

新品及新渠道表现亮眼，增长动能充足

2023 年 05 月 07 日

► **事件：**公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 14.5 亿元，同比+12.11%；归母净利润 1.58 亿元，同比+3.03%；扣非归母净利润 1.48 亿元，同比+16.16%。单 Q4 实现营收 4.82 亿元，同比+9.85%；归母净利润 0.69 亿元，同比-9.93%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比+13.71%。23Q1 实现营收 3.91 亿元，同比+22.15%；归母净利润 0.55 亿元，同比+145.02%；扣非归母净利润 0.49 亿元，同比+103.08%。

► **新品及新渠道表现亮眼，22 年平稳收官。**22 年公司营收同比+12.11%，分产品看，老三样青豌豆/瓜子仁/蚕豆分别实现营收 3.69/2.31/2.09 亿元，同比+11.2%/-1.3%/+0.3%；综合果仁及豆果收入 3.82 亿元，同比+29.3%，系口味型坚果在高端会员店、电商等渠道快速放量；其他产品（花生、薯片、米饼等）收入 2.53 亿元，同比+14.8%，主要系 22 年 7 月安阳工厂新品投产。分渠道看，22 年电商渠道收入 1.67 亿元，同比-5.6%，传统电商平台成长受限，公司于 22Q4 积极转变线上经营策略，顺应线上变化趋势，借助抖音、快手等在内的新电商平台拉动新增长；同时，公司积极拓展山姆、零食很忙等新渠道，22 年经销收入 12.3 亿元，同比+14.7%。

► **成本回落规模效应显著，23Q1 盈利改善明显。**22 年公司毛利率变动-0.84pcts 至 34.26%，主要系提价难以覆盖成本上涨，具体来看：1) 棕榈油/青豆/蚕豆价格同比分别+13%/11%/10%，产品成本有所上升，2) 电商模式 22Q2 逐步提价到位，22 年平均销售价格同比+10%；22 年销售费用率同比-2pcts 至 14.1%，系 21 年存在梯媒广告费 1600 万左右；22 年实现扣非净利率 10.2%，同比+0.3pcts。23Q1 成本回落下盈利能力有所提升，Q1 毛利率同比+1.5pcts 至 36.35%；销售规模扩张下销售费用率同比-3.53pcts 至 13.67%；23Q1 最终录得净利率 14.1%，同比+7.07pcts。

► **渠道理顺增长动能充足，全年高增可期。**2022H2 以来公司持续推动渠道转型，筹建八大事业部，按照细分渠道进行组织架构拆分，调整供应链积极拥抱量贩零食店和电商渠道，同时积极深耕高端会员店及流通渠道，增长动能充足。展望 23 年，零食量贩渠道红利加速释放及会员商超持续拓品下，全年收入有望高速增长；利润端伴随成本回落、产能利用率提升，预计释放利润弹性。

► **投资建议：**我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 20/27/34 亿元，同比增长 39%/33%/28%；归母净利润分别为 2.6/3.4/4.5 亿元，同比增长 61%/35%/31%，当前股价对应 P/E 分别为 32/24/18X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**渠道拓展不及预期，新品放量不及预期，原材料价格波动，食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1451	2017	2680	3434
增长率 (%)	12.1	39.1	32.9	28.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	158	255	344	450
增长率 (%)	3.0	60.8	35.1	30.7
每股收益 (元)	1.70	2.73	3.69	4.82
PE	52	32	24	18
PB	5.5	5.0	4.5	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

88.57 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 1.甘源食品 (002991.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：Q4 环比明显改善，股权激励确立高速发展目标-2022/04/28
- 2.【民生食饮】甘源食品 (002991.SZ) 三季报点评：渠道模式冲击短期业绩，组合动作带来长期亮点-2021/10/28
- 3.甘源食品 (002991.SZ) 2021 年半年报点评：多重因素拖累短期业绩，组合动作打开长期空间-2021/08/10

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1451	2017	2680	3434
营业成本	954	1301	1720	2192
营业税金及附加	17	22	29	38
销售费用	204	282	375	481
管理费用	65	91	121	155
研发费用	23	24	32	41
EBIT	199	317	429	561
财务费用	-11	-6	-6	-8
资产减值损失	-3	-1	-1	-1
投资收益	7	10	13	17
营业利润	212	332	448	585
营业外收支	-4	-1	-1	-1
利润总额	208	331	447	584
所得税	50	76	103	134
净利润	158	255	344	450
归属于母公司净利润	158	255	344	450
EBITDA	265	388	520	670

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	473	502	647	845
应收账款及票据	22	22	29	37
预付款项	25	33	43	55
存货	137	195	258	329
其他流动资产	604	602	604	606
流动资产合计	1261	1354	1582	1873
长期股权投资	0	10	23	41
固定资产	483	558	627	696
无形资产	100	103	106	110
非流动资产合计	743	823	892	966
资产合计	2004	2176	2474	2838
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	139	143	189	240
其他流动负债	234	251	327	416
流动负债合计	373	394	516	657
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	125	127	126	127
非流动负债合计	125	127	126	127
负债合计	498	520	642	784
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1506	1656	1832	2055
负债和股东权益合计	2004	2176	2474	2838

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.11	39.07	32.87	28.10
EBIT 增长率	12.35	58.91	35.54	30.76
净利润增长率	3.03	60.82	35.08	30.73
盈利能力 (%)				
毛利率	34.26	35.51	35.82	36.15
净利润率	10.91	12.62	12.83	13.09
总资产收益率 ROA	7.90	11.70	13.90	15.84
净资产收益率 ROE	10.51	15.37	18.77	21.88
偿债能力				
流动比率	3.38	3.44	3.07	2.85
速动比率	2.91	2.84	2.47	2.25
现金比率	1.27	1.27	1.25	1.29
资产负债率 (%)	24.84	23.90	25.94	27.61
经营效率				
应收账款周转天数	5.42	4.00	4.00	4.00
存货周转天数	52.31	55.00	55.00	55.00
总资产周转率	0.76	0.97	1.15	1.29
每股指标 (元)				
每股收益	1.70	2.73	3.69	4.82
每股净资产	16.15	17.77	19.65	22.04
每股经营现金流	3.35	2.96	4.99	6.33
每股股利	1.07	1.80	2.43	3.18
估值分析				
PE	52	32	24	18
PB	5.5	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	29.43	19.99	14.63	11.07
股息收益率 (%)	1.21	2.03	2.75	3.59

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	158	255	344	450
折旧和摊销	65	72	91	109
营运资金变动	99	-44	41	46
经营活动现金流	312	276	465	590
资本开支	-123	-138	-142	-159
投资	-170	0	0	0
投资活动现金流	-145	-138	-142	-159
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-3	0
筹资活动现金流	-76	-109	-177	-233
现金净流量	91	29	146	198

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026