

甘源食品（002991.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧
食品饮料、游戏行业研究员

2025年12月17日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	57.31
总市值	53.42 亿
PE-TTM	20.94
PB-MRQ	3.22

估值结果

价值	68.96 亿
DDM 估值	上行空间 29%
状态	偏低估
价值	63.63 亿
动态估值	上行空间 19%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

甘源食品为口味型坚果龙头，早期以老三样（青豌豆、瓜子仁和蚕豆）切入市场，深耕坚果炒货行业。

公司的成长空间处于中等水平，一方面，由于下游量贩拓店增速放缓，且电商渠道竞争愈加激烈，预计收入增速将小幅放缓。但另一方面，公司自2021年起开启渠道优化，并深入开拓空白网点，我们认为其成长空间的确定性较高。公司盈利趋势处于中等水平，零食行业内的差异化程度虽不算高，但其在青豌豆及口味坚果的龙一地位稳固；且随着产品力持续被验证，市占率有望进一步提升。公司产业格局较好，其所处的行业进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的替代风险较低。公司护城河较深，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，公司积极推进渠道调整，并注重精细化管理，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。另一方面，考虑到零食行业新品迭代较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。

假设甘源未来业绩增量来自口味坚果行业的扩容（国内人均坚果消费量增加、口味坚果对单品坚果和混合坚果的替代），及公司青豌豆和口味坚果业务市占率的提升，当前其处于偏低估至合理估值区间。

我们区别于市场的观点

我们认为市场对甘源的产品力优势认知不足，公司具备高效的研发体系，如内部划分了果酱和粉皮等研发小组。甘源当前已研发出裹粉、冻干及巧克力涂层三大工艺体系，并可根据不同坚果特性适配风味，领先同行竞争者。参考韩国口味坚果龙头Gilim的成长路径，甘源在匠心深耕风味化及渠道力稳步增强的驱动下，预计其口味坚果市占率有望从2024年的13%提升至稳态的24%，相较于市场预期更为乐观。

风险提示

若行业竞争加剧，公司的新品推广可能会不及预期；若棕榈油等原材料成本大幅上涨，或对公司的盈利能力有一定扰动。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	14
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	14
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

公司专注于休闲食品的研发、生产和销售，成立初期便锚定豆果炒货赛道，推出“老三样”系列（瓜子仁、青豌豆和蚕豆）。近年来公司逐步从单一豆类产品扩充到口味坚果和膨化烘焙等多品类，持续深耕风味化领域。

2. 业务介绍

对于甘源食品公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

青豌豆：

该业务是指以青豌豆为核心原料，通过裹粉调味（如蟹黄味、蒜香味）和烘烤工艺制成的即食籽类炒货，属于公司传统“老三样”品类之一。其产品形态以独立小包装为主，满足休闲场景需求。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

蚕豆及瓜子仁：

该业务涵盖蚕豆系列和瓜子仁系列，均采用裹粉调味与非油炸烘烤工艺，定位风味化籽坚果炒货，也属于公司传统“老三样”品类。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

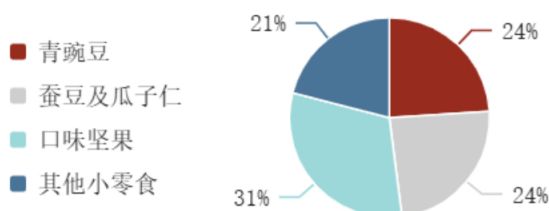
口味坚果：

该业务是指以树坚果（夏威夷果、腰果等）为基底，通过冻干、巧克力涂层或芥末裹粉等工艺制成的风味坚果产品。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他小零食：

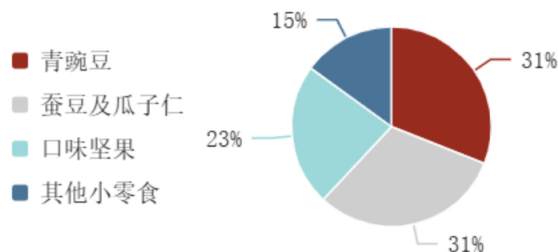
该业务界定为甘源除了“老三样”和口味坚果之外的其他品类，包含膨化类（鲜切薯条等）、谷物类（米饼等）及创新混合品类（虾条豆果）等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司为口味型坚果龙头，其客户集中度处于中等水平，而资产强度、营销强度及人力资源密集度较高。其以自主生产和经销模式为主，早期导入传统商超及流通渠道，后续在新兴渠道快速发展阶段，积极拥抱量贩零食店及会员店，并持续探索电商打法，逐步建立了完善的营销渠道。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重约37%。甘源作为自主生产型零食公司，其资产强度高于代工生产型公司（如三只松鼠和良品铺子）。此外，公司注重对风味产品体系的迭代，风味化产品的研发环节不仅涵盖配方的调整，还涉及到非标设备的研发，故公司的资产强度高于同行平均水平。

3.2 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的营销强度较高，2024年其销售费用率为13%。一方面，公司近年来注重品牌建设，如在短视频平台投放宣传短片、与头部主播合作带货，以加强用户心智抢占，公司当前的营销强度处于行业中上水平。但另一方面，其当前销售费用率仍低于以线下门店模式为主的零食公司（如来伊份和良品铺子）。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的人力资源密集度较高，2024年其人均创收为82万元，但人均薪酬仅12万元。零食行业由于产品迭代快，SKU丰富度高，企业需配备大量员工负责采购、生产及库存管理等工作。此外，公司在研发新口味时，通常会进行多次调味比例的搭配实验，因此需投入更多人力进行配方测试及市场调研等。

3.4 客户集中度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的客户集中度处于中等水平，2024年其top5客户营收占比为29%。一方面，公司逐步建立了完善的营销渠道，拥有上千家稳定高效的经销商队伍，终端门店覆盖大卖场、高端会员店及零食量贩店等，故其下游的集中度较低。另一方面，其top1客户营收占比呈上升趋势，2024年提升至11%，推测top1客户系零食量贩渠道（公司于2022年与零食很忙达成战略合作，当前合作产品包括青豌豆和综合豆果等二十多个SKU）。

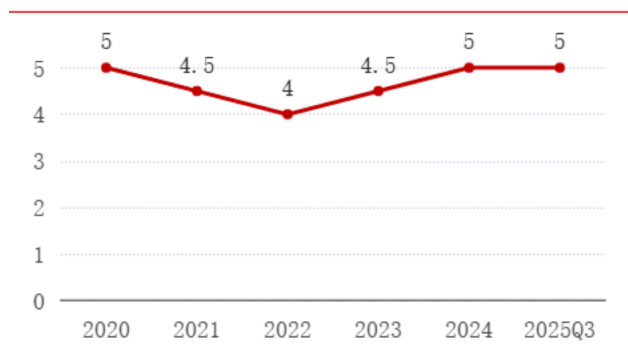
4. 历史经营绩效

公司的经营绩效整体较优秀，其成长能力处于中等水平，而业务控制力较好，盈利能力和股东回报能力均优秀。公司作为口味坚果龙头，产品力优秀，近年来渠道改革成效显著。得益于较好的现金流状况，公司分红能力及意愿均较强。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



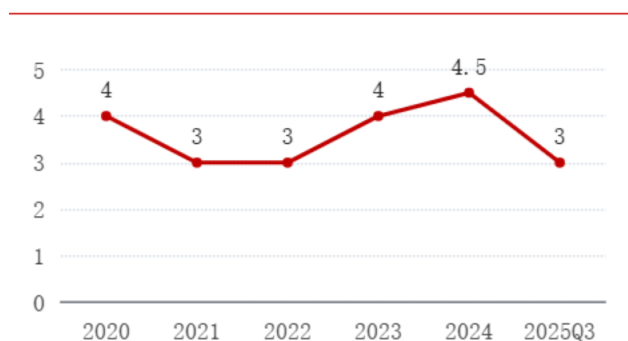
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力保持在优秀水平。其中2021年~2022年盈利能力略有下滑，系棕榈油等原材料成本上涨、新工厂处于产能爬坡期。自2023年起公司盈利能力逐步回升，主要系原材料成本回落、新工厂磨合成型。整体来看，公司的盈利水平领先于同行竞争者，主要得益于自主生产模式（扣非净利率高于代工模式）以及强产品力（高复购率支撑其较高的售价）。

4.2 历史成长能力

★★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



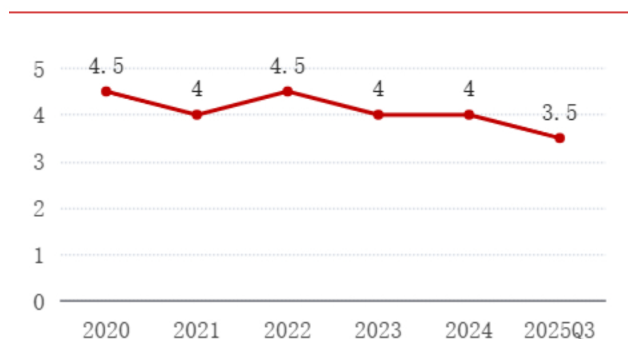
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力呈一定波动，当前处于中等水平。2021年成长星级有所下滑，系疫情对线下商超客流量有所冲击；2023年~2024年公司逐步完成渠道改革，线下积极拓展会员店与零食量贩，线上探索直播电商模式，成长能力回升。而2025年成长星级再度回落，系公司主动变革组织架构（KA渠道经销转直营），处于转型阵痛期。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



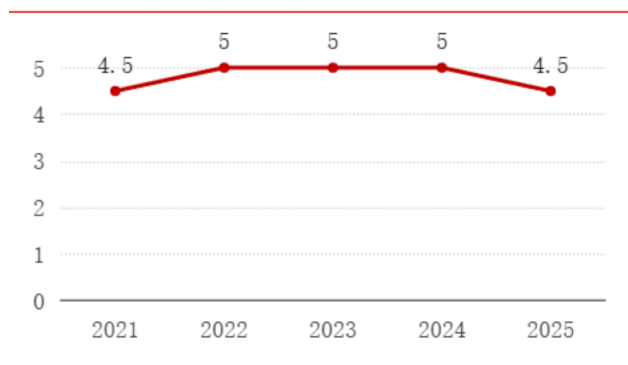
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力星级较高，但近年来有所下滑。一方面，公司2024年的经营性净现金流/营业收入比例为15%，高于食品加工行业中位数，主要系其为口味坚果行业龙头，经销商结算方式主要按照先款后货的方式，回款能力较好。但另一方面，其近年来的上下游控制能力有所减弱，系加大对会员商超渠道的布局，而这些会员商超（如沃尔玛、开市客等）作为零售巨头，产业链议价能力相对较强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力优秀。一方面，受益于自主生产模式（扣非净利率高于代工模式）以及强产品力（高复购率支撑其较高的售价），公司的盈利能力本身便处于优秀水平。另一方面，2024年公司的分红率提升至70%，主要系公司的现金流状况良好，分红能力及意愿较强。

5. 四维评级

公司的成长空间处于中等水平，一方面，由于下游量贩拓店增速放缓，且电商渠道竞争愈加激烈，预计收入增速将小幅放缓。但另一方面，公司自2021年起开启渠道优化，并深入开拓空白网点，我们认为其成长空间的确定性较高。公司盈利趋势处于中等水平，零食行业内的差异化程度虽不算高，但其在青豌豆及口味坚果的龙一地位稳固；且随着产品力持续被验证，市占率有望进一步提升。公司产业格局较好，其所处的行业进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的替代风险较低。公司护城河较深，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，公司积极推进渠道调整，并注重精细化管理，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。另一方面，考虑到零食行业新品迭代较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级处于中等水平。由于下游渠道（零食量贩及抖音电商）的扩容速度趋缓，预计公司收入增速也将小幅放缓。但另一方面，公司的产品力持续被验证，渠道力稳步增强，我们认为其未来5年成长空间的确定性较高。

青豌豆(2.5星)：

该业务预计未来5年收入CAGR为5~10%，成长空间星级处于中等水平。一方面，由于下游的零食量贩及抖音电商渠道已从高速扩容转为缓慢增长阶段，故该业务未来增速预计小幅放缓。但另一方面，公司在青豌豆行业的龙一地位稳固，多年匠心深耕风味化，渠道布局不断完善，我们认为该业务成长空间的确定性较高。

蚕豆及瓜子仁(2星)：

该业务的成长空间星级较低。考虑到在低盐低脂等健康品类的分流下，该业务未来增速预计将小幅放缓。另外，近年来我国食用葵花籽消费量趋于稳定，该行业规模接近饱和，预计增量将主要来自蚕豆及瓜子仁的口味推新，未来5年CAGR预计在0~5%。

口味坚果(3.5星):

该业务成长空间星级较高，预计未来5年收入CAGR为10~15%，驱动力来自国内人均坚果消费量增加、口味坚果对单品坚果和混合坚果的替代，以及公司市占率的提升。此外，口味型坚果契合“风味+健康”的长期消费趋势，我们认为该行业的成长逻辑确定性较高。

其他小零食(2星):

该业务预计未来5年收入CAGR为5~10%，成长空间星级较低。考虑到下游渠道（零食量贩及抖音电商）的扩容速度趋缓，该业务未来增速预计也将小幅放缓。另外，公司在该业务（薯片&锅巴）上的口味创新力一般，也未进行较多的营销资源倾斜，我们认为其成长空间的确定性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势处于中等水平，零食行业内的差异化程度虽不算高，但甘源在青豌豆及口味坚果的龙一地位稳固；且随着产品力持续被验证，渠道变革成效兑现，市占率有望进一步提升。

青豌豆(3.5星):

该业务的盈利趋势较好。青豌豆行业内的差异化程度虽不算高，但甘源的龙一地位稳固；并凭借强产品力（其青豌豆原材料主要进口自美国，颗粒饱满&口感稳定）及规模优势，盈利能力在行业中较领先。此外，考虑到公司全渠道布局不断完善，调味工艺内功深厚，预计市占率有望从2024年的37%提升至稳态的43%。

蚕豆及瓜子仁(2.5星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。蚕豆及瓜子仁行业整体的格局较为分散（由于散称产品在传统流通渠道仍占一定比例，故限制了头部企业的集中度提升），劲仔当前位列中部梯队，市占率仅为2%。但另一方面，公司凭借强产品力支撑较高的复购率及终端售价，盈利能力在行业中较领先。

口味坚果(3星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。口味坚果行业格局较为集中（CR5约30~35%），甘源的龙一地位稳固；其根据不同坚果特性适配风味及工艺，构筑强产品力，预计市占率有望从2024年的13%提升至稳态的24%。但另一方面，由于消费者对健康零食的需求从单一坚果向膳食纤维、益生菌等更多品类分散，预计该行业的下游需求CAGR将会小幅放缓。

其他小零食(2.5星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。零食行业格局分散，甘源除老三样和口味坚果外的品类（薯片和锅巴等）位列中部梯队，市占率约1%。在这些品类中，已有较多成熟品牌占据消费者心智，甘源的品牌认知度和差异化优势相对一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好，其所处行业的进入壁垒虽不算高，但上下游议价能力较好，且业务的被替代风险较小。一方面，零食产业链上游主要是农副产品供应商，上游行业格局分散。而公司作为中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节，在与下游渠道合作时更具话语权。另一方面，零食具有高频低价的特征，常与休闲、社交及娱乐等场景紧密关联，故该品类被替代的风险较低。

青豌豆(4星):

该业务产业格局较好，长期来看该行业产品的差异化程度虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。甘源为行业龙一，经销商结算方式主要按照先款后货的方式，回款能力较好。此外，青豌豆炒货作为传统休闲零食，兼具饱腹感与健康属性，品类被替代的风险较小。

蚕豆及瓜子仁(3.5星):

该业务产业格局较好，蚕豆及瓜子仁行业的进入壁垒虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。甘源作为零食产业链中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节，产业链议价权较好。此外，蚕豆及瓜子仁炒货具有一定的饱腹感和咀嚼乐趣，适合休闲场景，品类被替代的风险较小。

口味坚果(3.5星):

该业务产业格局较好，口味坚果行业与邻近行业（单品坚果&混合坚果）的区隔度虽不算高，但具备一定的进入壁垒，且上下游议价能力较好。不同于单品坚果&混合坚果仅涉及到基础加工（拣选/烘烤），口味坚果涉及到粉皮厚度设置和口味调配等深加工环节；且生产设备需要厂商定制化研发，故在研发及生产环节存在壁垒。甘源为行业龙一，对口味及工艺的不断迭代创新已形成一定优势。

其他小零食(3.5星):

该业务产业格局较好，零食行业的进入壁垒虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。甘源为零食产业链中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节，上下游议价能力较好。此外，薯片和锅巴等品类口感酥脆&口味多样，消费场景丰富，不易被其他品类替代。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，公司积极推进渠道调整，并注重精细化管理，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。另一方面，考虑到零食行业新品迭代较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
青豌豆	(4.5星) 该业务的护城河宽度星级高。公司为行业龙一，市占率约为37%。该业务经壹评级调整的ROE为43%，经壹评级调整的ROIC为45%，公司凭借强产品力（其青豌豆原材料主要进口自美国，颗粒饱满&口感稳定）及规模优势，具备显著的超额收益。此外，公司业务控制力较好，系其经销商结算方式主要按照先款后货的方式，回款能力较好。	(4.5星) 该业务的护城河持续性优秀，主要具备线下渠道、利基市场垄断及产品力护城河。首先，公司在渠道管理方面更加精细化，且开启东南亚等海外市场布局，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。其次，甘源调味工艺内功深厚，渠道布局逐步完善，未来市占率有望提升，预计利基市场垄断优势在长期被侵蚀的可能性较小。最后，考虑到零食行业新品迭代速度较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。
蚕豆及瓜子仁	(3.5星) 该业务的护城河较宽。蚕豆及瓜子仁行业的格局较分散，公司位列中部梯队，市占率为2%。但另一方面，该业务经壹评级调整的ROE为39%，经壹评级调整的ROIC为39%，系公司凭借强产品力支撑较高的复购率及终端售价，盈利能力在行业中较领先，具备一定的超额收益。此外，公司业务控制力较好，系其经销商结算方式主要按照先款后货的方式，回款能力较好。	(4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，公司已搭建了线下线上相融合的全渠道平台，拥有上千家稳定高效的经销商队伍，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。另一方面，考虑到在低盐低脂等健康品类的分流下，预计该业务产品力有一定被侵蚀的可能性。
口味坚果	(3.5星) 该业务的护城河较宽。公司为行业龙一，市占率约为13%。该业务经壹评级调整的ROE为31%，经壹评级调整的ROIC为27%，由于树坚果类原材料（如夏威夷果、腰果等）本身价格较高，压缩了毛利率空间，故该业务盈利能力低于“老三样”产品。但另一方面，公司业务控制力较好，系对口味及工艺的不断迭代创新已形成一定优势，产业链话语权较强。	(4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，会员商超渠道特点为差异化选品及风味边际创新，甘源基于多年风味研发经验及工艺设备打磨，契合会员店发展趋势，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。另一方面，考虑到当前除坚果外，更多低糖低脂高纤维的健康零食品类涌现，预计该业务产品力有一定被侵蚀的可能性。
其他小零食	(2星) 该业务的护城河星级较低。该业务经壹评级调整的ROE为16%，经壹评级调整的ROIC为14%，系公司不断完善全渠道布局，周转率在行业中较领先，故具备一定的超额收益。但另一方面，零食行业格局分散，甘源除老三样和口味坚果外的品类（薯片和锅巴等）位列中部梯队，市占率仅1%。在这些品类中，已有较多成熟品牌占据消费者心智，甘源的品牌认知度和差异化优势相对一般。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线下渠道护城河。薯片和锅巴等属于甘源产品线中的非核心品类，且头部品牌如乐事及上好佳等已占据较大市场份额，故甘源的品牌认知度相对一般。但另一方面，考虑到甘源自2022年起便及时拥抱量贩渠道，从头部零食很忙的合作逐步拓展腰部系统合作；在量贩系统自身展店及SKU迭代的驱动下，预计该业务线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来业绩增量来自口味坚果行业的扩容（国内人均坚果消费量增加、口味坚果对单品坚果和混合坚果的替代），及公司青豌豆和口味坚果业务市占率的提升，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，甘源食品处于偏低估至合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：青豌豆、蚕豆及瓜子仁、口味坚果及其他小零食业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：青豌豆业务

收入假设：

1) 行业端：青豌豆炒货作为传统休闲零食，兼具饱腹感与健康属性，行业未来增量主要来自口味创新；但其他品类健康零食的崛起或分流部分需求，预计未来5年该行业规模CAGR在0~5%。

2) 公司市占率：公司凭借强产品力（其青豌豆原材料主要进口自美国，颗粒饱满&口感稳定）及规模优势，龙一地位稳固。考虑到甘源全渠道布局不断完善，调味工艺内功深厚，预计市占率有望从2024年的37%提升至稳态的43%。

盈利能力假设：考虑到公司开启海外市场的探索，以东南亚为先发市场，持续搭建团队&建设渠道，预计销售费用投放将有所增加，其经营性净利率预计由2024年的21.6%小幅下滑至2030年的19.6%，并在半显性期维持在19%左右。

业务2：蚕豆及瓜子仁业务

收入假设：

1) 行业端：考虑到在低盐低脂等健康品类的分流下，该业务未来增速预计将小幅放缓。另外，近年来我国食用葵花籽消费量趋于稳定，行业规模基本饱和，未来增量将主要来自口味推新，未来5年CAGR预计在0~5%。

2) 公司市占率：该行业整体的格局较为分散（由于散称产品在传统流通渠道仍占一定比例，故限制了头部企业的集中度提升），劲仔当前位列中部梯队。考虑到瓜子行业中洽洽稳居龙头，且散称产品众多加剧竞争，甘源该业务市占率提升受限，预计稳态市占率仍在2%左右。

盈利能力假设：考虑到公司开启东南亚等海外市场布局，并借助Shopee等平台开展直播互动及达人测评，预计销售费用投放将有所增加，故经营性净利率预计由2024年的20.3%小幅下滑至2030年的18.7%，并在半显性期维持在18%左右。

业务3：口味坚果业务

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年该行业规模CAGR为5~10%，驱动力来自国内人均坚果消费量增加（当前我国人均坚果消费量仅为美国的20%，预计稳态水平达到美国的50%，即2.8kg/人/年），以及口味坚果对单品坚果和混合坚果的替代（参考日韩水平，预计我国坚果行业口味化率将从2024年的4%提升至稳态的10%）。

2) 公司市占率：该行业格局较为集中（CR5约30~35%），甘源根据不同坚果特性适配风味及工艺，构筑强产品力，龙一地位稳固。参考韩国口味坚果龙头Gilim的成长路径，甘源在匠心深耕风味化及渠道力稳步增强的驱动下，预计市占率有望从2024年的13%提升至稳态的24%。

盈利能力假设：公司为提升品牌声量，近年来加大了新品推广&品宣投入，如联名搭建线下快闪店等，在费用投放增加下，其经营性净利率预计由2024年的11.8%小幅下滑至2030年的10.1%，并在半显性期维持在10%左右。

业务4：其他小零食业务

收入假设：

1) 行业端：考虑到下游渠道（零食量贩及抖音电商）的扩容速度趋缓，该业务未来增速预计也将小幅放缓。预计未来5年该行业规模CAGR在5~10%，增量将主要来自健康化&功能化产品推新、及下沉市场潜力释放。

2) 公司市占率：零食行业格局分散，甘源除老三样和口味坚果外的品类（薯片和锅巴等）位列中部梯队，在这些品类中，已有较多成熟品牌占据消费者心智，甘源的品牌认知度和差异化优势相对一般。考虑到甘源在该品类中缺乏独特的口味和工艺等创新点，预计稳态市占率仍在1%左右。

盈利能力假设：考虑到零食行业迭代加速，公司需通过品宣提升品牌触达度，为新品铺市和渠道拓展创造条件。在费用投放增加下，其经营性净利率预计由2024年的10.1%小幅下滑至2030年的8.9%，并在半显性期维持在8%左右。

表2：公司整体业绩预测

甘源食品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.5	18.5	22.6	22.5	25.1	27.7	30.2	32.6
归母净利润(亿)	1.6	3.3	3.8	3.1	3.8	4.1	4.4	4.7
归母净利润增速(%)	3.0	107.8	14.3	-18.7	23.6	8.0	7.0	7.0
经营性净利润(亿)	1.4	3.1	3.6	2.9	3.6	3.9	4.2	4.5
经营性净利润增速(%)	8.0	114.4	16.5	-19.8	24.7	8.6	7.2	7.2
经营性归母净利润(亿)	1.4	3.1	3.6	2.9	3.6	3.9	4.2	4.5
经营性归母净利润增速(%)	8.0	114.4	16.5	-19.8	24.7	8.6	7.2	7.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

青豌豆	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.7	4.7	5.2	5.3	5.7	6.1	6.4	6.7
收入增速(%)	11.2	26.0	12.6	1.7	6.9	6.3	5.7	5.1
经营性净利润(亿)	0.5	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
经营性净利率(%)	14.4	23.8	21.6	18.4	20.0	20.0	19.8	19.9
经营性净利润增速(%)	12.4	108.3	2.3	-13.7	16.4	6.3	5.0	5.3
蚕豆及瓜子仁	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.4	5.0	5.8	5.6	5.8	6.0	6.3	6.5
收入增速(%)	-0.6	14.9	14.7	-3.6	4.0	4.0	3.7	3.4
经营性净利润(亿)	0.6	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
经营性净利率(%)	13.0	21.4	20.3	17.9	19.1	19.1	18.9	19.0
经营性净利润增速(%)	4.7	88.0	9.2	-15.2	11.1	4.0	2.9	3.6
口味坚果	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.8	5.0	7.0	6.9	8.5	10.1	11.8	13.5
收入增速(%)	29.3	32.2	39.8	-2.6	23.1	19.4	17.0	14.4
经营性净利润(亿)	0.3	0.6	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2	1.4
经营性净利率(%)	6.6	11.8	11.8	8.0	10.4	10.3	10.3	10.2
经营性净利润增速(%)	31.5	135.6	39.1	-33.3	59.1	18.7	16.0	14.4
其他小零食	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.6	3.7	4.5	4.7	5.1	5.5	5.7	5.9
收入增速(%)	15.8	43.2	20.5	4.0	9.4	7.0	5.0	3.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性净利率(%)	3.1	8.1	10.1	7.6	9.2	9.1	9.0	9.1
经营性净利润增速(%)	-32.0	275.7	50.3	-21.8	31.7	6.4	4.3	3.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
其他小零食	2.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	0.5
口味坚果	4.7%	中等-	较好	较强	8.0%	15	1.3
蚕豆及瓜子仁	1.7%	中低	较好	较强	8.0%	11.79	1.2
青豌豆	2.2%	中低	较好	强	8.0%	12.96	1.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
其他小零食(亿)	2.1	5.3	7.5	1.2	-	-	8.7
口味坚果(亿)	3.1	14.3	17.4	1.9	-	-	19.3
蚕豆及瓜子仁(亿)	5.0	10.5	15.5	1.6	-	-	17.0
青豌豆(亿)	4.8	12.4	17.2	1.4	-	-	18.6
公司整体测算(亿)	15.0	42.5	57.6	6.1	-	-	63.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
其他小零食(亿)	5.0	3.0	8.0	1.2	-	-	9.2
口味坚果(亿)	10.6	9.2	19.9	1.9	-	-	21.8
蚕豆及瓜子仁(亿)	11.1	5.9	17.0	1.6	-	-	18.5
青豌豆(亿)	11.5	6.6	18.0	1.4	-	-	19.4
公司整体测算(亿)	38.2	24.7	62.9	6.1	-	-	69.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于中等水平。虽然国内坚果行业仍处于成长期，行业未来的品类迭代及渠道变革较难预测；但甘源与市场交流的频率较高，盈利预测的关键数据（公司各业务及各渠道的动销情况）披露频次较高，故公司数据的可持续跟踪性较好。整体来看，我们对于公司估值的确定性为中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。