

研究所  
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 联系人：王尧 S0350121120031  
 wangy26@ghzq.com.cn

## 业绩高增如期兑现，发展势能充足

### ——甘源食品（002991）2022 年报及 2023 年一季度

#### 报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2023/05/04

表现	1M	3M	12M
甘源食品	0.9%	6.2%	111.1%
沪深 300	-1.8%	-2.7%	0.3%

#### 市场数据

2023/05/04

当前价格(元)	90.16
52 周价格区间(元)	43.10-95.48
总市值(百万)	8,404.34
流通市值(百万)	3,283.62
总股本(万股)	9,321.58
流通股本(万股)	3,641.99
日均成交额(百万)	115.85
近一月换手(%)	2.20

#### 相关报告

《——甘源食品（002991）公司深度研究：产品厚积薄发，渠道兼程并进（买入）\*休闲食品\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-01-20

《——甘源食品（002991）点评报告：短期疫情影响业绩，看好 Q4 新品及新渠道放量（买入）\*休闲食品\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-10-29

《——甘源食品（002991）点评报告：新品表现亮眼，产品渠道合力助推业绩高增（买入）\*休闲食品\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-08-12

#### 事件：

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报，2022 年实现收入 14.51 亿，同比+12.11%；归母净利 1.58 亿，同比+3.03%；扣非净利 1.48 亿，同比+16.16%。2023Q1 实现收入 3.91 亿，同比+22.15%；归母净利 0.55 亿，同比+145.02%；扣非净利 0.49 亿，同比+103.08%。

#### 投资要点：

- 收入符合预期，利润弹性显现。**收入端，2022 年底由于疫情影响生产运输，公司部分订单延后到 2023 年 Q1 发货，2022Q4+2023Q1 营收同比+15%，增长稳健。我们认为公司春节期间动销良好，且不向经销商压货，整体库存水平较优，会员店和零食专营等渠道规模仍有攀升，订单增长迅速。预计后续收入端有望增长加速。利润端，棕榈油成本下降推升毛利率上行，叠加安阳工厂扭亏、公司主动控费，23Q1 净利率达 14.10%，接近历史高位，扣非净利率也达 12.6%，同比改善明显。
- 老三样恢复增长，综合豆果及花生薯片等新品放量。**公司 2022 年老三样营收同比+4.48%至 8.09 亿元，其中青豌豆实现 11.19%的增速，而瓜子仁及蚕豆整体保持稳定，老三样借助零食渠道等新渠道成功突破在商超渠道的瓶颈。综合果仁及豆果系列延续高增，2022 年同比增长 29.27%至 3.82 亿元，已成为公司第一大品类，公司 2023 年重视口味坚果，预计未来贡献会进一步增加。另外，公司花生及薯片系列产品也开始放量，2022 年其他系列同比增长 14.76%至 2.53 亿元。
- 客户结构优化，渠道合作仍在正反馈阶段。**年报显示，2022 年公司前五大客户贡献收入体量达 2.42 亿，增长明显，占公司总收入 19.69%，其中第一大客户贡献 1.76 亿。公司此前经销商众多，但平均单个经销商一年仅贡献约 40 万收入，体量较小。大客户的稳定合作也为公司继续推进新品研发、产线升级改造坚定信心。
- 产品渠道双轮驱动，看好公司短期业绩弹性和中长期成长性。**公司为口味型坚果领军品牌，深耕行业多年，产品品质和研发能力优秀，累计获得超 100 项专利，在青豌豆、瓜子仁、蚕豆等细分领域树立龙

头地位，2022 年上半年推出了口味性坚果和烘焙类产品，近期综合果仁及豆果产品也开始放量。短期来看，公司内部理顺，借助行业渠道红利放量：去年底八大事业部成立，今年为考核第一年；与零食专营渠道合作紧密，定制能力强；会员店渠道仍在正反馈阶段，新合作陆续达成；电商借助达播形式增长。预计今年完成股权激励目标无虞。中长期看，公司坚持产品主义，有多个优质产品储备，具备打造新爆款的能力和潜力，且渠道端产品口碑逐渐建立后，预计不少头部连锁超市主动寻求合作，品牌势能积累后护城河更深。

■ **盈利预测和投资评级** 我们预计公司 2023-2025 年 EPS 2.77/3.71/4.73 元/股，对应 PE 33/24/19 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 新品推广不及预期；产能释放不及预期；渠道开拓不及预期；疫情影响超预期；食品安全问题等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1451	2039	2694	3390
增长率（%）	12	41	32	26
归母净利润（百万元）	158	258	346	441
增长率（%）	3	63	34	27
摊薄每股收益（元）	1.70	2.77	3.71	4.73
ROE（%）	11	15	17	18
P/E	44.35	32.55	24.30	19.07
P/B	4.72	4.76	4.08	3.40
P/S	4.90	4.12	3.12	2.48
EV/EBITDA	25.11	25.45	18.16	13.65

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：甘源食品盈利预测表

证券代码:	002991				股价:	90.16				投资评级:	买入				日期:	2023/05/04			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	11%	15%	17%	18%	EPS	1.72	2.77	3.71	4.73										
毛利率	34%	37%	38%	38%	BVPS	16.15	18.93	22.09	26.55										
期间费率	18%	20%	21%	21%	<b>估值</b>														
销售净利率	11%	13%	13%	13%	P/E	44.35	32.55	24.30	19.07										
<b>成长能力</b>					P/B	4.72	4.76	4.08	3.40										
收入增长率	12%	41%	32%	26%	P/S	4.90	4.12	3.12	2.48										
利润增长率	3%	63%	34%	27%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
总资产周转率	0.72	0.87	0.96	1.02	营业收入	1451	2039	2694	3390										
应收账款周转率	67.29	87.20	70.70	88.33	营业成本	954	1287	1679	2098										
存货周转率	10.61	9.69	10.95	10.51	营业税金及附加	17	23	31	39										
<b>偿债能力</b>					销售费用	204	343	480	610										
资产负债率	25%	24%	27%	26%	管理费用	65	88	113	143										
流动比	3.38	3.58	3.31	3.53	财务费用	-11	-13	-20	-31										
速动比	2.91	3.01	2.82	2.99	其他费用/(-收入)	23	41	43	59										
					<b>营业利润</b>	<b>212</b>	<b>335</b>	<b>443</b>	<b>567</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	-4	0	0	0										
现金及现金等价物	1061	1303	1709	2108	<b>利润总额</b>	<b>208</b>	<b>335</b>	<b>443</b>	<b>567</b>										
应收款项	22	23	38	38	所得税费用	50	77	98	127										
存货净额	137	210	246	323	<b>净利润</b>	<b>158</b>	<b>258</b>	<b>346</b>	<b>441</b>										
其他流动资产	41	54	65	80	少数股东损益	0	0	0	0										
<b>流动资产合计</b>	<b>1261</b>	<b>1591</b>	<b>2057</b>	<b>2549</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>158</b>	<b>258</b>	<b>346</b>	<b>441</b>										
固定资产	483	481	489	513															
在建工程	99	99	99	99	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
无形资产及其他	162	162	162	162	<b>经营活动现金流</b>	<b>312</b>	<b>221</b>	<b>441</b>	<b>418</b>										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	158	258	346	441										
<b>资产总计</b>	<b>2004</b>	<b>2333</b>	<b>2806</b>	<b>3322</b>	少数股东权益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	65	21	23	26										
应付款项	139	157	238	251	公允价值变动	-1	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	99	-17	117	9										
其他流动负债	234	287	384	472	<b>投资活动现金流</b>	<b>-145</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>7</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>373</b>	<b>444</b>	<b>622</b>	<b>723</b>	资本支出	-123	-26	-39	-60										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-170	0	0	0										
其他长期负债	125	125	125	125	其他	148	47	54	68										
<b>长期负债合计</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-76</b>	<b>0</b>	<b>-51</b>	<b>-25</b>										
<b>负债合计</b>	<b>498</b>	<b>569</b>	<b>747</b>	<b>848</b>	债务融资	0	0	0	0										
股本	93	93	93	93	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	1506	1764	2059	2475	其它	-76	0	-51	-25										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2004</b>	<b>2333</b>	<b>2806</b>	<b>3322</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>91</b>	<b>242</b>	<b>405</b>	<b>400</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

王尧，复旦大学物理系本科，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖饮料、白酒、休闲食品等板块，曾任职于方正证券。

## 【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。