甘源食品（002991）

公司研究/深度报告

籽坚果龙头，品类拓展+渠道发力值得期待

深度研究报告/食品饮料行业　　2020 年 08 月 26 日

报告摘要：

- **籽类果仁优势龙头，新品类拓展未来可期**

甘源在籽坚果领域具有强大品牌力，是豆类休闲食品的领导品牌。2019 年公司实现收入 11.09 亿元，同比增长 21.69%，实现归母净利润 1.68 亿元，同比增长 40.14%。蟹黄瓜子、原味青豌豆等明星产品已获得市场广泛肯定，瓜子仁/青豌豆/蚕豆合计贡献 70%以上总收入。坚果果仁和谷物新品正处于快速放量阶段，市场反馈良好，同时新品孵化进程加快，计划于今年 8 月推出花生新品，未来每半年推新一次。

- **经销渠道覆盖全国，电商模式持续加码**

销售模式上，公司以经销为主，电商为辅，2019 年公司经销/电商渠道收入占比分别为 86%/12%。线下渠道仍是休闲零食行业主要市场，公司与经销商合作稳固，并且具备较强议价力，19 年公司正式经销商 1500+家，贡献 97%以上经销收入。目前华东/华中经销商数量占比达 30%/20%，其余范围内经销渠道分布较为均衡，未来将进一步扩充经销商数量，推进四五线城市渠道下沉，深度覆盖线下市场。电商渠道方面，C 端、B 端发展较为平衡，未来公司将于杭州成立电商运营公司，着力搭建电商平台服务体系。

- **自主生产流程可控，产能加码支持经营规模扩张**

公司目前拥有江西萍乡、河南安阳两大生产基地，采用适宜标准化大单品的自产模式，有效结合终端销售情况把控生产进度。同时能与研发环节深度配合，加快产品迭代速度。公司产能利用率维持 80%以上，属于行业高位水平，拟在目前 5.98 万吨产能的基础上，于河南安阳新建年产 3.6 万吨生产基地，支持经营规模扩大。

- **同业对比：盈利能力优秀，营运能力突出**

受益于行业领先的品牌力及规模效应，公司盈利能力属行业高位水平，量价齐升推动毛利率持续上行。由于对经销商采用先款后货的结算方式，公司应收账款主要来自于占比较低的直营商超及电商平台，应收账款周转率达到 116 次，周转速度远超行业平均水平。

- **投资建议**

预计 2020-2022 年公司收入为 13.64/17.05/21.32 亿元，同比+23.0%/+25.0%/25.0%；归母净利润为 1.80/2.33/3.20 亿元，同比+7.0%/+29.9%/+36.9%；对应摊薄后 EPS 为 1.93/2.50/3.43 元；对应 PE 为 72X/56X/41X。我们看好公司在籽坚果领域的品牌力，结合未来产能投放与营销渠道扩张带来的销量增长空间，给予“推荐”评级。

- **风险提示**

终端渠道拓展不及预期，新品推广不及预期，原材料价格波动风险、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,109	1,364	1,705	2,132
增长率（%）	21.7%	23.0%	25.0%	25.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	168	180	233	320
增长率（%）	40.1%	7.0%	29.9%	36.9%
每股收益（元）	2.40	1.93	2.50	3.43
PE（现价）	57.9	72.1	55.5	40.5
PB	19.3	8.3	7.5	6.5

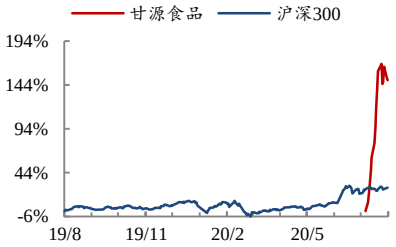
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格： 139.00 元

交易数据	2020-8-25
近 12 个月最高/最低（元）	148.07/55.81
总股本（百万股）	93.22
流通股本（百万股）	23.30
流通股比例（%）	25%
总市值（亿元）	129.57
流通市值（亿元）	32.39

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

目录

一、籽类果仁优势龙头，业绩表现出众 3
（一）十五年发展，铸就籽类炒货行业龙头 3
（二）财务指标出众，业绩持续向好 4
1、利润实现高速增长，疫情不改公司成长前景 4
2、产品端专注籽类果仁，渠道端关注经销模式 4
3、盈利能力出众，毛利率净利率持续上升 5
（三）股权结构清晰明确，管理层经验丰富 5
二、公司潜力：产品优势明确，渠道持续拓张 7
（一）产品力：乘坚果市场增长红利，公司发展潜力充足 7
1、休闲零食行业发展空间广阔 7
2、籽坚果优势明确，新品类加速培育 8
（二）渠道力：经销渠道覆盖全国，电商模式持续加码 9
（三）生产力：自主生产流程可控，研发环节快速响应 11
1、自主生产流程可控，产能高效利用 11
2、研发快速响应，多重质检护航食品安全 12
（四）同业对比：盈利能力优秀，营运能力突出 13
1、盈利能力：毛利率、净利率快速提升，费用率稳中有降 13
2、营运能力：营运效率处行业领先水平 14
三、募投项目分析： 15
（一）年产 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设项目 15
（二）营销网络升级及品牌推广项目 15
（三）电子商务平台建设项目 16
（四）信息化建设项目 16
（五）研发中心建设项目 17
（六）自动化生产线技术改造项目 17
四、盈利预测 19
（一）基本假设与收入拆分 19
1、收入分拆与假设 19
2、成本及盈利假设 20
3、费用投入 21
（二）公司估值 21
（三）投资建议 22
五、风险提示 22
插图目录 24
表格目录 24

一、籽类果仁优势龙头，业绩表现出众

（一）十五年发展，铸就籽类炒货行业龙头

甘源食品成立于 2006 年，持续专注于籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类的休闲零食，在瓜子仁、青豌豆、蚕豆领域建立起强大品牌力，是豆类休闲食品的领导品牌。公司以自主生产为基础，建立了从采购至销售全流程溯源制度，确保食品的安全性与稳定性。通过数十年布局，公司搭建了线上线下全渠道营销网络，线下拥有 1000 余家经销商，实现大卖场、超市、学校等终端渠道深度覆盖；线上与天猫、京东等十余家电商平台达成合作，不断扩大用户群体。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

籽类炒货细分领域行业领导者。公司产品主要分三大类：籽类炒货、坚果果仁、谷物酥类；籽类炒货包含瓜子仁、青豌豆、蚕豆和花生等，坚果果仁包含核桃、杏仁、开心果及夏威夷果等树坚果类，谷物酥类包括米酥、锅巴、麻花等。公司对传统籽类食品进行口味配方、生产工艺等改革，率先推出蟹黄味、芥末味、卤肉味等口味，成功打造了蟹黄味瓜子仁、原味青豌豆、蟹黄味蚕豆等业内高知名度产品。

表1：公司主要产品结构

系列	主要产品
籽类炒货	
坚果果仁	
谷物酥类	

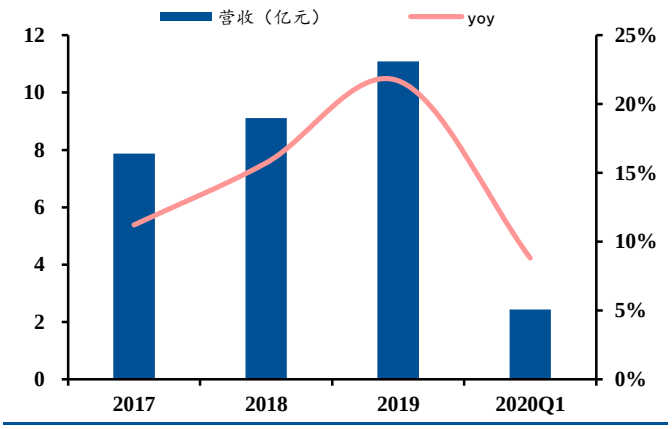
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（二）财务指标出众，业绩持续向好

1、利润实现高速增长，疫情不改公司成长前景

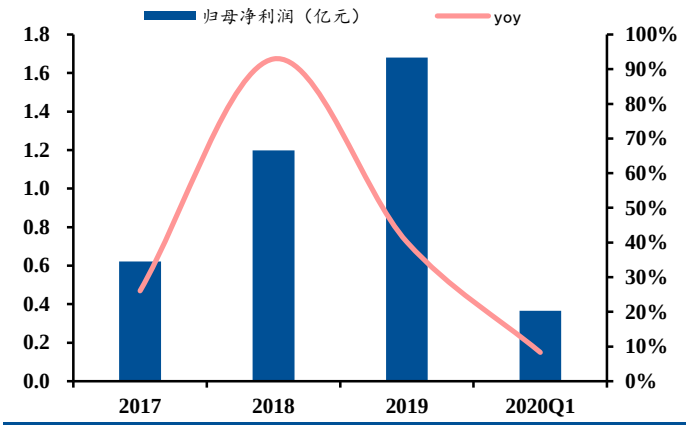
公司近年业绩保持快速增长。2017-2019 年公司收入由 7.88 亿元增至 11.09 亿元，复合增长率为 18.67%；归母净利润由 0.62 亿元增至 1.68 亿元，复合增长率达 64.44%。20Q1 实现收入 2.43 亿元，同比增长 8.81%，实现归母净利润 0.37 亿元，同比增长 8.31%。疫情期间甘源仍实现逆势增长，主因瓜子仁、青豌豆等休闲零食的家庭消费场景占比较高，疫情期间消费者居家时间延长，居家消费增加；同时公司积极复工，保证生产线正常运行，疫情未对公司产生重大不利影响。

图2：2017-2019 年公司收入复合增长率为 18.67%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图3：2017-2019 年公司归母净利润复合增长率为 64.44%



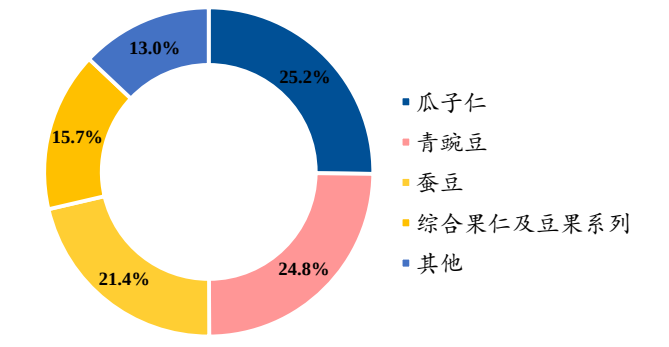
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2、产品端专注籽类果仁，渠道端关注经销模式

籽类产品构成公司主要产品体系。主营构成方面，分产品看，2019 年瓜子仁/青豌豆/蚕豆/综合果仁及豆果系列分别实现收入 2.79/2.74/2.37/1.73 亿元，分别占收入的 25%/25%/21%/16%。瓜子仁、青豌豆、蚕豆等籽类产品构成公司主要产品体系。

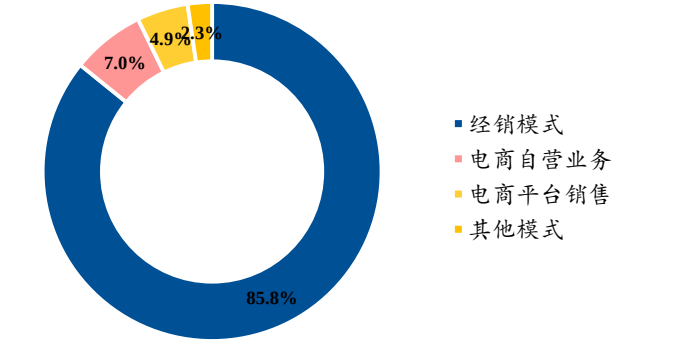
经销渠道贡献主要收入来源。渠道方面，2019 年经销/电商/其他模式分别实现收入 9.50/1.31/0.26 亿元，分别占收入的 86%/12%/2%，其他模式主要包含商超直营和受托加工。电商模式中，电商自营业务/电商平台销售分别占比 59%/41%，自营品牌旗舰店稍占优势。

图4：籽类产品构成公司主要产品体系



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图5：经销渠道贡献主要收入来源



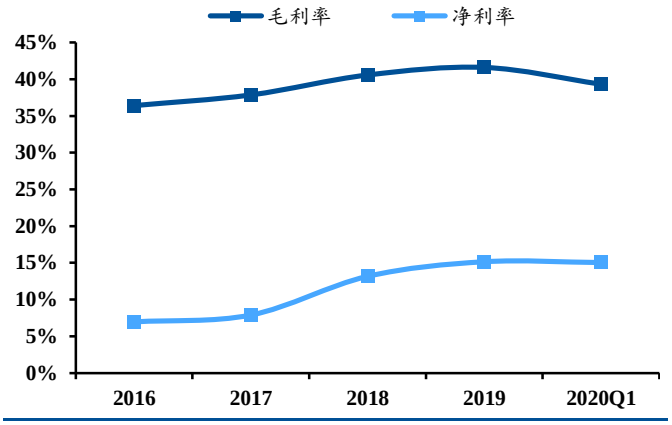
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3、盈利能力出众，毛利率净利率持续上升

量价齐升，毛利率持续提升。2019 年公司综合毛利率 41.49%，同比增长 1.04pct，主要由于原材料采购成本下降以及高毛利豆果产品占比持续提升带来毛利率上行。2018 年公司毛利率为 40.45%，同比增长 2.64pct，主因销售折扣减少，销售价格相应上行，以及高价格高毛利的坚果类产品占比增加，带来毛利率增长。**受益于毛利率稳步提升，以及控费成效日益明显，公司净利率大幅提升。**2019 年净利率为 15.15%，较 2018 年增长 1.99pct，较 2017 年大幅增长 7.26pct。

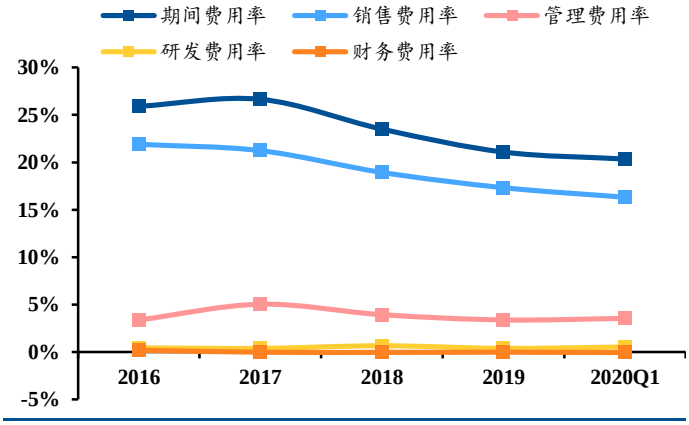
控费卓有成效，期间费用率持续下行。2019 年公司期间费用率为 21.09%，同比降低 2.42pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 17.33%/3.38%/0.39%/-0.02%，分别同比变化-1.61pct/-0.55pct/-0.28pct/+0.02pct。

图6：公司毛利率、净利率持续提升



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图7：公司期间费用率持续下行

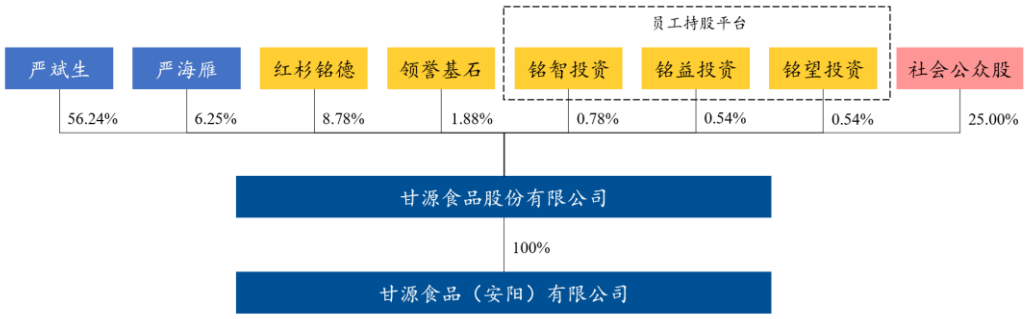


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（三）股权结构清晰明确，管理层经验丰富

股权结构清晰明确，实际控制人持有公司 56.24%股权。本次发行 2330.40 万股社会公众股，发行后公司总股本为 9321.58 万股，社会公众股占比 25%。严斌生持有公司 56.24%股权，为公司实际控制人。严海雁、红杉铭德、领誉基石分别持有公司 6.25%、8.78%、1.88%股权，公司员工持股平台铭智投资、铭望投资、铭益投资共持有公司 1.86%股权。

图8：公司股权结构清晰明确

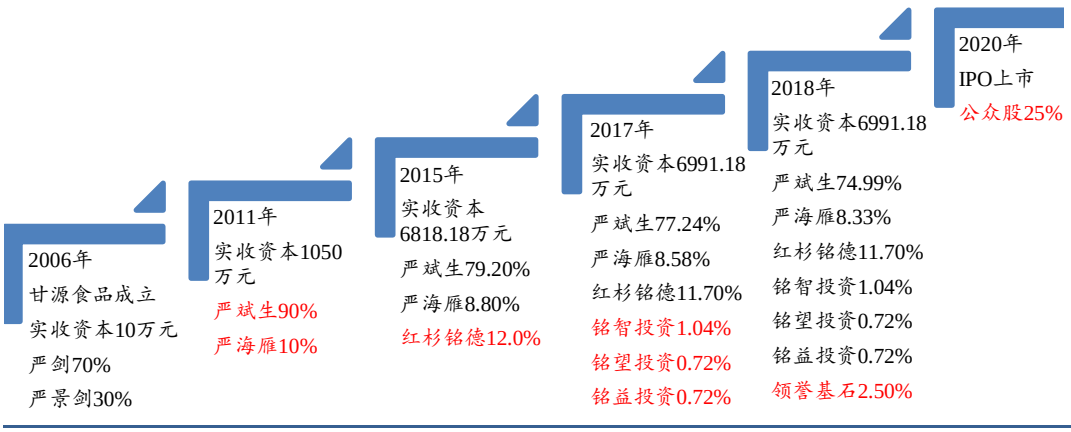


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

多次增资扩股，引入红杉资本、基石资本 PE 投资。甘源食品于 2006 年成立，实际控制人为

严剑；2011 年公司实际控制人变更为严斌生；2015 年引入红杉铭德投资，2017 年加入员工持股计划，2018 年引入领誉基石投资。

图9：公司增资扩股历史沿革



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：标红部分为当年新增资本投入

管理层经验丰富，多年深耕食品行业。公司总经理严斌生曾任职于广东七宝一丁、高明森和园、花之心等食品公司。公司副总经理严剑曾任职于东莞润达、江西正源食品公司。公司副总经理、董秘严海雁曾任职于萍乡市质监局。高管均具备丰富的食品领域经营管理经验。公司董事长兼总经理严斌生与董事兼副总经理严剑为兄弟关系，其余董事、监事及高管均不存在近亲属关系。

表2：管理层经验丰富

姓名	职务	履历
严斌生	董事长 总经理	1975 年出生，曾任职于广东七宝一丁、佛山市高明森和园、顺德市花之心等食品公司。2006 年 2 月起，任甘源有限营销总监；2012 年 8 月起任甘源食品董事长。
严剑	董事 副总经理	1978 年出生，曾任职于东莞市润达食品、江西正源食品。2006 年 2 月起任职于甘源食品。
涂文莉	财务总监	1981 年出生，曾任职于青岛海信电器、广东小猪班纳服饰等公司。2017 年 7 月起任职于甘源食品。
严海雁	董事 董事会秘书 副总经理	1972 年出生，曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局，2011 年 12 月起任职于甘源食品。

资料来源：Wind，民生证券研究院

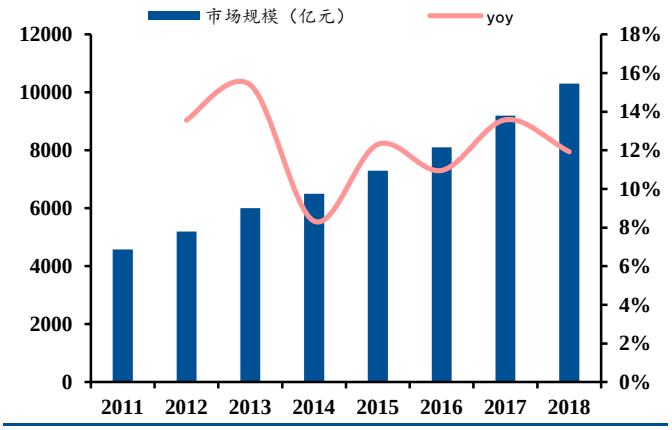
二、公司潜力：产品优势明确，渠道持续拓张

（一）产品力：乘坚果市场增长红利，公司发展潜力充足

1、休闲零食行业发展空间广阔

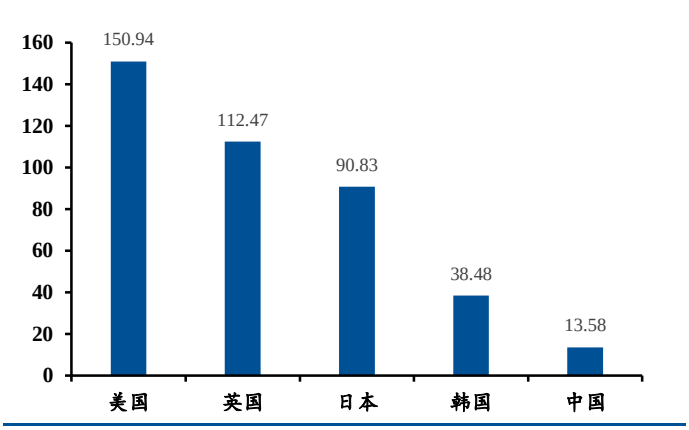
休闲食品万亿市场，对比海外仍存差距。随着人均收入增加及消费结构升级，国内消费者对休闲零食的消费需求日益增加，休闲零食市场规模稳步提升。据 Frost & Sullivan 统计，中国休闲食品零售市场规模从 2011 年的 4579 亿元增长至 2018 年的 10297 亿元，年复合增长率为 12.3%，预计 2020 年将达到 12984 亿元。根据前瞻产业院数据，2018 年我国休闲零食人均消费 13.58 美元，同期美国/英国/日本人均消费分别达到 150.94/112.47/90.83 美元。我国零食人均消费对比发达国家还存在很大差距。

图10:2011-2018 年中国休闲零食 CAGR 为 12.3%



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

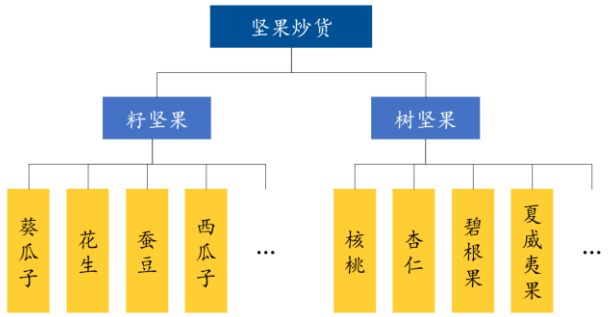
图11:2018 年各国休闲零食人均消费额（美元）



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

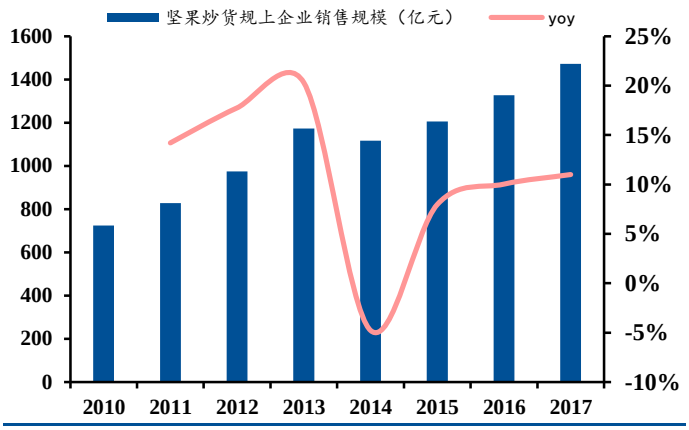
坚果成为休闲零食主要品类，市场潜力巨大。中国休闲食品市场规模巨大，增长潜力充足，但各品类发展程度差异较大。烘焙食品、糖果巧克力、饼干等休闲零食市场竞争激烈，市场高地已被海外企业占据。而坚果行业仍在起步阶段，目前仍属于蓝海市场。坚果可分为籽坚果和树坚果两大类，籽坚果包括葵花籽、花生、蚕豆、西瓜子等，树坚果包含核桃、杏仁、碧根果、夏威夷果等。根据坚果炒货专业委员会数据显示，坚果炒货行业规模以上企业的销售规模从 2010 年的 725 亿元攀升至 2017 年的 1473 亿元，复合增长率为 10.66%。

图12:坚果可分为籽坚果和树坚果两大类



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图13:2010-2017 年坚果炒货行业 CAGR 为 10.66%

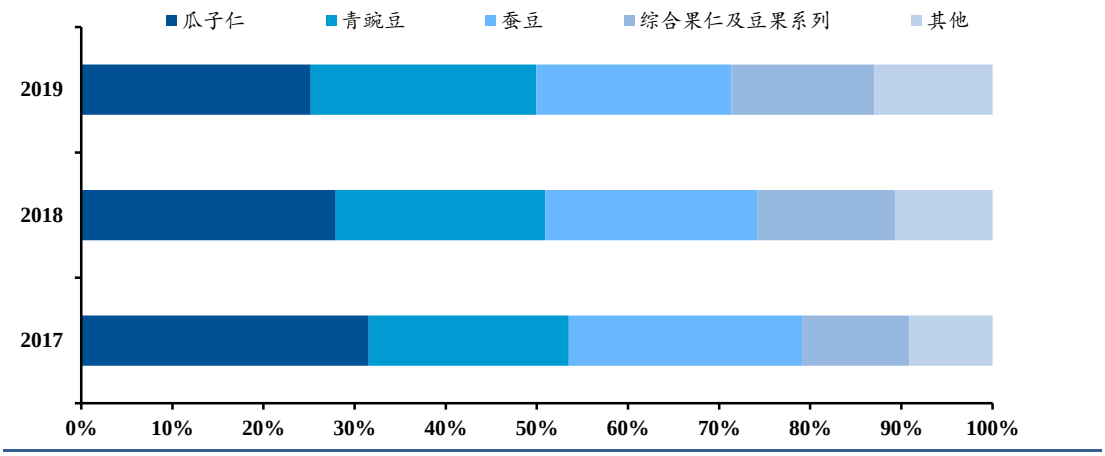


资料来源：坚果炒货专业委员会，民生证券研究院

2、籽坚果优势明确，新品类加速培育

籽坚果优势稳固，树坚果和谷物新品持续放量。公司收入主要由瓜子仁、青豌豆、蚕豆三大业务贡献，2019 年合计占收入 71.36%。籽坚果领域，公司对口味进行积极创新，除开创蟹黄味、芥末味、台式卤肉味外，又增加酱香肉汁味、香辣味等十余种口味。同时，包装上采用小包装，契合年轻一代对零食便携、解馋、小份量的诉求。为完善产品矩阵，公司引入坚果果仁和谷物酥类，发力树坚果和谷物小吃领域，拓展市场空间。公司新品正逐步得到市场认可，坚果系列新品持续放量。综合果仁及豆果系列收入由 2017 年 0.92 亿元增至 2019 年 1.73 亿元，复合增长率 37.06%，收入占比由 2017 年 11.75%增至 15.67%。同时，其他系列收入占比由 9.13%提升至 12.96%。

图14:综合果仁、其他系列收入占比持续提升



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

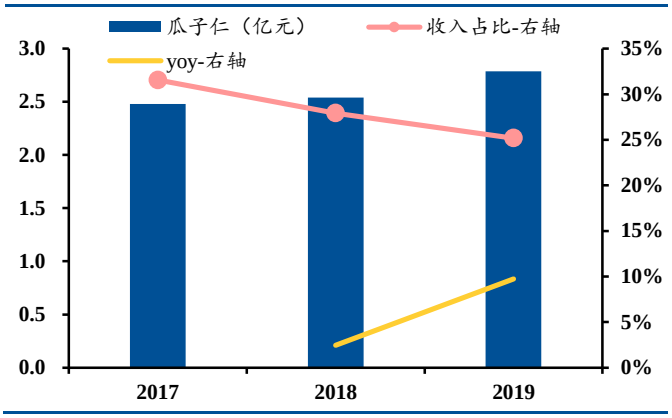
瓜子仁：瓜子仁收入由 2017 年 2.48 亿元增长至 2019 年 2.79 亿元，复合增长率为 6.03%。18 年收入小幅增长 2.45%，主因单位价格上升，线下渠道主推散装称重产品，市场推广补贴较少，销售折扣减少，单位售价相对上升。19 年收入增长 9.73%，主因销售数量增长。

青豌豆：青豌豆收入由 2017 年 1.73 亿元增长至 2019 年 2.74 亿元，复合增长率为 26.03%。18 年量价齐升，促使青豌豆收入大幅增长 21.22%，销售数量上升 17.75%，单位售价上升 2.95%，主因推广散装称重产品，销售折扣减少所致。19 年销售数量大幅增加，推动收入增长 31.03%。

蚕豆：蚕豆收入由 2017 年 2.01 亿元增长至 2019 年 2.37 亿元，复合增长率为 8.51%。18 年收入增长 5.21%，主因销售数量有所增长，以及发展散装称重产品，进场费相对减少，单位售价相对增长。19 年收入增长 11.92%，主因销售数量增加所推动。

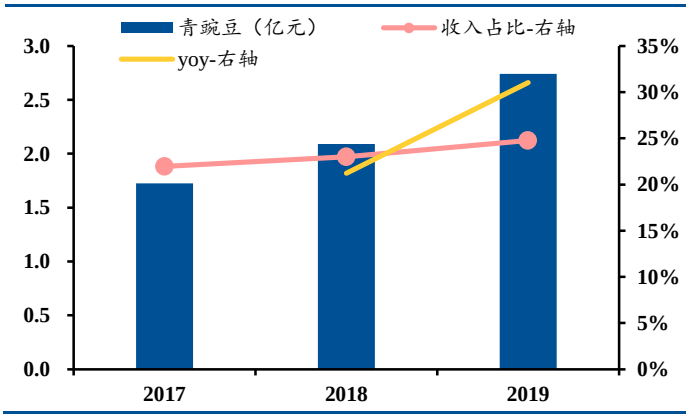
综合果仁及豆果：其收入由 2017 年 0.92 亿元增长至 2019 年 1.73 亿元，复合增长率为 37.06%。18 年量价齐升，推动收入大幅增长 48.68%，其中销售数量、单位售价分别提升 28.55%、15.66%，单位售价的提升主因高价格坚果类产品占比提升，产品结构改变所致。19 年收入增长 26.35%，主因市场认可度提升，销售数量增加所致。

图15:2017-2019 年瓜子仁 CAGR 为 6.03%



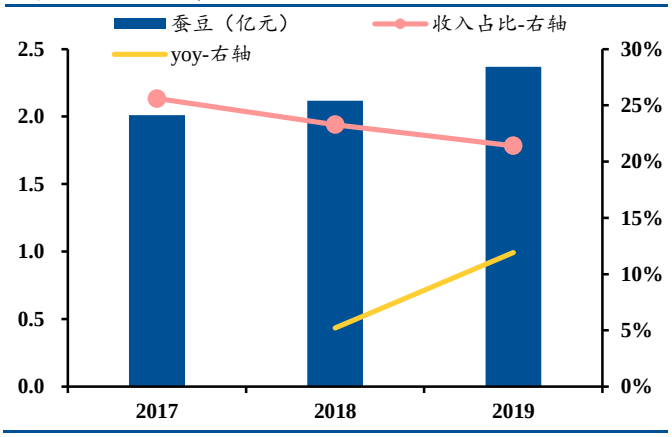
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图16:2017-2019 年青豌豆 CAGR 为 26.03%



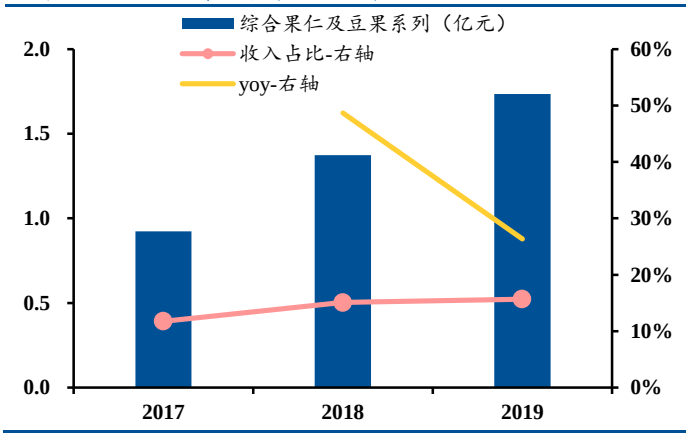
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图17:2017-2019 年蚕豆 CAGR 为 8.51%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图18:2017-2019 年综合果仁及豆果 CAGR 为 37.06%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

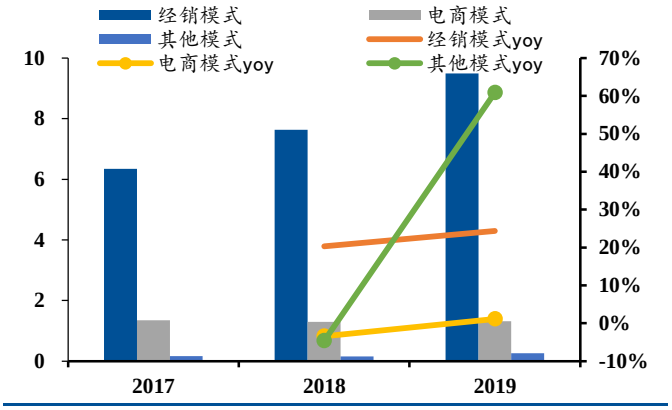
积累产品优势，加速新品孵化。公司秉承极致小单品策略，聚焦少数品类，从工艺、原料、配方等多方面深挖产品痛点，打造差异化、系列化产品结构。目前甘源在籽坚果方面已建立成熟的品牌心智，未来将继续在坚果炒货赛道上精耕细作。公司已聚焦花生等小类别，完善产品培育，计划于今年 8 月推出花生新品，进一步丰富产品生态格局。同时在现有产品培育经验上，加速新品孵化速度，计划每半年推新一次。

（二）渠道力：经销渠道覆盖全国，电商模式持续加码

公司销售模式以经销为主、电商为辅。2019 年公司经销/电商/其他模式分别实现收入

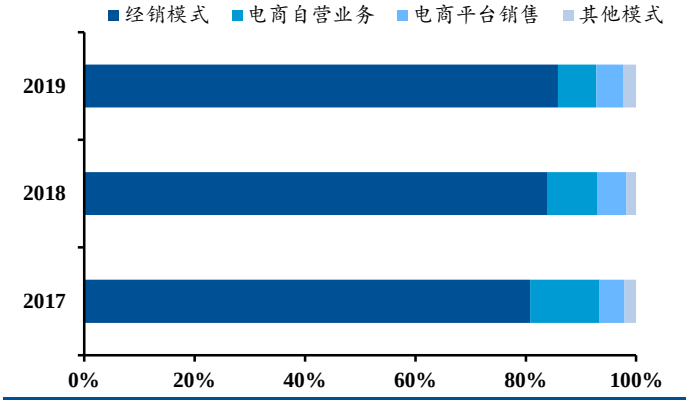
9.50/1.31/0.26 亿元，分别同比增长 24.36%/1.15%/60.89%，收入占比分别为 85.82%/11.86%/2.32%。其中电商模式中，直营业务/平台销售分别实现收入 0.77/0.54 亿元，占比分别为 6.96%/4.87%，其他模式主要为商超直营及受托加工等。

图19:2019 年经销模式收入同比增长 24.36%（亿元）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图20:2019 年经销模式收入占比为 85.82%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

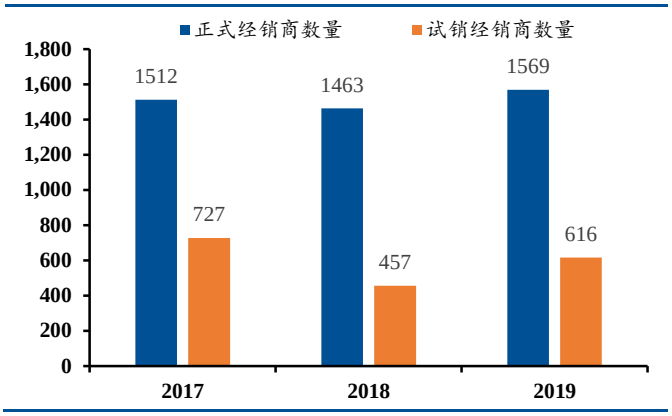
经销渠道实现终端市场全覆盖。作为公司最主要的收入支撑来源，经销渠道负责全国大卖场、连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等终端，实现线下市场从核心卖场到流通门店多层次全覆盖。线下终端卖场实行传统货架与品牌专柜相结合的模式，品牌专柜具备更丰富产品种类，能满足消费者一站式购齐的采购需求，同时具备更鲜明品牌特征，能更好地实现品牌宣传效应。公司与经销商之间实行买断式经销，公司不承接非质量售后问题，同时实行先款后货的买断方式，规避了信用账期等问题。

公司精耕经销渠道，深度布局全国市场。2017-2019 年经销模式分别实现 80.57%/83.78%/85.62%的收入占比，在保持 80%以上高占比的基础上，不断扩大收入贡献。根据业务规模，公司经销商可分为正常经销商和试销经销商（试销经销商为年下单次数小于两次，或销售金额小于 10 万元的经销商）。2017-2019 年公司正式经销商分别有 1512/1463/1569 家，2017-2019 年正式经销商分别实现经销渠道营收占比 96.44%/98.24%/97.69%，保持 95%以上高位水平。未来将扩大经销商数量，吸引大体量经销商入围，扩充线下市场布局。

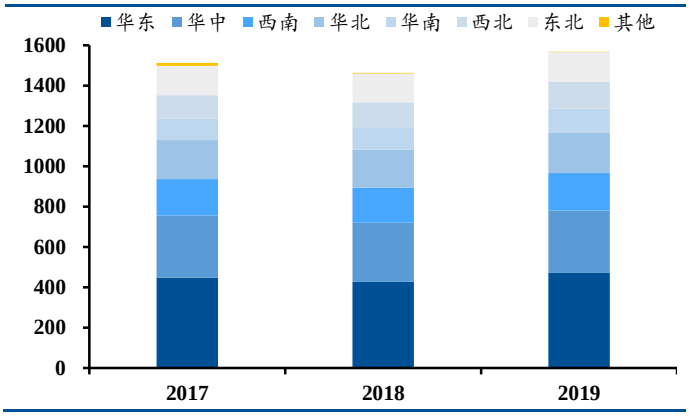
区域分布均衡，四五线城市加速拓展。从区域布局角度来看，公司经销商在全国范围内分布较为均衡，能有效实现对线下市场的广泛覆盖。山东、湖北、河南、四川等地人口更加密集，公司产品更贴合地区饮食习惯，华东、华中地区经销商数量稍多。公司经销渠道已覆盖 70%以上一二线城市，但四五线城市覆盖率不及 30%，未来公司将重点推进四五线城市渠道下沉，提高终端市场渗透率。

图21:2019 年公司有 1569 家正式经销商

图22:正式经销商华东华中较多，其他区域有提升空间



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

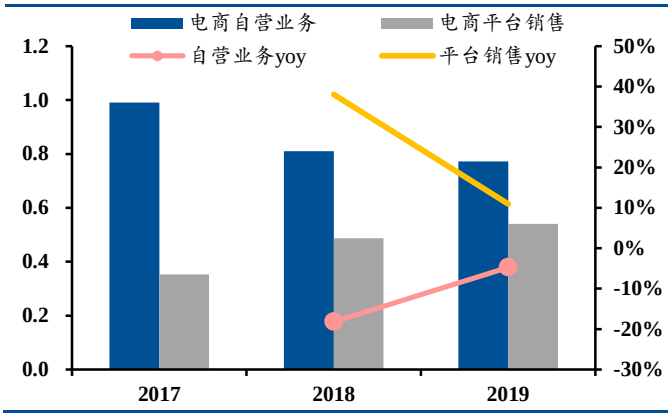


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：正式经销商数量包含当年有交易但期末已终止合作的经销商

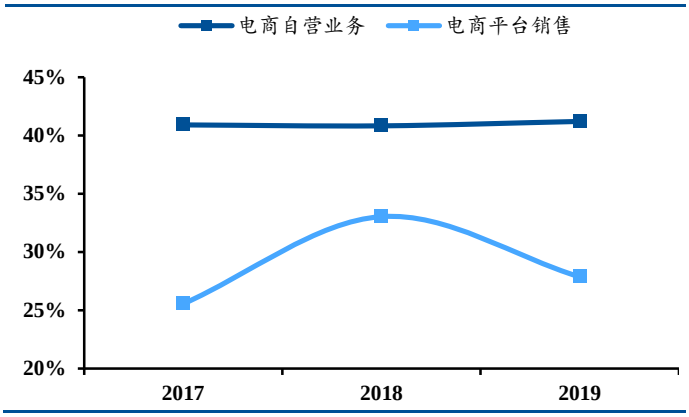
电商模式 C 端、B 端并肩发展。2019 年电商模式自营业务/电商平台销售分别实现收入 0.77/0.54 亿元，分别同比变化-4.71%/+10.91%，分别占电商收入的 58.84%/41.16%。公司 C 端业务主要集中于天猫旗舰店及京东旗舰店，由于公司部分经销商也参与淘系电商业务，会在一定程度上分流电商流量，影响公司直营业务收入。B 端业务主要第三方合作销售平台有天猫超市、京东自营、唯品会等，由于公司积极参与平台运营，推动 B 端平台业务业绩持续增长。由于 C 端业务直接面向终端消费者，B 端业务通过电商平台实现商品销售与服务，需保证平台方一定利润空间，故电商平台业务毛利率稍低于自营业务毛利率。18 年电商平台业务毛利率存在较大提升（同比+7.48%），主要由于 18 年上调对京东、唯品会的供货价，而京东、唯品会当年销售占比较高，（合计占比 78.83%），同时导入酥类、燕麦片等高毛利产品，共同拉升毛利率。2019 年电商渠道仅占公司 12%份额，线上市场仍具备较大发展潜力，接下来将在杭州成立电商运营公司及研发中心，推进线上渠道开拓。

图23:电商自营业务与电商平台销售发展较均衡



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图24:电商自营毛利率稍高于电商平台



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（三）生产力：自主生产流程可控，研发环节快速响应

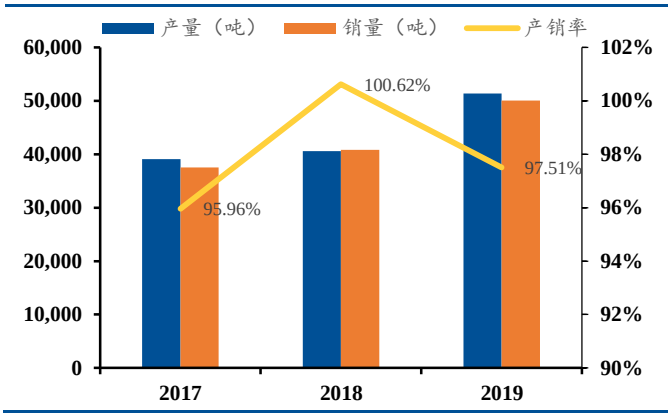
1、自主生产流程可控，产能高效利用

自主生产，以销定产，全流程把控生产进度。公司采用自有设备进行生产加工，通过自主生产模式可实现对全流程把控，有效加强产品质量和食品安全性。由于市场对食品的新鲜度格外看

重，公司采用以销定产的方式组织生产，这也推动公司产销率维持高位（19 年产销率为 97.51%）。

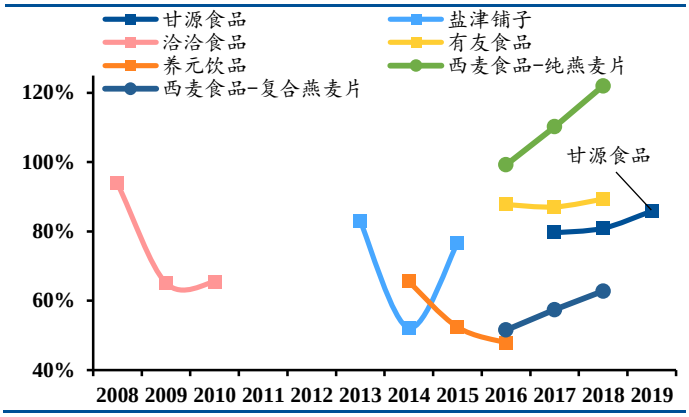
公司产能持续加码，产能利用率维持高位。随着经营规模的扩大，公司产能逐步扩张，19 年萍乡生产基地三期工程竣工，产能较 18 年扩大 0.97 万吨，达到 5.98 万吨。同时产能利用率保持高位，17-19 年均保持 80%及以上产能利用率，19 年产能利用率达到 85.83%。由于休闲零食消费具有季节性波动特征，受春节及双十一等推动，销售旺季集中在下半年，销售淡季主要为上半年。休闲零食企业主要根据旺季需求测算生产线产能，因此淡季时，生产线并未饱和，全年产能利用率数据偏低。根据各公司招股说明书，业内产能利用率多维持在 60%-90%之间，对比同业，公司 80%以上产能利用率已属高位。

图25:19 年公司产销率为 97.51%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图26:公司 80%以上产能利用率属于行业高位



资料来源：各公司招股说明书，民生证券研究院

2、研发快速响应，多重质检护航食品安全

研发环节：研发、生产、试销全流程深度配合，加快产品迭代速度。公司建立了以市场需求为导向的研发体系，紧跟市场需求变化，快速进行新品迭代。结合自主生产模式下自动化生产线，能快速调整口味配方和生产工艺。开发新品后，能利用广泛终端动销网络进行试销和反馈，保证公司产品符合市场需求发展趋势。

采购环节：完善原辅料验收及供应商管理，严格把关食品安全。公司根据 HACCP 关键点认证、ISO9001 质量管理体系认证标准构建了严格的质控体系，根据不同原材料体系，按照不同质控标准，严格原辅料质量检测。并制定了《合格供应商名录》，严格管理供应商进入审查，并每年对供应商进行年度评审，及时调整供应商名录。

公司原材料采购包含瓜子仁、青豌豆等主要原材料，棕榈油、调味粉等辅料，及纸箱、包膜等包材。除青豌豆、树坚果需依赖贸易型供应商进口外，其余原材料均于原产地收购，经简单初加工后供给公司，精简产业链流程，同时节省运输费用。公司从货源稳定性与品质角度出发，在全球范围内选择不同产品供应商。青豌豆主要进口于美国，瓜子仁、蚕豆分别由国内优质原产地直采，不同品类树坚果分别进口于全球优势原产地。中美贸易摩擦中国对美国包含青豌豆在内的农产品加征 25%关税，但关税主要由美国农场承担，并未对公司成本产生重大影响，19 年公司青豌豆采购月均价 4.36 元/千克，同比仅上涨 2.1%。同时，进口原材料均具有替代产地，能保证原材料供应稳定性以及采购价格优势，降低原材料依赖性。

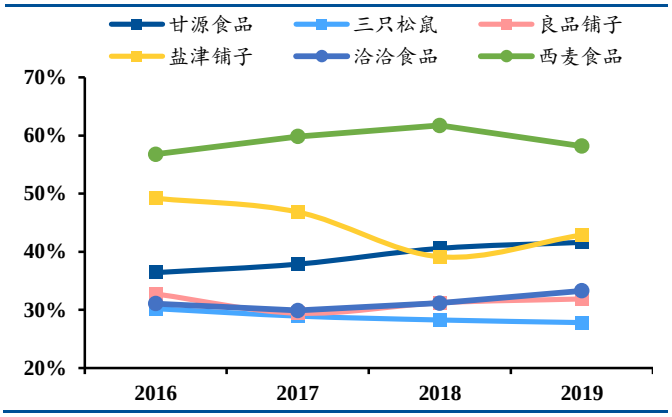
质控体系：多环节完善质控方案，全方位确保产品质量。除采购、生产、销售环节质控，公司还建立了产品溯源体系，对供应链全流程进行监控，确保能从产成品追溯至初始状态。同时，公司构建了不合格召回、定期送检和不定期抽检体系，多层次确保产品质量。

（四）同业对比：盈利能力优秀，营运能力突出

1、盈利能力：毛利率、净利率快速提升，费用率稳中有降

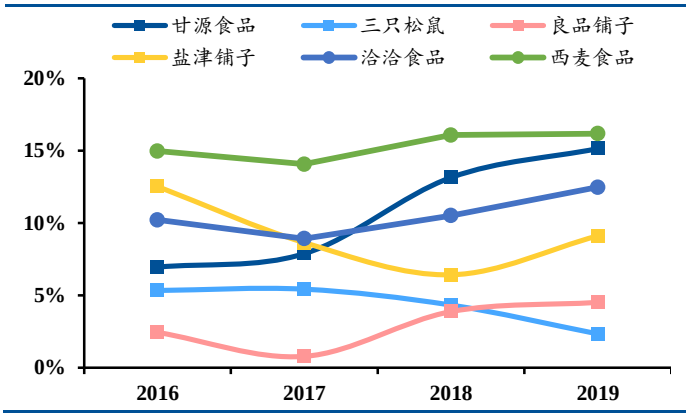
毛利率、净利率快速提升，公司盈利能力属行业高位水平。公司毛利率高于行业平均水平，受益于公司产品处于市场领先地位，品牌力及议价力较强。16-19 年公司净利率快速提升，除毛利率稳步提升之外，也得益于公司控费效果显著。

图27:毛利率属于行业高位水平



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图28:净利率快速提升



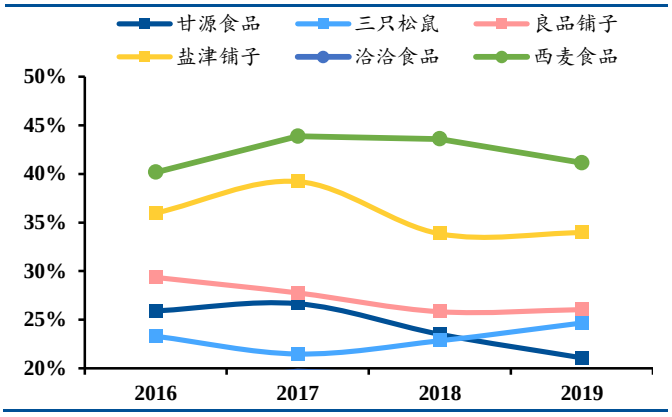
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

除西麦食品、盐津铺子外，公司毛利率基本处于行业前列。西麦食品毛利率远超行业平均水平，是由于西麦销售策略为高定价、高销售费用，扣除费用之后，甘源净利率已接近于西麦食品。盐津铺子毛利率较高的原因在于其渠道主要为商超，进驻商超需支付进场费、条码费等费用，盐津铺子已将这一部分成本纳入到定价中，同时盐津铺子以直营为主，较经销模式毛利率略高。

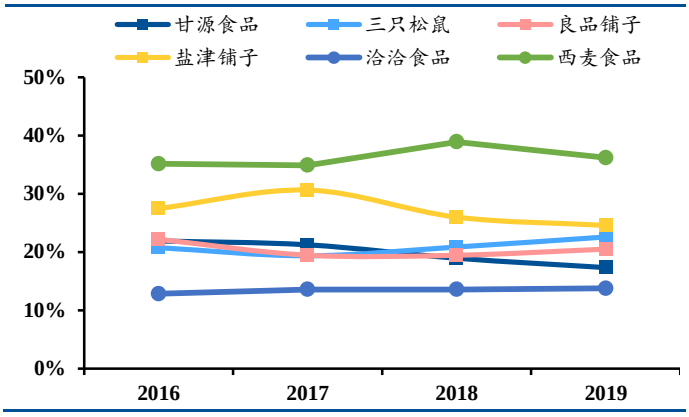
期间费用率稳中有降，公司控费效果明显。公司期间费用率稳中有降，由 17 年的 26.65%下降至 19 年的 21.09%，下降 5.56pct。期间费用率的下降主要由于规模扩大，费用使用效率有所提升，销售费用率和管理费用率稳步下降。产品结构相似的洽洽食品，在品牌维护和新品推广方面投入较大，但由于业务规模更大，在经销网络人员配置相当的情况下，销售费用率更低。主打高营销策略的西麦食品，销售团队规模庞大，宣传推广费用高，品牌建设投入大，销售费用率也处于行业高位。以电商为主的三只松鼠，由于电商推广费用较高，销售费用更高。盐津铺子以直营为主，人员规模远大于经销为主的甘源，同时直营模式下商超进场费、条码费等费用均需由公司承担，销售费用率明显较高。

图29:期间费用率稳中有降

图30:销售费用率与行业平均水平相当



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院



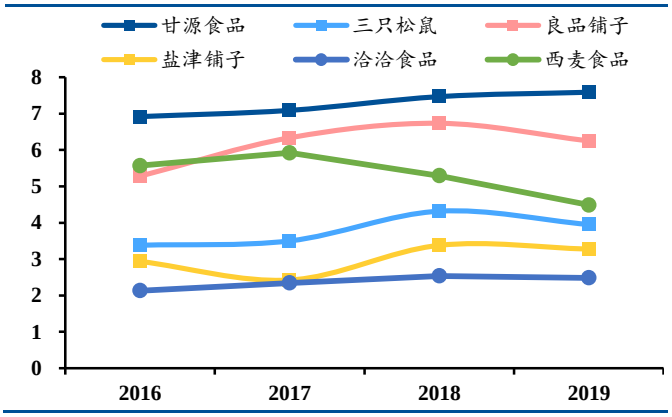
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2、营运能力：营运效率处行业领先水平

存货周转速度较快。17-19 年公司存货周转率保持在 7 次以上，高于同业公司。公司采取以销定产的生产模式以及灵活的采购方式，缩短生产周期，公司原材料备货库存为 1-2 个月，生产后 20 天左右即可配送至经销商，整体存货周转速度较快。

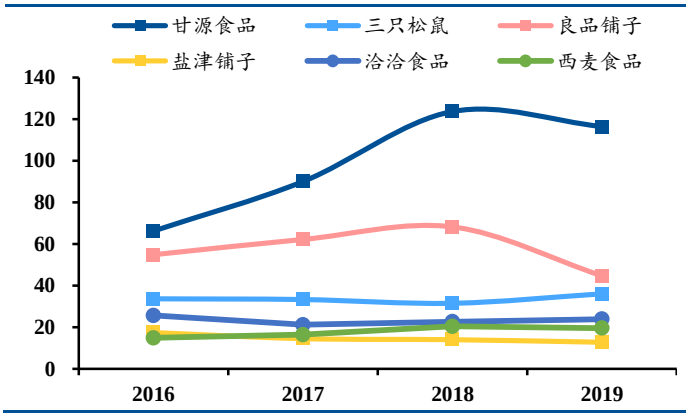
应收账款周转速度远超行业平均。19 年公司应收账款周转率达到 116 次，远高于同业平均水平。公司销售模式主要以经销渠道为主，而公司对经销商采用先款后货的结算方式，几乎不存在应收账款。公司应收账款主要来自于占比较低的直营商超及电商平台，整体应收账款较少，营运效率较高。

图31:存货周转速度快于同业公司



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图32:应收账款周转速度远高于同业公司



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

三、募投项目分析：

本次 IPO 公司公开发行 2330.40 万股人民币普通股，募集资金 9.03 亿元。所募集资金扣除发行费用后将用于产能扩张、品牌营销推广、电商平台建设、信息化建设、研发中心建设以及自动化生产线改造。

表3：募集资金用途

项目名称	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	实施主体
年产 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设项目	41,315.72	30,760.71	安阳甘源
营销网络升级及品牌推广项目	35,409.71	35,409.71	甘源食品
电子商务平台建设项目	6,010.24	0.00	安阳甘源
信息化建设项目	5,220.46	5,220.46	甘源食品
研发中心建设项目	4,576.99	4,576.99	甘源食品
自动化生产线技术改造项目	7,735.98	7,735.98	甘源食品
合计	**100,269.10**	**83,703.85**	

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（一）年产 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设项目

产能加码，支持公司经营规模扩张。休闲食品企业的竞争力在于如何设计研发出更符合消费者需求，贴近消费者口味的零食产品。公司需要持续改进产品的配料、工艺、营养结构，增加产品品种，丰富产品矩阵，推出多元化产品系列。同时，公司产能利用率处于行业高位，随着经营规模扩大，生产能力需要持续跟进，以满足市场需求。本项目在河南安阳新建生产基地，包括厂房和仓库建设、先进生产设备购置、生产及管理人员招聘，预计项目总投资 4.13 亿元。项目投资概算如下表所示：

表4：河南生产线建设项目投资概算

序号	工程或费用名称	投资估算（万元）			合计	占比
		T+1	T+2	T+3		
1	**建设投资**	**14,828.65**	**12,520.91**	**12,166.16**	**39,515.72**	**95.64%**
1.1	建筑工程及设备	8,899.40	11,361.67	11,039.78	31,300.85	75.76%
1.1.1	设备购置及安装费		8,017.47	9,697.38	17,714.85	42.88%
1.1.2	土建工程费	8,579.40	1,380.20	1,327.40	11,287.00	27.32%
1.1.3	装修工程费	320.00	1,964.00	15.00	2,299.00	5.56%
1.2	建设工程其它费用	5,497.35	794.55	772.03	7,063.93	17.10%
1.3	预备费	431.90	364.69	354.35	1,150.94	2.79%
2	**铺底流动资金**			**1,800.00**	**1,800.00**	**4.36%**
3	**项目总投资**	**14,828.65**	**12,520.91**	**13,966.16**	**41,315.72**	**100.00%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

项目效益分析：项目总投资 4.13 亿元，建成后年均收入为 9.39 亿元，年均净利润为 0.68 亿元，税后项目内部收益率为 19.90%。

（二）营销网络升级及品牌推广项目

深度覆盖线下渠道，着力打造品牌形象。我国休闲零食企业数量众多，市场极为分散，独特

的品牌形象在营销过程中优势更为突出。公司已布局全国化营销网络，未来将进一步扩大终端渠道数量，实现市场深度覆盖。同时，公司将着重打造品牌形象，提升产品体验和市场认知度。项目总投资 3.54 亿元，具体投资情况如下表：

表5：营销网络升级及品牌推广项目投资概算

序号	工程或费用名称	投资估算（万元）			合计	占比
		T+1	T+2	T+3		
1	**营销网络升级项目**	**4764.03**	**4513.87**	**4431.81**	**13709.71**	**38.72%**
1.1	设备购置与安装	3498.53	3496.37	3489.31	10484.21	29.61%
1.2	辅助人员工资	1265.50	1017.50	942.50	3225.50	9.11%
2	**品牌推广项目**	**4200.00**	**8300.00**	**9200.00**	**21700.00**	**61.28%**
2.1	广告投放费	3200.00	7300.00	8600.00	19100.00	53.94%
2.2	展会推广费	1000.00	1000.00	600.00	2600.00	7.34%
3	**项目总投资**	**8964.03**	**12813.87**	**13631.81**	**35409.71**	**100.00%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（三）电子商务平台建设项目

重点发展电商渠道，整合线上优势资源。2019H1 网上零售占社零总额 29.90%，电商平台已成为中国不可或缺的营销渠道之一。公司将在现有销售渠道的基础上，搭建电商平台服务体系，致力于整合线上资源，实现线上线下协同发展，同时通过直营旗舰店信息捕捉市场需求，改善产品供应结构。该项目预计总投资 6010.24 万元，不使用募集资金，项目具体投资计划如下：

表6：电子商务平台建设项目投资概算

序号	投资项目	投资金额（万元）		合计	占比
		T+1	T+2		
1	**建设投资**	**3536.60**	**1698.16**	**5234.76**	**87.10%**
1.1	软硬件设备投资	883.53	1171.58	2055.12	34.19%
1.2	土建工程	2495.80	468.00	2963.80	49.31%
1.2.1	建造费用	838.80		838.80	13.96%
1.2.2	租赁费用	234.00	468.00	702.00	11.68%
1.2.3	装修费用	1423.00		1423.00	23.68%
1.3	预备费	157.27	58.58	215.85	3.59%
2	**项目实施费用**	**116.96**	**658.51**	**775.48**	**12.90%**
2.1	人员费用	100.07	605.68	705.75	11.74%
2.2	项目能耗	16.87	52.84	69.23	1.16%
3	**项目总投资**	**3653.56**	**2356.68**	**6010.24**	**100.00%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（四）信息化建设项目

信息化建设，推进全流程一体化管理。目前中国农副产品加工仍然以原材料初加工为主，加工程度较低。随着行业整合以及行业结构化升级，对食品加工全流程信息化管理提出了更高的要求。公司此次建设信息化系统，包含企业管理平台、生产制造平台、电商平台、数据分析与决策支持平台、IT 基础支持平台等建设，提高公司软硬件实力。实现“研、采、产、销”多个环节、多个区域一体化信息化管控，促进多部门协同合作。本项目总投资 5220.46 万元，具体项目投资

概算如下：

表7：信息化建设项目投资概算

序号	投资项目	投资金额（万元）		合计	占比
		T+1	T+2		
1	**建设投资**	**3259.34**	**1663.80**	**4923.14**	**94.30%**
1.1	设备购置及安装费用	1064.87	173.80	1238.67	23.73%
1.2	软件购置费用	2126.00	1490.00	3616.00	69.27%
1.3	机房改造装修费用	68.48		68.48	1.31%
2	**预备费**	**97.78**	**49.91**	**147.69**	**2.83%**
3	**项目实施费用**	**49.58**	**100.04**	**149.62**	**2.87%**
3.1	人员工资及福利	18.00	51.90	69.90	1.34%
3.2	培训费	25.00	25.00	50.00	0.96%
3.3	能耗	6.58	23.14	29.72	0.57%
4	**项目总投资**	**3406.70**	**1813.75**	**5220.46**	**100.00%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（五）研发中心建设项目

研发创新，满足市场多样化需求。随着消费者需求日益多样化，市场需求快速多变，休闲食品行业产品迭代速度同步加快。公司建设研发中心，有利于公司通过研发创新，改进生产工艺、丰富产品口味，满足市场多元化需求。同时，丰富产品矩阵，有助于公司覆盖更广阔市场空间，提高市场占有率。本项目总投资 4576.99 万元，具体项目投资概算如下：

表8：研发中心建设项目投资概算

序号	投资项目	投资金额（万元）		合计	占比
		T+1	T+2		
1	**建设投资**	**3109.62**	**490.46**	**3600.07**	**78.66%**
1.1	软硬件设备投资	1459.04	467.10	1926.14	42.08%
1.1.1	新增设备投入	1459.04	467.10	1926.14	42.08%
1.1.2	新增软件投入				0.00%
1.2	土建工程	1502.50		1502.50	32.83%
1.2.1	建造费用	657.50		657.50	14.37%
1.2.2	装修费用	845.00		845.00	18.46%
1.3	预备费	148.08	23.36	171.43	3.75%
2	**项目实施费用**		**976.92**	**976.92**	**21.34%**
2.1	人员费用		283.14	283.14	6.19%
2.2	项目能耗		143.78	143.78	3.14%
2.3	其他费用		550.00	550.00	12.02%
3	**项目总投资**	**3109.62**	**1467.37**	**4576.99**	**100.00%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（六）自动化生产线技术改造项目

主动化生产助力生产效率提升。食品制造行业正处在转型升级的关口上，传统生产线人工参与程度高，存在一定操作技术风险，同时管理复杂程度也较高。随着劳动力成本攀升，制造业成本红利逐渐减少，利润空间逐步压缩。本项目通过生产线自动化技术改造，优化生产流程，提高

生产效率，提升企业规模经济性。减少人工与产品接触，进一步增强食品安全性。本项目总投资7735.98 万元，具体项目投资概算如下：

表9：自动化生产线技术改造项目投资概算

序号	投资项目	投资金额（万元）	占项目总资金比例
1	**建设投资**	**7034.27**	**90.93%**
1.1	软硬件设备投资	6542.67	84.57%
1.2	土建工程	491.60	6.35%
1.2.1	建造费用	197.60	2.55%
1.2.2	装修费用	294.00	3.80%
2	**预备费**	**351.71**	**4.55%**
3	**铺底流动资金**	**350.00**	**4.52%**
4	**项目总投资**	**7735.98**	**100.00%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

四、盈利预测

（一）基本假设与收入拆分

1、收入分拆与假设

收入方面，得益于产品端坚果果干及米酥等新品放量；渠道端线上线下协同发力，线下四五线城市渗透率提升，线上电商渠道发力建设；生产端产能持续加码，河南 3.6 万吨新产能开工建设，信息化生产线改造正在推进；预计 20-22 年收入增速分别为 22.97%/25.02%/25.01%。

（1）瓜子仁：收入=单价*销量，目前瓜子仁销量仍处于平稳增长阶段（17-19 年复合增长率为 4.91%），预计 20-22 年销量增速将趋于平稳。由于近年产能上量，销量快速放量，预计价格将保持稳定。

（2）青豌豆：17-19 年青豌豆销量复合增长率为 24.64%，处于快速增长阶段，预计 20-22 年销量增速将在现有高位水平上逐步趋缓。价格方面，甘源青豌豆进口于美国市场，受贸易摩擦影响，中国对美国包括青豌豆在内部分农产品加征 25%关税，但此税收主要由美国农场承担，对公司影响不大。预计公司青豌豆成本将小幅上涨，推动终端价格小幅上扬。

（3）蚕豆：17-19 年蚕豆销量复合增长率为 7.11%，实现稳健增长，预计 20-22 年仍将保持稳健增长态势。价格方面，由于产能放量，营销持续跟进，考虑到对经销商补贴力度加大，预计销售单价将保持稳定。

（4）综合果仁及豆果系列：坚果等产品是公司主推新品，正处于快速放量期，（17-19 年销量复合增速为 33.87%），在公司推新进程加快，营销力度加大的情况下，预计后续仍将保持快速增长。树坚果品类价格较籽坚果更高，预计成本与定价都将有一定程度上涨。

（5）其他品类：公司正积极开拓新品类，17-19 年其他品类销量复合增速为 33.47%，看好新品持续发力，预计销量仍将快速增长。

表10:公司各品类销售数量及销售单价预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售数量（吨）	瓜子仁	12,324.24	12,264.59	13,563.35	14,648.42	15,852.52	16,662.58
	yoy		0%	11%	8%	8%	5%
	青豌豆	8,798.58	10,360.16	13,668.84	16,402.61	19,171.37	21,726.91
	yoy		18%	32%	20%	17%	13%
	蚕豆	10,096.70	10,263.66	11,584.90	12,627.54	13,805.69	14,817.65
	yoy		2%	13%	9%	9%	7%
	综合果仁及豆果系列	2,667.37	3,428.90	4,780.86	6,926.51	9,697.11	13,091.10
	yoy		29%	39%	45%	40%	35%
	其他	3,629.61	4,494.39	6,465.88	8,405.64	11,347.62	15,507.66
	yoy		24%	44%	30%	35%	37%
	合计	**37,516.50**	**40,811.70**	**50,063.83**	**59,010.72**	**69,874.31**	**81,805.90**
	yoy		**9%**	**23%**	**18%**	**18%**	**17%**
销售单价（元/千克）	瓜子仁	20.12	20.17	20.55	20.63	20.74	20.96
	yoy		0%	2%	0%	0%	1%
	青豌豆	19.61	20.19	20.05	20.25	20.45	20.58

	yoy		3%	-1%	1%	1%	1%
	蚕豆	29.92	20.62	20.45	20.45	20.51	20.72
	yoy		-31%	-1%	0%	0%	1%
	综合果仁及豆果系列	34.61	40.03	36.28	39.18	42.63	46.60
	yoy		16%	-9%	8%	9%	9%
	其他	19.76	21.64	22.19	23.52	25.17	26.83
	yoy		10%	3%	6%	7%	7%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表11:公司收入拆分预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	瓜子仁	247.90	253.98	278.70	302.23	328.71	349.31
	yoy		2%	10%	8%	9%	6%
	青豌豆	172.54	209.15	274.06	332.16	392.11	447.05
	yoy		21%	31%	21%	18%	14%
	蚕豆	201.15	211.64	236.86	258.23	283.17	306.97
	yoy		5%	12%	9%	10%	8%
	综合果仁及豆果系列	92.32	137.27	173.44	271.40	413.39	609.98
	yoy		49%	26%	56%	52%	48%
	其他	71.71	97.28	143.45	197.71	285.60	416.05
	yoy		36%	47%	38%	44%	46%
	其他业务收入	1.96	2.09	2.63	2.16	2.21	2.27
	合计	**787.58**	**911.41**	**1,109.13**	**1,363.89**	**1,705.19**	**2,131.63**
	yoy		**16%**	**22%**	**23%**	**25%**	**25%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2、成本及盈利假设

成本方面：

（1）瓜子仁、青豌豆、蚕豆：单位材料：瓜子仁、蚕豆等农作物供给相对稳定，预计成本波动幅度不大。青豌豆进口于美国，受关税影响，预计将有小幅上涨。综合果仁及其他品类，由于树坚果成本较高，且多来源于进口，预计单位成本将有一定程度上涨。**单位人工：**过去三年公司薪酬水平稳步提升，同时公司信息化、自动化水平提高，将在一定程度上节省人工成本，预计未来单位人工成本将保持 3%-6%平稳提升水平。**制造费用：**随着产量提升，规模效应逐渐凸显及信息化生产线改造，预计 2021 年后单位制造费用将进一步走低。

（2）综合果仁、其他品类：由于树坚果原材料成本较高，进口依赖度较大，易受贸易摩擦影响；以及新品类推广阶段，规模效应尚未形成，初期投入较大，预计未来单位成本将小幅上升。

整体来看，瓜子仁、青豌豆及蚕豆 2020 年由于销量放量，价格相对稳定，而原材料及人工成本稍有提升，预计毛利率稍有下滑，2021-2022 年将有所回升。综合果仁及豆果系列、其他品类受新品放量推动，规模效应逐渐体现，毛利率稳步提升。

表12:公司成本及毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E

成本（百万元）	瓜子仁	152.54	144.88	155.17	173.50	183.81	192.73
	yoy		-5%	7%	12%	6%	5%
	青豌豆	93.06	106.81	136.92	166.47	195.60	222.64
	yoy		15%	28%	22%	17%	14%
	蚕豆	118.22	117.76	129.67	144.96	156.30	167.07
	yoy		0%	10%	12%	8%	7%
	综合果仁及豆果系列	77.04	107.12	127.64	197.88	288.12	408.41
	yoy		39%	19%	55%	46%	42%
	其他	47.75	64.92	98.01	133.80	187.86	264.43
	yoy		36%	51%	37%	40%	41%
	其他业务成本	0.82	0.16	0.32	0.43	0.31	0.35
	合计	**489.42**	**541.65**	**647.73**	**817.06**	**1,011.99**	**1,255.63**
	yoy		**11%**	**20%**	**26%**	**24%**	**24%**
毛利率	瓜子仁	38.47%	42.96%	44.32%	42.59%	44.08%	44.82%
	青豌豆	46.06%	48.93%	50.04%	49.88%	50.12%	50.20%
	蚕豆	41.23%	44.36%	45.26%	43.86%	44.81%	45.57%
	综合果仁及豆果系列	16.55%	21.97%	26.41%	27.09%	30.30%	33.05%
	其他	33.41%	33.26%	31.68%	32.33%	34.22%	36.44%
	综合毛利率	**37.81%**	**40.45%**	**41.49%**	**40.09%**	**40.65%**	**41.10%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3、费用投入

（1）销售费用率：20-22 年随着河南 3.6 万吨新产能投产，预计各品类销量快速放量，营销同步跟进，对经销商支持力度加大，电商渠道营活动增加，预计销售费用投入相应增加。

（2）管理费用率：公司今年上市，当年管理费用率相应提升，后续年份公司经营管理进入常态化，管理费用率将保持稳态。

（3）研发费用率：由于公司推新进程加快，对食品研发环节高度重视，以及研发中心投入建设，预计公司研发投入相应增加。

表13:公司期间费用率预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
期间费用率	销售费用率	21.24%	18.94%	17.33%	18.23%	18.63%	17.63%
	管理费用率	5.04%	3.94%	3.38%	3.68%	2.88%	2.38%
	研发费用率	0.39%	0.66%	0.39%	0.49%	0.54%	0.44%
	财务费用率	-0.02%	-0.04%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
	期间费用率	**26.65%**	**23.51%**	**21.09%**	**22.39%**	**22.04%**	**20.44%**

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

综上，预计 2020-2022 年公司收入为 13.64/17.05/21.32 亿元，同比+23.0%/+25.0%/25.0%；归母净利润为 1.80/2.33/3.20 亿元，同比+7.0%/+29.9%/+36.9%；对应摊薄后 EPS 为 1.93/2.50/3.43 元。

（二）公司估值

根据公司目前股价 139.00 元，对应 2020 年预期 PE 为 72X，略高于休闲食品行业平均 57X

估值以及可比公司平均 65X 估值。

表14:可比休闲食品公司估值

公司	2020 年预测 PE（算术平均）	公司	2020 年预测 PE（算术平均）
洽洽食品	45.87X	来伊份	69.55X
三只松鼠	102.53X	西麦食品	43.80X
良品铺子	77.10X	有友食品	36.13X
盐津铺子	80.53X		
核心可比公司平均估值	65.07X	CS 休闲食品	57.43X

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）投资建议

预计 2020-2022 年公司收入为 13.64/17.05/21.32 亿元，同比+23.0%/+25.0%/25.0%；归母净利润为 1.80/2.33/3.20 亿元，同比+7.0%/+29.9%/+36.9%；对应摊薄后 EPS 为 1.93/2.50/3.43 元；对应 PE 为 72X/56X/41X。

我们看好公司在籽坚果领域的品牌力，结合未来产能投放与营销渠道扩张带来的销量增长空间，给予“推荐”评级。

五、风险提示

终端渠道拓展不及预期，新品推广不及预期，原材料价格波动风险、食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,109	1,364	1,705	2,132
营业成本	648	817	1,012	1,256
营业税金及附加	14	15	20	25
销售费用	192	249	318	376
管理费用	38	50	49	51
研发费用	4	7	9	9
EBIT	213	226	297	415
财务费用	(0)	0	0	0
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	6	5	5	5
营业利润	226	240	312	428
营业外收支	(1)	1	2	1
利润总额	225	241	313	429
所得税	57	61	80	109
净利润	168	180	233	320
归属于母公司净利润	168	180	233	320
EBITDA	242	264	352	481

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	71	807	880	1122
应收账款及票据	11	12	16	20
预付款项	7	16	16	19
存货	99	123	148	188
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	431	1202	1308	1600
长期股权投资	0	5	10	15
固定资产	345	579	792	928
无形资产	101	117	127	122
非流动资产合计	431	712	871	931
资产合计	862	1915	2179	2531
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	84	92	115	149
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	250	255	333	429
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	108	108	108	108
负债合计	358	363	441	537
股本	70	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	504	1552	1738	1994
负债和股东权益合计	862	1915	2179	2531

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.7%	23.0%	25.0%	25.0%
EBIT 增长率	46.9%	5.9%	31.6%	39.5%
净利润增长率	40.1%	7.0%	29.9%	36.9%
盈利能力				
毛利率	41.6%	40.1%	40.7%	41.1%
净利润率	15.1%	13.2%	13.7%	15.0%
总资产收益率 ROA	19.5%	9.4%	10.7%	12.6%
净资产收益率 ROE	33.3%	11.6%	13.4%	16.0%
偿债能力				
流动比率	1.7	4.7	3.9	3.7
速动比率	1.3	4.2	3.5	3.3
现金比率	1.2	4.1	3.4	3.2
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	3.1	3.3	3.1	3.2
存货周转天数	47.5	48.8	48.2	48.1
总资产周转率	1.4	1.0	0.8	0.9
每股指标（元）				
每股收益	2.4	1.9	2.5	3.4
每股净资产	7.2	16.6	18.6	21.4
每股经营现金流	3.4	1.9	3.5	4.6
每股股利	1.1	0.4	0.5	0.7
估值分析				
PE	57.9	72.1	55.5	40.5
PB	19.3	8.3	7.5	6.5
EV/EBITDA	52.4	44.9	33.5	24.1
股息收益率	0.8%	0.3%	0.4%	0.5%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	168	180	233	320
折旧和摊销	30	38	54	66
营运资金变动	41	(29)	47	47
经营活动现金流	236	180	327	427
资本开支	76	313	206	121
投资	(146)	(1)	(2)	(1)
投资活动现金流	(216)	(313)	(206)	(121)
股权募资	0	903	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(70)	868	(47)	(64)
现金净流量	(51)	735	73	242

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程 3
图 2: 2017-2019 年公司收入复合增长率为 18.67% 4
图 3: 2017-2019 年公司归母净利润复合增长率为 64.44% 4
图 4: 籽类产品构成公司主要产品体系 4
图 5: 经销渠道贡献主要收入来源 4
图 6: 公司毛利率、净利率持续提升 5
图 7: 公司期间费用率持续下行 5
图 8: 公司股权结构清晰明确 5
图 9: 公司增资扩股历史沿革 6
图 10: 2011-2018 年中国休闲零食 CAGR 为 12.3% 7
图 11: 2018 年各国休闲零食人均消费额（美元） 7
图 12: 坚果可分为籽坚果和树坚果两大类 8
图 13: 2010-2017 年坚果炒货行业 CAGR 为 10.66% 8
图 14: 综合果仁、其他系列收入占比持续提升 8
图 15: 2017-2019 年瓜子仁 CAGR 为 6.03% 9
图 16: 2017-2019 年青豌豆 CAGR 为 26.03% 9
图 17: 2017-2019 年蚕豆 CAGR 为 8.51% 9
图 18: 2017-2019 年综合果仁及豆果 CAGR 为 37.06% 9
图 19: 2019 年经销模式收入同比增长 24.36%（亿元） 10
图 20: 2019 年经销模式收入占比为 85.82% 10
图 21: 2019 年公司有 1569 家正式经销商 10
图 22: 正式经销商华东华中较多，其他区域有提升空间 10
图 23: 电商自营业务与电商平台销售发展较均衡 11
图 24: 电商自营毛利率稍高于电商平台 11
图 25: 19 年公司产销率为 97.51% 12
图 26: 公司 80%以上产能利用率属于行业高位 12
图 27: 毛利率属于行业高位水平 13
图 28: 净利率快速提升 13
图 29: 期间费用率稳中有降 13
图 30: 销售费用率与行业平均水平相当 13
图 31: 存货周转速度快于同业公司 14
图 32: 应收账款周转速度远高于同业公司 14

表格目录

表 1: 公司主要产品结构 3
表 2: 管理层经验丰富 6
表 3: 募集资金用途 15
表 4: 河南生产线建设项目投资概算 15
表 5: 营销网络升级及品牌推广项目投资概算 16
表 6: 电子商务平台建设项目投资概算 16
表 7: 信息化建设项目投资概算 17
表 8: 研发中心建设项目投资概算 17
表 9: 自动化生产线技术改造项目投资概算 18
表 10: 公司各品类销售数量及销售单价预测 19
表 11: 公司收入拆分预测 20
表 12: 公司成本及毛利率预测 20
表 13: 公司期间费用率预测 21
表 14: 可比休闲食品公司估值 22
公司财务报表数据预测汇总 23

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。