

甘源食品 (002991.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

多元渠道扩张，助力业绩改善

业绩简评

4月26日公司发布年报和一季报，22年实现营收14.5亿元，同比+12.1%；实现归母净利润1.6亿元，同比+3.0%；扣非归母净利润1.5亿元，同比+16.2%。23Q1实现营收3.9亿元，同比+22.2%；实现归母净利润0.6亿元，同比+145.0%；扣非净利润0.5亿元，同比+103.1%。

经营分析

产品+渠道逻辑理顺，22H2环比显著改善。1) 22年5月进驻零食专营渠道，带动老三样（青豌豆、瓜子仁、蚕豆）恢复正增，22H2收入合计8.4亿元，同比+11.5%，其中青豌豆增速最快。2) 口味型坚果在会员商超、电商等渠道快速起量，22H2综合果仁及豆果系列收入同比+21.7%（量+7.8%，价+12.9%），高端坚果占比提升，价增贡献突出。3) 22年7月安阳工厂投产米酥、薯片等新品，其他产品实现收入1.4亿元，同比+9.9%（22H1为1.1亿元）。

渠道多元发展，电商短期承压。22年经销/电商/其他收入分别同比+14.7%/-5.6%/+14.1%，22年第一名客户销售额从0.6亿元提升至1.76亿元，占比提升至12%。在头部零食量贩平台（新进入第三大客户）销售额超3kw。我们预计后续与会员商超、零食专营店合作逐步加深，直营占比进一步提升。

成本压力下行，盈利展望积极。1) 22年安阳工厂膨化类新品仍处于试销、铺货阶段，规模效应较弱，叠加成本压力，22年毛利率为34.3%，同比-0.8pct。2) 进入23年，棕榈油、包材等核心成本同比-10%~20%，23Q1毛利率企稳修复，同比+1.5pct，环比+1.4pct。3) 期间费用持续优化，主要系销售规模效应+直营占比提升，23Q1销售/管理费率分别为13.7%/4.3%，同比-3.5pct/-1.0pct。最终23Q1净利率为14.1%，同比+7.1pct。

22年公司对事业部进行梳理，精准匹配多元渠道建设。随着老三样和膨化新品在零食专营、流通渠道起量，安阳工厂规模优势增强。口味型坚果定位会员商超和连锁KA，今年将铺设更多SKU进入盒马、麦德龙等渠道。产品+渠道双轮驱动，收入增量可期，成本下行亦贡献较大利润弹性，股权激励有望顺利实现。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司成本下降幅度较大，我们上调24年盈利预测9%。预计23-25年公司归母净利分别为2.4/3.3/4.4亿元，同比增长52%/38%/32%，对应PE分别为32x/23x/18x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

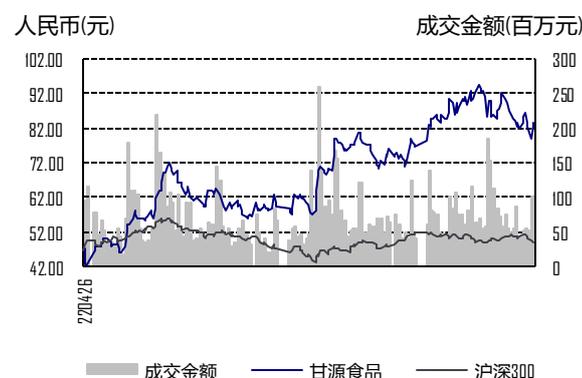
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价（人民币）：83.67元

相关报告：

- 《Q3调整期结束，盈利能力持续优化-甘源三季报点评》，2022.10.27
- 《新品势能充足，看好H2利润率边际改善-甘源食品中报点评》，2022.8.11
- 《环比改善明显，外部冲击导致Q1承压-甘源食品2021年报和2...》，2022.4.28



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,294	1,451	2,031	2,684	3,446
营业收入增长率	10.38%	12.11%	40.01%	32.16%	28.38%
归母净利润(百万元)	154	158	240.6	332.2	439.8
归母净利润增长率	-14.29%	3.03%	52.00%	38.08%	32.37%
摊薄每股收益(元)	1.648	1.698	2.581	3.564	4.72
每股经营性现金流净额	1.40	3.35	3.44	5.12	6.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.64%	10.51%	14.61%	17.68%	19.82%
P/E	46.29	44.92	32.41	23.47	17.73
P/B	4.92	4.72	4.74	4.15	3.51

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,172	1,294	1,451	2,031	2,684	3,446
增长率		10.4%	12.1%	40.0%	32.2%	28.4%
主营业务成本	-702	-840	-954	-1,317	-1,725	-2,206
%销售收入	59.9%	64.9%	65.7%	64.9%	64.3%	64.0%
毛利	470	454	497	714	959	1,240
%销售收入	40.1%	35.1%	34.3%	35.1%	35.7%	36.0%
营业税金及附加	-13	-14	-17	-23	-31	-40
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-205	-208	-204	-276	-357	-448
%销售收入	17.5%	16.1%	14.0%	13.6%	13.3%	13.0%
管理费用	-45	-59	-65	-91	-121	-155
%销售收入	3.8%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-7	-15	-23	-32	-43	-55
%销售收入	0.6%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	200	158	189	290	407	542
%销售收入	17.1%	12.2%	13.0%	14.3%	15.2%	15.7%
财务费用	2	10	11	10	14	20
%销售收入	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	0	-4	-4	0	0	0
公允价值变动收益	8	3	1	0	0	0
投资收益	9	14	7	8	10	12
%税前利润	3.6%	7.2%	3.5%	2.5%	2.3%	2.0%
营业利润	242	202	212	324	446	589
营业利润率	20.6%	15.6%	14.6%	15.9%	16.6%	17.1%
营业外收支	-1	-3	-4	-3	-3	-3
税前利润	241	199	208	321	443	586
利润率	20.6%	15.4%	14.3%	15.8%	16.5%	17.0%
所得税	-62	-45	-50	-80	-111	-147
所得税率	25.7%	22.8%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	179	154	158	241	332	440
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	179	154	158	241	332	440
净利率	15.3%	11.9%	10.9%	11.8%	12.4%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	179	154	158	241	332	440
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	36	54	69	60	71	81
非经营收益	-4	-23	-14	-22	-2	-4
营运资金变动	-7	-54	99	43	76	90
经营活动现金净流	203	131	312	321	477	607
资本开支	-151	-205	-123	-143	-143	-143
投资	-718	538	-170	0	0	0
其他	10	-364	148	8	10	12
投资活动现金净流	-859	-32	-145	-135	-133	-131
股权募资	855	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-7	0	0
其他	-122	-135	-76	-100	-100	-100
筹资活动现金净流	733	-135	-76	-107	-100	-100
现金净流量	78	-36	91	78	244	376

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	149	510	473	551	794	1,170
应收款项	13	17	26	32	43	56
存货	89	127	137	180	236	302
其他流动资产	978	464	625	634	645	658
流动资产	1,230	1,118	1,261	1,396	1,718	2,186
%总资产	69.8%	61.3%	62.9%	63.1%	66.1%	70.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	392	549	581	648	705	751
%总资产	22.3%	30.1%	29.0%	29.3%	27.1%	24.1%
无形资产	111	121	125	134	142	149
非流动资产	531	704	743	818	883	936
%总资产	30.2%	38.7%	37.1%	36.9%	33.9%	30.0%
资产总计	1,760	1,822	2,004	2,215	2,601	3,122
短期借款	0	4	3	0	0	0
应付款项	102	133	202	214	282	364
其他流动负债	114	112	168	257	343	443
流动负债	216	248	373	471	625	807
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	124	129	125	97	96	96
负债	339	377	498	568	722	903
普通股股东权益	1,421	1,445	1,506	1,647	1,879	2,219
其中：股本	93	93	93	93	93	93
未分配利润	309	393	450	591	823	1,163
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,760	1,822	2,004	2,215	2,601	3,122

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.923	1.648	1.698	2.581	3.564	4.718
每股净资产	15.243	15.498	16.155	17.666	20.161	23.809
每股经营现金净流	2.180	1.402	3.348	3.443	5.121	6.512
每股股利	1.070	0.750	1.088	1.070	1.070	1.070
回报率						
净资产收益率	12.62%	10.64%	10.51%	14.61%	17.68%	19.82%
总资产收益率	10.18%	8.43%	7.90%	10.86%	12.77%	14.09%
投入资本收益率	10.29%	8.26%	9.37%	13.23%	16.25%	18.32%
增长率						
主营业务收入增长率	5.70%	10.38%	12.11%	40.01%	32.16%	28.38%
EBIT 增长率	-6.12%	-21.23%	19.47%	54.05%	40.22%	33.15%
净利润增长率	6.71%	-14.29%	3.03%	52.00%	38.08%	32.37%
总资产增长率	104.21%	3.50%	9.97%	10.53%	17.44%	20.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	3.2	4.5	4.6	4.7	4.8
存货周转天数	48.7	46.8	50.4	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	39.3	35.6	45.0	45.0	45.5	46.0
固定资产周转天数	94.7	134.2	121.4	95.1	77.0	62.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-78.31%	-64.11%	-70.27%	-69.15%	-73.57%	-79.23%
EBIT 利息保障倍数	-105.4	-15.8	-16.5	-27.9	-29.5	-26.8
资产负债率	19.28%	20.71%	24.84%	25.64%	27.75%	28.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402