

2023年8月11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	2023/08/11
收盘价	76.22
总股本(万股)	9,322
流通A股/B股(万股)	4,969/0
资产负债率(%)	20.13%
市净率(倍)	4.65
净资产收益率(加权)	7.62
12个月内最高/最低价	95.48/54.76

**相关研究**

1.《甘源食品（002991.SZ）：维持高水准表现，下半年值得期待——公司简评报告》-20230709

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

甘源食品（002991）：增长稳健，盈利空间持续释放

——公司简评报告

投资要点：

- **事件：**8月9日，公司发布2023年半年度报告，实现营收8.26亿元（+34.57%），归母净利润1.20亿元（+190.92%），营收落在此前业绩预告上轨，盈利落在业绩预告中枢，整体符合预期。Q2单季度实现营收4.35亿元（+48.12%，环比+11.16pct），归母净利润0.64亿元（+246.50%，环比+16.78pct），营收利润双双提速。
- **点评：Q2业绩同比高增，环比持续优秀，营收增长稳健，盈利空间持续释放。第一，**公司以老三样为基本盘提量创利，以综合果仁及豆果扩大规模，以新品扩充产品增量和品牌势能（薯片和花生表现突出），产品矩阵培育良好。**第二，**全渠道战略下，零食专营店、会员店和电商成为核心驱动。同时产品与渠道分层适配，老三样在电商自营平台、综合果仁及豆果在经销渠道、新品在会员店表现突出。叠加经销商下沉拓展、提质优化，公司有望打开产品+渠道双轮增长空间。**第三，**受益棕榈油高位回落以及渠道结构变化带来的费控优化，盈利空间打开。预计2023H2在中秋、国庆、“双十一”、“双十二”等节假日旺季助推下，匹配销售组织架构调整，公司业绩有望迎来持续兑现。
- **产品：老三样提速，综合果仁及豆果继续高增，新品薯片和花生表现突出。①产品表现：**2023H1综合果仁及豆果/蚕豆/瓜子仁/青豌豆/其他系列分别贡献2.30/1.09/1.23/2.03/1.59亿元，同比+47.29%/+20.92%/+24.36%/+32.21%/+42.42%，环比-18.30/+19.59/+27.93/+14.35/+5.93pct。公司形成了以豆类炒货、调味坚果仁和膨化烘焙为主的休闲产品矩阵，其中**经典老三样**在同期低增速基数上明显提速，**综合果仁及豆果**在同期+65.59%高增长基数上继续保持较快增长，**新品推出**（冻干芒果腰果、冻干榴莲腰果、藤椒腰果、玫瑰盐山核桃仁、芥末味绿蚕豆等）完善了调味坚果产品的系列化和品牌化，薯片和花生表现突出。新品在高端会员店放量带动其他系列高增，预计下半年新品势能增强，持续带来业绩增量。**②量价角度：**综合果仁及豆果（量+68.82%，价-12.75%），蚕豆（量+17.36%，价+3.03%），瓜子仁（量+21.47%，价+2.38%），青豌豆（量+28.13%，价+3.18%），其他（量+41.70%，价+0.51%），产品以销量驱动为主，除综合果仁及豆果降价外，其余吨价均呈低单个位数上涨。预计综合果仁及豆果降价与零食专营店放量、性价比提升有关。
- **渠道：零食专营店、会员店、电商为主要驱动。**2023H1经销实现营收6.80亿元（+36.26%，环比+22.11pct，占比82.31%），电商1.24亿元（+36.37%，环比+31.91pct，占比15.05%），其他0.19亿元（-2.73%，环比-18.75pct，占比2.36%），预计零食专营店、会员店、电商为主要驱动。**①经销渠道：1>经销商：**截至2023年6月底，经销商数量为2643家（同比+261家），2022H2/2023H1分别+541/-280家，经销商平均提货额为25.73万元（+22.80%），预计公司2022年下半年大力拓展经销商队伍后今年开始提质优化。零食专营店（月销2000万元左右）、高端会员店（Costco、盒马等）预计继续维持高水准表现。**2>地区：**华东/华北/华中/西南/西北/华南/东北分别实现营收1.75/1.68/1.22/1.05/0.45/0.50/0.32亿元，同比+47.37%/+50.77%/+27.59%/+23.89%/+10.64%/+26.28%/+22.40%，预计华东经销渠道进一步渗透，基地市场优势巩固，华北受益天津经销商创收贡献、华中和西南地区受益于零食专营店崛起表现优秀，全国化市场培育良好。**3>产品，**综合果仁及豆果、其他系列在经销渠道增长突出，同比+66.19%/+51.35%。**②电商：**电商自营业务/平台销售收入分别为0.94/0.30亿元，同比+50.67%/+5.20%。公司以“自播提效，达播升级，短视频下沉”为宗旨，大力发展品牌自播、达播以及短视频业务。青豌豆、蚕豆和瓜子仁分别同比+98.70%/+86.03%/+106.16%，预计老三样在自营平台增速亮丽带动整体电商渠道高增。

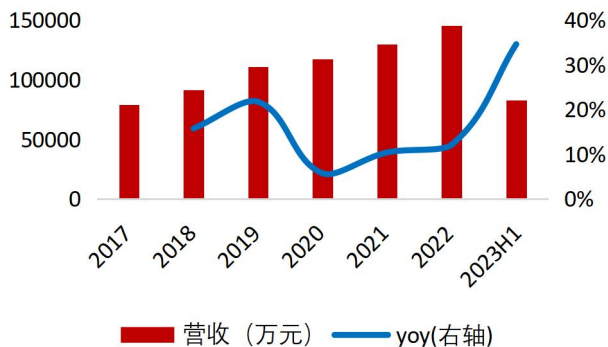
- **费率：棕榈油价格回落，费率同比改善明显，盈利空间持续释放。**①**毛利率：1>整体毛利率：**2023H1毛利率为35.60%（+3.50pct），2022年以来季度毛利率分别为34.85%/29.11%/37.14%/34.90%/36.35%/34.93%，Q2毛利率同比改善明显主要由于，**第一**，主要原材料棕榈油自2022年年中高位回落，上半年棕榈油采购价格为7.44元/公斤，同比-34.33%。**第二**，安阳工厂产能利用率提升。**2>分部毛利率：**棕榈油下降背景下，产品吨成本全线同比-5%以上。产品毛利率除综合果仁及豆果外均出现上升。综合果仁及豆果/蚕豆/瓜子仁/青豌豆/其他吨成本为3.51/1.30/1.32/1.18/1.95万元/吨，同比-12.29%/-5.25%/-8.58%/-9.40%/-5.20%。毛利率22.18%/45.07%/43.69%/48.15%/16.69%，同比-4.37/+4.78/+6.59/+7.12/+1.94pct。电商渠道受线上策略调整毛利率同比+8.98%。②**期间费率：**Q2单季度期间费率为16.49%（同比-5.28pct，环比-2.00pct），费控管理优秀。销售/管理/研发/财务费率分别为11.82%/4.38%/1.34%/-1.05%，同比-4.21/-1.41/+0.11/+0.23pct。受渠道结构变化及渠道管理精细化，销售率降幅明显，带动毛销差优势提升至23.11%（同比+10.03pct，环比+0.43pct），归母净利率为14.81%（同比+8.48%，环比+0.71pct），盈利空间释放。
- **现金流：现金储备充沛。**2023H1销售收现8.78亿元（+26.61%），低于报表收入，预计新兴渠道占比提升有关。截至2023年6月底，现金及现金等价物4.11亿元，较年初增加2.06亿元，现金储备充沛。
- **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。零食很忙在去年末开店超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1.70/2.86元/股，对应P/E为45/27，维持“买入”评级。
- **风险提示：**零食专营店竞争加剧的风险；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

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)	44.84	26.69	20.75

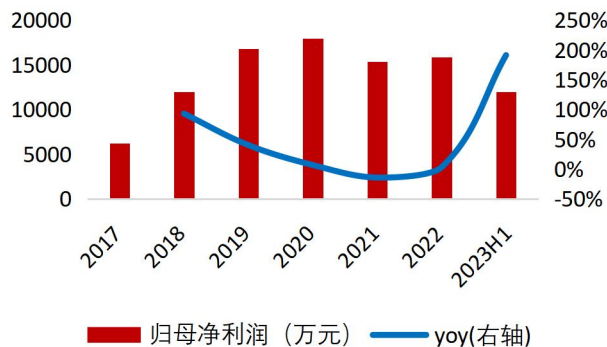
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年8月11日

图 1 2017-2023H1 营收及增速



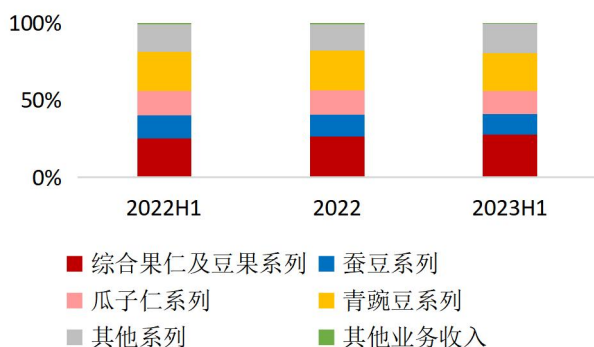
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 2 2017-2023H1 归母净利润及增速



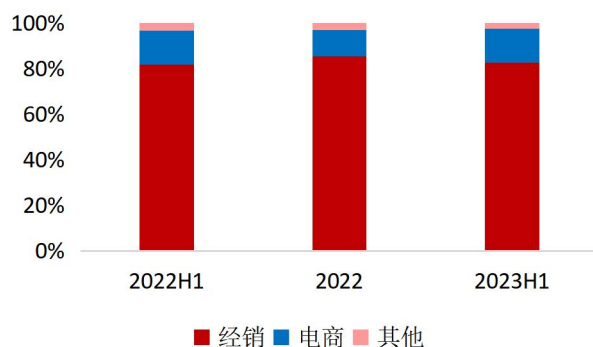
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 3 公司近期产品结构



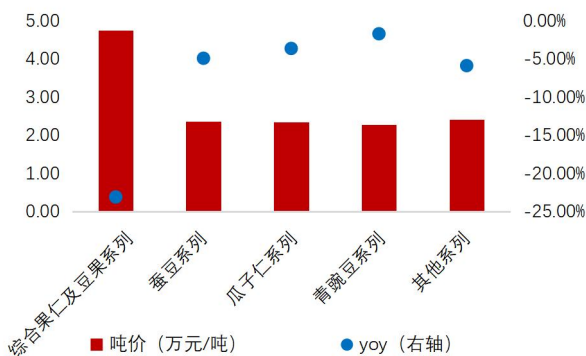
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 4 公司近期渠道结构



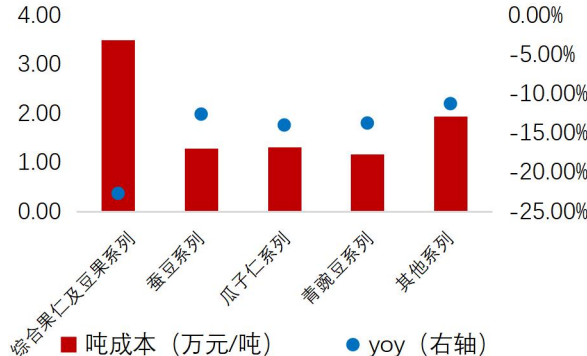
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 5 2023H1 吨价变化



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 6 2023H1 吨成本变化



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	44.84	26.69	20.75
P/B	4.71	4.31	3.98
EV/EBITDA	21.88	15.74	11.93

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年8月11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