



甘源食品 (002991.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新品逐步起量，23 年业绩超预期

业绩简评

1月18日，公司发布2023年业绩预告，预计23年实现归母净利润2.95-3.35亿元，同比+86%-112%；实现扣非净利润2.56-2.98亿元，同比+74%-101%。单Q4预计实现归母净利润0.81-1.21亿元，同比+18%-76%（中值为46.6%）；实现扣非净利润0.68-1.10亿元，同比-5%-53%（中值为24.4%），业绩表现超预期。

经营分析

坚持全渠道发展战略，不断丰富产品矩阵，23Q4收入有望延续高增态势。1) 线下基本盘传统商超体量保持稳定，拆分事业部后，散装表现亮眼。2) 零食量贩店、商超会员店等系统合作门店数及进驻SKU数量增加，月销环比持续改善，其中零食量贩店/高端会员店月销分别保持4kw/2kw以上。3) 加大与线上电商直播、达播等新业态合作力度。临近春节旺季推广性价比坚果礼盒，电商月销有望快速爬坡上量。4) 加速新品研发，逐步形成多品类发展战略。23H2冻干坚果逐步铺市，同时加大调味坚果和休闲膨化产品投放力度。核心品类老三样维持双位数增长，综合豆果及果仁、花生、薯片增速快于大盘。

成本下行叠加产能利用率提升，预计23Q4净利率同比持续改善。23Q4归母净利润增速中位数为46.6%，我们预计收入增速在春节错位高基数影响下低于利润增速。1) 23年核心原材料棕榈油、夏威夷果仁价格回落，其中棕榈油采购价同比下降约30%。2) 薯片销售渠道拓宽至商超散称柜台，产能利用率提升，安阳工厂顺利扭亏为盈。3) 非经常性损益同比增加约为2700万元，主要系政府补助及闲置资金理财收益。

产品核心竞争力稳固，渠道短板逐步补齐，看好内部改革成效。公司积极拥抱新兴渠道、提升品类丰富度，在保持核心品类竞争优势的同时，新品销量表现亮眼。在组织架构方面，根据渠道细分八大事业部，并针对渠道设计适配规格的产品，商超渠道变革初具成效，看好后续渠道力、品牌力进一步提升。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年公司归母净利润分别为3.2/4.0/5.0亿元，分别同比增长100%/28%/26%，对应PE分别为24x/19x/15x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

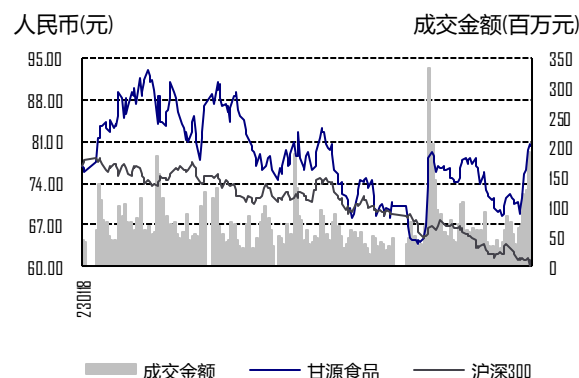
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：80.27元

相关报告：

- 《甘源食品公司点评：费效比提升，业绩超预期》，2023.10.26
- 《甘源食品公司点评：新品销量高增，利润弹性释放》，2023.8.10
- 《甘源食品公司点评：新品势能充足，Q2业绩超预期》，2023.7.10



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,294	1,451	1,978	2,525	3,145
营业收入增长率	10.38%	12.11%	36.32%	27.70%	24.52%
归母净利润(百万元)	154	158	315.4	403.2	502.3
归母净利润增长率	-14.29%	3.03%	99.24%	27.82%	24.59%
摊薄每股收益(元)	1.648	1.698	3.384	4.325	5.39
每股经营性现金流净额	1.40	3.35	4.12	5.65	6.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.64%	10.51%	18.31%	19.90%	20.68%
P/E	46.29	44.92	23.72	18.56	14.90
P/B	4.92	4.72	4.34	3.69	3.08

来源：公司年报、国金证券研究所



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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,172	1,294	1,451	1,978	2,525	3,145	货币资金	149	510	473	623	923	1,345
增长率	10.4%	12.1%	12.1%	36.3%	27.7%	24.5%	应收款项	13	17	26	31	40	51
主营业务成本	-702	-840	-954	-1,248	-1,575	-1,955	存货	89	127	137	171	216	268
%销售收入	59.9%	64.9%	65.7%	63.1%	62.4%	62.2%	其他流动资产	978	464	625	632	641	651
毛利	470	454	497	730	951	1,190	流动资产	1,230	1,118	1,261	1,457	1,820	2,315
%销售收入	40.1%	35.1%	34.3%	36.9%	37.6%	37.8%	%总资产	69.8%	61.3%	62.9%	64.0%	67.3%	71.2%
营业税金及附加	-13	-14	-17	-23	-29	-36	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	392	549	581	648	705	751
销售费用	-205	-208	-204	-237	-316	-393	%总资产	22.3%	30.1%	29.0%	28.5%	26.1%	23.1%
%销售收入	17.5%	16.1%	14.0%	12.0%	12.5%	12.5%	无形资产	111	121	125	134	142	149
管理费用	-45	-59	-65	-79	-101	-126	非流动资产	531	704	743	818	883	936
%销售收入	3.8%	4.6%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	30.2%	38.7%	37.1%	36.0%	32.7%	28.8%
研发费用	-7	-15	-23	-26	-33	-41	资产总计	1,760	1,822	2,004	2,275	2,703	3,251
%销售收入	0.6%	1.2%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	0	4	3	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	200	158	189	365	472	594	应付款项	102	133	202	201	257	322
%销售收入	17.1%	12.2%	13.0%	18.5%	18.7%	18.9%	其他流动负债	114	112	168	254	323	404
财务费用	2	10	11	11	16	23	流动负债	216	248	373	455	580	726
%销售收入	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-4	-4	0	0	0	其他长期负债	124	129	125	97	96	96
公允价值变动收益	8	3	1	0	0	0	负债	339	377	498	552	676	822
投资收益	9	14	7	8	10	8	普通股股东权益	1,421	1,445	1,506	1,723	2,026	2,429
%税前利润	3.6%	7.2%	3.5%	2.0%	1.9%	1.2%	其中：股本	93	93	93	93	93	93
营业利润	242	202	212	404	518	645	未分配利润	309	393	450	665	969	1,371
营业利润率	20.6%	15.6%	14.6%	20.4%	20.5%	20.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	-3	-4	0	-1	-1	负债股东权益合计	1,760	1,822	2,004	2,275	2,703	3,251
税前利润	241	199	208	404	517	644	比率分析						
利润率	20.6%	15.4%	14.3%	20.4%	20.5%	20.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-62	-45	-50	-89	-114	-142	每股指标						
所得税率	25.7%	22.8%	23.9%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	1.923	1.648	1.698	3.384	4.325	5.389
净利润	179	154	158	315	403	502	每股净资产	15.243	15.498	16.155	18.483	21.738	26.057
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.180	1.402	3.348	4.122	5.649	6.970
归属于母公司的净利润	179	154	158	315	403	502	每股股利	1.070	0.750	1.088	1.070	1.070	1.070
净利率	15.3%	11.9%	10.9%	15.9%	16.0%	16.0%	回报率						
							净资产收益率	12.62%	10.64%	10.51%	18.31%	19.90%	20.68%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.18%	8.43%	7.90%	13.86%	14.92%	15.45%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	10.29%	8.26%	9.37%	16.53%	18.17%	19.06%
净利润	179	154	158	315	403	502	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	5.70%	10.38%	12.11%	36.32%	27.70%	24.52%
非现金支出	36	54	69	60	71	81	EBIT 增长率	-6.12%	-21.23%	19.47%	93.72%	29.25%	25.76%
非经营收益	-4	-23	-14	-30	-9	-7	净利润增长率	6.71%	-14.29%	3.03%	99.24%	27.82%	24.59%
营运资金变动	-7	-54	99	39	62	73	总资产增长率	104.21%	3.50%	9.97%	13.55%	18.79%	20.29%
经营活动现金净流	203	131	312	384	527	650	资产管理能力						
资本开支	-151	-205	-123	-135	-136	-136	应收账款周转天数	3.1	3.2	4.5	4.6	4.7	4.8
投资	-718	538	-170	0	0	0	存货周转天数	48.7	46.8	50.4	50.0	50.0	50.0
其他	10	-364	148	8	10	8	应付账款周转天数	39.3	35.6	45.0	45.0	45.5	46.0
投资活动现金净流	-859	-32	-145	-127	-126	-128	固定资产周转天数	94.7	134.2	121.4	97.7	81.8	68.8
股权募资	855	0	0	1	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-7	0	0	净负债/股东权益	-78.31%	-64.11%	-70.27%	-70.32%	-74.60%	-79.59%
其他	-122	-135	-76	-100	-100	-100	EBIT 利息保障倍数	-105.4	-15.8	-16.5	-32.7	-29.7	-25.4
筹资活动现金净流	733	-135	-76	-106	-100	-100	资产负债率	19.28%	20.71%	24.84%	24.27%	25.02%	25.29%
现金净流量	78	-36	91	151	301	422							

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-28	增持	48.50	N/A
2	2022-08-11	买入	62.80	N/A
3	2022-10-27	买入	60.25	N/A
4	2023-04-26	买入	82.63	N/A
5	2023-07-10	买入	78.81	N/A
6	2023-08-10	买入	80.49	N/A
7	2023-10-26	买入	66.86	N/A

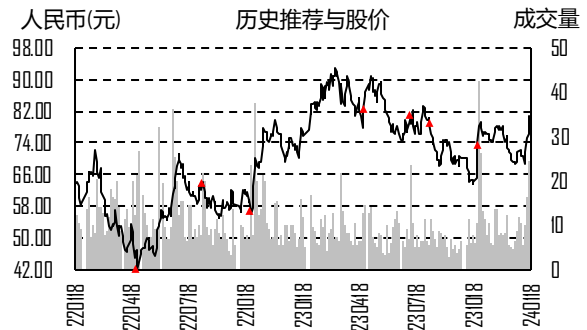
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



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。

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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究