

甘源食品 (002991.SZ) 收入增长略超预期，利润弹性如期释放

2023年08月11日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

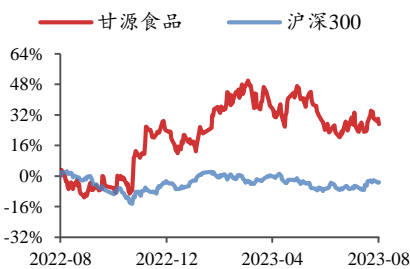
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2023/8/10
当前股价(元)	78.81
一年最高最低(元)	95.48/54.76
总市值(亿元)	73.46
流通市值(亿元)	39.16
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.50
近3个月换手率(%)	87.85

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《如期释放利润弹性，渠道红利高速增长——公司信息更新报告》-2023.4.27
- 《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

● 收入利润快速增长，维持“增持”评级

公司2023H1实现收入8.3亿元，同比增长34.6%，归母净利润1.2亿元，同比增长190.9%；其中2023Q2实现收入4.4亿元，同比增长48.1%，归母净利润0.64万元，同比增长246.5%。我们维持盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.8、3.6、4.5亿元，同比增长75.0%、29.9%、25.4%，当前股价对应PE分别为26.5、20.4、16.3倍，维持“增持”评级。

● 新渠道快速发展，新产品贡献较大增量

分渠道看，公司2023H1经销模式实现收入6.8亿元，同比增长36.3%，其中零食折扣店和高端会员店贡献较大增量；电商模式实现收入1.2亿元，同比增长36.4%，主因达播直播线上分销业务增长所致。分品类看，公司2023H1综合果仁及豆果实现收入2.3亿元，同增47.3%，主因公司调味坚果新品增长所致；青豌豆、瓜子仁、蚕豆分别实现收入2.0、1.2、1.1亿元，同增32.2%、24.4%、20.9%；其他系列产品实现收入1.6亿元，同增42.4%，主因薯片和花生产品增长所致。

● 毛利率提升费用率下降，利润弹性如期释放

毛利率方面，公司2023Q2毛利率同比提升5.8pct，主因原材料棕榈油上半年采购价格同比下降34.3%所致，预计棕榈油未来价格将保持稳中有降趋势。费用方面，公司2023Q2销售费用率下降4.2pct，主因公司收入体量提升，广告费用减少，以及会员店、零食店等新渠道的条码费、陈列费减少所致。管理费用率下降1.4pct，主因公司收入增长及人员薪资小幅减少所致。

● 新兴渠道有望长期增长，产品研发助力公司行稳致远

公司组织架构改革，梳理调整传统经销商渠道，会员店、零食店新渠道保持高速增长；公司新品研发能力较强，针对高端会员店、零食折扣店、新兴电商各高速增长新渠道推出合适产品，公司在渠道和产品双重发力下，实现收入快速增长，预计公司2023-2024年股权激励目标有望顺利完成。

● **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	451
YOY(%)	-14.3	3.0	75.0	29.9	25.4
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	16.5	18.5	19.5
EPS(摊薄/元)	1.65	1.70	2.97	3.86	4.84
P/E(倍)	47.8	46.4	26.5	20.4	16.3
P/B(倍)	5.1	4.9	4.4	3.8	3.2

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
流动资产	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
非流动资产	704	744	890	1046	1259
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	162	154	151	167
资产总计	1822	2005	2405	2807	3395
流动负债	248	373	596	731	959
短期借款	0	0	359	458	672
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
非流动负债	129	126	126	126	126
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	129	126	126	126	126
负债合计	377	499	722	857	1085
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	640	800	983
归属母公司股东权益	1445	1506	1683	1950	2310
负债和股东权益	1822	2005	2405	2807	3395

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	131	312	116	427	427
净利润	154	158	277	360	451
折旧摊销	46	61	56	72	80
财务费用	-10	-11	0	9	14
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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-135	-76	-103	-102	-105
短期借款	0	0	359	99	214
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	-462	-201	-319
现金净增加额	-36	91	-178	107	38

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	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	283	362	474
管理费用	59	65	82	112	148
研发费用	15	23	18	28	40
财务费用	-10	-11	0	9	14
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
营业利润	202	212	369	477	595
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	5	2	3	3
利润总额	199	208	367	475	592
所得税	45	50	90	115	141
净利润	154	158	277	360	451
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	154	158	277	360	451
EBITDA	230	255	417	550	678
EPS(元)	1.65	1.70	2.97	3.86	4.84

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	10.4	12.1	38.4	31.6	29.3
营业利润(%)	-16.5	4.9	74.1	29.4	24.8
归属于母公司净利润(%)	-14.3	3.0	75.0	29.9	25.4
获利能力					
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	16.5	18.5	19.5
ROIC(%)	9.2	9.2	12.7	14.4	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	20.7	24.9	30.0	30.5	32.0
净负债比率(%)	-28.0	-24.6	-11.6	-15.5	-14.8
流动比率	4.5	3.4	2.5	2.4	2.2
速动比率	3.8	2.9	2.1	2.0	1.8
营运能力					
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.70	2.97	3.86	4.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	3.35	1.25	4.58	4.58
每股净资产(最新摊薄)	15.50	16.15	18.05	20.92	24.78
估值比率					
P/E	47.8	46.4	26.5	20.4	16.3
P/B	5.1	4.9	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	28.4	25.0	15.7	11.7	9.5

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