

2023年7月9日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

首席证券分析师：

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师：

任晓帆 S0630522070001

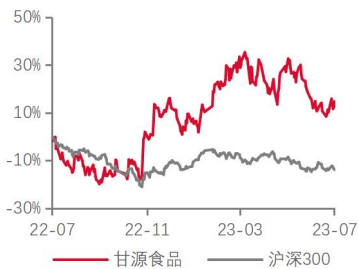
rxf@longone.com.cn

联系人：

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2023/07/07
收盘价	78.81
总股本(万股)	9,322
流通A股/B股(万股)	3,642/0
资产负债率(%)	18.97%
市净率(倍)	5.02
净资产收益率(加权)	3.59
12个月内最高/最低价	95.48/54.76

**相关研究**

1.甘源食品（002991）：迎加速期，口味型坚果龙头崛起-20230601

甘源食品（002991）：维持高水准表现，下半年值得期待

——公司简评报告

投资要点：

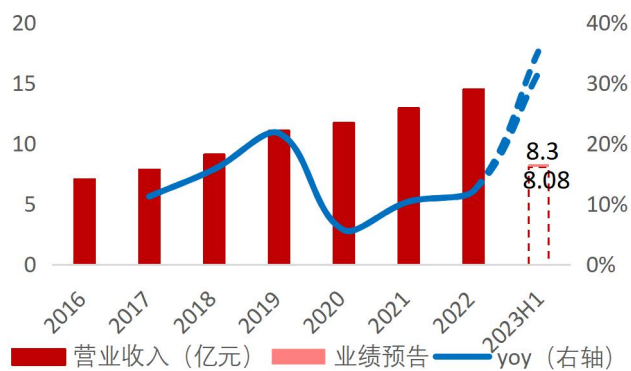
- **事件：**7月7日，公司发布中报业绩预告，2023年H1公司营业收入预计分别达8.08亿元~8.3亿元（+31.58%~35.17%），归母净利润预计达1.15亿元~1.28亿元（+179.78%~211.41%），扣非净利润预计达0.98亿元~1.10亿元（+199.06%~235.68%），整体表现基本符合市场对公司的高预期。
- **点评：Q2业绩环比提速，维持高水准表现。**基于上半年业绩预告，我们预计Q2收入、归母净利润、扣非净利润同比增速区间分别为41.87-49.36%、222%~292%、475%~616%，整体业绩继续维持高水准表现且继续加速。我们认为：**第一**，公司全渠道战略奏效，去年开拓并于今年进一步加深与零食量贩店、商超会员店系统合作，加强线上电商短视频和直播、达播等新业态铺设以及线上经销商合作，预计高端会员店、零食专营店、线上继续维持新年以来的高水准月销表现；**第二**，去年、今年新品持续带来业绩增量的同时，公司也通过包装、价格调整，带动KA性价比产品维持稳健表现，新品研发及调整成为渠道持续开拓的主要驱动。**第三**，主要原材料棕榈油价格有所回落，其他部分原材料价格有小幅波动，整体原材料采购成本有所回落。
- **展望：品类优势较强，树坚果龙头弹性较大**
 - （1）2022事业部改制，激活产品及渠道势能，下半年渠道开拓及新品表现值得期待。**2022年公司事业部改制，分为袋装、散装及各个渠道共8个事业部，管理更加精细化，电商迎来新的掌舵人。2023年通过产品包装、价格等适应性改革及渠道推动，公司在全渠道发力的基础上，更容易抓住渠道红利。下半年来看，公司新品5月已进入部分高端会员店等渠道，弹性值得期待表现值得期待。
 - （2）零食专营店红利仍在持续，甘源食品成口味型坚果“刚需”。**①**行业红利持续。**2020年以来，零食专营店，因更便宜的价格（比KA商超便宜20-30%）、更强的零食购物体验（只做零食，多个SKU，多为100-150平米大店）、较低的闭店率（头部品牌10%以下）、较弱的市场竞争（主要以三四线城市为主），在全国以区域割据的方式在各省崛起，2022年末头部品牌门店总数达万家，较2021年接近翻倍。目前零食折扣渠道在零食零售渠道中零售额占比预计低于5%，将对占比超过7成的商超、流通渠道产生一定替代，零食专营店短期红利仍将持续。零食很忙在去年未开店超2000家的基础上，2023年6月开店超3000家。②**甘源食品渠道优势明显。**甘源食品因口味型坚果品类优势，竞争预计其他品种。基于渠道调研数据，零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、零食优选等主流零食专营店，甘源食品往往为口味型坚果刚需，SKU占比较高。
- **投资建议：**基于有益公司的行业变革持续（短期零食专营爆发，长期制造龙头崛起），公司去年渠道改革见成效、多渠道放量、今年新品储备充足。我们预计2023/2024年公司归母净利润分别为2.66/3.42亿元，同比增速为68.04%/28.59%，对应EPS为2.86/3.67元/股，对应P/E为28/21，维持“买入”评级。
- **风险提示：**零食专营店竞争加剧的风险；部分细分产品竞争加剧的风险；产品原材料价格波动的风险；食品安全的风险。

盈利预测与估值简表 (截至2023年7月7日)

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E
主营收入	1450.68	2092.72	2658.31
同比增速(%)	12.11	44.26	27.03
归母净利润	158.30	266.01	342.07
同比增速(%)	3.03	68.04	28.59
每股盈利(元)	1.70	2.86	3.67
PE(倍)	46.37	27.59	21.46

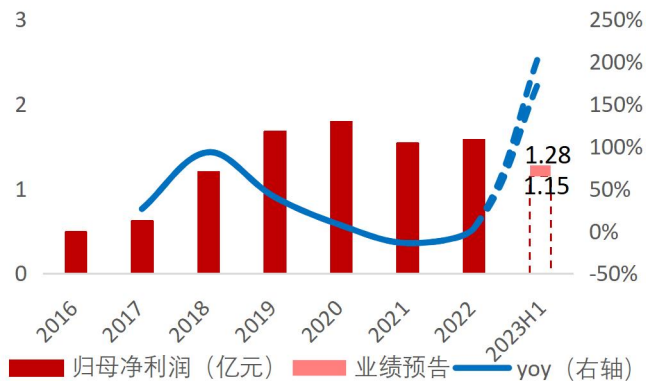
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 1 2016-2023H1 营业收入及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 2 2016-2023H1 归母净利润及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
流动资产	1260.62	1460.29	1754.30
现金	472.81	622.64	817.26
应收账款	25.79	30.09	44.95
应收票据	0.00	0.00	0.00
预付账款	25.31	36.64	46.23
存货	136.68	164.59	234.25
非流动资产	743.05	742.53	743.06
固定资产	482.67	500.61	512.98
无形资产	100.12	98.10	97.11
资产总计	2003.67	2202.83	2497.36
流动负债	372.85	430.07	588.80
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	138.72	160.62	238.92
非流动负债	124.92	126.95	125.94
长期借款	0.00	0.00	0.00
其他	124.92	126.95	125.94
负债合计	497.78	557.03	714.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
股本	93.22	93.13	93.13
资本公积	936.13	936.13	936.13
留存收益	510.13	616.54	753.36
归属母公司股东权益	1505.90	1645.80	1782.63
负债和股东权益	2003.67	2202.83	2497.36

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
经营活动现金流	312.11	294.65	418.08
净利润	158.30	266.01	342.07
折旧摊销	61.26	28.22	30.27
财务费用	-9.40	-10.71	-11.07
投资损失	-7.18	-10.78	-8.98
营运资金变动	151.94	17.97	63.35
投资活动现金流	-145.38	-29.43	-29.29
其他	-143.05	2.90	4.09
筹资活动现金流	-75.51	-115.40	-194.17
短期借款	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00
其他	-95.63	-583.72	-194.17

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
营业总收入	1450.68	2092.72	2658.31
营业成本	953.62	1355.72	1709.33
营业税金及附加	16.96	24.46	31.07
营业费用	203.78	293.97	373.42
管理费用	65.26	94.15	116.93
财务费用	-11.42	-10.71	-11.07
营业利润	211.80	352.94	453.11
营业外收入	1.11	0.70	0.91
营业外支出	4.85	4.03	4.44
利润总额	208.06	349.62	449.58
所得税	49.76	83.61	107.52
净利润	158.30	266.01	342.07
归属母公司净利润	158.30	266.01	342.07
EBITDA	273.84	782.51	967.89
EPS(元)	1.70	2.86	3.67

	2022	2023E	2024E
成长能力			
营业收入	12%	44%	27%
营业利润	5%	67%	28%
归属母公司净利润	3%	68%	29%
获利能力			
毛利率	34%	35%	36%
净利率	11%	13%	13%
ROE	11%	16%	19%
ROIC	33%	67%	89%
偿债能力			
资产负债率	25%	25%	29%
流动比率	338%	340%	298%
速动比率	301%	301%	258%
营运能力			
总资产周转率	0.76	0.99	1.13
应收账款周转率	67.20	74.90	70.84
应付账款周转率	12.33	13.98	13.31
每股指标(元)			
每股经营现金	2.43	2.29	3.25
每股净资产	16.17	17.67	19.14
估值比率			
P/E	46.37	27.59	21.46
P/B	4.87	4.46	4.12
EV/EBITDA	21.88	16.39	12.44

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年7月7日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089