



资料来源: Wind, 公司公告, 公司公众号, 公司官网, 财联社, 中国财富网, 天猫旗舰店, 山姆会员商店 SamsClub 小程序, 国盛证券研究所

风味炒货龙头稳固, 风味坚果产线丰富。从天猫旗舰店的情况看:

- 1) 风味炒货: 甘源在老三样领域已形成显著品牌优势, 从产品风味体系来看, 甘源已覆盖蟹黄、酱汁、肉松、蒜香、芥末、烤肉等风味体系, 其他品牌更多为跟随; 从价格体系角度来看, 即使甘源单克售价更高, 但销量依然断层领先其他品牌, 顺利实现品牌溢价。
- 2) 风味坚果: 甘源当前已研发出裹粉、冻干、巧克力涂层三大工艺体系, 根据不同坚果特性适配风味及工艺, 已显著领先行业友商。而风味的研发跟进存在一定壁垒, 除配料的调整之外, 生产设备同样需要非标调整, 甘源的创新优势能够保证公司在市场中的先发优势, 构建消费者品牌认知。
- 3) 风味小吃: 拓展锅巴、米饼、薯片、薯条等品类, 以自身口味研发优势打开谷物类零食市场空间, 形成差异化竞争优势, 且新品能够支撑量贩、电商等渠道拓展, 也为渠道定制及出海提供产品基础。

图表13: 天猫旗舰店甘源的口味体系及销量远超友商

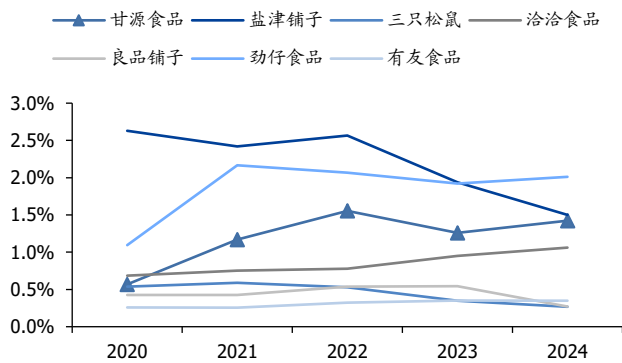
炒货	甘源食品	青豌豆 三只松鼠	口水娃	甘源食品	瓜子仁 白牌(麦卡奥)	三只松鼠	甘源食品	蚕豆 老街口	三只松鼠
									
	蟹黄、蒜香、芥末、 烤肉、酱汁牛肉、香 辣	蒜香、海苔、烧烤	蒜香、牛肉、香辣	蟹黄、酱汁牛肉、肉 松	蟹黄、牛肉	蟹黄、咸蛋黄	香辣、蟹黄、酱汁牛 肉、咸蛋黄、肉松、 芥末、蒜香、竹盐、 酥香	蟹黄	烘烤、老醋、蟹黄、 香辣、怪味麻辣
	单价 (元/100g)	3.8	2.7	2.1	2.8	2.2	2.2	2.8	3.8
销量	13万+	2万+	1万+	4万+	4万+	4万+	16万+	6千+	6千+
坚果	甘源食品	裹粉坚果 华味亨	三只松鼠	甘源食品	冻干 三只松鼠	米糖	甘源食品	巧克力涂层 巧夸夸	其妙
									
	炭烧、青瓜、芥末、 蜂蜜、咸蛋黄、火鸡 辣味	蜂蜜黄油味、辣条、番 茄、黄瓜、芥末、椰 蓉	炭烧、咸蛋黄、黄瓜 、椰蓉、海盐、炭烧 、蜂蜜黄油	冻干榴莲、冻干芒果 、冻干凤梨	冻干榴莲、冻干芒果	冻干榴莲、冻干芒果 、冻干草莓	巴旦木、榛子、夏威夷 果	巴旦木、榛子、山核 桃	巴旦木、腰果、榛子
	单价 (元/100g)	8.6	21.2	5.1	28.4	17.3	32.4	41.6	38.8
销量	5万+	10万+	5万+	6千+	1万+	6千+	2万+	2万+	1万+
小吃	甘源食品	三只松鼠	泸溪河	甘源食品	仙贝 旺旺	米多奇	甘源食品	雪媚 旺旺	米多奇
									
	爆椒咸蛋黄、鲜虾鸡 汁、黑蒜藤椒、黑金 肉松、黑金肉松咸蛋 黄、黑巧脆仁、豆乳 黑芝麻	咸蛋黄、咸蛋黄海苔 、川香椒盐、麻辣小 龙虾、鸡汁、黑松露 、梅干菜、辣条、花 椒、烧烤、香辣、玉 米浓汤、山药、麻辣	蟹黄、川香麻辣	酱烧、芥香	原味、芝士、辣味	原味	紫薯、黑米、牛乳、 粗粒、肉香	原味	玉米、南瓜、黑米、 紫薯
	单价 (元/100g)	8.2	2.6	4.6	4.5	8.5	2.9	9.5	10.7
销量	5千+	18万+	6万+	8千+	2万+	2千+	2千+	2千+	1万+

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

供应链严格管控, 高质量柔性生产。甘源在保障产品风味的同时, 亦高度重视原材料品质把控以及包装适配性。1) 原材料方面, 甘源采取“产地直采+批次溯源”双重机制, 从源头确保产品品质的一致性与稳定性。公司核心原料均来自优质产区: 如瓜子仁选自内蒙古巴彦淖尔, 蚕豆则产自云贵高原。上述产地具备稳定的气候与土壤条件, 以保障原料本身的颗粒饱满度与风味纯正度。在质量控制体系上, 公司已建立较为完备的原料溯源机制, 对所有原料实行批次编号管理, 通过流程化的标准执行保障食品安全与质量稳定。2) 生产方面, 公司已建成高度自动化的柔性生产线。将浸泡、油炸、裹粉、调味、冷却、包装、金检等各种工序以流水线的生产模式进行自动化生产, 实现标准、高效的出品, 风味化产品的研发环节不仅局限于配方的调整和工艺的设计, 还会涉及非标设备的研发, 因此设备的改造也形成生产壁垒。3) 包装方面, 公司已围绕不同渠道设计出一系列差异化包装规格, 以提升终端陈列适配度与消费者可见度。甘源持续在包装外观、功能性与材质升级方面投入资源, 增强视觉吸引力。

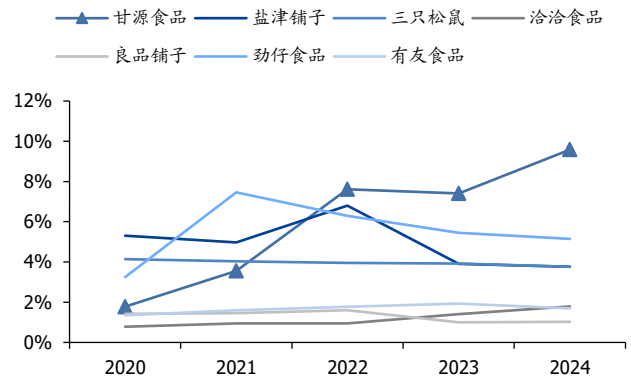
研发投入加大, 新品储备丰富。随着休闲零食渠道业态更迭, 消费环境、目标人群多样化, 渠道对创新性产品需求日益显现。公司秉承“坚持聚焦垂直做深, 产品跨类开阔视野”的思路, 以及“思维创新、口味创新、营养创新”的产品设计理念, 针对不同渠道的消费需求和价格带快速反应, 拓展增量空间。2020-2024 年, 公司研发人员占比从 1.8% 增长至 9.6%, 远高于同行, 为产品加速推新提供支持; 同期研发费用率从 0.6% 提升至 1.4%, 显著高于其他同类坚果基及植物基零食公司。2024 年公司围绕“健康”、“风味”两大主线进行产品开发及产线升级, 涵盖炒货、坚果、小吃等各个领域, 为后续业务扩张提供产品储备, 强化技术壁垒优势。

图表14: 2020-2024 年甘源研发费用率从 0.6%提升至 1.4%，高于其他坚果基、植物基公司



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 2020-2024 年甘源研发人员占比从 1.8%增长至 9.6%，远高于同行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3 复盘康师傅方便面：风味爆品驱动成长，龙头拓展空间充足

康师傅自 2001 年起每年坚持口味上新及规格优化，通过风味爆款实现规模快速提升，奠定龙头地位，并积极进行高端化拓展，持续引领行业发展：

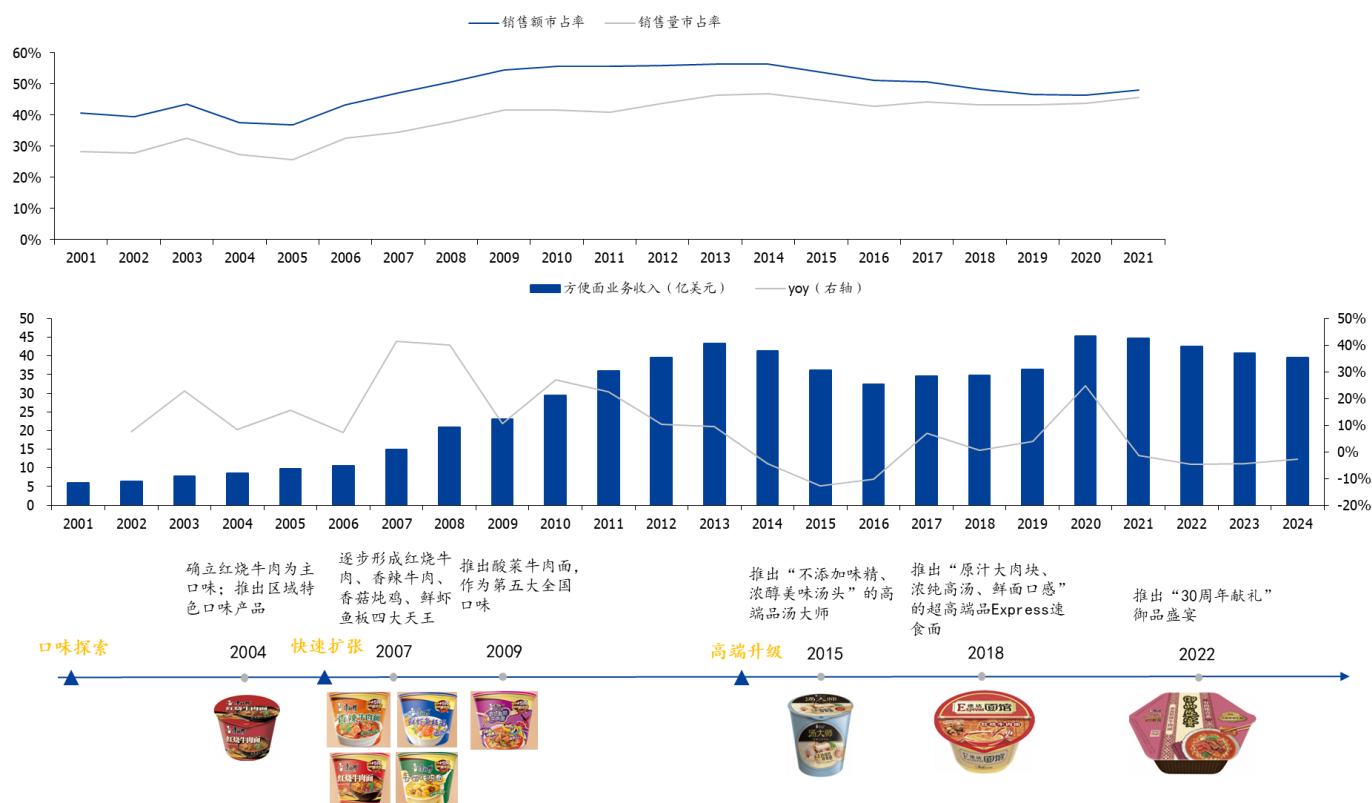
1) 口味探索，快速迭代 (2001-2006 年)：康师傅自 2001 年起持续创新产品，并于 2004 年确立红烧牛肉为主口味，同时针对中国地域口味特色推出辣旋风、江南美食、千椒百味、酸香世家、亚洲精选等多系列条线，丰富口味体系，契合地域消费习惯的同时也满足猎奇尝鲜需求。2001-2006 年公司方便面业务营收规模从 5.9 亿美元稳定增长至 10.5 亿美元，CAGR+12.1%；销量市占率稳定在 29%左右。

2) 口味爆品放量，业务快速扩张 (2007-2013 年)：自 2007 年起逐步形成红烧牛肉、香辣牛肉、香菇炖鸡、鲜虾鱼板四大天王，推动方便面业务营收实现快速增长；2009 年进一步推出酸菜牛肉面，作为第五大全国性口味推广；地方口味系列推出广式银丝面、东北炖、打卤享宴、本帮烧等新品。2007-2013 年公司方便面业务营收规模从 14.9 亿美元快速增长至 43.3 亿美元，CAGR+19.5%；销量市占率从 34.5%提升至 46.5%。

3) 口味规格迭新，配方高端升级 (2014 至今)：自 2014 年起康师傅聚焦产品升级与价格带提升，满足消费者健康升级需求，2015 年上市不添加味精的“汤大师”品牌、2018 年上市“原汁大块肉”的超高端自热面“Express 速食面”、2022 年上市含大块厚切肉的“御品盛宴”。对于原有产品体系，持续推新，不断复刻潮流风味与地域特色。2014-2021 年销量市占率稳居 40%以上。

以康师傅发展历程为鉴，风味拓展及产品体系的丰富顺利延续大单品生命周期，并持续提升市占率，巩固市场龙头地位。甘源也同样进行风味体系延展、产品工艺创新，在风味坚果领域持续深耕，引领行业发展，在风味坚果领域成长空间充足。

图表16: 康师傅方便面业务通过风味爆款实现规模快速提升、奠定龙头地位



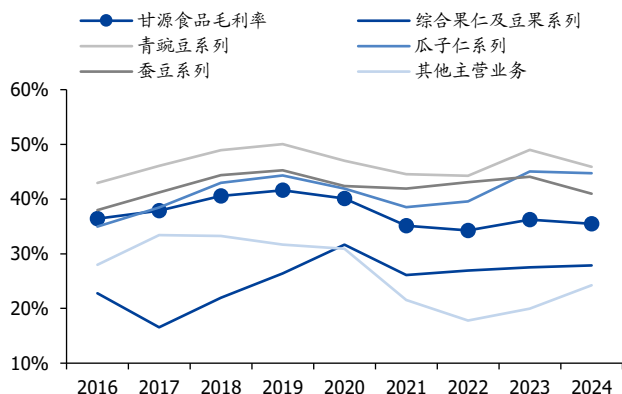
资料来源: Wind, 康师傅控股公司公告, 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

2.4 成本管控: 结构均衡保障供应, 成本管控能力强化

核心单品持续贡献利润。回顾甘源毛利率变动趋势, 其中老三样经过多年工艺打磨, 以及全国化大单品所支撑的规模效应, 整体毛利率维持 34% 以上高水平, 有力支撑风味坚果、膨化类产品推广。从单品毛利率来看, 2021-2024 年综合果仁及豆果系列毛利率稳中有升, 印证单品放量过程中, 规模效应能够牵引盈利能力的提升。

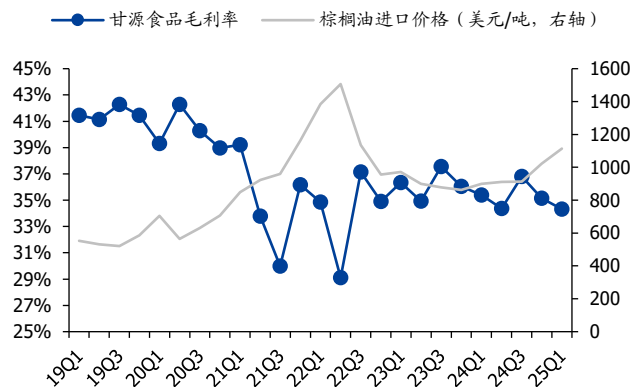
成本管控能力强化, 有望平抑成本扰动。甘源主要原材料为棕榈油、青豌豆、葵花籽、蚕豆、花生、夏威夷果等。2024 年公司棕榈油采购额占主营业务成本 12%、占直接材料成本 15%, 为公司最大单项采购原材料, 因此公司利润受棕榈油价格波动影响较大, 复盘公司历史净利率与棕榈油价格走势, 在 21H2-22H1 棕榈油价格高企阶段, 公司净利率显著承压, 2022 年 5 月 31 日马来西亚进口棕榈油价格同比+58.8%至 1.4 万元/吨, 22H1 甘源净利率 6.7%, 较 2020 年净利率 15.3%减少 8.6pct。当前棕榈油价格进入缓慢提升阶段中, 2025 年 7 月 11 日马来西亚进口棕榈油价格同比+14.5%至 9125.7 元/吨, 但公司通过加大储存、增加供应商、上游锁价等方式降低原材料价格波动风险, 有望对冲成本压力。

图表17: 甘源毛利率维持 34%以上高水平, 综合果仁及豆果系列毛利率稳中有升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

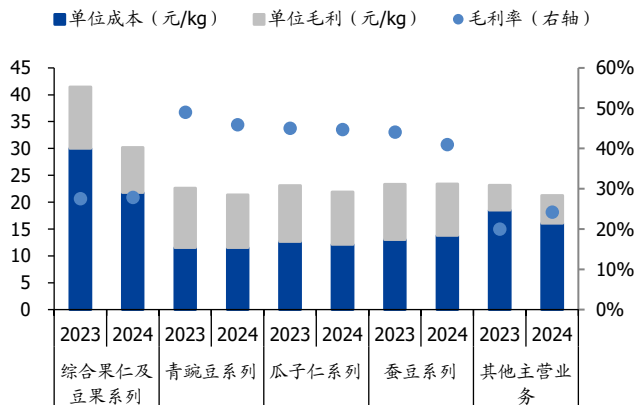
图表18: 棕榈油为公司主要原材料, 对公司毛利率影响较大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

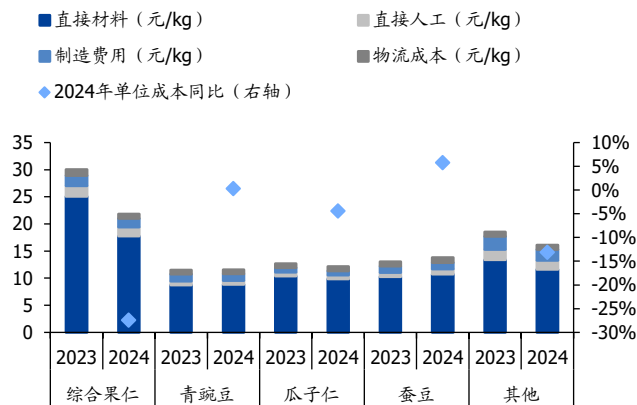
规模效益释放, 成本优势强化。横向对比看, 综合果仁及豆果系列成本、出厂价均高于老三样, 产品定位中高端; 其他主营业务包含膨化、烘焙制品, 出厂均价较低; 且两项业务上新较多, 预计在原料端、制造端均具备较大成本改善空间。2024 年综合果仁及豆果系列单吨成本明显下降, 预计主要来自于夏威夷果成本下降、公司产品结构调整、规模效应提升。当前在公司产品丰富度进一步完善的情况下, 预计上游成本占比也将进一步平衡, 叠加公司成本管控, 有望进一步平抑成本波动, 在渠道高效率变革的当下, 有望从成本端积累生产优势。

图表19: 综合果仁及豆果系列成本、出厂价均高于老三样



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 综合果仁及豆果与其他主营业务上新较多, 预计在原料端、制造端均具备较大成本改善空间



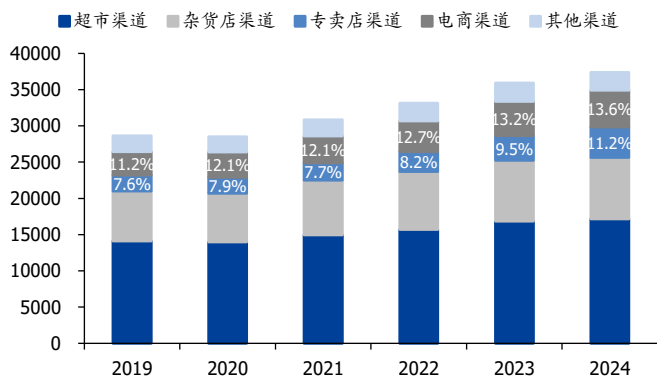
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3 渠道：稳存量扩增量，渠道力稳步加强

3.1 行业：理性消费趋势显著，新兴渠道高效演绎

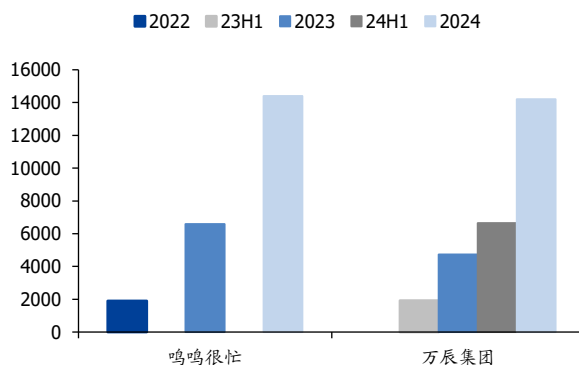
渠道多元化变革，整体向高效率方向演绎。当前消费场景及消费趋势变化推动渠道向多元化方向发展，由于总需求不足，催生硬折扣等价格破坏型业态，同时由于新业态的进驻，传统业态生存空间被挤压，商超主动调改探寻新环境下的发展路径。当前渠道高效化演绎突出，折扣业态由零食品类拓展向多品类折扣超市，山姆等会员店严选品质，以自身渠道品牌为产品背书，胖东来以贴合消费者需求的选品及细致服务带来传统商超新的发展机遇，牵引商超调改新机遇。根据弗若斯特沙利文，2024 年休闲食品饮料产品 GMV 达 3.7 万亿元，2019-2024 年复合增速达 5.5%，经过 5 年时间，超市渠道份额 -3.4pct 至 45.8%，而专卖店份额+3.6pct 至 11.2%，电商份额+2.4pct 至 13.6%。率先把握新兴渠道发展机遇，强化内部供应链优势支撑高效运营要求及自身盈利能力稳定，通过品类叠加不断拓展能力边界的公司更能实现长期成长优势。

图表21: 2019-2024 年中国休闲食品饮料产品分渠道 GMV (亿元)



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，国家统计局，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

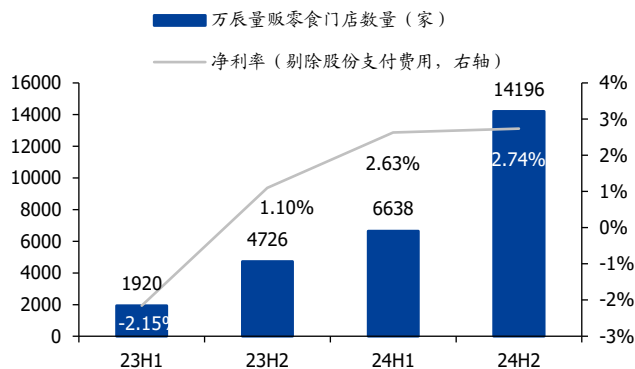
图表22: 量贩零食店门店数量正在快速扩张过程中 (家)



资料来源：万辰集团公告，鸣鸣很忙招股说明书，国盛证券研究所

量贩双寡头格局稳定，扩张红利有望延续。量贩零食行业自 21H2 进入快速发展阶段，经历快速扩店、补贴竞争与并购整合后，当前格局已基本稳定。**1) 从竞争格局看**，头部企业鸣鸣很忙与万辰集团门店均突破 1.5 万家，在运营管理、规模效应及供应链方面形成领先优势，能够通过门店数量的扩张，以规模效应带动自身盈利能力的提升。**2) 从区域布局看**，行业已实现泛全国化覆盖，但发展节奏存在差异。起源地华中市场趋近饱和，但华东、西南及川渝等地区仍有扩店空间。**3) 从业态发展看**，量贩零食系统已具备充分硬折扣运营经验，并逐步向包含日化百货、现制烘焙的多品类折扣超市发展，有望进一步拓宽受众人群、带动门店日销提升，支撑开店空间进一步提升。随着双寡头格局强化与渠道话语权提升，行业对产品迭代速度及运营周转效率的要求将更加严苛，倒逼上游供应商持续修炼内功：一方面强化供应链管理以保障盈利稳定性，另一方面加速新品研发以满足 SKU 扩张需求。

图表23: 万辰集团伴随门店数量扩张净利率水平持续提升



资料来源: 万辰集团公告, 国盛证券研究所

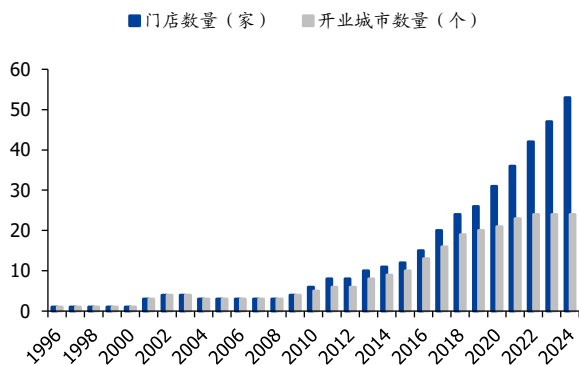
图表24: 鸣鸣很忙 3.0 店型包含现制产品及日化等品类



资料来源: FBIF 食品饮料创新, 国盛证券研究所

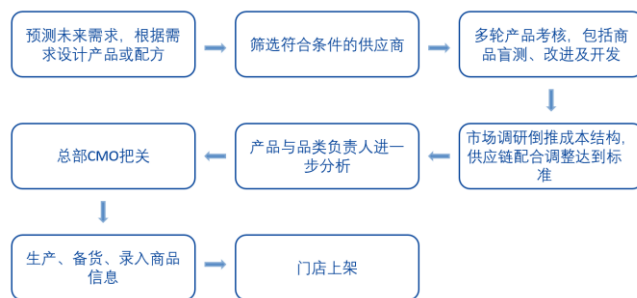
山姆严选品质，零食推新提速。对比沃尔玛多 SKU、宽幅价格带模式覆盖大众客群，山姆会员店以严选品、低价格、精细化模式精确服务中产客户，提供高质价比产品和高效购物体验，形成用户粘性。**从选品端看**，根据晚点 LatePost，山姆以“宽 SPU 窄 SKU”的原则，整体约 4000 个 SKU，其中每个品类仅严选 1-3 个 SKU，选品周期历经前期调研、内部试错、盲测、试销等环节，上市后根据销售情况动态调整，赋予上架产品精确定位和高转化率，实现快速放量。**从渠道端看**，截至 2025 年 5 月底，山姆在中国市场已经开业门店 56 家，并计划以年均 8-10 家门店速度扩张，门店也可提供极速达、全城配、全国配等多种配送服务，共同推动会员数及销售额快速增长。**从供给端看**，进驻山姆不仅是拓宽渠道覆盖边界，更是获得山姆对品质的背书，能够充分外溢至其他渠道。且当前零食上市公司在山姆的推新进程显著加快，具备充足供应链优势及产品实力的公司更能享受渠道红利。

图表25: 山姆中国门店数量进入快速扩张阶段



资料来源: 山姆官网、Foodaily 每日食品、联商网、藏商网, 国盛证券研究所

图表26: 山姆选品流程

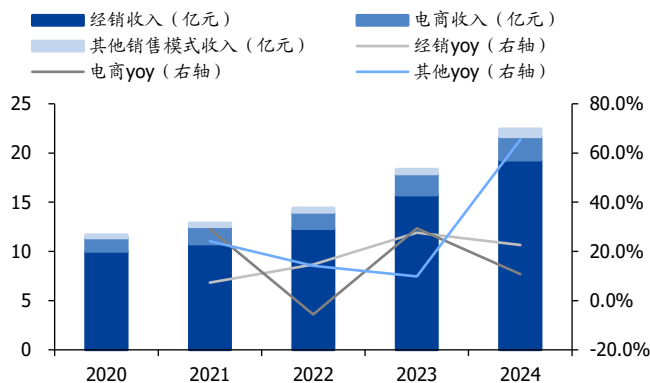


资料来源: 晚点 LatePost, 国盛证券研究所

3.2 甘源：积极拥抱新兴渠道，打开海外市场空间

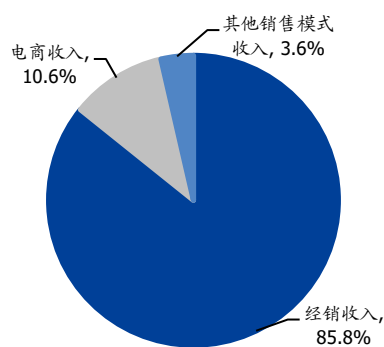
积极拥抱新兴渠道，线上线下稳步扩张。甘源以经销为主，早期导入传统商超及流通渠道，后续在新兴渠道快速发展阶段，公司积极拥抱量贩零食店、通过经销商率先布局会员店、持续探索电商打法。经过多年布局，已实现商超、量贩零食店、会员店、电商、便利店、O2O 等全渠道覆盖，并积极推进渠道下沉，实现高效产品触达。组织架构上公司采用精细化管理，2022 年设立零食直营部、高端会员部、电商事业部、出口事业部等八大事业部，由各团队精准匹配渠道服务，同时建立数据化考核机制，保障内部管理及目标执行。2024 年公司经销/电商/其他销售模式（包括商超直营、受托加工等）分别实现营收 19.3/2.4/0.8 亿元，占比 85.8%/10.6%/3.6%，2020-2024 年营收 CAGR 达 17.8%/15.0%/26.7%，线上线下稳步扩张，拥抱新渠道贡献增量。

图表27：线上线下实现协同增长，线下贡献主要增量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

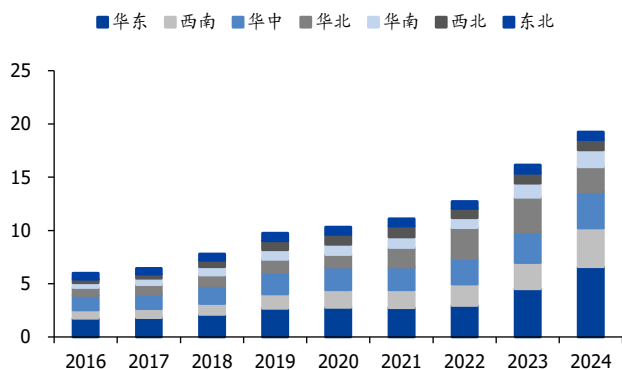
图表28：2024 年线下经销收入占比达 85.8%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

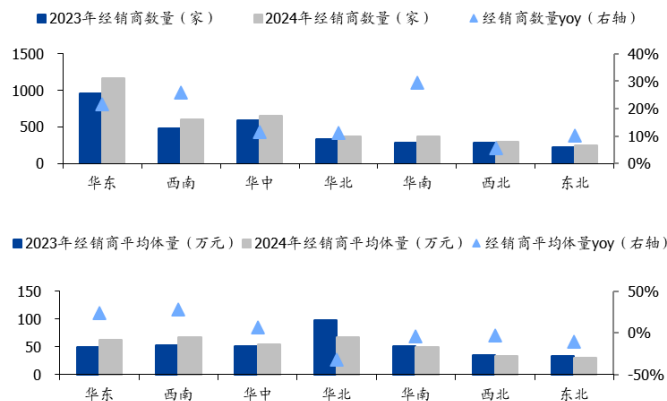
线下经销团队扩容，推动营收高增长。从区域来看，2024 年公司华东/西南/华中/华北/华南/西北/东北分别实现收入 6.6/3.7/3.4/2.3/1.6/1.0/0.7 亿元，2020-2024 年 CAGR 分别为 24.2%/21.9%/12.2%/18.5%/14.0%/1.3%/0.6%，华东地区作为人口及经济重点市场，公司深耕多年，经销商数量最多，贡献主要收入来源及增量，其次华南及西南市场的发展也在提速过程中，华东、华南、西南也是会员店、量贩零食店快速发展区域，预计与渠道发展结构也密切相关。华北、东北等地预计渠道变革速度相对滞后，渠道增速也相对承压。

图表29: 2024 年甘源区域分布均匀, 华中、西南、华南收入均实现较快增长 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

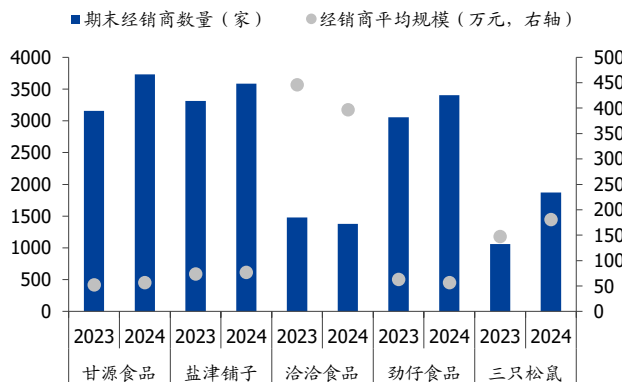
图表30: 甘源分区域经销商数量及体量对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

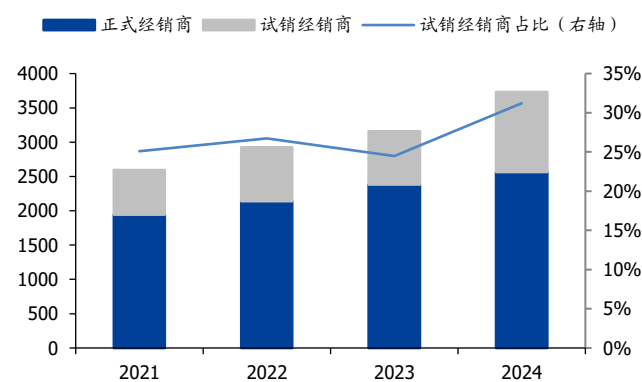
广泛渠道布局, 持续拓展覆盖边界。横向对比看, 甘源经销商数量处于行业相对高位, 但经销商平均体量处于较低水位, 预计与甘源过去大单品集中度较高, 以及渠道覆盖度宽幅密切相关。当前从产品维度看, 公司产品丰富度已显著提升, 在老三样以外形成丰富产品矩阵。从渠道维度看, 公司更加精耕运营, 招募代言人提升品牌声量, 且持续招募新经销商, 正式经销商及试销经销商数量持续提升, 侧面印证市场覆盖度逐步增加, 对潜力区域及空白市场的下沉更进一步。

图表31: 甘源经销商平均体量处于较低位置, 通过小商实现渠道覆盖



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表32: 公司正式及试销经销商数量持续增加 (家)

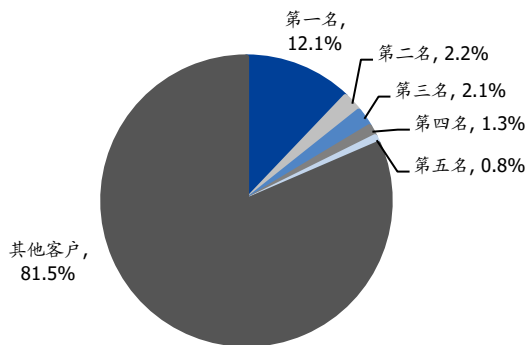


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注: 试销经销商指年度下单次数小于 2 次或年销售金额小于 10 万元的非正式经销商

量贩零食店: 积极拥抱量贩零食行业, SKU 扩充实现超越行业发展。量贩零食系统自 21H2 进入快速发展阶段, 甘源于 2022 年拥抱量贩零食系统, 从头部零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等合作逐步拓展腰部、尾部系统合作, 以量贩自身展店+SKU 迭代实现快速发展, 2024 年量贩零食店已占甘源 20%以上营收比重。当前甘源在量贩零食系统中已进驻炒货、坚果、豆果、烘焙膨化等品类, 量贩作为以消费者自然消费驱动的零售业态, 具备及时反馈消费者动销、市场需求的渠道, 引导公司后端产品迭代调整及推新研发。

图表33: 2022 年量贩零食店成为公司第三大客户 (营收占比 2.1%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所
注: 第三名为 2022 年公司新增零食量贩系统客户

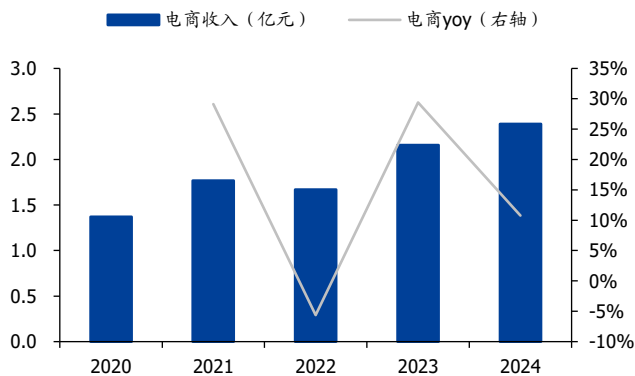
图表34: 甘源联合老婆大人主题店



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

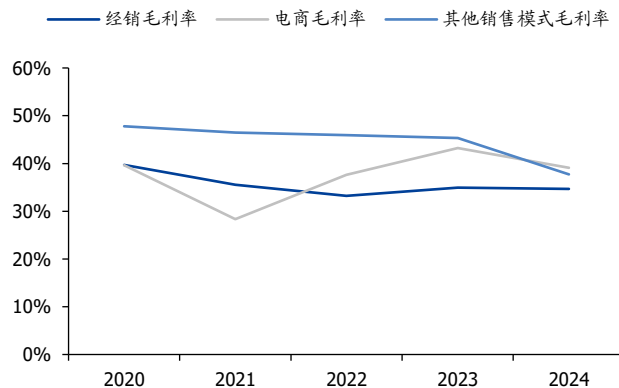
电商: 电商提升空间充足, 推新广宣带动更加突出。公司 2014 年上线天猫旗舰店, 此后陆续登陆京东、拼多多等传统电商以及抖音、快手等直播电商。伴随直播电商快速发展、形成对传统电商份额的抢占, 甘源加大对达播、自播、短视频的推广力度。2024 年甘源电商业务实现营收 2.4 亿元, 同比+10.7%, 在甘源整体营收中占比 10.6%, 相比行业电商普遍 13.6% 的占比还有充足提升空间。过去甘源线上产品体系以老三样等炒货为主, 当前进一步发挥产品推新宣传的作用, 引领新品触达及品牌宣传推广, 带动全渠道放量。从电商的盈利能力来看, 毛利率与其他渠道相差不大, 考虑到流量费用及达人佣金的刚性支出, 线上渠道的净利率往往仅能维持盈亏平衡, 我们预计大单品的产品力及引流效果能够脱离线上比价竞争, 同时新品由线上推广能够预留合理利润空间, 通过运营精耕能够带动盈利能力的提升。

图表35: 2022-2024 年电商业务营收 CAGR 为 19.7%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表36: 2024 年电商业务由于线上促销短期毛利率承压



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

会员店: 创新及健康新品机遇充分, 强品控天然契合会员店发展趋势。21Q4 甘源芥末夏威夷果进驻山姆渠道, 实现快速爆发, 提升销售规模的同时, 论证了风味坚果的市场空间, 在甘源拓展风味坚果之初, 给予了公司充分的肯定。此后甘源陆续直营拓展盒马、Ole、Costco、FUDI、麦德龙等会员店及高端商超渠道, 不断迭代风味产品体系。相比传统商超及硬折扣业态, 会员店通过前瞻的消费洞察引领差异化选品、风味边际创新, 对产品的品质、创新以及供应链稳定性要求更高。甘源基于多年风味研发创新经验及工艺设备打磨, 不断推出具备创新性、口感好、健康化、品质优的产品, 天然契合会员店的发展趋势。

图表37: 公司部分产品会员店进展



资料来源: 公司投资者交流纪要, 财联社, 山姆会员商店 SamsClub 小程序, 盒马 NB 小程序, COSTCO 开市客小程序, 国盛证券研究所

传统渠道: 传统商超承压, 直营转型调整。在连锁商超开启全国化布局的阶段, 甘源即通过“传统货架+品牌专柜”模式扩大铺市率及品牌曝光度。当前渠道发展机遇切换至量贩零食店、会员店、电商等新兴渠道, 消费场景被分流至社区或线上, 传统商超相对承压。在此背景下, 甘源进行渠道精细化管理, 一方面将部分商超由经销转为直营, 推进新品的铺货及终端的精细化运营, 精简中间环节提升供应链效率, 另一方面进行产品端边际调整, 比如更新辨识度更高的包装、推新膨化品类、推出定量装、大包装等多种产品规格适配不同渠道。

出海: 东南亚掘金, 打开海外拓展契机。公司于 2024 年开启海外市场的探索, 以东南亚为先发市场, 在越南顺利拓展渠道覆盖度, 并借助 Shopee 与 Emark 平台组建本地团队开展直播互动、达人测评, 线上引领提升品牌曝光度, 逐步开拓马来西亚、新加坡、印尼等市场, 2024 年公司境外经销商数量从 15 家扩容至 31 家, 直接对接的海外营收达成 0.8 亿元。根据 TikTok 发布的《2024 全球消费趋势白皮书(东南亚篇)》, 2023 年东南亚零售额达 1.1 万亿美元, 消费市场空间广阔, 且东南亚饮食习惯与国内较为相似, 具备充足开发潜力。未来公司将持续搭建团队、建设渠道、培育市场, 有望推动业绩快速增长。

3.3 品宣: 代言联名推广, 扩张品牌声量

邀请丁禹兮代言, 借力粉丝经济。2025 年 1 月公司官宣丁禹兮担任品牌代言人, 春节期间定制代言人礼盒, 搭配赠送明星独家周边。同时开展一系列品宣活动, 线下联合老婆大人打造定制陈列, 组织主题门店打卡活动; 线上在微博、小红书、抖音、视频号等全平台发布代言海报、开展二创征集活动, 激发粉丝互动。丁禹兮微博超话粉丝数超 280 万人、抖音粉丝超千万, 有望快速提升品牌声量, 并逐步转换为品牌认知度。此外借助萍乡旅游优势, 与武功山联名搭建线下快闪店, 打卡赠送冰激凌, 并沿线投放宣传物料, 实现吃喝玩乐巧妙互动。

图表38: 2025 年 1 月公司官宣丁禹兮担任品牌代言人



资料来源: 甘源食品公众号, 国盛证券研究所

图表39: 与武功山联动搭建线下快闪店



资料来源: 武功山公众号, 国盛证券研究所

4 盈利预测

产品渠道双轮驱动，支撑公司营收稳步向好发展。我们认为甘源本身的产品力足够优秀，当前持续迭代，扩宽产品体系。渠道维度，公司积极拥抱量贩零食店、会员店等新兴渠道，已构建全渠道布局网络，当前直营精耕商超渠道保存量，大力开拓海外市场扩增量。预计 2025-2027 年甘源将实现营收 23.3/28.0/32.7 亿元，分别同比+3.0%/+20.4%/+16.7%。

1) 经销渠道：经销模式作为公司核心渠道，除对接经销商外，还包括量贩零食店、海外市场等新兴渠道。对于量贩零食渠道，甘源丰富产品体系能够契合量贩对性价比、多样化的产品诉求，在量贩自身展店及 SKU 扩张的背景下，预计量贩渠道红利仍将延续。对于会员店，甘源从翡翠豆开始切换直营合作，强化自身渠道力，基于甘源的产品力及多年合作基础，有望支撑后续持续扩品迭代。海外市场，2024 年甘源在越南市场打造出样本标杆，论证海外市场的产品空间及出海可行性，2025 年公司进一步加大市场覆盖度，有望打开远期成长天花板。对于国内传统经销模式，甘源以直营商超引领，提升新品铺市率，加强品牌宣传，有望强化传统渠道运营能力。预计经销模式 2025-2027 年营收分别同比-0.4%/+21.6%/+16.0%至 19.2/23.3/27.1 亿元。

2) 电商渠道：2024 年甘源电商渠道占比 10.6%，已实现传统电商及抖音等短视频电商的全覆盖。相比行业整体 2024 年 13.6%电商占比，甘源的电商模式仍具备充足提升空间，当前在产品体系进一步丰富的背景下，有望以新品打开电商空间，且保障老三样价盘稳定。预计电商模式 2025-2027 年营收分别同比+15.0%/+15.0%/+20.0%至 2.7/3.2/3.8 亿元。

3) 其他销售模式：公司其他模式收入主要包括商超直营及受托加工（含代工）等。2024 年公司推进商超转直营，后续有望提升新品铺市率，并实现精细化运营，考虑到商超转直营节奏，预计 2025 年其他模式将实现高速增长，后续将逐步实现稳健提升趋势。预计其他销售模式 2025-2027 年营收分别同比+50.0%/+15.0%/+22.0%至 1.2/1.4/1.7 亿元。

短期净利率承压，长期海外市场及规模效应有望带动盈利提升。从成本、渠道结构、产品体系三方面来看公司利润情况，当前棕榈油价格同比有所提升，结合公司灵活采购及低位锁价等模式调整，预计 2025 年综合成本略有提升。从渠道结构角度来看，公司当前的渠道增长级在量贩、电商、会员店等新兴渠道，渠道共性在于缩短中间运营链路提升运营效率以实现性价比，预计对利润率形成一定压力；但海外市场重构产品价值体系，有望形成一定对冲。从产品体系来看，利润核心贡献来源老三样，风味坚果及风味小吃前期毛利率相对偏低，但 2020 年扩充品类丰富度以来，规模效应已带动品类毛利率提升，后续有望进一步提升。费用方面，从 2021 年拓展多渠道布局以来，量贩零食店及会员店等渠道均属低费投模式，2024 年销售费用率相比 2021 年降低 3.4pct 至 12.7%；预计 2025 年增加品宣费用投放，短期销售费用率有所提升，但长期费用率降低趋势不变。预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 3.3/4.4/5.5 亿元，分别同比-12.9%/+35.4%/+23.0%，净利率分别为 14.1%/15.8%/16.7%。

图表40: 甘源食品收入拆分及利润预期

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收 (亿元)	18.5	22.6	23.3	28.0	32.7
yoy	27.4%	22.2%	3.0%	20.4%	16.7%
经销模式	15.7	19.3	19.2	23.3	27.1
yoy	27.6%	22.6%	-0.4%	21.6%	16.0%
电商模式	2.2	2.4	2.7	3.2	3.8
yoy	29.4%	10.7%	15.0%	15.0%	20.0%
其他销售模式	0.5	0.8	1.2	1.4	1.7
yoy	9.9%	65.4%	50.0%	15.0%	22.0%
归母净利润 (亿元)	3.3	3.8	3.3	4.4	5.5
yoy	107.9%	14.3%	-12.9%	35.4%	23.0%
毛利率	36.2%	35.5%	34.5%	34.0%	33.9%
经销模式	34.9%	34.6%	33.0%	32.5%	32.2%
电商模式	43.2%	39.1%	39.8%	39.9%	40.3%
其他销售模式	45.3%	37.7%	40.8%	41.5%	42.5%
销售费用率	11.5%	12.7%	14.2%	12.2%	11.3%
管理费用率	3.8%	3.7%	3.8%	3.4%	3.2%
净利率	17.8%	16.7%	14.1%	15.8%	16.7%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

成长内核稳定, 看好公司长期发展。公司当前股价对应 2025 年预期 PE 为 16.5X。此处选择同处于休闲食品行业的洽洽食品、劲仔食品、西麦食品等上市企业作为可比公司。横向对比同业来看, 公司当前的估值水平处于行业较低位置。公司作为坚果炒货行业龙头, “老三样”基本盘稳固, 风味坚果具备爆品打造经验、赛道成长空间广阔, 且享受新兴渠道扩张红利, 海外市场稳步推进, 有望打开远期成长空间。看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

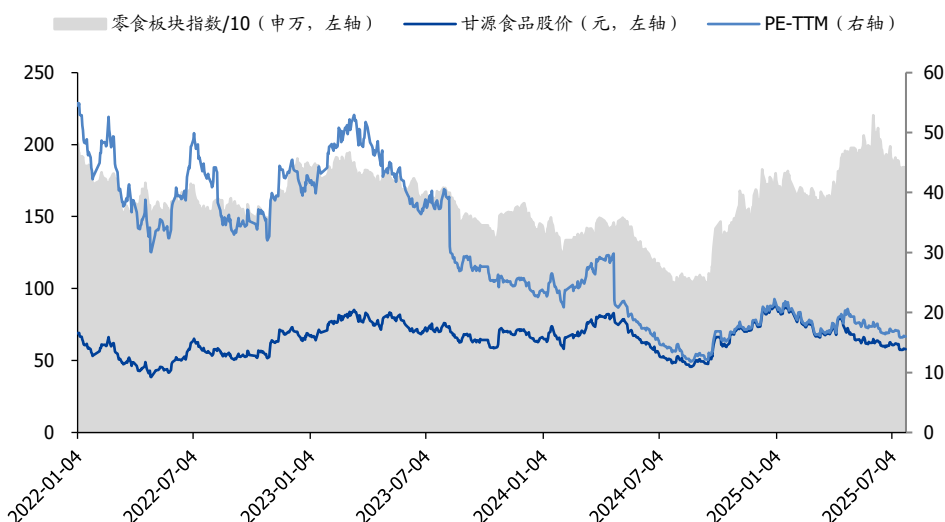
图表41: 甘源食品可比公司估值

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE		
		2024A	2025E	2026E	2027E	CAGR	2025E	2026E	2027E
洽洽食品	115.2	8.5	7.5	8.9	9.7	4.5%	15.3	12.9	11.9
劲仔食品	58.0	2.9	3.3	3.9	4.4	14.7%	17.5	15.0	13.2
西麦食品	45.7	1.3	1.8	2.3	2.9	29.0%	25.1	19.7	16.0
有友食品	53.3	1.6	2.1	2.5	3.0	23.7%	25.7	21.2	17.9
卫龙美味	276.5	10.7	13.3	16.4	19.6	22.3%	20.7	16.9	14.1
盐津铺子	204.7	6.4	8.5	10.7	13.0	26.7%	24.2	19.1	15.7
行业平均						20.2%	21.4	17.4	14.8
甘源食品	54.0	3.8	3.3	4.4	5.5	13.2%	16.5	12.2	9.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 劲仔食品、盐津铺子业绩预期来自国盛证券, 洽洽食品、西麦食品、有友食品、卫龙美味业绩预期来自于 Wind 一致预期, 卫龙美味市值及利润单位均为亿元人民币; PE 根据 2025 年 7 月 25 日收盘价计算

图表42: 甘源食品估值变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 数据截至 2025 年 7 月 25 日

5 风险提示

渠道竞争加剧: 当前零售行业渠道变革加剧, 各渠道均精简供应链路, 提升运营效率, 给予消费者更高的消费体验, 若市场竞争加剧, 可能对公司的渠道拓展方向形成一定影响, 并对公司利润率形成一定压力。

新品推广不及预期: 公司持续扩展产品, 培育新品类、建设品类品牌, 但零食行业需求变化较快, 若新品受众相对有限或同业竞争激烈, 新品推广过程可能相对曲折。

食品安全问题: 零食加工链条相对较长, 且部分零食存在非标加工环节, 若出现食品加工等问题, 预计对品牌形象形成一定冲击。

原材料成本上涨: 棕榈油为公司 2024 年最大单项采购原材料, 其价格波动对利润端影响较大, 若棕榈油采购价格持续上涨, 预计对公司盈利能力造成一定压力。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com