

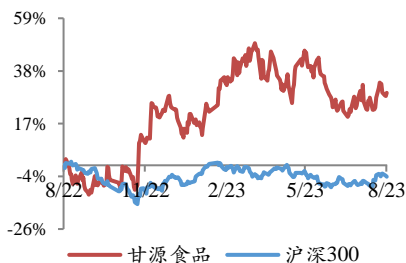
深化改革后收入增长提速，成本下行促进盈利能力修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-09

收盘价（元）	80.49
近12个月最高/最低（元）	92.94/55.03
总股本（百万股）	93
流通股本（百万股）	50
流通股比例（%）	53.30
总市值（亿元）	75
流通市值（亿元）	40

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1. 甘源食品-深度报告：产品为矛渠道为盾，改革深化开启发展加速度
2023-05-19

主要观点：

● 事件：公司发布 2023 年半年度报告

公司发布 2023 年中报，23H1 实现营收 8.26 亿元，同比增长 34.6%；归母净利润 1.20 亿元，同比增长 190.9%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比增长 214.4%。其中，23Q2 实现营收 4.35 亿元，同比增长 48.1%；归母净利润 0.64 亿元，同比增长 246.5%，扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 533.5%。半年度实际收入落在此前业绩预告区间上限附近；实际利润落在此前业绩预告区间下限附近。

● 23Q2 收入增长提速，传统商超渠道显现改革成效，量贩零食、高端会员渠道增量贡献较大

23Q1 收入增长受到年初疫情感染面迅速扩大的影响，Q2 生产与订单恢复正常状态，公司渠道及产品改革的效果开始体现，23Q2 收入增速 48.1%，较此前显著提升。其中，散装渠道在完成产品梳理及扩品动作之后增速转正；零食专营渠道一方面享受当前量贩零食赛道扩容红利，另一方面公司重新打造符合高性价比特征的产品组合，老三样、花生、薯片等产品在量贩零食渠道动销表现较好，预计目前量贩零食渠道月销超 2000 万；电商团队继续保持高积极性，把握住新兴电商快速崛起之机遇，实现电商渠道快速增量；高端会员店渠道对应的产品受欢迎度高，同时公司持续增加合作会员店品牌及增加合作产品，因此高端会员店渠道在去年以来销售稳健的基础上有进一步增长的空间。23H1 经销模式（包括高端会员店、零食专营等渠道）实现收入 6.80 亿元，同比增长 36.3%；电商模式实现收入 1.24 亿元，同比增长 36.4%；其他模式（包括商超直营、受托加工等）实现收入 0.19 亿元，收入占比较低，仅约 2.4%。分产品看，综合果仁及豆果系列收入增速领衔，23H1 同比增长 48.1%，营收占比提升至 31.9%，已超越老三样成为公司收入第一大贡献系列，主因公司加大调味坚果、综合果仁等系列的产品创新力度，并配合以渠道扩张，实现收入高增长。老三样青豌豆/瓜子仁/蚕豆分别同比增长 16.1%/11.0%/11.2%，维持稳健增长态势。其他系列收入同比亦有大幅增长（+34.3%），主要系薯片、花生产品销量大幅增长所致。

● 毛利率受益于棕榈油成本大幅下行，本轮改革完成后降费提效成果显现

毛利率方面，23H1 公司毛利率 35.6%，同比提升 3.5pp，主要受益于核心生产辅料棕榈油价格大幅下降。22H1 公司棕榈油采购价 11.35 元/公斤，23H1 棕榈油采购价 7.44 元/公斤，同比大幅下降 34.3%。棕榈油价格自 2022 年 6 月高点大幅回落，主要与全球油脂需求不佳、棕榈油供给大国的供应量有所提升有关。费用率方面，23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.7%/4.4%/1.3%/-0.9%，分别同比-3.9/-1.2/-0.4/+0.1 pp。本轮渠道改革完成后，公司渠道精细化运作能力显著提升、产品动销能力增强，费用投放效率亦有明显提升，收入规模更快增长带来费用率的整体下降。23H1 公司最终实现净利率 14.5%，在去年同期低基数之上同比大幅提升约 7.8pp，逐步向 21 年前的正常利润率水平回归。

● 主力渠道环比改善可期，零食专营、高端会员、电商渠道保持高增长势能，产品创新驱动中长期成长

本轮零食产业渠道结构变化显著促进公司深化改革，目前公司充分把握不同细分渠道的特点，在渠道端进行精细化运营。后端则有供应链的较强支撑，有序推进产品矩阵的重新梳理，尤其在调味坚果领域加速推陈出新，芥末味夏威夷果等产品享有消费者的高度评价，也为渠道及终端带来丰厚利润。展望未来，短期来看，预计下半年公司散装、袋装渠道仍将处于渠道与产品调整后的修复改善阶段；而零食专营、高端会员店、电商渠道的运营已趋于成熟，并保持较高的增长势能，预计能为公司带来较为确定的增量，保障股权激励目标顺利达成。中长期来看，甘源食品为行业中具有突出产品研发能力的企业，公司前瞻性布局空间宽阔的调味坚果赛道，巩固自身在研发创新自产方面的优势，可借助已形成的多元立体渠道网络实现全渠道推广，打开长期成长空间。

● 盈利预测与投资建议

我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 20.5/26.7/32.2 亿元，同比 +41.3%/+30.2%/+20.6%；实现归母净利润 2.7/3.6/4.5 亿元，同比 +70.9%/+34.4%/+24.3%；EPS 分别为 2.90/3.90/4.85 元。当前股价对应 PE 分别为 28/21/17 倍，考虑到公司正处于深化改革后的加速发展期，成长空间与成长速度可观，且具备在产品、品牌、渠道上的竞争优势，我们认为当前估值水平处于合理区间的下限，维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 渠道扩张进程不及预期；2) 行业竞争加剧，产品放量受阻；3) 全球通胀问题持续突出，成本端压力增大；4) 新品推广不及预期风险；5) 食品安全问题。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1451	2050	2668	3217
收入同比	12.1%	41.3%	30.2%	20.6%
归属母公司净利润	158	271	364	452
净利润同比	3.0%	70.9%	34.4%	24.3%
毛利率	34.3%	36.1%	36.5%	36.7%
ROE	10.5%	16.2%	19.1%	20.8%
每股收益 (元)	1.72	2.90	3.90	4.85
P/E	44.35	27.73	20.64	16.61
P/B	4.72	4.50	3.95	3.45
EV/EBITDA	25.11	18.09	13.29	10.59

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1261	1350	1601	1913	营业收入	1451	2050	2668	3217
现金	473	499	645	805	营业成本	954	1310	1694	2037
应收账款	22	26	33	36	营业税金及附加	17	24	31	38
其他应收款	4	5	6	7	销售费用	204	281	360	428
预付账款	25	33	41	47	管理费用	65	88	109	125
存货	137	189	231	275	财务费用	-11	-10	-11	-14
其他流动资产	600	598	646	744	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
非流动资产	743	856	939	979	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	15	10	10
固定资产	483	545	573	575	营业利润	212	357	478	594
无形资产	100	101	101	100	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	160	210	265	304	营业外支出	5	4	4	4
资产总计	2004	2206	2539	2892	利润总额	208	354	475	591
流动负债	373	414	512	594	所得税	50	83	112	139
短期借款	0	0	0	0	净利润	158	271	364	452
应付账款	139	152	186	221	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	234	261	326	373	归属母公司净利润	158	271	364	452
非流动负债	125	126	127	126	EBITDA	265	387	517	633
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.72	2.90	3.90	4.85
其他非流动负债	125	126	127	126					
负债合计	498	540	639	721					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	93	93	93	93	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	936	936	936	936	成长能力				
留存收益	477	637	871	1142	营业收入	12.1%	41.3%	30.2%	20.6%
归属母公司股东权	1506	1666	1900	2172	营业利润	4.9%	68.4%	34.1%	24.1%
负债和股东权益	2004	2206	2539	2892	归属于母公司净利	3.0%	70.9%	34.4%	24.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	34.3%	36.1%	36.5%	36.7%
					净利率 (%)	10.9%	13.2%	13.6%	14.0%
					ROE (%)	10.5%	16.2%	19.1%	20.8%
					ROIC (%)	10.0%	15.4%	18.5%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	24.8%	24.5%	25.2%	24.9%
					净负债比率 (%)	33.1%	32.4%	33.7%	33.2%
					流动比率	3.38	3.26	3.12	3.22
					速动比率	2.91	2.70	2.58	2.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.97	1.12	1.18
					应收账款周转率	82.00	85.71	90.00	92.31
					应付账款周转率	8.11	9.00	10.00	10.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.72	2.90	3.90	4.85
					每股经营现金流薄)	3.35	3.11	4.89	5.74
					每股净资产	16.15	17.88	20.38	23.30
					估值比率				
					P/E	44.35	27.73	20.64	16.61
					P/B	4.72	4.50	3.95	3.45
					EV/EBITDA	25.11	18.09	13.29	10.59

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，2年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。