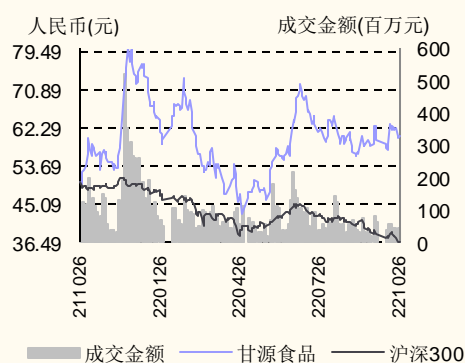


市场价格 (人民币): 60.25 元

Q3 调整期结束, 盈利能力持续优化

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.93
已上市流通 A 股(亿股)	0.36
总市值(亿元)	56.16
年内股价最高最低(元)	80.18/42.71
沪深 300 指数	3657
深证成指	10818



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,172	1,294	1,494	2,018	2,627
营业收入增长率	5.70%	10.38%	15.48%	35.07%	30.17%
归母净利润(百万元)	179	154	171	233	305
归母净利润增长率	6.71%	-14.29%	11.10%	36.39%	31.12%
摊薄每股收益(元)	1.923	1.648	1.831	2.498	3.275
每股经营性现金流净额	2.18	1.40	2.76	3.08	4.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.62%	10.64%	10.60%	13.20%	15.60%
P/E	42.61	46.29	32.90	24.12	18.40
P/B	5.38	4.92	3.49	3.18	2.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月26日公司发布业绩公告。2022Q1-3 实现营收 9.69 亿元, 同比+13.26%; 归母净利 8951 万元, 同比+15.83%; 扣非归母净利 7647 万元, 同比+18.57%。2022Q3 实现营收 3.55 亿元, 同比+13.86%, 归母净利 4841 万元, 同比+20.26%; 扣非归母净利 4370 万元、同比+16.18%。

经营分析

- Q3 增速略有放缓, 主要系基数问题, 以及公司进行了包装和渠道的调整。预计老三样持平左右, 口味型坚果放量较快。7 月公司为了顺应零食特渠的快速发展, 开始进行渠道和包装的调整, 目前基本调整到位, 零食特渠的产品包括老三样、花生、综合豆果, 新品以安阳工厂的薯片为主。
- Q3 毛销差为 26.19%, 同比+4.3pct, 环比+13.1pct; 净利率为 13.64%, 同比+0.7pct, 环比+7.3pct。毛销差 (21Q3 开始将运费调整至营业成本) 提升主要系棕榈油成本下行和新品产能效率提升, Q3 棕榈油均价已经回落到 1 万元/吨以下, 相比 Q2 有明显的缓解, 近期回落至 8000 元/吨左右, 后续继续下跌公司会考虑锁价; 产能方面新品逐步放量, 比如薯片处于满产状态, 预计 Q4 产能效率还会进一步提升。
- 费用端, 22Q1-3 管理/研发/财务费率同比+0.4/+1.6/+0.1pct, 22Q3 同比+0.2/+3.3/+0.3pct; Q3 研发端投入明显加大, 此外计提了 400 万左右的股权激励费用。

投资建议

- 公司的产品已经调整到位, Q4 零食特渠有望迅速上量, 同时预计将在山姆上新什锦味夏果, 续航增长; 成本回落+产能效率提升, 预计 Q4 净利率仍会环比提升。我们预计公司 22-24 年收入为 14.9/20.2/26.3 亿元, 同比+15%/35%/30%; 归母净利为 1.7/2.3/3.1 亿元, 同比+11%/37%/31%。对应 EPS 为 1.83/2.50/3.27 元, 对应 PE 为 33/24/18X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动, 新品推广不及预期, 食品安全问题, 行业竞争加剧。

1.《Q2 社区团购影响营收, 成本、费用压力较大-甘源食品 21 年中报...》, 2021.8.10

2.《Q1 实现开门红, 第二增长曲线可期-甘源食品 21 年 1 季报点评》, 2021.4.28

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 分析师 SAC 执业编号: S1130522100002
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,109	1,172	1,294	1,494	2,018	2,627	货币资金	71	149	510	561	676	856
增长率		5.7%	10.4%	15.5%	35.1%	30.2%	应收款项	16	13	17	19	25	32
主营业务成本	-648	-702	-840	-975	-1,325	-1,726	存货	99	89	127	128	171	222
%销售收入	58.4%	59.9%	64.9%	65.2%	65.6%	65.7%	其他流动资产	245	978	464	433	438	443
毛利	461	470	454	519	693	902	流动资产	431	1,230	1,118	1,142	1,310	1,554
%销售收入	41.6%	40.1%	35.1%	34.8%	34.4%	34.3%	%总资产	50.0%	69.8%	61.3%	60.3%	61.5%	63.9%
营业税金及附加	-14	-13	-14	-18	-24	-32	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	293	392	549	624	691	749
销售费用	-192	-205	-208	-212	-287	-368	%总资产	33.9%	22.3%	30.1%	33.0%	32.5%	30.8%
%销售收入	17.3%	17.5%	16.1%	14.2%	14.2%	14.0%	无形资产	111	111	121	122	123	124
管理费用	-38	-45	-59	-76	-103	-131	非流动资产	431	531	704	752	820	879
%销售收入	3.4%	3.8%	4.6%	5.1%	5.1%	5.0%	%总资产	50.0%	30.2%	38.7%	39.7%	38.5%	36.1%
研发费用	-4	-7	-15	-30	-22	-26	资产总计	862	1,760	1,822	1,894	2,130	2,433
%销售收入	0.4%	0.6%	1.2%	2.0%	1.1%	1.0%	短期借款	0	0	4	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	213	200	158	183	258	345	应付款项	115	102	133	159	197	257
%销售收入	19.2%	17.1%	12.2%	12.3%	12.8%	13.1%	其他流动负债	134	114	112	124	168	219
财务费用	0	2	10	11	13	16	流动负债	250	216	248	283	365	475
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	-4	-3	-1	-1	其他长期负债	108	124	129	1	1	1
公允价值变动收益	1	8	3	10	10	10	负债	358	339	377	284	366	476
投资收益	6	9	14	23	26	30	普通股股东权益	504	1,421	1,445	1,610	1,764	1,957
%税前利润	2.6%	3.6%	7.2%	10.4%	8.6%	7.6%	其中：股本	70	93	93	93	93	93
营业利润	226	242	202	225	305	399	未分配利润	248	309	393	498	652	845
营业利润率	20.4%	20.6%	15.6%	15.0%	15.1%	15.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	-1	-3	-3	-3	-3	负债股东权益合计	862	1,760	1,822	1,894	2,130	2,433
税前利润	225	241	199	222	302	396	比率分析						
利润率	20.3%	20.6%	15.4%	14.8%	15.0%	15.1%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-57	-62	-45	-51	-70	-91	每股指标						
所得税率	25.5%	25.7%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	2.403	1.923	1.648	1.831	2.498	3.275
净利润	168	179	154	171	233	305	每股净资产	7.214	15.243	15.498	17.273	18.921	20.996
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	3.385	2.180	1.402	2.764	3.084	4.087
归属于母公司的净利润	168	179	154	171	233	305	每股股利	1.070	0.750	1.088	0.700	0.850	1.200
净利率	15.1%	15.3%	11.9%	11.4%	11.5%	11.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	33.31%	12.62%	10.64%	10.60%	13.20%	15.60%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	19.49%	10.18%	8.43%	9.01%	10.93%	12.55%
净利润	168	179	154	171	233	305	投入资本收益率	30.68%	10.29%	8.26%	8.77%	11.24%	13.56%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	31	36	54	53	59	67	主营业务收入增长率	21.69%	5.70%	10.38%	15.48%	35.07%	30.17%
非经营收益	-3	-4	-23	-29	-33	-37	EBIT增长率	46.85%	-6.12%	-21.23%	16.19%	40.45%	33.86%
营运资金变动	41	-7	-54	63	28	45	净利润增长率	40.14%	6.71%	-14.29%	11.10%	36.39%	31.12%
经营活动现金净流	237	203	131	258	288	381	总资产增长率	26.16%	104.21%	3.50%	3.96%	12.42%	14.25%
资本开支	-76	-151	-205	-128	-129	-129	资产管理能力						
投资	-146	-718	538	10	10	10	应收账款周转天数	3.1	3.1	3.2	3.2	3.0	3.0
其他	6	10	-364	23	26	30	存货周转天数	48.1	48.7	46.8	49.0	48.0	48.0
投资活动现金净流	-216	-859	-32	-95	-93	-89	应付账款周转天数	38.7	39.3	35.6	45.0	40.0	40.0
股权募资	0	855	0	60	0	0	固定资产周转天数	91.5	94.7	134.2	129.8	104.5	85.6
债权募资	0	0	0	-105	0	0	偿债能力						
其他	-70	-122	-135	-65	-79	-112	净负债/股东权益	-61.39%	-78.31%	-64.11%	-60.96%	-62.17%	-65.21%
筹资活动现金净流	-70	733	-135	-110	-79	-112	EBIT利息保障倍数	-1,217.0	-105.4	-15.8	-16.7	-20.2	-21.8
现金净流量	-50	78	-36	52	115	180	资产负债率	41.49%	19.28%	20.71%	15.00%	17.18%	19.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402