



甘源食品（002991.SZ）：不破不立，有望逐季改善

公司在产品风味开发上具备优势，产品以青豆、蚕豆、瓜子仁等为基础，已拓展至坚果炒货、豆果套餐、烘焙膨化等多品类产品组合。

成长型公司，不破不立。2018-2024 公司营业收入和净利润 6 年 CAGR 分别为 16.32% 和 21.00%，显示出公司较强的成长力。2025 年 H1 公司因渠道改革导致业绩低谷，收入同比 -9.3%，归母净利润同比 -55.2%。我们认为这是短期的改革阵痛，一旦改革成功，公司将摆脱以往孱弱的经销渠道，而更高效的经销和直营渠道有利于对公司新品的承接，有助于打破以往新品与渠道不匹配的桎梏。

区域动力：2024 年下半年公司海外业务获得突破性增长，越南销售额的大增让我们看到了公司海外增长的空间。25 年因越南税收问题导致 25H1 海外业务增长略不及预期，但报表端境外收入依然获得了 161% 的高增长。我们认为，越南为样板市场，印尼、马来等地区均有更大的市场空间，一旦获得突破将推动海外收入高增。

产品动力：19-24 年综合果仁及豆果 5 年 CAGR 为 32.37%，且 24 年依然保持了 39.8% 的增速，为公司第一大品类（营收占比 31.21%）。25 年 H1 综合果仁收入同比下降 19.92%，主要因春节错期和渠道调整所致，不代表品类受限，认为综合果仁及豆果的市场空间明显大于老三样产品，未来随着渠道调整的结束将重回高增。消费者零食购买的首要考虑因素为“口味”，其次为价格、成分、口感等，而公司恰好擅长口味的研发。我们估算目前口味型树坚果市场规模约为 55 亿元左右，占树坚果市场的 10% 左右，占比仍低，我们认为未来口味型树坚果的市场规模将超过 150 亿元。

渠道动力：1、**社交电商：**以往产品结构单一不利于电商业务的发展，随着产品 SKU 以及新品价值量的增加，公司电商渠道有望获得进一步的发展。2023 年甘源食品发力线上线下渠道调整，借助抖音等平台拉动新增长，推进全渠道发展战略，发展电商短视频、直播等新业态。25 年 H1 尽管公司整体收入下降，但电商渠道收入同比 +12.42%，推测为社交电商收入大幅增长。

2、零食量贩：我们推测，2024 年的零食量贩渠道收入占比超过 20%，25 年依然保持两位数增长，收入占比进一步增加。零食量贩渠道仍处于扩张期，尽管行业增速有所放缓，但是公司将通过进一步提升上架产品种类和 SKU 的数量，通过深化供应链合作和优化产品性价比来进一步抢占市场份额。该渠道的规模效应也将进一步摊薄成本，提升公司盈利能力。

3、山姆：预计 25 年开始山姆每年新增 8-10 家门店，较之前的每年开约 6 家门店有所提速。公司在山姆主打三款产品：夏威夷果、黑金蒜香菜味翡翠豆（2024 年 10 月上架），鲜萃冻干榛果（2025 年 6 月底上架）。此三款产品均获得消费者喜爱，尤其是芥末味夏威夷果上架后多年来销量持续增长，同时带动了其他渠道此类产品的增长，我们认为另外两款产品具备创新属性，深受好评且符合山姆调性，也有成为亿元级大单品潜力。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为

2025 年 8 月 26 日

强烈推荐/首次

甘源食品

公司报告

公司简介：

甘源食品股份有限公司的主营业务是休闲食品的研发、生产和销售公司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。
资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

2025-08-28 股东大会召开

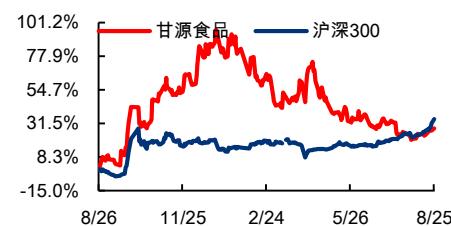
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	93.52-48.69
总市值（亿元）	55.38
流通市值（亿元）	29.67
总股本/流通 A 股（万股）	9,322/9,322
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	3.74

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟硕

010-66554041 mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900 wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520070003

2.54/3.72/4.39 亿元, 对应 EPS 分别为 2.73/3.99/4.71 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 22/15/13 倍。首次覆盖, 给与“强烈推荐”评级。

风险提示: 海外市场拓展不及预期; 原材料, 尤其是棕榈油价格波动风险; 经销转直营效果不及预期; 新品推广不及预期。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,847.56	2,257.26	2,191.25	2,482.42	2,758.95
增长率 (%)	27.36%	22.18%	-2.92%	13.29%	11.14%
归母净利润 (百万元)	329.06	376.19	254.07	372.37	438.88
增长率 (%)	107.87%	14.32%	-32.46%	46.57%	17.86%
净资产收益率 (%)	19.53%	21.94%	12.91%	17.23%	18.38%
每股收益 (元)	3.58	4.14	2.73	3.99	4.71
PE	16.59	14.35	21.80	14.87	12.62
PB	3.29	3.23	8.24	7.50	6.79

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 传承五谷小吃文化，引领休闲食品新潮流	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 股权结构-控制权集中	6
1.3 老三样为基础，产品发展多样化	6
1.4 长期增速优异，短期改革压力呈现	7
1.5 利润率回升，期间费用控制成效显著	11
2. 休闲零食增长稳定，行业发展前景广阔	12
2.1 市场规模增长稳定，人均消费潜力巨大	12
2.2 产品创新与渠道拓展并进，推动休闲食品行业多元化发展	13
2.2.1 渠道快速变化，挑战企业应变能力	13
2.2.2 休闲食品市场分散，24年集中度有所回升	14
2.3 坚果炒货市场分析	14
3. 依托产品创新，推进全渠道突破，高端会员店和海外市场持续布局	16
3.1 公司具备产品创新优势，口味突出	16
3.2 全渠道布局，多元化发展态势明显	17
3.3 山姆会员店引领高端消费潮流，甘源食品爆款产品助力销售突破。	19
3.4 东南亚市场领航，多元布局稳步推进	20
4. 公司盈利预测及投资评级：	21
5. 风险提示	21
相关报告汇总	23

插图目录

图 1： 甘源食品股权结构图	6
图 2： 公司产品系列	6
图 3： 2018-2024 甘源食品营业收入情况（万元）	7
图 4： 2018-2024 甘源食品归母净利润表现（万元）	7
图 5： 2024 年分地区营收占比及增速：%	8
图 6： 2018-2024 甘源食品各地营收占比情况：%	8
图 7： 2019-2024 甘源食品各业务营业收入情况（万元）	9
图 8： 2019-2024 甘源食品各业务营收增长情况	9
图 9： 2019-2024 甘源食品吨价	9
图 10： 2019-2024 甘源食品吨成本	9
图 11： 分产品毛利率	10
图 12： 2019-2024 甘源食品吨毛利	10
图 13： 棕榈油现货价：元/吨	10
图 14： 按销售模式划分的营业收入情况（万元）	11
图 15： 渠道增长率	11

图 16: 2018-2024 甘源食品期间费用表现.....	12
图 17: 2018-2024 甘源食品毛利率和净利率情况.....	12
图 18: 中国休闲食品行业市场规模（亿）.....	12
图 19: 我国人均可支配收入变化情况（元）.....	12
图 20: 2021-2024 休闲食品行业 CR5.....	14
图 21: 休闲零食细分品类规模及增速、CR5.....	14
图 22: 我国坚果行业主要品牌市场份额情况.....	15
图 23: 淘系、京东、抖音平台坚果炒货、烘焙糕点、饼干/膨化、糖果市场份额占比.....	15
图 24: 春节期间市场集中度 CR5 对比.....	15
图 25: 公司主要产品单价（元/g）.....	16
图 26: 休闲零食消费人群以年轻群体为主.....	17
图 27: 口味成为消费者购买零食主要考虑因素.....	17
图 28: 甘源 8 大事业部结构图	18
图 29: 2020-2024 年甘源食品营业收入按销售模式划分（万）	19
图 30: 各销售模式增长率情况.....	19
图 31: 黑金蒜香菜味翡翠豆、芥末味夏威夷果、鲜萃冻干臻果	19
图 32: 公司境外收入情况（万元）	21
图 33: 公司经销商数量变化	21

表格目录

附表：公司盈利预测表	22
------------------	----

1. 传承五谷小吃文化，引领休闲食品新潮流

1.1 公司发展历程

甘源食品股份有限公司成立于 2006 年，总部位于江西萍乡，拥有江西萍乡、河南安阳南北两大现代化生产基地，是一家集研发、生产、销售为一体的现代化休闲食品企业。公司以“传承中华传统五谷小吃文化”为使命，深耕坚果炒货行业，主要生产坚果炒货、豆果套餐、果脯蜜饯、膨化小食等，其中尤以青豌豆、蚕豆、瓜子仁最受消费者欢迎。

公司主要发展历程分为四个阶段：

2006-2011 初创期：

2000 年，甘源创始人严斌生在广东番禺创立了一家小食品厂，开始从事炒货行业。2006 年，严斌生于江西萍乡创办了甘源食品。公司最初以青豆、蚕豆、瓜子仁为主打产品进入市场，但不断进行口味创新，引入辣味、肉味等口味。2009 年，公司率先引进海外流行的蟹黄味、芥末味等口味，并推出了蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等爆款产品，提高了品牌知名度，确立了产品的市场地位。

2012-2020 成长期：

2012 年，甘源食品迁入江西萍乡开发区，启用了新的生产基地，占地面积达 300 亩，年产量超过 5 万吨，实现了产能的显著提升。渠道方面，公司 2014 年在天猫上线了旗舰店，并通过高势能渠道如沃尔玛、家乐福、大润发等持续推广老三样，取得了高速增长。2015 年和 2018 年，公司相继引入红杉资本和基石资本，进一步推动了资本赋能下的渠道和产品扩张。2018 年，公司提出了“传统货架”+“品牌专柜”、“散装+定量装”的推广策略，加速了渠道拓展。在 2020 年下半年，公司推出了“好味坚果”系列，开始切入口味型坚果市场。同时，公司在电商领域的拓展也十分显著，设立了电商事业部，并在天猫、京东等平台设立旗舰店，成为淘宝（含天猫）豆类制品销量的第一名。2020 年，公司成功在深交所上市，进一步拓宽了融资渠道，并进入了更加专业化的管理阶段。

20-21 年业绩回落：

休闲食品企业主要依靠线下渠道营销，但受疫情影响，2020 年公司线下销售渠道明显承压，经销商数量及销售额增长均放缓；2021 年，公司调整销售模式结构，加大电商渠道深耕力度，提高电商模式比重，并拓展山姆渠道。在产品方面，加大了包含口味型坚果的综合果仁及综合豆果系列的推广，该系列产品收入增速较高。在渠道和产品的共同发力下，21 年公司收入有所回暖，但棕榈油、包材等原材料成本以及新品初期较高的投入也依然拖累公司业绩，21 年成为公司业绩的低谷。

22 年-至今，变革-复苏-再变革：

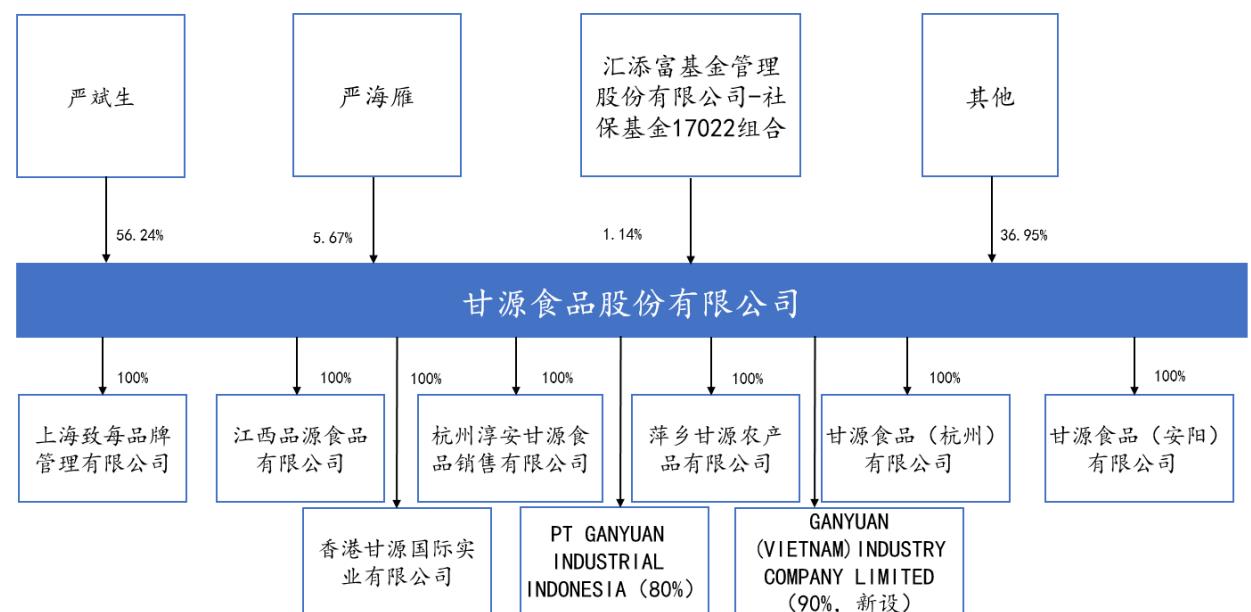
21-22 年公司经历了一系列的变革，尽管 21 年当年出现阵痛，但为后续的业绩回升奠定了基础。2021 年公司任命张久胜为副总经理，负责生产运营，引入了 5 名销售大区经理并启用了河南安阳第二生产基地，形成南北两大现代化生产基地，产能辐射全国，同时逐步进入如山姆、ole 等高端会员店。2022 年公司重新提高经销模式占比，经销商数量及销售额显著增长。公司全面布局零食专营渠道和高端会员店等新兴渠道，与 17 家零售系统合作，同时与抖音、快手等平台的主播合作，发展线上直播带货业务，加速产品放量。组织方面，公司通过优化组织架构实施精细化运营。按照细分渠道设立 8 个事业部进行对接，外聘专业管理人员以提高

销售效率。产品方面，持续优化产品结构，加速新品研发，与零食很忙、盒马、好巴食等多个国内知名品牌达成战略合作，2023年上半年推出了冻干芒果腰果、冻干榴莲腰果、藤椒腰果、玫瑰盐山核桃仁、芥末味绿豆蚕豆等多个新产品，逐步形成多品类发展战略。2023年棕榈油、夏威夷果仁等原材料价格下降，公司毛利提高，结合产品、渠道、管理的改善，公司2022年业绩企稳，23年收入与利润的双双大幅回升。24年公司在量贩零食、线上以及海外渠道表现亮眼，传统经销渠道形成拖累。25年公司加强对渠道的管理，加速淘汰部分传统经销商，加大商超经销转直营，并对产品SKU进行调整，目的是使渠道和产品更加匹配以获得长期的可持续发展。

1.2 股权结构-控制权集中

甘源食品的股权结构显示，公司的实际控制权较为集中。截至2025年6月30日，严斌生是甘源食品的大股东及实际控制人，持有56.24%的股份，在公司决策中拥有绝对的话语权；严斌生同时担任公司的董事长、非独立董事、法定代表人以及总经理等职务，此外，公司管理层与股东利益高度一致。这种股权结构的相对集中性有助于决策效率的提高和公司战略的稳定执行，减少了因分散化股权而可能产生的治理难题。

图1：甘源食品股权结构图



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

1.3 老三样为基础，产品发展多样化

公司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共五个系列产品。其中，公司以青豆、蚕豆、瓜子仁产品切入市场，是公司的核心产品，公司在这三样产品上有很强的竞争优势，产品包含多样的口味和规格，如蟹黄味、香辣味、酱汁牛肉味等，满足了不同地域和消费场景的需求。综合果仁及豆果系列包括了调味坚果、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、雪饼、米饼、锅巴等产品。

图2：公司产品系列



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

1.4 长期增速优异，短期改革压力呈现

在过去六年中，甘源食品的业绩表现出了稳定的增长态势。公司的营业收入从2018年的9.11亿元增长至2024年的22.57亿元，净利润也从2018年的1.20亿元增长至2024年的3.76亿元。在这6年期间仅2021年公司归母净利润同比下滑14.29%，其他时间均实现正增长。公司营业收入和净利润6年CAGR分别为16.32%和21.00%，显示出公司在这一时间段内较强的增长动力。2024年，甘源食品营业收入和净利润分别同比增长了22.18%和14.32%。多年来，公司在外部环境的挑战下积极应对，较快的适应了渠道的变化，在挑战中获得成长机会，证明了公司较强的管理能力和经营韧性。

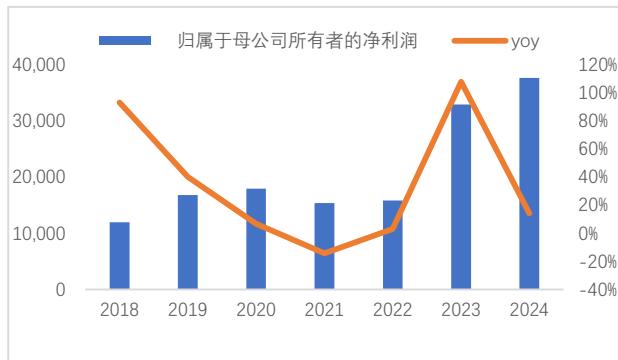
2024年四季度公司开始加速做渠道改革，25年公司将部分传统经销商淘汰，经销转直营，并对产品SKU进行了优化，短期对传统经销大盘造成压力，使得上半年业绩承压。25H1公司收入9.4亿元，同比-9.3%，归母净利润0.75亿元，同比-55.2%。我们认为这是短期的改革阵痛，一旦改革成功，公司将摆脱以往孱弱的经销渠道，而更高效的经销和直营渠道有利于对公司新品的承接，有助于打破以往新品与渠道不匹配的桎梏。

图3：2018-2024 甘源食品营业收入情况（万元）

图4：2018-2024 甘源食品归母净利润表现（万元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

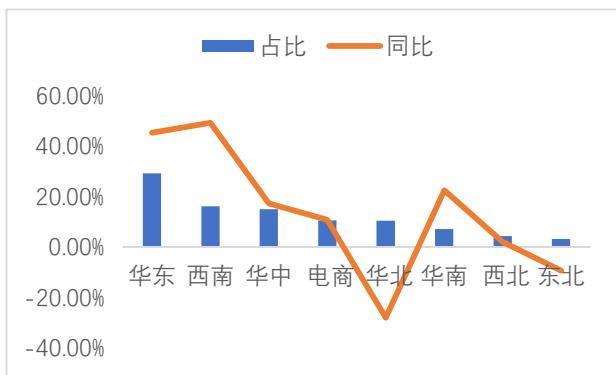


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

分地区来看：华东/西南/海外增长显著，区域收入占比分化加剧。公司在各地营业收入相对均衡，从2018年至2024年，甘源食品在除华北和东北外各地区的营业收入呈现逐年增长的趋势。其中，华东地区和西南地区的收入增长最为显著，24年华东和西南地区的营业收入分别同比增长45.31%/49.18%，成为甘源食品收入的主要来源。华东/西南地区的营业收入占比从2018年的23.25%/11.25%增长至2024年的29.15%/16.18%。优势地区的可持续高增长代表公司有更高的天花板，发展潜力较大。相比之下，华中、电商、华北、华南、西北和东北地区的收入虽然也在增长，但增速相对较慢，整体占比降低。

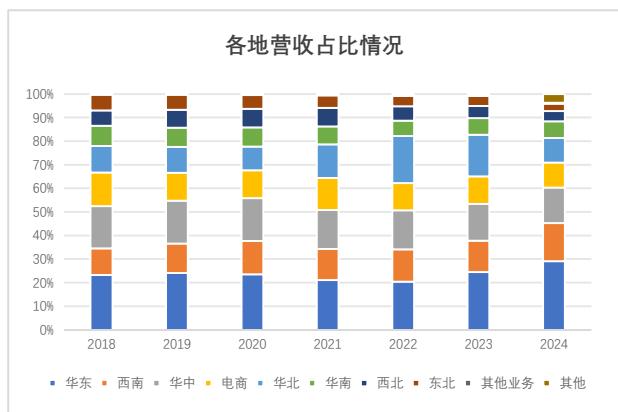
24年公司报表端境外占比提升了3.44pct至3.69%，而实际上部分海外订单通过境内经销商承接，加上这部分收入，我们推测海外收入占比达到10%以上，海外成为公司渠道最大的亮点之一。25年因越南税收问题导致25H1海外业务增长略不及预期，但报表端境外收入依然获得了161%的高增长。

图5：2024年分地区营收占比及增速：%



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

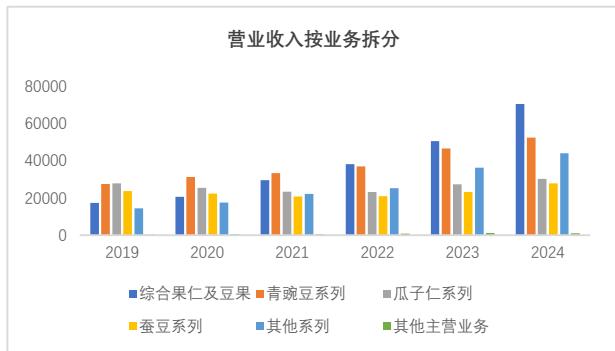
图6：2018-2024 甘源食品各地营收占比情况：%



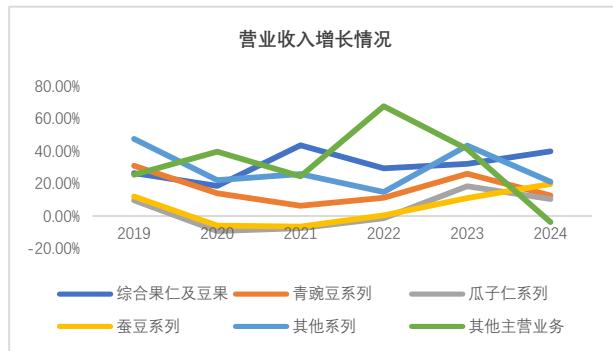
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

分产品来看：综合果仁及豆果及其他品类增速快，占比提升，成为主力产品。公司以老三样（青豌豆系列、瓜子仁系列和蚕豆系列）起家，一直以来是公司的基本盘，然而近几年来除了青豌豆保持较好的增速外，瓜子仁和蚕豆系列波动性较大，而综合果仁及豆果及其他品类近年来保持较高增速，成为占比第一/第三的产品系列。24年公司综合果仁及豆果/青豌豆系列/其他品类/瓜子仁系列/蚕豆系列营收占比分别是31.23%/23.21%/19.45%/13.37%/12.28%，营收增速分别为39.80%/12.56%/21.21%/10.48%/19.72%。综合果仁及豆果、其他品类不仅营收占比高还增速快，是公司品类收入增长的主要推动力。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，其中薯片、雪饼、仙贝等产品的销量在 2024 年得到了较快的增长。

图7：2019-2024 甘源食品各业务营业收入情况（万元）


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图8：2019-2024 甘源食品各业务营收增长情况


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

综合果仁吨价波动较大，传统品类维持稳定。综合果仁及豆果系列的吨价在 2019-2024 年呈现先增长后下降的趋势，吨价从 2019 年的 3.63 万元/吨增长到 2022 年的 5.54 万元/吨，再下降到 2024 年的 3.02 万元/吨。

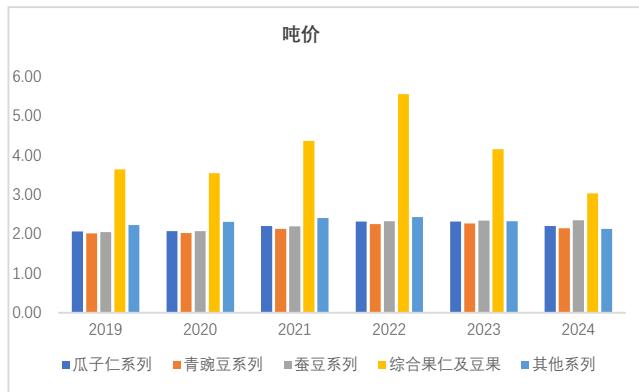
吨收入的波动主因吨成本波动。综合果仁及豆果系列的吨成本从 2019 年的 2.67 万元/吨增长到 2022 年的 4.05 万元/吨，2023-2024 年有所回落，24 年回落至 2.18 万元/吨，同比 -27.42%。推测主要因公司调整产品结构且对消费者进行让利，综合果仁及豆果吨毛利 24 年也同比下降 26.21% 至 8410 元/吨，24 年毛利率仅略微提升 0.33pct 至 27.84%。

老三样毛利率较高但有所下降。瓜子仁系列、青豌豆系列和蚕豆系列的吨成本相近且波动不大，但因吨价略有调整导致 24 年吨毛利有所降低。尽管老三样的毛利率维持在 40% 以上，但 24 年瓜子仁系列、青豌豆系列和蚕豆系列的毛利率分别同比 -0.35/-3.11/-3.08pct，分别至 44.69%/45.89%/41.00%，受销售价格及原料成本的多重影响。

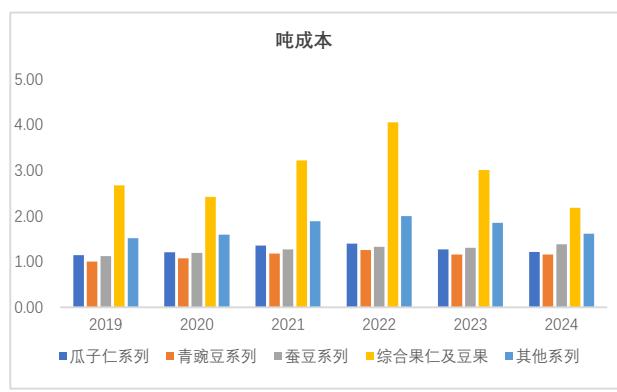
24 年棕榈油平均价格较 23 年同比增长约 10%，25 年价格略有回落，不过 25 年葵花籽、坚果成本压力较高，预计 25 年公司成本压力难以明显改善。

整体综合果仁及豆果系列毛利率水平较低，在 27% 左右，其他系列毛利率在 20% 左右且波动较大。24 年综合果仁及豆果/其他系毛利率水平分别为 27.84%/24.25%，分别同比 +0.33/4.28pct，盈利能力有所提升。

图9：2019-2024 甘源食品吨价
图10：2019-2024 甘源食品吨成本



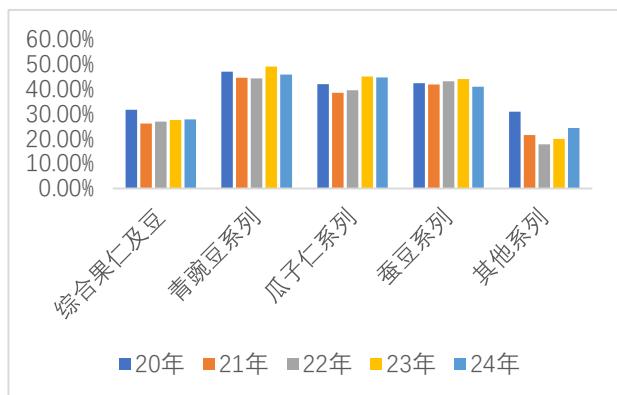
资料来源：同花顺、东兴证券研究所



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图11：分产品毛利率

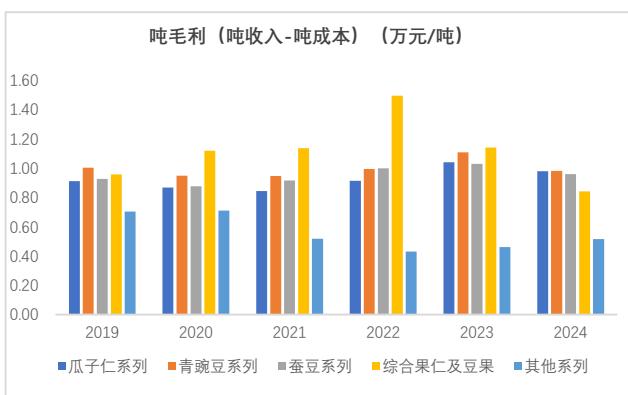
图12：2019-2024 甘源食品吨毛利



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图13：棕榈油现货价：元/吨

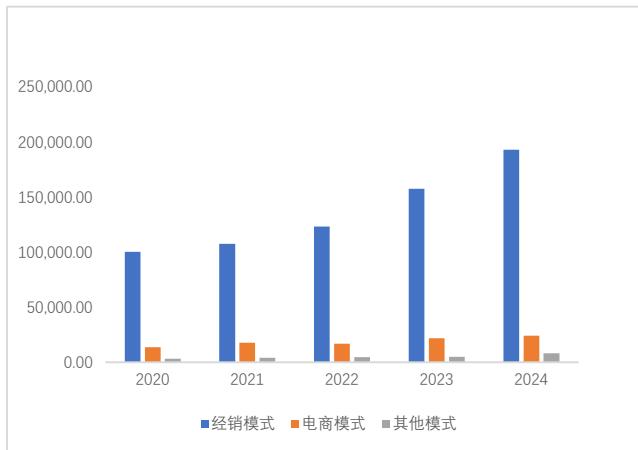




资料来源：同花顺、东兴证券研究所

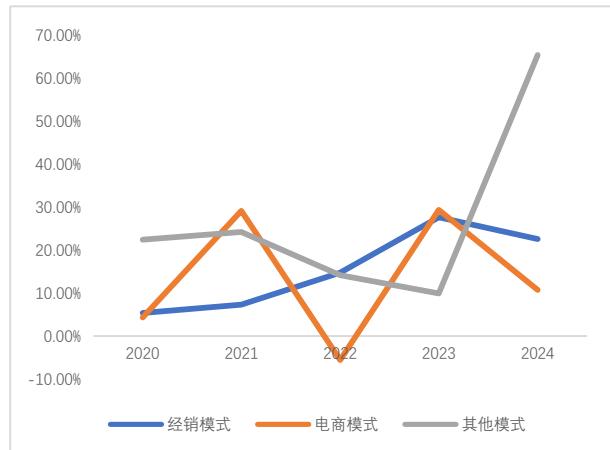
分渠道来看：经销主导地位稳固，直营发力，电商增长波动中蓄力。 经过多年的布局，公司逐步建立了完善的营销渠道，搭建了线下线上相融合的全渠道平台。经销模式始终是公司营业收入的主要来源，且随着营收扩大稳定增长，占比逐步增加（24年占比84.36%）。电商模式占公司总营收的10%左右，增长率有所波动。其他模式主要指商超直营、受托加工（含代工）等，占比较低，但23、24年公司开始重视直营渠道的建设，渠道渠道快速增长，占比有所提升。

图14：按销售模式划分的营业收入情况（万元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图15：渠道增长率



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

1.5 利润率回升，期间费用控制成效显著

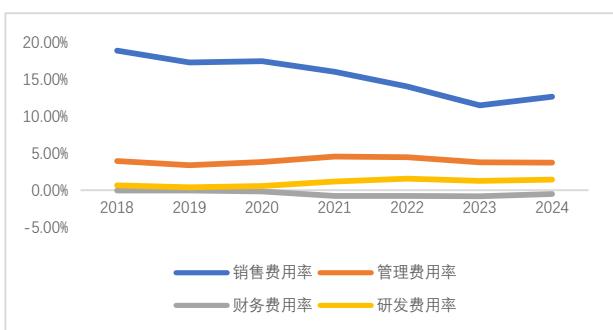
利润率经历了先下降后上升24年略回落的变化。 自2019年起，公司的毛、净利润率逐渐下降，主要是棕榈油等原材料价格上升所致，棕榈油价格自20年开始大幅上升。2021年会计准则将运输费用从销售费用调整为营业成本的变化也导致毛利率下降，直至2022年达到最低点，随后棕榈油原材料价格大幅回落以及安阳工厂效益提高，23年公司毛利率明显回升，主要得益于老三样及其他产品毛利率明显回升，而综合果仁及豆

果因渠道让利和产品结构调整毛利率变化不大。2024年公司毛利率35.46%，同比-0.7pct，我们推测跟量贩零食渠道毛利率较低有关。

公司在控制期间费用率方面表现出色，总体呈现出下降趋势，主要是由于促销费用减少使得销售费用率降低，反映出公司整体费用控制较好。销售费用率的增速缓慢增长，使销售费用率从18年的18.94%下降到24年的12.67%。拆分来看，工资福利以及促销费用占比较大；二者的费用率均在21-23年呈现显著下降趋势，使销售费用率在23年达到低点。管理费用率在近5年中先上升再下降，在21年达到4.56%的最高点，此后逐步下降保持平稳。工资福利是管理费用的主要组成部分，管理费用率与其费用率变化趋势基本同步；销售费用率和管理费用率近年来的下降趋势共同反映了公司控制期间费用取得的显著成效。

综合来看，净利率的变化原因可拆分为两个阶段分析：19-22年的下降主要来自于毛利率的下降，管理费用率的上升也起到了一定作用。22年以来毛利率回升同步带动净利率回升，但净利率回升幅度显著高于毛利率，这来源于销售费用率和管理费用率的大幅下降，反映了公司控制期间费用取得的显著成效。

图16：2018-2024 甘源食品期间费用表现



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图17：2018-2024 甘源食品毛利率和净利率情况



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

2. 休闲零食增长稳定，行业发展前景广阔

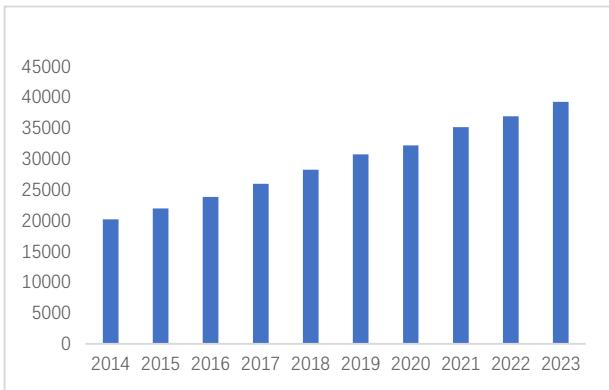
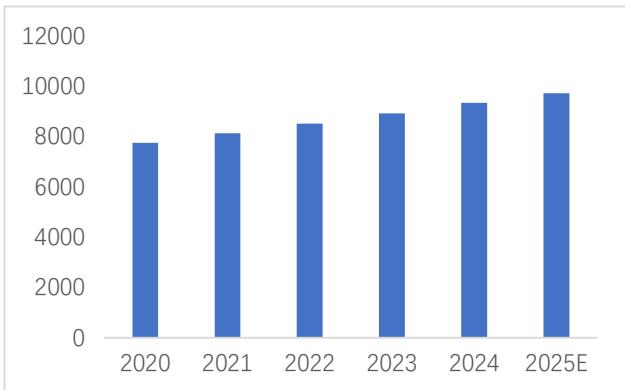
2.1 市场规模增长稳定，人均消费潜力巨大

休闲零食增长稳定，未来发展空间广阔。据中商产业研究院，受人均可支配收入增长、消费场景日益丰富、创新产品的不断推出以及销售渠道不断拓展等因素所推动，2025年中国休闲食品行业的市场规模预计达到9720亿元，近五年年均复合增长率为4.64%。美味、安全、健康、营养是食品新消费的趋势，甘源食品所深耕的中华传统五谷小吃符合当代社会追求粗粮膳食的健康趋势，其成长性有望长期超越行业平均水平。

休闲零食人均消费低于美日等国，发展潜力巨大。欧睿数据显示，2022年中国休闲零食人均消费量/消费额分别为14kg/500元，2022年美国/日本/全球平均人均休闲零食消费量分别为70/42/27kg，人均休闲零食消费额分别为4908/2821/942元。与美国、日本等发达国家相比，我国休闲零食的人均消费量与消费额都存在较大差距，甚至尚未达到全球平均水平。但从长远来看，随着国民人均可支配收入稳步增长，消费者对休闲食品的需求逐步增加，休闲食品在各类场景中的消费也会愈发广泛，中国休闲食品市场的人均消费量和消费额有望在未来实现长期、稳定的增长，展现出巨大的发展潜力。

图18：中国休闲食品行业市场规模（亿）

图19：我国人均可支配收入变化情况（元）



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

资料来源：中商产业研究院、东兴证券研究所

2.2 产品创新与渠道拓展并进，推动休闲食品行业多元化发展

产品创新与渠道拓展助力休闲食品行业多元化发展。休闲食品行业在产品、渠道、消费场景等方面发生了显著变化，以满足消费者对健康和多样性的需求。产品种类上，鹌鹑蛋、魔芋、风味坚果等兼具口味和功能的零食受到青睐，技术创新推动了新产品的不断推出。

2.2.1 渠道快速变化，挑战企业应变能力

渠道方面，随着电商的快速发展，线上销售渠道已成为休闲食品行业的重要组成部分。电商平台提供了更广阔的市场覆盖和更便捷的购物体验，吸引了大量消费者。线下渠道也在不断创新和拓展，包括高端会员店、零食专卖店、零食量贩店等多种形态，满足了不同的消费者在不同场景下的购物需求。

量贩零食行业发展迅速。虽然已经经历了2年的快速发展期，但量贩零食行业依然处于抢占部分传统零售商释放的市场份额，门店依然处于扩张阶段。头部品牌如“鸣鸣很忙”在2024年底全国门店已超过1.4万家，“好想来”门店数突破1.2万，其中八成以上集中在近三年开出。据艾媒咨询预测到2025年，国内量贩零食门店的数量将达4.5万家，市场规模将达1239亿元。

抖音电商崛起，蚕食传统货架电商。根据晚点财经数据，市场份额第一的淘系份额下降至37%，第二名京东则被拼多多取而代之。两大传统货架电商的市场占有率被后来者不断蚕食。据36氪报道，2024年抖音电商的商品交易总额(GMV)约为3.5万亿元，同比增长超过30%。然而，进入2025年，抖音电商的增长速度有所放缓，目标GMV为4.2万亿元，增速约为20%。随着平台流量红利边际减弱、投放成本升高，品牌获客效率下降，转化成本上升，导致社交电商渠道增长于今年有所放缓，平台的竞争愈发激烈。今年Q1多家头部零食企业抖音数据不及预期。

传统商超：焕新升级，重获生机。在电商和新兴零售业态的冲击下，传统商超面临转型压力。近年来，随着“胖东来模式”在全国商超业态中引发模仿潮，传统商超通过“动线重构、SKU优化、场景再造”等改造升级行动，激发消费者体验与购买意愿。例如，步步高梅溪湖店经过调改后，日均销售额增长7倍之多；郑州永辉信万广场店经过调改后，日均销售额增长13.9倍。此外，物美集团也宣布旗下学清路店将作为首个向胖东来学习的调改门店，进行全面优化，包括引入胖东来的优质商品、提升员工薪酬、减少工时等。部分商超调改焕发生机，客流量回升，此外在调改后的商超更加重视选品，自主烘焙、品质零食为重点培育品类，占比有所提升，利好产品能够进入调改渠道的头部零食企业。商超调改渠道、盒马、Costco、山姆等会员制商

超均是头部品牌重点渠道，一旦产品进入便能带来可观增量营收，建议持续关注新品进入该渠道带来的投资机会。

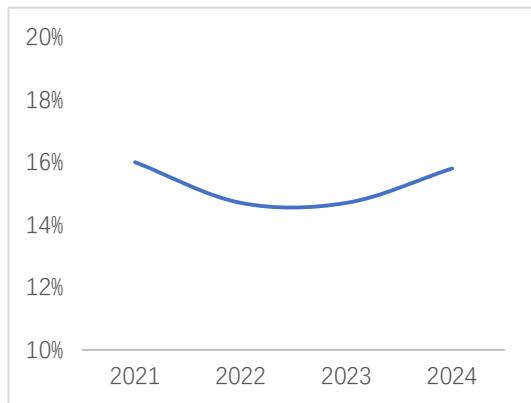
分销渠道：步履艰难，仍持续布局。传统分销渠道受电商、量贩零食等新兴渠道冲击生存空间进一步压缩，部分经销商持续亏损，步履艰难。然而分销渠道凭借灵活的下沉覆盖、较低的获客成本和稳定的毛利结构，分销渠道仍是多数品牌深耕三四线及农村市场的首选。在行业整体转向“提质增效”的阶段，分销体系的数字化转型与精细化管理能力成为衡量企业渠道穿透力的关键，多数企业也在努力通过技术、人员或管理方面的支持帮助经销商走出困境，建立更加稳固的利益共同体。

总体来看，当前行业渠道竞争正由早期的“抢地盘、拼覆盖”逐步转向“拼效率、拼运营、拼产品力”的深水区。如何在不同渠道结构中实现成本控制、流量转化与品牌建设的协同，成为企业能否穿越周期的核心变量。渠道适配能力、组织响应速度、终端掌控力正在重塑行业新一轮竞争格局。

2.2.2 休闲食品市场分散，24年集中度有所回升

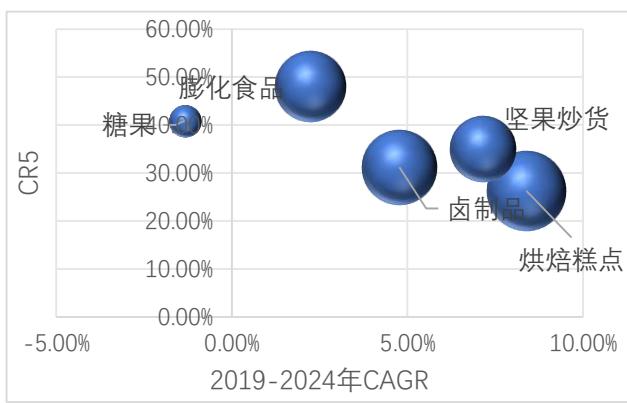
中国休闲食品市场体量大，品类多、市场集中度低，市场相对分散，2024年国内企业休闲食品行业CR5仅为15.8%，而2021年美国、日本休闲食品行业终端口径CR5分别为40.90%、27.60%，我国休闲食品集中度仍有提升空间。从2021年-2024年行业集中度走势图中可以看出我国休闲食品行业集中度在24年之前呈现下行趋势，24年有所回升，推测因抖音、量贩零食、会员店等渠道更加重视选品推动行业集中度提升，我们认为这个趋势可以持续。行业龙头企业包括三只松鼠、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品等公司市占率有望进一步提升。

图20：2021-2024 休闲食品行业 CR5



资料来源：新浪财经、松果财经、零售商业评论、东兴证券研究所

图21：休闲零食细分品类规模及增速、CR5

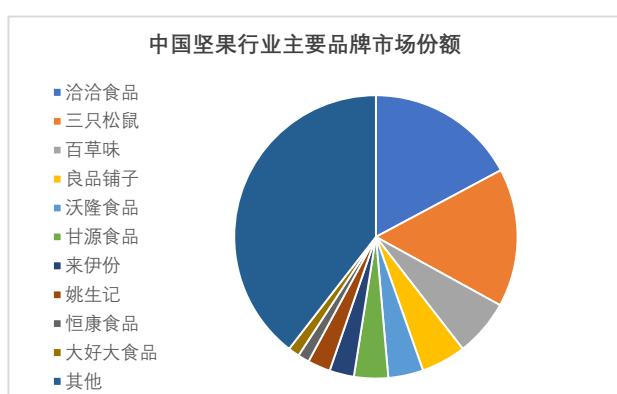


资料来源：艾媒咨询、中国产业信息网、中国食品工业协会、前瞻产业研究院、东兴证券研究所

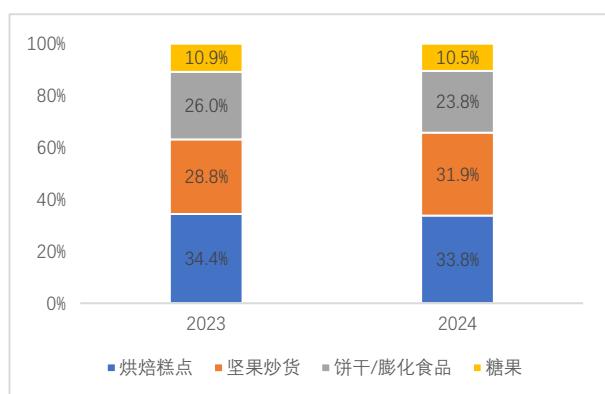
2.3 坚果炒货市场分析

中国休闲食品市场几大品类分别为烘焙糕点、坚果炒货、饼干膨化食品、卤制品、糖果等。坚果炒货和烘焙糕点增速相对较高，在8%左右，行业集中度近几年快速提升，分别达到35%/26%。而糖果、饼干、膨化食品外资占比较高。2024年，坚果炒货受到消费者欢迎，线上市场占比有所提升(+3.1pct)，饼干/膨化市场占比下滑2.2pct，烘焙糕点、糖果品类占比较为稳定，无较大波动。据马上赢统计，2025年春节期间，坚果炒货线下销售CR5较去年同比增长5.84%，市场集中度进一步提升。

分坚果和豆类炒货来看, 治治在坚果中排名第一, 甘源在豆类炒货中排名第一。洽洽食品市占率高达 17.2%, 三只松鼠紧随其后达 15.8%, 百草味 (6.5%)、良品铺子 (5.1%) 和沃隆食品 (4.0%) 均为市场重要参与者, CR5 达到 48.6%。豆类炒货方面, 根据魔镜统计, 甘源食品 2022 年在淘系平台豆类炒货中 GMV 市占率为 24.7%, 排名行业第一, 大幅领先其他企业。据马上赢统计, 2025 年 6 月公司的青豆/豌豆销售额在线下渠道中排名第一。

图22: 我国坚果行业主要品牌市场份额情况


资料来源: 智研咨询、东兴证券研究所

图23: 淘系、京东、抖音平台坚果炒货、烘焙糕点、饼干/膨化食品、糖果市场份额占比


资料来源: 魔镜洞察、东兴证券研究所

图24: 春节期间市场集中度 CR5 对比


资料来源: 蓝鲸新闻、马上赢、东兴证券研究所

行业内主要的企业可以大致分为两类：一类是生产型企业，这类企业大多有其所专注的特色产品，例如甘源、洽洽专注于坚果炒货。但也有部分企业拥有多个大单品，如盐津铺子，大单品包括魔芋制品、鹌鹑蛋、豆干、烘焙、坚果果干等。另一类企业则是提供多种休闲零食的平台型企业，这些企业的产品线广泛，涵盖了各类休闲食品，例如来伊份、三只松鼠、百草味、良品铺子等，其中三只松鼠正在从平台型企业跨入制造型企业。

坚果炒货 2023 年行业规模达到 2285 亿元，同比增长 7.6%。根据原材料，坚果类产品可分为籽坚果（包括花生、葵花籽、南瓜籽、西瓜籽等）与树坚果（包括杏仁、核桃、腰果、榛子、巴西坚果、开心果等）两类，我国目前的坚果消费仍以籽坚果为主，但树坚果增速较高。

豆类休闲食品行业品牌众多，竞争激烈。除了甘源食品外，良品铺子、三只松鼠、百草味等知名品牌也在布局豆类休闲食品。这些品牌在产品种类、口味、品质、价格、品牌知名度和营销渠道等方面各有优势。而甘源食品凭借多年在豆类零食领域的深耕，在产品口味创新和生产工艺上具有一定优势，其经典的青豌豆产品深受消费者喜爱。

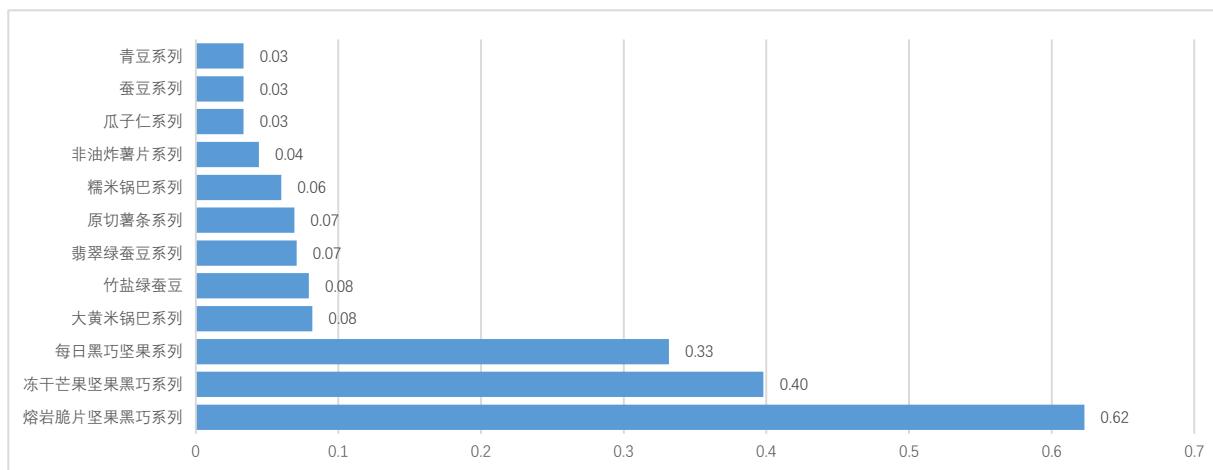
3. 依托产品创新，推进全渠道突破，高端会员店和海外市场持续布局

3.1 公司具备产品创新优势，口味突出

公司主打产品（老三样）青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列以其特色口味获得消费者喜爱。公司开发出了蟹黄味、香辣味、酱汁牛肉味等风味，并不断延展产品风味和包装，满足了不同地域和消费场景的需求。凭借着在“口味”方面的深厚功底，公司开发出口味型坚果、综合果仁等产品，19-24 年综合果仁及豆果 5 年 CAGR 为 32.37%，且 24 年依然保持了 39.8% 的增速，为公司第一大品类（营收占比 31.21%）。

2024 年，公司进一步推出了一系列新产品，包括：黑金蒜香菜味翡翠豆、竹盐绿蚕豆、竹盐黑豆、豆乳黑芝麻味大黄米锅巴、黑蒜藤椒糯米锅巴、海盐黑胡椒味鲜切薯条、益生元青瓜味薯条、谷物粗粮薯片、致每每日黑巧坚果、果果嘿巧熔岩脆片夏威夷果黑巧、果果嘿巧冻干芒果夏威夷果黑巧等多个产品。新品价位带较老三样更高，渠道需要适应期以配合铺货，预计未来随着公司渠道的进一步调整以适配更高端的产品，新品同样能迎来放量成长从而带动公司价位带上移。

图25：公司主要产品单价（元/g）



资料来源：京东、淘宝、东兴证券研究所

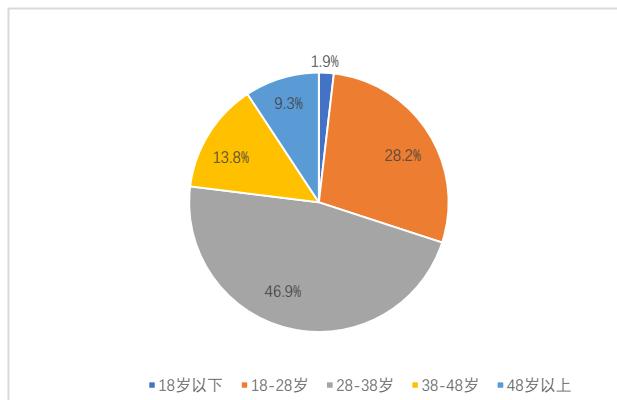
零食消费人群趋于年轻化, 口味口感等成为消费者购买主要决策因素。口味型坚果逐步受到欢迎, 也成为许多商家突破坚果销量瓶颈的突破口。口味型坚果成为未来具有广阔发展空间的细分领域。根据《新消费时代休闲食品消费趋势研究》, 休闲食品网购消费者中 28-38 岁占比 46.94%, 18-28 岁占比 28.17%, 38 岁以下占 75%以上, 消费人群结构偏年轻化。根据《2023 年零食行业用户洞察报告》, GenZ 年轻群体是关注零食和购买零食的主要群体。且消费者零食购买的首要考虑因素为“口味”, 其次为价格、成分、口感等。

近年来, 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; 在各类新口味中, 网红口味增速最快, 芥末、蜂蜜黄油、怪味等口味凭借高消费规模已经占领了用户心智。良品铺子、甘源、洽洽食品等龙头企业多家企业相继推出特色风味坚果产品, 开拓口味型坚果市场。

我们推测目前口味型树坚果市场规模约为 55 亿元左右, 我国树坚果规模约 560 亿元, 口味型坚果占树坚果市场的 10%左右, 占比仍低, 我们认为未来口味型树坚果的市场规模将超过 150 亿元。

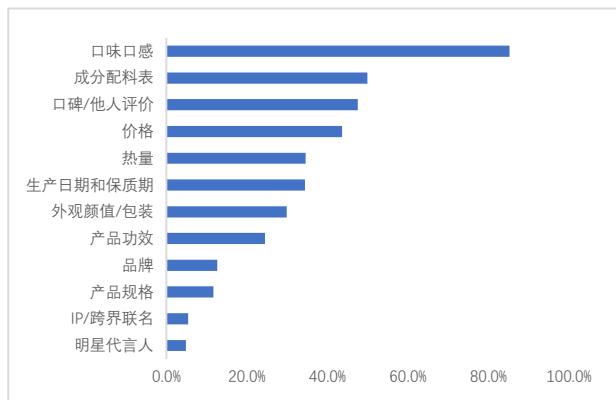
甘源通过创新口味成为口味型坚果炒货龙头品牌, 在风味的研发上具备优势。公司在坚果上同样的打破传统单一口味模式, 推出了包括芥末夏威夷果、冻干水果口味坚果、蜂蜜味夏威夷果等口味坚果以满足不同消费者的口味偏好。

图26: 休闲零食消费人群以年轻群体为主



资料来源: 《新消费时代休闲食品消费趋势研究》(商务部发布)、东兴证券研究所

图27: 口味成为消费者购买零食主要考虑因素



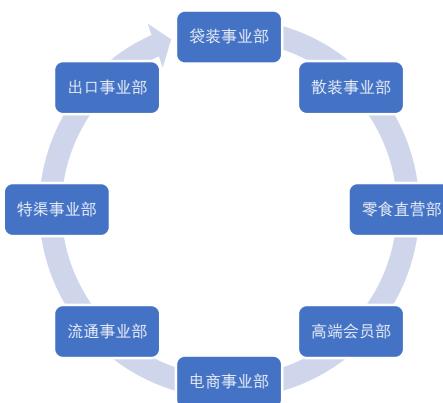
资料来源: 《2023 年零食行业用户洞察报告》(小红书发布)、东兴证券研究所

3.2 全渠道布局, 多元化发展态势明显

8大事业部综合发力, 渠道营销多元化发展。贯彻“全渠道运营, 精细化管理”的销售策略。2020 年, 公司的销售渠道主要以线下的经销商为主, 截止 2020 年上半年电商占比仅为 13.92%; 销售组织架构分三层, 包含大区、营业部和终端销售人员。自 2021 年开始, 公司计划将线上新渠道作为重点进行突围, 新增直营部, 搭建专业销售团队。2022Q4 公司对其事业部组织架构进行了细致调整。此次调整覆盖了从袋装食品到外贸出口等多个领域, 包括袋装、散装、零食直营、高端会员、电商、流通、特渠以及出口等八大事业部, 构建了一个全面而高效的业务生态系统。面对休闲零食行业渠道模式的快速变化, 公司重组销售组织结构, 并采取事业部制管理模式, 积极融入新兴销售渠道。通过这种策略, 不仅增加了产品线的多样性, 提高了品牌的市场辨识度, 还通过全渠道战略与多个主流销售平台建立了牢固的合作关系。公司利用多样化的产品结构来适应各渠道的不同特性, 同时也不断扩展产品种类, 推动业务规模的增长。2023 年上半年, 电商业务、高端会员店以及零食折扣渠道已经成为促进公司业绩增长的主要动力源。2024 年, 公司加强了渠道力建设, 进一

步加大 KA、BC、CVS 等传统渠道的网点覆盖率，稳固并扩大零食量贩店、电商平台、社交电商和直播带货、O2O 即时零售等新兴渠道的市场规模，积极探索更多元的渠道发展模式，深化全渠道战略。线上业务侧重新媒体渠道，目的是加大如抖音、快手等平台的销售量。2025 年，公司将持续深化“全渠道+多品类”战略，通过渠道覆盖率提升、产品矩阵优化以及供应链精细化管控来实现公司营业规模的可持续增长，同时推动产品出海，打造国际品牌。这一系列措施表明了公司在应对市场变化时的灵活性和前瞻性，确保了其在竞争激烈的市场中保持领先地位。

图28：甘源 8 大事业部结构图



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

电商渠道保持稳定。2024 年，甘源食品坚持全渠道发展战略，进一步加深与零食量贩店、商超会员店等系统合作，并开始调整与传统商超系统的合作方式，加强直营，重塑经销系统。

此外，公司大力发展线上电商短视频和直播、达播等新业态以及线上经销商合作，积极拥抱兴趣电商直播板块，不断开辟新的业绩增长点，销售规模进一步扩大。不过由于公司老三样产品单价较低，公司以往产品种类不多，不利于产品在电商渠道的销售，因此公司电商渠道一直没有获得大的发展，尽管社交电商增速高但传统电商渠道增速较慢。2024 年营业收入整体同比增长 10.75%，营收占比 10.59%。近年来电商渠道营收占比略有下降我们认为，随着公司产品 SKU 以及新品价值量的增加，公司电商渠道有望获得进一步的发展。25 年 H1 便验证了这一点，尽管公司整体收入下降，但电商渠道收入同比+12.42%，推测为社交电商收入大幅增长。

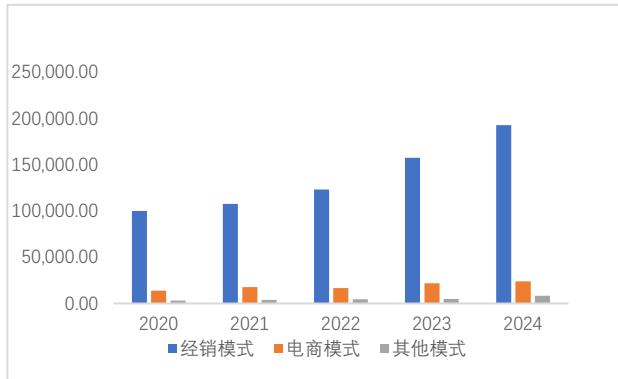
2023 年甘源食品发力线上线下渠道调整，借助抖音等平台拉动新增长，推进全渠道发展战略，发展电商短视频、直播等新业态，自播、达播销量有明显增长。截至 2025 年 8 月，甘源食品旗下的两个抖音账号“甘源零食旗舰店”“甘源官方旗舰店”已分别有 79.3 万人和 79.1 万人的粉丝数量，总计约 160 万的粉丝量，且每月的粉丝数量都在快速增长。

2025 一季度春节期间大幅收缩了低价礼盒直播业务，尽管带来了短期营业收入的下降，但有利于电商业务持续健康发展，截至 25H1 电商模式毛利率同比大幅上升 6.08pct 至 42.63%，明显高于公司整体毛利率（33.61%）。

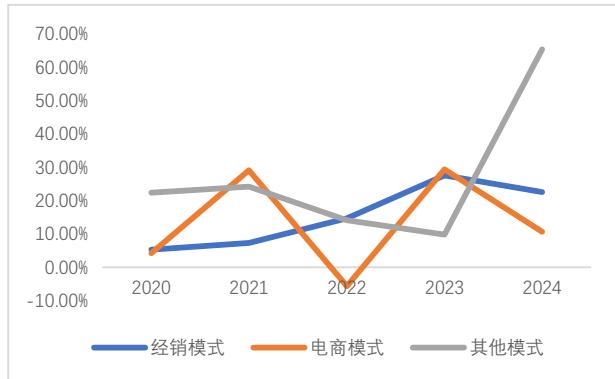
量贩零食渠道快速增长。目前，甘源食品已与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、好想来等为代表的众多零食量贩店建立了合作关系，主要合作产品包括青豌豆、蚕豆、瓜子仁、薯片、综合豆果、综合果仁、花生等多个系列产品。

2024年零食量贩渠道收入保持较高增速，成为公司增长的重要驱动力。我们推测，2024年的零食量贩渠道收入占比超过20%，25年依然保持较好增速，收入占比进一步增加。零食量贩渠道仍处于扩张期，尽管行业增速有所放缓，但是公司将通过进一步提升上架产品种类和SKU的数量，通过深化供应链合作和优化产品性价比来进一步抢占市场份额。该渠道的规模效应也将进一步摊薄成本，提升公司盈利能力。

图29：2020-2024年甘源食品营业收入按销售模式划分（万） 图30：各销售模式增长率情况



资料来源：同花顺、东兴证券研究所



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

3.3 山姆会员店引领高端消费潮流，甘源食品爆款产品助力销售突破。

山姆会员店作为全球知名的高端会员制商超，以其高品质的商品和独特的购物体验吸引了大量中高端消费者。截至2025年1月1日，山姆已经开业的门店数量有53家，年销售额估计超过1000亿元，增速为20%左右。此外，据不完全统计，还有23家门店进入筹建阶段。预计25年开始山姆每年新增8-10家门店，较之前的每年开约6家门店有所提速。

甘源食品自2021年起与山姆会员店建立合作关系，加州原野（霸州市）食品有限责任公司为公司经销商，山姆会员店目前通过该经销商与甘源食品合作芥末味夏威夷果产品，由经销商在甘源采购后进行再分装供应给山姆会员店销售。2021年10月该产品成为爆款，单月贡献收入达千万，2023年全年累计销售额超过1亿元，2024年销售额超过2.5亿元（终端收入）；这款产品也被列入了山姆的“必买坚果清单”，带动了公司高端会员店渠道的销售增长。2022年山姆渠道又新增咸蛋黄夏果等新品。尽管小部分产品下架，但新品黑金蒜香菜味翡翠豆于2024年10月上架，2025年6月底甘源又在山姆推出限定款鲜萃冻干榛果新品，包含冻干羽衣甘蓝牛油果、冻干椰浆芒果等多种口味组合。该产品以260g家庭装形式销售，售价79.9元。我们认为，近一年来公司推出的两款产品具备创新属性，深受好评且符合山姆调性，也有成为亿元级大单品潜力。

随着山姆等会员店在下沉市场的渗透，甘源可借助其大包装、高品质的商品策略，进一步覆盖家庭囤货及礼品消费场景。此外，山姆渠道起到示范效应，山姆渠道销售的成功有助于公司产品在其他渠道的推广。依托零食量贩和高端会员店渠道发展的综合果仁及豆果系列已超越传统的“老三样”成为公司的第一大品类，2024年同比增长39.80%至7.05亿元，营收占比达到31.23%。

图31：黑金蒜香菜味翡翠豆、芥末味夏威夷果、鲜萃冻干臻果



资料来源：山姆APP、东兴证券研究所

3.4 东南亚市场领航，多元布局稳步推进

海外渠道是公司 24 年重点发展的增量渠道，基于休闲零食海外市场前景广阔，公司坚果类和豆类产品符合东南亚口味，在拓展海外市场方面具有一定优势。在东南亚市场，甘源食品的产品获得了消费者的广泛认可，其中豆类产品尤为受欢迎。尤其在越南市场中，甘源食品的销量持续增长，显示出强大的市场竞争力；甘源食品还积极布局其他东南亚国家如印度尼西亚、马来西亚、泰国等地，并建立了相对稳定的合作关系。

2024 年，公司加大海外市场的拓展，境外经销商同比增长 16 家³¹。与此同时，公司出口业务实现了同比快速增长，2024 年境外地区收入 8318.66 万元，同比增长 1761.54%，我们认为由于公司很多产品是通过国内经销商运往海外，销售被算在了国内渠道，因此实际海外收入可能远高于 8318.66 万元，推测 24 年公司海外收入 2 亿元左右。

东南亚人口众多，有 6 亿左右，且人口结构年轻化，对休闲零食的需求大。据我国海关统计，2025 年前四个月，越南是我国坚果及制品出口最主要的市场，出口额为 0.7 亿美元，同比增长 159.3%。4 月当月，出口额为 0.2 亿美元，同比增长 400.8%。

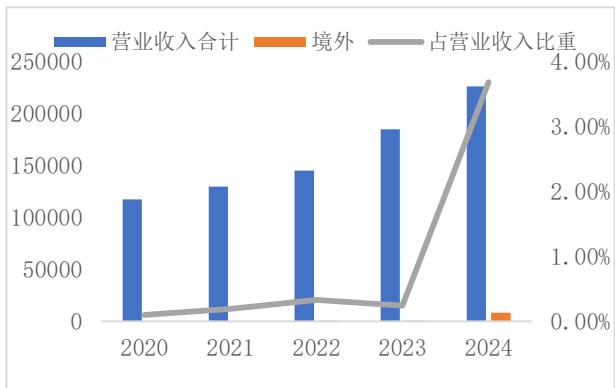
印尼有 2.8 亿人口，远高于越南的 1.003 亿，且 42.6% 的印尼人选择将吃零食作为日常活动，为坚果炒货出海展示了一个更具发展潜力的市场。目前印尼人均 GDP 已经达到 4960 美元，整体消费结构正从基础性需求向改善性消费转变，为休闲零食行业带来了快速发展的机会。2024 年，印尼的休闲零食市场规模达到 22.3 亿美元，其中坚果市场占 6.01 亿美元。本土市场相对集中，其中最为热门的坚果炒货产品来自 Garuda。作为印尼最大的休闲零食品牌之一，它在印尼的休闲零食市场有着接近 10% 的市场份额，以其花生零食和糖果产品而闻名。2024 年印尼电商市场的规模大约为 611 亿美元，年增长 5.5%，市场体量位居东盟首位。在 2019-2024 年的五年间，印尼电商市场复合增长率达到 28%，规模达到 2019 年的 3.4 倍，电商模式发展迅速，电商的快速发展也有利于海外食品的进入。

甘源食品在越南的胡志明市和河内分别布局了海外仓库，两个仓库一个位于越南南部，一个地处北部，两地相距约 1600 公里，覆盖了越南城市带集群的中心区域。同时，在东南亚市场推出综合果仁大礼包，精心搭配了 10 个品类的小包装坚果，深受当地消费者欢迎。除此之外，公司还组建了一支全由越南当地员工组成的直播团队，搭载 Shopee Live 直播平台，推动订单量激增，目前在越南市场的销售额已经超过了 1 亿元。

甘源食品于 2024 年四季度起，陆续在印尼、马来西亚等国家进行了深入的市场调研，了解目标国家的文化习俗、消费者偏好以及热销零食的情况，与产品经理对海外产品进行本土化设计。2025 年，公司董事长到印尼考察，强调要坚定 2025 年加大海外力度，加速印尼本地建厂，加快海外市场供应链建设。

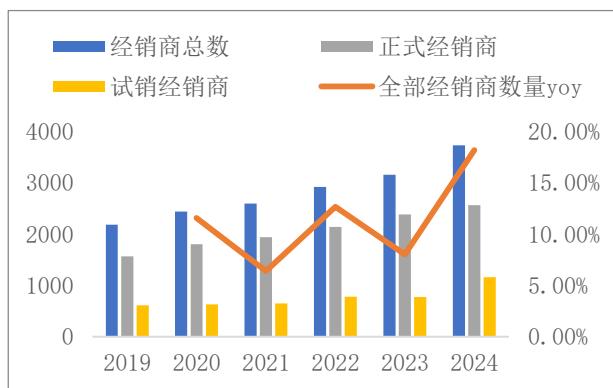
除了东南亚之外，甘源食品也在探索包括东欧、北欧在内的更多海外市场。未来随着海外团队的组建、产品的扩充、供应链管理的不断优化以及研发投入的不断增加，公司海外业务布局将进一步完善，为公司增长的主要引擎之一。

图32：公司境外收入情况（万元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图33：公司经销商数量变化



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

4. 公司盈利预测及投资评级：

我们推测直营转经销需历经约一年的时间，目前公司处于转型阵痛后期，曙光初现，加上海外市场已经逐步打开，量贩零食及山姆渠道依然具备充分的成长空间，我们认为公司业绩大概率触底，后面有望逐季好转。我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为 2.54/3.72/4.39 亿元，对应 EPS 分别为 2.73/3.99/4.71 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 22/15/13 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

海外市场拓展不及预期；

原材料，尤其是棕榈油价格波动风险；

经销转直营效果不及预期；

新品推广不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	1262	1248	1423	1551	1569	营业收入	1848	2257	2191	2482	2759
货币资金	648	532	777	892	916	营业成本	1178	1457	1442	1614	1785
应收账款	29	104	68	96	96	营业税金及附加	19	20	18	22	24
其他应收款	4	6	6	7	8	营业费用	212	286	361	340	359
预付款项	32	79	92	107	123	管理费用	70	85	107	101	102
存货	177	260	261	265	269	财务费用	-15	-11	-10	-11	-10
其他流动资产	15	33	33	36	38	研发费用	23	32	29	27	28
非流动资产合计	833	1023	1094	1176	1261	资产减值损失	5.04	3.28	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	2.67	4.61	2.60	3.30	3.50
固定资产	525	673	681	697	717	投资净收益	9.36	6.10	6.71	7.38	8.12
无形资产	98	118	141	162	183	加：其他收益	38.73	49.09	49.53	48.00	50.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	406	441	302	446	531
资产总计	2095	2270	2516	2727	2830	营业外收入	1.08	0.64	0.86	0.75	0.80
流动负债合计	297	417	414	432	455	营业外支出	4.31	1.76	3.64	3.24	2.88
短期借款	0	40	40	40	40	利润总额	403	440	299	443	529
应付账款	111	141	134	150	166	所得税	74	64	45	71	90
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	329	376	254	372	439
一年内到期的非流动负债	2	5	5	5	5	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	113	138	134	133	135	归属母公司净利润	329	376	254	372	439
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
负债合计	410	556	548	565	590	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	27.36%	22.18%	-2.92%	13.29%	11.14%
实收资本（或股本）	93	93	273	273	273	营业利润增长	91.67%	8.69%	-31.63%	47.77%	19.08%
资本公积	941	948	956	963	970	归属于母公司净利润增长	107.87%	14.32%	-32.46%	46.57%	17.86%
未分配利润	679	755	882	1068	1288	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1685	1715	1968	2161	2388	毛利率 (%)	36.24%	35.46%	34.21%	35.00%	35.30%
负债和所有者权益	2095	2270	2516	2727	2830	净利率 (%)	17.81%	16.67%	11.59%	15.00%	15.91%
现金流量表					单位:百万元						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产净利润 (%)	15.71%	16.57%	10.10%	13.66%	15.51%
经营活动现金流	258	327	316	386	494	ROE (%)	19.53%	21.94%	12.91%	17.23%	18.38%
净利润	329	376	254	372	439	偿债能力					
折旧摊销	61.26	66.24	65.74	72.50	80.15	资产负债率 (%)	20%	24%	22%	21%	21%
财务费用	-15	-11	-10	-11	-10	流动比率	4.25	2.99	3.43	3.59	3.45
应收账款减少	-7	-75	36	-28	0	速动比率	3.65	2.37	2.81	2.98	2.86
预收帐款增加	0	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-54	-167	-40	-62	-79	总资产周转率	0.90	1.03	0.92	0.95	0.99
公允价值变动收益	3	5	3	3	4	应收账款周转率	73	34	26	30	29
长期投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.77	17.88	15.92	17.45	17.43
投资收益	9	6	7	7	8	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-162	-321	-31	-208	-390	每股收益(最新摊薄)	3.58	4.14	2.73	3.99	4.71
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.45	-1.72	0.90	0.42	0.09
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	18.07	18.40	7.21	7.92	8.75
普通股增加	0	0	180	0	0	P/E	16.59	14.35	21.80	14.87	12.62
资本公积增加	5	7	7	7	7	P/B	3.29	3.23	8.24	7.50	6.79
现金净增加额	42	-161	245	115	25	EV/EBITDA	11.07	10.40	43.54	30.37	25.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07
行业深度报告	食品饮料行业 2025 年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
行业普通报告	食品饮料：五一假期消费市场活跃，带动餐饮市场恢复	2025-05-09
行业普通报告	食品饮料行业：复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响	2025-04-16
行业普通报告	食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点	2025-04-03
行业普通报告	食品饮料行业周报：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数)：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数)：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526