

渠道拓展效果逐渐显现，利润率修复超预期，经营势头向好

——甘源食品 22 年报及 23 年一季报点评

核心观点

事件：公司发布 2022 年报及 23Q1 季报。1) 公司 23Q1 实现营收 3.91 亿元/yoy+22.15%，归母净利润 0.55 亿元/yoy+145.02%，扣非归母净利润 0.49 亿元/yoy+103.08%。2) 22 年实现营收 14.51 亿元/yoy+12.11%，归母净利润 1.58 亿元/yoy+3.03%，扣非归母净利润 1.48 亿元/yoy+16.16%；单 22Q4 实现营收 4.82 亿元/yoy+9.85%，归母净利润 0.69 亿元/yoy-9.93%，扣非归母净利润 0.72 亿元/yoy+13.71%。

- **23Q1：渠道拓展效果逐渐显现，利润率修复超预期。** 1) 公司 23Q1 营收 yoy+22.15%，预计主要与会员店、零食专营、电商渠道放量有关。2) 23Q1 实现毛利率 36.35%/yoy+1.50pct，毛利率同比提升预计与棕榈油成本下降、规模效应增加有关；毛利率环比 22Q4 提升 1.45pct，预计主因产品结构变化有关。3) 公司 23Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率 yoy-3.54/-1.04/-0.79pct，费用率同比下降预计主要与规模提升有关。4) 毛利率改善、费用率收缩使得公司 23Q1 归母净利润率 14.10%/yoy+7.07pct，扣非归母净利润率 12.61%/yoy+5.02pct，利润率修复超预期。
- **22 年：零食量贩零食成第三大客户，经销商持续拓展，利润率保持平稳。** 1) 收入端，22 年公司实现营收 14.51 亿/yoy+12.11%。分产品看，青豌豆营收 3.69 亿元/yoy+11.19%（价 yoy+5.9%），瓜子仁营收 2.31 亿元/yoy-1.32%（价 yoy+5.3%），蚕豆营收 2.09 亿元/yoy+0.28%（价 yoy+6.1%），综合果仁及豆果系列营收 3.82 亿元/yoy+29.27%，其他系列营收 2.53 亿元/yoy+14.76%。老三样均价提升预计与 21 年的提价逐渐在 22 年体现有关。2) 分渠道看，22 年公司经销营收 12.32 亿元/yoy+14.72%，电商营收 1.67 亿元/yoy-5.62%，其他模式营收 0.45 亿元/yoy+14.15%，电商收入下滑预计与公司电商事业部调整有关、当前已经初步完成调整。3) 前五大客户看，公司 22 年前五大客户分别贡献营收 1.76 亿/0.32 亿/0.30 亿/0.18 亿/0.12 亿，其中第三名为 22 年新增的零食量贩系统客户 VS 21 年前五大客户分别贡献营收 0.61/0.34/0.23/0.14/0.12 亿元，与大客户合作进一步深入。4) 22 年末公司正式经销商 2142 家/同比+199 家，试销经销商 781 家/同比+130 家，经销商合计 2923 家/同比+329 家。**22 年公司利润率保持平稳。** 22 年公司毛利率 34.26%/yoy-0.84pct，销售费用率 14.05%/yoy-2.0pct（人员/促销推广/广告费率 yoy-0.39/-0.42/-1.22pct）、管理费用率 4.50%/yoy-0.07pct、研发费用率 1.55%/yoy+0.38pct；22 年归母净利润率 10.91%/yoy-0.96pct，扣非归母净利润率 10.22%/yoy+0.36pct。
- **经营趋势向好，23 年业绩确定性较强，5 月冻干坚果新品带来潜在股价催化。** 公司 23Q1 经营态势环比 22Q4 改善，经营趋势向好，23 年伴随公司新渠道拓展、棕榈油成本降、安阳工厂减亏公司业绩确定性较强，股权激励目标达成可期。此外公司 5 月冻干坚果等新品上市带来潜在股价催化，建议积极关注。

盈利预测与投资建议

- 公司经营趋势向好，利润率修复超预期，上调盈利预测，预测公司 2023-25 年 EPS 2.83/3.84/4.79 元（调整前 23/24 年为 2.68/3.50 元），使用可比公司估值法，给予 23 年 36 倍估值，对应目标价 101.88 元，维持“增持评级”。

风险提示

- 渠道拓展不及预期，安阳工厂爬坡不及预期，新品推广不及预期，成本下降不及预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,294	1,451	2,090	2,679	3,196
同比增长(%)	10.4%	12.1%	44.1%	28.2%	19.3%
营业利润(百万元)	202	212	355	480	598
同比增长(%)	-16.5%	4.9%	67.8%	35.1%	24.7%
归属母公司净利润(百万元)	154	158	264	358	446
同比增长(%)	-14.3%	3.0%	66.8%	35.4%	24.8%
每股收益(元)	1.65	1.70	2.83	3.84	4.79
毛利率(%)	35.1%	34.3%	35.0%	35.1%	35.8%
净利率(%)	11.9%	10.9%	12.6%	13.3%	14.0%
净资产收益率(%)	10.7%	10.7%	16.0%	18.5%	20.1%
市盈率	53.6	52.0	31.2	23.0	18.4
市净率	5.7	5.5	4.6	4.0	3.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2023年04月28日）	88.31 元
目标价格	101.88 元
52 周最高价/最低价	95.48/40.98 元
总股本/流通 A 股（万股）	9,322/3,642
A 股市值（百万元）	8,232
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	7.44	1.36	14.88	106.25
相对表现	7.53	0.62	18.53	103.5
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

联系人

张玉洁	zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵	zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

口味型坚果领跑者，渠道加速布局：—— 2023-03-13
甘源食品首次覆盖报告

投资建议

公司经营趋势向好，利润率修复超预期，上调公司毛利率、下调费用率预测，预测公司 2023-25 年 EPS 2.83/3.84/4.79 元（调整前 23/24 年为 2.68/3.50 元），使用可比公司估值法，给予 23 年 36 倍估值，对应目标价 101.88 元，维持“增持评级”。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2023/4/28	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
洽洽食品	002557	43.30	1.93	2.16	2.58	3.00	22.5	20.1	16.8	14.5
盐津铺子	002847	126.39	2.34	3.71	4.71	5.80	53.9	34.1	26.8	21.8
劲仔食品	003000	14.63	0.28	0.39	0.51	0.63	52.9	37.8	28.4	23.2
良品铺子	603719	33.50	0.84	1.12	1.40	1.69	40.0	30.0	24.0	19.8
妙可蓝多	600882	26.22	0.26	0.62	0.97	1.33	99.8	42.6	27.1	19.7
立高食品	300973	95.46	0.85	1.84	2.64	3.66	112.4	51.9	36.2	26.1
	调整后平均						61.7	36.1	26.6	21.1

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

渠道拓展不及预期，安阳工厂爬坡不及预期，新品推广不及预期，成本下降不及预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。