

# 产品渠道共振，加速成长开启

华泰研究

2023年5月29日 | 中国内地

首次覆盖

食品

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

117.90

研究员 龚源月  
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com  
SFC No. BQL737 + (86) 21 2897 2228

研究员 张墨  
SAC No. S0570521040001 zhangmo@htsc.com  
SFC No. BQM965 + (86) 21 2897 2228

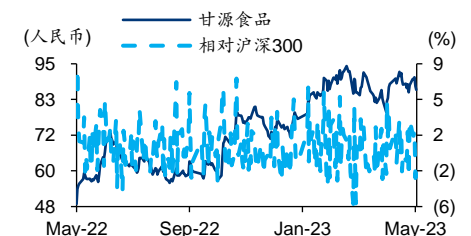
华泰证券 2023 年中期投资峰会



## 基本数据

目标价(人民币)	117.90
收盘价(人民币 截至5月26日)	86.45
市值(人民币百万)	8,059
6个月平均日成交额(人民币百万)	65.98
52周价格范围(人民币)	48.89-94.25
BVPS(人民币)	16.77

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 产品渠道共振，加速成长开启

随着口味坚果、冻干坚果等新品投放以及疫后全渠道布局加速推进，我们判断甘源正站在新增长曲线加速打开的关键节点。短期看，会员制商超、零食量贩、直播电商等增量渠道红利释放有望支撑业绩加速增长；长期看，甘源的核心优势在于对产品的专注以及由此形成的口味化核心能力，有望有效延长产品生命周期。展望未来，我们看好甘源沿着先产品，后渠道及品牌的路径逐步培育竞争优势，并从坚果口味化（我们判断龙头企业口味坚果潜在品类空间为30~50亿）及全渠道扩张两维度挖掘增长空间。我们预计其23-25年EPS为2.62/3.57/4.64元，参考可比公司23年平均PE 34x（Wind一致预期），考虑其23-25年净利CAGR（40%）高于可比均值（27%），认可溢价，给予23年45x PE，目标价117.90元，首次覆盖给予“买入”。

## 如何看待甘源食品的商业模式及壁垒

我们看好甘源打开新增长曲线的长期逻辑在于其以产品主义为矛，有望直击零食行业两大核心痛点：1) 产品：依托口味化创新，或将有效延长产品生命周期。2) 渠道：优先突破会员制商超店等高势能渠道，积聚产品势能，并凭借大客户品牌背书逐步向其他渠道渗透，稳步形成全渠道布局优势。壁垒维度，我们认为甘源有望沿着先产品，后渠道及品牌的路径前进。当前甘源在产品端的差异化布局已形成先发优势，并凭借优质产品抢滩登陆会员制商超等渠道，短期内增长势能进一步强化。未来看好公司顺势打造品牌，强化消费者心智占领，最终建立长期竞争壁垒。

## 如何预测甘源食品的成长空间及发展演绎

从口味化坚果大单品培育、全渠道扩展两维度看其成长空间：1) 坚果口味化：20年坚果国内规模1415亿（16-20年CAGR 8.2%），对标美国人均坚果消费量，未来仍有约6倍提升空间。甘源凭借口味化优势入局，我们测算龙头企业口味化坚果的潜在品类空间（报表口径）在30-50亿；2) 全渠道扩展：公司于22年下半年启动销售渠道变革，划分八大事业部推动全渠道布局；随着安阳工厂新品投放，产品矩阵进一步丰富，传统经销渠道下沉发展空间广阔；增量渠道方面，我们看好甘源凭借丰富的产品矩阵和口味化独特优势充分挖掘会员制商超、零食量贩店、直播电商等渠道红利。

## 产品主义为矛，有望打开新增长曲线，首次覆盖“买入”评级

看好公司以产品主义为矛，依托口味化优势打开新增长曲线，预计23-25年EPS 2.62/3.57/4.64元，参考可比公司23年PE平均值34x（Wind一致预期），给予23年45x PE，目标价117.90元，首次覆盖“买入”。

风险提示：疫情反复、新品推广进度不及预期、食品安全风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	1,294	1,451	2,031	2,642	3,334
+/-%	10.38	12.11	40.00	30.06	26.21
归属母公司净利润(人民币百万)	153.65	158.30	244.54	332.56	432.41
+/-%	(14.29)	3.03	54.47	36.00	30.02
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.65	1.70	2.62	3.57	4.64
ROE(%)	10.64	10.51	14.04	16.10	17.37
PE(倍)	52.45	50.91	32.95	24.23	18.64
PB(倍)	5.58	5.35	4.63	3.90	3.24
EV EBITDA(倍)	26.64	25.43	16.85	11.76	8.64

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 正文目录

核心观点 .....	4
底层逻辑：产品主义为矛，直击零食行业两大痛点 .....	5
口味化积淀深厚，新增长曲线有望打开 .....	5
产品痛点：口味化为抓手，有效延长产品生命周期 .....	7
渠道痛点：几经更迭，渠道为王迈向产品为王时代 .....	9
构建壁垒：产品为基，渠道先发，品牌打造具支撑 .....	12
横向对标：先产品，后渠道及品牌的路径更加顺畅 .....	12
路径展望：产品错位竞争，渠道优势先发，顺势打造品牌 .....	14
产品：错位竞争，渐进升级，身位领先 .....	14
渠道：抢滩高势能会员店，具备一定先发优势 .....	15
品牌：传承中华五谷小吃，品牌打造正当时 .....	16
空间探讨：坚果口味化与全渠道扩张双路并进 .....	17
坚果口味化：预计龙头企业品类空间在 30~50 亿元 .....	17
全渠道拓展：新品带动，积极调整，承接增量渠道红利 .....	19
盈利预测与估值 .....	22
风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1：甘源食品股权结构（截至 2023 年 3 月） .....	5
图表 2：甘源食品营收、归母净利及其增速 .....	6
图表 3：甘源食品营收结构（按产品类型） .....	6
图表 4：甘源食品旗下产品一览表 .....	6
图表 5：甘源食品股价复盘 .....	6
图表 6：零食行业各细分品类赛道规模及年复合增长率 .....	7
图表 7：2021 年美国坚果行业竞争格局 .....	7
图表 8：2021 年韩国坚果行业竞争格局 .....	7
图表 9：乐事薯片发展历程 .....	8
图表 10：Frito-lay 北美业务收入及增速 .....	8
图表 11：乐事中国市场终端零售额及其增速 .....	8
图表 12：乐事薯片全球针对性口味研发布局 .....	9
图表 13：国内零售业态变迁 .....	9
图表 14：国内休闲食品行业销售渠道变迁 .....	10
图表 15：2021 年国内消费品主要品类线上化率 .....	10
图表 16：2020 年末本土零售企业陆续加速仓储会员超市布局 .....	10
图表 17：国内代表性零食量贩店 .....	11
图表 18：代表性零食量贩门店 .....	11

图表 19: 零食量贩店售卖产品性价比优势明显 .....	11
图表 20: 国内每日坚果零售额及其增速 .....	12
图表 21: 洽洽食品坚果业务零售额及其增速 .....	12
图表 22: 洽洽食品全产业链布局夯实产品品质 .....	12
图表 23: 2011-2021 年洽洽渠道精耕重要举措 .....	13
图表 24: 洽洽食品聚焦每日坚果的品牌打造之路 .....	13
图表 25: 甘源售芥末味夏威夷果产品 .....	14
图表 26: 国内在售代表性口味坚果 (截至 2022 年末) .....	15
图表 27: 传统超市及会员制仓储超市对比 .....	15
图表 28: 代表性休闲零食企业销售费用率走势 .....	16
图表 29: 甘源食品品牌定位: 传承中华五谷小吃 .....	16
图表 30: 国内坚果终端市场销售额及增速 .....	17
图表 31: 2015-2020 年中美人均坚果消费量对比 .....	17
图表 32: 2020 年国内坚果市场竞争格局 (不含瓜子) .....	17
图表 33: 2022 年国内消费者购买坚果时主要考虑因素 .....	17
图表 34: 横向对标: 代表性休闲零食大单品 2020 年国内市场营销及销量 .....	18
图表 35: 龙头企业口味型坚果潜在品类空间测算 .....	18
图表 36: 龙头企业口味型坚果潜在品类销量空间敏感性测算 (万吨) .....	18
图表 37: 龙头企业口味型坚果潜在品类空间 (出厂端) 敏感性测算 (亿元) .....	18
图表 38: 甘源食品渠道组织结构调整 .....	19
图表 39: 甘源食品分渠道营收结构 .....	19
图表 40: 甘源食品分区域营收结构 .....	19
图表 41: 甘源食品产能及其利用率 .....	20
图表 42: 甘源食品河南安阳工厂建设项目概况 .....	20
图表 43: 代表性零食量贩店未来开店计划梳理 .....	20
图表 44: 代表性零食量贩店省内门店数量占比 .....	21
图表 45: 代表性连锁业态国内门店数量对比 (截至 2022 年末) .....	21
图表 46: 甘源代表性口味型坚果 SKU .....	21
图表 47: 甘源食品电商渠道销售额及增速 .....	21
图表 48: 甘源食品收入预测 (单位: 百万元) .....	22
图表 49: 2019 年以来国内棕油期货结算价变化情况 .....	23
图表 50: 甘源食品毛利率对棕榈油成本的敏感性分析 (单位: pct) .....	23
图表 51: 甘源食品毛利预测 (单位: 百万元) .....	23
图表 52: 甘源食品费用率预测明细 .....	23
图表 53: 归母净利润预测明细 (单位: 百万元) .....	24
图表 54: 可比公司估值表 .....	24
图表 55: 本文涉及公司一览表 .....	24
图表 56: 甘源食品 PE-Bands .....	25
图表 57: 甘源食品 PB-Bands .....	25

## 核心观点

甘源食品是少数专注于产品打磨的零食企业，经多年积淀形成了独特口味化优势，但上市以来因传统老三样（青豌豆/蚕豆/瓜子）品类天花板受限，同时叠加三年疫情影响，业绩表现并不突出。站在当前时点，随着公司将口味化优势延展至坚果赛道，安阳工厂新品于 22 年陆续投放，产品矩阵逐步完善后公司进一步升级销售组织架构，推进全渠道扩展布局，产品及渠道双轮驱动下我们判断公司正站在打开新增长曲线的关键节点。本文将着重探讨甘源新的增长曲线能否打开、如何打开，以及打开之后存在多大空间三大核心问题。

### 一是从底层逻辑剖析甘源新的增长曲线能否打开：

我们看好甘源打开新的增长曲线，实现长期良性增长，底层原因在于其以产品主义为矛，或将有效攻破长期以来桎梏休闲零食行业发展的两大痛点：

**(1) 产品端：**零食行业第一大痛点是行业竞争激烈，产品生命周期普遍不长。但我们认为口味化是重要抓手，通过口味更新能有效满足消费者快速迭代的需求，并凭借口味的不断创新形成竞争优势。横向对标，乐事薯片便是通过口味的不断创新，自 1944 年品牌创立以来始终保持全球竞争力，20 年仅中国市场零售额便达 80 亿并仍保持增长趋势。

**(2) 渠道端：**零食行业第二大痛点是行业仍处渠道为王时代，而渠道的不断更迭进一步加剧行业不确定性。但我们认为，由于零食冲动性购买特征，线下渠道始终是休闲零食的主战场。随着会员制商超与零食量贩店快速崛起，引领新一轮渠道红利，由于会员制商超与零食量贩店均更加重视选品，零食量贩店对性价比的要求亦使得其对上游企业的生产/供应链能力提出更高要求，因此新一轮渠道红利出现的同时也在引领行业逐步从渠道为王时代向产品为王时代过渡，具备更强产品力（优质产品及生产供应能力）的企业有望更加受益。

### 二是通过横向对标，从构建壁垒的角度看甘源新的增长曲线如何打开：

**(1) 横向对标：**通过回顾洽洽 16 年以来坚果新增长曲线的打造之路，发现先产品，后渠道及品牌的竞争优势构建路径更加顺畅。

**(2) 经验借鉴：**我们看好甘源复刻洽洽坚果竞争优势的构建之路。当前甘源在产品端的差异化布局已形成先发优势，并凭借优质产品抢滩登陆正处渠道红利释放期的仓储会员店，短期内增长势能进一步强化。未来在形成产品和渠道端的领先优势后，品牌打造之路将更加顺畅，我们看好公司顺势打造品牌，强化消费者心智占领，最终建立长期竞争壁垒。

### 三是从坚果口味化和全渠道扩张两大维度，展望甘源新的增长曲线能带来多大空间：

**(1) 坚果口味化：**20 年国内坚果市场规模达 1415 亿，且仍处于成长期（坚果行业 16-20 年 CAGR 8.2%，对标美国人均当前坚果消费量，未来国内坚果是市场仍有约 6 倍左右的提升空间）。竞争结构上看，行业虽竞争激烈但口味化核心诉求仍未被有效满足，为后入者突围留足空间。甘源凭借口味化优势入局，我们测算后认为龙头企业口味化坚果的潜在品类空间（报表口径）在 30-50 亿元左右。

**(2) 全渠道扩张：**公司 22 年下半年启动销售渠道变革，划分八大事业部推动全渠道布局：经销渠道方面随着安阳工厂新品投放，过去产品丰富度不足的问题或将得到有效改善，对经销商的吸引力亦将提升，渠道下沉扩展存在较大空间；增量渠道方面，我们看好甘源凭借丰富的产品矩阵和口味化独特优势充分挖掘会员制商超、零食量贩店、直播电商等渠道红利。

**区别于市场的观点：**市场对国内零食行业的认知普遍仍停留在渠道博弈阶段，对甘源产品独特的口味化优势，以及由此带来的长期成长机会缺乏系统的挖掘。我们认为，甘源食品以产品主义为矛，经多年积淀形成独特口味化优势，或将有效延长产品生命周期，一定程度上解决零食行业普遍面临的产品更迭速度较快的难题；同时随着国内零食行业从渠道为王向产品为王时代过渡，甘源产品优势或将进一步彰显。综上，我们看好甘源突破休闲零食行业产品及渠道端的两大痛点，以产品主义支撑长期良性成长。

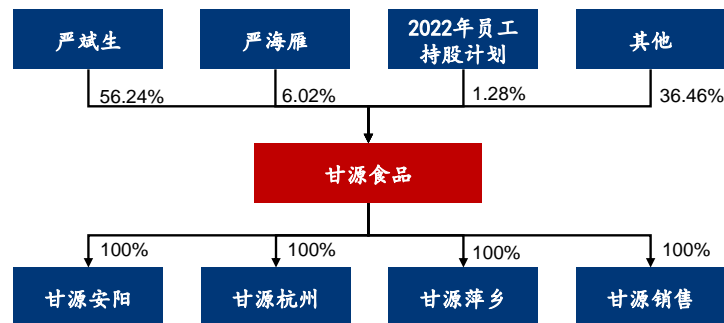
## 底层逻辑：产品主义为矛，直击零食行业两大痛点

我们认为，长期以来鲜有国产零食企业能够突围主要受以下两大痛点桎梏：1) 产品端因壁垒不高且更新迭代速度较快，零食产品生命周期普遍不长；2) 渠道结构的不断变化加剧行业不确定性。甘源以产品主义为矛，经多年积淀形成口味化独特优势，或将有效延长产品生命周期；同时随着行业从渠道为王向产品为王时代过渡，甘源产品优势或将进一步彰显。综上，我们看好甘源突破休闲食品行业的两大痛点，以产品主义支撑长期良性成长。

### 口味化积淀深厚，新增长曲线有望打开

聚焦坚果炒货赛道，高管团队从业经验丰富。公司成立于 2006 年，定位传承中华五谷小吃，以籽类休闲食品为起点，并逐步切入坚果果仁、谷物酥类等领域，目前在豆类领域已占据行业领先地位。公司核心管理层具备丰富行业经验，董事长严斌生销售出身，曾任职于广东七宝一丁、高明森、花之心等食品公司，目前持有公司 56.2% 的股份，为公司实控人。副董事长严海雁曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局，目前持有公司 6.0% 的股份。

图表1：甘源食品股权结构（截至 2023 年 3 月）



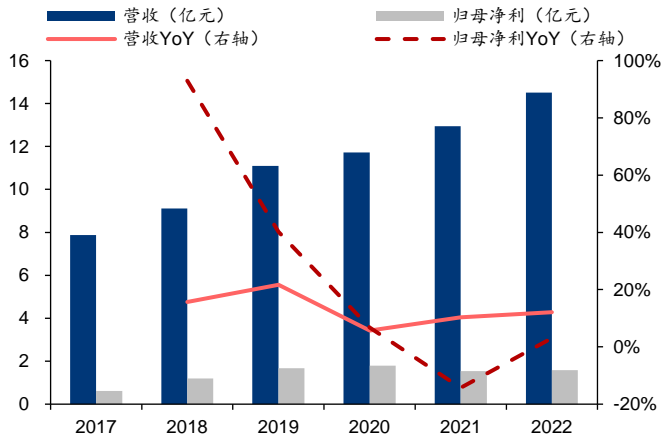
资料来源：Wind，华泰研究

22 年 4 月发布员工持股计划，深度绑定核心员工利益，高目标彰显发展信心。2022 年 4 月公司发布员工持股计划，激励对象涵盖不超过 155 名董事、高管、核心管理人员及核心骨干员工。本次激励计划共授予不超过 125.6 万股公司股份（占总股本的 1.35%），授予价格 25.66 元/股。业绩考核要求方面，本次员工持股计划以 2021 年的收入和利润为基数，要求 22-24 年收入和利润的增长率分别不低于 20%/56%/103%，即 22-24 年收入和利润的同比增速分别不低于 20%/30%/30%。业绩考核同时对收入和利润提出较高增长目标，且需同时达成，充分彰显公司对未来增长的信心。

坚守产品主义，口味化积淀深厚，但过去受制于老三样品类单一且空间有限，业绩增速有所承压。我们认为公司最大的特色在于对产品的专注与打磨，由此形成口味化独特优势。公司通过口味化创新切入传统籽类赛道，差异化打造蟹黄瓜子仁、蟹黄蚕豆等单品，于 17 年获中国食品工业协会经典产品奖。2018 年公司蟹黄味瓜子再获中国国际农产品交易会参展农产品金奖，彰显其在口味化领域的独特优势。截至 22 年末，公司籽类老三样青豌豆/瓜子仁/蚕豆分别占营收的 25%/16%/14%，仍为贡献营收的主力。但受制于传统老三样产品的空间相对有限，近年来公司业绩增速有所放缓，22 年受疫情扰动影响新品铺货节奏，安阳工厂产能利用率爬坡较慢/棕榈油等成本上涨带来成本压力，导致业绩增长较慢，22 年公司营收/净利同比+12%/+3%。

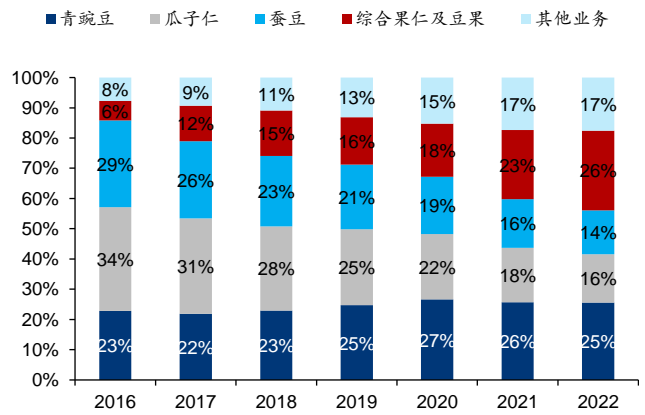
口味化优势延展至坚果成长赛道，当前公司正站在打开新增长曲线的关键节点。站在当前时点，我们认为公司在口味化方面的优势积淀已然深厚，并随着其将该优势延展至坚果成长赛道，行业空间的桎梏有望打开，当前公司正站在打开新增长曲线的关键节点。因此，本文将抽丝剥茧，从底层逻辑、优势构建、成长空间的视角深度探讨甘源能否实现增长、如何稳健增长、能实现多大增长等关键问题。

图表2: 甘源食品营收、归母净利润及其增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 甘源食品营收结构 (按产品类型)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 甘源食品旗下产品一览表

经典产品	蟹黄味瓜子仁	蟹黄味蚕豆	原味青豌豆	其他产品
瓜子仁、青豌豆、蚕豆、花生等				
	285g/16.2元	285g/14.5元	285g/14.9元	
口味坚果	芥末味夏威夷果	蜜桃味坚果	盐焗碧螺果仁	其他坚果
夏威夷果、腰果、综合坚果等				
	380g/125元	180g/24.3元	105g/29.9元	
安阳产品	花の心子	花の心子	蟹香味炒米	其他产品
米制品、薯片、薄脆等				
	125g/6.9元	300g/11.9元	284g/15.9元	

资料来源: 公司官网, 天猫旗舰店, 华泰研究

图表5: 甘源食品股价复盘



资料来源: 公司官网, 华泰研究

## 产品痛点：口味化为抓手，有效延长产品生命周期

**行业痛点 1：零食行业大而散，激烈竞争下产品生命周期普遍不长。** 餐饮休闲化趋势下零食行业快速扩容，据 Frost & Sullivan，21 年国内休闲零食市场规模达 8251 亿（16-21 年 CAGR 为 6.1%）。但较大的市场规模下，零食行业却鲜见穿越周期稳健增长的大单品，多数产品生命周期不长，我们认为其主要原因在于：1) 供给端：零食生产壁垒不高导致行业竞争激烈；2) 需求端：消费者口味多变且个性化、多元化需求日趋旺盛，产品更新迭代速度较快。

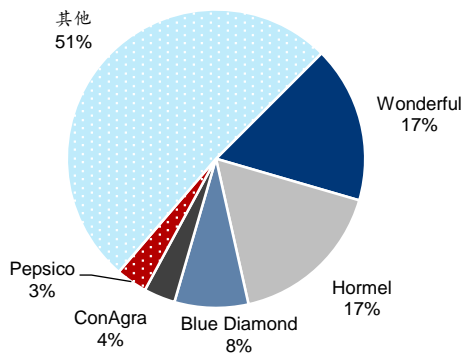
**坚果为休闲零食行业第二大赛道，且对标海外，国内坚果市场竞争格局亦有望走向集中。** 据 Frost & Sullivan，2021 年国内坚果行业市场规模达到 1512 亿元，为仅次于糖巧的第二大细分赛道。成长性方面，国内坚果行业 16-21 年复合增速达 7.7%，高于行业整体的 6.1%，且 Frost & Sullivan 预计国内坚果行业 21-26 年复合增速将达到 8.0%，较强成长势能仍将延续。竞争格局维度，当前国内坚果行业尚处于发展早期，龙头竞争优势仍在培育阶段，因此群雄割据，竞争相对激烈。对比海外成熟市场，欧睿数据显示 21 年美国/韩国坚果行业 CR3 分别达到 42%/54%，其中 Gilim 凭借口味性坚果大单品优势占据韩国市场 39% 的份额，Wonderful 则凭借开心果细分赛道上下游全产业链一体化布局优势占据领先地位。展望未来，我们认为随着国内坚果行业头部企业竞争优势不断扩大（口味化的产品优势、或上下游延申布局的全产业链优势），未来国内坚果市场竞争格局有望进一步走向集中。

图表6：零食行业各细分品类赛道规模及年复合增长率

品类	零售额 (亿元)			年复合增长率	
	2016	2021	2026E	2016-2021	2021-2026E
糖果、巧克力及蜜饯	1595	1922	2293	3.8%	3.6%
<b>种子及坚果炒货</b>	<b>1042</b>	<b>1512</b>	<b>2220</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.0%</b>
香脆休闲食品	673	941	1333	6.9%	7.2%
面包、蛋糕及糕点	682	888	1218	5.4%	6.5%
饼干	635	823	1105	5.3%	6.1%
肉制品以及水产动物制品	614	852	1223	6.8%	7.5%
调味面制品	291	455	697	9.4%	8.9%
休闲蔬菜制品	146	286	626	14.4%	17.0%
休闲豆干制品	128	182	257	7.3%	7.1%
其他休闲食品	322	390	500	3.9%	5.1%
合计	6128	8251	11472	6.1%	6.8%

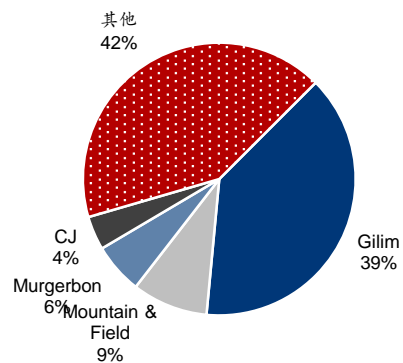
资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表7：2021 年美国坚果行业竞争格局



资料来源：欧睿，华泰研究

图表8：2021 年韩国坚果行业竞争格局



资料来源：欧睿，华泰研究

**口味化是重要的抓手，或可有效延长产品成长周期。** 我们认为，口味化有助于延长产品生命周期的本质原因在于：1) 从需求端看，通过口味的更新迭代可以满足消费者个性化、多元化的口味需求，让产品在多变的口味需求中灵活调整并保持竞争力；2) 部分刺激性口味，如辣味、芥末味等等本身具备一定成瘾性，有助于强化消费者粘性。

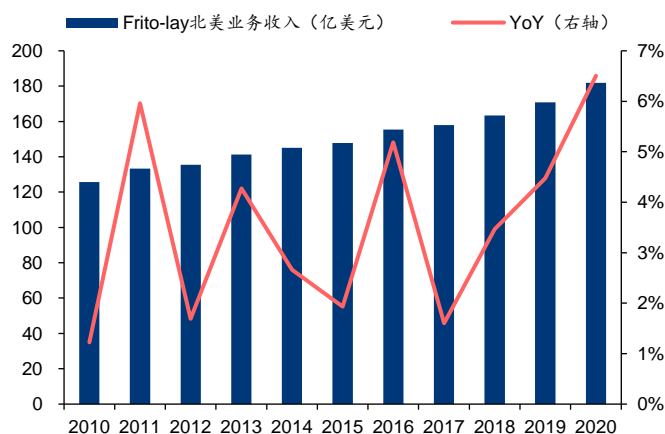
**案例对标：我们以乐事薯片为例，说明口味化如何助力延长产品生命周期。**乐事薯片的前身最早于1932年开始销售，1944年乐事品牌正式创立并于1993年进入中国，2010年乐事薯片全球终端市场零售额突破100亿美元，2020年欧睿口径下的乐事中国市场零售额亦达80亿元人民币，产品推出近90年销售额仍保持上行趋势，是极具代表性的零食大单品。复盘乐事薯片成长史，我们认为在强大的品牌力之外，口味多元化亦是其维持长生命周期的重要支撑。乐事于1958年推出烧烤味薯片，自此开始口味多元化之路，至今仅美国市场就已推出超200种不同风味。此外，乐事会针对不同国家乃至地区的口味偏好进行针对性开发，中国的飘香麻辣锅味、印度的masala风味、澳洲的vegemite风味、泰国海苔味、俄罗斯红鱼子酱风味等等均在当地取得了巨大成功。深究其口味持续研发能力的来源，除了较强的内部研发团队外，值得一提的是乐事自2008年开始持续在全球各地举办的Do us a flavor活动（后更名为Passport to flavor），调动消费者参与探寻薯片口味新灵感，并给予比赛胜利者100万美元奖励，由此保证了乐事口味创新方面强大的生命力。

图表9：乐事薯片发展历程

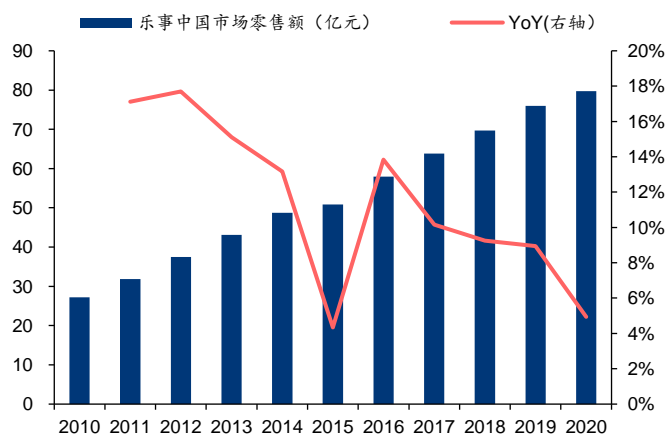


资料来源：公司官网，华泰研究

图表10：Frito-lay北美业务收入及增速

注：Frito-lay 是百事休闲零食部门，乐事为其子品牌  
资料来源：公司公告，华泰研究

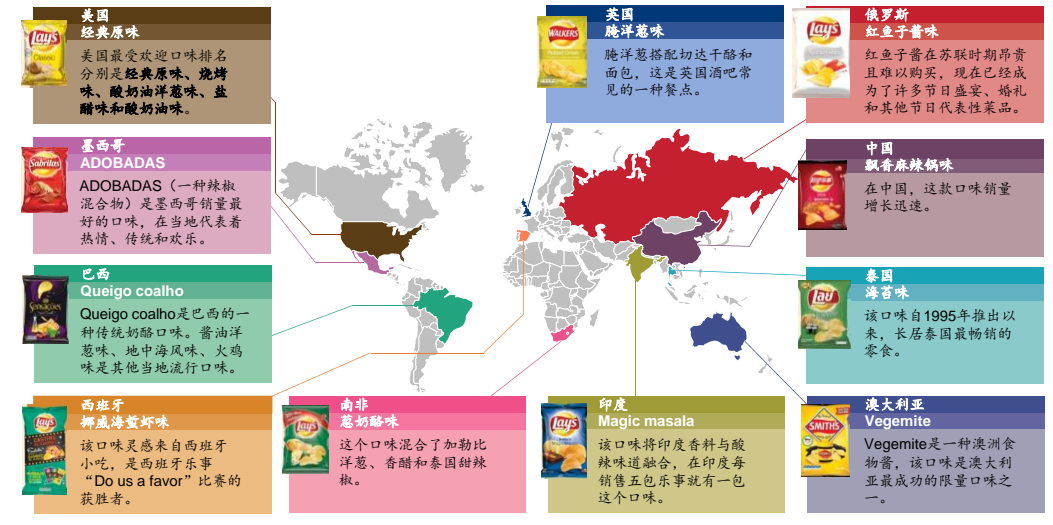
图表11：乐事中国市场终端零售额及其增速



资料来源：欧睿，华泰研究



图表12：乐事薯片全球针对性口味研发布局



资料来源：Potatopro, 华泰研究

**渠道痛点：几经更迭，渠道为王迈向产品为王时代**

**行业痛点 2：国内零食市场仍处渠道为王时代，渠道几经更迭带来行业震动。**我们认为，当前国内休闲零食行业仍处于渠道竞争阶段，激烈的市场竞争和快速的品类迭代下多数国产零食企业尚未建立占据心智的品牌壁垒，因此把握渠道红利的能力一定程度上成为决定企业良性增长的关键。近年来，电商平台、新零售、社区团购等新兴业态连续引领渠道革命，带来渠道红利的数次切换，渠道红利切换的不确定性进一步加剧了零食企业生存压力。

图表13：国内零售业态变迁

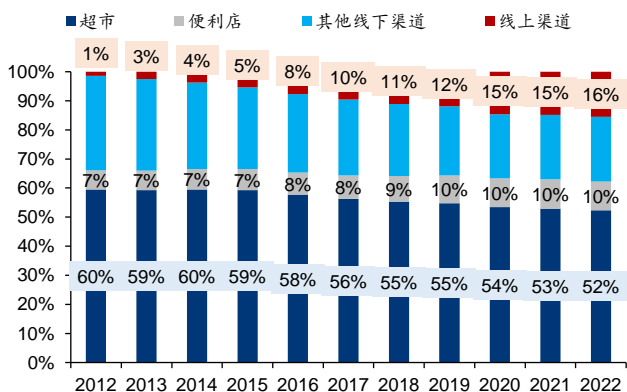


资料来源：亿邦智库, 华泰研究

**变与不变：渠道红利中心几经更迭，但线下渠道始终是零食消费最重要的渠道。**据欧睿，尽管电商平台、社区团购等新兴业态的出现导致渠道红利中心几经更迭，2021年线下渠道仍然贡献了休闲零食整体 85.3%的营收，仍然为零食核心购买场景。展望未来，我们认为这一趋势仍将延续，主要系：1) 零食具备一定冲动性购买属性，同时线下广告、促销折扣、现场试吃等终端动作更容易诱发消费者购买行为；2) 零食品类广杂、SKU 丰富且标准化程度低，线上拣选往往容易让消费者觉得“眼花缭乱”，导致其体验感不及线下。

**穷则思变：社区团购触及商超根基倒逼转型，当前或处于渠道为王向产品为王转型的关键节点。**长期以来，生鲜食品因低货值、高频、短保质期等属性一直是线下商超引流的根基，欧睿数据显示 21 年生鲜品类线上化率仅 6.9%，低于其他所有主流消费品类。但社区团购凭借更高的性价比、较好的即时性切入生鲜市场，一定程度上直接冲击到了商超生存根基，倒逼线下商超加速转型。站在当前时点，我们观察到 20 年末以来主流线下商超对仓储会员超市的布局明显加速，盒马、永辉、华联、家家悦等会员店先后开业。仓储会员店以精简 SKU，提高消费者决策效率为核心卖点，在选品环节更加重视产品本身的品质，因此在这一背景下，我们认为具有更强产品力的企业有望受益本轮渠道变革新趋势，行业或将加速由渠道为王时代向产品为王时代过度。

图表14：国内休闲食品行业销售渠道变迁



资料来源：欧睿，华泰研究

图表15：2021年国内消费品主要品类线上化率



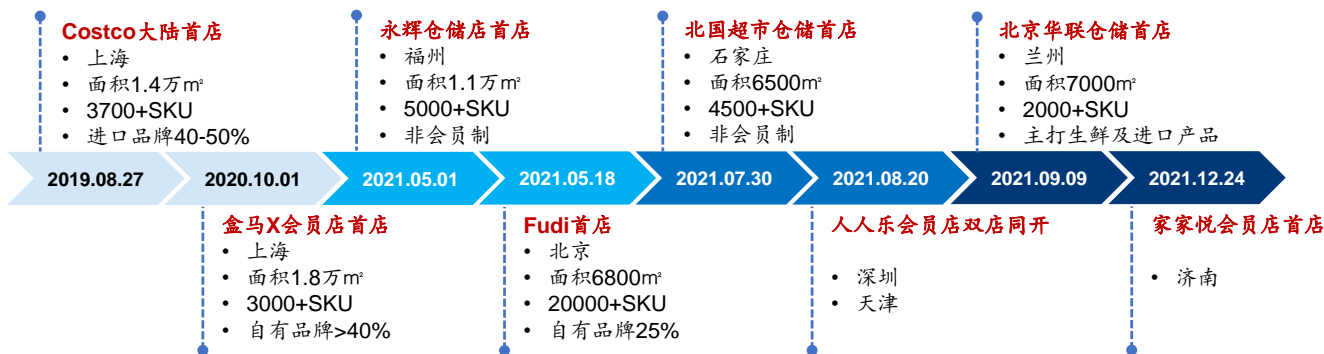
资料来源：欧睿，华泰研究

**增量红利：产品力更强的企业有望把握会员制商超与零食量贩店兴起的红利。**我们认为，近年来会员制商超与零食量贩店快速崛起，或将创造新一轮线下渠道红利，而会员制商超与零食量贩店均更加重视选品，零食量贩店对性价比的要求亦对上游企业生产能力、供应链能力提出更高要求，因此具备更强产品力的企业有望充分受益于本轮渠道红利。

**1) 会员制商超：**20年末以来主流线下商超加速布局仓储会员超市，山姆门店保持较快扩张速度，同时盒马、永辉、华联、家家悦等会员店先后开业，由于会员制商超更加注重选品，相较传统商超具备一定的产品准入门槛，因此具备更强产品力的企业更有望受益于会员制商超渠道的崛起；

**2) 零食量贩店：**近年来零食量贩店呈现较快发展趋势，依托高效的供应链及管理效率为消费者提供品类齐全且性价比突出的零食产品，凭借良好的购买体验取得快速发展。由于零食量贩店通常在选品环节更加关注产品性价比，对产品品质和价格提出较高要求，因此生产能力及供应链能力相对领先的零食龙头或将在本轮渠道红利中更加受益。

图表16：2020年末本土零售企业陆续加速仓储会员超市布局



资料来源：公司官网，华泰研究

图17: 国内代表性零食量贩店

	成立时间	当前门店数量 (截至22年末)	重点分布省市	SKU数量	融资情况	
华中	零食很忙	2017	2000	湖南长沙 (1400+)、江西、湖北	1600+, 每月5次更新产品	21年4月2.4亿A轮融资, 投资方为红杉中国与高榕资本
	零食优选	2019	800	湖南长沙 (500+)、湖北	1800+, 同时销售香烟、槟榔等	21年获得天使轮融资
	戴永红	1996	600	湖南		
	爱零食	2020	600	湖南 (340+)		21年10月银河系创投投资
	锁味	2014	300	湖南、江西		
	网批码头	2018	200	湖南 (100)、江西	4540, 1-2周更新一次品类	
	恰货铺子	2018	200	湖南		
西南	零食有鸣	2019	1000	四川 (600+)、贵州、重庆		21年11月数千万元A轮融资, 凯辉基金
	邻家魔法	2021	40	四川成都	1000+, 产品上新及更迭频率较高	
华东	糖果零食	2011	1100	福建 (800+)		
	老婆大人	2010	1000	浙江 (700+)		
	赵一鸣	2015	800	江西 (400+)、安徽	2000+, 每月更新迭代	23年2月1.5亿A轮融资, 黑蚁资本领投、良品铺子跟投
	好想来	2011	700	江苏 (480+)、安徽、河南、山东	1800+, 每月更新150个左右SKU	
	零食工坊	2007	300	江苏		
	座上客	2006	283	江苏南京及山东青岛	现炒+零食	

资料来源: 公司官网, 窄门餐眼, 华泰研究

图18: 代表性零食量贩门店



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图19: 零食量贩店售卖产品性价比优势明显

	零食很忙 (元)	联华超市 (元)	零食很忙价格折扣
可口可乐 (瓶)	2.4	4.0	60%
芬达 (瓶)	2.4	3.8	63%
康师傅冰红茶 (瓶)	2.3	3.5	66%
农夫山泉茶π (瓶)	3.9	5.5	71%
红牛 (罐)	5.2	7.0	74%
王老吉 (罐)	2.5	4.8	52%
农夫山泉饮用水 (瓶)	1.2	2.0	60%
娃哈哈矿泉水 (瓶)	1.2	2.0	60%
怡宝矿泉水 (瓶)	1.2	2.0	60%

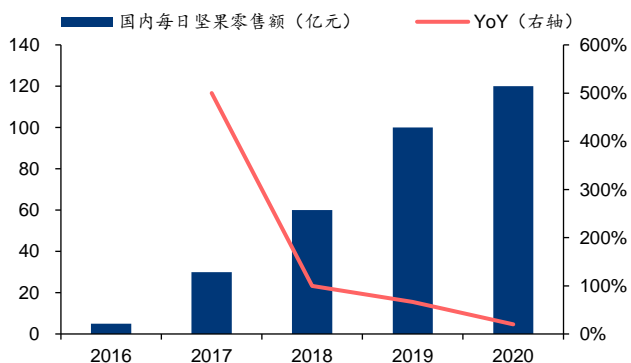
资料来源: 公司官网, 华泰研究

## 构建壁垒：产品为基，渠道先发，品牌打造具支撑

### 横向对标：先产品，后渠道及品牌的路径更加顺畅

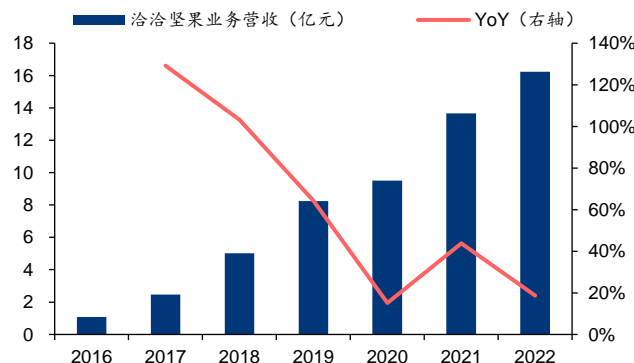
16年推出每日坚果，洽洽坚果行业的优势建立路径具备较大借鉴意义。市场普遍担心零食行业竞争壁垒不强，景气赛道内的激烈竞争不可避免。而我们认为，激烈竞争是产品处于成长阶段的正常现象，这并不妨碍部分优质企业凭借更深的行业认知、扎实的产业布局，沿阻力最小的路径建立领先身位，充分享受成长赛道创造的红利，并在行业洗牌阶段掌握更大主动权。坚果是典型的景气赛道，洽洽于16年推出每日坚果，至22年坚果业务总营收已达到16.2亿元，已在行业内建立起一定优势。甘源与洽洽同属坚果赛道，且均处于新增长曲线打造的关键阶段，我们认为洽洽食品坚果第二增长曲线的打造过程及优势建立的路径对甘源食品具备一定借鉴意义。

图表20：国内每日坚果零售额及其增速



资料来源：坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书，华泰研究

图表21：洽洽食品坚果业务零售额及其增速



资料来源：公司公告，华泰研究

**产品为基：全产业链布局夯实产品品质，优质的产品是建立竞争优势的基础。**我们认为，优质的产品是建立消费者信赖度及美誉度的重要支撑，也是长期良性增长的基础。洽洽通过全产业链布局，多维度发力保障产品质量处于领先水平，体现在：1) 原材料端：洽洽于13年成立广西坚果派发力原料自供，并于15年成立坚果派农业公司统一管理坚果子公司，推进原料基地布局，从源头保障产品品质。截至21年末公司自产坚果已超100吨，长期坚果自产率有望提升至10-20% (据公司年报)；2) 生产端：公司推进自动化智能生产线建设，具备低温慢烘烤、自动化生产，充氮保鲜等工艺，形成了关键保鲜技术体系核心能力；3) 配送环节：洽洽采用全程冷链运输并进行低温恒鲜保湿储存，保障运输环节产品质量可控。

图表22：洽洽食品全产业链布局夯实产品品质

### 多维度保障产品品质

#### 坚果原材料布局

时间	内容	涉及品种
2013	成立广西坚果派农业有限公司收购、种植澳洲坚果	澳洲坚果
2014	成立安徽池州坚果派农业，负责收购、种植碧根果	碧根果
2015	成立坚果派农业公司，统一投资管理坚果子公司	
2018	成立长丰坚果派农业，主要种植山核桃	山核桃
2018	认购安徽佳辉30%股权，主要负责碧根果种植	碧根果
2018	与合肥华泰增资坚果派农业	
2020	成立新疆坚果派农业，负责夏威夷果、碧根果种植	夏威夷果、碧根果

#### 自动化智能生产



全球原料甄选

全程冷链运输

冷库分区储存

现剥现用

精准烘焙

自动化生产线

充氮保鲜

包装成品

资料来源：Wind，公司官网，华泰研究

**渠道精耕：线下渠道布局领先，百万终端项目进一步夯实渠道优势。**洽洽自 11 年起便推动渠道精耕、县乡突破战略，推行一县一店工程，通过长期精耕形成一定的线下渠道优势积淀，至 22 年其国内拥有 1000 家左右精干经销商（平均销售额近 600 万元），覆盖终端数量达 40 万家。21 年公司启动百万终端项目，力争通过 3-5 年时间将终端网点拓至 100 万，并通过组织结构调整（销售事业部划分为瓜子和坚果，并将权利下放至品类 BU）、数字化信息系统建设、新增销售人员数量保证计划有序推进。此外，公司不断加大母婴店、鲜花店、水果店、写字楼、酒店等多元渠道布局，线下渠道优势有望进一步夯实。

**图表23：2011-2021年洽洽渠道精耕重要举措**

时间	渠道举措	经销商数量	终端数量
2011	推动“渠道精耕、县乡突破”战略	1500 家左右	19 万
2012	细化执行动作，梳理县乡客户，进行渠道利润合理分配，提升积极性		30 万
2013	进一步明确精耕方向，持续推进城市精耕，覆盖范围进一步扩大，经销商提质增效		
2014	线上成立电商公司，线下建立店中店并推进全国分销网络体系建设；		
2015	(1) 成立特通部，发力团购及 O2O； (2) 经销商机构优化，细化铺货率、上架率等指标，防窜力度加大		
2016	县乡渠道分级，重点扶持优质客户		
2017	(1) 推动“一县一店”加速渠道下沉； (2) 推动团购、异业合作及水果渠道、母婴、蛋糕等新特渠		
2018	(1) 配称客户分级管理，明确客户目标及责任； (2) 加大潜力市场挖掘及礼品团购定制等特通渠道开发		
2020	数字化赋能渠道精耕，招募渠道合伙人，拓展终端，进行全渠道布局		
2021	(1) 启动百万终端项目，力争通过 3-5 年时间将终端网点拓至 100 万； (2) 推进母婴店、鲜花店、水果店、写字楼、酒店等多元渠道布局	1000 家左右	40 万

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

**品牌打造：围绕产品优势聚焦打造品牌，是建立长期竞争力的关键一步。**每日坚果同样面临生产壁垒不高、同质化竞争激烈的痛点，因而品牌壁垒构建及消费者心智的占领是建立长期竞争优势的关键一步。洽洽围绕自身在产品端建立的核心能力，19 年更换包装强调掌握关键保鲜技术，并于 21 年再次更换包装，更加突出坚果高营养属性及自身保鲜技术的核心优势，以更加贴近消费者的语言进行消费者教育和心智培育，品牌打造初具成效。

**图表24：洽洽食品聚焦每日坚果的品牌打造之路**



资料来源：Wind，公司官网，华泰研究

**对标启示：先产品，后渠道及品牌的竞争壁垒构建路径相对顺畅。**回顾洽洽坚果单品的培育之路，我们发现尽管同质化导致的激烈竞争或难以避免，但赛道景气下坚果大单品打造仍大有可为。站在长期视角下，我们发现先产品、后渠道及品牌的竞争优势构建之路或相对顺畅，原因在于优质的产品是获得消费者长期认可并带来持续购买的基础，并能在竞争者不断涌入的环境内保持产品竞争力。此外，优质的产品同样是品牌营销及消费者心智抢位战中的重要抓手，优质的产品能让品牌营销更具说服力，并借助口碑效应加速心智占领。

### 路径展望：产品错位竞争，渠道优势先发，顺势打造品牌

站在当前时点，我们认为甘源在产品端的差异化布局已形成一定先发优势，并凭借优质产品抢滩登陆会员制商超等渠道，短期势能进一步强化。考虑到会员制商超 SKU 相对精简，同一品类产品通常不会引进太多品牌，因此甘源在会员制商超的先入优势或将对潜在入局者构成一定进入壁垒。展望未来，我们看好甘源凭借优质产品进一步扩展在会员制商超的占有度，并凭借大客户品牌背书逐步形成全渠道优势。在形成产品和渠道端的领先优势后，品牌打造之路将更加顺畅，我们看好公司顺势打造品牌，并据此进一步强化消费者心智的占领，最终建立长期竞争壁垒。

#### 产品：错位竞争，渐进升级，身位领先

**聚焦坚果口味化创新，风味化坚果产品初露头角。**公司于 20 年推出芥末味夏威夷果、咸蛋黄腰果、蜂蜜琥珀核桃等多款口味化坚果产品，顺势将口味化能力从传统的籽类炒货领域延展至坚果赛道。经过近一年的口味迭代改进，自 21 年下半年开始甘源代工的芥末味夏威夷果逐步在头部会员制商超门店销售，此后咸蛋黄味夏威夷果等新品亦顺利实现导入，23 年初公司菊香味松子仁上架销售，且自 22 年以来甘源在会员制商超的单月销售额（出厂口径）已基本稳定在 2000 万元以上，随着会员制商超自身拓店、更多 SKU 导入（预计 23 年 5 月进一步推出冻干坚果系列产品），我们判断会员制商超销售额贡献仍有提升空间。

图表25：甘源售芥末味夏威夷果产品



资料来源：公司官网，华泰研究

**竞争格局：错位竞争，目前口味化坚果仍为蓝海赛道，甘源有望拔得头筹。**从竞争格局的角度看，当前国内坚果行业主流玩家多集中于每日坚果（洽洽、沃隆、良品铺子等）、原果赛道（三只松鼠等），口味化坚果细分赛道玩家较少。甘源避开目前竞争已相对激烈的每日坚果赛道，错位发力口味化坚果，目前已在该蓝海市场形成一定先发优势。我们统计了截至 22 年的天猫平台在售口味化坚果信息，发现目前国内在售口味化坚果产品相对较少且多为进口，代表性产品汤姆农场品类及口味相对单一（口味以甜口为主，品类仅涉及扁桃仁、腰果等少量坚果），国内目前仅良品铺子、万有坚果等少量企业有少量产品线，且均未形成单品类规模优势，甘源面临的市场竞争环境相对良性。此外，目前符合国内消费者口味偏好的产品亦相对匮乏，口味化坚果研发创新仍大有可为。

图表26：国内在售代表性口味坚果（截至2022年末）

品牌	产地	口味	坚果类型	是否裹粉	价格(元/kg)	天猫月销	累计评价	图例
甘源	中国	芥末/咸蛋黄味	夏威夷果	是	306	5000+	3481	
汤姆农场——经典口味	韩国	海苔/蜂蜜黄油/酸奶/焦糖/火鸡/黄油/山葵味等	扁桃仁、腰果	否	230	500+	2566	
汤姆农场——脆脆球	韩国	奶油曲奇/提拉米苏/太妃拿铁/糯米糕/黑糖奶茶味等	扁桃仁夹心糖	是	309	400+	2094	
良品铺子	中国	芝士草莓味	腰果仁	否	366	3000+	14211	
大哥 (Koh Koe)	泰国	芥末/鲜虾/咖啡/烧烤/鸡肉/椰浆味	花生豆	是	82	1000+	1914	
万有坚果	中国	海苔/芥末/气泡草莓/辣芒果/泰式酸辣味	夏威夷果	是	333	1000+	411	
佳荣	中国	芥末/香辣味	花生	是	44	5000+	5289	

资料来源：天猫，华泰研究

**口味化坚果具备一定生产壁垒，甘源在产品维度已形成一定先发优势。**我们认为，口味化坚果在产品研发及生产环节存在壁垒，而公司对口味及工艺的不断迭代创新已形成一定优势。具体看：1) 研发：不同于原果、每日坚果仅涉及到坚果基础加工（拣选/烘烤等环节），口味型坚果为保证口味与坚果原果的适配度、着味的均匀性需经过大量前期实验，同时因涉及粉皮的处理、口味调配等深加工环节，其研发壁垒较原味坚果更高；2) 生产：口味型坚果生产缺少标准化生产设备，需要厂商根据自身需求定制化研发，甘源目前建有一直 90 余人的工程团队，在生产设备定制化开发上有一定积淀；3) 口味及工艺的迭代：甘源在推出初代产品后会不断收集市场反馈，并渐进更新口味并升级工艺。以芥末味夏威夷果为例，公司在 20 年推出后仍不断改进口味及包装，新包装口味坚果产品于 22 年春节后上市销售。

### 渠道：抢滩高势能会员店，具备一定先发优势

**抢滩登陆高势能会员店，占据渠道红利和先发优势双重红利。**一方面，会员超市的蓬勃发展将使公司充分受益渠道红利的释放；另一方面，仓储会员超市的进入具备较强先发优势，原因在于其 SKU 相对精简，同一品类产品通常不会引进太多品牌，因此甘源在仓储会员超市的先入优势或将对潜在入局者构成一定进入壁垒。**会员仓储超市供需两端具备稳定性。**1) **供给端：**仓储会员超市更加注重选品，且为保证产品品质稳定性通常不会频繁更换合作方；2) **需求端：**仓储会员超市通常需要办理会员卡后方能取得购物资格，而会员卡较高的前置成本一定程度上强化了消费者对渠道的粘性。

**仓储会员超市形成品牌背书，助力加速渠道资源横向拓张。**展望未来，我们认为山姆渠道作为最早进入中国且发展相对领先的会员制商超，对其他商超，尤其是渴望布局会员店谋求转型的商超而言具备一定旗帜效应。因此，公司产品在头部会员制商超渠道的顺利铺货有望形成产品力的坚实背书，增厚公司对其他高势能直营渠道的谈判筹码。我们看好甘源以优质的产品为支撑，顺势抢占仓储会员超市高势能渠道，形成先发优势的同时凭借仓储会员超市龙头的品牌背书加速渠道资源横向扩张。

图表27：传统超市及会员制仓储超市对比

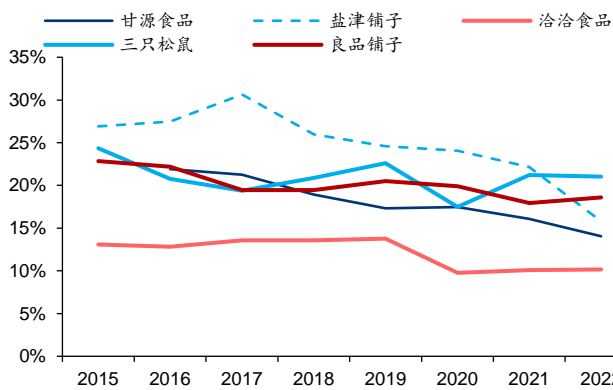
	传统超市	会员制仓储超市
选址	大流量区域	城乡结合部
面积	500-1500 平米	10000 平米以上
SKU	2-3 万	3-5 千
商品	生鲜日用百货	日用百货等
经营模式	零售为主	仓储一体
客户	个人消费者	个人及团体

资料来源：头豹研究院，华泰研究

### 品牌：传承中华五谷小吃，品牌打造正当时

品牌是建立长期竞争力的关键一步，产品和渠道端优势夯实后，品牌打造或更顺畅。甘源食品定位传承中华五谷小吃，聚焦发力籽类坚果产品打造，但近年来公司在广告及咨询费用投入上一直相对克制，品牌声量略有欠缺。展望未来，我们认为品牌打造及消费者心智的占领是形成长期竞争力的关键一步，而优质的产品将为品牌打造提供抓手，高势能渠道布局将有效提升品牌传播效率，扎实的产品和渠道布局有望使品牌打造之路更加顺畅。目前甘源在产品端已经具备潜力核心单品，会员仓储店等高势能渠道的进入正有序推进，公司正沿着先产品，后渠道及品牌的路径稳步向前，我们看好公司在做好产品和渠道的基础上顺势打造品牌，并据此进一步强化消费者心智的占领，最终建立长期竞争壁垒。

图表28：代表性休闲零食企业销售费用率走势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表29：甘源食品品牌定位：传承中华五谷小吃



资料来源：公司官网，华泰研究



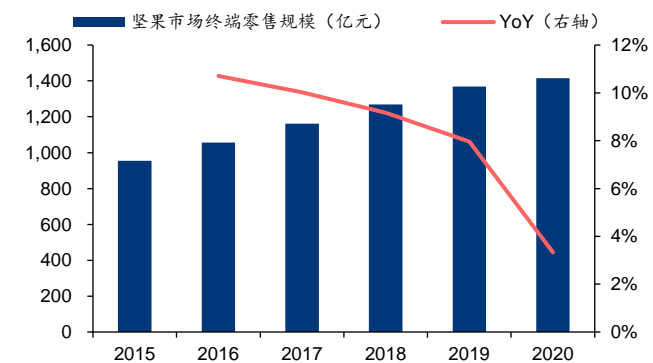
## 空间探讨：坚果口味化与全渠道扩张双路并进

我们从两大维度探讨甘源当前的成长空间：1) 坚果口味化：坚果高景气赛道内，口味化坚果具较大空间，经测算我们认为龙头企业口味化坚果品类年潜在空间有望达 30-50 亿元；2) 全渠道扩张：22 年下半年启动渠道结构变革，划分八大事业部推动全渠道布局：经销渠道方面随着安阳工厂新品投放，过去产品丰富度不足的问题或将得到有效改善，对经销商的吸引力亦将提升，渠道下沉扩展存在较大空间；增量渠道方面，我们看好甘源凭借丰富的产品矩阵和口味化独特优势充分挖掘会员制商超、零食量贩店、直播电商等渠道红利。

### 坚果口味化：预计龙头企业品类空间在 30~50 亿元

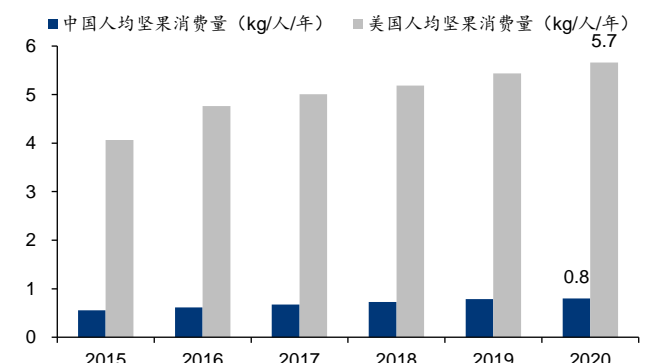
坚果千亿市场保持较快增长，对标美国人均坚果消费量，未来仍有约 6 倍提升空间。据 Frost & Sullivan，20 年国内坚果市场规模达 1415 亿元，16-20 年 CAGR 达 8.2%，千亿赛道保持较快增长。展望未来，国内坚果赛道仍具较大成长空间：1) 20 年国内人均坚果消费量为 0.8kg/年（大约为美国 1981 年左右的水平），对标美国同期 5.7kg/年仍存较大差距；2) 20 年国内人均坚果消费量约为 2.2g/天，较《中国居民膳食指南 2020》推荐的 15-20g/天的坚果摄入量亦有较大差距；3) 驱动因素上看：我们认为坚果作为具备较高营养价值，但价格略贵的休闲食品类别，有望长期受益于居民收入水平的稳步提升和健康化消费趋势。

图表30：国内坚果终端市场销售额及增速



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

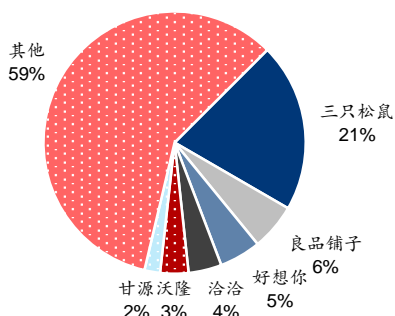
图表31：2015-2020 年中美人均坚果消费量对比



资料来源：USDA，Frost & Sullivan，Wind，华泰研究

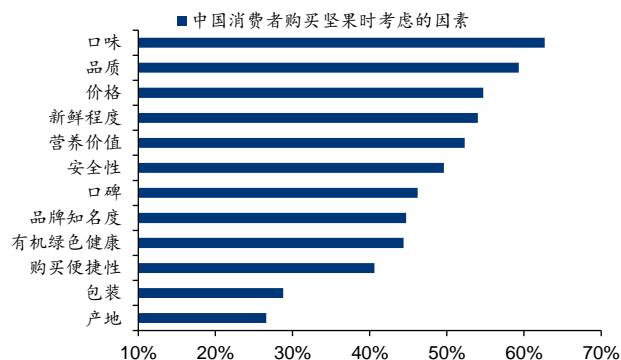
行业竞争激烈，但口味化核心诉求仍未被有效满足，为后入者突围留足空间。当前国内坚果行业群雄割据，竞争相对激烈，很大程度上是由于存量玩家多集中于原果、每日坚果等基础加工赛道，生产壁垒偏低且产品同质化程度较高。实际上，坚果品种的差异化仍然大有可为，据艾瑞咨询，国内消费者购买坚果时最关注的因素是口味，而目前消费者对坚果口味的追求大多只能通过坚果本身的口味、或每日坚果内的果干满足，口味化需求仍有较大空间有待挖掘。因此我们认为，口味化是坚果行业差异化入局的重要突破口。

图表32：2020 年国内坚果市场竞争格局（不含瓜子）



资料来源：欧睿，华泰研究

图表33：2022 年国内消费者购买坚果时主要考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

**空间研判：**我们预计龙头企业口味化坚果品类潜在空间在 **30-50 亿元**。我们假设我国人均坚果消费量达到 20 年美国人均坚果消费量的 50%，坚果整体包装化率达到 40%（据 Frost & Sullivan，目前坚果包装化率约 23%，品类发展相对成熟的瓜子包装化率为 40%左右），同时假设口味型坚果销售额占比达到坚果整体的 5%（参考洽洽瓜子销售额占比），测算得口味型坚果潜在销售量为 8 万吨（可作为对比的是，结合 20 年洽洽红袋瓜子销量为 8 万吨左右）。我们假设口味型坚果出厂价为 5 万元/吨（参考洽洽风味化瓜子及当前甘源口味性坚果出厂价），则龙头企业口味化坚果的潜在品类空间约为 40 亿元左右。结合敏感性测试结果，我们判断龙头企业口味化坚果潜在空间在 30-50 亿元，高于多数休闲零食品类。

**图表34：横向对标：代表性休闲零食大单品 2020 年国内市场营销及销量**

	产品名	20 年营收 (亿元)	20 年销量 (万吨)
卫龙	面制品 (辣条及辣棒)	26.90	17.95
	蔬菜 (魔芋爽及海带)	11.68	4.16
洽洽	红袋瓜子	16.9	8.2
	蓝袋瓜子	8.9	2.5
	坚果大类	9.5	
	其中：每日坚果	8.58	
三只松鼠	坚果大类	48.48	
	其中：每日坚果	超 10 亿元	
良品铺子	坚果大类	13.34	
沃隆	每日坚果	8.1	
可比克	薯片	22.9	14.4
旺旺食品	米制品大类	55.8	

资料来源：公司年报，华泰研究

**图表35：龙头企业口味型坚果潜在品类空间测算**

	重要参数	数据来源或假设依据
A. 中国人均坚果消费量 (kg/人)	2.8	A=B*C
B. 美国人均坚果消费量 (kg/人)	5.7	数据来自 USDA
C. 中国人均坚果消费量占美国比重	50%	
D. 坚果包装化率	40%	参考瓜子包装化率水平
E. 中国人均包装坚果消费量 (kg/人)	1.1	E=A*D
F. 口味型坚果大单品占比	5%	参考洽洽瓜子销售额占坚果总零售额的比重为 5%左右
G. 口味型坚果大单品潜在销量 (万吨)	8.0	G=E*F*中国总人口
H. 出厂价(万元/吨)	5.0	参考洽洽蓝袋 (风味化) 瓜子、每日坚果出厂价格
<b>I. 口味型坚果大单品潜在销售额 (亿元)</b>	<b>40.0</b>	<b>I=G*H</b>

=资料来源：国家统计局，USDA，Wind，华泰研究预测

**图表36：龙头企业口味型坚果潜在品类销量空间敏感性测算 (万吨)**

人均包装坚果消费量 (kg/人, 列) \ 市占率 (% , 行)	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
0.8	4.1	4.7	5.3	5.9	6.4	7.0	7.6
0.9	4.6	5.3	5.9	6.6	7.2	7.9	8.5
1.0	5.1	5.8	6.5	7.3	8.0	8.7	9.5
1.1	5.6	6.4	7.2	8.0	8.8	9.6	10.4
1.2	6.1	6.9	7.8	8.7	9.6	10.4	11.3
1.3	6.6	7.5	8.4	9.4	10.3	11.3	12.2
1.4	7.1	8.1	9.1	10.1	11.1	12.1	13.1

资料来源：USDA，华泰研究预测

**图表37：龙头企业口味型坚果潜在品类空间 (出厂端) 敏感性测算 (亿元)**

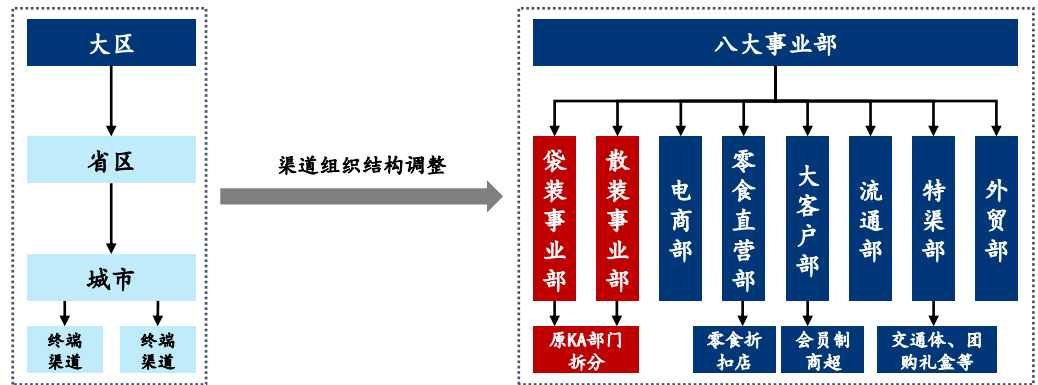
出厂价(万元/吨, 列) \ 销量 (万吨, 行)	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0
3.5	17.5	21.0	24.5	28.0	31.5	35.0	38.5
4.0	20.0	24.0	28.0	32.0	36.0	40.0	44.0
4.5	22.5	27.0	31.5	36.0	40.5	45.0	49.5
5.0	25.0	30.0	35.0	40.0	45.0	50.0	55.0
5.5	27.5	33.0	38.5	44.0	49.5	55.0	60.5
6.0	30.0	36.0	42.0	48.0	54.0	60.0	66.0
6.5	32.5	39.0	45.5	52.0	58.5	65.0	71.5

资料来源：Wind，华泰研究预测

## 全渠道拓展：新品带动，积极调整，承接增量渠道红利

22年下半年启动渠道结构变革，划分八大事业部精细化挖掘增量渠道红利。甘源食品过去是大KA的渠道组织架构，共同管理所有渠道，存在对下游渠道变化不敏感，增量渠道布局反应滞后等弊端。22H2公司启动销售渠道变革，重新搭建袋装、散装、电商、零食直营、大客户、流通、特渠、外贸八大事业部，每个事业部聘请专门的事业部总监单独负责，明确奖惩及激励机制，充分调动各大事业部积极性，有望更加充分地挖掘增量渠道红利。

图表38：甘源食品渠道结构调整

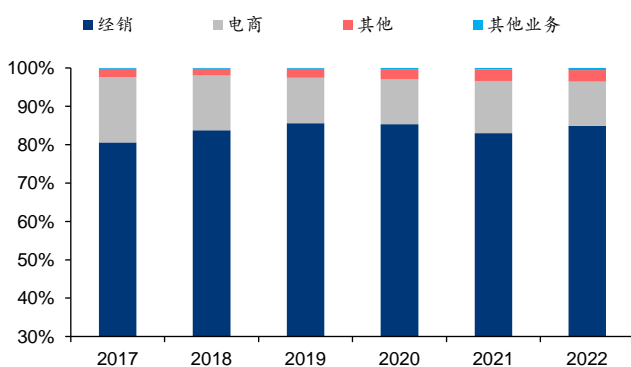


资料来源：公司公告，华泰研究

### （一）传统线下商超

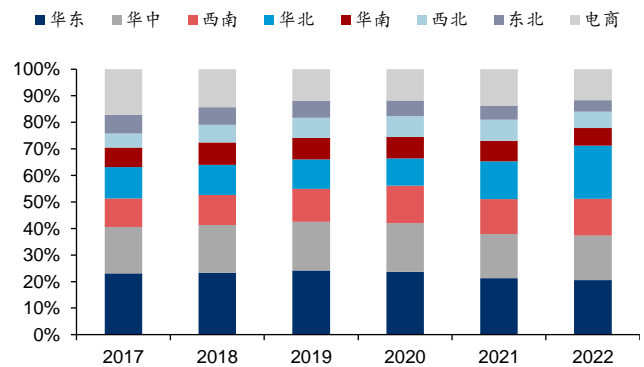
经销模式覆盖全国，但过去由于老三样品类单一且空间有限，渠道下沉的广度和深度受限。公司以经销为主，电商为辅，目前已经构筑成覆盖全国的销售网络，截至22年末公司华东/华中/西南/华北/华南/西北/东北/电商收入占比分别达21%/17%/14%/20%/7%/6%/4%/12%。回顾过去，我们认为公司渠道下沉的深度和广度仍然不足，其核心原因在于产品端的限制。由于公司过去相对聚焦于瓜子、青豌豆、蚕豆传统老三样，产品结构相对单一且其市场空间相对受限，难以支撑较高密度的渠道扩张及深耕。因此我们认为，随着产品线的丰富和市场空间限制的打开，过去公司在渠道端下沉深度及广度不足的问题亦将迎刃而解。

图表39：甘源食品分渠道营收结构



资料来源：公司年报，华泰研究

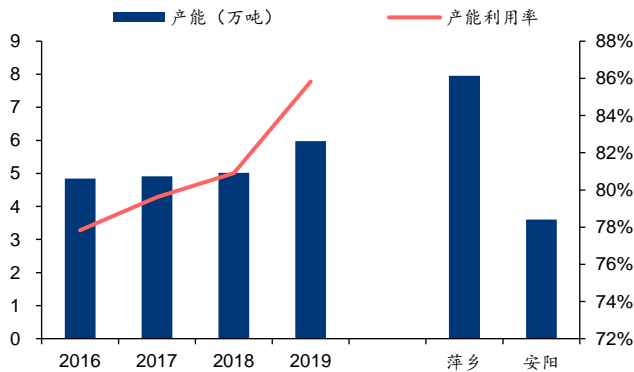
图表40：甘源食品分区域营收结构



资料来源：公司年报，华泰研究

安阳工厂投产，新品陆续投放，品类叠加+组织革新增厚渠道下沉势能。我们认为，当前公司正处于产品投放+改革红利驱动渠道势能释放的关键节点：1) 产品端，公司安阳工厂建设项目已逐步建成投产，烘焙类、膨化类等的新品亦于22年开始陆续投向市场。随着产品矩阵的不断完善，我们认为过去产品结构单一对公司渠道下沉的限制难题有望得到有效解决，安阳工厂新品有望带动老三样共同实现更为良性的渠道拓展及深耕下沉；2) 管理端，21H1以来公司对销售人员组织进行了一次较大规模的调整，更换大多数销售大区经理，引入新大区经理多来自徐福记、统一、喜之郎等知名快消品牌。此外，公司除传统商超外，逐步加大BC店系统、连锁水果店、社区团购、线上直播等多元化渠道铺设。

图表41: 甘源食品产能及其利用率



资料来源: 招股说明书, 华泰研究

图表42: 甘源食品河南安阳工厂建设项目概况

项目名称	年产3.6万吨休闲食品河南生产线建设项目
项目地点	河南安阳
预计投资总额	4.13亿元
建设期	3年
建成后新增产能	3.6万吨
建成后年均收入	9.39亿元
建成后年均净利润	6793万元
内部收益率	19.90%
实际建成时间	21Q4一期建成
涉及产品	烘焙类、膨化类产品

资料来源: 招股说明书, 华泰研究

## (二) 零食量贩连锁

零食量贩连锁业态方兴未艾, 当前行业仍处于跑马圈地、门店快速扩张的阶段。2-3年的视角下, 我们认为零食量贩业态仍处于跑马圈地、快速扩张的阶段, 据窄门餐眼, 截至22年末国内零食量贩门店总数预计在1.3万家左右, 同期全国百强商超/咖啡/卤味鸭脖/便利店/水果店/现制茶饮店数量分别达到3/12/13/25/30/39万家, 对标看零食量贩门店扩张空间仍然广阔。据各家公司官网, 各大零食量贩玩家当前仍处于快速扩张的阶段, 如零食很忙计划23年拓店至3500家(净增1500家左右); 零食有鸣计划23年拓店至3500家(净增2500家左右), 并计划至2026年全国门店总数扩至1.6万家左右。

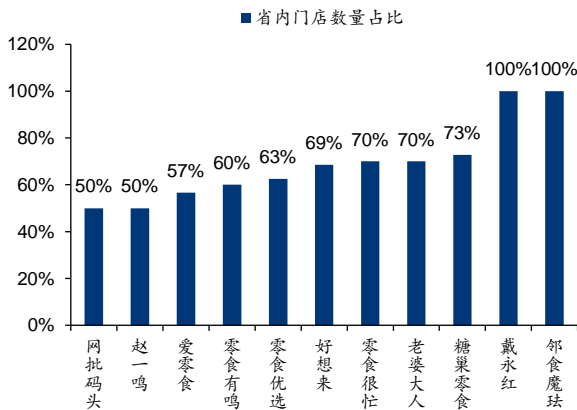
甘源食品22H2开始全面切入零食量贩系统, 有望充分享受下游门店扩张及SKU导入带来的增量收入贡献。公司自22年下半年开始全面拥抱零食量贩系统, 积极调整产品规格对接零食量贩店需求, 截至2023年3月公司已经与零食很忙、零食有鸣等十余家零食量贩店达成合作, 截至22年末零食系统贡献的单月零售额已快速爬坡至千万以上。展望未来, 我们认为甘源食品有望充分受益于零食量贩系统自身的开店红利以及合作SKU数量的增加, 支撑零式系统贡献更多增量业绩: 1) 下游门店扩张: 我们认为零食量贩业态在未来至少2-3年的时间内仍然处于跑马圈地、快速拓张的阶段, 门店的快速扩张有望支撑零售额的进一步爬坡; 2) SKU导入: 据公司公告, 公司目前梳理出来的可以与零食量贩系统合作的SKU数量在50个左右, 涵盖老三样、豆果组合、花生、口味坚果、膨化产品等, 产品矩阵储备丰富, 未来随着公司与零食量贩业态合作的深化以及导入SKU数量增长, 同样有望对零食系统零售额的提升提供较强的支撑。

图表43: 代表性零食量贩店未来开店计划梳理

品牌	门店数 (截至2022年末)	开店规划
零食很忙	2000	2023年拓店至3500家左右
零食有鸣	1000	2023年拓店至3500家, 2026年突破1.6万家
戴永红	600	2023年拓店至1000家, 5年突破2000家
邻食魔法	40	2023年新开200家, 3年扩张至4000家门店
零食优选	800	每月开店50+
赵一鸣	800	每月开店100家

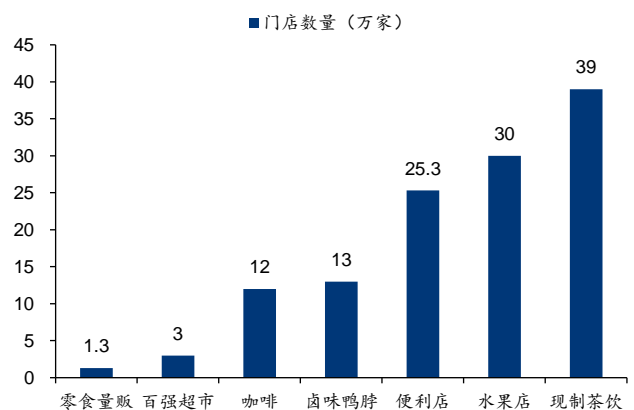
资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表44：代表性零食量贩店省内门店数量占比



资料来源：公司官网，华泰研究

图表45：代表性连锁业态国内门店数量对比（截至2022年末）



资料来源：窄门餐眼、公司官网，华泰研究

### （三）会员制商超

会员制商超体内销售额及合作商超数量均存较大提升空间。甘源食品在21年下半年开始凭借芥末味夏威夷果新品（代工生产）顺利进入头部会员制商超渠道，并凭借创新性的产品和刺激、成瘾性口感迅速走红，22年末、23年以来单品月销售额基本稳定在2000万元以上。展望未来，凭借头部会员制商超渠道的良好标杆效应，公司在会员制商超渠道仍具备广阔的成长空间：**1）会员制商超自身的扩店**：以山姆为例，截至2022年末其中国门店总数在42家左右，会员数量超400万。2023年公司计划在中国继续新开6家门店（同比+14%），并新增100万会员（同比+25%），渠道自身的扩张潜力仍然较大；**2）新增SKU的导入**：甘源在顺利导入芥末味夏威夷果后，22年开始咸蛋黄味夏威夷果新品亦顺利进驻，23年初菊香味松子仁亦将逐步上架销售，更多SKU的导入为销售额增厚奠定良好基础；**3）标杆效应支撑下导入其他会员制商超**：我们认为头部会员制商超渠道的进入以及良好的动销具备标杆效应，或将有助于加速甘源与其他会员制商超的合作，当前甘源以自有品牌顺利导入麦德龙、盒马、Costco等会员制商超，合作会员制商超门店总数预计在200家以上。

### （四）电商渠道

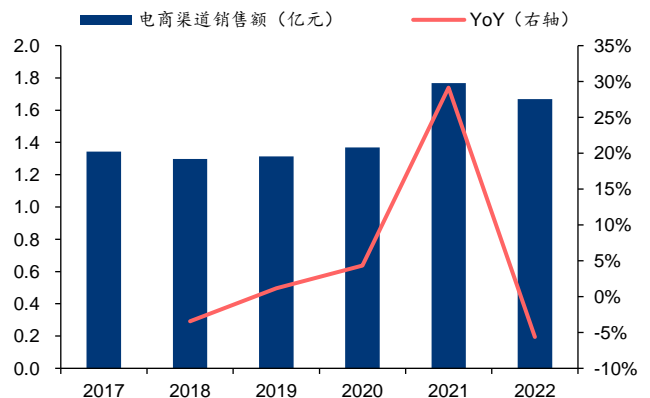
运作能力不断成熟，抢抓直播电商等结构性红利。**1）行业视角**：尽管近年来电商红利趋弱，但线上渠道仍存在较多结构性机会，如直播电商业务等等；**2）公司视角**：甘源食品过去在线上渠道的运营能力相对一般，结构上亦以京东、天猫等传统电商平台为主，整体发展相对平缓。22年10月公司新任电商业务总监到位，同时积极招募并重新搭建新电商团队，在团队线上渠道运作能力与专业度明显提升，电商渠道销售额稳步提升。

图表46：甘源代表性口味型坚果SKU



资料来源：公司官网，华泰研究

图表47：甘源食品电商渠道销售额及增速



资料来源：公司官网，华泰研究

## 盈利预测与估值

### 收入预测:

**1) 老三样(青豌豆、瓜子、蚕豆):**国内坚果炒货行业目前仍处于成长期,据 Frost & Sullivan (转引自卫龙招股书)预测,国内坚果炒货行业 21-26 年 CAGR 有望达 8%,我们预计公司凭借成熟的产品线,随着全渠道扩张稳步推进有望取得略快于行业的增速,预计 23-25 年销售额 9.07/9.89/10.70 亿,同比+12.2%/9.1%/8.1%。

**2) 综合果仁及豆果:**主要包括口味型坚果、综合果仁、虾条豆果等业务。目前甘源代工的芥末味、咸蛋黄味夏威夷果已在头部会员制商超销售,23 年以来头部会员制商超月销售额稳定在 2000w 以上且有望继续增长(全部为口味型坚果产品),同时部分产品在零食量贩、直播电商等渠道亦有望贡献一定增量,我们预计 23 年综合果仁及豆果业务营收 6.09 亿(对应 2 亿以上增量营收,同比+59.7%),24-25 年受益于增量渠道成长势能的延续,综合果仁及豆果业务有望延续快速增长,预计实现营收 8.74/12.04 亿,同比+43.5%/37.7%。

**3) 其他主营业务:**其他主营业务收入主要涵盖花生、锅巴、炒米、兰花豆、水果干、麦片、以及安阳工厂其他新品。我们认为随着公司安阳工厂新品陆续投放,同时叠加零食量贩(23 年以来月销售额稳定在 2000 万以上)、流通、电商等增量渠道的加速布局,我们预计 23-25 年其他主营业务营收 5.03/7.62/10.39 亿元,同比+98.9%/+51.5%/+36.3%,自 23 年开始加速增长主要系增量渠道的布局主要在 22H2 开始推进,业绩贡献更多从 23 年开始体现。

**4) 其他业务:**其他业务主要是废料处置收入。考虑到其他业务非公司重点业务,我们预计其保持平稳较快的增长,预计 23-25 年其他业务营收增速为 50%/40%/35%。

图表48: 甘源食品收入预测(单位:百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	1,172.4	1,294.0	1,450.7	2,030.9	2,641.5	3,333.8
YOY	6%	10%	12%	40%	30%	26%
老三样	787.9	773.9	808.6	907.2	989.3	1,069.7
YOY	-0.2%	-1.8%	4.5%	12.2%	9.1%	8.1%
综合果仁及豆果	205.7	295.2	381.6	609.1	874.1	1,203.7
YOY	19%	44%	29.3%	59.7%	43.5%	37.7%
其他主营业务	175.1	220.4	252.9	503.1	762.0	1,038.7
YOY	22%	26%	14.8%	98.9%	51.5%	36.3%
其他业务	3.7	4.6	7.7	11.5	16.1	21.7
YOY	40%	25%	68%	50%	40%	35%

资料来源:公司公告,华泰研究预测

### 毛利率预测:

受棕榈油等大宗原材料成本上涨、疫情影响下安阳工厂产能利用率爬坡较慢等多重因素影响,22 年公司毛利率整体承压,全年实现毛利率为 34.3%,同比-0.8pct。展望 2023,我们判断随着棕榈油等大宗原材料价格趋稳回落、安阳工厂产能利用率的提升以及规模效应彰显,公司毛利率水平有望触底改善。据公司公告,棕榈油成本占公司总成本比重在 10%左右,同时 23Q1 公司棕榈油成本同比下滑 20%左右,我们通过敏感性分析判断若 23 年棕榈油用量保持稳定,棕榈油价格下滑 15%~25%,吨价变动-1%~1%,则对应公司 23 年毛利率有望同比提升 0.3~2.3pct。结合敏感性分析结果,我们中性预测 23 年总体毛利率为 35.2%,同比+0.9pct。中长期维度下我们看好公司产品逐渐放量带来规模效应,带动毛利率维持稳定上行趋势。我们预计 24-25 年总体毛利率为 35.8%、36.2%,同比+0.6pct、+0.4pct。

**1) 老三样(青豌豆、瓜子、蚕豆):**23 年棕榈油等大宗原材料价格趋稳回落有望推动老三样毛利率触底改善,预计 23 年老三样产品毛利率 44.2%,同比+1.6pct。中期维度下,我们看好供应链体系不断完善、规模效应有序释放有望带动毛利率持续向好优化,我们预计 24-25 年毛利率为 44.7%、45.2%,同比+0.5pct、+0.5pct。

**2) 综合果仁及豆果:**我们预计 23 年随着坚果新品投产带来的结构优化(口味型坚果等新品毛利率高于传统综合果仁及豆果产品),公司毛利率将出现一定程度提升。中长期看,口味化坚果产品相对更加良性的竞争环境将给与公司更好的定价权,有望带动综合果仁及豆果业务总体毛利率水平趋势向上,预计其 23-25 年综合果仁及豆果业务毛利率为 30.0%/31.5%/32.5%,同比+3.0%/+1.5pct/+1.0pct。

**3) 其他主营业务:** 22 年由于安阳工厂产能爬坡进度受疫情影响, 其他主营业务毛利率略有承压, 23 年起随着产能利用率提升、规模效应体现, 其他主营业务毛利率有望改善, 预计 23-25 年毛利率分别为 24.8%/28.8%/30.8%, 同比+7.0pct/+4.0pct/+2.0pct。

**图表49: 2019 年以来国内棕油期货结算价变化情况**



资料来源: Wind, 华泰研究

**图表50: 甘源食品毛利率对棕榈油成本的敏感性分析 (单位: pct)**

价格变动	棕榈油成本变动						
	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%	-35%
-2%	-1.0	-0.7	-0.3	<b>0.0</b>	0.3	0.7	1.0
-1%	-0.3	0.0	0.3	<b>0.7</b>	1.0	1.3	1.7
<b>0%</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>
1%	1.0	1.3	1.6	<b>2.0</b>	2.3	2.6	2.9
2%	1.6	1.9	2.3	<b>2.6</b>	2.9	3.2	3.5

注: 表中数字代表在不同假设下, 23 年毛利率预计同比变动的百分比; 价格变动代表着甘源产品吨价变动;

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

**图表51: 甘源食品毛利预测 (单位: 百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>毛利</b>	<b>469.9</b>	<b>454.2</b>	<b>497.1</b>	<b>715.0</b>	<b>946.2</b>	<b>1,207.0</b>
老三样	347.1	325.2	344.6	400.8	442.2	483.4
综合果仁及豆果	65.1	77.0	102.8	182.4	274.9	390.6
其他主营业务	54.1	47.4	45.0	124.7	219.4	319.8
其他业务	3.6	4.5	4.7	7.0	9.8	13.2
<b>毛利率(%)</b>	<b>40.1%</b>	<b>35.1%</b>	<b>34.3%</b>	<b>35.2%</b>	<b>35.8%</b>	<b>36.2%</b>
老三样	44.1%	42.0%	42.6%	44.2%	44.7%	45.2%
综合果仁及豆果	31.7%	26.1%	27.0%	30.0%	31.5%	32.5%
其他主营业务	30.9%	21.5%	17.8%	24.8%	28.8%	30.8%
其他业务	98.4%	98.6%	60.8%	60.8%	60.8%	60.8%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

#### 费用率预测:

我们预计 23-25 年销售费用率 13.7%/13.6%/13.5%, 同比-0.3pct/-0.1pct/-0.1pct, 系随着规模效应的逐步释放, 销售费用率呈递减趋势。我们预计 23-25 年管理费用率 4.4%/4.4%/4.4%, 同比-0.1pct/持平/持平, 主要系 22 年受股权激励费用计提影响管理费用有所上升, 23 年高基数下管理费用率预计小幅回落, 24-25 年保持稳健。研发费用率方面, 21、22 年公司加大新品开发投入, 研发费用率同比呈现上升趋势, 当前核心产品线已基本成型, 我们预计未来公司将保持平稳合理的研发投入强度, 23-25 年研发费用率保持在 1.6%, 同比持平。我们预计 23-25 年财务费用保持平稳, 为-0.6% (20-22 年财务费用率均值)。

**图表52: 甘源食品费用率预测明细**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	17.5%	16.1%	14.0%	13.7%	13.6%	13.5%
管理费用率	3.8%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用率	0.6%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
财务费用率	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.6%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

综上，我们预计 23-25 年营收 20.31/26.42/33.34 亿，同比+40.0%/+30.1%/+26.2%，归母净利 2.45/3.33/4.32 亿，同比+54.5%/+36.0%/+30.0%，净利率 12.0%/12.6%/13.0%，EPS 2.62/3.57/4.64 元。我们选取零食行业龙头盐津铺子、洽洽食品以及同样具备较强成长性的食品龙头立高食品、妙可蓝多作为可比公司，参考可比公司 23 年 PE 平均值 34x (Wind 一致预期)，考虑其 23-25 年净利 CAGR (40%) 高于可比均值 (27%)，认可估值溢价，给予其 23 年 45x PE，目标价 117.90 元，首次覆盖“买入”评级。

图表53：归母净利润预测明细（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	179	154	158	245	333	432
净利率	15.3%	11.9%	10.9%	12.0%	12.6%	13.0%
归母净利润率同比	6.7%	-14.3%	3.0%	54.5%	36.0%	30.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表54：可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)	PE (倍)				EPS (元)				23-25 净利润 CAGR
			2023/5/26	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	
洽洽食品	002557 CH	21411	21	20	16	14	2.04	2.15	2.58	2.99	14%
盐津铺子	002847 CH	15915	35	33	26	21	2.38	2.47	3.18	4.00	19%
立高食品	300973 CH	13242	81	43	30	22	0.97	1.84	2.61	3.59	55%
妙可蓝多	600882 CH	12217	49	39	25	18	0.48	0.61	0.96	1.33	40%
平均值		15696	46	34	24	19	1.47	1.77	2.33	2.98	27%
中间值		14579	42	36	25	19	1.50	1.99	2.59	3.29	30%
甘源食品	002991 CH	8059	51	33	24	19	1.70	2.62	3.57	4.64	40%

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind、华泰研究预测

## 风险提示

**疫情反复。**若疫情反复，将对线下产品运输及销售形成阻碍。此外疫情反复同时对宏观经济及居民购买力形成冲击，而零食作为可选消费品类，其消费或将受到较大影响。

**新品推广不及预期。**22 年公司将迎来口味化坚果、安阳工厂产品等新品的密集投放，若新品推广不及预期，公司业绩增长幅度或将低于预期。

**食品安全风险。**若出现食品安全问题，公司销售也将受到影响。

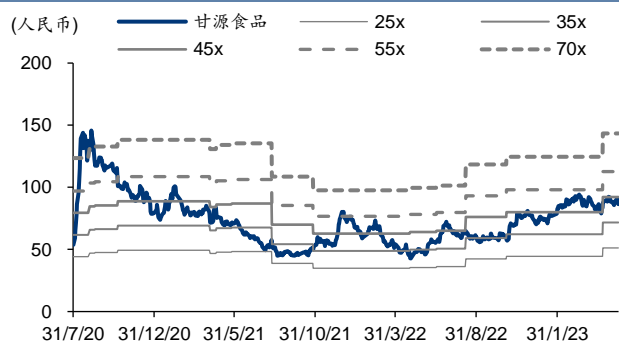
图表55：本文涉及公司一览表

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
甘源食品	002991 CH	中国旺旺	0151 HK
洽洽食品	002557 CH	高鑫零售	6808 HK
盐津铺子	002847 CH	美团	3690 HK
三只松鼠	300783 CH	拼多多	PDD US
良品铺子	603719 CH	百事	PEP US
来伊份	603777 CH	沃尔玛	WMT US
永辉超市	601933 CH	每日优鲜	MF US
华联综超	600361 CH	开市客	COST US
家家悦	603708 CH	沃隆坚果	未上市
达利食品	3799 HK	汤姆农场	未上市

资料来源：Bloomberg，华泰研究

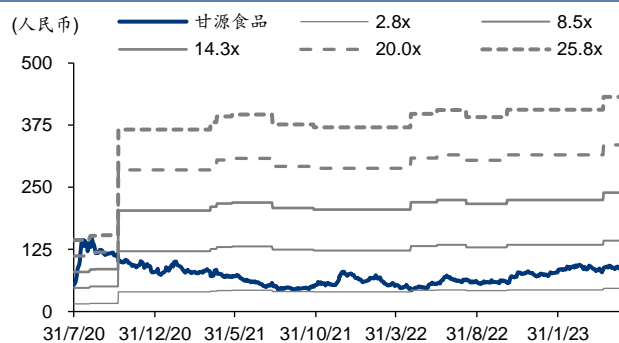


图表56: 甘源食品 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表57: 甘源食品 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,118	1,261	1,566	1,891	2,368
现金	509.57	472.81	661.93	959.55	1,300
应收账款	13.82	21.56	27.98	36.45	44.86
其他应收账款	3.56	4.23	6.68	7.51	10.40
预付账款	23.58	25.31	43.13	45.89	66.46
存货	126.63	136.68	226.67	241.41	345.80
其他流动资产	440.49	600.03	600.03	600.03	600.03
<b>非流动资产</b>	704.41	743.05	849.26	929.39	1,013
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	475.91	482.67	603.25	695.92	782.12
无形资产	97.79	100.12	108.01	106.00	104.17
其他非流动资产	130.71	160.26	138.00	127.47	127.17
<b>资产总计</b>	1,822	2,004	2,416	2,820	3,381
<b>流动负债</b>	248.40	372.85	549.00	629.64	767.07
短期借款	0.00	0.00	73.07	0.00	0.00
应付账款	96.52	138.72	185.90	232.29	292.33
其他流动负债	151.88	234.13	290.03	397.36	474.74
<b>非流动负债</b>	128.98	124.92	124.92	124.92	124.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	128.98	124.92	124.92	124.92	124.92
<b>负债合计</b>	377.39	497.78	673.92	754.57	891.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	93.22	93.22	93.22	93.22	93.22
资本公积	958.27	936.13	936.13	936.13	936.13
留存公积	453.18	510.13	741.28	1,056	1,464
归属母公司股东权益	1,445	1,506	1,742	2,066	2,489
<b>负债和股东权益</b>	1,822	2,004	2,416	2,820	3,381

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	130.73	312.11	319.16	576.76	583.51
净利润	153.65	158.30	244.54	332.56	432.41
折旧摊销	82.70	82.70	102.40	138.25	175.81
财务费用	(10.00)	(11.42)	(9.35)	(13.25)	(18.17)
投资损失	(14.38)	(7.18)	(7.18)	(7.18)	(7.18)
营运资金变动	(53.72)	94.51	(11.63)	126.00	0.25
其他经营现金	(27.53)	(4.80)	0.39	0.39	0.39
<b>投资活动现金</b>	(32.02)	(145.38)	(200.90)	(210.66)	(252.18)
资本支出	(205.32)	(127.87)	(208.61)	(218.38)	(259.89)
长期投资	537.70	(170.26)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(364.40)	152.76	7.71	7.71	7.71
<b>筹资活动现金</b>	(134.79)	(75.51)	(2.21)	4.58	9.50
短期借款	0.00	0.00	73.07	(73.07)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(22.14)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(134.79)	(53.37)	(75.27)	77.65	9.50
现金净增加额	(36.11)	91.27	116.05	370.68	340.83

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1,294	1,451	2,031	2,642	3,334
营业成本	839.82	953.62	1,316	1,695	2,127
营业税金及附加	14.33	16.96	23.74	30.88	38.97
营业费用	207.84	203.78	279.19	360.49	451.63
管理费用	59.07	65.26	89.34	116.19	146.64
财务费用	(10.00)	(11.42)	(9.35)	(13.25)	(18.17)
资产减值损失	(3.12)	(3.05)	(4.26)	(5.55)	(7.00)
公允价值变动收益	2.87	0.53	0.53	0.53	0.53
投资净收益	14.38	7.18	7.18	7.18	7.18
<b>营业利润</b>	201.86	211.80	325.14	440.83	572.06
营业外收入	0.29	1.11	1.11	1.11	1.11
营业外支出	3.20	4.85	4.85	4.85	4.85
<b>利润总额</b>	198.95	208.06	321.40	437.09	568.32
所得税	45.30	49.76	76.86	104.53	135.91
<b>净利润</b>	153.65	158.30	244.54	332.56	432.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	153.65	158.30	244.54	332.56	432.41
EBITDA	271.53	279.24	414.33	561.89	725.74
EPS (人民币, 基本)	1.65	1.72	2.62	3.57	4.64

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.38	12.11	40.00	30.06	26.21
营业利润	(16.54)	4.92	53.51	35.58	29.77
归属母公司净利润	(14.29)	3.03	54.47	36.00	30.02
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	35.10	34.26	35.20	35.82	36.21
净利率	11.87	10.91	12.04	12.59	12.97
ROE	10.64	10.51	14.04	16.10	17.37
ROIC	23.79	27.66	36.10	52.78	60.32
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.71	24.84	27.90	26.76	26.38
净负债比率 (%)	(28.02)	(24.59)	(28.09)	(41.63)	(48.24)
流动比率	4.50	3.38	2.85	3.00	3.09
速动比率	3.81	2.91	2.34	2.53	2.53
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.72	0.76	0.92	1.01	1.08
应收账款周转率	115.33	82.00	82.00	82.00	82.00
应付账款周转率	10.26	8.11	8.11	8.11	8.11
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.70	2.62	3.57	4.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	3.35	3.42	6.19	6.26
每股净资产(最新摊薄)	15.50	16.15	18.69	22.16	26.71
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	52.45	50.91	32.95	24.23	18.64
PB (倍)	5.58	5.35	4.63	3.90	3.24
EV EBITDA (倍)	26.64	25.43	16.85	11.76	8.64

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 龚源月、张墨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指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, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 甘源食品（002991 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、张墨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 甘源食品（002991 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司