

甘源食品 (002991.SZ) 股权激励顺利落地，底部有望加速成长

2022年04月29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	2022/4/28
当前股价(元)	43.65
一年最高最低(元)	84.78/43.65
总市值(亿元)	40.69
流通市值(亿元)	15.90
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.36
近3个月换手率(%)	184.69

● 短期业绩承压，股权激励落地，维持“增持”评级

公司2021年实现收入12.9亿元，同比增长10.4%，归母净利润1.54亿元，同比下滑14.3%。2022Q1公司实现收入3.2亿元，同比下滑5.2%，归母净利润下滑45.3%。公司短期业绩承压，2023年有望享受成本回落红利，我们调整2022-2023年，新增2024年盈利预测，预计归母净利润分别为1.9（-0.1）、2.7（+0.4）、3.5亿元，同比增长23.5%、42.7%、28.3%，当前股价对应PE分别为23.8、16.7、13.0倍，公司发布员工持股计划，锚定未来成长，维持“增持”评级。

● 收入稳步增长，原材料拖累利润表现

公司2021Q4单季度收入增长15.8%，主因公司提价动作完成，调整渠道结构，商超人流逐步恢复，同时2022春节较早，销售旺季计入亦有贡献。2021Q4毛利率下滑2.8pct，主因棕榈油包材等原材料上涨影响。2021Q4公司销售费用率下降4.8pct，主因减少广告支出费用，其余费用保持平稳，公司2021Q4整体净利率提升2.8pct。公司2022Q1收入下滑5.2%，主因节前旺季错峰带来的高基数效应。2022Q1毛利率下滑4.4pct，主因原材料棕榈油价格上涨明显，河南新工厂开支较多影响。公司2022Q1销售费用率下降3.3pct，主因减少广告开支所致；管理费用率提升1.9pct，主因折旧费用及人员工资提升所致。另外研发费用提升和处置土地退回补助亦对利润有所拖累。

● 员工持股计划落地，展望未来，前景广阔

公司发布员工持股计划，业绩考核目标以2021年收入、净利润为基数，2022-2024年收入利润分别增长20%、30%、30%。股权激励有利于绑定核心员工利益，促进公司业绩持续稳定发展，彰显公司对未来发展前景的信心。公司新品发布顺利，口味性坚果在包装规格口味方面进行升级，绑定新兴渠道，管理更加精细化。2021年外部环境扰动，公司修炼内功布局产品提价，组织人员变革，研发产品创新。我们预计公司在新品铺货以及低基数效应下，收入有望加速成长。

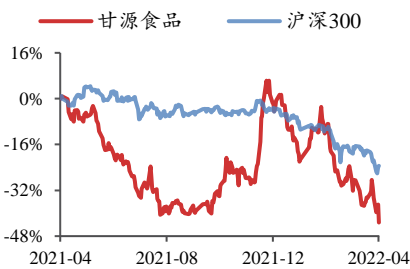
● 风险提示：疫情反复影响，食品安全风险，原材料涨价风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,172	1,294	1,642.3	2,044.9	2,652.5
YOY(%)	5.7	10.4	26.9	24.5	29.7
归母净利润(百万元)	179	154	189.7	270.8	347.5
YOY(%)	6.7	-14.3	23.5	42.7	28.3
毛利率(%)	40.1	35.1	36.1	36.5	35.6
净利率(%)	15.3	11.9	11.6	13.2	13.1
ROE(%)	12.6	10.6	11.6	14.5	16.1
EPS(摊薄/元)	1.92	1.65	2.04	2.91	3.73
P/E(倍)	25.2	29.4	23.8	16.7	13.0
P/B(倍)	3.2	3.1	2.8	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-收入稳步恢复，底部反转可期》-2021.10.27

《公司信息更新报告-商超流量下滑拖累，回购股份彰显信心》-2021.8.10

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1230	1118	1260	1447	1669
现金	149	510	573	596	663
应收票据及应收账款	9	14	15	21	25
其他应收款	5	4	7	6	11
预付账款	10	24	19	34	35
存货	89	127	143	190	248
其他流动资产	968	440	504	600	687
非流动资产	531	704	776	859	1005
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	304	476	546	629	763
无形资产	100	98	112	123	126
其他非流动资产	127	131	118	107	116
资产总计	1760	1822	2036	2306	2674
流动负债	216	248	273	314	388
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	67	97	108	145	188
其他流动负债	149	152	165	169	200
非流动负债	124	129	129	129	129
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	124	129	129	129	129
负债合计	339	377	402	443	517
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	93	93	93	93	93
资本公积	958	958	958	958	958
留存收益	369	453	603	803	1076
归属母公司股东权益	1421	1445	1634	1863	2157
负债和股东权益	1760	1822	2036	2306	2674

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	203	131	229	280	389
净利润	179	154	190	271	348
折旧摊销	36	46	52	61	62
财务费用	-2	-10	-12	-12	-12
投资损失	-9	-14	-9	-9	-10
营运资金变动	-7	-54	12	-26	6
其他经营现金流	7	9	-3	-4	-5
投资活动现金流	-859	-32	-174	-228	-280
资本支出	152	205	71	83	146
长期投资	-718	538	0	0	0
其他投资现金流	-1425	711	-103	-145	-134
筹资活动现金流	733	-135	9	-31	-41
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	23	0	0	0	0
资本公积增加	814	0	0	0	0
其他筹资现金流	-104	-135	9	-31	-41
现金净增加额	78	-36	64	22	67

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1172	1294	1642	2045	2652
营业成本	702	840	1050	1298	1709
营业税金及附加	13	14	19	24	30
营业费用	205	208	263	286	345
管理费用	45	59	64	80	108
研发费用	7	15	21	25	28
财务费用	-2	-10	-12	-12	-12
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
其他收益	23	20	1	1	0
公允价值变动收益	8	3	3	4	5
投资净收益	9	14	9	9	10
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	242	202	250	358	460
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	1	3	1	2	2
利润总额	241	199	250	357	459
所得税	62	45	61	87	111
净利润	179	154	190	271	348
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	179	154	190	271	348
EBITDA	272	230	286	401	502
EPS(元)	1.92	1.65	2.04	2.91	3.73

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.7	10.4	26.9	24.5	29.7
营业利润(%)	7.0	-16.5	24.0	43.2	28.3
归属于母公司净利润(%)	6.7	-14.3	23.5	42.7	28.3
获利能力					
毛利率(%)	40.1	35.1	36.1	36.5	35.6
净利率(%)	15.3	11.9	11.6	13.2	13.1
ROE(%)	12.6	10.6	11.6	14.5	16.1
ROIC(%)	11.6	9.1	10.2	13.1	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	19.3	20.7	19.7	19.2	19.3
净负债比率(%)	-3.6	-27.9	-28.8	-26.5	-26.0
流动比率	5.7	4.5	4.6	4.6	4.3
速动比率	5.2	3.8	4.0	3.8	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.9	0.9	1.1
应收账款周转率	118.8	115.3	115.3	115.3	115.3
应付账款周转率	9.3	10.3	10.3	10.3	10.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.92	1.65	2.04	2.91	3.73
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	1.40	2.46	3.01	4.17
每股净资产(最新摊薄)	15.24	15.50	17.53	19.98	23.14
估值比率					
P/E	25.2	29.4	23.8	16.7	13.0
P/B	3.2	3.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	12.9	16.1	12.5	8.6	6.6

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，属于机密材料，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16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