

甘源食品 (002991.SZ)

2022年半年报点评：新品贡献逐渐显现，成长逻辑逐渐验证

买入

核心观点

新品贡献增量、2022Q2 营收表现亮眼，净利润同比扭亏。公司 2022H1 实现营收 6.14 亿元 (+12.93%)，归母净利润 0.41 亿元 (+11.02%)，扣非归母净利润 0.33 亿元 (+21.91%)；其中，2022Q2 实现营收 2.94 亿元 (+42.67%)，归母净利润 0.19 亿元，扣非归母净利润 0.08 亿元，同比扭亏。2022Q2 营收表现亮眼主要系夏威夷果在特定渠道持续放量，以及口味性坚果及河南新品顺利推出、贡献增量。分渠道看，经销/电商/其他模式分别实现营收 5.0/0.9/0.2 亿元，分别同增 14.2%/4.5%/16.0%。分产品来看，2022H1 青豌豆/蚕豆/瓜子仁/综合果仁及豆果/其他主营业务分别实现营收 1.5/0.9/1.0/1.6/1.1 亿元，分别同比+8.5%/-2.7%/-6.7%/+42.1%/+21.6%。

成本上涨、河南工厂产能爬坡拖累利润。公司 2022H1 调整后毛利率 35.54%，同比降低 1.62pct，主要系①棕榈油采购价同比上涨约 49%，②河南工厂处于产能爬坡期，影响利润。2022H1 公司净利率 6.69%，同比降低 0.12pct，其中（调整后）销售费率/管理费率/研发费率分别同比-4.0pct/+0.6pct/+0.5pct，主要系①2021H1 公司投放大量梯媒广告拉高销售费用，②上半年产生约 134 万的股份支付费用，③公司持续增大研发投入。

下半年进入销售旺季、新品放量可期，棕榈油价格回落、利润弹性有望释放。上半年受疫情影响，公司推新品及拓渠道的动作有所延缓，新品贡献尚不显著，下半年为公司销售旺季，伴随渠道持续拓展，新品放量可期：①散装柜升级/下沉进程尚处于初期，随着产品调整的完成，下半年有望提速；②商超会员店渠道拓展顺利，但尚处于铺货阶段，随着试吃等营销动作的跟进，有望逐渐放量；③零食专卖店以及便利店等渠道的拓展有望贡献增量；④目前老三样新包装以及口味型坚果在商超渠道亦处于铺货阶段，放量可期。利润方面，公司已于 21 年成功提价 10%，随着棕榈油价格回落（棕榈油在公司成本中占比约 13%），利润弹性有望释放。

风险提示：行业竞争风险；原材料价格波动风险；疫情影响终端需求。

投资建议：新成长曲线打造可期，估值业绩或双提升，维持“买入”评级

在渠道变革、新品逐渐成熟、渠道拓展加速、管理势能释放等多重因素作用下，我们认为公司有望进入新成长阶段，成长逻辑正逐步验证。因此我们维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入同比 26%/29%/26%，净利润同比 24%/33%/32%，当前股价对应 PE 为 31/23/18x，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：陈青青 联系人：胡瑞阳
0755-22940855 0755-81982908
0755-81983057
chenqingq@guosen.com.cn huruiyang@guosen.com.cn
S0980520110001

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 62.80 元
总市值/流通市值 5840/2261 百万元
52 周最高价/最低价 84.78/41.78 元
近 3 个月日均成交额 64.48 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《甘源食品 (002991.SZ) - 口味坚果行业领跑者，蓄力新品扬帆再起航》——2022-07-27
《甘源食品 (002991.SZ) - 2021 年年报及 2022 年一季报点评：多短期因素扰动下经营稳健，新品推出有望打开全新成长空间》——2022-05-05

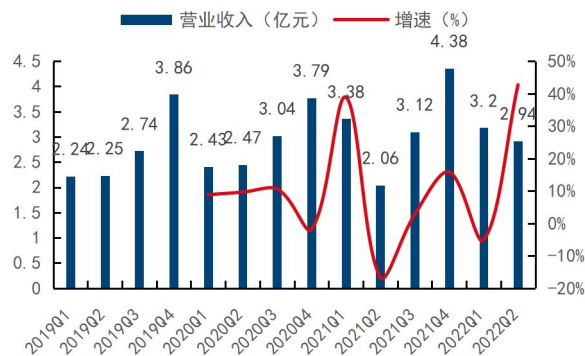
盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,172	1,294	1,629	2,105	2,645
(+/-%)	5.7%	10.4%	25.9%	29.3%	25.6%
净利润(百万元)	179	154	190	254	334
(+/-%)	6.7%	-14.3%	24.0%	33.3%	31.5%
每股收益(元)	1.92	1.65	2.04	2.72	3.58
EBIT Margin	17.1%	12.2%	14.1%	14.8%	15.5%
净资产收益率 (ROE)	12.6%	10.6%	12.3%	15.2%	18.1%
市盈率 (PE)	32.7	38.1	30.7	23.1	17.5
EV/EBITDA	26.8	31.7	23.6	17.7	13.9
市净率 (PB)	4.12	4.05	3.79	3.50	3.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

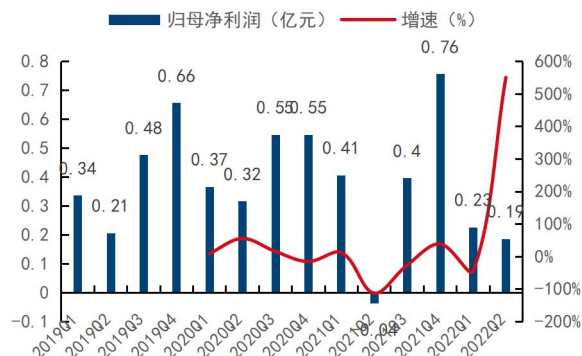
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 甘源食品单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



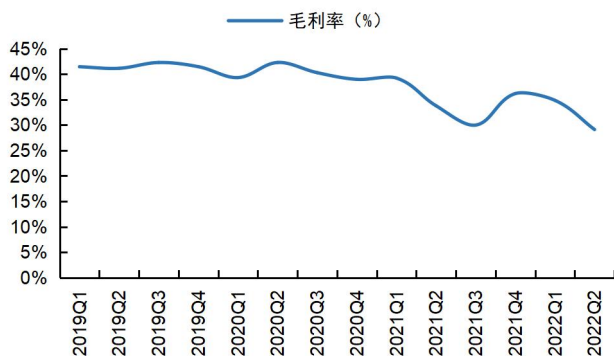
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 甘源食品单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



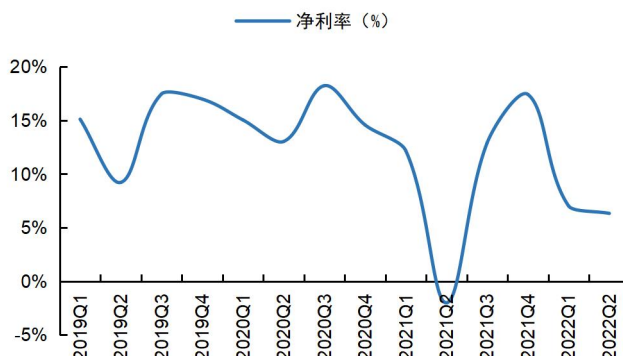
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 甘源食品单季毛利率 (单位: %)



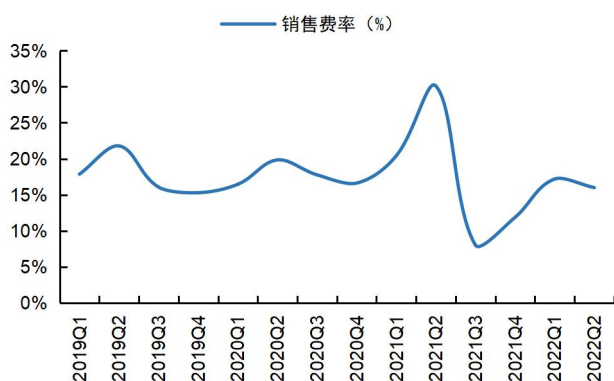
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 甘源食品单季净利率 (单位: %)



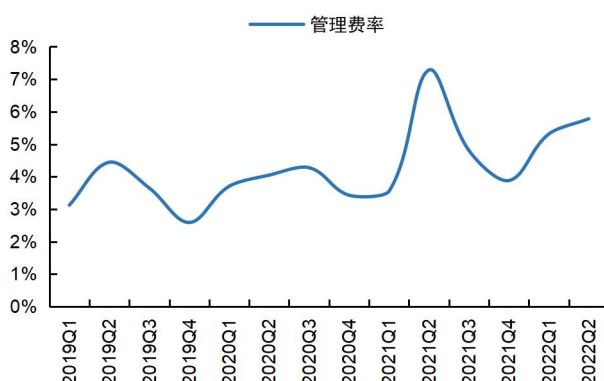
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 甘源食品单季销售费率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 甘源食品单季管理费率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)	
002847	盐津铺子	94.80	122	1.17	2.29	3.25	4.19	45.80	41.40	29.17	22.63	17.41	0.44	买入
002557	洽洽食品	52.81	268	1.83	2.17	2.51	2.90	38.64	24.34	21.04	18.21	20.63	1.22	买入
002991	甘源食品	63.25	59	1.65	2.04	2.72	3.58	39.67	31.00	23.25	17.67	10.72	1.41	买入
003000	劲仔食品	10.08	41	0.21	0.27	0.34	0.45	42.20	36.95	29.37	22.41	9.70	1.22	无
300783	三只松鼠	20.35	82	1.03	0.92	1.19	1.42	51.86	22.02	17.09	14.36	18.88	-2.23	无
603719	良品铺子	24.43	98	0.70	0.87	1.11	1.37	49.57	27.94	21.97	17.78	13.32	1.15	无
603697	有友食品	11.20	35	0.72	0.80	1.02	1.18	24.04	13.93	10.94	9.49	11.99	1.08	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除盐津铺子、甘源食品、洽洽食品外，其余公司均为Wind一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	149	510	1080	1031	1142	营业收入	1172	1294	1629	2105	2645
应收款项	13	17	21	26	34	营业成本	702	840	1034	1328	1661
存货净额	89	127	153	198	250	营业税金及附加	13	14	19	24	30
其他流动资产	15	44	29	45	64	销售费用	205	208	261	337	418
流动资产合计	1230	1118	1704	1721	1910	管理费用	45	59	69	86	104
固定资产	392	549	601	598	591	研发费用	7	15	16	19	21
无形资产及其他	100	98	95	92	89	财务费用	(2)	(10)	(9)	(8)	(16)
投资性房地产	39	58	58	58	58	投资收益	9	14	10	11	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	9	6	6	7	6
资产总计	1760	1822	2457	2468	2648	其他收入	15	(1)	(16)	(19)	(21)
短期借款及交易性金融负债	0	4	500	300	200	营业利润	242	202	254	339	445
应付款项	67	97	116	143	187	营业外净收支	(1)	(3)	0	0	0
其他流动负债	149	148	159	205	257	利润总额	241	199	254	339	445
流动负债合计	216	248	775	648	644	所得税费用	62	45	63	85	111
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	124	129	138	148	156	归属于母公司净利润	179	154	190	254	334
长期负债合计	124	129	138	148	156	现金流量表 (百万元)					
负债合计	339	377	913	796	800	净利润	179	154	190	254	334
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	4	1	0	(0)
股东权益	1421	1445	1544	1673	1848	折旧摊销	31	39	57	64	68
负债和股东权益总计	1760	1822	2457	2468	2648	公允价值变动损失	(9)	(6)	(6)	(7)	(6)
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	(10)	(9)	(8)	(16)
每股收益	1.92	1.65	2.04	2.72	3.58	营运资本变动	(17)	(52)	25	17	26
每股红利	1.07	0.75	0.97	1.35	1.70	其它	2	(4)	(1)	(0)	0
每股净资产	15.24	15.50	16.57	17.94	19.82	经营活动现金流	184	135	266	328	421
ROIC	43%	18%	18%	23%	30%	资本开支	0	(203)	(101)	(51)	(51)
ROE	13%	11%	12%	15%	18%	其它投资现金流	(725)	543	0	0	0
毛利率	40%	35%	37%	37%	37%	投资活动现金流	(725)	340	(101)	(51)	(51)
EBIT Margin	17%	12%	14%	15%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	15%	18%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	10%	26%	29%	26%	支付股利、利息	(100)	(70)	(91)	(126)	(159)
净利润增长率	7%	-14%	24%	33%	31%	其它融资现金流	818	25	496	(200)	(100)
资产负债率	19%	21%	37%	32%	30%	融资活动现金流	619	(115)	406	(326)	(259)
息率	1.7%	1.2%	1.5%	2.2%	2.7%	现金净变动	78	360	571	(49)	111
P/E	32.7	38.1	30.7	23.1	17.5	货币资金的期初余额	71	149	510	1080	1031
P/B	4.1	4.1	3.8	3.5	3.2	货币资金的期末余额	149	510	1080	1031	1142
EV/EBITDA	26.8	31.7	23.6	17.7	13.9	企业自由现金流	0	(94)	153	264	351
						权益自由现金流	0	(69)	655	70	263

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032