



2022-10-28

公司点评报告

增持/调低

甘源食品(002991)

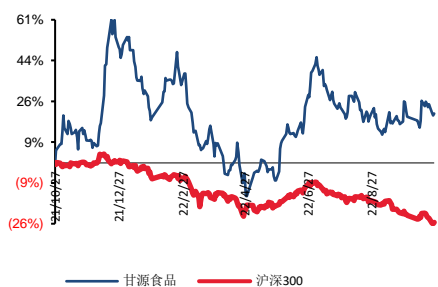
目标价: 78

昨收盘: 60.25

食品饮料 休闲食品

甘源食品：毛利率环比改善明显，关注安阳新品推进

■ 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)	5,616/2,194
12个月最高/最低(元)	81.74/43.54

相关研究报告：

甘源食品(002991)《甘源食品：新品表现亮眼，渠道拓展发力》
—2022/08/16

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

研究助理：伍兆丰

电话：13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190122080020

事件：甘源食品发布2022年三季报，前三季度公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润9.69亿元、0.90亿元、0.76亿元，分别同比+13.26%、+15.83%、+18.57%。其中Q3营收、归母净利润、归母扣非净利润为3.55亿元、0.48亿元、0.43亿元，分别同比+13.86%、+20.26%、16.18%。

点评：

收入分析：受商超人流下滑影响，Q3收入平稳增长。22年1-9月，公司实现营收9.69亿元，同比+13.3%（Q1：-5.2%；Q2：+42.7%；Q3：+13.9%），Q3增速有所放缓，主要与商超渠道受人流下滑影响，老三样产品同比有所下滑，电商渠道受合作头部主播停播影响增速放缓，新兴零食渠道仍处于拓展阶段，部分产品尚未放量有关。

利润分析：Q3毛利率改善明显，费用率有所提升。

1) 毛利率端，22年前三季度公司毛利率33.95%，同比-0.60pct，其中Q3毛利率37.14%，同比+7.16pct，环比+8.03pct，毛利率环比改善明显，主要为安阳工厂薯片等产品销售提升带动毛利率改善、棕榈油成本有所下降推动原材料成本改善。

2) 期间费用端，前三季度公司销售费用率14.55%，同比-3.69pct；管理费用率5.32%，同比+0.43pct，研发费用率2.62%，同比+1.55pct，财务费用率-0.95%，同比+0.07pct。

Q3 销售费用率 10.95%，同比+2.91pct，管理费用率 4.90%，同比+0.15pct，研发费用率 4.39%，同比+3.32pct，主要为公司将部分涉及研发的工程设备费用归入研发费用，同时也加强新品研发力度，财务费用率-0.84%，同比+0.26pct。

3) 利润率端，公司前三季度归母净利润率为9.24%，同比+0.21pct，其中22Q3归母净利润为13.64%，同比+0.73pct，环比+7.31pct，环比改善明显，主要为毛利率改善所致。

22年展望：安阳工厂产能利用率提升有望推动毛利率释放，关注Q4旺季销售。

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。叠加 Q4 为公司传统销售旺季，我们认为 Q4 公司业绩有望加速释放，公司仍将努力达到员工持股计划收入、净利润同比增长 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，有望推动业绩释放。中长期，关注公司渠道拓展、产品结构梳理后带来的增量。考虑安阳产能释放的节奏，我们调整 22-24 年收入增速至 20%/31%/30%，归母净利润增速分别为 14%/38%/29%，EPS 分别为 1.88/2.60/3.37 元，对应当前股价 PE 分别为 32x/23x/18x，我们按照 2023 年业绩给予 30 倍，一年目标价 78 元，给予“增持”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，商超人流量持续下滑风险，食品安全问题等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1294	1550	2029	2632
(+/-%)	10%	20%	31%	30%
净利润(百万元)	154	175	243	314
(+/-%)	-14%	14%	38%	29%
摊薄每股收益(元)	1.65	1.88	2.60	3.37
市盈率(PE)	37	32	23	18

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	149	510	994	1092	1220	营业收入	1172	1294	1550	2029	2632
应收款项	13	17	19	26	33	营业成本	702	840	1026	1307	1697
存货净额	89	127	157	200	260	营业税金及附加	13	14	17	22	29
其他流动资产	978	464	473	489	509	销售费用	205	208	209	264	342
流动资产合计	1230	1118	1222	1387	1602	管理费用	45	59	121	148	187
固定资产	304	476	488	494	500	财务费用	(2)	(10)	(10)	(8)	(9)
在建工程	88	73	77	77	77	其他费用/(-收入)	18	20	41	18	21
无形资产及其他	100	98	95	93	91	营业利润	242	202	228	314	407
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业外净收支	(1)	(3)	(1)	0	0
资产总计	1760	1822	1941	2109	2327	利润总额	241	199	227	314	407
短期借款	0	0	0	0	0	所得税费用	62	45	52	72	93
应付款项	67	97	118	153	199	净利润	179	154	175	243	314
预收帐款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	149	152	152	152	152	归属于母公司净利润	179	154	175	243	314
流动负债合计	216	248	270	305	351						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	预测指标					
其他长期负债	124	129	129	129	129	ROE	13%	11%	11%	14%	17%
长期负债合计	124	129	129	129	129	毛利率	40%	35%	34%	36%	36%
负债合计	339	377	399	434	480	销售净利率	15%	12%	11%	12%	12%
股本	93	93	93	93	93	收入增长率	6%	10%	20%	31%	30%
股东权益	1421	1445	1541	1675	1847	利润增长率	7%	-14%	14%	38%	29%
负债和股东权益总计	1760	1822	1940	2108	2327	总资产周转率	0.67	0.71	0.80	0.96	1.13
						应收账款周转率	88.75	74.43	80.96	77.56	79.22
						存货周转率	7.90	6.63	6.63	6.63	6.63
						资产负债率	19%	21%	21%	21%	21%
						流动比	5.70	4.50	4.52	4.55	4.57
						EPS	1.92	1.65	1.88	2.60	3.37
						BVPS	15.24	15.50	16.53	17.97	19.82
						P/E	31.33	36.55	32.02	23.13	17.88
						P/B	3.95	3.89	3.64	3.35	3.04
						P/S	4.79	4.34	3.62	2.77	2.13

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	巩赞阳	18641840513	gongzy@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	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@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	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

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。