

## 甘源食品 (002991.SZ) 如期释放利润弹性，渠道红利高速增长

2023年04月27日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

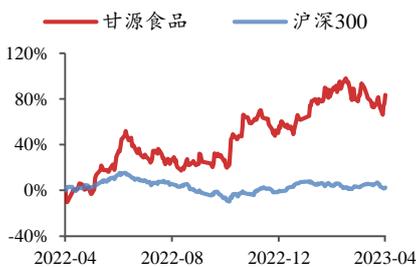
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2023/4/27
当前股价(元)	87.32
一年最高最低(元)	95.48/41.78
总市值(亿元)	81.40
流通市值(亿元)	31.80
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.36
近3个月换手率(%)	143.01

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《收入稳步增长，利润弹性可期——公司信息更新报告》-2022.10.28

《收入增速亮眼，高速增长可期——公司信息更新报告》-2022.8.11

《股权激励顺利落地，底部有望加速成长——公司信息更新报告》-2022.4.29

### ● 收入稳步增长，2023Q1 利润增速亮眼，维持“增持”评级

公司发布 2022 年报、2023Q1 季报，2022 年实现收入 14.5 亿元，同增 12.1%，归母净利润 1.6 亿元，同增 3.0%，2022Q4 收入 4.8 亿元，同增 9.9%，归母净利润 0.7 亿元，同降 9.9%。2023Q1 收入 3.9 亿元，同增 22.2%，归母净利润 0.55 亿元，同增 145.0%。成本下行，利润弹性释放，我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.8(+0.1)亿、3.6(+0.1)、4.5 亿元，同增 75.0%、30.0%、25.7%，当前股价对应 PE 分别为 29.4、22.6、18.0 倍，维持“增持”评级。

### ● 新产品表现亮眼，新渠道带动收入增长

公司 2022Q4 收入增长 9.9%，增速较为平稳，主因旺季备货受到萍乡封控和疫情传播影响。2023Q1 收入增长 22.2%，主因新渠道拓展贡献。分产品看 2022 年青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁和其他系列分别增长 11.2%、-1.3%、0.3%、29.3%、14.8%，其中夏果新品贡献较大。分渠道看，2022 年经销、电商、其他模式分别增长 14.7%、-5.6%、14.2%。其中山姆、零食很忙等新渠道为公司带来较大增长。

### ● 成本回落费用下行，利润弹性如期释放

公司 2022 年毛利率 34.3%，同比下滑 0.8pct，主因 2022H1 棕榈油涨价影响成本，2023Q1 公司毛利率 36.3%，同比提升 1.5pct，主因棕榈油成本回落及新工厂产能利用率提升所致。公司 2022 年、2023Q1 销售费用率分别下降 2.0pct、3.5pct，主因公司收入体量提升，同时会员店、零食店等新渠道的条码费、陈列费减少所致。2022 年、2023Q1 管理费用率分别下滑 0.1pct、1.0pct，整体保持平稳。

### ● 展望未来在渠道红利下持续高速增长

公司通过匹配渠道开发合适产品，组织架构对应渠道进行事业部改革，在会员店、零食连锁、新兴电商等新渠道快速发力，带来收入快速增长。成本下行趋势下，展望 2023Q2 和全年均有较大利润弹性，股权激励目标 2023 年有望顺利追上。

● **风险提示：**食品安全风险，原材料涨价风险，疫情反复影响需求风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,294	1,451	2,008	2,642	3,416
YOY(%)	10.4	12.1	38.4	31.6	29.3
归母净利润(百万元)	154	158	277	360	453
YOY(%)	-14.3	3.0	75.0	30.0	25.7
毛利率(%)	35.1	34.3	37.2	37.4	37.6
净利率(%)	11.9	10.9	13.8	13.6	13.2
ROE(%)	10.6	10.5	15.5	17.4	18.3
EPS(摊薄/元)	1.65	1.70	2.97	3.86	4.86
P/E(倍)	53.0	51.4	29.4	22.6	18.0
P/B(倍)	5.6	5.4	4.6	3.9	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1118	1261	1515	1761	2136
现金	510	473	654	861	1113
应收票据及应收账款	14	22	0	0	0
其他应收款	4	4	7	8	11
预付账款	24	25	42	47	68
存货	127	137	211	245	344
其他流动资产	440	600	600	600	600
<b>非流动资产</b>	704	743	889	1045	1257
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	476	483	627	787	983
无形资产	98	100	109	108	108
其他非流动资产	131	160	152	149	166
<b>资产总计</b>	1822	2004	2403	2806	3394
<b>流动负债</b>	248	373	496	605	801
短期借款	0	0	259	333	514
应付票据及应付账款	97	139	0	0	0
其他流动负债	152	234	236	272	286
<b>非流动负债</b>	129	125	125	125	125
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	129	125	125	125	125
<b>负债合计</b>	377	498	620	730	926
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	93	93	93	93	93
资本公积	958	936	936	936	936
留存收益	453	510	684	916	1211
<b>归属母公司股东权益</b>	1445	1506	1783	2075	2468
<b>负债和股东权益</b>	1822	2004	2403	2806	3394

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	131	312	113	420	419
净利润	154	158	277	360	453
折旧摊销	46	61	56	72	80
财务费用	-10	-11	-3	3	6
投资损失	-14	-7	-9	-10	-10
营运资金变动	-54	95	-206	-3	-109
其他经营现金流	9	17	-2	-2	-1
<b>投资活动现金流</b>	-32	-145	-191	-217	-283
资本支出	205	128	202	229	293
长期投资	538	-170	0	0	0
其他投资现金流	-364	153	11	12	10
<b>筹资活动现金流</b>	-135	-76	0	-70	-66
短期借款	0	0	259	74	181
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-22	0	0	0
其他筹资现金流	-135	-53	-259	-144	-247
<b>现金净增加额</b>	-36	91	-78	133	71

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1294	1451	2008	2642	3416
营业成本	840	954	1260	1654	2133
营业税金及附加	14	17	23	30	39
营业费用	208	204	286	369	481
管理费用	59	65	82	112	148
研发费用	15	23	18	28	40
财务费用	-10	-11	-3	3	6
资产减值损失	-3	-3	0	0	0
其他收益	20	14	16	18	17
公允价值变动收益	3	1	3	4	3
投资净收益	14	7	9	10	10
资产处置收益	0	-6	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	202	212	369	478	597
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	5	2	3	3
<b>利润总额</b>	199	208	367	475	594
所得税	45	50	90	115	142
<b>净利润</b>	154	158	277	360	453
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	154	158	277	360	453
EBITDA	230	255	414	543	671
EPS(元)	1.65	1.70	2.97	3.86	4.86

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.4	12.1	38.4	31.6	29.3
营业利润(%)	-16.5	4.9	74.1	29.5	25.0
归属于母公司净利润(%)	-14.3	3.0	75.0	30.0	25.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.1	34.3	37.2	37.4	37.6
净利率(%)	11.9	10.9	13.8	13.6	13.2
ROE(%)	10.6	10.5	15.5	17.4	18.3
ROIC(%)	9.2	9.2	12.6	14.2	14.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.7	24.8	25.8	26.0	27.3
净负债比率(%)	-28.0	-24.6	-16.6	-20.6	-20.2
流动比率	4.5	3.4	3.1	2.9	2.7
速动比率	3.8	2.9	2.5	2.4	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	115.3	82.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	10.3	8.1	18.2	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.70	2.97	3.86	4.86
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	3.35	1.22	4.51	4.50
每股净资产(最新摊薄)	15.50	16.15	19.13	22.26	26.48
<b>估值比率</b>					
P/E	50.8	49.3	28.2	21.7	17.2
P/B	5.4	5.2	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	30.3	26.8	16.7	12.5	10.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn