

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

甘源食品 (002991)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

利润率恢复明显，多渠道放量可期

2023年04月27日

事件: 公司于2023年4月26日发布2022年年报及23Q1季报。

点评:

- **业绩符合预期，23Q1 利润率恢复明显。** Q4 由于各个渠道处于调整初期，叠加疫情对于生产端的影响，实现10%左右的营收增长，符合预期。Q1 由于疫情扰动春节备货，导致1月份出货受到影响，Q1 同比实现22%的增长符合市场预期，2-3月各渠道逐步起势，季度同比增长有望加速。22年全年毛利率34.3%，同比-0.8pct，主要系棕榈油等原材料价格上涨影响。22年全年销售费用率/管理费用率分别为14.0%/4.5%，同比-2pct/0.1pct，22全年对应归母净利率10.9%，同比-1.0pct。23Q1来看，毛利率为36.3%，同比+1.5pct，棕榈油价格相比去年同期下滑明显，带来毛利率弹性。销售费用率/管理费用率为13.7%/4.3%，同比-3.5pct/-1.0pct，对应归母净利率14.1%，同比+7.1pct，净利率恢复明显。
- **22年综合果仁及豆果增速快，会员店渠道增量明显。** 分品类来看，22年青豌豆/综合果仁及豆果/瓜子仁/蚕豆/其他分别实现营收3.69/3.82/2.31/2.09/2.53亿元，同比+11%/+29%/-1%/0%/15%，综合果仁及豆果增速相对快，主要系山姆渠道放量明显，22年全年山姆渠道预计贡献1.76亿收入。分渠道来看，电商22年下滑5.62%，主要系传统电商平台流量有所下滑，而社交电商布局没有及时跟上。由于KA人流量下滑，我们预计22年传统经销渠道体量略微下滑，经销商端来看，22年底公司正式经销商数量为2142家，同比+199家。公司于22Q3进行渠道战略调整，整体22年零食店基数仍小。
- **各渠道逐步起势，业绩加速可期。** 山姆渠道23Q1延续表现较好，零食店渠道红利明显，甘源逐步布局产品，Q1预计贡献增量明显。电商新负责人到位后，Q1电商渠道预计持续表现亮眼。经销渠道通过扩张经销商，Q1我们预计增速已经转正。展望后续，今年有望成为甘源渠道战略调整后的放量元年，当前各渠道进展顺利，针对各渠道的产品矩阵已经逐步打磨完成。公司擅长口味化产品的调制，老三样沉淀多年具备品牌优势，产品既能做高端会员店亦能做零食量贩渠道，今年各渠道放量可期，季度增长有望环比加速。盈利能力来看，Q1净利率恢复明显，棕榈油当前价格处于7000-8000的相对低水位，往后看，净利率有望逐步回升。我们预计23-25年EPS为2.95/3.92/4.8元，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动风险、口味型坚果行业竞争加剧、商超人流量进一步下滑、食品安全问题。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,294	1,451	2,019	2,629	3,215
增长率 YoY %	10.4%	12.1%	39.2%	30.2%	22.3%
归属母公司净利润 (百万元)	154	158	275	365	448
增长率 YoY %	-14.3%	3.0%	73.9%	32.7%	22.6%
毛利率%	35.1%	34.3%	37.4%	36.9%	36.3%
净资产收益率ROE%	10.6%	10.5%	15.8%	17.6%	18.1%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.70	2.95	3.92	4.80
市盈率 P/E(倍)	46.29	44.92	28.33	21.35	17.42
市净率 P/B(倍)	4.92	4.72	4.46	3.75	3.15

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,118	1,261	1,532	1,760	2,069	
货币资金	510	473	681	831	1,064	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	14	22	30	39	48	
预付账款	24	25	34	44	54	
存货	127	137	181	238	293	
其他	444	604	606	608	609	
非流动资产	704	743	834	1,089	1,321	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	476	483	531	741	931	
无形资产	98	100	141	185	225	
其他	131	160	161	163	164	
资产总计	1,822	2,004	2,366	2,848	3,390	
流动负债	248	373	493	642	789	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	97	139	184	241	298	
其他	152	234	309	401	491	
非流动负债	129	125	125	125	125	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	129	125	125	125	125	
负债合计	377	498	618	767	914	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,445	1,506	1,748	2,081	2,476	
负债和股东权益	1,822	2,004	2,366	2,848	3,390	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,294	1,451	2,019	2,629	3,215	
同比(%)	10.4%	12.1%	39.2%	30.2%	22.3%	
归属母公司净利润	154	158	275	365	448	
同比(%)	-	3.0%	73.9%	32.7%	22.6%	
毛利率(%)	35.1%	34.3%	37.4%	36.9%	36.3%	
ROE%	10.6%	10.5%	15.8%	17.6%	18.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.70	2.95	3.92	4.80	
P/E	46.29	44.92	28.33	21.35	17.42	
P/B	4.92	4.72	4.46	3.75	3.15	
EV/EBITDA	31.79	26.17	18.57	13.73	10.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,294	1,451	2,019	2,629	3,215	
营业成本	840	954	1,263	1,659	2,048	
营业税金及附加	14	17	22	28	32	
销售费用	208	204	279	355	424	
管理费用	59	65	87	105	122	
研发费用	15	23	34	39	42	
财务费用	-10	-11	-14	-18	-23	
减值损失合计	-3	-3	0	0	0	
投资净收益	14	7	10	11	13	
其他	23	8	8	14	14	
营业利润	202	212	366	486	596	
营业外收支	-3	-4	1	1	1	
利润总额	199	208	367	487	597	
所得税	45	50	92	122	149	
净利润	154	158	275	365	448	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	154	158	275	365	448	
EBITDA	208	254	378	500	616	
EPS(当年)(元)	1.65	1.70	2.95	3.92	4.80	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	131	312	371	482	574	
净利润	154	158	275	365	448	
折旧摊销	50	65	44	57	70	
财务费用	-9	-9	0	0	0	
投资损失	-9	-14	-7	-10	-11	
营运资金变动	-7	-54	14	25	32	
其它	5	4	0	0	0	
投资活动现金流	-859	-32	-265	-297	-380	
资本支出	-151	-205	-266	-299	-382	
长期投资	-718	538	0	0	0	
其他	10	-364	2	2	2	
筹资活动现金流	733	-135	-46	-61	-80	
吸收投资	855	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-100	-70	-46	-61	-80	
现金流净增加额	78	-36	-82	-47	-48	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒A股和港股，深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒，熟悉燕京啤酒和乐惠国际。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。