

证券研究报告

公司研究

公司跟踪报告

甘源食品 (002991)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

原料价格回调，逐季改善可期

2022年06月25日

近期情况更新:

- **棕榈油价格有所回落，利润率同比预计持续修复。**公司2021年棕榈油采购均价为8380元/吨，总成本为1.13亿元，占比营业成本约13%，棕榈油价格对于成本影响大。近两周棕榈油价格呈现逐步回落的态势，当前市价已由6月初期的高点1.6万/吨回落到1.33万/吨（6月23日行情），成本端压力有望逐步降低，叠加去年公司对老品提价10%，今年利润率预计同比向上。拉长时间维度来看，棕榈油市价常年维持在5000-6000元左右，但由于疫情及宏观环境影响，近两年棕榈油价格不断攀升，对于甘源盈利能力有所稀释，中期来看，公司利润率恢复弹性大。
- **安阳新品盈利能力预计7月恢复正常，山姆/零食很忙等渠道稳步推进。**据调研了解，安阳新工厂前期有3-4月的人员设备磨合及折旧，7月份盈利能力有望恢复正常，Q2由于疫情影响，新招商进度有所延缓，预计下半年新招商有望加速，重点关注公司散装岛柜下沉。口味型坚果端，咸蛋黄味夏果当前已进入山姆，全年山姆体量有望超1亿元。零食很忙目前进场20多个品类，有望贡献中等千万水平的年销量。其次，公司目前也在积极推进和华润万家等渠道直营的合作模式，有望提振直营渠道体量。
- **盈利预测与投资评级：**甘源于2022年4月推出员工持股计划，考核目标以2021年为基数，22-24年营收和净利率同比均不低于20%/30%/30%，对应22-24年归母净利润约为1.8/2.3/3.1亿元，短期来看，目前安阳新品招商持续推进，口味型坚果稳步进入会员类商超和头部KA等渠道，零食很忙等新渠道持续开拓，预计全年能够完成股权激励目标；中长期来看，安阳新品预计提升渠道扩张和下沉效率持续贡献增量，口味型坚果进入山姆渠道彰显强产品力，聚焦头部KA和会员类商超亦有望带来增量。我们预计22-24年每股收益分别为1.98、2.65、3.45元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格波动风险、口味型坚果行业竞争加剧、商超人流量进一步下滑。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,172	1,294	1,554	2,021	2,629
增长率 YoY %	5.7%	10.4%	20.1%	30.0%	30.1%
归属母公司净利润(百万元)	179	154	185	247	322
增长率 YoY%	6.7%	-14.3%	20.1%	33.8%	30.4%
毛利率%	40.1%	35.1%	36.0%	36.2%	36.5%
净资产收益率ROE%	12.6%	10.6%	11.3%	13.3%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	1.92	1.65	1.98	2.65	3.45
市盈率 P/E(倍)	42.61	46.29	31.17	23.29	17.87
市净率 P/B(倍)	5.38	4.92	3.53	3.10	2.69

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年06月24日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,230	1,118	1,066	1,087	1,118	
货币资金	149	510	427	389	344	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	9	14	17	22	28	
预付账款	10	24	28	36	47	
存货	89	127	150	194	252	
其他	973	444	445	446	448	
非流动资产	531	704	983	1,275	1,639	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	304	476	723	968	1,273	
无形资产	100	98	116	151	197	
其他	127	131	143	156	169	
资产总计	1,760	1,822	2,049	2,362	2,757	
流动负债	216	248	293	377	486	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	67	97	114	148	192	
其他	149	152	179	229	295	
非流动负债	124	129	129	129	129	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	124	129	129	129	129	
负债合计	339	377	422	506	615	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,421	1,445	1,627	1,856	2,141	
负债和股东权益	1,760	1,822	2,049	2,362	2,757	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,172	1,294	1,554	2,021	2,629	
同比	5.7%	10.4%	20.1%	30.0%	30.1%	
归属母公司净利润	179	154	185	247	322	
同比	6.7%	-14.3%	20.1%	33.8%	30.4%	
毛利率(%)	40.1%	35.1%	36.0%	36.2%	36.5%	
ROE%	12.6%	10.6%	11.3%	13.3%	15.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.92	1.65	1.98	2.65	3.45	
P/E	42.61	46.29	31.17	23.29	17.87	
P/B	5.38	4.92	3.53	3.10	2.69	
EV/EBITDA	31.76	31.79	21.96	15.70	11.73	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,172	1,294	1,554	2,021	2,629	
营业成本	702	840	995	1,289	1,670	
营业税金及	13	14	16	19	25	
销售费用	205	208	267	337	442	
管理费用	45	59	65	77	89	
研发费用	7	15	12	14	17	
财务费用	-2	-10	-15	-13	-12	
减值损失合	-1	-3	0	0	0	
投资净收益	9	14	14	14	14	
其他	32	23	20	20	20	
营业利润	242	202	248	332	433	
营业外收支	-1	-3	0	0	0	
利润总额	241	199	248	332	433	
所得税	62	45	64	85	111	
净利润	179	154	185	247	322	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	179	154	185	247	322	
EBITDA	236	208	243	342	462	
EPS(当	1.92	1.65	1.98	2.65	3.45	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	203	131	228	315	415	
净利润	179	154	185	247	322	
折旧摊销	36	50	44	58	75	
财务费用	0	-9	0	0	0	
投资损失	-9	-14	-14	-14	-14	
营运资金变	-7	-54	14	25	33	
其它	5	4	0	0	0	
投资活动现金流	-859	-32	-265	-291	-380	
资本支出	-151	-205	-266	-292	-382	
长期投资	-718	538	0	0	0	
其他	10	-364	2	2	2	
筹资活动现金流	733	-135	-46	-62	-80	
吸收投资	855	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-100	-70	-46	-62	-80	
现金流净增加额	78	-36	-83	-37	-46	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。