

2023年05月03日  
甘源食品(002991.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

休闲食品

## 渠道模式理顺，成长潜力释放

### 事件：

公司公布2022年年报及2023年一季报，2022年公司实现营收14.51亿元，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%。其中22Q4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%。

2023年一季度实现营收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%。

### 23Q1开门红，全渠道拓展可期：

2022年公司实现营收14.51亿元，同比+12.11%，其中22Q4实现营收4.82亿元，同比+9.85%。22Q4公司备货高峰阶段，生产略受影响，增速略有降低。分产品看，综合果仁及豆果实现3.82亿元营收，同比+29.27%，已成为第一大品类，主要得益于调味坚果等产品持续放量，未来新品推出也将带动坚果品类规模进一步扩大。老三样合计实现营收8.09亿元，同比+4.48%，其中青豌豆延续较快增长，同比+11.19%，瓜子仁及蚕豆基本保持稳定。其他系列实现营收2.53亿元，同比+14.76%，主因花生、薯片等新品贡献一定增量。分渠道看，经销模式实现12.32亿元，同比+14.72%，公司通过经销广泛覆盖KA、会员店、零食量贩店、便利店等，预计主要由会员店及零食量贩店贡献渠道增量。电商模式实现1.67亿元，同比-5.62%，电商营收增长主要来自于老三样。

23Q1实现营收3.91亿元，同比+22.15%，春节错期背景下持续实现较快增长，主因公司积极拓展零食店、电商、会员店等渠道放量，且膨化等产品经过近一年培育，贡献部分增量。

### 成本回落费用精简，有力释放利润弹性：

2022年公司毛利率为34.26%，同比-0.84pct，主因棕榈油价格上涨带来成本压力，2022年棕榈油均价10961元/吨，同比+23.54%，另一方面电商提价带动电商毛利率+9.29pct至37.63%，对冲一定成本压力。23Q1公司毛利率回升至36.35%，同比+1.50pct，主因棕榈油价格回落及规模效应释放，23Q1棕榈油均价回落至7939元/吨，同比-33.40%。

费用方面，2022年公司销售费用率为14.05%，同比-2.01pct，23Q1销售费用率为13.67%，同比-3.54pct，一方面公司精简KA、梯媒等广告投放，另一方面会员店、零食店等低费用渠道占比提升，均带动费用率下降。

2022年公司实现净利率10.91%，同比-0.96pct，23Q1净利率14.10%，同比+7.07pct，盈利能力明显改善，若后续棕榈油保持低位价格，有望延续较强盈利能力。

投资评级	买入-A 首次评级
6个月目标价	125.94元
股价(2023-04-28)	88.31元

### 交易数据

总市值(百万元)	8,231.89
流通市值(百万元)	3,216.24
总股本(百万股)	93.22
流通股本(百万股)	36.42
12个月价格区间	43.54/94.25元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.6	18.5	99.6
绝对收益	1.4	14.9	102.3

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

王玲瑶

联系人

wangly1@essence.com.cn

### 相关报告

零食行业深度：渠道变革方  
兴未艾，跑马圈地正当时 2023-04-28

### 目 产品渠道双轮驱动，打开未来成长空间：

产品端，公司保持老三样核心优势，持续拓展坚果、膨化等第二产品曲线。1) 老三样：22H2 老三样均恢复正增长，预计为零食店等渠道放量支撑。2) 坚果：芥末夏果等在会员店快速起量，风味坚果未来空间广阔，伴随渠道扩张、新品推广后续有望持续突破。3) 其他品类：薯片、花生等品类培育成熟，未来成长空间可期。

渠道端：2022 年底公司划分 8 大渠道事业部，重点推进零食店、会员店、电商等渠道放量。根据投关记录，1) 零食店：已与头部零食店系统达成密切合作，将继续扩充合作系统及 SKU，预计将延续向上发展势能。2) 会员店：2022 年山姆贡献核心体量，2023 年将扩充 SKU，同时拓展盒马 X 会员店等合作，同步带动规模扩张。3) 电商：重点拓展自播、达播等业务，带动电商规模持续爬坡。4) 其余渠道划分专业事业部后，正如期开展工作，带动渠道更加精细化运营，构建未来成长潜力。

### 目 投资建议：

我们预计 2023-2025 年公司收入增速分别为 39.4%、30.9%、24.7%，净利润增速分别为 64.8%、30.5%、29.9%。看好甘源产品逐步放量，渠道模式理顺，零食店、会员店、电商渠道放量下向上发展势能。给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 125.94 元，相当于 2023 年 45X PE。

目 风险提示：原材料价格大幅上涨、新品推广不及预期、渠道拓展不及预期、食品安全问题。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,294.0	1,450.7	2,022.3	2,647.4	3,300.8
净利润	153.7	158.3	260.9	340.5	442.2
每股收益(元)	1.65	1.70	2.80	3.65	4.74
每股净资产(元)	15.50	16.15	18.33	20.76	24.42

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	53.6	52.0	31.6	24.2	18.6
市净率(倍)	5.7	5.5	4.8	4.3	3.6
净利润率	11.9%	10.9%	12.9%	12.9%	13.4%
净资产收益率	10.6%	10.5%	15.3%	17.6%	19.4%
股息收益率	1.2%	0.0%	1.1%	1.4%	1.2%
ROIC	55.0%	33.1%	68.1%	82.7%	141.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,294.0	1,450.7	2,022.3	2,647.4	3,300.8	成长性					
减:营业成本	839.8	953.6	1,291.1	1,695.8	2,098.9	营业收入增长率	10.4%	12.1%	39.4%	30.9%	24.7%
营业税费	14.3	17.0	23.0	30.1	37.9	营业利润增长率	-16.5%	4.9%	59.0%	30.5%	29.7%
销售费用	207.8	203.8	274.0	352.9	432.7	净利润增长率	-14.3%	3.0%	64.8%	30.5%	29.9%
管理费用	59.1	65.3	87.6	113.3	137.0	EBITDA 增长率	-12.9%	15.7%	54.6%	26.4%	26.6%
研发费用	15.1	22.5	22.2	29.1	36.3	EBIT 增长率	-18.4%	11.9%	69.0%	30.5%	29.7%
财务费用	-10.0	-11.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-16.9%	2.9%	72.3%	30.5%	29.7%
资产减值损失	-3.1	-3.0	-2.3	-2.8	-2.7	投资资本增长率	71.1%	-16.3%	7.4%	-24.2%	4.5%
加:公允价值变动收益	2.9	0.5	-	-	-	净资产增长率	1.7%	4.2%	13.5%	13.2%	17.6%
投资和汇兑收益	14.4	7.2	10.1	10.6	9.3						
营业利润	201.9	211.8	336.9	439.5	570.0	利润率					
加:营业外净收支	-2.9	-3.7	-2.4	-3.0	-3.1	毛利率	35.1%	34.3%	36.2%	35.9%	36.4%
利润总额	198.9	208.1	334.5	436.5	567.0	营业利润率	15.6%	14.6%	16.7%	16.6%	17.3%
减:所得税	45.3	49.8	73.6	96.0	124.7	净利润率	11.9%	10.9%	12.9%	12.9%	13.4%
净利润	153.7	158.3	260.9	340.5	442.2	EBITDA/营业收入	16.8%	17.3%	19.2%	18.6%	18.8%
						EBIT/营业收入	13.8%	13.7%	16.7%	16.6%	17.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	109	119	82	56	39
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-22	-28	-23	-15	-11
货币资金	509.6	472.8	660.3	995.2	1,327.5	流动资产周转天数	327	295	247	235	233
交易性金融资产	420.3	588.2	588.2	588.2	588.2	应收帐款周转天数	4	5	5	5	5
应收帐款	17.4	25.8	26.7	43.3	47.1	存货周转天数	30	33	31	31	31
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	498	475	374	323	298
预付帐款	23.6	25.3	24.3	49.1	43.9	投资资本周转天数	102	105	71	50	35
存货	126.6	136.7	207.5	244.3	321.7						
其他流动资产	20.2	11.8	12.2	14.7	12.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	10.5%	15.3%	17.6%	19.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	7.9%	11.9%	13.3%	15.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	55.0%	33.1%	68.1%	82.7%	141.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	475.9	482.7	433.6	384.5	335.5	销售费用率	16.1%	14.0%	13.6%	13.3%	13.1%
在建工程	73.2	98.5	98.5	98.5	98.5	管理费用率	4.6%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%
无形资产	97.8	100.1	97.5	94.8	92.2	研发费用率	1.2%	1.6%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	57.5	61.7	48.3	40.5	34.8	财务费用率	-0.8%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	1,822.1	2,003.7	2,197.2	2,553.3	2,902.4	四费/营业收入	21.0%	19.3%	19.0%	18.7%	18.4%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	132.9	202.0	183.6	341.9	329.6	资产负债率	20.7%	24.8%	22.2%	24.2%	21.6%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	26.1%	33.1%	28.6%	32.0%	27.5%
其他流动负债	115.6	170.8	178.6	149.8	171.0	流动比率	4.50	3.38	4.19	3.94	4.68
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.99	3.01	3.62	3.44	4.03
其他非流动负债	129.0	124.9	125.9	126.6	125.8	利息保障倍数	-17.82	-17.44			
负债总额	377.4	497.8	488.1	618.3	626.4	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	1.09	-	0.98	1.23	1.09
股本	93.2	93.2	93.2	93.2	93.2	分红比率	66.0%	0.0%	35.0%	33.6%	22.9%
留存收益	1,411.5	1,446.3	1,615.9	1,841.8	2,182.8	股息收益率	1.2%	0.0%	1.1%	1.4%	1.2%
股东权益	1,444.7	1,505.9	1,709.1	1,935.0	2,276.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
净利润	153.7	158.3	260.9	340.5	442.2	EPS(元)	1.65	1.70	2.80	3.65	4.74
加:折旧和摊销	46.3	61.3	51.7	51.7	51.7	BVPS(元)	15.50	16.15	18.33	20.76	24.42
资产减值准备	3.6	4.0	-	-	-	PE(X)	53.6	52.0	31.6	24.2	18.6
公允价值变动损失	-2.9	-0.5	-	-	-	PB(X)	5.7	5.5	4.8	4.3	3.6
财务费用	-8.9	-9.4	-	-	-	P/FCF	-240.3	35.4	35.5	18.6	19.2
投资收益	-14.4	-7.2	-10.1	-10.6	-9.3	P/S	6.4	5.7	4.1	3.1	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	28.2	23.8	17.9	13.5	10.1
营运资金的变动	-71.6	151.9	-66.7	56.5	-60.2	CAGR(%)	30.4%	40.8%	13.3%	30.4%	40.8%
经营活动产生现金流量	130.7	312.1	235.8	438.2	424.4	PEG	1.8	1.3	2.4	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	-32.0	-145.4	10.1	10.6	9.3	ROIC/WACC	5.2	3.2	6.5	7.9	13.5
融资活动产生现金流量	-134.8	-75.5	-58.4	-113.8	-101.4	REP	2.5	4.9	2.6	2.7	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034