



甘源食品 (002991.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新品势能充足, Q2 业绩超预期

业绩简评

公司于7月7日发布业绩预告, 预计23H1实现营收8.1-8.3亿元(中枢为8.2亿元, 下同), 同比+32%-35%; 归母净利润1.2-1.3亿元(1.2亿元), 同比+180%-211%; 扣非归母净利润1.0-1.1亿元(1.0亿元), 同比+199%-236%。其中23Q2实现营收4.2-4.4亿元(4.3亿元), 同比+42%-49%; 归母净利润0.6-0.7亿元(0.7亿元), 同比+222%-292%; 扣非归母净利润0.5-0.6亿元(0.5亿元), 同比+474%-616%。业绩超预期, 主要系新品和渠道调整, 棕榈油成本大幅下降。

经营分析

公司Q2收入提速系产品梳理逐步到位, 新渠道扩张速度加快。1) 分产品看, 老三样基本盘维持平稳增长; 综合豆果优化包装和产品组合, 在零食专营和商超渠道起量; 芥末味夏威夷果在山姆月销稳健、新品冻干坚果成功铺市盒马、Costco 门店。2) 分渠道看, 零食量贩客户目前合作超50家, 且核心客户门店数量快速增长+入驻品类逐渐丰富, Q2月销超2kw。商超渠道针对性拆分散装和定量装, 聚焦潜力优质经销商, 逐步淘汰尾部经销商, 基本完成增长目标。会员商超方面, 主推定制化风味产品, 有效提升门店铺市率, 5月新品仍在陆续上量。

净利率持续优化, 全年有望超预期。若采用收入、净利润中枢估算, 23Q2净利率为15.5%, 同比+9.2pct, 环比+1.4pct。1) 主材料棕榈油成本占比10%+, 采购价同比降幅约20%。包材、运费、辅料成本持续收缩。2) 安阳工厂产能利用率提升, 新品薯片在零食渠道起势快, 目前盈利能力稳定, 叠加冻干坚果上量后可以实现盈亏平衡。3) 费用控制得当, 广告形式以成本较低的话题和内容类营销为主, 暂未考虑地推及代言人。

公司产品创新力强, H1上新多款口味型坚果, 有望复刻芥果路径成为会员商超爆品。22年拆分事业部进行渠道梳理, 电商、零食专营、会员商超渠道产品定位准确, 势能率先释放。商超、流通两大基本盘待渠道理顺后有望快速起量。我们看好公司产品和渠道的成长空间, 成本下行和供应链优化持续助力H2利润率改善。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年归母净利润分别为2.5/3.5/4.6亿元, 同比增长61%/37%/32%, 对应PE分别为28x/21x/16x, 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): 78.81元

相关报告:

- 《甘源食品公司点评: 多元渠道扩张, 助力业绩改善》, 2023.4.26
- 《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



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	254.9	348.5	459.7
归母净利润增长率	-14.29%	3.03%	61.03%	36.73%	31.90%
摊薄每股收益(元)	1.648	1.698	2.735	3.739	4.93
每股经营性现金流净额	1.40	3.35	3.63	5.30	6.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.64%	10.51%	15.35%	18.25%	20.25%
P/E	46.29	44.92	28.05	20.51	15.55
P/B	4.92	4.72	4.30	3.74	3.15

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	-1,300	-1,704	-2,180
%销售收入	59.9%	64.9%	65.7%	64.0%	63.5%	63.3%
毛利	470	454	497	731	980	1,266
%销售收入	40.1%	35.1%	34.3%	36.0%	36.5%	36.7%
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	-274	-357	-448
%销售收入	17.5%	16.1%	14.0%	13.5%	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	309	428	568
%销售收入	17.1%	12.2%	13.0%	15.2%	16.0%	16.5%
财务费用	2	10	11	11	14	21
%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%	2.4%	2.2%	2.0%
营业利润	242	202	212	343	468	616
营业利润率	20.6%	15.6%	14.6%	16.9%	17.4%	17.9%
营业外收支	-1	-3	-4	-3	-3	-3
税前利润	241	199	208	340	465	613
利润率	20.6%	15.4%	14.3%	16.7%	17.3%	17.8%
所得税	-62	-45	-50	-85	-116	-153
所得税率	25.7%	22.8%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	179	154	158	255	349	460
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	255	349	460
净利率	15.3%	11.9%	10.9%	12.6%	13.0%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	179	154	158	255	349	460
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	46	77	91
经营活动现金净流	203	131	312	339	494	628
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	96	261	397

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	149	510	473	568	829	1,225
应收款项	13	17	26	32	43	56
存货	89	127	137	178	233	299
其他流动资产	978	464	625	633	644	657
流动资产	1,230	1,118	1,261	1,411	1,749	2,237
%总资产	69.8%	61.3%	62.9%	63.3%	66.5%	70.5%
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%	29.1%	26.8%	23.7%
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%	36.7%	33.5%	29.5%
资产总计	1,760	1,822	2,004	2,230	2,632	3,173
短期借款	0	4	3	0	0	0
应付款项	102	133	202	211	279	360
其他流动负债	114	112	168	260	346	447
流动负债	216	248	373	471	626	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	569	722	903
普通股股东权益	1,421	1,445	1,506	1,661	1,910	2,270
其中：股本	93	93	93	93	93	93
未分配利润	309	393	450	605	854	1,214
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	2,230	2,632	3,173

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.923	1.648	1.698	2.735	3.739	4.932
每股净资产	15.243	15.498	16.155	17.820	20.489	24.351
每股经营现金净流	2.180	1.402	3.348	3.632	5.301	6.734
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%	15.35%	18.25%	20.25%
总资产收益率	10.18%	8.43%	7.90%	11.43%	13.24%	14.49%
投入资本收益率	10.29%	8.26%	9.37%	13.96%	16.82%	18.76%
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%	64.06%	38.51%	32.55%
净利润增长率	6.71%	-14.29%	3.03%	61.03%	36.73%	31.90%
总资产增长率	104.2%	3.50%	9.97%	11.28%	18.05%	20.57%
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%	-69.62%	-74.20%	-79.90%
EBIT 利息保障倍数	-105.4	-15.8	-16.5	-29.2	-29.9	-26.8
资产负债率	19.28%	20.71%	24.84%	25.50%	27.43%	28.47%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-10	增持	58.74	N/A
2	2022-04-28	增持	48.50	N/A
3	2022-08-11	买入	62.80	N/A
4	2022-10-27	买入	60.25	N/A
5	2023-04-26	买入	82.63	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



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。

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究