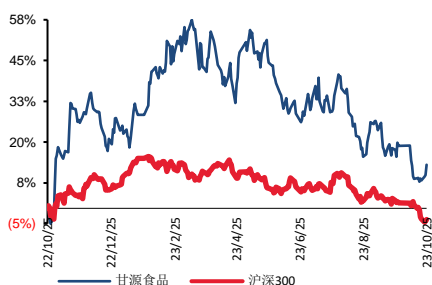


食品饮料 休闲食品

甘源食品：Q3 业绩超预期，净利率创历史新高

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	93/50
总市值/流通(百万元)	6,232/3,322
12个月最高/最低(元)	94.25/57.01

相关研究报告:

甘源食品(002991)《甘源食品:渠道红利驱动增长,关注下半年新品放量》--2023/08/13

甘源食品(002991)《甘源食品:23H1业绩符合预期,全年激励目标可期》--2023/07/17

甘源食品(002991)《甘源食品:22年渠道调整下平稳增长,23Q1利润率恢复明显》--2023/05/03

证券分析师: 郭梦婕

电话: 021-58502206

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523080002

证券分析师: 伍兆丰

电话: 13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

事件: 甘源食品发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度公司实现营业收入 13.14 亿元, 同比+35.56%, 实现归母净利润 2.14 亿元, 同比+139.21%。其中 2023Q3 实现营业收入 4.87 亿元, 同比+37.27%, 实现归母净利润 0.95 亿元, 同比+95.31%。

Q3 收入符合预期, 零食渠道和电商渠道保持快速增长。 2023Q3 公司营收同比+37.27%, 收入增速符合预期。其中零食渠道保持较快增长, 月度销售额持续爬坡。电商渠道在 7-8 月整顿产品价格体系后, 9 月恢复较快增长。高端会员店渠道表现较为平稳。公司持续调整传统商超渠道的产品规格和矩阵, 在商超客流下降的情况下逆势取得正增长。

Q3 利润增速超预期, 经营效率有所明显。 2023 前三季度公司毛利率为 36.32%, 同比+2.37pct, 2023Q3 公司毛利率为 37.55%, 同比+0.41pct, 主要为棕榈油采购成本同比略有下滑, 同时安阳工厂已逐步实现月度盈亏平衡。2023Q3 公司期间费用率为 13.83%, 同比-5.57pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.92%/3.45%/1.31%/-0.85%, 同比-1.03/-1.45/-3.08/-0.01pct, 研发费用率明显下降系去年同期基数较高, Q3 销售费用率下降主要由于费用投入节奏调整。10 月随着调味坚果的新规格和品项上市, 预计 Q4 推广投入有所加大。2023Q3 政府补助大幅增加, 叠加毛利率改善和费用率优化, 净利润率同比提升 5.76pct 至 19.40%, 净利率创历史新高。

拟回购股份用于员工激励提升积极性。 公司发布公告拟以不超过 102 元/股(含)的价格回购 6000 万元-1.2 亿元(含)的股份, 按回购价格上限计算, 预计回购 58.8 万股-117.65 万股, 用于实施员工持股计划或股权激励计划。公司上一轮员工持股计划为 2022 年 4 月公布的 22 年员工持股计划, 随着公司 23 年销售组织架构调整, 原有的员工持股计划未覆盖公司新引入的销售骨干, 因此本次股份回购后实施的激励计划有望进一步覆盖公司核心骨干团队, 提升员工积极性。

新渠道拓展和产品结构优化推动加速成长, 公司积极拓展零食专卖店、商超会员店等新渠道, 目前已与 40 多个零食系统进行接洽, 并与多个会员店系统达成合作, 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。调味坚果在扩充规格和品项后, 有望加快进入商超和流通渠道, 公司有望进入新成长阶段。安阳工厂随着产能利用率提升, 有望逐步实现盈利。棕榈油成本同比去年明显改善, 全年利润弹性有望加速释放。

执业资格证书编码：S1190522110002

投资建议：短期随着渠道聚焦零食专营、高端会员店系统，安阳工厂产能的释放和口味坚果的增长，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。我们预计 23-25 年收入增速至 37%/26%/25%，归母净利润增速分别为 81%/28%/28%，EPS 分别为 3.08/3.95/5.07 元，对应 PE 分别为 22x/17x/13x，我们按照 2024 年业绩给予 22 倍，一年目标价 87 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨，渠道拓展不及预期，食品安全问题。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1451	1993	2502	3119
(+/-%)	12%	37%	26%	25%
归母净利润(百万元)	158	287	368	472
(+/-%)	3%	81%	28%	28%
摊薄每股收益(元)	1.70	3.08	3.95	5.07
市盈率(PE)	39	22	17	13

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)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	510	473	1152	1314	1536	营业收入	1294	1451	1993	2502	3119
应收款项	17	26	31	42	50	营业成本	840	954	1277	1599	1985
存货净额	127	137	186	233	289	营业税金及附加	14	17	20	25	31
其他流动资产	464	625	639	652	668	销售费用	208	204	267	324	394
流动资产合计	1118	1261	1420	1653	1955	管理费用	59	65	97	114	135
固定资产	476	483	494	500	505	财务费用	(10)	(11)	(15)	(20)	(25)
在建工程	73	99	103	103	103	其他费用/(-收入)	20	11	36	31	31
无形资产及其他	98	100	98	95	93	营业利润	202	212	383	491	630
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业外净收支	(3)	(4)	(0)	0	0
资产总计	1822	2004	2177	2412	2717	利润总额	199	208	382	491	630
短期借款	0	0	0	0	0	所得税费用	45	50	96	123	157
应付款项	97	139	154	187	232	净利润	154	158	287	368	472
合同负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	152	234	234	234	234	归属于母公司净利润	154	158	287	368	472
流动负债合计	248	373	388	421	466	预测指标					
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	ROE	11%	11%	17%	20%	22%
其他长期负债	129	125	125	125	125	毛利率	35%	34%	36%	36%	36%
长期负债合计	129	125	125	125	125	销售净利率	12%	11%	14%	15%	15%
负债合计	377	498	513	546	591	收入增长率	10%	12%	37%	26%	25%
股本	93	93	93	93	93	利润增长率	-14%	3%	81%	28%	28%
股东权益	1445	1506	1664	1866	2126	总资产周转率	0.71	0.72	0.92	1.04	1.15
负债和股东权益总计	1822	2004	2177	2412	2717	应收账款周转率	74.43	56.25	64.08	59.91	61.93
						存货周转率	6.63	6.98	6.98	6.98	6.98
						资产负债率	21%	25%	24%	23%	22%
						流动比	4.50	3.38	3.66	3.93	4.19
						EPS	1.65	1.70	3.08	3.95	5.07
						BVPS	15.50	16.15	17.85	20.02	22.81
						P/E	40.56	39.37	21.73	16.92	13.19
						P/B	4.31	4.14	3.75	3.34	2.93
						P/S	4.82	4.30	3.13	2.49	2.00

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

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	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@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	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@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	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@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经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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。