

2023年05月30日

买入（首次覆盖）

甘源食品（002991）：迎加速期，口味型坚果龙头崛起

——公司深度报告

证券分析师

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

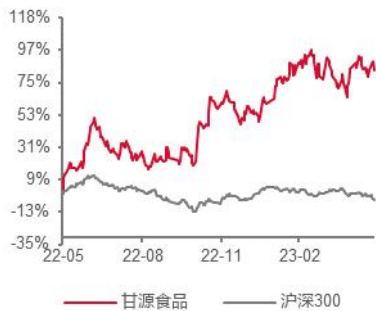
rxf@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

总股本(万股)	9,322
流通A股/B股(万股)	3,642/0
资产负债率(%)	18.97%
市净率(倍)	5.16
净资产收益率(加权)	3.59
12个月内最高/最低价	95/46



相关研究

- 劲仔食品（003000）：公司深度报告：改革有力，青云万里-20221121
- 盐津铺子（002847）：公司深度报告：弯道超车，改革成效显著-20221102

投资要点：

- 甘源食品为口味型坚果龙头。同时基于口味型坚果长期深耕以及较早的全国布局，在零食赛道优势突出。而在本轮零食渠道变革加速的环境下，我们认为制造型龙头有望成为“笑到最后的人”。甘源食品专注树坚果、多品布局、持续研发，不仅能够适应不同渠道需求，拿到更多SKU订单，零食专营系统进入较晚但发展较快，还能通过供应链调整，逐步提升规模效应；而公司KA等渠道经验充足，无论从品牌势能、还是客户服务、供应链保障，从高势能渠道进入其他渠道往往更加容易，在公司单独拆分不同渠道不同包装事业部后，我们认为今年渠道弹性较强确定性较高。
- 业绩：长期高质量成长，短期迎加速。公司2016-2022年营收、归母净利润复合增速分别为12.70%、21.47%，整体盈利增长快于收入；疫情前该特征更加突出，2016-2019年营收、归母净利润复合增速达16.13%、50.50%，在老三样稳定、新品收入提升背景下，产品提价，叠加单位原材料、制造成本持续下降，结合费效比提升，盈利增长持续快于收入；疫情以来，公司受成本、新品铺市和疫情影响，收入、盈利均受到一定影响，2019-2022年营收、归母净利润增速分别达9.36%、-1.96%。2022年下半年以来，受益芥末味夏威夷果在会员超市放量以及公司渠道改革，业绩逐步加速，近三个季度业绩持续加速。我们预计，基于公司事业部改制带来的多个渠道、散装及定量装的精细化管理，随着公司新品持续落地，下半年有望进一步带来业绩弹性。
- 公司：产品推陈出新，渠道改革深挖红利。①产品专注，持续迭代，研发为业绩发动机：老三样（青豌豆、瓜子仁、蚕豆）占比约6成，规模效应强、净利率突出；同时通过较强的口味型坚果及树坚果研发经验和能力，每年持续推新，成为渠道扩张发动机。2022年下半年芥末味夏威夷果推出后迅速成为爆款。2023预计仍有大单品推出。②事业部改制，全渠道扩张：2022年公司事业部改制，分为袋装、散装及各个渠道共8个事业部，管理更加精细化，电商迎来新的掌舵人。2023年通过产品包装、价格等适应性改革及渠道推动，公司在全渠道发力的基础上，更容易抓住渠道红利。从全年角度看，预计高端会员店、零食专营系统、线上有望继续延续一季度以来强势表现。
- 行业：分散持续，行业进入以质取胜阶段。①行业稳增，分散持续：2021年零食行业规模1.12万亿，自高成长阶段进入稳增长阶段，同时因品类及渠道分层竞争，CR5多年持续下降。②进入以“质”取胜阶段，制造龙头对渠道龙头替代进入加速阶段：在经历了生产为王（2000年前）、渠道为王（2000-2010年）、渠道去中心化（2010-2020年），行业进入到以质取胜阶段，综合供应链实力（产能、研发、渠道触达）将成为制胜法宝；制造龙头因为规模效应和研发优势，整体费用低盈利高，对渠道龙头产生替代并逐步加速。③零食专营短期为催化剂：零食渠道商超及现代渠道价格高、线上龙头OEM为主性价比有限连带率较低、流通渠道缺少散称品类有限，零食专营店通过缩短供应层级、高SKU、极致性价比，短期区域割据、快速扩张，壁垒有限，但制造龙头最为受益。④模式之差，先苦后甜：区别于主流渠道型龙头的无产能盈利弱，及单品型龙头的第二增长曲线发展困难，公司通过先“苦”（建立重资产供应链、口味坚果多品类、高势能KA渠道）后“甜”（专营店、高端会员店等新渠道占比快速提升），业绩弹性打开。
- 投资建议：基于有益公司的行业变革持续（短期零食专营爆发，长期制造龙头崛起），公司去年渠道改革见成效、多渠道放量、今年新品储备充足。我们预计2023/2024年公司归母净利润分别为2.66/3.42亿元，同比增速为68.04%/28.59%，对应EPS为2.86/3.67元/股，

对应P/E为30/23，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：零食专营店竞争加剧的风险；部分细分产品竞争加剧的风险；产品原材料价格波动的风险；食品安全的风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E
营业总收入	1450.68	2092.72	2658.31
(+/-)(%)	12.11	44.26	27.03
归母净利润	158.30	266.01	342.07
(+/-)(%)	3.03	68.04	28.59
EPS(元)	1.70	2.86	3.67
P/E	50.54	30.07	23.39

资料来源：同花顺，东海证券研究所，2023年5月30日

正文目录

1. 简介：口味型坚果龙头，业绩迎加速期	7
1.1. 股权结构：股权集中，股权激励调动员工积极性	7
1.2. 历史：专注产品，全渠道布局打开空间	9
1.3. 业绩：长期稳健，短期加速	10
1.4. 股价：渠道改革初见成效，短期向上	16
2. 行业：行业分散持续，甘源优势突出	16
2.1. 行业趋势：行业分散，渠道迎变革，零食专营加速	16
2.1.1. 行业进入以质取胜阶段	16
2.1.2. 零食专营短期为催化剂	22
2.1.3. 坚果千亿赛道，树坚果发展可期	28
2.2. 行业对比：模式之差，先苦后甜	31
3. 公司：产品持续推新，渠道改革初见成效	35
3.1. 产品：强研发下产品矩阵不断丰富	35
3.2. 渠道：布局全面，管理精细	40
3.3. 产能：双基地布局，规模效应待显	46
4. 盈利预测	48
5. 投资建议	48
6. 风险提示	49

图表目录

图 1 甘源食品股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）	7
图 2 公司发展历史	10
图 3 2016-2023Q1 营业收入及增速	11
图 4 2016-2023Q1 公司归母净利润及增速	11
图 5 2016-2022 年各产品营收占比	12
图 6 综合果仁及豆果、其他系列营收(亿元)及增速	12
图 7 2019-2022 年公司各产品销量(吨)及增速	12
图 8 2019-2022 年公司各产品均价(万元/吨)及增速	12
图 9 2019-2022 年公司各产品收入、量、价拆分	12
图 10 2017-2022 年公司各渠道营收占比	13
图 11 2016-2022 年综合毛利率及渠道毛利率	13
图 12 2016-2022 年综合毛利率及各产品毛利率	13
图 13 2020-2023Q1 公司期间费用率	14
图 14 2020-2023Q1 公司期间费用率拆分	14
图 15 现金、交易性金融资产及其他资产占总资产比例	14
图 16 现金、交易性金融资产占流动资产比例	14
图 17 销售收现/营业收入大于 1	14
图 18 经营现金流净额/净利润	14
图 19 2016-2023Q1 公司 ROE（摊薄）	15
图 20 公司股价走势图	16
图 21 休闲食品市场规模及增速	17
图 22 休闲食品市场分类占比	17
图 23 中美各类食品销售额占比	17
图 24 休闲零食国内外人均消费对比（kg）	17
图 25 休闲零食发展史	18
图 26 2016-2021 年购物网站市场份额（%）	19
图 27 2007 年-2021 年零食销售渠道占比	19
图 28 2002 年-2021 年连锁零售企业门店个数（家）	19
图 29 前 15 品牌 2014-2022 年市占率	20
图 30 2014-2022 休闲零食 CR5、CR10、CR15 变化	20
图 31 2014-2019 年市占率呈上升趋势的公司	20
图 32 零食各细分子行业复合增长率及市场集中度	21
图 33 2021 年中国消费者购买休闲食品的频率	21
图 34 2021 年中国消费者购买休闲食品时考虑的因素	21
图 35 2021 年中国消费者休闲食品消费场景分析	22
图 36 零食专营店发展阶段	23
图 37 代表公司门店数量（家）	23
图 38 零食很忙近三年销售额及增速	23
图 39 零食专营店区域布局	24
图 40 零食专营店和商超价值链分配对比（按照零食专营店终端价 10 元倒推）	25
图 41 单店模型（以零食很忙常规社区店为例）及敏感性分析	26
图 42 零食专营店空间测算	26
图 43 零食专营店发展核心瓶颈	27
图 44 零食专营店对利益相关方的影响	28
图 45 树坚果和籽坚果电商零售额占比	29
图 46 坚果客单价（元）	29

图 47 2019 年中、美、全球人均坚果消费量对比 (kg/人)	29
图 48 籽坚果和树坚果消费量占比	31
图 49 淘系平台豆类炒货/淘系平台坚果炒货/全市场坚果炒货市占率情况	31
图 50 可比公司 2022 年线下经销商数量及增长情况 (家)	33
图 51 可比公司 2022 年单个经销商贡献收入情况 (万元)	33
图 52 可比公司 2022 年营收情况 (亿元)	33
图 53 可比公司 2022 年净利润情况 (亿元)	33
图 54 可比公司 2022 年毛利率情况	34
图 55 可比公司 2022 年净利率情况	34
图 56 2022 年甘源食品同可比公司销售期间费用率比较	34
图 57 2022 年甘源食品同可比公司销售费用率明细比较	34
图 58 公司产品矩阵	35
图 59 公司历年部分新品	36
图 60 公司研发费用 (百万元)	38
图 61 同行业研发费率比较	38
图 62 2022 年公司各系列产品毛利情况	39
图 63 2019 年公司原材料成本占主营成本比重	39
图 64 全球棕榈油市场价格 (元/吨)	40
图 65 公司渠道布局	41
图 66 公司“5 个 1”工程	41
图 67 公司围绕两条路线拉动营收	41
图 68 2017-2022 年公司经销商数量变化 (家)	42
图 69 2017-2022 年公司正式经销商数量变动情况 (家)	42
图 70 公司分地区经销商 (包含试销) 数量情况	43
图 71 2017-2022 年公司单经销商提货额	43
图 72 经销商激励费用金额(万元)及占折扣前/折扣后经销商收入比例	43
图 73 2017-2019 年公司期末预收账款金额与期后收入结转金额情况	44
图 74 2017-2022 年公司现金流情况	44
图 75 2017-2019 年全年经销商预收账款金额与销售金额情况	45
图 76 2017-2019 年公司实际退换货情况	45
图 77 2017-2022 年公司电商模式收入构成	46
图 78 2017-2022 年公司电商模式细分毛利率	46
图 79 2017-2019 年公司电商自营业务收入构成(万元)	46
图 80 2017-2019 年公司电商平台销售收入构成(万元)	46
图 81 2017-2019 年公司产销情况 (单位: 吨)	47
图 82 2019-2022 年公司细分产品产量情况(吨)	47
图 83 2019-2022 年公司细分产品产销率	47
盈利预测与估值	2
表 1 公司 2022 年员工持股计划	8
表 2 员工持股计划的业绩考核	8
表 3 公司核心管理团队	9
表 4 公司现金流健康 (亿元)	15
表 5 2016-2022 年公司 ROE 拆分	15
表 6 零食专营店与高端零食店对比	22
表 7 前十零食专营品牌基本情况	24
表 8 零食专营店与超市价格对比 (元)	25
表 9 树坚果和籽坚果的价格比较	30

表 10 国内各类型代表零食企业情况	32
表 11 海外龙头零食企业情况	32
表 12 2022 年甘源食品同可比公司 ROE 和杜邦分析比较	35
表 13 公司部分专利	37
表 14 公司部分研发项目	38
表 15 公司研发人员变动情况	38
表 16 公司各系列产品均价	40
表 17 公司经销渠道细分布局	42
表 18 经销商合作协议内容及库存管理措施	44
表 19 公司新型线下渠道布局情况	45
表 20 公司线上（电商）渠道布局情况	46
表 21 公司生产基地情况	47
表 22 公司募投项目投资情况	48
表 23 甘源食品同可比公司估值比较	49
表 24 甘源食品绝对估值表	49
附录：三大报表预测值	51

1.简介：口味型坚果龙头，业绩迎加速期

甘源食品为口味型坚果龙头企业并在口味型坚果深耕多年。早期通过率先推出蟹黄口味瓜子仁和蚕豆逐步确立细分板块领导地位。目前，老三样（瓜子仁、蚕豆、青豆）增长稳健，芥末味夏威夷果等逐步成为公司第二增长曲线，同时通过持续推新结合全渠道销售改革，迎来快速增长期。

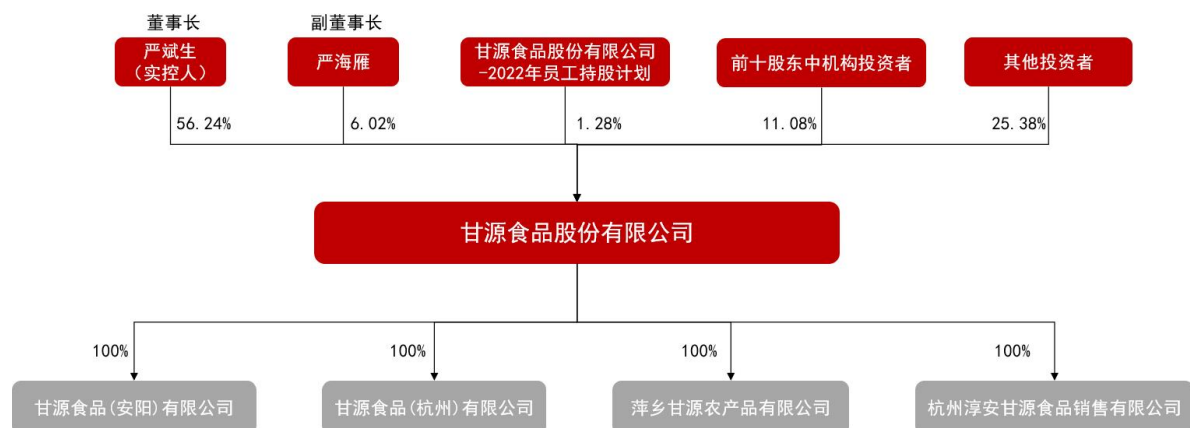
短期来看，渠道端，全渠道改革发力的情况下，高端会员店、线上渠道、零食专营系统有望率先发力带来较强弹性。行业供给端渠道变革成为公司需求端的底层支撑。而公司从高势能渠道起家（如KA）逐步开拓其他渠道相对更容易，费用相对较低，盈利相对稳健。**产品端**，产品改革（产品调价、包装调整）和战略大单品的推出则有望成为渠道发力的催化剂。公司较强的研发能力、较多的口味和坚果品类则成为新渠道高订单、以及不断变化市场中持续增加的订单的核心保障。

长期来看，①**渠道变革的最大赢家为零食制造商**。参考海外，较高采购成本、较高费用的渠道型龙头较难长期维持高市占率，伴随本轮渠道变革（会员店、零食专营店占比提升，线上龙头渠道红利减少盈利能力减弱），渠道型龙头的规模效应受到严峻考验。生产型龙头凭借研发、成本优势有望最终受益。②**多品类多渠道龙头往往最受益**。基于零食消费场景高连带率、口味不断变换、单个市场规模较小的行业特征，拥有更多的规模化品类的生产型龙头往往更能应变市场多变的需求并从中获利，也有望在新渠道中比单品型企业获得更大的订单。而公司基于树坚果及口味型坚果的多年深耕，在多品类生产型龙头仍相对空缺的当下，公司有望成为制造型龙头对渠道型龙头替代的过程中最受益的企业之一。

1.1.股权结构：股权集中，股权激励调动员工积极性

股权较为集中，结构稳定。公司董事长、创始人严斌生直接持有公司股份 56.24%，为公司第一大股东。第二大股东为副董事长严海雁，持股比例为 6.02%，股权较为集中，结构稳定。

图 1 甘源食品股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：wind，东海证券研究所

员工持股计划充分调动员工积极性，彰显公司发展信心。2022 年 4 月 28 日，公司发布 2022 年员工持股计划，向不超过 155 名员工（不含预留份额）授予不超过 125.58 万股，占公司总股本的 1.35%，受让价格为 25.66 元/股。业绩考核目标以 2021 年为基数，2022-2024 年营收和归母净利润增速目标相同，分别不低于 20%/56%/103%，对应 CAGR26.62%，彰显公司发展信心。2022 年收入、归母净利润增速均低于 20%，未完成业绩考核目标。

表 1 公司 2022 年员工持股计划

姓名	职位	拟认购份额 (万份)	占员工持股计划 总份额的比例
张久胜	副总经理	139.85	4.34%
严剑	董事、副总经理	115.45	3.58%
涂文莉	董事、财务总监	70.05	2.17%
万厚雄	董事	32.59	1.01%
梁祥林	董事	14.11	0.44%
谢义先	监事	18.73	0.58%
周国新	监事	14.11	0.44%
合计		404.90	12.57%
核心管理人员、核心骨干人员（不超过 148 人）		2659.66	82.54%
预留		157.81	4.90%
合计		3222.36	100.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 2 员工持股计划的业绩考核

考核期	业绩考核目标	
	营业收入增速（相比 2021 年）	净利润增速（相比 2021 年）
第一个考核期	2022 年 $\geq 20\%$	2022 年 $\geq 20\%$
第二个考核期	2023 年 $\geq 56\%$	2023 年 $\geq 56\%$
第三个考核期	2024 年 $\geq 103\%$	2024 年 $\geq 103\%$

资料来源：公司公告，东海证券研究所

注：净利润为归母净利润剔除员工持股计划及股权激励计划的股份支付费用影响的数值

管理层经验丰富，深耕食品行业。董事长严斌生拥有二十余年的零食行业经验，曾任职于广东七宝一丁、高明森和园等食品公司，其余高管均有丰富的食品行业与财务管理经验。公司董事长严斌生与副总经理严剑为兄弟关系，其余高管之间不存在近亲关系。

表 3 公司核心管理团队

姓名	职务	简历
严斌生	董事长、总经理、董事	1975 年出生，拥有二十余年的零食行业经验，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等。曾任甘源食品营销总监，执行董事；2012 年至今担任公司董事长、总经理、董事。
严海雁	副董事长、董事、副总经理、董事会秘书	1972 年出生，曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局。曾任甘源食品监事；2012 年 8 月至今担任副董事长、董事、副总经理、董事会秘书。
严剑	副总经理、董事	1978 年出生，曾任职于东莞市润达食品有限责任公司、江西正源食品工业有限公司。曾任甘源食品总经理、执行董事、现任公司董事兼副总经理。
张久胜	副总经理	1970 年出生，2021 年加入公司，曾任职于今麦郎(天长)饮料有限公司总经理，百事饮料(中国)有限公司运营总监，好彩头食品饮料有限公司生产中心总经理，现任公司副总经理。
梁祥林	董事	1965 年出生，曾担任深圳市高时石材有限公司、浙江苏强格液压股份有限公司等公司的财务总监。2017 年 7 月至今，任公司审计总监；2018 年 10 月至今，任公司董事。
涂文莉	董事、财务总监	1981 年出生，2017 年加入公司，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，现任公司财务总监兼董事。
万厚雄	董事	1976 年出生，2019 年加入公司，曾任职于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，现任公司人资行政中心总监职务兼董事。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2.历史：专注产品，全渠道布局打开空间

甘源食品成立于 2006 年，深耕休闲零食，以籽类休闲食品为起点，现已成为口味型坚果龙头企业，并于 2020 年 7 月在深圳证券交易所上市。

回顾公司发展历史，可以分为四个主要阶段：

(1) 2006-2012 年，做稳产品

2006 年，公司以老三样（青豆、蚕豆、瓜子仁）投入市场，同时不断研发新产品，随后增加辣味、肉味等口味；2009 年，公司率先将海外受欢迎的蟹黄味、芥末味等口味引进，凭借蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等爆款产品，提高品牌知名度，实现做稳产品。

(2) 2012-2015 年，整体放量

2012 年 8 月，迁入萍乡开发区，启用占地面积 300 亩的全新生产基地，年产量超 5 万吨，实现产能提升。2014 年，甘源天猫旗舰店上线；此外，公司凭借老三样（青豆、蚕豆、瓜子仁）在沃尔玛、家乐福、大润发等高势能渠道持续铺货，实现高速增长。

(3) 2015-2020 年，渠道精耕

1>线下，2018 年提出传统渠道+品牌专柜战略、散装+定量战略结合的推广策略，主推散装产品，打造品牌专柜，品牌专柜不仅增加渠道品牌露出提升品牌力，而且能够带来渠道

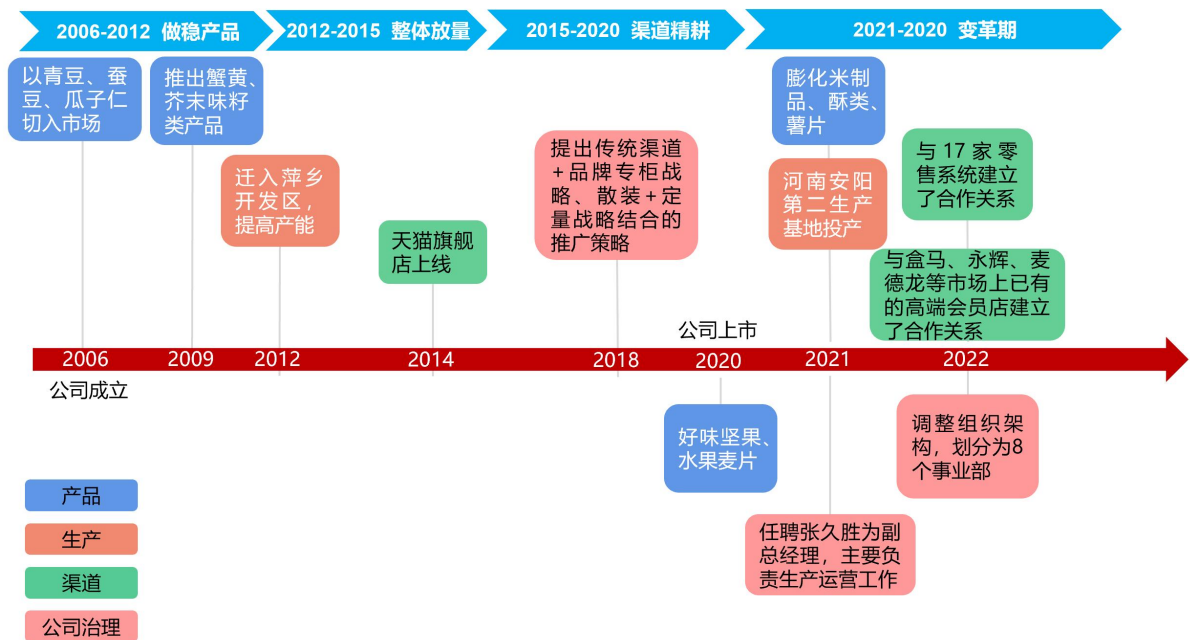
收入增量，2018 年营收明显加速，其中经销商收入增速好于公司整体收入增速。**2>线上**，2019 年公司入驻京东等数十家电商平台，2020 年成为淘宝（含天猫）豆类制品销量第一。

（4）2021-至今，变革期

①渠道：实现渠道改革，推进多渠道布局。**1>电商渠道**，2021 年 4 月，运营中心迁至电商资源优势明显的杭州，引进电商负责人，但受限产品供应链以及电商人才缺乏，发展不及预期。2022 年 10 月，外聘新的电商负责人，将运营中心搬迁至电商运营更为集中的杭州滨江区，重新组建团队，加大头部主播、达播、自播方面的业务铺设。**2>零食专营系统**，公司于 2022 年 5 月与零食很忙达成战略合作，导入 10 个左右豆类制品。2022 年与 17 家零售系统建立了合作关系，其中 9 月零食专营系统销售额达 1000 万元，12 月实现 2000 万元。**3>会员店**，2021 年 10 月芥末味夏威夷果进入高端会员店并成为爆款，截至 11 月底，单品累计出厂约 4000 万元。2022 年公司已与盒马、ole、永辉、麦德龙等市场上已有的高端会员店都建立了合作关系。

②公司治理：外聘专业人员，调整组织架构，丰富产品矩阵。**1>管理层**，2021 年 4 月，任聘张久胜为副总经理，主要负责生产运营工作；引进 5 个销售大区经理，其中 3 位具有突出的散装业务能力。**2>组织架构**，2022H2 公司开始扁平化管理渠道部门，根据渠道特性划分为袋装、散装、零食直营、高端会员、电商、流通、特渠与出口 8 个事业部，各事业部外聘专业管理人员，提高销售效率，其中商超团队划分为了散装和袋装两个团队，进一步保障目标执行。**3>产能**，2021 年 10 月，河南安阳第二生产基地投产，产能 3.6 万吨，主要生产膨化和烘焙类产品，丰富产品矩阵。当前形成了南北两大现代化生产基地的产能布局，产能辐射全国。

图 2 公司发展历史



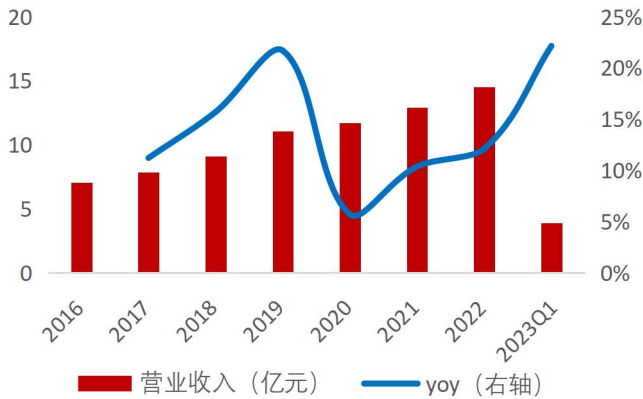
资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

1.3.业绩：长期稳健，短期加速

营收及归母净利润：长期稳健，短期加速。2022 年公司营收、归母净利润分别达 14.51 亿元（+12.11%），1.58 亿元（+3.03%）。（1）**长期来看**：公司 2016-2022 年营收、归母净利润复合增速分别为 12.70%、21.47%，整体盈利增长快于收入；疫情前该特征更加突出，2016-2019 年营收、归母净利润复合增速达 16.13%、50.50%，在老三样稳定、新品收入

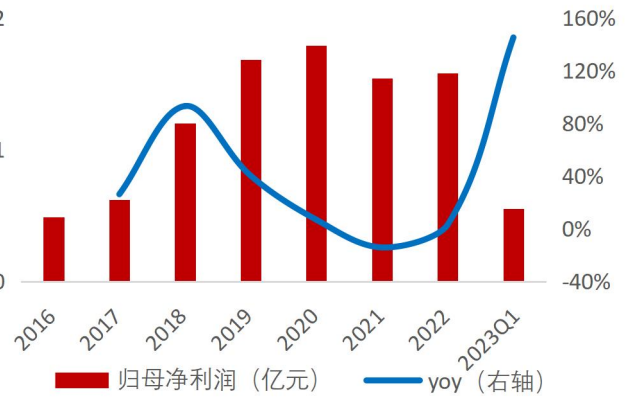
提升背景下，产品提价，叠加单位原材料、制造成本持续下降，结合费效比提升，盈利增长持续快于收入；疫情以来，公司受成本、新品铺市和疫情影响，收入、盈利均受到一定影响，2019-2022 年营收、归母净利润增速分别达 9.36%、-1.96%。**（2）短期来看：**2022 下半年以来，受益芥末味夏威夷果在会员超市放量以及公司渠道改革，业绩逐步加速，近三个季度业绩持续加速。2023Q1 公司营收、净利润均超预期。我们预计，基于公司事业部改制带来的多个渠道、散装及定量装的精细化管理，随着公司新品持续落地，下半年有望进一步带来业绩弹性。

图 3 2016-2023Q1 营业收入及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 4 2016-2023Q1 公司归母净利润及增速

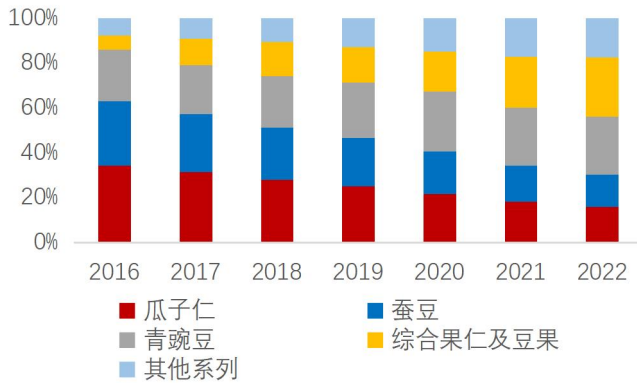


资料来源：wind，东海证券研究所

营收拆分：新品提升，多渠道存弹性。

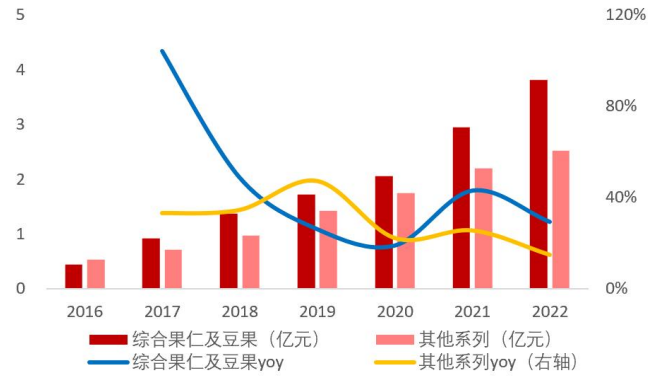
（1）按产品：新品占比持续提升。①**从规模来看：**从长期看，公司持续推新，老三样（瓜子仁、蚕豆、青豌豆）自 2016 年占比 85.87% 持续下降至 2022 年的 55.74%，品类更加均衡，对老产品依赖降低。受益夏威夷果等调味坚果新品持续推出及优秀表现，公司**综合果仁及豆果产品**占比持续提升，2016-2022 年该系列占比提升 19.93pct 至 26.30%，超越青豌豆成为第一大品类，2016-2022 年营收 CAGR 达 42.74%。**其他系列**因花生、薯片等产品逐步放量，2016-2022 年该系列占比提升 9.79pct 至 17.43%，期间营收 CAGR 达 29.31%。**从短期来看，**调味坚果在高端会员店表现优秀，调味坚果及花生组合装在零食专营系统放量可观，薯片、兰花豆等品类价格调整到位，208 克系列包装调整到位，此外新品储备丰富，2023 年的大单品值得期待，新品推新、产品研发将成为渠道弹性的发动机。②**从量价拆分来看：**老三样受益 2021 年 Q2 以来提价影响，2021、2022 年均价提升明显，但除青豌豆外整体销量有所降低。2019-2022 年青豌豆、瓜子仁、蚕豆收入 CAGR 分别达 10.45%（量+6.33%，价+3.88%）、-6.10%（量-9.69%，价+3.97%）、-4.15%（量-8.08%，价+4.27%）。**综合果仁及豆果**受益夏威夷果等放量，以及高端会员店调味坚果产品定价较高，产品量价齐升，2022 年主要为结构升级，2019-2022 年收入 CAGR 达 30.06%（量+12.93%，价+15.16%）。其他系列中米酥、薯片、花生等产品持续放量，收入增长较快且主要为量增，2019-2022 年收入 CAGR 达 20.80%（量+17.27%，价+3.02%）。

图 5 2016-2022 年各产品营收占比



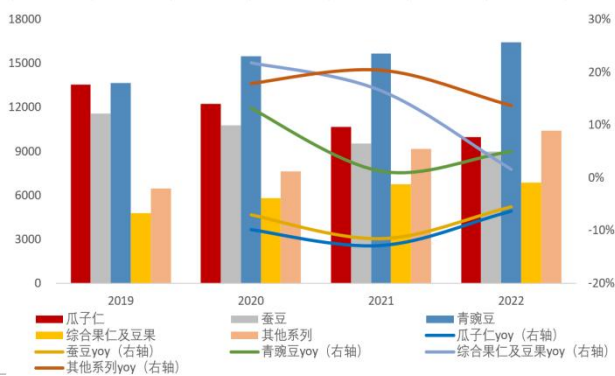
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 6 综合果仁及豆果、其他系列营收(亿元)及增速



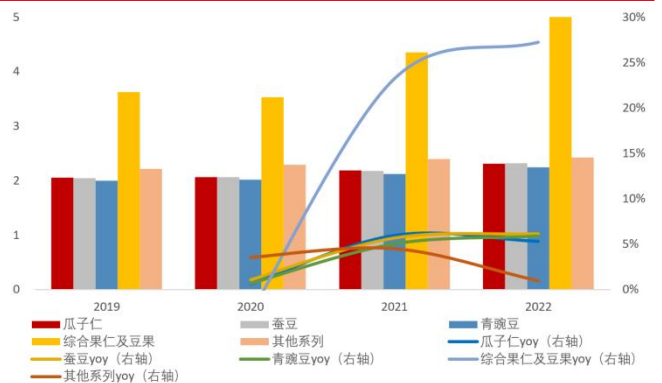
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 7 2019-2022 年公司各产品销量(吨)及增速



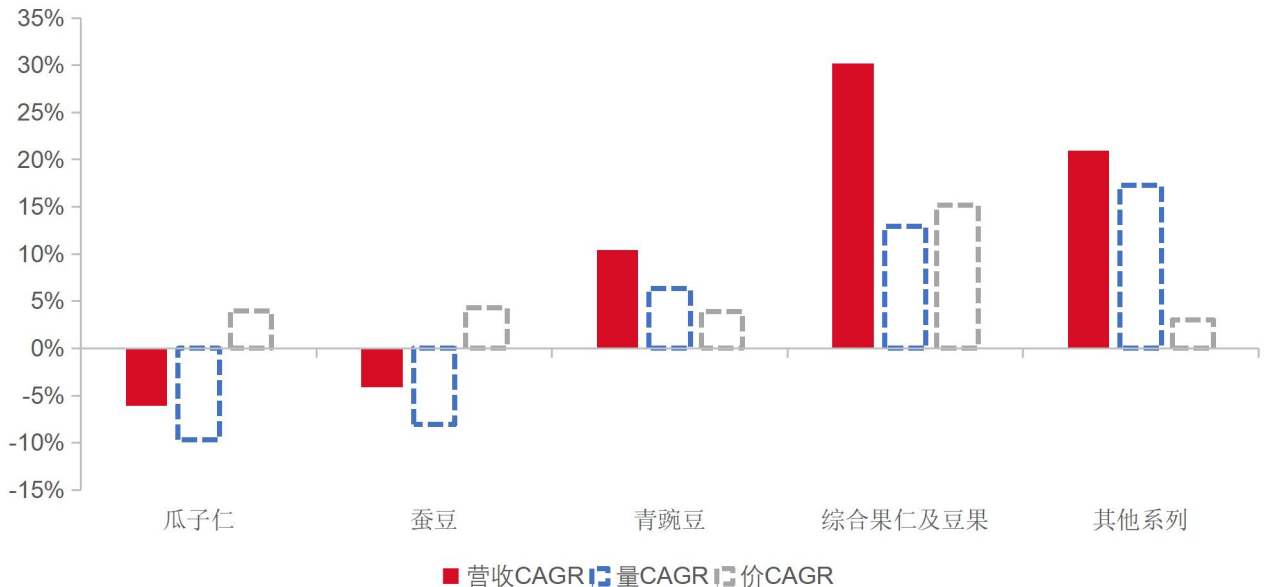
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 8 2019-2022 年公司各产品均价(万元/吨)及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 9 2019-2022 年公司各产品收入、量、价拆分

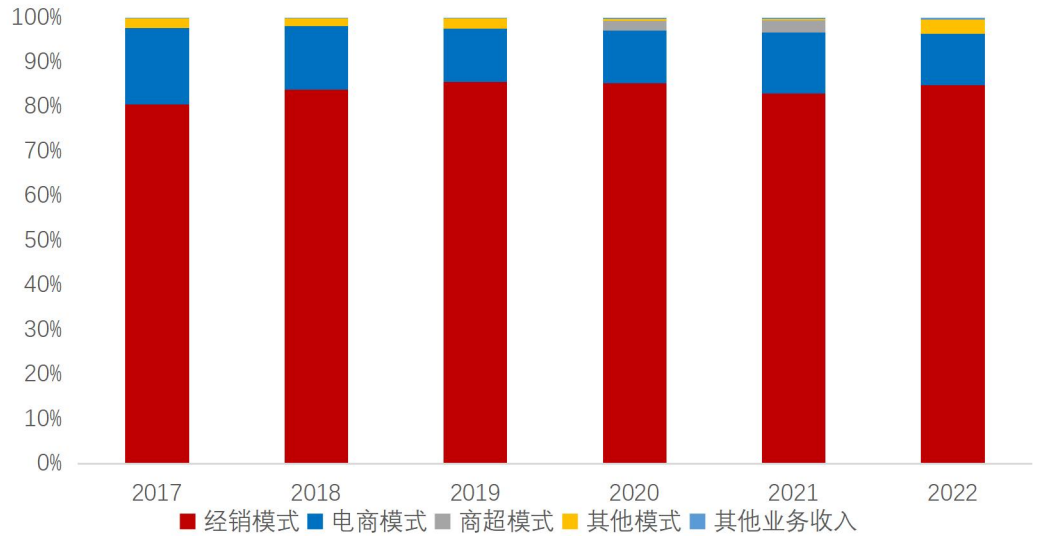


资料来源: wind, 东海证券研究所

(2) 按渠道: 占比稳定, 多渠道存弹性。2022 年经销、线上、其他(部分商超直营、代加工等)渠道占比分别达 84.90%、11.50%、3.07%, 近年来整体稳定。短期来看, 2022 年电商收入因传统电商下降, 销量下降, 但因 2022Q2 提价到位, 整体影响有限。2022 年

基于公司事业部改制，管理精细化，同时叠加多个产品调整到位、新品推出，零食专营系统、电商等渠道有望延续一季度强势表现，高端会员店下半年进一步带来弹性，KA 渠道表现有望好于去年，特渠有望出现环比改善，渠道弹性较大。

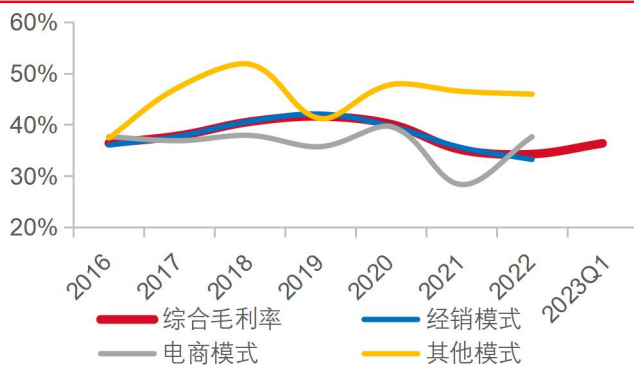
图 10 2017-2022 年公司各渠道营收占比



资料来源：wind，东海证券研究所

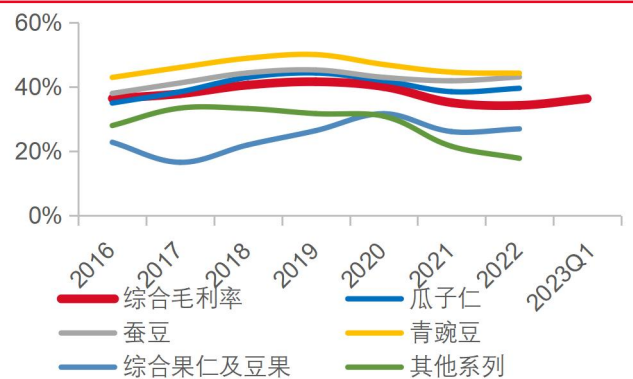
毛利率：因原材料问题下行，进入恢复期。2022 年、2023Q1 公司毛利率分别为 34.26% (-0.84pct)、36.35% (+1.50pct)。2021 年以来受棕榈油等原材料成本涨幅较高、2022 安阳工厂其他系列产品尚未实现规模效应影响，2021、2022 年毛利率持续下行，但因 2021Q2 提价，2022 年毛利率降幅放缓。此外，电商模式提价较慢，2022Q2 逐步反映，电商毛利率 2022 年达 37.63%，提升幅度达 9.29pct。2023 年以来，因棕榈油自 2022Q3 价格持续回落，2023Q1 毛利率恢复明显，整体看，结合夏威夷果、瓜子仁成本回落，蚕豆有所上升，我们预计全年成本压力将有所减轻。

图 11 2016-2022 年综合毛利率及渠道毛利率



资料来源：wind，东海证券研究所

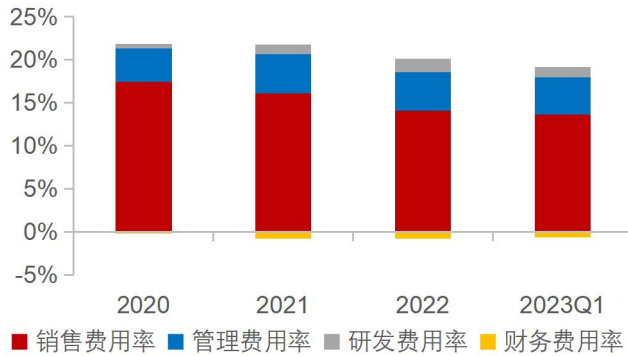
图 12 2016-2022 年综合毛利率及各产品毛利率



资料来源：wind，东海证券研究所

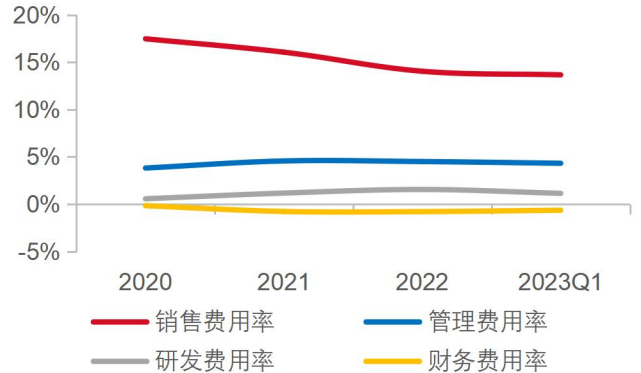
费用：费率整体控制得当。2022 年公司期间费用率(含研发)为 19.31%(同比-1.71pct)，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 14.05% (-2.01pct)，4.50% (-0.07pct)，-0.79% (-0.02pct)，1.55% (+0.38pct)。2023Q1 公司期间费用率为 18.49%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 13.67% (-3.54pct)，4.32% (-1.04pct)，-0.64% (+0.12pct)，1.14% (-0.79pct)。公司销售费用下降显著，一方面 2021 年新媒体投放费用 1600 万在 2022 年没有继续投放，另一方面，2022 年及 2023Q1，整体费用增长有限的同时，销售规模提升更快。

图 13 2020-2023Q1 公司期间费用率



资料来源: wind, 东海证券研究所

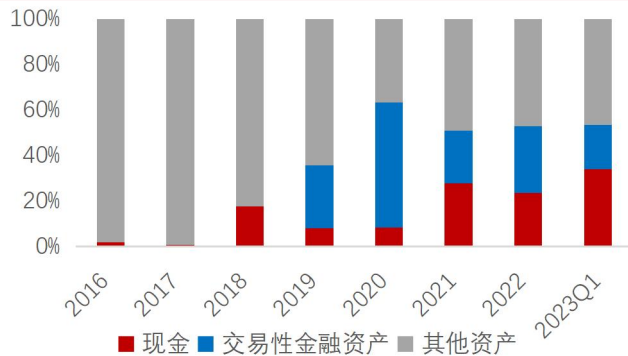
图 14 2020-2023Q1 公司期间费用率拆分



资料来源: wind, 东海证券研究所

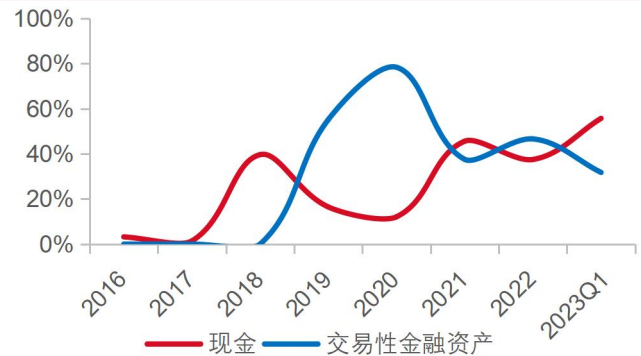
流动性: 现金资产占比较高, 现金流健康。①**现金资产占比较高。**公司 2016 年以来, 流动性持续改善, 2020 年上市以来, 现金及交易性金融资产 (理财产品为主) 占流动资产、总资产比例基本在 80% 以上、50% 以上, 整体健康。②**盈利质量较高。**公司经销业务尤其是中小客户往往以预付货款为主, 持续成长的过程中, 现金表现早于报表, 销售收现/营业收入、经营现金流净额/净利润多数情况下大于 1。③**现金流健康。**从具体现金流表现来看, 近五年, 除去受疫情及成本影响较大的 2021、2020 年, 公司经营现金流量净额往往在 2-3 亿之间或以上, 而投资现金流方面, 除去理财产品相关投资, 固定资产投资往往在 1-2 亿, 而筹资现金流中, 分配股利往往在 1 亿以下, 整体较为匹配。除 2021 年因股票回购产生约 6000 万费用, 导致当年现金及等价物减少近 4000 万, 疫情以来其余年份整体表现为持续增长。

图 15 现金、交易性金融资产及其他资产占总资产比例



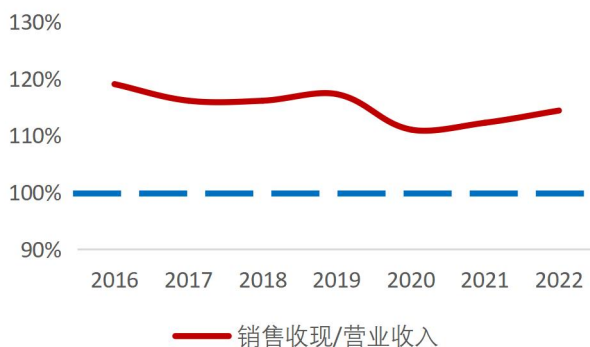
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 16 现金、交易性金融资产占流动资产比例



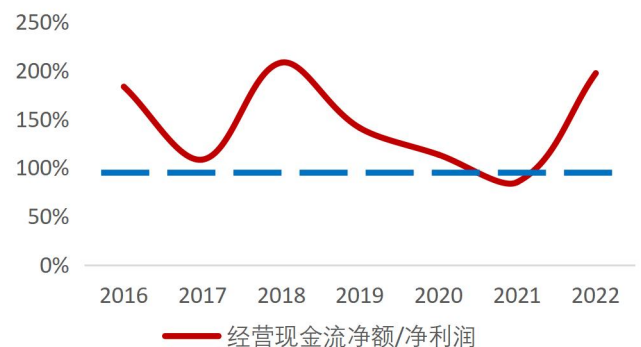
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 17 销售收现/营业收入大于 1



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 18 经营现金流净额/净利润



资料来源: wind, 东海证券研究所

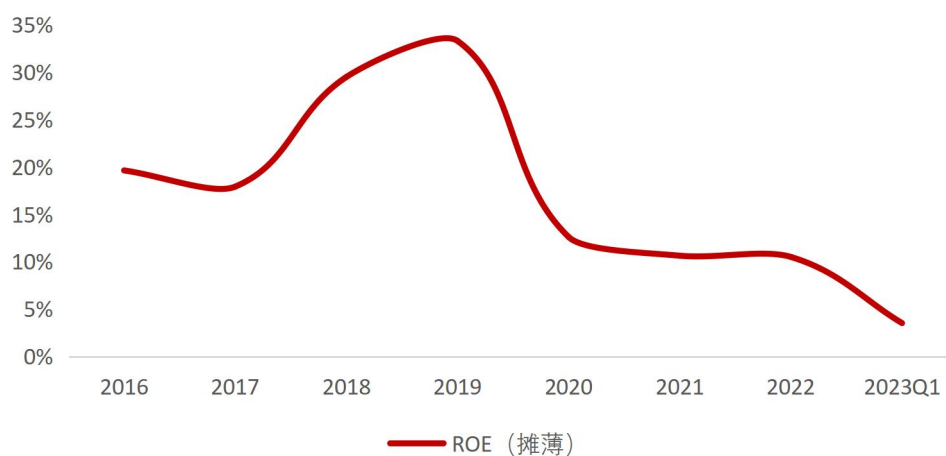
表 4 公司现金流健康 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
经营现金流净额	0.90	0.67	2.49	2.37	2.03	1.31	3.12	-0.06
固定资产投资及其他长期资产	0.69	0.70	1.64	0.76	1.52	2.05	1.28	0.29
分配股利	0.01	0.01	0.60	0.70	1.00	0.70	1.01	0.01
现金及等价物增加额	-0.03	1.17	-0.50	0.78	3.60	-0.37	-0.03	1.49

资料来源: wind, 东海证券研究所

ROE: 因流动性资产占比较高, 短期较低, 提升空间较大。公司 2020 年上市以来摊薄 ROE 维持在 10% 左右, 原因主要在于: **第一**, 公司现金资产占比较高, 导致资产周转率明显较低; **第二**, 公司没有贷款, 权益乘数维持较低位置; **第三**, 公司净利率短期受到成本影响, 明显低于疫情以前。**我们认为未来**, 一方面, 成本压力减轻、规模效应提升, 净利率提升确定性高, 一季度公司净利率明显提升, 已达 14.10%, 较 2022 全年净利率提升 3.19pct, 另一方面随着安阳工厂产生收益, 公司现金资产逐步产生效益后, 总资产周转率有望进一步提升, 公司 ROE 还有较大提升空间。

图 19 2016-2023Q1 公司 ROE (摊薄)



资料来源: wind, 东海证券研究所

表 5 2016-2022 年公司 ROE 拆分

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
净资产收益率 (摊薄)	19.64%	17.93%	29.50%	33.31%	12.62%	10.64%	10.51%	3.53%
销售净利率 (%)	6.96%	7.89%	13.15%	15.15%	15.29%	11.87%	10.91%	14.10%
资产周转率 (次)	1.66	1.70	1.54	1.44	0.89	0.72	0.76	0.20
权益乘数	1.70	1.55	1.57	1.70	1.36	1.25	1.30	1.28

资料来源：wind，东海证券研究所

1.4. 股价：渠道改革初见成效，短期向上

上市以来受疫情及成本影响较大，短期受益渠道改革、零食专营店及高端会员店红利迎来股价及估值回升。

① 上市以来，公司作为坚果龙头企业之一上市，股价受热捧。

②2020年9月后，逐渐迎来上市以来较困难时期。因棕榈油等原材料成本上涨、推新费率较高，2020Q3利润不及预期，2020Q4因春节较晚，订单延后，收入下行；2021Q1收入端表现较强，但因持续费用高投入以及棕榈油价格高位，利润贡献有限，2021Q2因产品提价、社区团购影响，收入下行，成本及费用问题继续存在，股价进入底部。

③2021年9月以来，受大众品提价潮，低估值下行业股价回暖，同时公司2021Q4芥末味夏威夷果开始放量，但因2022年疫情业绩及股价再承压。

④2022年5月以来，一方面棕榈油成本有所回落，另一方面，下半年渠道改革，随着高端会员店、零食专营店系统上量迅速，除受疫情影响的2022Q4外，整体呈现加速状态，2023Q1收入及利润超预期。

图 20 公司股价走势图



资料来源：wind，东海证券研究所

2. 行业：行业分散持续，甘源优势突出

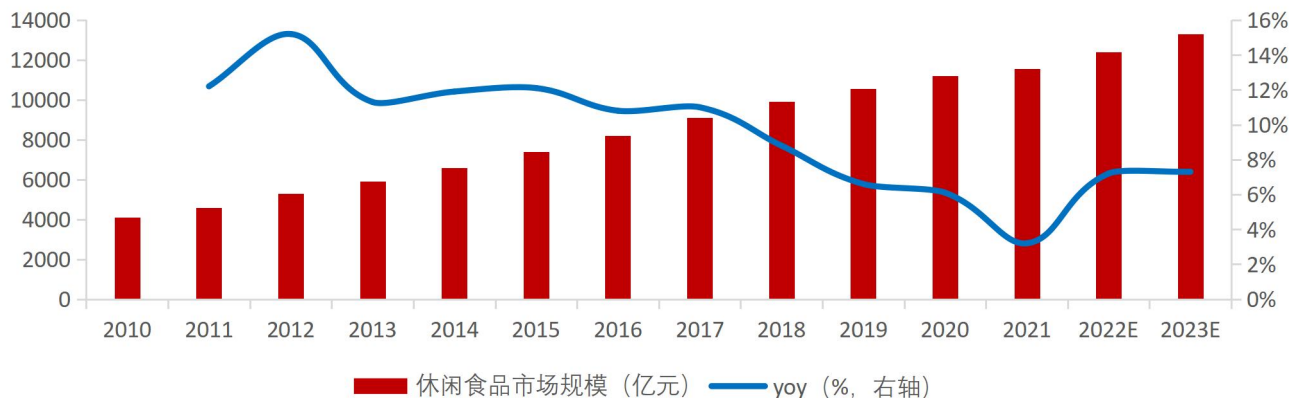
2.1. 行业趋势：行业分散，渠道迎变革，零食专营加速

2.1.1. 行业进入以质取胜阶段

规模：零食行业品类高度分散，行业进入稳增长阶段。①**规模：**2021年中国休闲零食零售规模达1.12万亿（+6.1%），自2017年起行业增速低于10%，预计2023年达到1.32万亿元以上。目前来看，休闲增速从高速增长阶段进入稳健增长阶段。②**分类：**行业品类繁多，目前占比较高的品类仍以国外零食巨头已经进行较高消费者教育的品类为主，2021年按销量统计的前三位品类分别为糖果蜜饯（占比24.2%）、坚果炒货（占比18.3%）、香脆零食（占比11.3%），而国内龙头布局较多的调味面筋、豆干、休闲蔬菜等占比相对较小。因口味多元化特征，行业品类呈现高度分散，规模与行业内龙头发展历史、成熟度高度相关。③**近五年品类表现：**具体来看，休闲卤制品、膨化食品、烘焙（面包、蛋糕及糕点）2015-2020

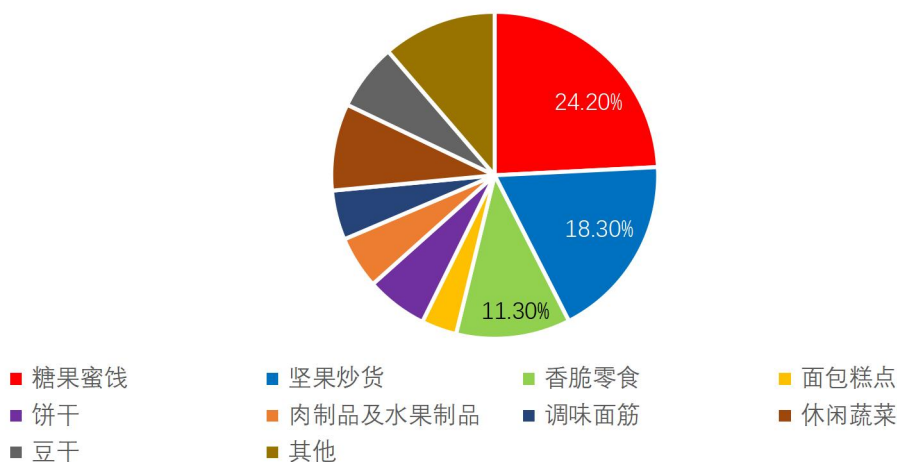
年零售额 CAGR 达 18.8%、16.6%、11.4%。高成长品类与国内龙头主要布局品类高度相关，在口味、品类、渠道便利性均能够有效满足消费者的背景下，供给发力相比与需求缺口成为零食行业更加核心的驱动因素。④休闲零食占比仍有待提升：2020 年美国、中国主食销售占食品销售额比重分别为 36.3%、81.9%，休闲零食占比分别为 26.2%、8.9%，此外，中国人均休闲零食消费相对海外仍有较大差距，中国休闲零食仍有提升空间。

图 21 休闲食品市场规模及增速



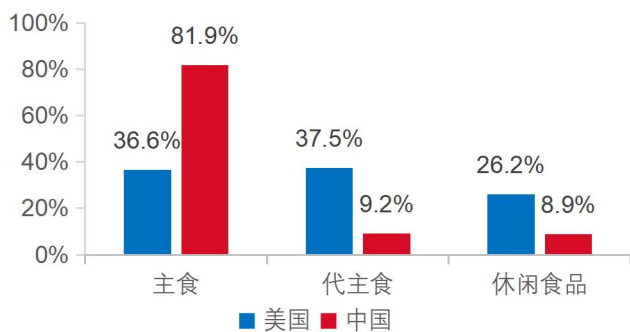
资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图 22 休闲食品市场分类占比



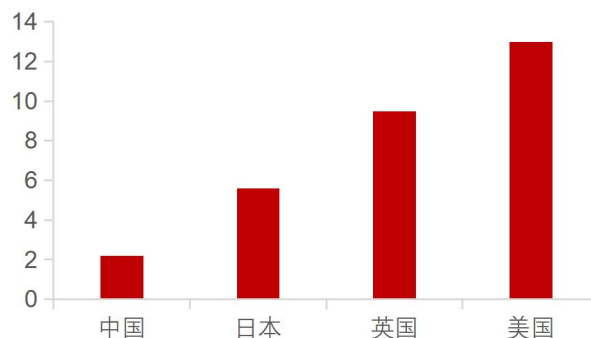
资料来源：佛若斯特沙利文，东海证券研究所

图 23 中美各类食品销售额占比



资料来源：佛若斯特沙利文，东海证券研究所

图 24 休闲零食国内外人均消费对比 (kg)



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

历史：零食步入以质取胜阶段。

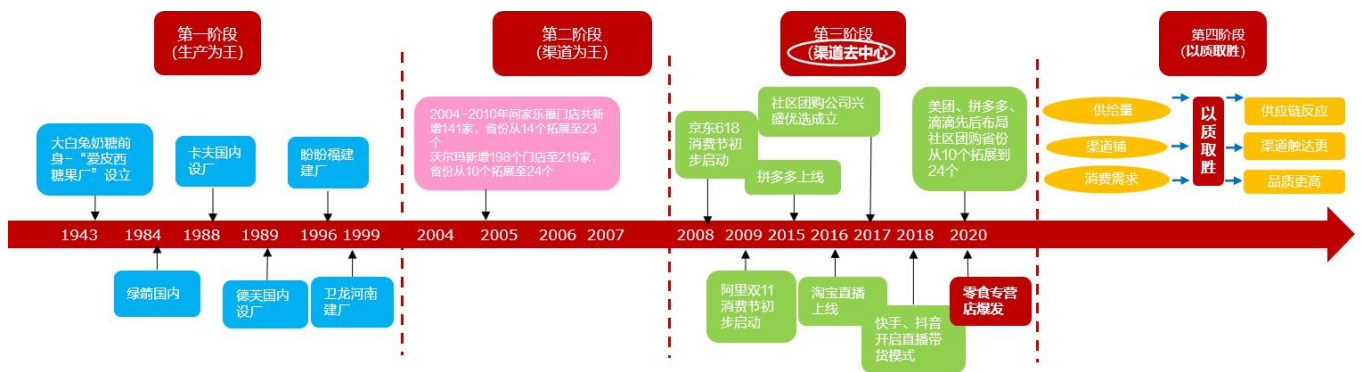
第一阶段（2000年前）生产为王：建国50年后，收入持续提升的背景下，行业供给缺口明显。一方面，海外巨头先后在国内设厂，引领国内行业发展，另一方面，国内品牌往往建立作坊、产能开始进入行业。行业发展初期，供给侧的矛盾大于需求侧的矛盾；产能的建设壁垒高于销售的建设壁垒。

第二阶段（2000-2010年）渠道为王：伴随需求崛起，传统主流渠道商超及食品店持续扩张成为该阶段行业发展的发动机。拥抱大型商超成为核心策略，在此基础上，能够有效满足商超和食品店综合需求（扩张需求、宣传广告需求、线下促销人员匹配需求、供应链能力需求）的企业能够有效占尽先机。该阶段产品及营销相对成熟的外资品牌以及相关优势品类往往能够进一步在其品类提升优势，内资外资品牌差距拉大。

第三阶段（2010-2020年）渠道去中心化：供给在2010年以前基本完成建设并初现饱和之后，在基础需求满足向个性化需求发展的背景下，更便利性、能够满足个性化需求新兴渠道成为这个阶段行业发展的核心驱动因素。2010年以来，线下渠道中，从大型商超向便利店、食品专营店、仓储会员店持续变革，线上则从开始的统一的线上化率提升、龙头集中度提升，向新兴电商、专业电商、品牌电商、直播电商等进行流量切分。整个渠道去中心化的过程中白牌迎来新的发展机遇，同时，在生产供给已非核心矛盾的当下，渠道型品牌崛起，包括三只松鼠（线上渠道型）、良品铺子（线下渠道型）等。

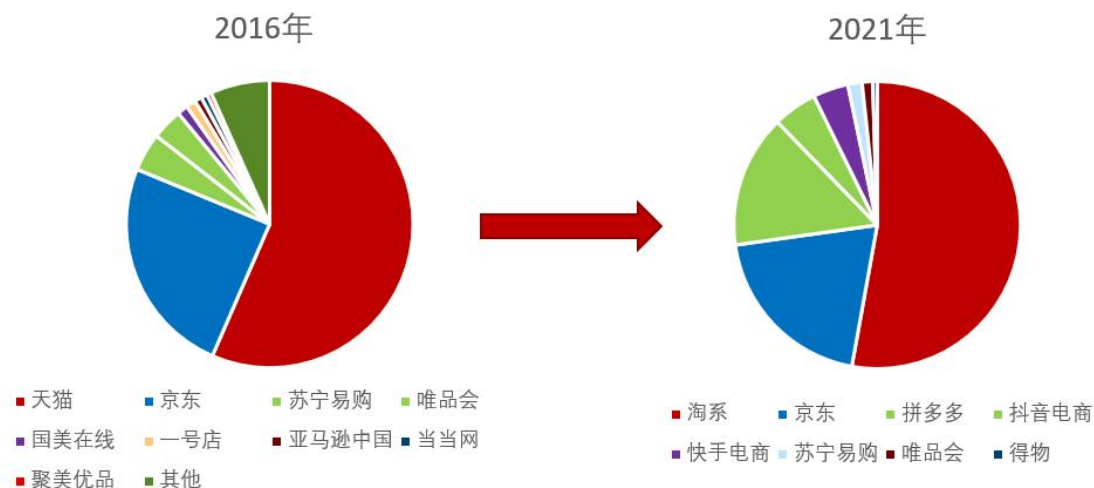
第四阶段（2020年以来）以质取胜：我们认为，从行业现状的角度，一方面，2020年以来供给不缺（2010年后供给相对过剩），另一方面，渠道变革空间可能迎来最后一攻，主要渠道变革已经结束（渠道去中心化），零食专营短期通过“多快好省”爆发，但区域割据、壁垒较低，部分龙头品牌关闭基地省份加盟，景气周期相对有限；从产品的角度，收入持续高成长推动消费者对质量、价格要求进一步提升，尝鲜场景对新品的需求也持续提升。以质取胜是该阶段行业发展的核心驱动，发展模式为制造型龙头对渠道型龙头替代，底层逻辑是优质性价比产品及厂商对白牌的替代。该阶段成功的企业主要体现为四个核心能力的优势，第一，较高的品质；第二，能够快速反应的供应链及研发能力；第三，多渠道的触达能力，第四，更强的规模效应。

图 25 休闲零食发展史



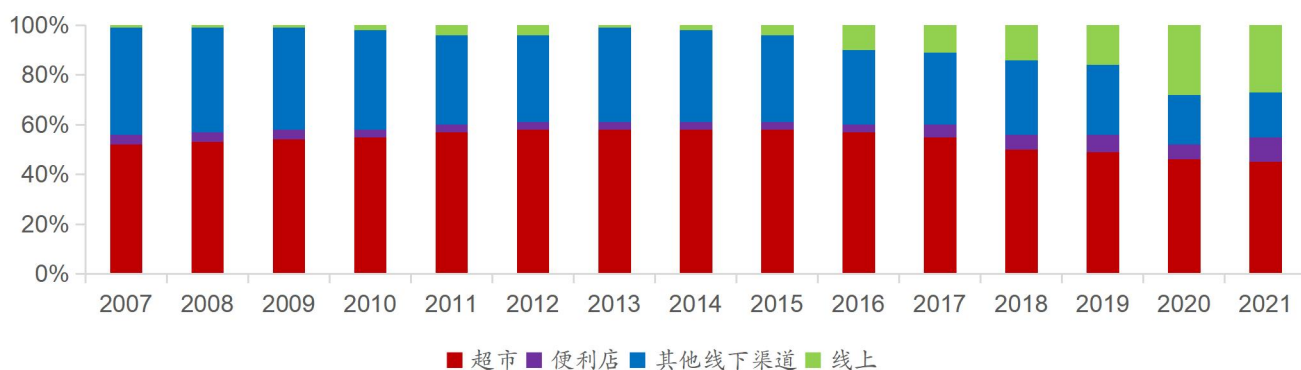
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图 26 2016-2021 年购物网站市场份额 (%)



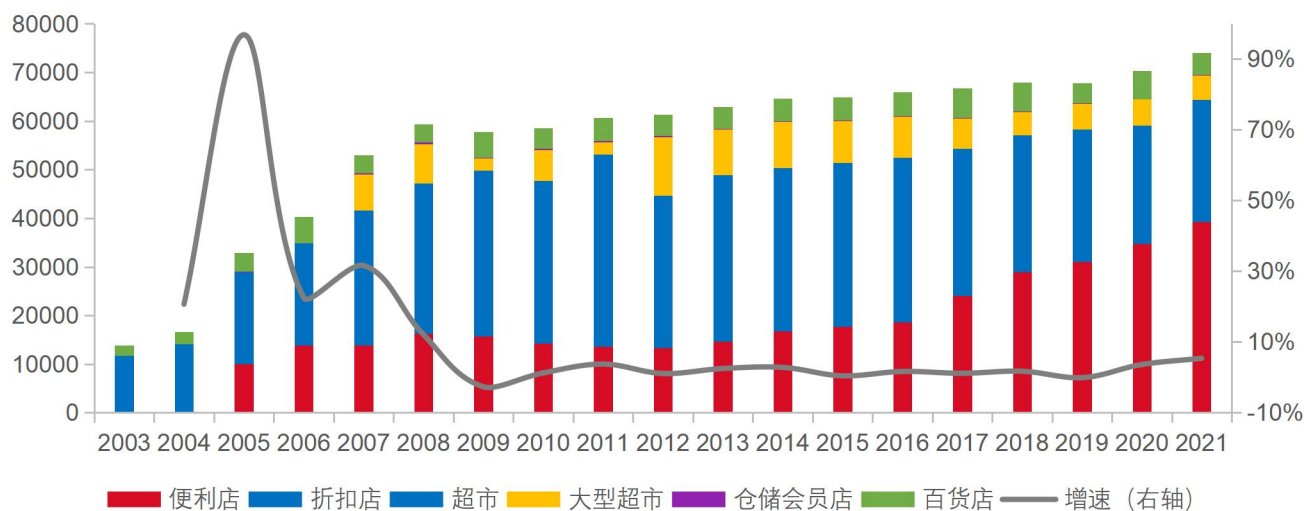
资料来源：艾媒数据，东海证券研究所

图 27 2007 年-2021 年零食销售渠道占比



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 28 2002 年-2021 年连锁零售企业门店个数 (家)



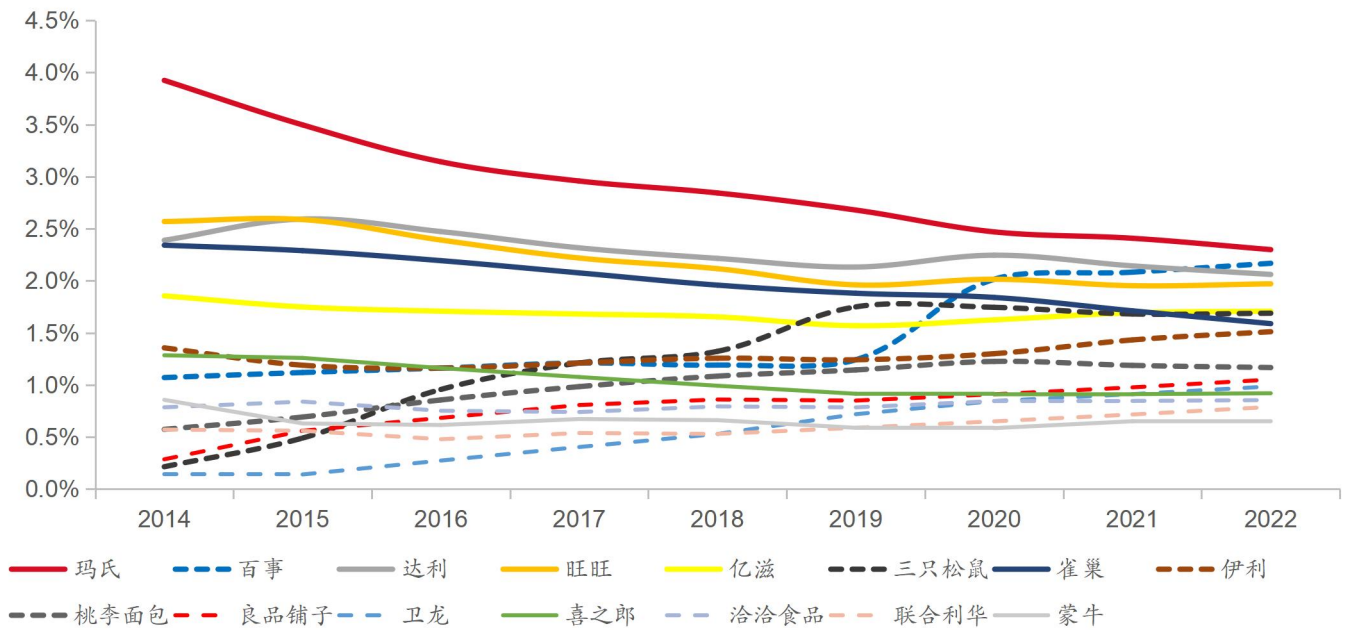
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

集中度：整体集中度下行，单品类集中度提升。

①**集中度整体较低且下行：**2019年我国休闲零食行业CR5达10.4%，在本身并不高的情况下，2014-2020年前15龙头普遍出现了市占率下行，仅6家企业市占率上升（三只松鼠、卫龙、桃李面包、良品铺子、百事、联合利华），CR5下行幅度高达2.7pct，并且高于市占率上升的五家企业上升幅度（三只松鼠市占率提升1.5pct，剔除后五家企业上升1.9pct），说明在渠道去中心化的过程中，零食品牌进一步分散化。2020年以来，休闲零食行业进入以质取胜阶段，集中度才略有上升。

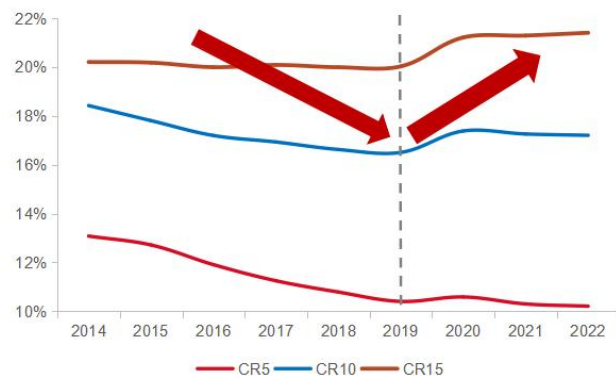
②**存在成熟龙头的细分品类集中度较高：**存在行业成熟龙头的糖果巧克力行业（玛氏、费列罗等）、咸味零食（旺旺、百事等）、冰淇淋（伊利、蒙牛、联合利华等）、炒货及坚果（三只松鼠、百草味、良品铺子等）相对集中度较高，其他品类集中度相对较低，海外龙头涉及较少的品类（如短保面包、坚果炒货）的突破及市场份额快速提升，是导致细分品类集中度高但整体集中度下降的核心原因。

图 29 前 15 品牌 2014-2022 年市占率



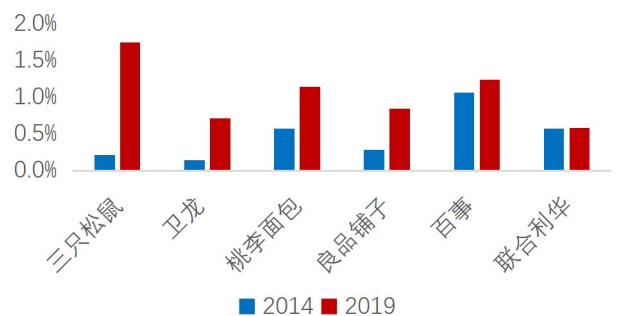
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 30 2014-2022 休闲零食 CR5、CR10、CR15 变化



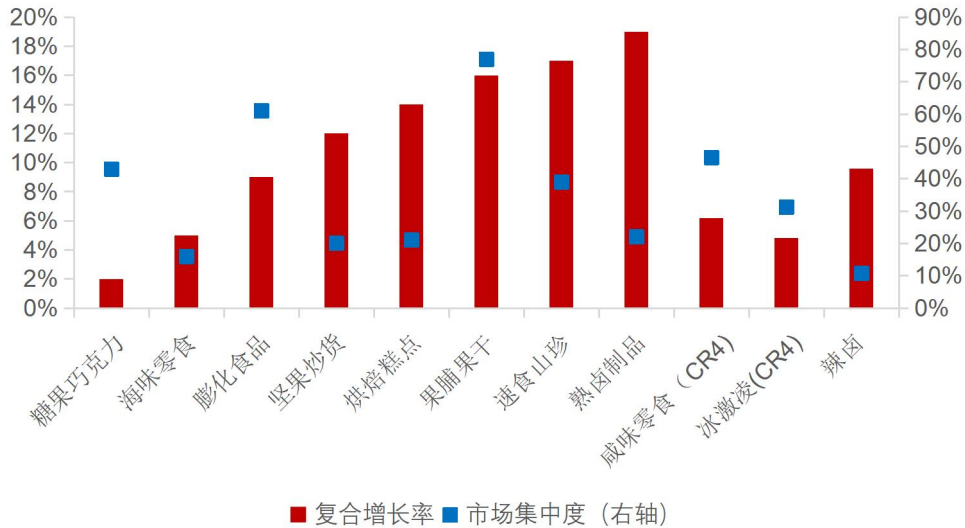
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 31 2014-2019 年市占率呈上升趋势的公司



资料来源：欧睿，东海证券研究所

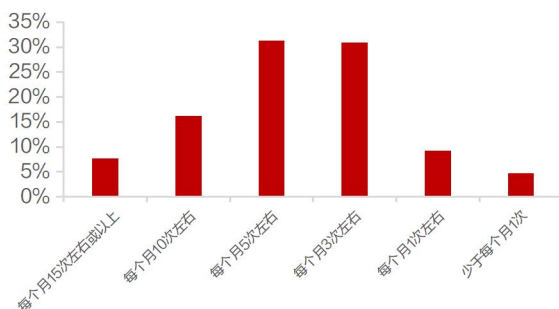
图 32 零食各细分子行业复合增长率及市场集中度



资料来源：欧睿，东海证券研究所

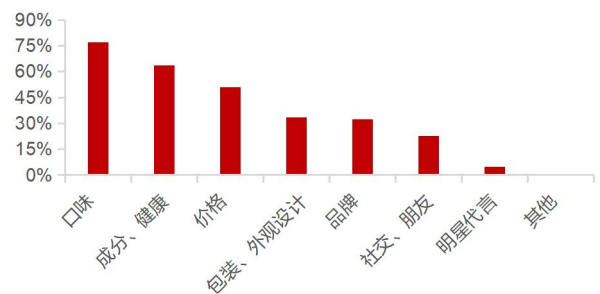
消费者：口味大于品牌，可选向必选属性转移。 ①**性价比为核心**：2021 年休闲零食消费者消费时考虑的核心前三因素为口味、成分及健康、价格，品牌仅排第 5 位，并且七成消费者不太考虑品牌。口味仍为考虑的第一因素，另外在健康的基本要求下，性价比仍是低消费属性的零食的消费选择核心因素。②**消费频次较高**：2021 年超过每月 1 次的休闲零食消费者占比超 8 成，并且超 6 成消费者每月至少消费 10 次。说明在低价、多品类的背景下，零食消费频率较高。③**场景多元**：根据调研数据，零食消费场景相对多元，既可能发生在休闲时间（打游戏、追剧、休闲聚会、旅游），也有较高比例在工作时间（学习、办公），消费场景受限程度相比其他消费品明显较少。因消费频次高，且消费场景多元，导致休闲零食本身正在从可选属性向必选属性转移，但相比其他必选商品，分散品类及尝鲜属性导致每一次零食的选择成为零食发展的核心——基于性价比成为零食选择的核心因素，生产高质量产品、通过供应链降低成本成为当下企业发展必须考虑的因素，故优质的供应链能力将成为当下零食品牌发展的优先级。

图 33 2021 年中国消费者购买休闲食品的频率



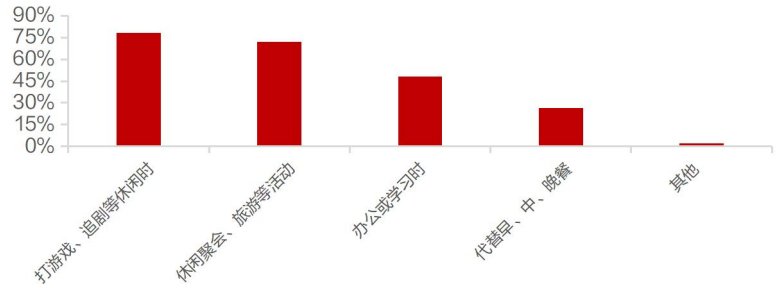
资料来源：艾媒数据，东海证券研究所

图 34 2021 年中国消费者购买休闲食品时考虑的因素



资料来源：艾媒数据，东海证券研究所

图 35 2021 年中国消费者休闲食品消费场景分析



资料来源：艾媒数据，东海证券研究所

2.1.2. 零食专营短期为催化剂

零食门店变革：高端店到量贩店。我国休闲零食店铺经历了从街边炒货铺，到良品铺子、三只松鼠等高端零食品牌店，再到高性价比、高 SKU 的零食量贩店的发展历程。本质是“消费升级+需求的深度挖掘”。高端零食品牌店提升了价格和便利性，提升了高人流量渠道的品牌露出，但性价比有限，零食量贩店则挖掘了更广泛中低线城市的性价比需求及更加便利的便利需求（社区附近门店）。

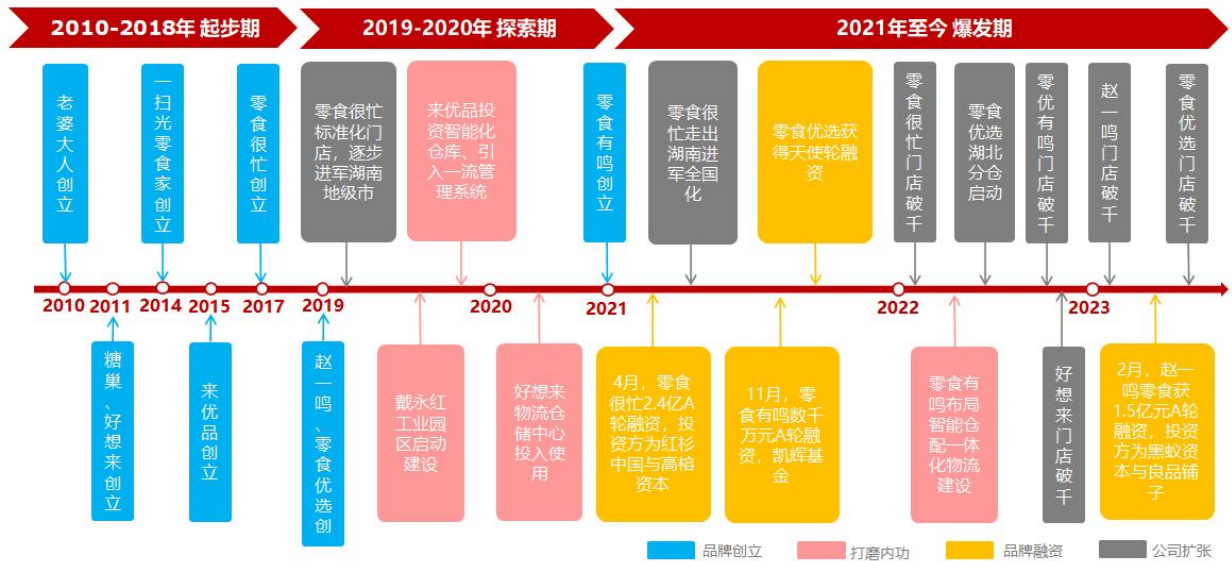
表 6 零食专营店与高端零食店对比

	零食专营店 (如零食很忙、赵一鸣等)	高端品牌店 (如良品铺子、来伊份等)
客单价 (元)	20-30	60-80
日单量	300	70-100
日销 (元)	12,000	4000-5000
面积 (平方米)	100	60 左右
单店毛利率	18%	50%左右
单店净利率	8% (5-10%)	10%左右 (5-15%)
品牌毛利率	8%	加盟 20%+, 直营 50%左右
品牌净利率	2%	3%
坪效 (元/平方米/年)	43,200	27,000
月利润 (元)	28,800	13,500
平米利润 (元/年)	3,456	2,700
投资回收期	2 年以内	2 年以上
渠道位置	中低线城市社区型渠道	中高线城市高势能渠道

资料来源：渠道调研，窄门餐眼（2023 年 5 月 14 日），公司公告，东海证券研究所

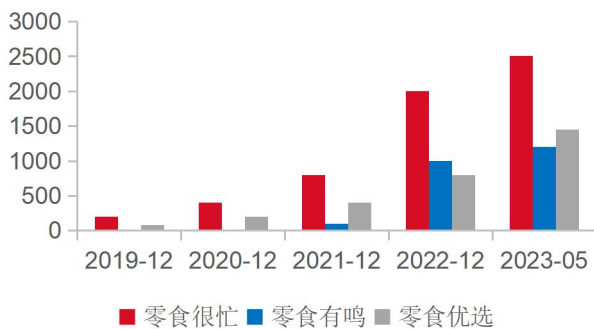
零食专营店快速发展，零食很忙引领。①2010 年前后，零食专营店萌芽，老婆大人（2010 年，浙江）、糖巢（2011 年，福建）、一扫光零食家（2014 年，上海）、来优品（2015 年，江苏）、零食很忙（2017 年，湖南）等品牌纷纷成立。②2019-2020 年，各家通过升级门店、投建仓储中心、引入管理系统等进一步打磨单店模型、提升供应链效率。③2021 年以来，零食专营店快速发展，一方面，该业态成为投资风口，成功吸引红杉、黑蚁资本等入局，一方面，资本助推下零食专营店加速县级渗透和省外扩张，目前全国零食专营店数量已超万家。零食很忙于 2017 年起步于湖南长沙，2018 年进军湖南省各地级市，2021 年进军江西，现拥有 2000+家门店，2022 年全国门店营业总额达 64.45 亿元，雄踞第一位。

图 36 零食专营店发展阶段



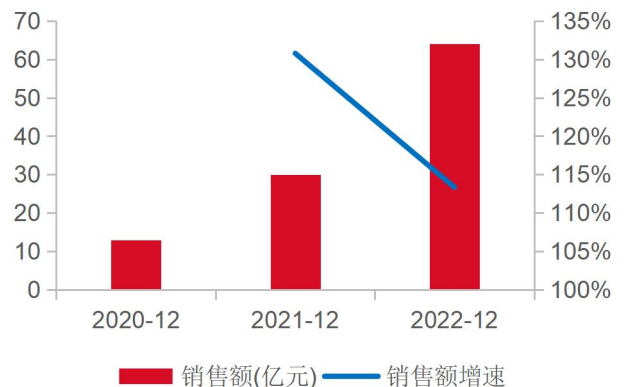
资料来源: 零食专营店官网, 东海证券研究所

图 37 代表公司门店数量 (家)



资料来源: 零食专营店官网, 东海证券研究所

图 38 零食很忙近三年销售额及增速



资料来源: 零食很忙官网及官方公众号, 东海证券研究所

整体呈现区域割据的竞争格局。

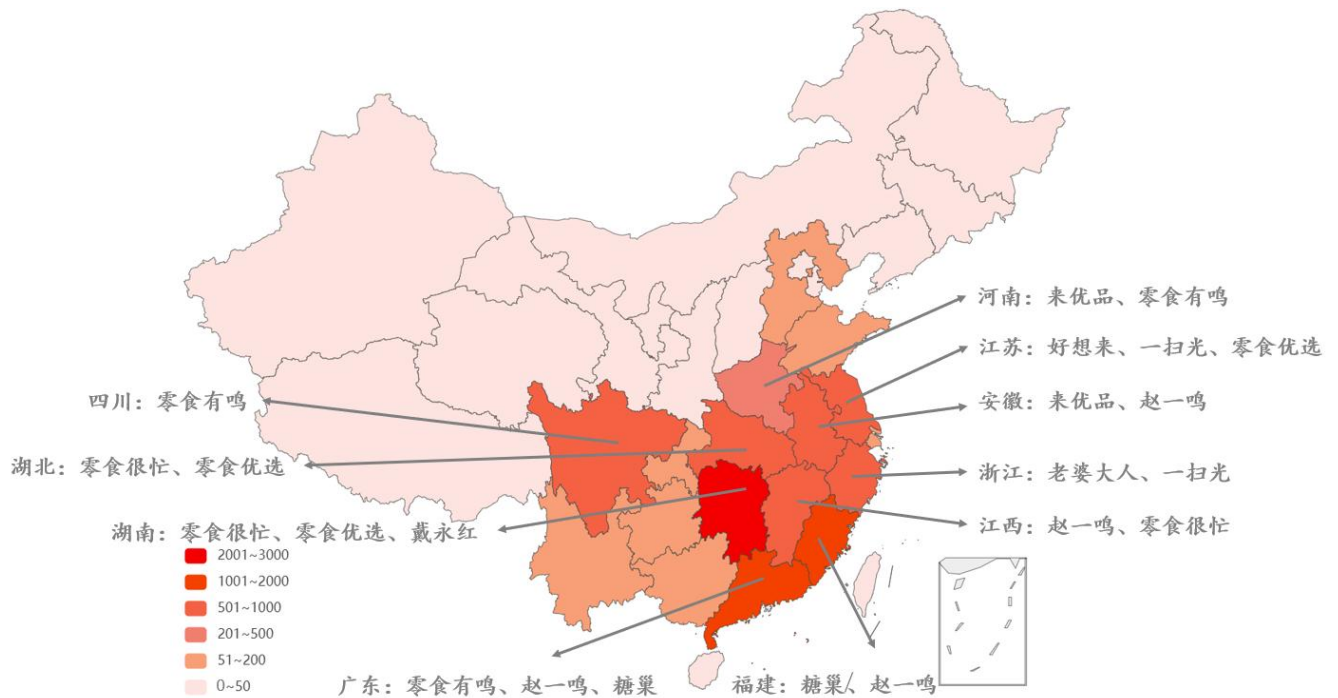
①**低壁垒, 区域先发优势强。**零食专营店因进入壁垒相对较低、同质化较为严重、消费口味属地化明显, 同时存在一定的仓储和物流半径, 整体呈现区域割据的竞争格局。湖南 (零食很忙、零食优选、戴永红)、四川 (零食有鸣)、江西 (赵一鸣、零食很忙)、广东 (零食有鸣、赵一鸣、糖巢)、福建 (糖巢、赵一鸣) 门店密度均较高, 属于相对成熟市场。

②**湖南密度较高。**湖南省由于丰富的饮食文化、良好的消费环境、便捷的原材料供应, 孕育了数家零食专营店, 门店数量突破 6000 家, 达全国首位。

③**同心圆模式扩张, 外埠区域为发展重点及难点。**区域割据的格局增加了零食专营店进入新市场的难度, 当下绝大部分公司的加盟地区为本省及周边省份, 通过同心圆式区域扩张的方式发挥供应链、管理的协同作用。目前仅少数几家凭借高质量供应量、极致购物体验有望突破区域发展的瓶颈, 加速全国化进程。

④**零食很忙外埠较为成功。**除湖南外, 江西、湖北发展较快, 一方面在于公司四大仓储物流基地建设将该三省区围成“区域三角形”, 相关物流仓储成本、效率大大提升, 另一方面, 每个省前期开个位数联营店, 通过补贴门店换取门店更低折扣, 成功后, 门店数短期缓慢增加, 一年后快速增加, 江西、湖北、贵州先后成为公司核心增长来源。

图 39 零食专营店区域布局



资料来源：零食专营店官网，东海证券研究所

表 7 前十零食专营品牌基本情况

名称	成立时间	成立地点	门店数量	主要覆盖及拓展区域	SKU 数量	客单价 (元)
零食很忙	2017 年	湖南长沙	2000+	湖南、江西、湖北、重庆、广东、广西、贵州	1600+	38.83
零食有鸣	2021 年	四川成都	1200+	四川、重庆、江西、河南、贵州、深圳	1000+	37.88
赵一鸣	2019 年	江西宜春	1200+	江西、湖南、广东、福建、安徽、湖北	2000+	-
糖巢	2011 年	福建厦门	1000+	福建、广东	-	52.17
老婆大人	2010 年	浙江宁波	1000+	浙江	-	68.35
零食优选	2019 年	湖南长沙	1000+	湖南、湖北、广东、广西	1800+	27.33
好想来	2011 年	江苏泰州	1000+	江苏、安徽、河南、山东、浙江、湖北、河北	1500+	-
来优品	2015 年	江苏南京	800+	江苏、安徽、河南、河北、湖北	1600+	41.62
戴永红	1996 年	湖南株洲	600+	湖南	-	15.64
一扫光零食家	2014 年	上海	500+	上海	-	10.00

资料来源：零食专营店官网，窄门餐眼，东海证券研究所

需求端：性价比优势突出。零食专营店切合消费者对多快好省的消费诉求，尤其是在多和省方面带给消费者高 SKU 和高性价比的极致体验。①**高而精的 SKU：第一，高 SKU。**SKU 基本在 1000 个以上，零食很忙/零食优选/赵一鸣分别达到 1600+/1800+/2000+，同时专营店会定期更新产品，满足快速迭代的消费需求。**第二，散称增加。**相较于传统商超和流通渠道，零食专营店的散称装比重一般高于 50%，解决了便利店无散称，而大型商超较少的差异，方便消费者一次性采购少量多品类的零食产品。**第三，产品更精。**相比零食高端品牌店，产品更多名牌产品，而选品细致，对品牌也较高，如零食很忙要求供应商为各品类前三名。②**高性价比：第一，单价差异。**零食专营店产品售价通常较商超同类产品便宜约

20%-30%，价格优势突出。**第二，结构差异。**如果考虑供应商原材料和品规上的差异化调整，实际差异更大。两个因素导致实际客单价往往为高端零食品牌店的一半。

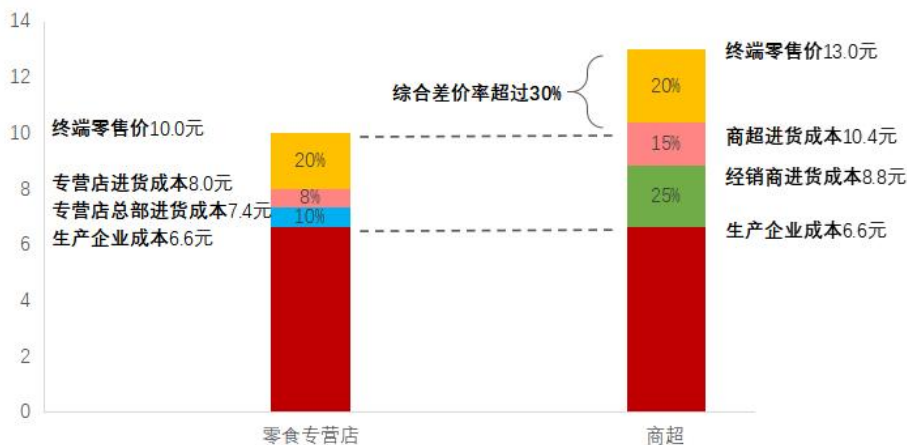
表 8 零食专营店与超市价格对比（元）

	零食很忙	商超	价格差异
500ml 可乐	2.4	3.5	31%
43g 德芙丝滑牛奶巧克力	6.5	8.5	24%
550ml 怡宝矿泉水	1.2	1.6	25%
65g 卫龙辣条大面筋	3.9	4.5	13%
83g 汤达人豚骨拉面	4.9	6.5	25%
285g 甘源老三样混称	15.8	21.8	28%
20g 盐津铺子素毛肚	0.7	1.0	30%
108g 劲仔豆干	3.9	6.7	42%
116g 奥利奥夹心饼干草莓味	5	6.5	23%

资料来源：零食很忙，大润发，永辉超市，东海证券研究所

供给端：重构价值链，低价让利消费者，高周转单店模型跑通。零食专营店以低价高周转方式实现营收快速放量、盈利微利。以货值 20 万元、日流水 1.2 万元计算，存货周转率为 17 天左右，明显低于家家悦/永辉超市/百联股份的 64/53/52 天。**①供应链端：重构价值链，让利消费者。**一方面，零食专营店模式压缩供应链，去除中间经销商分润环节，同时专营店总部的加成比例为 10%左右，明显低于经销商的 25%。另一方面，专营店总部与上游供应商直接对接采用先款后货的无账期结算方式，进一步降低采购成本，最终门店端将利润空间节约出来充分让利给消费者。**②门店端：预计头部零食专营店基本跑通。**我们测算零食很忙的单店模型，以常规社区店为例（按 100 m²、4 人配置），参考官网和窄门餐眼提供的 300 单/日客单数和 40 元客单价，计算得出日流水 1.2 万元，门店净利率为 5.0%，投资回收期为 2.3 年左右。当对日流水（主要受客单数影响）和毛利率做敏感性分析时，门店净利率处于 3.1%-8.8%，投资回收期处于 1.2-4.0 年。预计头部零食专营店（零食很忙、赵一鸣等）门店模型基本跑通。

图 40 零食专营店和商超价值链分配对比（按照零食专营店终端价 10 元倒推）



资料来源：零食专营店官网，草根调研，东海证券研究所

图 41 单店模型（以零食很忙常规社区店为例）及敏感性分析

单店模型 (以零食很忙常规社区店为例)		单店模型敏感性分析 (门店净利率)						
门店情况		毛利率						
单店面积 (m ²)	100	客单数 (单/日)	17%	18%	19%	20%	21%	
员工数量	4		280	3.1%	4.1%	5.1%	6.1%	7.1%
初始投入 (万元)	64		290	3.6%	4.6%	5.6%	6.6%	7.6%
加盟费	5		300	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
保证金	3		310	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
装修成本	10	320	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%	
设备 (货架、监控、空调、收银设备、门头广告等)	12							
首次备货	20							
房租 (押一付六)	14							
门店营收 (万元/年)		单店模型敏感性分析 (投资回收期, 年)						
门店流水	432	毛利率						
客单价 (元)	40	客单数 (单/日)	17%	18%	19%	20%	21%	
客单数 (单/日)	300		280	4.0	3.0	2.4	2.0	1.7
毛利润	78		290	3.3	2.6	2.1	1.8	1.6
毛利率	18.0%		300	2.9	2.3	1.9	1.6	1.4
费用	56		310	2.5	2.1	1.7	1.5	1.3
费率	13.0%	320	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2	
房租	26							
员工工资	24							
其他费用 (水电等杂费)	6							
门店净利润	22							
净利率	5.0%							
门店经营指标								
坪效 (万元/m ²)	4.3							
人效 (万元/人)	108							
投资回收期 (年, 初始投入不含房租)	2.3							

资料来源：零食很忙官网，窄门餐眼，草根调研，东海证券研究所

极限状态和较饱和状态零食专营店空间分别为 4.2 万家和 3.5 万家。方法：因不同城市、县人口密度不一，直接用人口计算空间尚有误。目前便利店数量对零食专营店开店空间具有一定参考意义，我们通过较为饱和的长沙及全国便利店情况计算整体行业天花板。长沙：目前长沙门店处在饱和状态，部分零食龙头停止长沙继续开店，基于大众点评，头部品牌零食很忙、戴永红、魔呀零食、零食优选、零食满屋 2023 年 5 月已开店共计 570 余家，考虑到零食很忙尚有部分门店未开业（官网长沙区域 450 家左右）以及其他品牌开店情况，我们认为零食专营店天花板为 800 家左右，即极限状态零食专营店为便利店数量 15%左右。考虑到零食很忙在长沙开店情况超过了公司对省会城市饱和目标的要求，按此调整后，即较饱和状态零食专营店空间为便利店 12%左右。全国：2022 年全国便利店 30.01 万家，去掉北上广深等区域后（租金、人工过高，本身专营店低盈利模式将受到明显打压，且存在和来伊份、良品铺子等高端零食店的竞争），极限状态和较饱和状态零食专营店空间分别为 4.2 万家和 3.5 万家，考虑开店先核心城市再乡镇，那么 2.5 万家左右开店以及单店都有望放缓，结合目前市场主流品牌成功融资开店加速来看，这一目标在两年内或更快有望达成。

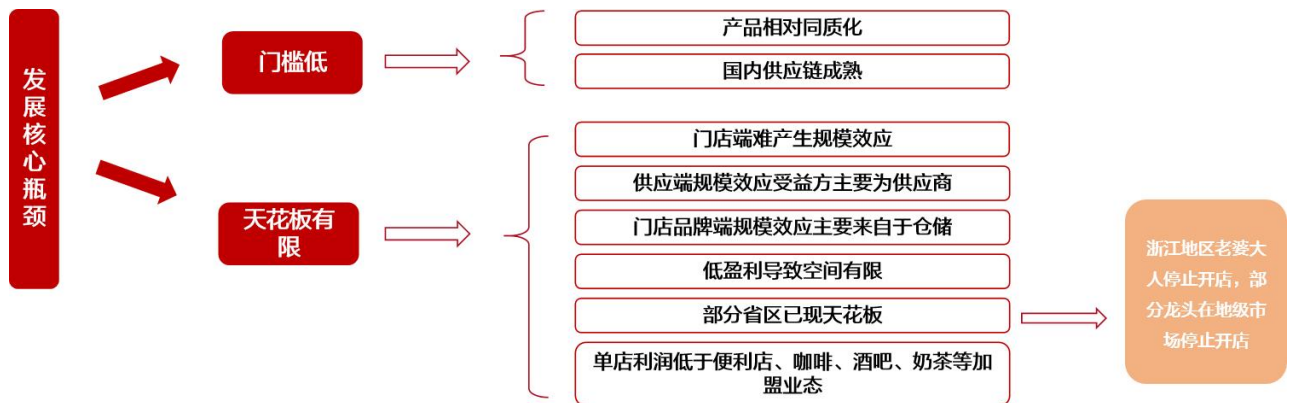
图 42 零食专营店空间测算

零食店数量		据公司最终发展目标：						
零食很忙	大众点评	350	①省会饱和300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；					
	公司口径	450	②做到从上到下、从下到上湖南省全覆盖；立足湖南，发展江西、湖北、贵州、广东、广西，放眼全国					
	省会城市饱和开店目标	300						
	零食优选	150						
	戴永红	22						
	零食满屋	30						
	魔呀零食	22						
新开店及其他品牌假设		100	便利店数量	比例	全国便利店数量	零食店开店空间	去掉一线城市后	零食开店空间
长沙极限开店空间		774	5020	15%	30万	4.6万	28万	4.2万
按照零食很忙省会饱和和目标开店空间		624		12%	30万	3.7万	28万	3.5万

资料来源：2022 年中国连锁经营协会，零食很忙官网，毕马威，大众点评，东海证券研究所

零食专营店的核心瓶颈：门槛低，天花板有限。行业本质是效率换收益，但效率提升空间有限。①**门槛低。**模式存明确价值，类似于线下版零食拼多多，但产品相对同质化，客户端需求变化快，由于国内供应链成熟，门店通过品牌引流、白牌盈利的模式，均不难找到合适供应商，同区域单店难以做到较大差异。②**天花板有限。**零食量贩品牌力来自于供应商，门店端品牌力较难产生，故核心壁垒主要来自规模效应。**第一，门店端难产生规模效应，成本费用刚性。第二，供应端规模效应受益方主要为供应商，而非门店品牌。第三，门店品牌端规模效应主要来自于仓储，相关自动化智能仓储物流可大大降低同区域相关成本，提升盈利，但仓储建设需要时间，新区域仍需新仓储，导致地域割据，如果一旦新区域存在零食专营强势品牌，新区域发展存疑。第四，低盈利导致空间有限。**目前零食很忙总部毛利率低于10%，净利率2%左右。门店端毛利率20%，净利率5-10%左右。虽然门店端盈利健康，预计闭店率与高端零食店接近，10%以内，如果门店店效在竞争中进一步稀释，门店闭店率可能出现明显提升，公司的低净利率给予的店效稀释空间同样相对有限。**第五，部分省区已现天花板。**部分龙头品牌在基地省份已经停止加盟（如浙江区域老婆大人暂停加盟）。**第六，单店利润低。**单店利润低于便利店、咖啡、酒吧、奶茶等加盟业态。考虑到餐饮业往往具备较高单店毛利率（50%+）及单店净利率（15%+），小店型（30-50平方米）及知名品牌店往往具有5000元+平米利润或更高平米利润，零食专营店吸引力有限。

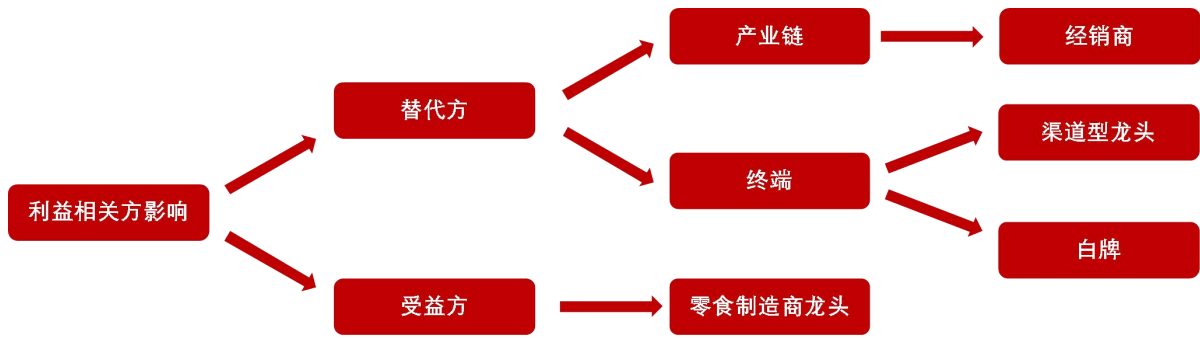
图 43 零食专营店发展核心瓶颈



资料来源：东海证券研究所

零食制造商龙头预计成为主要受益方。因零食专营店本质是效率换收益，需求本身并未催生而是替代。①**替代方首先为经销商。**通过减少中间商差价，降低终端价格，首先抢占的是经销商利润。②**替代方其次为渠道型龙头和白牌。****第一，渠道型龙头**(主要为线上，其次为线下)供应商相对较小，规模效应较低，加上渠道型龙头盈利较低，专营店用更高的性价比完成对渠道型龙头相关产品替代。**第二，零食专营店对品牌商毛利往往较低**(行业巨头5%左右，细分龙头往往10%左右)，白牌更高(20-40%不等)，在白牌本身规模效应小于品牌产品的同时，盈利往往更低，结合零食渠道型龙头份额降低(OEM模式，白牌仍为主要供应商)，白牌在本轮竞争过程中，规模越小越容易淘汰。③**实现增量，零食制造商龙头主要受益，**对商超、流通渠道的替代短期相对有限，主要因商超、流通渠道在零食业界系统中占比远超6成，门店型整体5%左右，且零食专营系统更低，而对零食制造龙头而且更多的是增量，而非平移。规模效应强化，市场马太效应更强。

图 44 零食专营店对利益相关方的影响



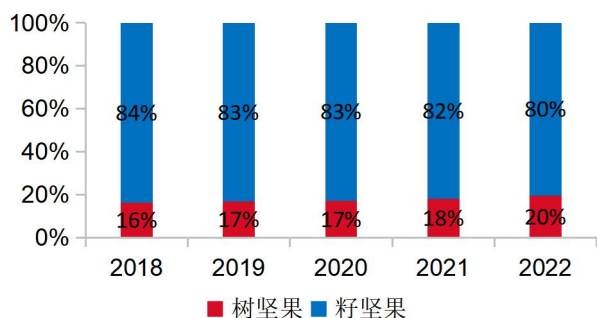
资料来源：零食专营店官网，草根调研，东海证券研究所

2.1.3. 坚果千亿赛道，树坚果发展可期

坚果行业是休闲食品第二大千亿赛道，成长空间广阔。根据弗若斯特沙利文，种子及坚果炒货零售额从 2016 年的 1042 亿元增长至 2021 年的 1512 亿元，CAGR 达 7.7%，零售额在休闲零食品类中位列第二，增速位列第三，成长空间广阔。受益于消费者对休闲零食的健康属性关注度提升，坚果行业未来仍将维持一定增长，2021-2026 年 CAGR 为 8.0%，2026 年市场规模有望达 2220 亿元。

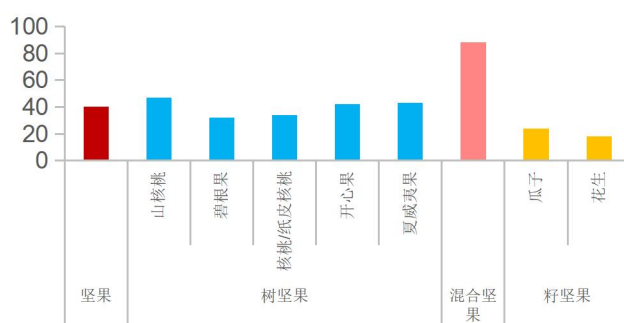
籽坚果相对成熟，树坚果空间较大。①**籽坚果和树坚果：**1>**具体规模：**坚果炒货根据原材料不同可分为籽坚果（青豆、西瓜子、花生等）与树坚果（夏威夷果、开心果、核桃、巴旦木等）。树坚果尚无市场零售数据。**第一**，根据华经产业研究院数据，2020 年中国籽坚果消费量占比 85.28%，且客单价树坚果往往高于籽坚果一倍左右，同时市场主要品牌中树坚果同重量价格均显著高于籽坚果；**第二**，此外，参考《中国坚果电商市场竞争现状分析与投资战略调研报告（2023-2030 年）》，2020 年中国坚果电商树坚果零售额占比达 19.5%，而洽洽等瓜子龙头线下为主要渠道，预计整体树坚果占比高于该数值。根据以上两项数据，2021 年假设在消费量占比不变的情况下我们假设树坚果平均单价为籽坚果 2-3 倍，我们得到树坚果零售额占比达 26%-34%，约 388 亿到 515 亿元左右。2>**人均空间提升较大。**2019 年榛子、腰果、扁桃仁人均消费量仍较全球平均水平差距较大，但花生、核桃、夏威夷果、开心果持平或优于世界平均水平。从树坚果整体来看，全球、美国分别为中国人均消费量的 1.4 倍、6.4 倍，仍有较大空间。②**单品型和混合型坚果：**市场可分为单品型与混合型。1>**单品型坚果。**玩家众多，整体分散，瓜子等单品市场集中度较高。2>**混合性坚果。**沃隆首创：沃隆食品于 2016 年首创“每日坚果”，带动混合型坚果快速放量。**规模起量较快，短期趋于平稳：**根据华经产业研究院，2021 年混合坚果零售额达 115 亿，2016-2021 年混合型坚果 CAGR 为 63%，2021 年混合型坚果行业占比达 7.3%。同时，基于混合型坚果的占比提升，带动市场占比较低的树坚果占比有所提升。**市场相对分散：**因沃隆最初走高端路线，新进入者通过性价比方式深挖市场，目前市场竞争壁垒较低，相对分散，其中混合型坚果 CR5 仅为 36.8%。

图 45 树坚果和籽坚果电商零售额占比



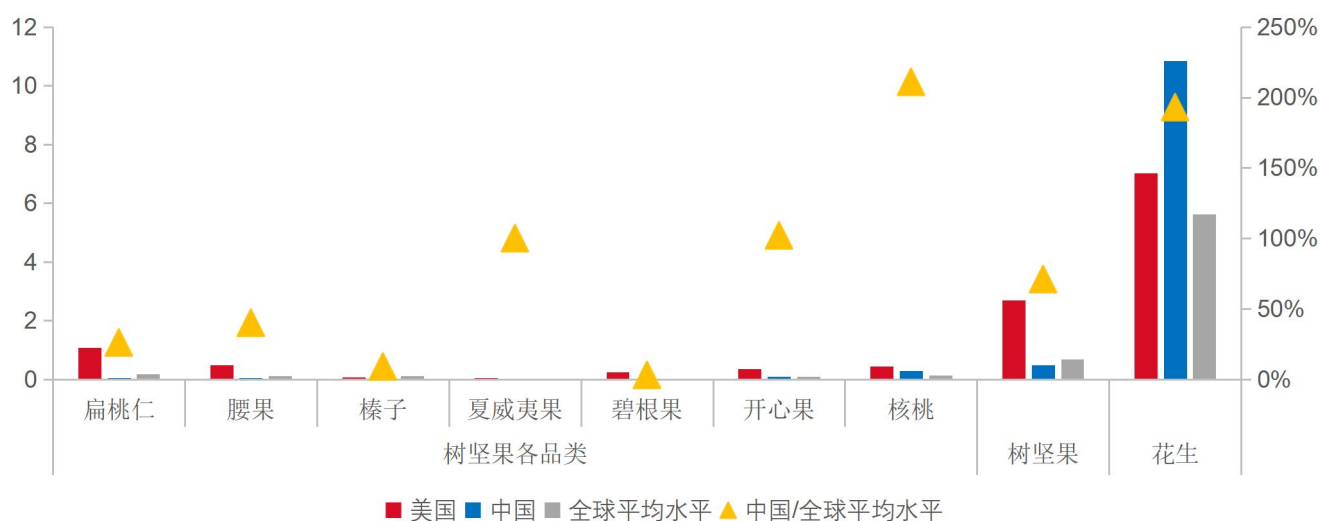
资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

图 46 坚果客单价 (元)



资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

图 47 2019 年中、美、全球人均坚果消费量对比 (kg/人)



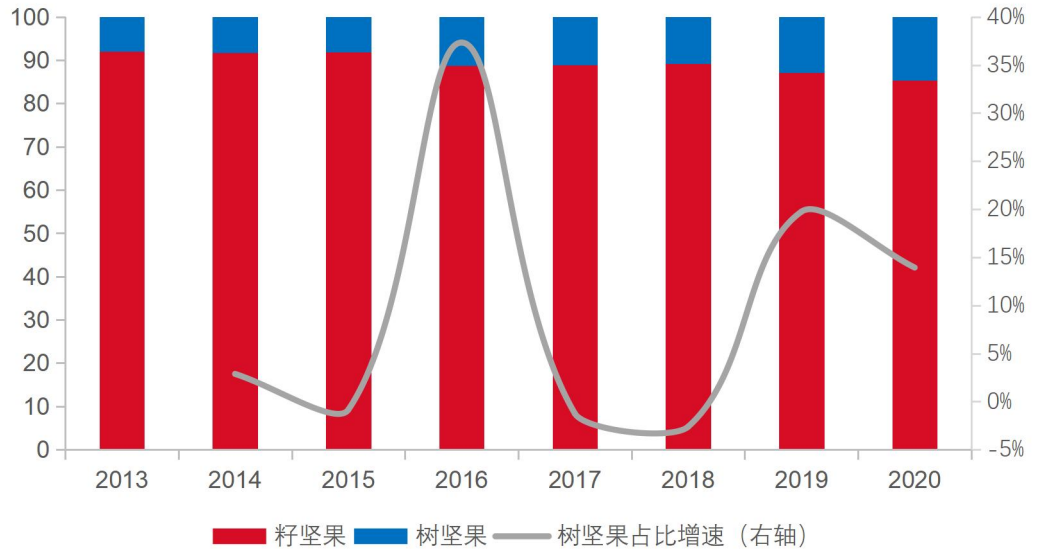
资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

表 9 树坚果和籽坚果的价格比较

坚果品类	产品品类	品牌	品规 (元/克)	单价 (元/百克)	
籽坚果	瓜子	良品铺子	15.8/240	6.58	
		三只松鼠	9.9/240	4.13	
	瓜子	良品铺子	21.0/330	6.36	
		蟹黄味瓜子	三只松鼠	9.9/410	2.41
	花生	香花生	甘源食品	14.9/285	5.23
			良品铺子	35.8/800	4.48
		三只松鼠	11.5/200	5.75	
		甘源食品	13.9/285	4.88	
		良品铺子	11.8/296	3.99	
		多味花生	三只松鼠	16.9/410	4.12
青豆	原味青豆	甘源食品	18.9/360	5.25	
		良品铺子	18.8/500	3.76	
	蒜香味青豆	良品铺子	15.8/410	3.85	
		甘源食品	18.8/500	3.76	
区间				2.41 ~ 6.58	
树坚果	开心果	良品铺子	59.9/500	11.98	
		三只松鼠	44.9/500	8.98	
	核桃	良品铺子	10.9/200	5.45	
		薄皮核桃	三只松鼠	16.9/360	4.69
		良品铺子	29.9/180	16.61	
		山核桃仁	三只松鼠	22.9/155	14.77
	夏威夷果	夏威夷果	良品铺子	37.9/500	7.58
			三只松鼠	24.9/500	4.98
		良品铺子	43.9/200	21.95	
		芥末味夏威夷果	三只松鼠	27.9/125	22.32
	甘源食品	49.5/195	25.38		
区间				4.69 ~ 25.38	

资料来源：淘宝，东海证券研究所

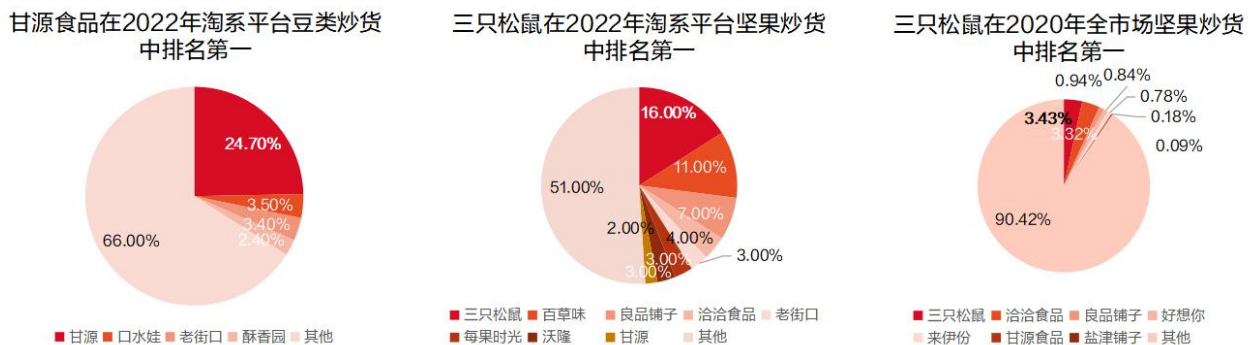
图 48 籽坚果和树坚果消费量占比



资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

口味型坚果龙头，成长值得期待。目前公司在 2022 年豆类炒货淘系市场占有率达 24.70%，高于线上及整体的坚果品类龙一市占率。目前树坚果整体仍为蓝海，公司作为口味型坚果龙头，树坚果储备丰富，单品研发谨慎、高效，随着公司夏威夷果等多个大单品规模效应逐步释放，有望进一步实现其他细分品类的较高市占率。

图 49 淘系平台豆类炒货/淘系平台坚果炒货/全市场坚果炒货市占率情况



资料来源：魔镜数据，华经产业研究院，东海证券研究所

2.2.行业对比：模式之差，先苦后甜

模式之差：行业聚焦平台型，制造型品牌相对较少。我国渠道型龙头主要分为线上型渠道龙头（三只松鼠、百草味）以及线下型渠道龙头（良品铺子、来伊份），前者拥有较强的线上渠道优势，后者拥有较强的线下品牌专营门店渠道优势。该类龙头优势是品牌力较强（流量较大），部分龙头规模较大且短期成长较快，尤其是线上型龙头，同时品类丰富（OEM代工）；缺点主要在产品控制可能较弱（无产能），单品类口碑并不突出，品牌复购明显高于单品类复购率，同时因较高的渠道费用、宣传费用，可能盈利能力相对有限。国内零食龙头在渠道持续变革的背景下，诞生了一批渠道型龙头，在渠道变革结束，重新进入品牌竞争加剧阶段，虽然渠道龙头周转快，但无论从盈利能力、产品力、供应链效率，渠道型龙头与生产型龙头均存在较大差距，精细化博弈下，生产型龙头胜出概率更大。

突破品类瓶颈,多品类生产型龙头最受益。我国生产型龙头主要分为单品类生产龙头(卫龙、劲仔食品、洽洽食品)以及多品类生产龙头(盐津铺子、甘源食品),前者在自身所在品类拥有较高的市占率,品牌、口碑、盈利能力、复购率、业绩稳定性均较强,但因品牌烙印,在原有品类遇瓶颈后难以发展第二曲线,同时在主打品类原材料涨价时影响相对明显。基于零食消费场景高连带率、口味不断变换、单个市场规模较小的行业特征,拥有更多的规模化品类的生产型龙头往往更能应变市场多变的需求并从中获利,也有望在新渠道中比单品型企业获得更大的订单。区别于主流渠道型龙头的无产能盈利弱,及单品型龙头的第二增长曲线发展困难,公司通过先“苦”(建立重资产供应链、口味坚果多品类、高势能KA渠道)后“甜”(专营店、高端会员店等新渠道占比快速提升),业绩弹性打开。

表 10 国内各类型代表零食企业情况

类型	代表企业	产品数量	生产	渠道	22 年营收 (亿元)	22 年归母净利润 (亿元)
渠道型龙头	三只松鼠	较多		线上为主,多渠道	72.93	1.29
	良品铺子	较多	OEM	线下门店为主,多渠道	94.40	3.35
	来伊份	较多		线下门店为主	43.82	1.02
生产型龙头	卫龙	较为专注		商超便利店为主	46.51	1.51
	劲仔食品	较为专注		商超便利店为主	14.62	1.25
	洽洽食品	较为专注		商超便利店为主	68.83	9.76
	盐津铺子	聚焦 6 类	自产	商超优势较强,持续拓展全渠道	28.94	3.01
	甘源食品	专注树坚果坚果,口味坚果龙头		商超优势较强,持续拓展全渠道	14.51	1.58

资料来源:wind,东海证券研究所

表 11 海外龙头零食企业情况

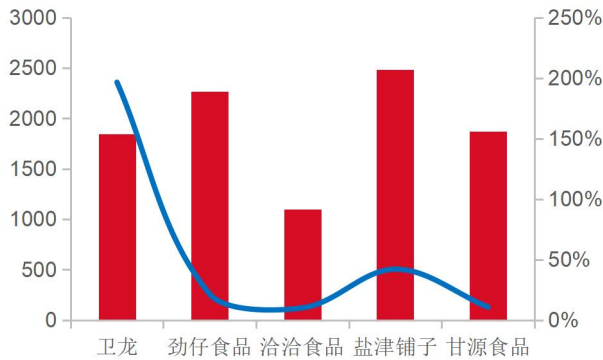
类型	代表企业	产品数量	生产	渠道
海外龙头	亿滋国际	多品类		多渠道
	派拉蒙农场	较为专注	自产	多渠道
	川崎面包	较为专注		线下门店为主

资料来源:wind,东海证券研究所

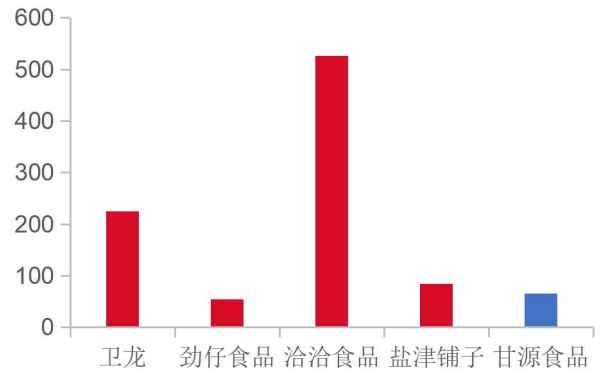
甘源食品经销商数量扩张增速较慢,未来质量有望提升。相比其他生产型龙头公司,在**期末经销商数量方面**,基于公司品类规模、主要渠道仍以KA为主,公司经销商实际铺设已经较广、区域平均,短期扩张速率相对较低。在**单个经销商体量方面**,若不考虑下单次数少、年销售额低的试销经销商,2022年甘源食品单个经销商年贡献收入为65.72万元,因主要铺设KA,流通较少,叠加部分坚果品类规模尤其是老三样目前对应市场相对有限,远低于大单品规模庞大(瓜子300余亿市场零售额及较高市占率)的生产型龙头洽洽食品(超过500万元)与流通KA渠道铺设完善的卫龙(2022年由于批量折扣与广告津贴,单个经销商贡献收入仅为224.47万元,与2021年的681.61万元相差较大),也低于虽然也以KA起家占比较高但品类丰富短期流通渠道持续增加的盐津铺子(84.72万元),但高于流通渠

道占比较高的劲仔食品（54.04 万元）。目前公司经销商规模有限，主要是品类及渠道结构因素，随着渠道优化、新渠道占比持续提升，未来仍有较大提升空间。

图 50 可比公司 2022 年线下经销商数量及增长情况(家) 图 51 可比公司 2022 年单个经销商贡献收入情况(万元)



资料来源：公司年报，东海证券研究所

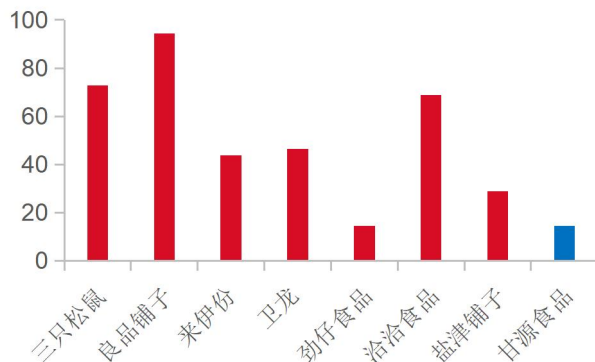


资料来源：公司年报，东海证券研究所

盈利能力有望进一步增强。①**规模：**三只松鼠、良品铺子渠道优势强，整体经营规模较高。②**盈利：**从销售费率明细来看，渠道型龙头的广告费率较高，而 KA 较多的生产型龙头盐津铺子、甘源食品以及自营门店较多的来伊份薪资费率更高。基于不高的毛利率以及较高的费用率，渠道型龙头净利率较低；因单品具备规模优势，毛利率相对较高，费用率明显较低，带动生产型单品类龙头洽洽食品净利率明显高于渠道型龙头。卫龙 2022 年因上市前对机构股东一次性股份补偿、管理层股权激励等影响，净利率出现明显下滑，调整后净利率同样高于渠道型龙头。甘源食品毛利率处于行业中上游，净利率较优，仅次于洽洽食品，随着棕榈油成本回落，安阳工厂产能利用率提升，公司盈利能力有望进一步增强。

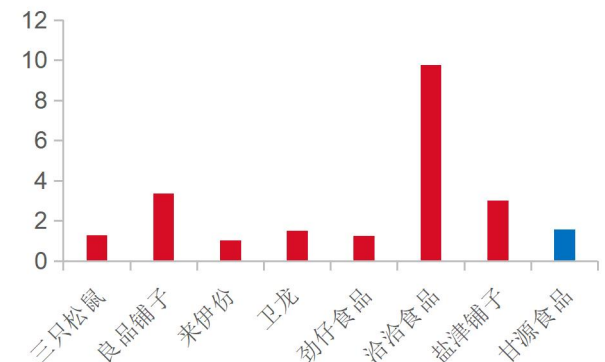
ROE 还有较大提升空间。生产型企业因资产规模较大，资产周转率往往相对较低，主要受净利率较高带动 ROE 具有明显优势，其中卫龙受上市因素影响 ROE 骤降，盐津铺子最高；来伊份、三只松鼠等渠道型龙头因净利率较低带动 ROE 较低，良品铺子相对较高；甘源食品净利率处于行业前列，但短期受上市募集资金增加、安阳子公司建设项目投入增加影响，权益乘数、总资产周转率都有所下降。随着安阳工厂产生收益，公司现金资产逐步产生效益后，总资产周转率有望进一步提升，公司 ROE 还有较大提升空间。

图 52 可比公司 2022 年营收情况(亿元)



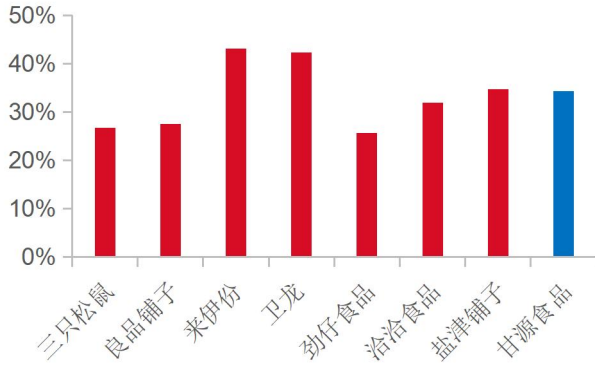
资料来源：wind，东海证券研究所

图 53 可比公司 2022 年净利润情况(亿元)



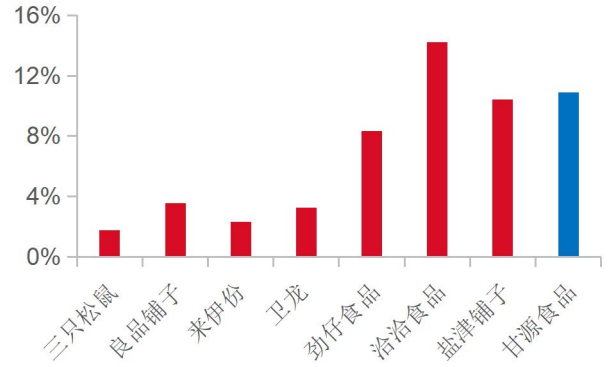
资料来源：wind，东海证券研究所

图 54 可比公司 2022 年毛利率情况



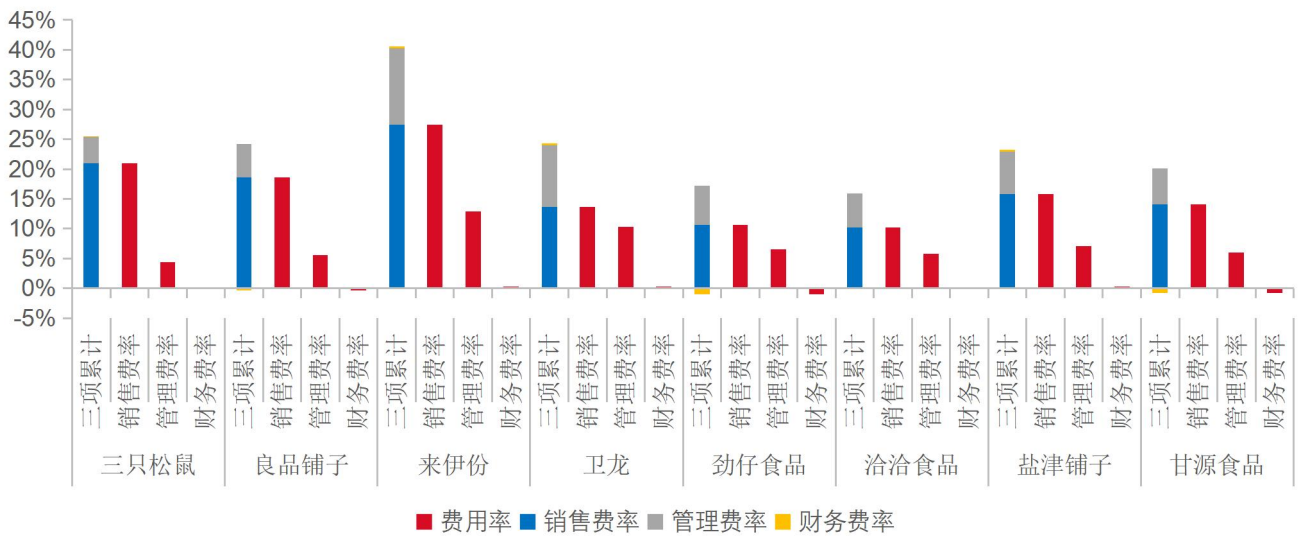
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 55 可比公司 2022 年净利率情况



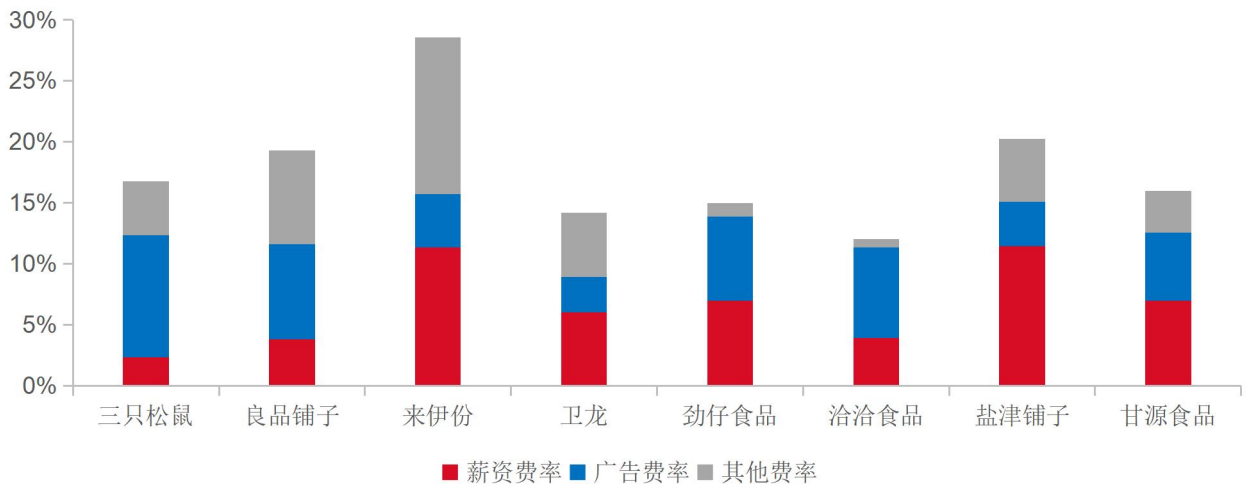
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 56 2022 年甘源食品同可比公司销售期间费用率比较



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 57 2022 年甘源食品同可比公司销售费用率明细比较



资料来源: wind, 东海证券研究所

表 12 2022 年甘源食品同可比公司 ROE 和杜邦分析比较

	ROE (摊薄)	净利率	资产周转率 (次)	权益乘数
三只松鼠	5.51%	1.77%	1.52	2.08
良品铺子	13.99%	3.54%	1.80	2.30
来伊份	5.63%	2.33%	1.24	2.02
卫龙	2.74%	3.25%	0.77	1.32
劲仔食品	12.88%	8.35%	1.23	1.28
洽洽食品	18.52%	14.21%	0.83	1.65
盐津铺子	26.57%	10.43%	1.28	2.26
甘源食品	10.51%	10.91%	0.76	1.30

资料来源: wind, 东海证券研究所

3.公司：产品持续推新，渠道改革初见成效

3.1.产品：强研发下产品矩阵不断丰富

五大系列品类丰富，经典老三样均为亿级大单品。公司长期专注于休闲食品的研发、生产和销售，现已发展成为炒货、坚果果仁、膨化烘焙和谷物酥类为主导的休闲食品生产企业。截至目前，公司已构建出了五大系类产品矩阵：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系列。其中，①**经典老三样产品**：青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列均为亿级大单品。2022 年，青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列分别实现营收 3.69 亿元、2.31 亿元、2.09 亿元，营收占比依次达 25.46%、15.90%、14.38%。②**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，2022 年实现营收 3.82 亿元，营收占比达 26.30%。③**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，2022 年其他系列实现营收 2.53 亿元，营收占比达 17.43%。公司产品口味丰富，以散装或袋装多种规格形式满足不同地域和不同场景的消费需求。

图 58 公司产品矩阵



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

终端卖场精耕细作，“传统货架”与“品牌专柜”相结合，商品持续高频推新。①针对终端卖场这一重要的线下流量曝光入口，公司建立了“传统货架”与“品牌专柜”相结合的多元商业形态：品牌专柜产品陈列丰富，能够有效满足消费者对品种和口味多样化的采购需求，完成一站式产品采购；专柜式陈列有利于公司扩大销售及推新，也有利于终端消费平台

进行品牌管理，实现单位面积效益最大化。②商品持续高频推新，满足市场多样需求：2020-2022 年期间，公司充分迎合消费需求，在**产品品类**上，公司新增了坚果、水果麦片、花生、米酥、雪饼、烧米饼等新品；在**产品口味**上，公司成功研发出了咸蛋黄口味、藤椒泡菜味、芥末味、蒜香味等；在**产品规格**上，公司着力发展小包装称重+定量装。

图 59 公司历年部分新品



资料来源：公司公告，东海证券研究所

专利积累雄厚，研发投入增长显著。口味坚果具备一定的研发壁垒，公司经过多年的发展和积累，培养了一支经验丰富的高素质技术研发队伍，建立了以市场需求为导向的高效研发体系，掌握了多品类休闲食品生产工艺及口味配方，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。①**从专利来看**，截至 2019 年年底，公司持有专利 121 项，其中发明专利 1 项，实用新型专利 93 项，外观专利 27 项。②**在研发项目方面**，仅 2022 年公司便成功完成了 29 项研发项目，产品工艺持续升级。③**从研发队伍来看**，2022 年公司拥有研发人员 183 人，同比增长 144.00%。④**从研发费用来看**，2022 年公司研发投入 2254.25 万元，同比增长 48.80%；研发费率 1.55%，同比增长 0.38pct。⑤**从行业对比来看**，公司研发费率自 2020 年的 0.57% 迅速攀升至 2022 年的 1.55%，仅次于盐津铺子和劲仔食品，位于行业前列。

表 13 公司部分专利

名称	申请日	专利号	取得方式	类别
蟹黄味瓜子仁及制备方法	2016/7/8	CN201610533348.6	原始取得	发明专利
一种连续式油炸机	2014/12/26	CN201420841186.9	原始取得	实用新型
一种用于油炸机上的油槽	2014/12/26	CN201420841187.3	原始取得	实用新型
一种油炸机	2014/12/26	CN201420845053.9	原始取得	实用新型
一种滚筒油炸机	2014/12/26	CN201420841188.8	原始取得	实用新型
一种离心脱油机	2014/12/26	CN201420840952.X	原始取得	实用新型
物料称重机构	2014/12/25	CN201420841126.7	原始取得	实用新型
电磁振荡给料机构	2014/12/25	CN201420844550.7	原始取得	实用新型
便于运输的浸泡罐	2014/12/25	CN201420841027.9	原始取得	实用新型
用于输送系统的料槽	2014/12/25	CN201420840954.9	原始取得	实用新型
烘焙机的输送带装置	2015/12/20	CN201521088673.3	原始取得	实用新型
下料裹粉一体机	2015/12/20	CN201521074949.2	原始取得	实用新型
溶糖桶	2016/8/27	CN201620970839.2	原始取得	实用新型
一种豆壳回收线	2016/8/27	CN201620973698.X	原始取得	实用新型
一种螺旋输送装置	2016/8/16	CN201620882308.8	原始取得	实用新型
一种震动筛选机	2016/8/16	CN201620882447.0	原始取得	实用新型

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 14 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，降低能源消化，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	有利于提高公司虾条产品的市场竞争力
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	有利于减少能源消化，降低成本

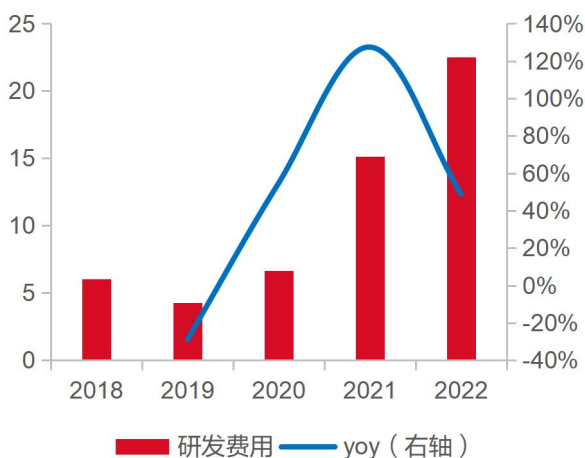
资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 15 公司研发人员变动情况

	2020 年		2021 年		2022 年	
	数量	同比 (pct)	数量	同比 (pct)	数量	同比 (pct)
研发人员	36	38.46%	75	108.33%	183	144.00%

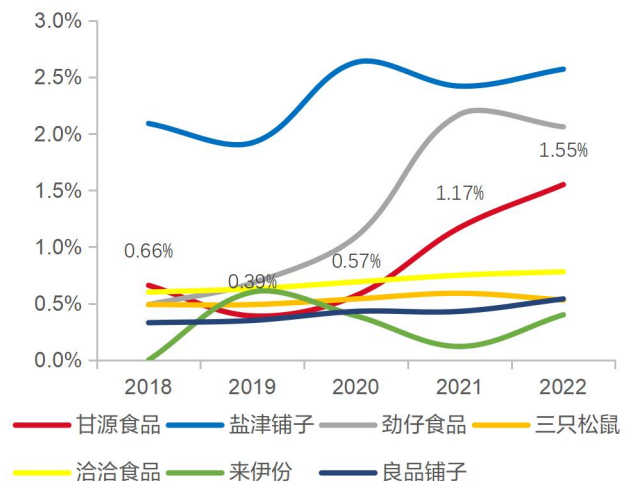
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 60 公司研发费用 (百万元)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

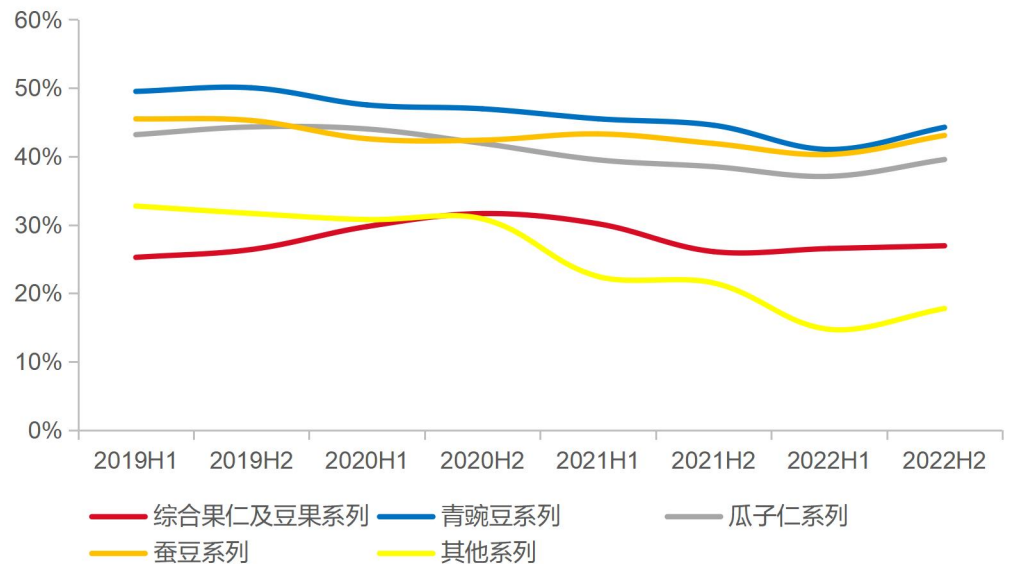
图 61 同行业研发费率比较



资料来源：公司公告，东海证券研究所

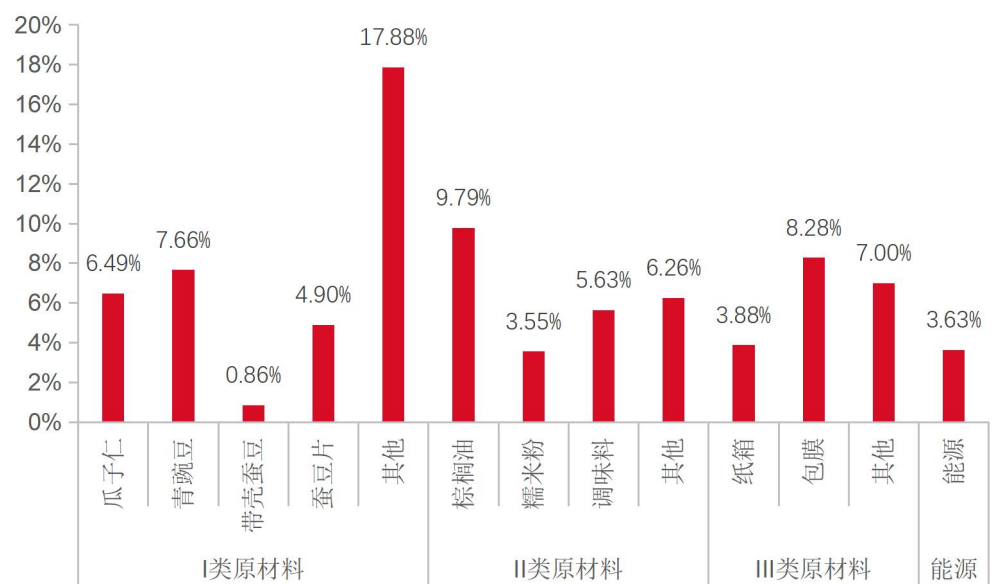
各系列产品毛利基本稳定，部分产品受棕榈油价格变化波动较大。公司业务的主要原材料包括了各类坚果与籽类农产品、棕榈油、包装材料等，2022 年原料成本占营业成本的比重达 78%以上。多年来，公司各系列产品毛利保持基本稳定，但是部分产品毛利率，如综合果仁及豆果，受原料棕榈油价格的上涨而产生较为明显的波动。2021 年，公司棕榈油采购均价为 8.38 元/公斤（2020 年为 5.85 元/公斤），同比上涨 43.25%。针对于此，公司采取了积极的措施：①**提价**：公司于 2021 年 4 月开始提价，以减轻原材料成本上涨压力。②**稻米油代替**：2022Q2，公司果断采用稻米油以代替价格持续攀升的棕榈油，及时控制成本。目前棕榈油价格已出现大幅回落，且仍存在下探空间。

图 62 2022 年公司各系列产品毛利情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 63 2019 年公司原材料成本占主营成本比重



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

表 16 公司各系列产品均价

	2020 (元/kg)	2021 (元/kg)	同比 (pct)
瓜子仁系列	20.69	21.93	6.02%
蚕豆系列	20.67	21.84	5.68%
青豌豆系列	20.19	21.22	5.09%
综合果仁及豆果系列	35.34	43.55	23.25%
其他	22.98	24.02	4.54%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 64 全球棕榈油市场价格 (元/吨)

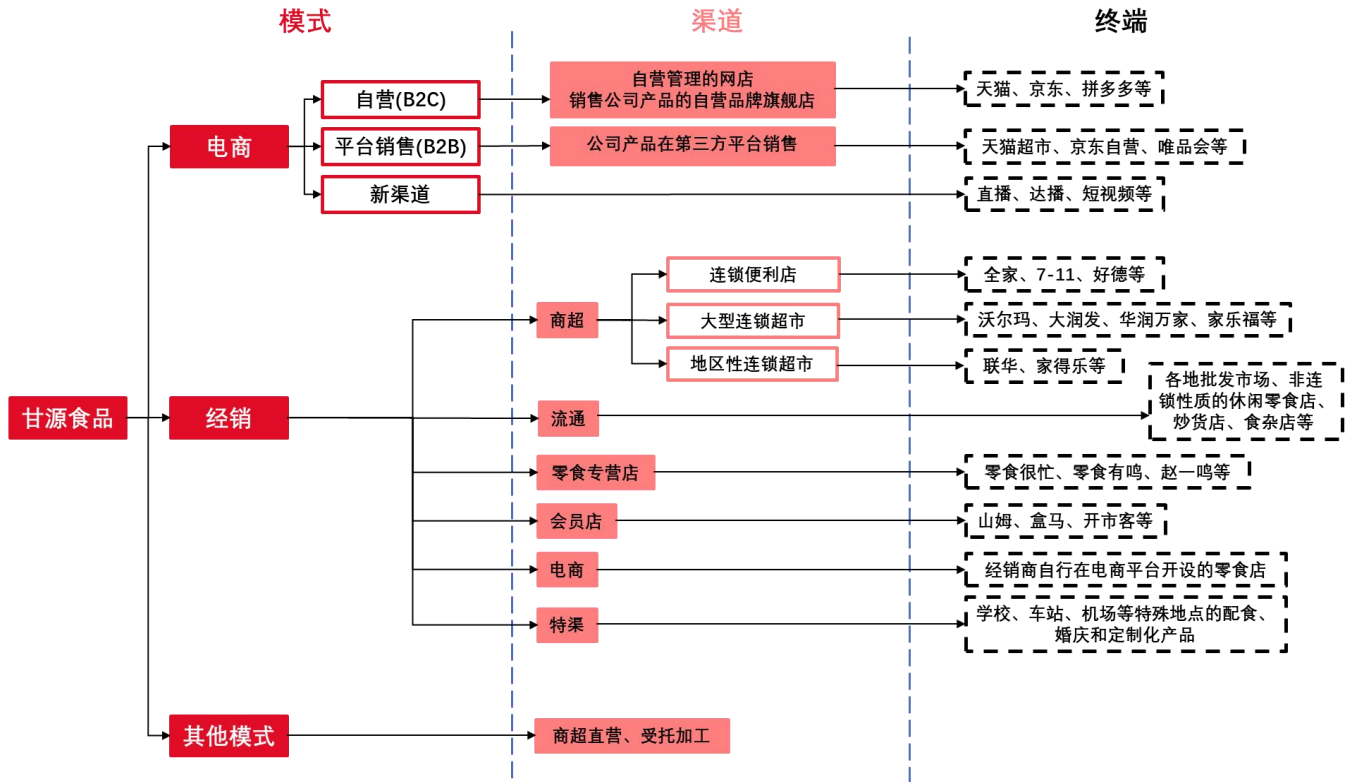


资料来源：wind，东海证券研究所

3.2.渠道：布局全面，管理精细

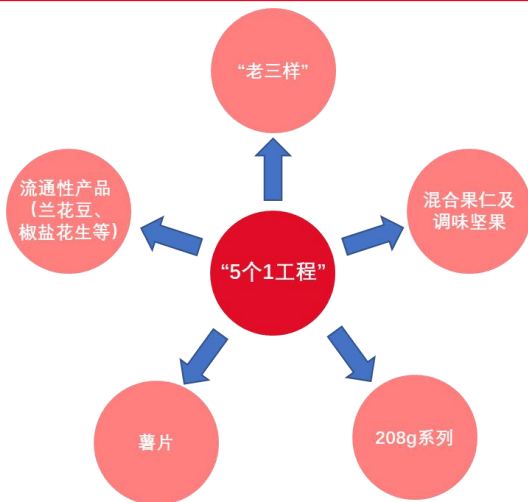
多渠道矩阵布局，事业部变革成效初显。公司销售采取经销、电商、其他模式三大模式，多渠道布局销售。①**具体来看：经销模式**面向商超、流通、零食专营店、会员店等多渠道，已拓展多渠道龙头；**电商模式**以自营（B2C）及平台销售为主，并于近年积极拥抱直播、达播、短视频等新渠道；**其他模式**主要为商超直营及受托加工，占比较小。②**经销为主，电商可期：**公司2022年经销模式/电商模式/其他模式收入占比分别为84.90%、11.50%、3.07%，从收入结构来看，公司产品销售仍以经销为主，但公司近年积极拥抱线上渠道。2021年成立杭州运营中心，并在萍乡工厂、杭州、长沙设置了直播基地，自播、达播等线上新渠道成长良好，未来具备充足成长空间。③**事业部变革成效初显：1>**公司于2022年变革销售组织，实行业务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。**2>今年杭州开经销商会议，聚焦KA商超及“五个一工程”。**目的在于优化经销商，同时聚焦五类产品包括“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）”。今年一季度已初显成效，KA系统表现稳健，高端会员店、零食专营、线上渠道等销售实现较快增长。

图 65 公司渠道布局



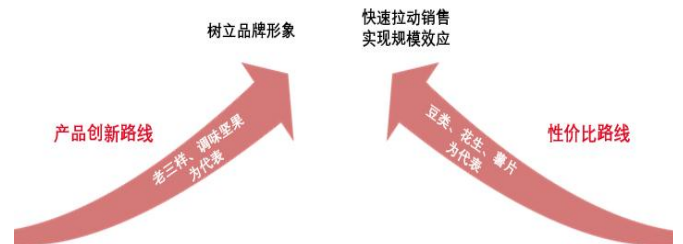
资料来源：招股说明书、公司公告，东海证券研究所

图 66 公司“5个1”工程



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 67 公司围绕两条路线拉动营收



资料来源：公司公告，东海证券研究所

经销（线下）渠道布局全面，经销商增长合作稳定。经销模式作为公司最主要的销售模式，负责全国各地大卖场、连锁商超、小型超市、高端会员店、零食量贩店、便利店、批发市场等渠道的销售。①**具体来看：**1>**商超渠道**下，已布局沃尔玛等大型连锁超市、佳得乐等地区性连锁超市以及全家等连锁便利店终端；2>**流通渠道**主要面向各地批发市场、非连锁性质的休闲零食店、炒货店、食杂店等终端；3>**零食专营店**已与零食很忙等达成合作；4>**会员店**合作终端包括盒马、开市客等。②**经销商增长合作稳定：**2017-2022年，公司正式经销商数量从1157家增长至2142家，此外平均每年能够拓展600家以上试销经销商，年度经销商总数从2017年的1884家提升至2022年的2923家（CAGR9.18%），增长稳定。1>

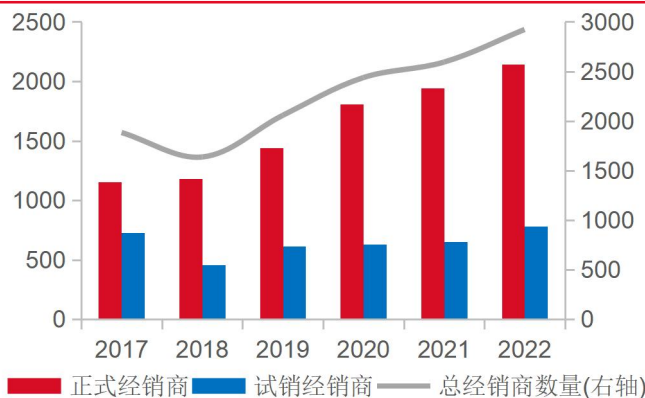
从经销商地区分布来看：前四大区域分别为华东区、华中区、西南区及华北区，2022 年经销商数量占比分别为 29%、18%、15%、11%。2>从单经销商提货额看，2018 年单经销商提货额增加主要系当年因空白市场开发新增的经销商数量较低(133 家,2017 年为 248 家)，随着公司近年加大对全国各类渠道及市场的业务开发,业务发展较快,经销商数量稳步提升,单经销商提货额维持稳定。

表 17 公司经销渠道细分布局

渠道/细分	终端	2022 年规模	预期今年营收规模
商超渠道	大型连锁超市	沃尔玛、大润发、华润万家、家乐福、永辉、麦德龙等	7000-8000 家网点
	地区性连锁超市	家得乐、联华等	营收约 10 亿元
	连锁便利店	全家、7-11、好德等	增速 20%
零食专营店	零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等	合作 17 家以上	增加 2 亿元
会员店	盒马、开市客等	营收约 6000 万元	增加 1 亿元
电商渠道	经销商自行在电商平台开设的零食店	合作 500+会员店	增加 1 亿元
流通渠道	各地批发市场、非连锁性质的休闲零食店、炒货店、食杂店等	/	/
特渠	学校、车站、机场等特殊地点的配食,以及婚庆和定制化产品等	8000 万元左右	共新增 1 亿元
		小几千万元	

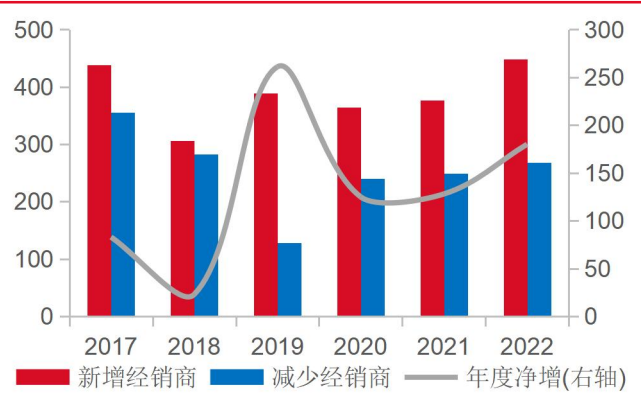
资料来源：招股说明书、公司公告，东海证券研究所

图 68 2017-2022 年公司经销商数量变化 (家)



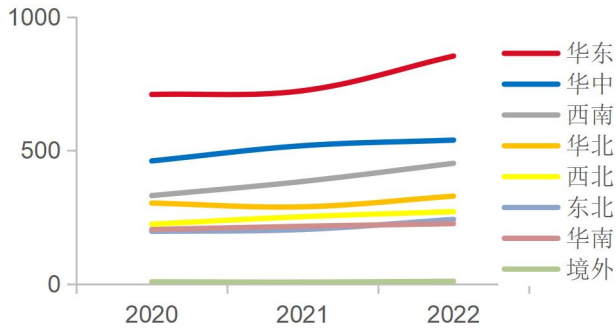
资料来源：招股说明书、公司公告，东海证券研究所

图 69 2017-2022 年公司正式经销商数量变动情况 (家)



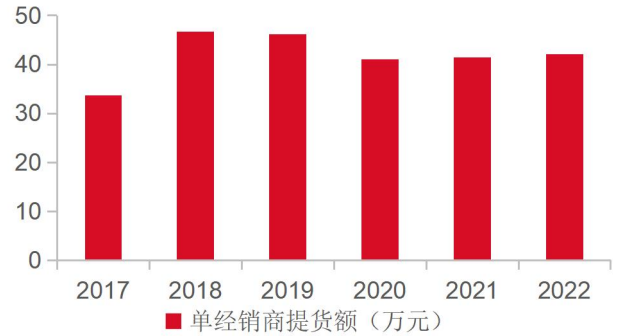
资料来源：招股说明书、公司公告，东海证券研究所

图 70 公司分地区经销商（包含试销）数量情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 71 2017-2022 年公司单经销商提货额

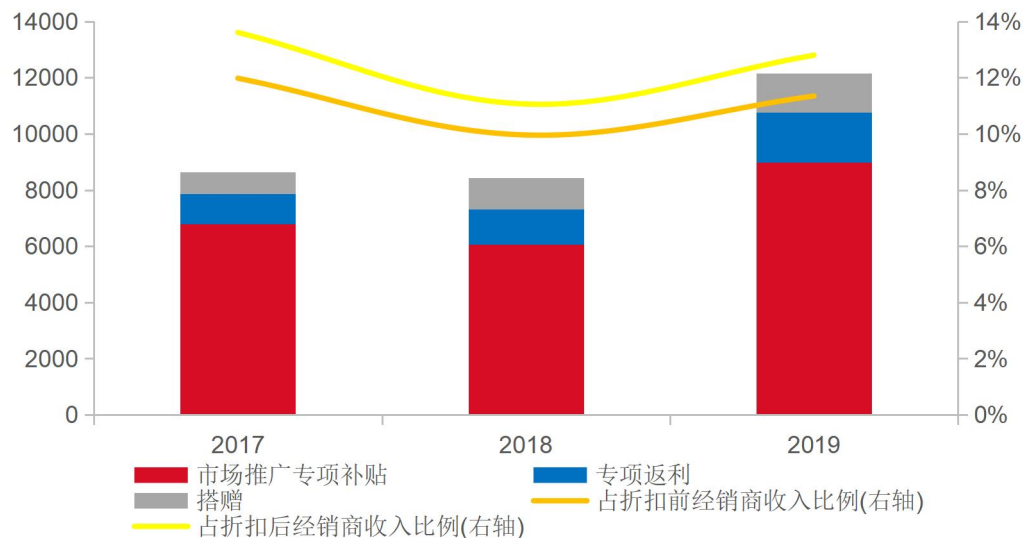


资料来源：招股说明书，公司公告，东海证券研究所

注：单经销商提货额通过经销模式收入除以报告期末经销商总数（包含试销），故在经销商快速增长时，单经销商提货额可能小于真实情况，快速下跌时，单经销商提货额可能大于真实情况

经销商激励充分，优惠力度明显。公司对经销商实施了市场推广专项补贴、专项返利及搭赠三种激励政策，具体来看：①**市场推广专项补贴**作为最主要的激励政策，旨在鼓励经销商进行市场开拓及组织活动，补贴的内容主要包括卖场进场费、条码费等。②**专项返利**为推进特定品类/区域/渠道的产品推广而不定期推出专项返利计划，由经销商与销售经理讨论拟定订货目标并达标后可享受一定的商业折扣。③**搭赠**为公司不定期根据市场销售情况、产品品种推广需要制定开展，与单次订货量挂钩。④**激励政策优惠力度明显**：据公司招股说明书，2017-2019 年激励政策费用分别为 8635.90 万元、8445.85 万元、12155.12 万元，占折扣前经销商收入比例分别达 11.98%、9.96%、11.35%。我们认为，充分惠及经销商的激励政策将显著提升经销商与公司的合作意愿，有助于双方达成长期稳固的合作关系，助力公司产品销售稳步提升。

图 72 经销商激励费用金额(万元)及占折扣前/折扣后经销商收入比例



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

经销商库存管理效率高。由于公司主营的休闲食品保质期一般较短，在考虑到产品出厂、物流、中转储存及下游对剩余保质期的要求后，需要经销商保持较快的库存周转速度，公司为此建立了跟踪经销商实现销售情况的制度。①要求经销商将每月末存货结存数据进行填报备案，以便掌握产品销售进度。②各区域业务人员定期走访主要终端，将销售情况等信

传经销商管理系统。③为保证数据准确性，公司对填报数据定期进行对比分析，发现异常后联系察看库存情况并督促经销商正确填报。

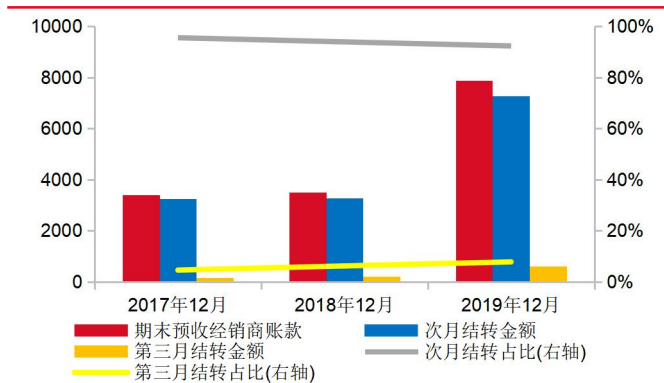
表 18 经销商合作协议内容及库存管理措施

项目	内容
合作协议	经销商需要在公司发货之前支付全部货款,收到货物签字验收后,公司对于经销商的存货不具控制权
经销商进销存管理制度	要求经销商将每月末存货结存数据填报备案,以便实时掌握主要经销商的产品销售进度
准确性核对	各区域业务人员定期走访区域内主要终端销售渠道,将产品陈列、市场活动、销售情况等信息上传经销商管理系统
	公司对填报数据定期进行对比分析,发现异常后联系察看库存情况并督促经销商正确填报

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

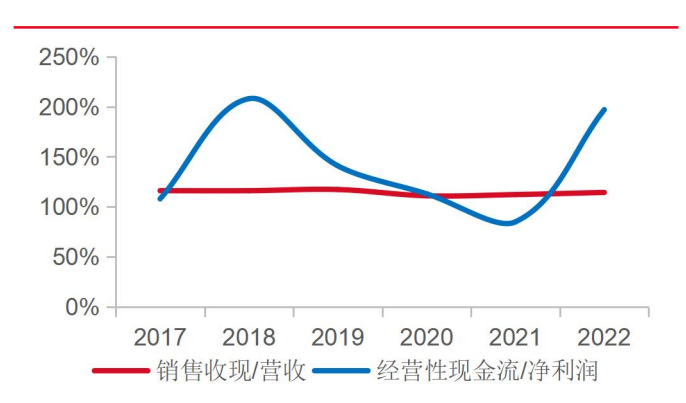
经销商款项预付制度下公司现金流稳健。公司对经销商采取先款后货的销售模式，根据公司与经销商签订的合作协议，经销商需要在公司发货之前支付全部货款，预付制度下公司现金流稳健：①**预收款结转收入速度快**：根据招股说明书对 2017/2018/2019 年期末预收账款在其后结转收入的情况分析，超 9 成的预收款能够在次月结转收入，全年收入结转比率保持近 100%。良好的收入结转效率使公司现金流稳健，2017-2022 年公司销售收现/营收均超 110%，经营现金流净额占净利润比率保持较高水平。②**退换货比例低**：公司经销商均为非专营经销商，经营公司产品比例一般在 10%-30%左右，且公司与经销商合同约定非产品质量问题不接受退货，经销商实际退货金额及占比极低。2017-2019 年经销商退换货金额分别为 390.01 万元、163.63 万元、168.38 万元，占经销商收入比例分别为 0.61%、0.21%、0.18%。

图 73 2017-2019 年公司期末预收账款金额与期后收入结转金额情况



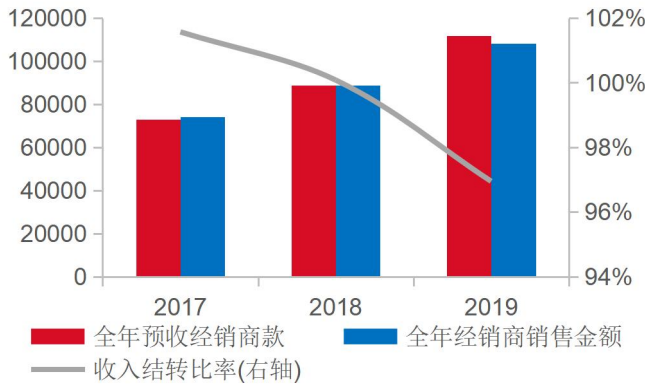
资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图 74 2017-2022 年公司现金流情况



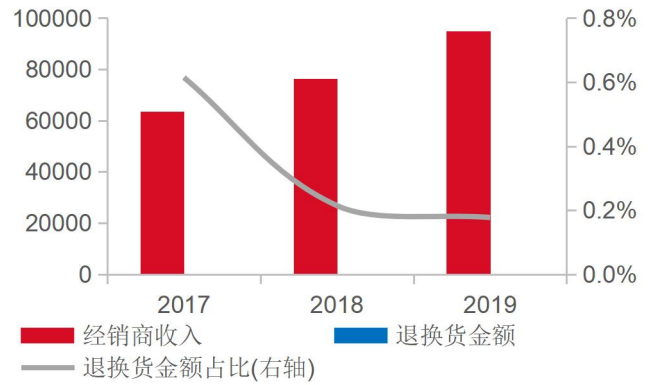
资料来源：wind，东海证券研究所

图 75 2017-2019 年全年经销商预收账款金额与销售金额情况



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图 76 2017-2019 年公司实际退换货情况



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

新型线下渠道布局完善。公司销售组织优化后，高端会员店、零食专营店等新型线下渠道已形成完善布局。**①高端会员店：**主要以直营模式，与盒马、麦德龙、ole 等建立了合作关系，合作产品品类众多，后续将针对已合作产品开展促销试吃等活动，并通过充足的新品储备扩大合作品类、提升业务规模。由于会员店有大量的客户群基础且具备良好的消费体验感，产品进驻将对公司的品牌知名度、产品口碑传播等带来积极影响。**②零食专营店：**目前与零食很忙、零食有鸣、老婆大人等系统都建立了合作关系，品类包括经典老三样、薯片、综合豆果、综合果仁、花生、调味坚果等系列产品，后期将持续加深渠道合作。**③特渠：**主要包括学校、车站、机场等特殊地点的配食，以及在节假日、春节等面向婚庆市场供应定制化产品等。

表 19 公司新型线下渠道布局情况

渠道	合作方	合作产品
会员店	盒马、OLE、永辉、麦德龙等	在盒马推出新品芥末味山核桃仁、清新芥香松子仁、藤椒腰果、芥末味绿蚕豆等产品，在开市客推出蚕豆、瓜子仁等经典产品
零食专营店	零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、老婆大人、戴永红等	包括经典老三样、薯片、综合豆果、综合果仁、花生、调味坚果等系列产品
特渠	主要包括学校、车站、机场等特殊地点的配食，以及婚庆和定制化产品等	/

资料来源：招股说明书、公司公告，东海证券研究所

积极拥抱线上渠道，打造立体销售模式。公司较早进入电商渠道，聚焦传统电商发展，并积极布局新兴电商销售：**①传统电商发展稳定：1>规模：**公司电商模式销售收入从 2017 年的 1.34 亿元提升至 2022 年的 1.67 亿元（CAGR 为 4.43%）；**2>分类：**电商自营（B2C）业务 2022 年实现收入 1.13 亿元（占比 67.83%），毛利率 41.08%；电商平台销售（B2B）业务 2022 年实现收入 0.54 亿元（占比 32.17%），毛利率 30.36%。**②新兴电商布局加速，**公司过去线上销售重点以天猫、京东等传统线上平台为主，针对新兴电商崛起，**1>基地布局：**公司目前已将营销中心搬迁至电商运营更为集中的杭州，并在萍乡工厂、杭州、长沙等设置了直播基地，通过引进专业人才快速切入线上主流渠，着手进行直播、达播等销售活动。**2>发展布局：直播方面，**未来计划与头部主播合作的同时扩大公司现有的直播团队；**新媒体方面，**针对新品或线下渠道产品力较强、消费者认可度高的品类，挑选后通过抖音、小红书等新媒体线上重点推广。**我们认为，公司线上渠道的发展不仅能够增加产品能见度，继而扩大**

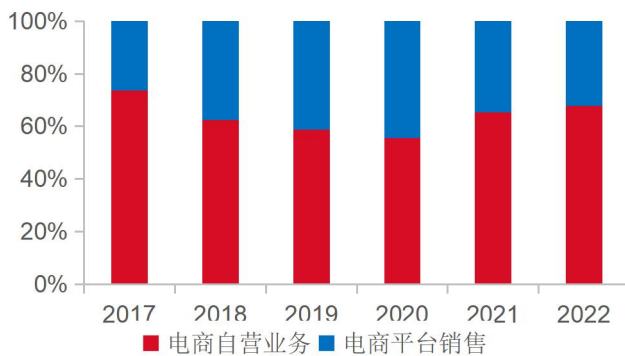
市场份额、提升公司品牌力，线上线下渠道拓展组成的立体销售模式实现共振，将有望促进公司业绩快速增长。

表 20 公司线上（电商）渠道布局情况

模式	渠道	终端
电商自营 (B2C)	自营管理的网店、销售公司产品的自营品牌旗舰店	天猫、京东、拼多多、抖音、快手等
电商平台销售 (B2B)	公司产品在第三方平台销售	天猫超市、京东自营、唯品会等
新渠道		短视频、直播、达播等

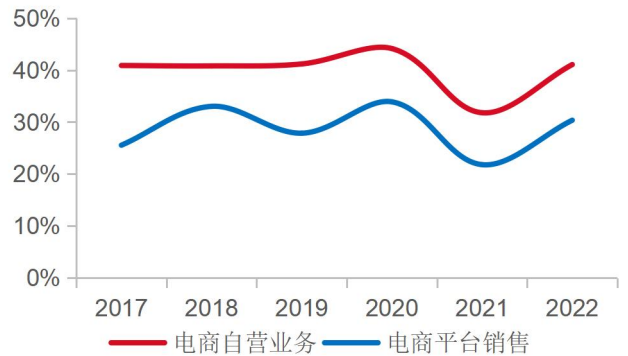
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 77 2017-2022 年公司电商模式收入构成



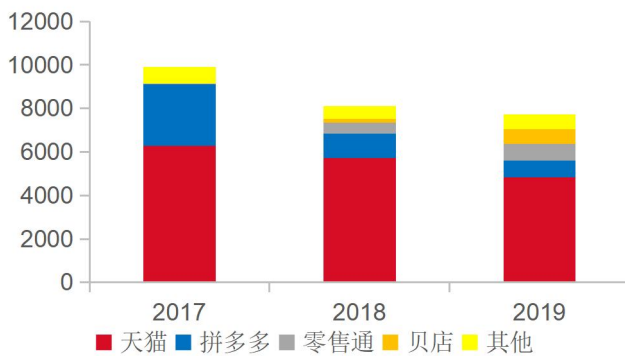
资料来源：招股说明书、公司公告，东海证券研究所

图 78 2017-2022 年公司电商模式细分毛利率



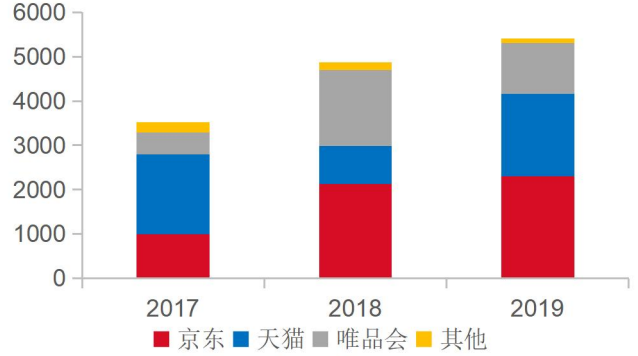
资料来源：招股说明书，公司公告，东海证券研究所

图 79 2017-2019 年公司电商自营业务收入构成(万元)



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图 80 2017-2019 年公司电商平台销售收入构成(万元)



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

3.3. 产能：双基地布局，规模效应待显

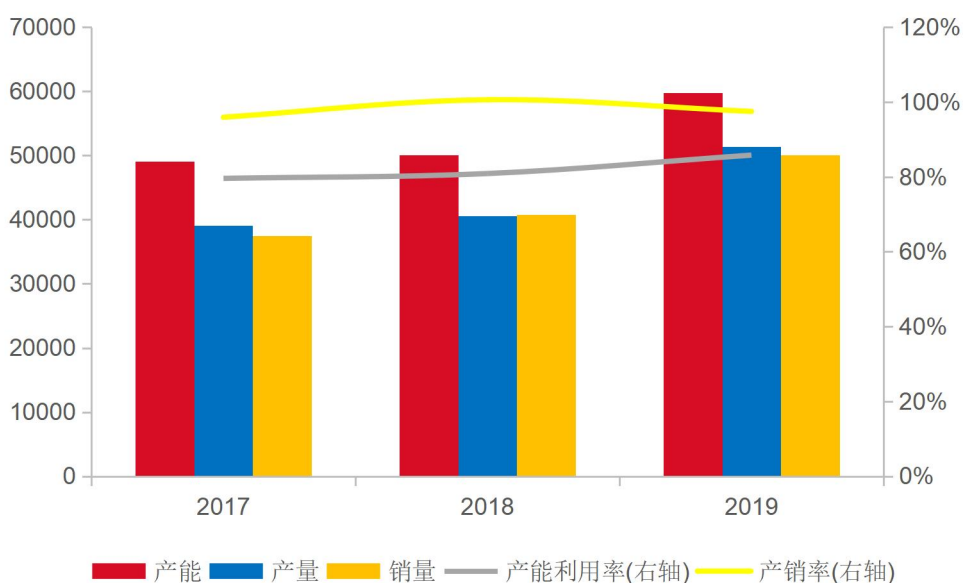
南北双基地立足全国业务布局，提供坚实产能支撑。公司目前共布局了两大生产基地：
 1>南方基地位于江西萍乡，主要生产供应青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁及豆果等产品，2019 年产能约 6 万吨。
 2>北方基地位于河南安阳，为公司 IPO 募投项目规划建设的新工厂，主要生产供应薯片等烘焙膨化食品，设计产能 3.6 万吨。
 南北两个生产基地为公司实现业务全国布局提供了坚实的产能支撑，从而为公司后续发展提供有效的保障，提升公司的生产规模和市占率，增强公司的整体竞争能力。

表 21 公司生产基地情况

生产基地	投入使用时间	地址	主要生产品类	面积	产能
南方基地	2012 年 8 月	江西萍乡	青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁及豆果等	300	5.98 万吨（2019 年）
北方基地	2021 年 10 月	河南安阳	薯片等烘焙膨化食品	328	3.6 万吨（规划）

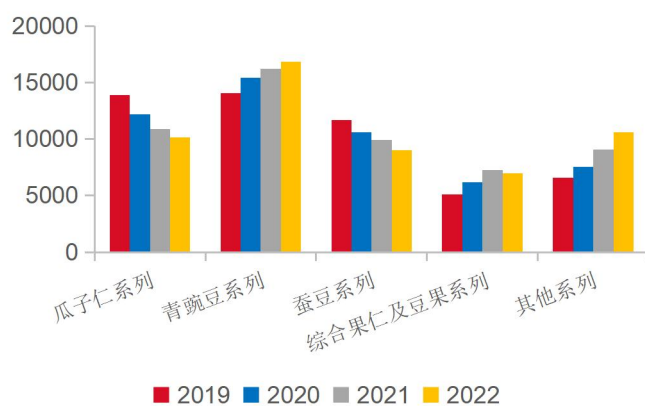
资料来源：公司公告、公司官网，东海证券研究所

图 81 2017-2019 年公司产销情况（单位：吨）



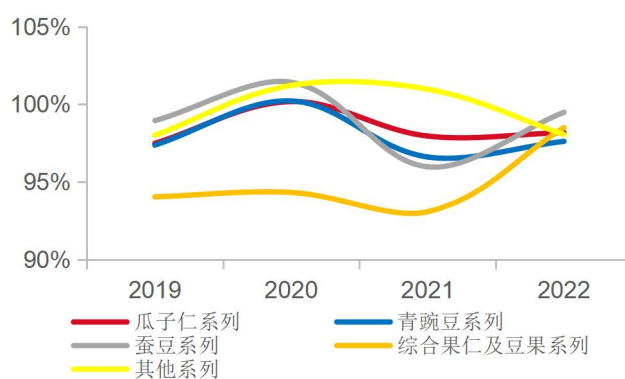
资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图 82 2019-2022 年公司细分产品产量情况(吨)



资料来源：招股说明书，公司公告，东海证券研究所

图 83 2019-2022 年公司细分产品产销率



资料来源：招股说明书，公司公告，东海证券研究所

安阳工厂优化产能布局，新品储备充分规模效应待显。①公司前期产销维持高位：伴随市场需求的增加及消费需求多样化的发展趋势，公司产能自 2017 年起至 2019 年已逐步提升至瓶颈，产能利用率、产销率常年维持高位，细分品类产销率均维持在 90% 以上。②安阳工厂优化产能布局：为解决产能不足、生产基地布局合理性以及优质原料供应等问题，公司 IPO 拟投入 4.13 亿元建设河南安阳工厂。2022 年因米酥类产品定价等问题，起量有限，安阳工厂亏损约 3000 万左右。安阳工厂以生产销售薯片为主，但已充分储备米饼米酥、坚

果大单品等新产品，计划在二季度新品推广上市。我们认为，随着安阳工厂未来新品产能逐步释放，有望扭亏为盈，规模效应的显现将助力公司业绩及盈利能力显著提升。

表 22 公司募投项目投资情况

募投项目名称	计划投资额(万元)	拟投入募资金额	已投入募集资金(万元)
年产 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设项目	41315.72	30760.7149	26661.36
营销网络升级及品牌推广项目	35409.71	35409.71	10001.46
电子商务平台建设项目	6010.24	0	/
信息化建设项目	5220.46	5220.46	646.84
研发中心建设项目	4576.99	4576.99	1761.79
自动化生产线技术改造项目	7735.98	7735.98	7700.79
合计	100269.10	83703.85	46772.24

资料来源：招股说明书，公司公告，东海证券研究所

4.盈利预测

(1) 营收端：（1）**渠道方面**，因公司 2022 年渠道改革，渠道管理更加精细化，我们认为全渠道均有所提升。①**KA 渠道方面**，我们认为公司老三样品规调整，适销性提升，以及其他新品持续推出，我们认为 KA 渠道增速提升，并维持稳健增长，预计 KA 渠道方面 2023-2024 年同比增长 20%、20%；②**零食专营系统**，因公司老三样产品已经逐步为核心零食专营店“硬通货”，2022 年公司合作零食专营系统以来，月销快速提升，预计 2023 年一季度月销超过 2000 万，故我们预计 2023 年零食专营系统弹性较大，预计该渠道 2023-2024 年分别同比增长 400%、40%；③**线上渠道方面**，2022 年 10 月电商总监上任，增速回升，基于直播系统提升投入，我们预计 2023-2024 年该渠道收入分别同比增长 68%、32%；④**高端会员店方面**，去年夏威夷果在会员店起量，今年预计个别坚果大单品年中以后推出，有望进一步提升高端会员店收入，我们预计 2023-2024 年该渠道收入分别同比增长 60%、40%；⑤**其他渠道方面**，基数较小，我们预计今年流通渠道有望翻倍，特渠有望同比改善，预计其他渠道 2023-2024 年收入分别同比增长 27%、23%。

(2) 毛利率方面：因公司核心原材料之一的棕榈油于去年 Q3 开始步入下降通道，其他原材料方面，除蚕豆外，出现一定下降，结合安阳工厂产能利用率提升后，规模效应提升，我们预计今年毛利率整体有所提升，未来随着规模效应提升，毛利率提升幅度逐步降低或持平，我们预计 2023-2024 年公司毛利率分别达 35.22%、35.70%。

5.投资建议

在零食赛道渠道变革的大背景下，公司作为口味型坚果龙头，多个细分品类规模效应突出、研发实力强劲。在 2022 年完成公司内部事业部改革后，产品的变革有望成为渠道弹性的发动机，2023 年在多个渠道有望实现较高增长弹性。我们预计 2023/2024 年公司归母净利润分别为 2.66/3.42 亿元，同比增速为 68.04%/28.59%，对应 EPS 为 2.86/3.67 元/股，对应 P/E 为 30/24，首次覆盖，给予“买入”评级。

相对估值：可比上市公司劲仔食品、盐津铺子、洽洽食品、良品铺子、来伊份、三只松鼠，2023E 行业平均 PE 为 33 倍，公司 PE 为 30 倍，低于行业平均。

表 23 甘源食品同可比公司估值比较

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润增速		P/E	
		2023E	2024E	2023E	2024E
劲仔食品	59.18	37.31%	30.91%	35	26
盐津铺子	160.50	59.57%	29.39%	33	26
洽洽食品	214.21	11.81%	19.97%	20	16
良品铺子	113.88	33.72%	24.85%	25	20
来伊份	49.74	-13.75%	37.50%	57	41
三只松鼠	85.21	124.64%	21.14%	29	24

资料来源：万得一致预测，东海证券研究所，2023 年 5 月 30 日

绝对估值：公司现金流稳健、持续成长，据此我们使用权益 FCFE 估值方法。假设条件为无风险利率为 2%、风险溢价为 7%、半显性预测（8 年）持续增长率为 10%、永续增长率为 2%。预测结果为，公司在永续增长率 1%~3%之间、资本成本在 8-10%之间的股价区间为 84.04 元/股~143.39 元/股，中性预测为 105.45 元，高于当前股价。

表 24 甘源食品绝对估值表

主要假设				权益 FCFE 估值		
无风险利率	2.00%			权益价值	13677.9	
风险溢价	7.00%			总股本	128.7	
半显性增长率	10.00%			每股权益价值	106.29	
永续增长率	2.00%			股价	85.90	
Ke	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	62.61	65.22	68.35	72.17	76.95	83.09
11.00%	70.18	73.62	77.82	83.08	89.84	98.84
10.00%	79.41	84.04	89.82	97.26	107.18	121.06
9.00%	90.89	97.26	105.45	116.37	131.66	154.60
8.00%	105.46	114.49	126.53	143.39	168.68	210.82
7.00%	124.49	137.78	156.38	184.28	230.79	323.80
6.00%	150.23	170.78	201.60	252.97	355.71	663.92

资料来源：同花顺，东海证券研究所，2023 年 5 月 30 日

6. 风险提示

- 零食专营店竞争加剧的风险：**2020 年以来，零食专营店逐渐在各区域开始快速增长，2022 以来进入加速期，随着零食专营店加密，竞争可能提升，如果零食专营店开店趋势受到影响，可能对公司今年的业绩增长产生一定影响。
- 部分细分产品竞争加剧的风险：**公司老三样（瓜子仁、蚕豆、青豌豆）等多个产品在细分品类规模突出，如果相关产品市场竞争对手增加，竞争加剧，可能对公司该产品利润和成长产生一定影响。
- 产品原材料价格波动的风险：**公司产品的主要原材料为青豌豆、葵花籽、蚕豆、花生、棕榈油等，疫情期间部分原材料价格上行对公司业绩产生一定影响，短期棕榈

油、夏果、瓜子仁等价格存在一定下降，蚕豆价格存在一定上行，但整体压力可控，如果原材料价格大幅波动可能对公司盈利产生一定影响。

- 4、**食品安全的风险：**在公司日常经营过程中，仍有可能因为质量控制制度和标准未得到严格执行、生产和检测流程操作不当等原因导致食品质量及安全问题的发生。如果存在不符合国家食品安全标准，甚至发生重大的食品安全事故，将会面临行政监管部门的处罚及舆论媒体的关注，对公司品牌形象产生不利影响，进而对公司业绩产生影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
流动资产	1260.62	1460.29	1754.30
现金	472.81	622.64	817.26
应收账款	25.79	30.09	44.95
应收票据	0.00	0.00	0.00
预付账款	25.31	36.64	46.23
存货	136.68	164.59	234.25
非流动资产	743.05	742.53	743.06
固定资产	482.67	500.61	512.98
无形资产	100.12	98.10	97.11
资产总计	2003.67	2202.83	2497.36
流动负债	372.85	430.07	588.80
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	138.72	160.62	238.92
非流动负债	124.92	126.95	125.94
长期借款	0.00	0.00	0.00
其他	124.92	126.95	125.94
负债合计	497.78	557.03	714.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
股本	93.22	93.13	93.13
资本公积	936.13	936.13	936.13
留存收益	510.13	616.54	753.36
归属母公司股东权益	1505.90	1645.80	1782.63
负债和股东权益	2003.67	2202.83	2497.36

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
经营活动现金流	312.11	294.65	418.08
净利润	158.30	266.01	342.07
折旧摊销	61.26	28.22	30.27
财务费用	-9.40	-10.71	-11.07
投资损失	-7.18	-10.78	-8.98
营运资金变动	151.94	17.97	63.35
投资活动现金流	-145.38	-29.43	-29.29
其他	-143.05	2.90	4.09
筹资活动现金流	-75.51	-115.40	-194.17
短期借款	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00
其他	-95.63	-583.72	-194.17

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
营业总收入	1450.68	2092.72	2658.31
营业成本	953.62	1355.72	1709.33
营业税金及附加	16.96	24.46	31.07
营业费用	203.78	293.97	373.42
管理费用	65.26	94.15	116.93
财务费用	-11.42	-10.71	-11.07
营业利润	211.80	352.94	453.11
营业外收入	1.11	0.70	0.91
营业外支出	4.85	4.03	4.44
利润总额	208.06	349.62	449.58
所得税	49.76	83.61	107.52
净利润	158.30	266.01	342.07
归属母公司净利润	158.30	266.01	342.07
EBITDA	273.84	782.51	967.89
EPS(元)	1.70	2.86	3.67

	2022	2023E	2024E
成长能力			
营业收入	12%	44%	27%
营业利润	5%	67%	28%
归属母公司净利润	3%	68%	29%
获利能力			
毛利率	34%	35%	36%
净利率	11%	13%	13%
ROE	11%	16%	19%
ROIC	33%	67%	89%
偿债能力			
资产负债率	25%	25%	29%
流动比率	338%	340%	298%
速动比率	301%	301%	258%
营运能力			
总资产周转率	0.76	0.99	1.13
应收账款周转率	67.20	74.90	70.84
应付账款周转率	12.33	13.98	13.31
每股指标(元)			
每股经营现金	2.43	2.29	3.25
每股净资产	16.17	17.67	19.14
估值比率			
P/E	50.54	30.07	23.39
P/B	5.31	4.86	4.49
EV/EBITDA	21.88	18.17	13.84

资料来源：同花顺，东海证券研究所，2023年5月30日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089