



2022-08-16

公司点评报告

买入/首次

甘源食品(002991)

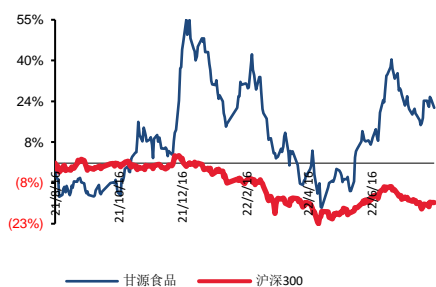
目标价: 79

昨收盘: 62.63

食品饮料 休闲食品

甘源食品：新品表现亮眼，渠道拓展发力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	93/36
总市值/流通(百万元)	5,838/2,281
12个月最高/最低(元)	81.74/43.54

相关研究报告：

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

事件：甘源食品发布 2022 年中报，上半年公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 6.14 亿元、0.41 亿元、0.33 亿元，分别同比+12.9%、+11.0%、+21.9%，净利率 6.69%，同比-0.11pct。其中 Q2 营收、归母净利润、归母扣非净利润为 2.94 亿元、0.19 亿元、0.08 亿元，分别同比+42.7%、-549.9%(扭亏)、-219.3%(扭亏)，净利率 6.33%，同比+8.34pct。

点评：

收入分析：营收增速环比改善明显，新品表现亮眼。上半年公司实现营收 6.14 亿元，同比+12.9% (Q1: -5.2%; Q2: +42.7%)，增速环比大幅改善，主要是 21Q2 商朝人流量下滑，公司提价后销售不利基数较低，相较 20 年同期，今年 Q1、Q2 收入增速分别为 32%、19%。

1) 产品：老三样基本持平，口味型坚果、新品增长较快。老三样(青豌豆/瓜子仁/蚕豆系列) 营收分别为 1.54/0.99/0.90，同比+8.5%/-6.7%/-2.7%，老三样合计收入 3.42 亿，同比+1%，与去年同期基本持平；另外，综合果仁及豆果系列/其他系列(包括花生、安阳新品)营收分别为 1.56/1.12 亿元，同比+42.1%/+21.6%，保持较高增速，主要源于夏威夷果仁及安阳新品的销售增长。从量价看，老三样(青豌豆、瓜子仁、蚕豆)销量同比-2.4%/-16.2%/-12.5%，吨价同比+11.2%/+11.4%/+11.3%，吨价同比增长被销售量下滑所抵消。我们认为随着公司对老三样产品的规格持续调整，通过不同规格匹配对应渠道，老三样有望重新激发活力。

2) 渠道：经销收入增长平稳，零食、流通渠道持续发力。上半年经销模式实现营收 4.99 亿元，同比增长 14.2%，占比 81.29%，仍为公司主要渠道，主要由于经销商数量稳步增长。公司上半年持续发力会员制、零食渠道、便利店等新渠道的拓展，目前已与山姆、盒马、OLE 等高端会员制超市合作；与零食很忙、老婆大人、小嘴零食等零食专卖店合作；与美宜佳、左邻右舍等便利店接洽。同时公司 8 月成立零食系统部门、流通部门，下半年有望加速渠道拓展。

3) 地区：华北地区成为主要增量贡献，核心地区相对平稳。上半年华北地区实现收入 1.11 亿元，同比增长 112.7%，快速提升至第二大销售区域，占比 18.15%，同比+8.51pct，主要为华北地区拓展了新渠道，经销商数量快速提升，同时夏威夷果仁销售增长较大。华东、华中实现营收 1.19、0.96 亿元，同比-2.3%、+3.6%，与去年同期基本持平。

本费利分析：原材料成本波动致毛利率略有承压，梯媒广告投放克制销售费用率改善明显。

1) 上半年毛利率略有承压：上半年公司毛利率 32.1%，同比-5.06pct（剔除物流快递费影响后，毛利率为 35.5%，同比-1.64pct）。分产品看，调整后毛利率上，老三样的青豌豆/瓜子仁/蚕豆同比-1.06/+1.47/+0.92，毛利率相对稳定；综合果仁及豆果同比+0.87pct，其他系列毛利率略有下滑，同比-3.84pct。上半年毛利率略有承压主要由于 1) 棕榈油采购均价同比+48.9%，2) 安阳工厂二季度开始投放，新品仍处于产能爬坡期，毛利率尚未完全释放，随着安阳新品渠道策略的调整，更聚焦核心口味和单品以及流通和便利店，下半年毛利率有望逐渐释放。

2) 销售费用投放有所改善，上半年销售费用率 16.6%，同比-7.44pct，调整物流快递费影响后，销售费用率为 20.1%，同比-4.02pct，主要由于 21 年同期公司梯媒广告投放力度较大，22 年上半年受疫情反复影响，营销投放相对克制；管理费用率 5.6%，同比+0.60pct，主要是安阳工厂上半年开始投产导致薪酬福利有所增加、新增股份支付费用；研发费用率 1.6%，同比+0.53pct，主要为公司加大研发投入。上半年公司归母净利润约 0.41 亿元，归母净利润率 6.7%，同比-0.12pct。我们认为随着渠道的拓展、安阳工厂的利润逐渐释放，公司未来利润率有望进一步改善。

3) Q2 净利率同比扭亏。Q2 毛利率为 29.11%，同比-4.67pct，主要为新收入准则下，物流快递费划分至营业成本，导致毛利率下滑；期间费用率为 23.06%，同比-15.91pct，其中主要为销售费用率的大幅优化，Q2 销售费用率为 16.03%，同比-13.9pct，主要为投放规模优化，去年同期楼宇广告投放规模较高，同时去年同期新品推广带来条码费用的增长，以及物流快递费从销售费用划分至营业成本；管理费用率为 5.79%，同比-1.66pct，主要为 Q2 收入同比增长较快，管理费用绝对值同比较为稳定。费用优化推动 Q2 归母净利率为 6.33%，同比扭亏，+8.34pct。

4) 下半年毛利率有望提升，全年费用结构有望保持稳定。成本端，6 月以来棕榈油价格有所回落，同时随着安阳工厂产能利用率提升，我们认为下半年公司产品毛利率有望逐渐释放。销售费用上，预计今年梯媒广告投放克制，叠加新开拓的便利店、流通渠道的销售费用投入较低，预计全年销售费用率有望保持稳定。

22 年展望：渠道加速下沉叠加毛利率逐渐释放，下半年业绩有望加速释放。在产品端，随着下半年进入销售旺季，坚果系列有望进一步放量；组织架构上，公司新成立零食系统直营部门和流通部门，有望加速渠道下沉。同时公司进一步对产品线的优化以及安阳新品将更聚焦

流通、零食渠道的策略调整，产能有望加速释放，推动新品毛利率有望逐渐释放。我们认为下半年公司业绩有望加速释放，有望完成员工持股计划净利润增长 20% 的考核目标。

中长期展望：新渠道拓展、产品结构优化，推动公司进入成长新阶段。公司积极拓展零食专卖店、商超会员店等新渠道，目前已与十多个零食系统进行接洽，并与麦德龙、沃尔玛部分门店等会员店进行接洽，渠道的加速拓展有望推动公司业绩增长；同时随着公司对产品结构的梳理，围绕不同渠道有适配的规格和产品线，老三样有望重回增长，以及安阳新品的逐渐放量，公司有望进入新成长阶段。

投资建议：短期随着渠道聚焦零食、流通系统，安阳产能的释放和口味坚果的放量，业绩有望加速释放。中长期，我们看好公司渠道拓展、产品结构梳理后带来的增量。预计 22-24 年收入增速分别为 22%/29%/30%，归母净利润增速分别为 20%/33%/29%，EPS 分别为 1.98/2.63/3.40 元/股，对应当前股价 PE 分别为 31.6x/23.8x/18.4x，我们按照 2023 年业绩给予 30 倍，一年目标价 79 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险，原材料价格上涨风险，渠道拓展不及预期发现，商超人流量下滑风险，食品安全问题。

■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1294	1573	2033	2637
YoY	10%	22%	29%	30%
净利润(百万元)	154	185	245	317
YoY	-14%	20%	33%	29%
摊薄每股收益(元)	1.65	1.98	2.63	3.40
PE	39.01	31.61	23.84	18.42

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。